

## 供应链能力夯实，经营改善提效

——家家悦 2021 年年报&2022 年一季报点评

### 核心观点

- **新店培育、竞争加剧、计提商誉减值导致 21 年整体亏损。**公司 2021 年实现收入 174.33 亿元 (yoy+4.52%)，归母净利润-2.93 亿元 (去年同期+4.28 亿元)。公司近两年省内外门店扩张较快，新店培育影响利润水平，同时由于竞争加剧，导致公司 2021 综合毛利率 23.26% (yoy-0.22pct)，销售费用率 19.37% (yoy+1.72pct)。此外，叠加子公司维乐惠、维客计提商誉减值损失 2.97 亿元因素，2021 年整体亏损。
- **22Q1 业绩步入上行通道，省外区域经营显著改善。**公司 22Q1 实现收入 51.08 亿元 (yoy+8.32%)，归母净利润 1.31 亿元 (yoy+1.92%)。省外区域安徽、张家口、内蒙古业绩改善显著，合计占比营收提升至 16.43%，且毛利率同比显著提升。此外，Q1 公司直营店新开店 8 家、关店 17 家，随着门店优化基本完成，预计公司业绩步入上行通道。
- **门店多点稳步扩张，供应链能力夯实提供有力支撑。**公司 2021 年新开和并购直营门店 117 处，其中省内 68 家，省外 49 家，全国多点稳步推进门店扩张。同时，公司围绕超市业务，初步完成了全国化物流布局，现有物流设施基本实现了 300 公里以内配送圈。公司夯实供应链能力，通过后台集约化加工各类产品等，自有品牌的生产加工和市场竞争能力不断提升，收入占比达到 13.36%。
- **积极推动线上线下融合，稳扎稳打注重质量。**公司 2021 年加大与美团、饿了么及京东到家三方平台的业务合作，同时积极发展自有家家悦悦鲜平台，不断升级直播、社群团购等新业务模式，线上销售增长超 2 倍，到店自提业务的线下转化率 37%，450+家门店开通到家业务，930+家门店参与直播和社群团购业务。公司线上业务在保持盈利的同时稳扎稳打，实现有质量的长期发展。

### 盈利预测与投资建议

- 公司业绩进入上行通道，调整公司 2022-2024 年归母净利润预测为 3.59/4.28/4.86 亿元 (原为 3.56/4.25/-亿元)，EPS 为 0.59/0.70/0.82 元 (原为 0.59/0.70/-元)。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 18.51 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济波动的风险、市场竞争的风险、门店拓展不及预期的风险。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,678	17,433	19,187	21,026	22,834
同比增长(%)	9.3%	4.5%	10.1%	9.6%	8.6%
营业利润(百万元)	585	(267)	488	581	659
同比增长(%)	-3.6%	-145.7%	282.6%	19.0%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	428	(293)	359	428	486
同比增长(%)	-6.5%	-168.6%	222.4%	19.1%	13.6%
每股收益(元)	0.70	(0.48)	0.59	0.70	0.80
毛利率(%)	23.5%	23.3%	22.9%	23.0%	23.0%
净利率(%)	2.6%	-1.7%	1.9%	2.0%	2.1%
净资产收益率(%)	14.4%	-11.3%	14.9%	15.4%	16.0%
市盈率	19.5	(28.4)	23.2	19.5	17.1
市净率	2.8	3.9	3.1	2.9	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

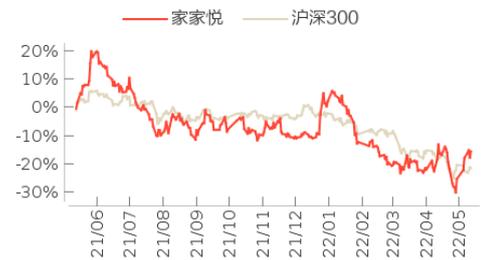
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入 (维持)

股价 (2022年05月12日)	13.76 元
目标价格	18.51 元
52 周最高价/最低价	19.78/11.11 元
总股本/流通 A 股 (万股)	60,840/60,840
A 股市值 (百万元)	8,372
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2022 年 05 月 12 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.45	-2.78	-1.84	-15.57
相对表现	15.25	6.31	20.35	15.78
沪深 300	-6.8	-9.09	-22.19	-31.35



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521050003

### 联系人

韩旭	hanxu3@orientsec.com.cn
----	-------------------------

### 相关报告

高速展店短期业绩承压，关注业态渠道创新成效：——2020 年年报&2021 年一季报点评	2021-05-05
线上增长加速，盈利短期承压：——2020 年三季报点评	2020-11-02
同店高增长，省内外多店扩张持续：——2020 年中报点评	2020-08-27

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

由于竞争环境改善，公司供应链全国布局基本完成对门店支持增强，以及省外区域经营改善，我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下调整：

- 1、调整公司 2022-2024 年销售费用率为 17.80%/17.70%/17.70%（原为 17.87%/17.73%）
- 2、调整公司 2022-2024 年毛利率为 22.94%/22.96%/23.05%（原为 22.79%/22.86%/-）

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>主营业收入</b>					
销售收入（百万元）	15,380.2	16,015.3	17,765.4	19,468.7	21,142.2
增长率	8.5%	4.1%	10.9%	9.6%	8.6%
毛利率	19.2%	18.8%	18.9%	18.9%	19.0%
<b>其他业务收入</b>					
销售收入（百万元）	1,298.3	1,417.5	1,421.2	1,557.5	1,691.4
增长率	19.8%	9.2%	0.3%	9.6%	8.6%
毛利率	74.2%	73.5%	74.0%	74.0%	74.0%
<b>合计</b>	<b>16,678.5</b>	<b>17,432.8</b>	<b>19,186.7</b>	<b>21,026.2</b>	<b>22,833.6</b>
增长率	9.3%	4.5%	10.1%	9.6%	8.6%
综合毛利率	23.5%	23.3%	22.9%	23.0%	23.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

调整公司 2022-2024 年归母净利润预测为 3.59/4.28/4.86 亿元（原为 3.56/4.25/-亿元），EPS 为 0.59/0.70/0.82 元（原为 0.59/0.70/-元）。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 18.51 元，维持“买入”评级。

表 1：FCFF 估值主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	1.00%
无风险利率 Rf	2.82%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.54
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.71
市场收益率 Rm	9.52%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	7.60%
债务比率 D/(D+E)	30.00%
债务利率 rd	6.31%
WACC	6.74%

数据来源：wind，东方证券研究所

**表 2: FCFF 估值结果 (百万元)**

FCFF 折现	4,052.77
终值折现	6,649.62
企业价值	10,702.39
权益价值	11,260.63
每股价值	18.51

数据来源: 东方证券研究所

**表 3: FCFF 估值敏感性分析**

FCFF目标价敏感性分析						
	永续增长率Gn(%)					
	18.51	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC(%)	4.74%	20.94	23.78	28.15	35.69	51.91
	5.24%	19.26	21.53	24.88	30.29	40.54
	5.74%	17.82	19.67	22.31	26.34	33.33
	6.24%	16.59	18.12	20.22	23.32	28.34
	6.74%	15.52	16.79	18.51	20.94	24.68
	7.24%	14.58	15.65	17.07	19.02	21.89
	7.74%	13.75	14.66	15.84	17.43	19.69
	8.24%	13.02	13.79	14.79	16.10	17.90
	8.74%	12.36	13.02	13.87	14.96	16.43

数据来源: 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,083	1,881	2,202	2,436	2,577	营业收入	16,678	17,433	19,187	21,026	22,834
应收票据、账款及款项融资	68	125	88	111	130	营业成本	12,763	13,378	14,784	16,198	17,571
预付账款	453	358	455	501	518	营业税金及附加	58	73	67	74	80
存货	2,083	2,414	2,569	2,794	3,085	销售费用	2,944	3,377	3,415	3,722	4,042
其他	276	344	396	414	431	管理费用及研发费用	333	346	393	431	468
<b>流动资产合计</b>	<b>4,964</b>	<b>5,123</b>	<b>5,710</b>	<b>6,256</b>	<b>6,741</b>	财务费用	19	267	65	64	56
长期股权投资	211	208	208	208	208	资产、信用减值损失	16	313	12	2	2
固定资产	2,725	3,121	3,412	3,846	4,166	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	294	108	206	261	289	投资净收益	13	(0)	3	5	1
无形资产	392	440	416	391	367	其他	27	55	35	39	43
其他	1,212	5,703	5,491	5,291	5,099	<b>营业利润</b>	<b>585</b>	<b>(267)</b>	<b>488</b>	<b>581</b>	<b>659</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,835</b>	<b>9,579</b>	<b>9,733</b>	<b>9,997</b>	<b>10,128</b>	营业外收入	14	25	17	19	20
<b>资产总计</b>	<b>9,798</b>	<b>14,702</b>	<b>15,443</b>	<b>16,253</b>	<b>16,869</b>	营业外支出	16	20	16	17	18
短期借款	526	733	1,302	1,232	799	<b>利润总额</b>	<b>583</b>	<b>(262)</b>	<b>489</b>	<b>582</b>	<b>661</b>
应付票据及应付账款	2,691	3,355	3,475	3,762	4,206	所得税	181	92	147	175	198
其他	2,731	3,634	3,207	3,589	3,939	<b>净利润</b>	<b>402</b>	<b>(354)</b>	<b>342</b>	<b>407</b>	<b>463</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,948</b>	<b>7,722</b>	<b>7,984</b>	<b>8,583</b>	<b>8,944</b>	少数股东损益	(25)	(61)	(17)	(20)	(23)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>428</b>	<b>(293)</b>	<b>359</b>	<b>428</b>	<b>486</b>
应付债券	558	586	586	586	586	每股收益 (元)	0.70	-0.48	0.59	0.70	0.80
其他	70	4,128	4,118	4,119	4,122						
<b>非流动负债合计</b>	<b>628</b>	<b>4,714</b>	<b>4,704</b>	<b>4,705</b>	<b>4,708</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,575</b>	<b>12,436</b>	<b>12,688</b>	<b>13,289</b>	<b>13,652</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	198	106	89	68	45	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	608	608	608	608	608	营业收入	9.3%	4.5%	10.1%	9.6%	8.6%
资本公积	1,054	934	1,133	1,133	1,133	营业利润	-3.6%	-145.7%	282.6%	19.0%	13.4%
留存收益	1,269	524	884	1,132	1,404	归属于母公司净利润	-6.5%	-168.6%	222.4%	19.1%	13.6%
其他	93	93	42	23	27	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,223</b>	<b>2,266</b>	<b>2,755</b>	<b>2,964</b>	<b>3,217</b>	毛利率	23.5%	23.3%	22.9%	23.0%	23.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,798</b>	<b>14,702</b>	<b>15,443</b>	<b>16,253</b>	<b>16,869</b>	净利率	2.6%	-1.7%	1.9%	2.0%	2.1%
						ROE	14.4%	-11.3%	14.9%	15.4%	16.0%
						ROIC	11.1%	-0.0%	8.6%	9.1%	10.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.1%	84.6%	82.2%	81.8%	80.9%
净利润	402	(354)	342	407	463	净负债率	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	286	435	528	597	671	流动比率	0.83	0.66	0.72	0.73	0.75
财务费用	19	267	65	64	56	速动比率	0.48	0.35	0.39	0.40	0.41
投资损失	(13)	0	(3)	(5)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	107	641	(116)	287	357	应收账款周转率	318.7	183.9	183.5	215.1	193.2
其它	(73)	433	22	5	(3)	存货周转率	6.0	5.9	5.9	6.0	5.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>727</b>	<b>1,422</b>	<b>837</b>	<b>1,355</b>	<b>1,543</b>	总资产周转率	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
资本支出	(1,030)	(657)	(701)	(863)	(795)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	(2)	(171)	(11)	0	0	每股收益	0.70	-0.48	0.59	0.70	0.80
其他	172	(308)	(98)	(13)	5	每股经营现金流	1.20	2.34	1.38	2.23	2.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>(860)</b>	<b>(1,136)</b>	<b>(811)</b>	<b>(876)</b>	<b>(790)</b>	每股净资产	4.97	3.55	4.38	4.76	5.21
债权融资	558	641	(408)	68	91	<b>估值比率</b>					
股权融资	(108)	(121)	199	0	0	市盈率	19.5	-28.4	23.2	19.5	17.1
其他	50	(1,128)	504	(313)	(703)	市净率	2.8	3.9	3.1	2.9	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>499</b>	<b>(608)</b>	<b>295</b>	<b>(245)</b>	<b>(613)</b>	EV/EBITDA	8.6	17.6	7.1	6.2	5.5
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.7	-28,526.5	13.9	11.9	10.7
<b>现金净增加额</b>	<b>366</b>	<b>(322)</b>	<b>321</b>	<b>234</b>	<b>141</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)