开源证券

商业贸易/一般零售

家家悦（603708.SH）

2022 年 05 月 02 日

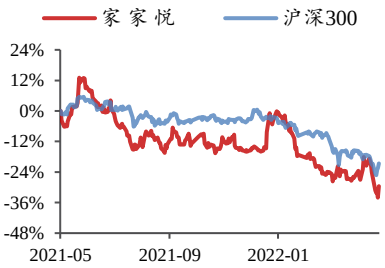
新店培育、商誉减值等影响业绩，2022Q1 轻舟待发

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	12.17
一年最高最低(元)	20.26/11.11
总市值(亿元)	74.04
流通市值(亿元)	74.04
总股本(亿股)	6.08
流通股本(亿股)	6.08
近 3 个月换手率(%)	45.05

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-受疫情反复、新店培育等影响，三季度业绩下滑》-2021.10.30

《公司信息更新报告-同期高基数叠加外部竞争影响，上半年业绩下滑 36%》-2021.8.27

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

骆峥（联系人）
luozheng@kysec.cn
证书编号：S0790122040015

● 2021 年营收小幅增长、归母净利润下滑较大，2022Q1 已有明显改善

公司 2021 年实现营收 174.33 亿元（+4.5%）、归母净利润-2.93 亿元（-168.6%）；2022Q1 营收 51.08 亿元（+8.3%），归母净利润 1.31 亿元（+1.9%）。我们认为，超市行业外部竞争环境已出现改善，受益于渠道拓展、物流供应链建设稳步推进，未来门店成熟、提效有望修复公司盈利能力。考虑市场竞争情况，我们下调公司 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.46（-0.92）/3.66（-0.54）/4.66 亿元，对应 EPS 为 0.40（-0.15）/0.60（-0.09）/0.77 元，当前股价对应 PE 为 30.1/20.2/15.9 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 2021 年归母净利润受新店培育、减值计提和新租赁准则等影响下滑

分品类看，2021 年公司生鲜/食品化洗/百货类分别实现营收 71.39/82.24/6.52 亿元，同比-3.6%/+11.7%/+6.6%；分区域看，烟威/山东其他/省外地区分别实现营收 88.5/47.6/24.1 亿元，同比-7.5%/+7.7%/+72.5%，省外地区新店扩张叠加供应链社会化服务带动营收增长。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 23.3%（-0.2pct），销售/管理/财务费用率分别为 19.4%/2.0%/1.5%，费用率小幅增加。整体来看，2021 年消费转弱、渠道分流等影响公司同店销售；较多新门店培育、商誉减值计提和新租赁准则影响共同导致公司利润下滑。2022Q1，公司综合毛利率为 24.0%（-0.6pct），销售/管理/财务费用率分别为 17.0%/1.7%/1.4%。

● 跨区域、多渠道稳健扩张，数字化与供应链建设促进高质量发展

2021 年，公司新开、并购直营门店 117 家（山东省内 68 家、省外 49 家），期末直营门店总数达到 971 家，形成跨区域、一体两翼发展格局。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）和数字化和供应链建设，初步完成全国化物流布局、加强生鲜深加工能力并强化自有品牌发展（2021 年已占公司营收 13.4%）。长期看，公司在山东省内持续加密、省外扩张，有望稳步提升渗透率与影响力，向综合型、平台型、技术型零售服务商升级。

● 风险提示：疫情反复、市场竞争加剧、收购整合效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,678	17,433	19,176	21,336	23,906
YOY(%)	9.3	4.5	10.0	11.3	12.0
归母净利润(百万元)	428	-293	246	366	466
YOY(%)	-6.5	-168.6	183.8	48.9	27.1
毛利率(%)	23.5	23.3	23.3	23.5	23.5
净利率(%)	2.6	-1.7	1.3	1.7	1.9
ROE(%)	12.5	-15.6	8.6	12.7	15.1
EPS(摊薄/元)	0.70	-0.48	0.40	0.60	0.77
P/E(倍)	17.3	-25.2	30.1	20.2	15.9
P/B(倍)	2.5	3.6	3.2	3.0	2.6

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4964	5123	4649	5561	5759
现金	2083	1881	1153	1615	1415
应收票据及应收账款	68	125	88	150	116
其他应收款	124	150	152	184	192
预付账款	453	358	534	459	654
存货	2083	2414	2529	2960	3188
其他流动资产	152	193	193	193	193
非流动资产	4835	9579	9544	9565	9592
长期投资	211	208	205	202	199
固定资产	2725	3121	3131	3195	3300
无形资产	392	440	479	528	579
其他非流动资产	1506	5811	5729	5640	5514
资产总计	9798	14702	14193	15126	15351
流动负债	5948	7722	7118	8027	8084
短期借款	526	733	733	733	733
应付票据及应付账款	2691	3355	3290	4089	4176
其他流动负债	2731	3634	3095	3205	3175
非流动负债	628	4714	4596	4479	4363
长期借款	558	586	468	351	235
其他非流动负债	70	4128	4128	4128	4128
负债合计	6575	12436	11713	12507	12447
少数股东权益	198	106	74	41	14
股本	608	608	608	608	608
资本公积	1163	1133	1133	1133	1133
留存收益	1269	524	636	820	1088
归属母公司股东权益	3025	2160	2406	2579	2889
负债和股东权益	9798	14702	14193	15126	15351

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	727	1422	627	1643	1033
净利润	402	-354	214	333	439
折旧摊销	395	510	532	601	677
财务费用	19	267	249	256	263
投资损失	-13	0	-5	-5	-5
营运资金变动	-93	280	-363	459	-341
其他经营现金流	17	719	0	0	0
投资活动现金流	-860	-1136	-492	-617	-699
资本支出	827	850	500	625	707
长期投资	37	-51	3	0	3
其他投资现金流	4	-338	11	8	11
筹资活动现金流	499	-608	-863	-565	-534
短期借款	366	207	0	0	0
长期借款	558	28	-118	-116	-116
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-425	-813	-744	-448	-418
现金净增加额	366	-322	-728	462	-200

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16678	17433	19176	21336	23906
营业成本	12763	13378	14703	16327	18288
营业税金及附加	58	73	80	90	100
营业费用	2944	3377	3509	3862	4303
管理费用	333	346	364	384	406
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	19	267	249	256	263
资产减值损失	-4	-300	-30	-25	-20
其他收益	35	45	50	55	61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	-0	5	5	5
资产处置收益	-8	9	0	0	0
营业利润	585	-267	280	438	576
营业外收入	14	25	30	36	45
营业外支出	16	20	25	30	35
利润总额	583	-262	285	444	586
所得税	181	92	71	111	146
净利润	402	-354	214	333	439
少数股东损益	-25	-61	-32	-33	-26
归母净利润	428	-293	246	366	466
EBITDA	985	275	834	1061	1271
EPS(元)	0.70	-0.48	0.40	0.60	0.77

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.3	4.5	10.0	11.3	12.0
营业利润(%)	-3.6	-145.7	204.8	56.3	31.4
归属于母公司净利润(%)	-6.5	-168.6	183.8	48.9	27.1
获利能力					
毛利率(%)	23.5	23.3	23.3	23.5	23.5
净利率(%)	2.6	-1.7	1.3	1.7	1.9
ROE(%)	12.5	-15.6	8.6	12.7	15.1
ROIC(%)	9.7	-3.9	2.9	4.4	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	67.1	84.6	82.5	82.7	81.1
净负债比率(%)	-28.8	184.4	173.1	141.8	130.8
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.4	1.3	1.5	1.6
应收账款周转率	314.8	179.9	179.9	179.9	179.9
应付账款周转率	4.6	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	-0.48	0.40	0.60	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	2.34	1.03	2.70	1.70
每股净资产(最新摊薄)	4.82	3.40	3.80	4.09	4.60
估值比率					
P/E	17.3	-25.2	30.1	20.2	15.9
P/B	2.5	3.6	3.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	6.8	42.3	14.1	10.5	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不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