

公司研究

业绩低于预期，持续推进线上线下一体化发展

——家家悦（603708.SH）2021年半年报点评

要点

公司 1H2021 营收同比增长 2.54%，归母净利润同比减少 36.12%

8月26日，公司公布2021年半年报：1H2021实现营业收入88.00亿元，同比增长2.54%；实现归母净利润1.84亿元，折合成全面摊薄EPS为0.30元，同比减少36.12%；实现扣非归母净利润1.53亿元，同比减少45.98%。

单季度拆分来看，2Q2021实现营业收入40.85亿元，同比增长11.47%；实现归母净利润0.55亿元，折合成全面摊薄EPS为0.09元，同比减少50.18%；实现扣非归母净利润0.34亿元，同比减少68.95%。

公司 1H2021 综合毛利率上升 1.06 个百分点，期间费用率上升 3.20 个百分点

1H2021 公司综合毛利率为 24.16%，同比上升 1.06 个百分点。单季度拆分来看，2Q2021 公司综合毛利率为 23.71%，同比上升 0.54 个百分点。

1H2021 公司期间费用率为 21.54%，同比上升 3.20 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 18.14%/2.02%/1.38%，同比分别变化+1.99/-0.15/+1.36 个百分点。2Q2021 公司期间费用率为 22.30%，同比上升 3.58 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 18.74%/2.08%/1.48%，同比分别变化+1.92/+0.37/+1.30 个百分点。

增持（维持）

当前价：15.10 元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

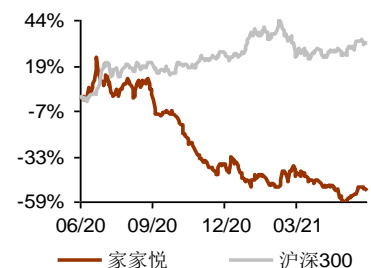
联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.08
总市值(亿元)	91.87
一年最低/最高(元)	14.81/44.99
近3月换手率	32.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.25	5.99	-5.79
绝对	-3.76	-3.76	-3.76

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，供应链战略布局初步形成——家家悦（603708.SH）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-30）

业绩符合预期，跨区域布局有序推进——家家悦（603708.SH）2020年半年报点评（2020-08-27）

线下渠道有序扩张，加速线上线下一体化发展

报告期内公司新增直营门店68家，闭店23家；其中新开店42家（大卖场18家、综合超市18家、其他业态6家）；年初内蒙古维乐惠超市有限公司纳入合并的门店26家。截至报告期末，公司直营门店总数942家，比期初净增加45家。在线上业务发展方面，截至报告期末，公司通过家家悦优鲜及第三方平台，提供到家服务的门店数量增加至298家，报告期内线上销售额同比增长258%，线上订单量同比增长382%。公司于2021年6月与山东金孚隆股份有限公司签订区域加盟战略合作协议，从供应链、信息技术、营运管理等方面赋能，相关门店将于2021年下半年陆续完成系统切换。

下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩低于预期，主要是受到社区团购等新业态的冲击，我们下调对公司2021/2022/2023年EPS的预测17%/18%/18%至0.55/0.57/0.59元。公司线下门店有序扩张，不断推进线上线下一体化发展，维持“增持”评级。

风险提示：经营区域较为集中，租金上涨导致费用增加，社区团购业态冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,264	16,678	17,422	18,188	18,926
营业收入增长率	19.90%	9.27%	4.46%	4.39%	4.06%
净利润（百万元）	458	428	333	347	361
净利润增长率	6.43%	-6.54%	-22.04%	4.19%	4.03%
EPS（元）	0.75	0.70	0.55	0.57	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.68%	14.14%	10.81%	10.74%	10.66%
P/E	20	21	28	26	25
P/B	3.1	3.0	3.0	2.8	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-26

表 1: 开业两年以上门店业态同比分析

业态	门店数	2021年1-6月主营业务收入 (万元)	收入同比增减 (%)	坪效 (元/平米/月)
大卖场	147	324,398.91	-11.50	1,221.06
综合超市	531	301,374.22	-16.15	1,270.23
百货店	13	1,021.69	18.36	927.92
其他业态	53	7,346.17	-4.69	505.78
总计	744	634,140.99	-13.67	1,212.41

资料来源: 公司公告

表 2: 主营业务分行业情况

分行业	营业收入 (元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
商业	8,007,761,988.87	18.71	-0.58	-1.13
工业及其他	51,628,100.99	6.73	39.49	-11.52
合计	8,059,390,089.86	18.63	-0.40	-1.20

资料来源: 公司公告

表 3: 商业主营业务收入分产品情况

分产品	营业收入 (元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
生鲜	3,553,581,467.15	16.54	-13.35	-2.26
食品化洗	4,119,700,911.29	19.21	12.35	-0.22
百货	334,479,610.43	35.58	16.77	-4.36
合计	8,007,761,988.87	18.71	-0.58	-1.13

资料来源: 公司公告

表 4: 商业主营业务收入分地区情况

分地区	营业收入	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
山东省	6,760,309,656.18	19.35	-8.07	-0.90
省外地区	1,247,452,332.69	15.23	78.08	-0.27
合计	8,007,761,988.87	18.71	-0.58	-1.13

资料来源: 公司公告

表 5: 公司 2Q2021 归母净利润同比减少 50.18%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2019	14099.41	16.06	0.23	13236.99	14.14	0.22	862.42
2Q2019	8534.34	18.18	0.14	8205.20	18.45	0.13	329.14
3Q2019	12504.22	16.42	0.21	12003.71	17.57	0.20	500.51
4Q2019	10616.77	-17.59	0.17	10297.56	9.02	0.17	319.21
1Q2020	17604.28	24.86	0.29	17336.84	30.97	0.28	267.44
2Q2020	11137.76	30.51	0.18	10898.29	32.82	0.18	239.47
3Q2020	10129.59	-18.99	0.17	9283.71	-22.66	0.15	845.88
4Q2020	3889.34	-63.37	0.06	3183.53	-69.08	0.05	705.81
1Q2021	12813.18	-27.22	0.21	11867.23	-31.55	0.20	945.94
2Q2021	5548.56	-50.18	0.09	3384.22	-68.95	0.06	2164.34
TTM	32380.67	-37.57	0.53	27718.70	-45.15	0.46	4661.97

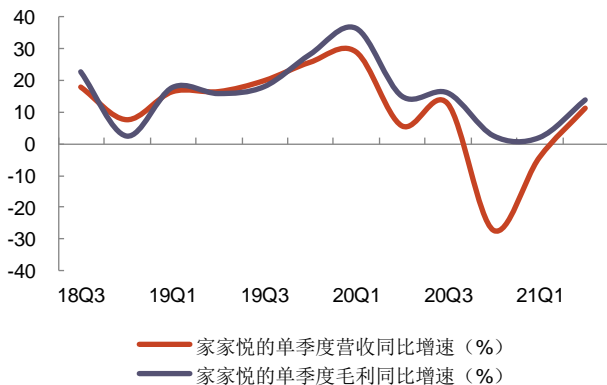
资料来源: 公司公告

表 6: 公司 2Q2021 净利率较上年同期下降 1.68 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
1Q2019	380471.79	16.68	21.78	0.24	16.99	3.71	-0.02
2Q2019	346050.36	16.69	21.29	-0.12	17.57	2.47	0.03
3Q2019	399989.49	20.14	21.47	-0.35	17.02	3.13	-0.10
4Q2019	399864.15	25.95	22.76	0.44	19.86	2.66	-1.40
1Q2020	491804.82	29.26	23.04	1.26	18.06	3.58	-0.13
2Q2020	366458.76	5.90	23.17	1.88	18.71	3.04	0.57
3Q2020	451674.27	12.92	22.11	0.64	18.87	2.24	-0.88
4Q2020	291562.32	-27.08	32.06	9.30	29.85	1.33	-1.32
1Q2021	471543.68	-4.12	24.54	1.50	20.88	2.72	-0.86
2Q2021	408497.13	11.47	23.71	0.54	22.30	1.36	-1.68
TTM	1623277.40	-2.10	25.01	2.38	22.29	1.99	-1.13

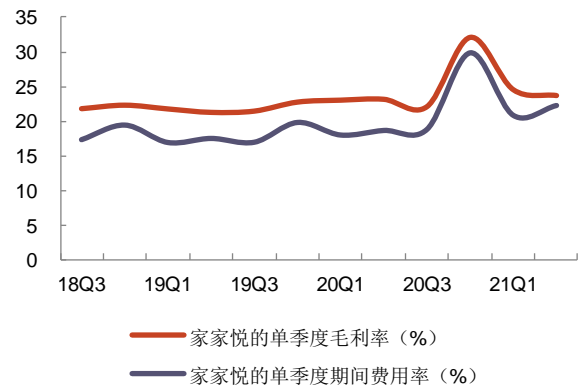
资料来源: 公司公告

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q3-2021Q2)



资料来源: 公司公告

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q3-2021Q2)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,264	16,678	17,422	18,188	18,926
营业成本	11,929	12,763	13,350	13,929	14,488
折旧和摊销	215	284	299	335	370
税金及附加	53	58	61	63	66
销售费用	2,406	2,944	3,206	3,347	3,471
管理费用	319	333	348	363	378
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	5	19	34	64	77
投资收益	29	13	5	5	5
营业利润	607	585	446	444	470
利润总额	606	583	438	456	475
所得税	158	181	109	114	119
净利润	448	402	328	342	356
少数股东损益	-10	-25	-5	-5	-5
归属母公司净利润	458	428	333	347	361
EPS(元)	0.75	0.70	0.55	0.57	0.59

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	673	727	429	541	861
净利润	458	428	333	347	361
折旧摊销	215	284	299	335	370
净营运资金增加	259	100	348	311	49
其他	-259	-85	-552	-452	80
投资活动产生现金流	-1,040	-860	-617	-620	-595
净资本支出	-763	-825	-600	-600	-600
长期投资变化	210	211	0	0	0
其他资产变化	-486	-246	-17	-20	5
融资活动现金流	-166	499	718	194	-155
股本变化	140	0	0	0	0
债务净变化	0	924	1,019	448	121
无息负债变化	1,087	217	-98	-83	209
净现金流	-533	366	530	115	111

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.8%	23.5%	23.4%	23.4%	23.5%
EBITDA 率	5.8%	6.1%	4.4%	4.6%	4.8%
EBIT 率	3.8%	3.7%	2.7%	2.8%	2.9%
税前净利润率	4.0%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%
归母净利润率	3.0%	2.6%	1.9%	1.9%	1.9%
ROA	5.3%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
ROE (摊薄)	15.7%	14.1%	10.8%	10.7%	10.7%
经营性 ROIC	12.0%	9.5%	6.9%	6.6%	6.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	64%	67%	70%	70%	70%
流动比率	0.84	0.83	0.82	0.81	0.81
速动比率	0.45	0.48	0.50	0.50	0.50
归母权益/有息债务	18.23	2.79	1.47	1.27	1.27
有形资产/有息债务	46.88	7.75	4.47	3.88	3.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,505	9,798	10,773	11,283	11,763
货币资金	1,703	2,083	2,613	2,728	2,839
交易性金融资产	40	0	0	0	0
应收帐款	38	67	68	71	74
应收票据	0	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	110	124	130	136	141
存货	2,118	2,083	2,162	2,215	2,304
其他流动资产	147	152	174	197	219
流动资产合计	4,514	4,964	5,622	5,842	6,093
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	210	211	211	211	211
固定资产	2,387	2,725	3,002	3,237	3,430
在建工程	147	294	266	244	228
无形资产	188	392	384	377	369
商誉	257	257	257	257	257
其他非流动资产	243	203	226	226	226
非流动资产合计	3,991	4,835	5,151	5,441	5,671
总负债	5,435	6,575	7,496	7,860	8,190
短期借款	160	526	1,544	1,992	2,113
应付账款	2,368	2,305	2,403	2,368	2,463
应付票据	537	386	404	421	438
预收账款	1,717	51	1,655	1,546	1,609
其他流动负债	213	410	425	440	455
流动负债合计	5,360	5,948	6,859	7,215	7,538
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	558	558	558	558
其他非流动负债	74	70	77	85	92
非流动负债合计	75	628	637	645	652
股东权益	3,071	3,223	3,277	3,423	3,574
股本	608	608	608	608	608
公积金	1,318	1,341	1,374	1,409	1,445
未分配利润	991	1,091	1,117	1,233	1,353
归属母公司权益	2,917	3,025	3,085	3,235	3,391
少数股东权益	153	198	193	188	183

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	15.76%	17.65%	18.40%	18.40%	18.34%
管理费用率	2.09%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.03%	0.11%	0.20%	0.35%	0.41%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	26%	31%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.45	0.32	0.34	0.35
每股经营现金流	1.11	1.20	0.70	0.89	1.41
每股净资产	4.80	4.97	5.07	5.32	5.57
每股销售收入	25.09	27.41	28.64	29.89	31.11

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	20	21	28	26	25
PB	3.1	3.0	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	12.6	12.0	14.8	14.2	13.1
股息率	3.3%	3.0%	2.1%	2.2%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE