

家家悦 (603708.SH)

利润端持续改善，积极推进门店优化及业态创新

买入

核心观点

2022 年归母净利润扭亏，2023 年一季度盈利继续改善。公司 2022 年营收 181.84 亿元，同比+4.31%，归母净利润 0.54 亿元，较 2021 年亏损 2.93 亿元实现扭亏为盈，扣非净利润 0.14 亿元，同样较去年同期实现扭亏为盈。整体受益于企业提效降本及公司计提商誉减值损失较 21 年减少 2.67 亿元的影响。2023 年 Q1 公司营收 49.08 亿元，同比-3.91%，归母净利润 1.37 亿元，同比+5.23%，扣非净利润 1.34 亿元，同比+7.76%，整体利润增长稳健。

门店拓展与优化并行，2023 年 4 月公司试点连锁零食业态。2022 年公司新开直营门店 49 家，其中山东省 39 家，省外地区 10 家，2023 年 Q1 新开直营门店 3 家。截至 2023 年 3 月末，公司门店共计 992 家，其中直营门店 959 家，净减少 8 家，公司整体自 22 年开始开店呈现放缓态势，更加注重渠道优化。分区域看，2022 年烟威地区收入增长 0.62%，山东其他地区增长 9.44%，省外地区增长 8.47%，占比 15.6%，2023 年一季度进一步提升至 18.06%。此外，公司积极把握新业态发展机遇，把握直播、社群团购、云超等方式，2022 年线上订单和销售增长超过了 60%，2023 年 4 月开始试点布局零食连锁店。

一季度毛利率略有提升，整体费用率稳定。2022 年数据看，公司毛利率同比基本持平，其中生鲜产品毛利率提升 0.71pct。销售费用率同比-0.72pct，带动整体期间费用率下降。存货周转天数略提升 3.8 天至 64 天。2023 年一季度看，毛利率同比+0.68pct，销售费用率/管理费用率分别同比+0.13/0.21pct。2023 年一季度实现经营性现金流净额 5.75 亿元，同比-33.36%，系本期支付 2022 年社保政策缓缴及应付款减少等因素影响。

风险提示：门店拓展不及预期；省外业务不及预期；同店表现不及预期。

投资建议：年初至今在线下消费场景逐步恢复背景下，公司线下超市客流实现稳步复苏，同时线上渠道建设日益完善以把握到家业务机遇。中长期看，公司深耕山东省内优势明显，并初步具备向全国零售布局的基础，未来也将进一步强化供应链建设，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。同时公司也尝试零食连锁等新兴业态，进一步提升综合竞争力。出于对 2023 年消费复苏的谨慎考虑及公司计提商誉减值损失、闭店损失的不确定性，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 2.79/3.61 亿元（前值分别为 3.94/4.73 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 4.02 亿元，对应 PE 分别为 32/25/22 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,432.79	18,183.82	19,772.50	21,224.88	22,441.56
(+/-%)	4.52%	4.31%	8.74%	7.35%	5.73%
净利润(百万元)	-293.37	54.05	279.16	360.68	401.59
(+/-%)	-168.61%	-118.42%	416.47%	29.20%	11.34%
每股收益(元)	-0.48	0.09	0.46	0.59	0.66
EBIT Margin	1.48%	2.13%	1.80%	2.11%	2.21%
净资产收益率 (ROE)	-13.58%	2.64%	12.75%	15.22%	15.62%
市盈率 (PE)	-30.61	166.14	32.17	24.90	22.36
EV/EBITDA	35.89	28.17	29.80	25.62	23.55
市净率 (PB)	4.16	4.38	4.10	3.79	3.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

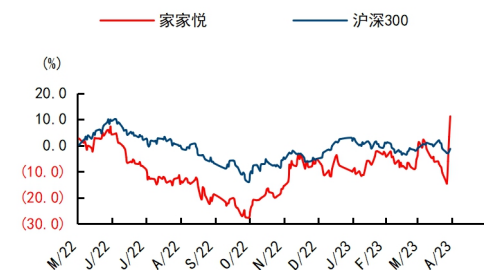
证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.76 元
总市值/流通市值	9555/8980 百万元
52 周最高价/最低价	15.08/9.51 元
近 3 个月日均成交额	63.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

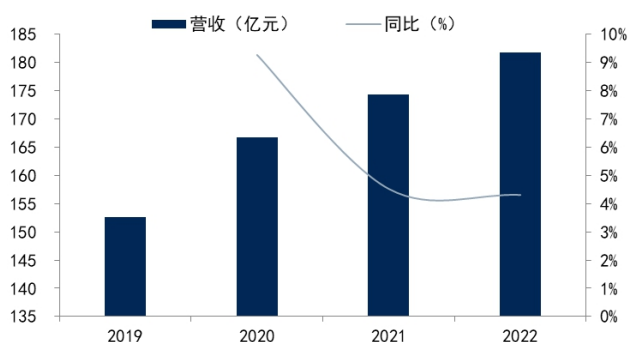
相关研究报告

- 《家家悦 (603708.SH) - 积极推动业态调整融合，供应链能力进一步增强》——2022-08-31
- 《家家悦 (603708.SH) - 稳步推进全国连锁扩张，供应链能力进一步增强》——2022-05-05

公司 2022 年营收 181.84 亿元，同比+4.31%，归母净利润 0.54 亿元，较 2021 年亏损 2.93 亿元实现扭亏为盈，扣非净利润 0.14 亿元，较 2021 年亏损 3.42 亿元实现扭亏为盈。整体受益于公司的提效降本及计提的商誉减值损失较 2021 年减少 2.67 亿元。公司商誉事项主要系投资维客连锁及维乐惠超市形成，截至 2022 年末商誉账面原值为 5.8 亿元，商誉减值准备为 3.27 亿元。

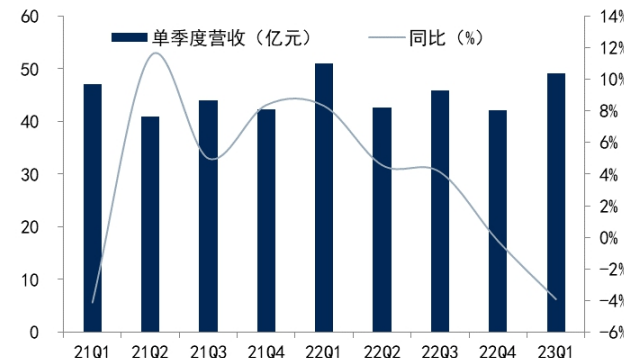
从一季度来看，2023 年一季度公司营收 49.08 亿元，同比-3.91%，归母净利润 1.37 亿元，同比+5.23%，扣非净利润 1.34 亿元，同比+7.76%，整体利润端继续向好。

图1：家家悦营业收入及增速（单位：亿元、%）



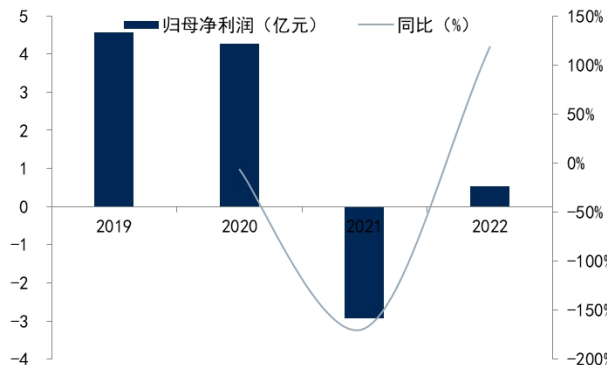
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：家家悦单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



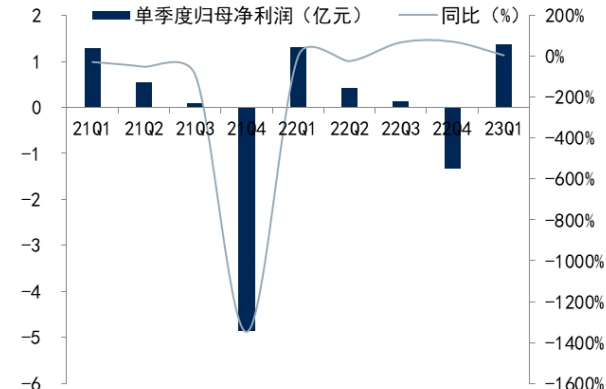
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：家家悦归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：家家悦单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

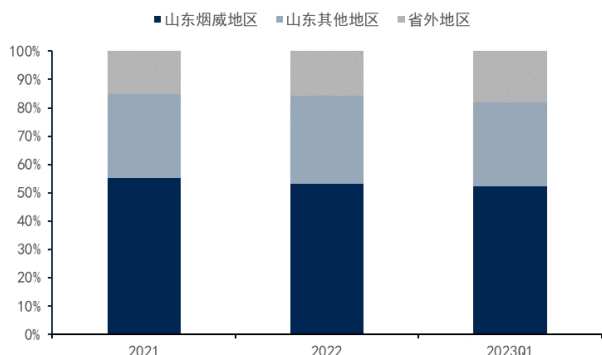
渠道拓展方面，2022 年公司新开直营店 49 家，较前两年开店速度有所放缓。其中省外地区 10 家，强化社区业态布局及山东省内加密+省外扩张战略，期末门店总数 1005 家（直营 967 家，加盟 38 家）。2023 年 Q1 新开直营门店 3 家，期末直营门店 959 家，净减少 8 家，继续推进门店调整优化。

分区域看，2022 年烟威地区收入增长 0.62%，山东其他地区增长 9.44%，省外地区增长 8.47%，占比 15.6%，2023 年一季度进一步提升至 18.06%。此外，公司积极把握新业态发展机遇，把握直播、社群团购、云超等方式，2022 年线上订单和销售增长超过了 60%，2023 年 4 月开始试点布局零食连锁店。

同店增长方面（开业两年以上门店业态主营收入同比增长），社区生鲜食品超市

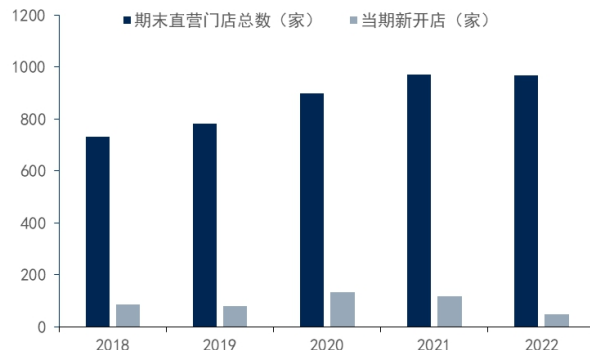
业态 2022 年同比+1.14%，反映生鲜食品的刚需属性及消费者对于购物便利性的需求。综合超市及乡村超市业态均略有下跌，分别同比-0.84%/-1.24%。

图5：家家悦分区域收入占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

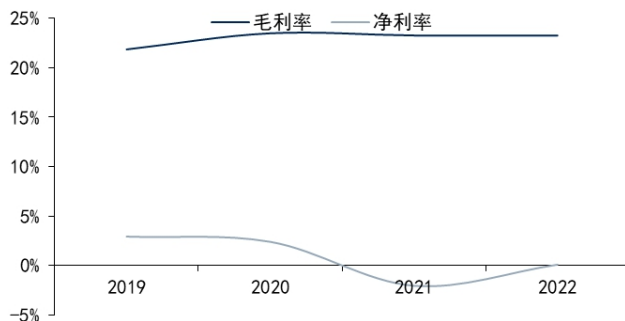
图6：家家悦门店数量变化（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

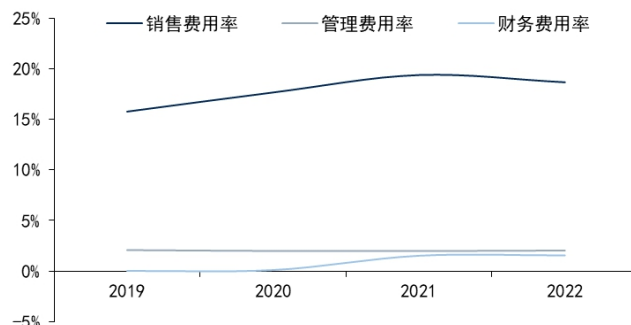
财务数据方面，2022 年数据看，公司毛利率同比基本持平，其中生鲜产品毛利率提升 0.71pct。销售费用率同比-0.72pct，带动整体期间费用率下降。存货周转天数略提升 3.8 天至 64 天。2023 年一季度看，毛利率同比+0.68pct，销售费用率/管理费用率分别同比+0.13/0.21pct。2023 年一季度实现经营性现金流净额 5.75 亿元，同比-33.36%，系本期支付 2022 年社保政策缓缴及应付款减少等因素影响。

图7：家家悦毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：家家悦费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：年初至今在线下消费场景逐步恢复背景下，公司线下超市客流实现稳步复苏，同时线上渠道建设日益完善以把握到家业务机遇。中长期看，公司深耕山东省内优势明显，并初步具备向全国零售布局的基础，未来也将进一步强化供应链建设，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。同时公司也尝试零食连锁等新兴业态，进一步提升综合竞争力。出于对 2023 年消费复苏的谨慎考虑及计提商誉减值损失、闭店损失的不确定性，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 2.79/3.61 亿元（前值分别为 3.94/4.73 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 4.02 亿元，对应 PE 分别为 32/25/22 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 23-04-28	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
603708	家家悦	14.76	95.55	0.09	0.46	0.59	0.66	141.71	32.17	24.90	22.36	2.64	0.08	买入
601933	永辉超市	3.42	310.37	-0.30	0.05	0.10	0.11	-	74.29	35.73	32.47	-	0.65	增持
002419	天虹股份	6.22	72.70	0.10	0.24	0.30	0.36	66.96	26.29	20.46	17.31	2.97	0.20	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 永辉超市、天虹股份为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1881	1712	1200	1200	1200	营业收入	17433	18184	19772	21225	22442
应收款项	276	293	286	328	344	营业成本	13378	13956	15155	16222	17143
存货净额	2414	2574	2669	2923	3127	营业税金及附加	73	77	79	88	92
其他流动资产	501	601	751	764	808	销售费用	3377	3392	3753	4016	4239
流动资产合计	5123	5190	4926	5242	5499	管理费用	346	371	429	451	471
固定资产	3228	3231	3741	4201	4607	财务费用	267	284	37	49	59
无形资产及其他	440	454	437	420	403	投资收益	(0)	(0)	0	0	0
投资性房地产	5703	5308	5308	5308	5308	资产减值及公允价值变动	300	29	0	0	0
长期股权投资	208	192	186	181	176	其他收入	(558)	(1)	0	0	0
资产总计	14702	14376	14599	15351	15993	营业利润	(267)	132	320	399	437
短期借款及交易性金融负债	1345	1119	1179	1364	1620	营业外净收支	5	(35)	(30)	(25)	(20)
应付款项	3355	3377	3555	3930	4139	利润总额	(262)	97	290	374	417
其他流动负债	3021	3326	3448	3742	3978	所得税费用	92	78	116	150	167
流动负债合计	7722	7821	8182	9035	9737	少数股东损益	(61)	(35)	(105)	(136)	(152)
长期借款及应付债券	586	615	615	615	615	归属于母公司净利润	(293)	54	279	361	402
其他长期负债	4128	3884	3684	3504	3354						
长期负债合计	4714	4498	4298	4118	3968	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	12436	12320	12481	13153	13705	净利润	(293)	54	279	361	402
少数股东权益	106	6	(72)	(172)	(284)	资产减值准备	295	(270)	4	3	4
股东权益	2160	2050	2190	2370	2571	折旧摊销	339	369	364	416	468
负债和股东权益总计	14702	14376	14599	15351	15993	公允价值变动损失	(300)	(29)	0	0	0
						财务费用	267	284	37	49	59
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	506	(71)	(133)	182	34
每股收益	(0.48)	0.09	0.46	0.59	0.66	其它	(417)	246	(82)	(104)	(115)
每股红利	0.48	0.03	0.23	0.30	0.33	经营活动现金流	131	298	433	858	792
每股净资产	3.55	3.37	3.60	3.90	4.23	资本开支	0	(103)	(861)	(861)	(861)
ROIC	9%	2%	6%	7%	7%	其它投资现金流	(50)	40	(10)	(7)	8
ROE	-14%	3%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(47)	(47)	(865)	(863)	(848)
毛利率	23%	23%	23%	24%	24%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(290)	(16)	(140)	(180)	(201)
收入增长	5%	4%	9%	7%	6%	其它融资现金流	293	(389)	60	185	257
净利润增长率	-169%	-118%	416%	29%	11%	融资活动现金流	(286)	(419)	(80)	5	56
资产负债率	85%	86%	85%	85%	84%	现金净变动	(203)	(169)	(512)	0	0
息率	3.2%	0.2%	1.6%	2.0%	2.2%	货币资金的期初余额	2083	1881	1712	1200	1200
P/E	(30.6)	166.1	32.2	24.9	22.4	货币资金的期末余额	1881	1712	1200	1200	1200
P/B	4.2	4.4	4.1	3.8	3.5	企业自由现金流	1193	269	(416)	6	(61)
EV/EBITDA	35.9	28.2	29.8	25.6	23.5	权益自由现金流	1487	(120)	(378)	161	160

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032