

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

家家悦 (603708.SH)

维持评级

报告原因：年报&一季报点评

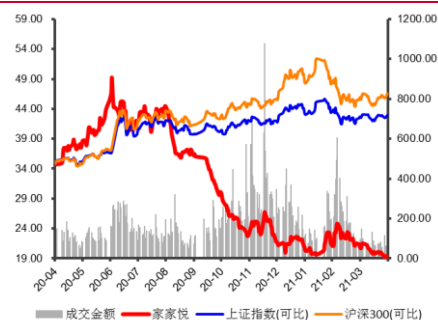
主营毛利率同比提升，省内外网络拓展加快

买入

2021年4月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月29日

收盘价(元):	19.38
年内最高/最低(元):	49.37/18.80
流通A股/总股本(亿):	6.08/6.08
流通A股市值(亿):	118
总市值(亿):	118

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	0.21
每股净资产(元):	4.63
净资产收益率:	4.32%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于近日发布2020年年度报告及2021年一季度报告，2020年度按新收入准则公司实现营业总收入166.78亿元，同比增长9.27%；归属于上市公司股东的净利润4.28亿元，同比下降6.54%；2021年一季度公司实现营业收入47.15亿元，同比下降4.12%，归母净利润1.28亿元，同比下降27.22%。

事件点评

- **20年主业营收稳健增长，疫情影响21Q1利润下降。**2020全年公司按新收入准则实现的营收同比增长9.27%，但本期、同期均按总额法可比口径计算下，2020年度营业总收入同比增长17.90%。分季度看，单Q3营收都端同比增长12.92%，但单Q4营收下降27.08%，归母净利润Q3/Q4分别下降18.99%/63.37%，下半年以来成本和费用同时上涨，全年除综合超市业态主营收入同比上涨2.59%以外，其他业态收入均呈不同程度的下降，一同影响下半年净利下降。不过2020年公司执行新收入准则，调整统一口径后公司开业两年以上门店的同店收入同比增长2.47%。21Q1公司净利润下降主要受到去年同期受疫情影响致销售增长较高、省内外新店开业延后以及培育期带来的费用增长、还有新租赁准则带来的影响。
- **新店增加带动销售费率上升，主营毛利率同比提升1.6pct。**2020年公司期间费用率同比上升1.88pct至19.76%，主要受到销售费用率同比提升1.89pct的影响，主要为新开店部增加，职工薪酬、租金费用增加及合并淮北所致。21Q1期间费用率同比上升4.08至20.88%，主要受到疫情影响收入下降，销售费率同比提升3.06pct的影响，以及新租赁准则及发行可转换公司债影响财务费率同比提升1.38pct。2020年公司主营毛利率为19.19%，同比提升1.62pct，各业态毛利率均有提升，主要受到百货毛利率提升较多(+9.95pct)影响，不过拓展新区带来固定费用上涨，导致省外区域毛利率同比下降0.61pct。
- **加快省外网络拓展，业态渠道不断创新。**2020年公司通过开店和并购合作的方式，新增直营门店132处，其中大卖场47家、综合超市78家；山东省内新增门店65家，省外新增67家，形成了山东、河北、江苏、安徽、内蒙跨区域发展的格局。公司依托供应链优势，持续推进门店转型，提升门店运营效率。公司围绕顾客家庭生活、品质健康的需求，做好商品结构调整和品类优化，通过精细化管理，增强门店商品运营能力。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

公司利用微信小程序“家家悦优鲜”线上平台，及与第三方平台合作，为消费者提供到家服务；还利用网点和门店社群资源开展直播带货、社区拼团服务，通过顾客线上下单、到店自提，加快了线上线下融合。2020年公司利用小程序家家悦优鲜平台、第三方平台，提供线上到家服务的门店达到 211 家，直播和社区团购业务实现全门店覆盖，线上销售增长迅速。

投资建议

- 公司通过开店及并购合作模式不断加快门店网络拓展，依托供应链优势，持续推进门店转型，提升门店运营效率，同店收入保持增长。通过商品结构调整和品类优化，增强门店商品的运营能力，创新业态渠道价值。我们看好公司以超市主业为核心，发挥供应链平台优势，融合线上线下技术，积极向综合型、平台型、科技型零售商转变的能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.93/1.19/1.43 元，对应公司 4 月 29 日收盘价 19.38 元，2021-2023 年 PE 分别为 20.89X/16.33X/13.57X，维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济波动风险；社区团购等新业态冲击导致客流下降；新区拓展及新项目投入的不确定性风险；疫情影响带来的经营不确定性风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020	2021Q1
营业总收入（亿元）	152.64	52.87	92.46	137.63	166.78	47.15
同比（%）	19.90%	38.96%	27.27%	22.17%	9.27%	-4.12%
营业成本	119.29	41.54	72.64	107.82	127.63	35.58
毛利率（%）	21.85%	21.43%	21.44%	21.66%	23.48%	24.54%
销售费用	24.06	7.69	13.86	21.57	29.44	8.31
管理费用	3.19	1.23	1.86	2.57	3.33	0.93
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	0.05	-0.05	0.02	0.13	0.19	0.61
期间费用率	17.88%	16.80%	17.02%	17.63%	19.76%	20.88%
净利润	4.48	1.77	2.81	3.75	4.02	1.10
归母净利润	4.58	1.76	2.87	3.89	4.28	1.28
同比（%）	6.43%	24.86%	26.99%	10.63%	-6.54%	-27.22%
扣非后归母净利润	4.37	1.73	2.82	3.75	4.07	1.19
同比（%）	14.57	30.97	31.68	12.18	-6.95	-31.55
每股收益：						
基本每股收益	0.7500	0.2900	0.4700	0.6400	0.7000	0.2100
稀释每股收益	0.0000	0.0000	0.4700	0.6400	0.7100	0.2200

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	主营业务占比	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
主营业务收入	153.80	92.22%	8.46%	19.19%	1.62%
分产品					
生鲜	74.03	48.13%	12.72%	17.24%	1.37%
食品化洗	70.94	46.13%	9.57%	19.73%	1.10%
百货	8.83	5.74%	-22.42%	31.22%	9.95%
分地区					
山东省	139.85	90.93%	1.34%	19.46%	1.88%
省外地区	13.95	9.07%	267.33%	16.46%	-0.61%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 分业态门店主营业务收入情况

业态	门店数量	2020 年主营业务收入 (万元)	收入同比增减%	本期、同期均按总 额法收入同比增 减 (%)	坪效 (元/平米/ 月)
大卖场	104	528,456.27	-10.86%	0.19%	1,417.30
综合超市	509	630,738.65	2.59%	6.38%	1,399.77
百货店	12	1,463.27	-89.76%	-28.98%	228.94
其他业态	60	14,759.16	-42.90%	-20.70%	495.64
总计	685	1,175,417.35	-5.80%	2.47%	1,315.47

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 4 2020 年公司网点拓展及闭店情况

	年初数	新增数	关店数	期末数
山东省	764	65	18	811
省外地区	19	67	0	86
总计	783	132	18	897

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,964	7,763	10,728	14,616	营业收入	16,678	20,993	24,887	29,442
现金	2,083	4,199	6,301	9,430	营业成本	12,763	16,108	19,041	22,461
应收账款	191	227	265	323	营业税金及附加	58	84	95	103
其他应收款	124	161	185	221	销售费用	2,944	3,642	4,345	5,188
预付账款	453	567	696	856	管理费用	333	422	498	604
存货	2,083	2,538	3,168	3,647	财务费用	19	10	2	(7)
其他流动资产	29	71	112	138	资产减值损失	(4)	13	(3)	(0)
非流动资产	4,835	4,464	4,372	4,178	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	211	180	200	197	投资净收益	13	17	20	16
固定资产	2,725	2,553	2,380	2,207	营业利润	585	730	928	1,110
无形资产	392	366	342	319	营业外收入	14	11	12	12
其他非流动资产	1,506	1,366	1,450	1,455	营业外支出	16	13	13	14
资产总计	9,798	12,228	15,100	18,795	利润总额	583	729	927	1,109
流动负债	5,948	8,373	10,706	13,675	所得税	181	182	232	277
短期借款	526	532	530	527	净利润	402	547	695	832
应付账款	2,305	2,947	3,567	4,125	少数股东损益	(25)	(17)	(27)	(37)
其他流动负债	3,117	4,894	6,608	9,024	归属母公司净利润	428	564	722	869
非流动负债	628	259	322	401	EBITDA	882	939	1,128	1,298
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.93	1.19	1.43
其他非流动负债	628	259	322	401					
负债合计	6,575	8,632	11,028	14,076	主要财务比率				
少数股东权益	198	180	153	116	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	608	608	608	608	成长能力				
资本公积	1,163	1,163	1,163	1,163	营业收入	9.27%	25.87%	18.55%	18.30%
留存收益	1,269	1,644	2,147	2,831	营业利润	-3.59%	24.83%	27.07%	19.61%
归属母公司股东权益	3,025	3,415	3,918	4,602	归属于母公司净利润	-6.54%	31.98%	27.96%	20.29%
负债和股东权益	9,798	12,228	15,100	18,795	获利能力				
					毛利率(%)	23.48%	23.27%	23.49%	23.71%
					净利率(%)	2.56%	2.69%	2.90%	2.95%
					ROE(%)	12.48%	15.21%	17.07%	17.62%
					ROIC(%)	60.83%	43.25%	19.87%	31.32%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.11%	70.60%	73.03%	74.90%

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	727	2,618	2,263	3,209
净利润	402	564	722	869
折旧摊销	395	199	197	195



财务费用	18	10	2	(7)	净负债比率(%)	99.02%	35.97%	39.63%	17.37%
投资损失	(13)	(17)	(20)	(16)	流动比率	0.83	0.93	1.00	1.07
营运资金变动	1,965	1,866	1,391	2,206	速动比率	0.48	0.62	0.71	0.80
其他经营现金流	(2,040)	(4)	(30)	(37)	营运能力				
投资活动现金流	(860)	48	(1)	20	总资产周转率	1.82	1.91	1.82	1.74
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	318.67	314.71	339.71	323.35
长期投资	(2)	31	(20)	3	应付账款周转率	7.14	7.99	7.64	7.65
其他投资现金流	(858)	17	20	16	每股指标(元)				
筹资活动现金流	499	(566)	(160)	(99)	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.93	1.19	1.43
短期借款	366	6	(1)	(4)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	4.30	3.72	5.27
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.61	6.44	7.56
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	27.6	20.9	16.3	13.6
其他筹资现金流	133	(571)	(159)	(95)	P/B	3.9	3.5	3.0	2.6
现金净增加额	366	2,100	2,102	3,129	EV/EBITDA	12.72	12.65	9.32	6.42

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

