

## 家家悦 (603708.SH)

2021年08月27日

## 同期高基数叠加外部竞争影响,上半年业绩下滑36%

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

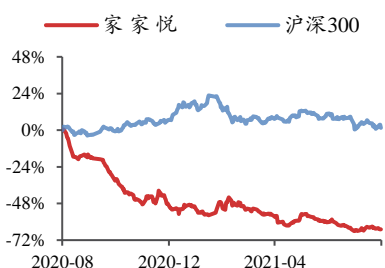
黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

日期	2021/8/26
当前股价(元)	15.10
一年最高最低(元)	44.99/14.46
总市值(亿元)	91.87
流通市值(亿元)	91.87
总股本(亿股)	6.08
流通股本(亿股)	6.08
近3个月换手率(%)	30.54

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-整体经营保持稳健,内生外延扩张有序推进》

-2021.4.30

《公司信息更新报告-销售费用拖累三季度业绩,定增募资助力后续扩张》

-2020.10.31

《公司信息更新报告-拟定增募资不超过22.8亿元,加快推进门店与供应链建设》-2020.9.16

### ● 事件: 2021年上半年营收增长2.5%,归母净利润下滑36.1%

公司发布半年报: 2021H1实现营收88.00亿元(+2.5%),归母净利润1.84亿元(-36.1%),业绩受新开店费用和外部竞争等影响承压。我们认为,公司线上线下渠道拓展和物流供应链建设稳步推进,费用投入虽影响短期业绩,但长期看门店逐步成熟、整合提效将推动公司核心竞争力提升。我们维持先前盈利预测不变,预计公司2021-2023年归母净利润为4.79/5.75/6.91亿元,对应EPS为0.79/0.95/1.14元,当前股价对应PE为19.2/16.0/13.3倍,维持“买入”评级。

### ● 2021H1整体经营稳健,受同期高基数和外部竞争影响同店有所承压

2021年上半年公司整体经营稳健,收入端同比增长2.5%;但由于高基数与外部市场激烈竞争等影响,两年以上可比店同店下降13.7%;客流量方面一季度同比下降,二季度则同比增长3.4%。分区域看,山东烟威地区营收同比减少11.8%,其他地区基本持平,省外地区同比增长78.1%表现亮眼。盈利能力方面,报告期内公司主营业务毛利率18.6%(-1.2pct)略有下滑,整体毛利率24.2%(+1.1pct)小幅提升。费用方面,公司销售/管理/财务费用率分别为18.1%(+2.0pct)/2.0%(-0.1pct)/1.4%(+1.4pct),其中销售费用增长主要系新增店部、同期疫情社保减免所致,财务费用增长则主要系新租赁准则影响。

### ● 线上线下渠道拓展升级,供应链能力持续强化

2021年上半年,公司直营门店新开42家(大卖场18家、综合超市18家,其他业态6家)、并购26家,报告期末直营门店总数达942家,保持较快拓展速度。面对市场竞争环境变化,公司积极推进线上线下融合(到家、直播、团购)和数字化建设,线上销售同比增长258%。此外,公司持续强化供应链能力建设:济南莱芜、河北张家口生鲜加工项目先后投入使用,丰富物流基地功能、增强对门店的服务能力;2021年6月与山东金孚隆签订区域加盟战略合作协议,多方面进行赋能。长期看,供应链能力提升将为公司连锁业态拓展提供有力支撑。

### ● 风险提示: 疫情反复、竞争加剧、收购整合效果不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,264	16,678	18,931	22,372	26,144
YOY(%)	19.9	9.3	13.5	18.2	16.9
归母净利润(百万元)	458	428	479	575	691
YOY(%)	6.4	-6.5	12.0	20.1	20.2
毛利率(%)	21.8	23.5	23.9	24.0	24.0
净利率(%)	3.0	2.6	2.5	2.6	2.6
ROE(%)	14.6	12.5	13.3	14.9	16.3
EPS(摊薄/元)	0.75	0.70	0.79	0.95	1.14
P/E(倍)	20.1	21.5	19.2	16.0	13.3
P/B(倍)	3.1	3.1	2.9	2.7	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4514	4964	7988	6680	9753
现金	1703	2083	4519	2702	5082
应收票据及应收账款	38	68	52	90	76
其他应收款	110	124	142	173	194
预付账款	358	453	467	620	650
存货	2118	2083	2657	2943	3599
其他流动资产	188	152	152	152	152
<b>非流动资产</b>	3991	4835	4841	4999	5180
长期投资	210	211	210	208	207
固定资产	2387	2725	2840	3092	3363
无形资产	188	392	428	470	521
其他非流动资产	1206	1506	1364	1229	1089
<b>资产总计</b>	8505	9798	12829	11679	14933
<b>流动负债</b>	5360	5948	8913	7636	10641
短期借款	160	526	526	526	526
应付票据及应付账款	2905	2691	3622	3837	4877
其他流动负债	2295	2731	4765	3273	5239
<b>非流动负债</b>	75	628	516	409	302
长期借款	0	558	446	339	231
其他非流动负债	75	70	70	70	70
<b>负债合计</b>	5435	6575	9430	8045	10943
少数股东权益	153	198	169	135	94
股本	608	608	608	608	608
资本公积	1163	1163	1163	1163	1163
留存收益	1146	1269	1436	1633	1865
<b>归属母公司股东权益</b>	2917	3025	3230	3499	3896
负债和股东权益	8505	9798	12829	11679	14933

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	673	727	3391	-450	3897
净利润	448	402	450	541	650
折旧摊销	312	395	494	570	664
财务费用	5	19	200	250	300
投资损失	-29	-13	-20	-24	-29
营运资金变动	-58	-93	2266	-1788	2311
其他经营现金流	-6	17	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1040	-860	-482	-704	-816
资本支出	790	827	503	729	846
长期投资	-232	37	1	0	1
其他投资现金流	-482	4	22	25	31
<b>筹资活动现金流</b>	-166	499	-474	-663	-701
短期借款	20	366	0	0	0
长期借款	-20	558	-111	-108	-107
普通股增加	140	0	0	0	0
资本公积增加	-140	0	0	0	0
其他筹资现金流	-166	-425	-362	-555	-593
<b>现金净增加额</b>	-533	366	2436	-1817	2380

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	15264	16678	18931	22372	26144
营业成本	11929	12763	14399	17012	19873
营业税金及附加	53	58	66	78	91
营业费用	2406	2944	3370	3982	4654
管理费用	319	333	360	403	444
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	5	19	200	250	300
资产减值损失	4	-4	-4	-4	-4
其他收益	25	35	40	46	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	13	20	24	29
资产处置收益	-1	-8	0	0	0
<b>营业利润</b>	607	585	601	721	867
营业外收入	10	14	15	15	15
营业外支出	11	16	15	15	15
<b>利润总额</b>	606	583	601	721	867
所得税	158	181	150	180	217
<b>净利润</b>	448	402	450	541	650
少数股东损益	-10	-25	-28	-34	-41
<b>归母净利润</b>	458	428	479	575	691
EBITDA	877	985	1044	1228	1456
EPS(元)	0.75	0.70	0.79	0.95	1.14

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.9	9.3	13.5	18.2	16.9
营业利润(%)	18.3	-3.6	2.6	20.1	20.2
归属于母公司净利润(%)	6.4	-6.5	12.0	20.1	20.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.8	23.5	23.9	24.0	24.0
净利率(%)	3.0	2.6	2.5	2.6	2.6
ROE(%)	14.6	12.5	13.3	14.9	16.3
ROIC(%)	13.2	9.7	9.4	10.9	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.9	67.1	73.5	68.9	73.3
净负债比率(%)	-47.8	-28.8	-99.0	-45.5	-103.8
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.8	1.7	1.8	2.0
应收账款周转率	401.4	314.8	314.8	314.8	314.8
应付账款周转率	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.70	0.79	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.20	5.57	-0.74	6.40
每股净资产(最新摊薄)	4.80	4.82	5.16	5.60	6.25
<b>估值比率</b>					
P/E	20.1	21.5	19.2	16.0	13.3
P/B	3.1	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	8.9	8.6	5.7	6.2	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn