

家家悦 (603708.SH)

积极推动业态调整融合，供应链能力进一步增强

买入

核心观点

营收增长稳健，扣非净利润取得同比正增长。公司 2022 上半年实现营收 93.79 亿元，同比+6.58%，归母净利润 1.73 亿元，同比-5.67%，扣非净利润 1.56 亿元，同比+2.18%，整体在疫情等多因素影响下仍取得稳健增长。其中二季度营收/归母净利润/扣非净利润分别同比+4.57%/-23.20%-7.84%。

线上业务取得 80%+ 的高增长，供应链能力进一步增强。分渠道看，线下渠道整体受到客流下降等因素影响，但公司积极推动线上线下融合，提供到家服务的门店 511 家，比年初增加了 60 多家，线上销售和订单量同比增长均超过 80%。同店方面，核心的综合超市业态上半年同店销售增长 0.66%，总体同店销售增长 0.47%。门店拓展方面，公司上半年新开直营门店 15 家，同时调整闭店 26 家，期末门店 992 家，其中直营店 960 家，加盟店 32 家。供应链方面，预计年底前济南商河智慧产业园一期项目主体完工，并部分投入使用；同时公司将发挥物流和生鲜加工中心的优势，加大生鲜加工品类的研发和推广，不断丰富即食、即热等各类预制菜商品。

主营业务毛利率略有提升，费用率控制良好。公司上半年综合毛利率同比-0.42pct，主营业务毛利率略提升 0.14pct，其中山东地区毛利率受新开店及折扣店较多影响而略降，山东省外毛利率受益商品结构优化而显著提升。公司上半年销售/管理费用率分别为 17.58%、1.89%，分别同比-0.56pct/-0.14pct，整体管控良好。上半年存货周转天数同比基本稳定，取得经营性现金流净额 8.85 亿元，同比+21.21%，整体良好。

风险提示：门店拓展不及预期；新店培育不及预期；同店表现不及预期。

投资建议：公司整体上半年在线上业务驱动，和线下同店恢复下仍取得了一定的增长，中长期来看已逐步实现区域向全国零售布局的转变，为打开长期成长空间提供了有力基础。未来公司也将进一步强化供应链建设，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒，进一步提升综合竞争力。考虑公司上半年在疫情下仍展现了经营韧性及整体供应链强化带来盈利能力提升，我们上调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 3.04 亿元/3.94 亿元/4.73 亿元，对应 PE 分别为 24/18/15x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,678.47	17,432.79	19,337.20	21,192.31	22,774.76
(+/-%)	9.27%	4.52%	10.92%	9.59%	7.47%
净利润(百万元)	427.61	-293.37	303.71	393.98	472.74
(+/-%)	-6.54%	-168.61%	203.52%	29.72%	19.99%
每股收益(元)	0.70	-0.48	0.50	0.65	0.78
EBIT Margin	3.48%	1.48%	1.99%	2.30%	2.25%
净资产收益率(ROE)	14.14%	-13.58%	13.14%	15.71%	17.22%
市盈率(PE)	16.73	-24.39	23.56	18.16	15.13
EV/EBITDA	15.89	32.83	24.66	21.38	20.36
市净率(PB)	2.37	3.31	3.10	2.85	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.76 元
总市值/流通市值	7150/7150 百万元
52 周最高价/最低价	17.65/11.11 元
近 3 个月日均成交额	45.21 百万元

市场走势



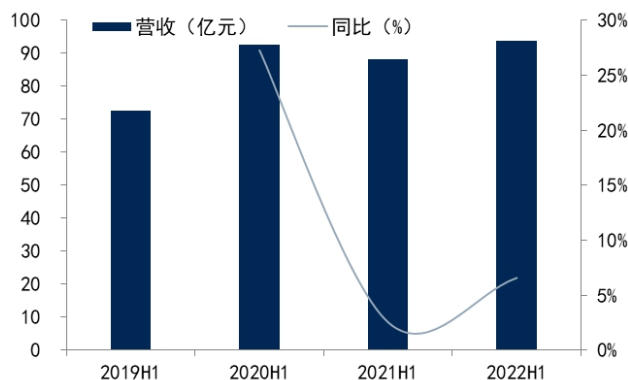
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《家家悦(603708.SH)-稳步推进全国连锁扩张，供应链能力进一步增强》——2022-05-05
- 《家家悦-603708-2020 年三季报点评：同店承压及新开店费用拖累 Q3，外延扩张稳步推进》——2020-11-03
- 《家家悦-603708-2020 年中报点评：同店保持稳定增长，异地扩张持续推进》——2020-08-28
- 《国信证券-家家悦-603708-立足胶东开拓疆土、着眼生鲜持续增长》——2019-12-30
- 《家家悦-603708-2019 年三季报点评：业绩符合预期，盈利能力稳定》——2019-11-01

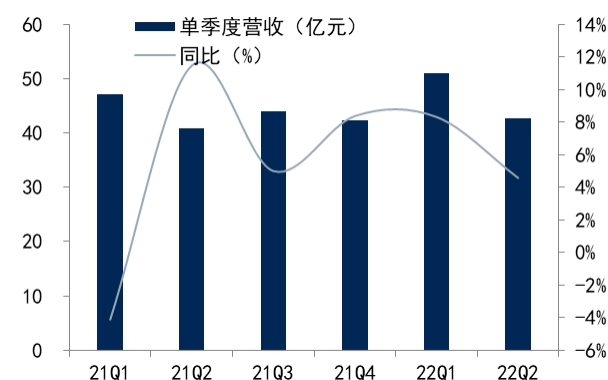
业绩情况：公司 2022 上半年实现营收 93.79 亿元，同比+6.58%，归母净利润 1.73 亿元，同比-5.67%，扣非净利润 1.56 亿元，同比+2.18%，整体在疫情等多因素影响下取得一定稳健增长。其中二季度营收/归母净利润/扣非净利润分别同比+4.57%/-23.20%/-7.84%。

图1：家家悦营业收入及增速（单位：亿元、%）



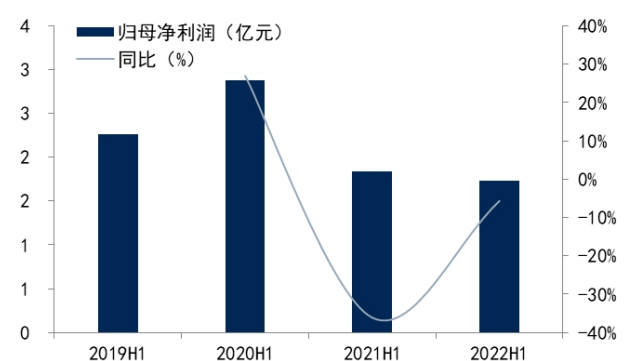
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：家家悦单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



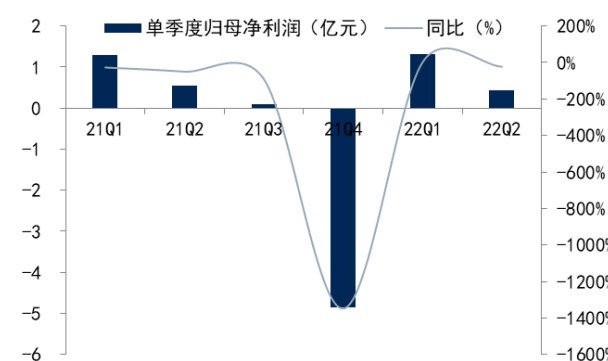
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：家家悦归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

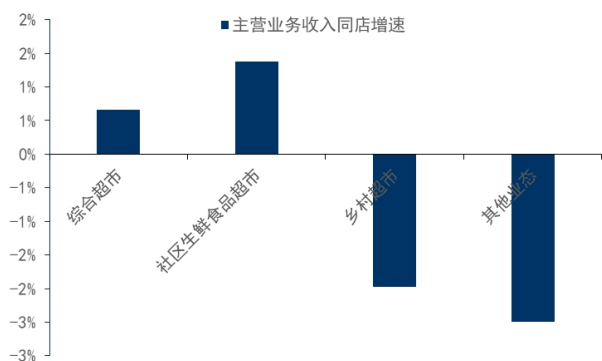
图4：家家悦单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

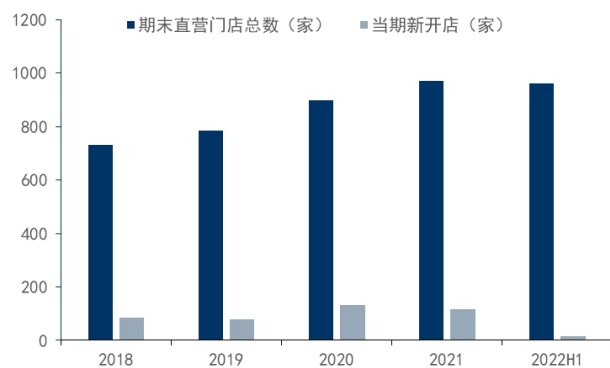
收入分拆及经营情况：分渠道看，线下渠道整体受到客流下降等因素影响，但公司积极推动线上线下融合，提供到家服务的门店 511 家，比年初增加了 60 多家，线上销售和订单量同比增长均超过 80%。同店方面，核心的综合超市业态上半年同店销售增长 0.66%，总体同店销售增长 0.47%。门店拓展方面，公司上半年新开直营门店 15 家，同时调整闭店 26 家，期末门店 992 家，其中直营店 960 家，加盟店 32 家。供应链方面，预计年底前济南商河智慧产业园一期项目主体完工，并部分投入使用；以及发挥物流和生鲜加工中心的优势，加大生鲜加工品类的研发和推广，不断丰富即食、即热等各类预制菜商品。

图5: 家家悦各业态上半年主营业务同店增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

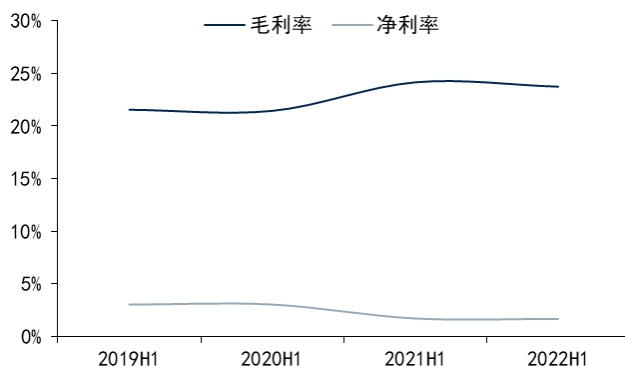
图6: 家家悦门店情况 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

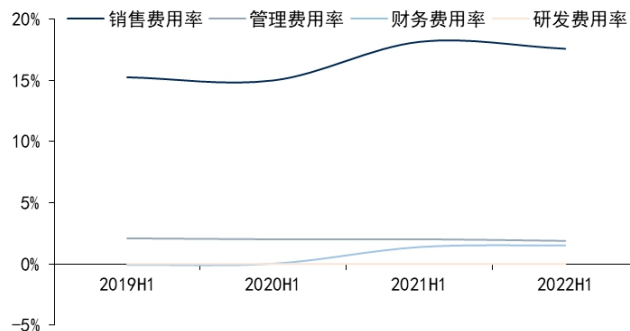
财务分析: 公司上半年综合毛利率同比-0.42pct, 主营业务毛利率略提升0.14pct, 其中山东其他地区毛利率受新开店及折扣店较多影响而略降, 山东省外毛利率受益商品结构优化而显著提升。公司上半年销售费用率、管理费用率分别为17.58%、1.89%, 分别同比-0.56pct、-0.14pct, 整体管控良好。上半年存货周转天数同比基本稳定, 取得经营性现金流净额8.85亿元, 同比+21.21%, 整体良好。

图7: 家家悦毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 家家悦费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司整体上半年在线上业务驱动, 和线下同店恢复下仍取得了一定的增长, 中长期来看已逐步实现区域向全国零售布局的转变, 为打开长期成长空间提供了有力基础。未来公司也将进一步强化供应链建设, 在变动的零售业态竞争中增强核心壁垒, 进一步提升综合竞争力。考虑公司上半年在疫情下仍展现了经营韧性及整体供应链强化带来盈利能力提升, 我们上调公司2022-2024年归母净利润预测至3.04亿元/3.94亿元/4.73亿元, 对应PE分别为24/18/15x, 维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (22-08-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
603708	家家悦	11.76	71.55	-	0.50	0.65	0.78	-	23.56	18.16	15.13	-	0.12	买入
601933	永辉超市	3.48	315.81	-	0.06	0.12	0.15	-	58.00	29.00	23.20	-	0.49	增持
002419	天虹股份	5.85	68.38	0.19	0.23	0.23	0.28	30.20	25.43	25.43	20.90	5.65	1.52	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2083	1881	1200	1897	2265	营业收入	16678	17433	19337	21192	22775
应收款项	193	276	530	290	312	营业成本	12763	13378	14775	16144	17339
存货净额	2083	2414	2380	2597	2787	营业税金及附加	58	73	72	80	89
其他流动资产	605	501	193	212	228	销售费用	2944	3377	3706	4046	4370
流动资产合计	4964	5123	4333	5024	5627	管理费用	333	346	399	434	465
固定资产	3019	3228	3722	4149	4511	财务费用	19	267	17	(12)	(29)
无形资产及其他	392	440	423	407	390	投资收益	13	(0)	0	0	0
投资性房地产	1212	5703	5703	5703	5703	资产减值及公允价值变动	4	300	50	20	10
长期股权投资	211	208	208	208	208	其他收入	7	(558)	0	0	0
资产总计	9798	14702	14389	15490	16438	营业利润	585	(267)	418	521	552
短期借款及交易性金融负债	526	1345	206	50	50	营业外净收支	(2)	5	20	0	0
应付款项	2691	3355	3768	4329	4644	利润总额	583	(262)	438	521	552
其他流动负债	2731	3021	3159	3528	3800	所得税费用	181	92	32	6	(49)
流动负债合计	5948	7722	7133	7907	8495	少数股东损益	(25)	(61)	102	121	128
长期借款及应付债券	558	586	586	586	586	归属于母公司净利润	428	(293)	304	394	473
其他长期负债	70	4128	4178	4218	4248	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	628	4714	4764	4804	4834	净利润	428	(293)	304	394	473
负债合计	6575	12436	11897	12711	13329	资产减值准备	5	295	46	30	32
少数股东权益	198	106	181	270	365	折旧摊销	284	339	388	441	494
股东权益	3025	2160	2312	2509	2745	公允价值变动损失	(4)	(300)	(50)	(20)	(10)
负债和股东权益总计	9798	14702	14389	15490	16438	财务费用	19	267	17	(12)	(29)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(40)	506	735	1003	423
每股收益	0.70	(0.48)	0.50	0.65	0.78	其它	(12)	(417)	29	60	63
每股红利	0.51	0.48	0.25	0.32	0.39	经营活动现金流	661	131	1452	1908	1474
每股净资产	4.97	3.55	3.80	4.12	4.51	资本开支	0	(1119)	(861)	(861)	(861)
ROIC	12%	9%	11%	18%	23%	其它投资现金流	40	(50)	20	3	(9)
ROE	14%	-14%	13%	16%	17%	投资活动现金流	39	(1166)	(841)	(858)	(870)
毛利率	23%	23%	24%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	1%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(312)	(290)	(152)	(197)	(236)
收入增长	9%	5%	11%	10%	7%	其它融资现金流	305	1412	(1140)	(156)	0
净利润增长率	-7%	-169%	-204%	30%	20%	融资活动现金流	(319)	833	(1291)	(353)	(236)
资产负债率	69%	85%	84%	84%	83%	现金净变动	381	(203)	(681)	697	368
息率	4.4%	4.1%	2.1%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	1703	2083	1881	1200	1897
P/E	16.7	(24.4)	23.6	18.2	15.1	货币资金的期末余额	2083	1881	1200	1897	2265
P/B	2.4	3.3	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	644	74	619	1066	614
EV/EBITDA	15.9	32.8	24.7	21.4	20.4	权益自由现金流	949	1487	(537)	923	646

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032