

公司研究

线下门店有序拓展，逐步走出山东烟威地区

——家家悦（603708.SH）2022年三季度报点评

要点

公司 1-3Q2022 营收同比增长 5.76%，归母净利润同比减少 2.40%

10月27日，公司公布2022年三季度报：1-3Q2022实现营业收入139.63亿元，同比增长5.76%，实现归母净利润1.87亿元，折合成全面摊薄EPS为0.31元，同比减少2.40%，实现扣非归母净利润1.58亿元，同比增长2.16%。

单季度拆分来看，3Q2022实现营业收入45.84亿元，同比增长4.13%，实现归母净利润0.14亿元，折合成全面摊薄EPS为0.02元，同比增长69.33%，实现扣非归母净利润0.02亿元，同比增长0.52%。

公司 1-3Q2022 综合毛利率下降 0.58 个百分点，期间费用率下降 0.67 个百分点

1-3Q2022公司综合毛利率为23.24%，同比下降0.58个百分点。单季度拆分来看，3Q2022公司综合毛利率为22.23%，同比下降0.93个百分点。

1-3Q2022公司期间费用率为21.23%，同比下降0.67个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为17.73%/1.94%/1.56%，同比分别变化-0.70/-0.09/+0.12个百分点。3Q2022公司期间费用率为21.73%，同比下降0.89个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为18.04%/2.04%/1.64%，同比分别变化-0.97/+0.02/+0.07个百分点。

线下门店有序拓展，逐步走出山东烟威地区

门店拓展方面，3Q2022公司新开直营门店20家，其中山东省16家，北京2家，其他省份2家；3Q2022关闭门店11家。截至2022年三季度末，公司门店总数1006家，其中直营门店969家，加盟店37家。分地区看，1-3Q2022公司山东省除烟威地区外的其他地区营业收入增长较快，但毛利率同比略降，主要是由于该地区新增门店较多，且新业态会员店、折扣店主要位于该地区；省外地区目前仍处于培育期，2021年同期毛利率相对较低，1-3Q2022通过供应链整合和商品结构优化，毛利率同比提升1.35个百分点。

上调盈利预测，维持“增持”评级

3Q2022公司业绩超预期，主要是受益于公司门店的拓展以及经营管理效率的提升，我们上调对公司2022/2023/2024年EPS的预测21%/21%/21%至0.36/0.38/0.40元。公司不断优化网络布局，做深区域市场，提高开店质量。同时，利用自身供应链优势，优化商品结构，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,678	17,433	18,457	19,369	20,110
营业收入增长率	9.27%	4.52%	5.87%	4.94%	3.83%
净利润（百万元）	428	-293	219	231	242
净利润增长率	-6.54%	-168.61%	-174.61%	5.52%	4.97%
EPS（元）	0.70	-0.48	0.36	0.38	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.14%	-13.58%	9.20%	8.85%	8.50%
P/E	14	-21	28	26	25
P/B	2.0	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27

增持（维持）

当前价：9.98元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

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

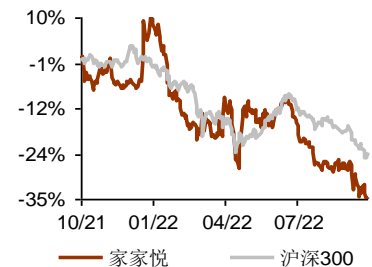
联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.08
总市值(亿元):	60.72
一年最低/最高(元):	9.51/17.65
近3月换手率:	48.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.66	-4.39	-5.97
绝对	-4.50	-18.46	-31.31

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，加快线上到家业务发展——家家悦（603708.SH）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-30）

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（2021-08-26）

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）

表 1: 1-3Q2022 公司分地区门店主营业务收入情况

地区	期末直营门店数量 (家)	主营业务收入 (万元)	主营业务收入同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (pct)
山东烟威地区	621	668,855.49	1.64	20.12	0.05
山东其他地区	221	378,345.48	12.04	18.82	-0.93
省外地区	127	199,711.99	6.75	17.03	1.35
合计	969	1,246,912.97	5.42	19.23	-0.06

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: 主营业务收入为直营门店主营业务收入, 不包含生产加工、配送批发及其他业务收入

表 2: 1-3Q2022 公司分业态门店主营业务收入情况

分业态	主营业务收入 (万元)	主营业务收入同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (pct)
综合超市	707,213.12	8.87	19.34	-0.43
社区生鲜食品超市	371,883.81	3.47	18.80	0.44
乡村超市	154,760.07	-3.45	19.55	0.72
其他业态	13,055.97	-3.84	21.82	-4.23
总计	1,246,912.97	5.42	19.23	-0.06

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: 其他业态主要包括便利店、宝宝悦、电器城、百货等; 主营业务收入为直营门店主营业务收入, 不包含生产加工、配送批发及其他业务收入

表 3: 公司 3Q2022 归母净利润同比增长 69.33%

	归母净利润 (万元)	归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
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
3Q2021	838.85	-91.72	0.01	205.34	-97.79	0.00	633.51
4Q2021	-48537.63	NA	-0.80	-49624.24	NA	-0.82	1086.61
1Q2022	13058.65	1.92	0.21	12465.12	5.04	0.20	593.53
2Q2022	4261.56	-23.20	0.07	3119.05	-7.84	0.05	1142.51
3Q2022	1420.39	69.33	0.02	206.40	0.52	0.00	1213.99
TTM	-29797.03	NA	-0.49	-33833.66	NA	-0.56	4036.63

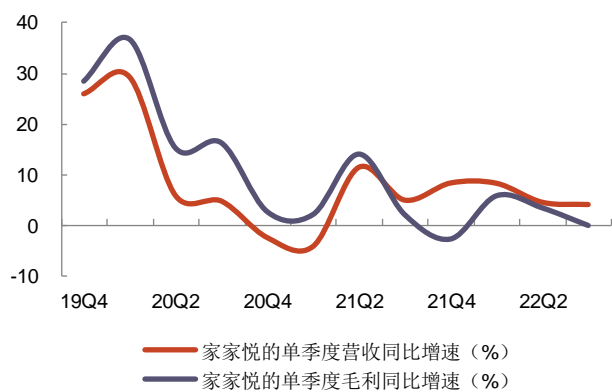
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

表 4: 公司 3Q2022 净利率较上年同期上升 0.12 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入同比增速 (%)	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)
2Q2020	366458.76	5.90	23.17	1.88	18.71	3.04	0.57
3Q2020	419245.21	4.81	23.82	2.35	20.33	2.42	-0.71
4Q2020	390338.10	-2.38	23.95	1.18	22.30	1.00	-1.66
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
3Q2021	440203.07	5.00	23.16	-0.66	22.61	0.19	-2.23
4Q2021	423035.36	8.38	21.50	-2.45	25.99	-11.47	-12.47
1Q2022	510756.06	8.32	23.98	-0.56	20.16	2.56	-0.16
2Q2022	427170.43	4.57	23.45	-0.26	21.98	1.00	-0.36
3Q2022	458390.86	4.13	22.23	-0.93	21.73	0.31	0.12
TTM	1819352.70	6.36	22.84	-1.02	22.34	-1.64	-2.99

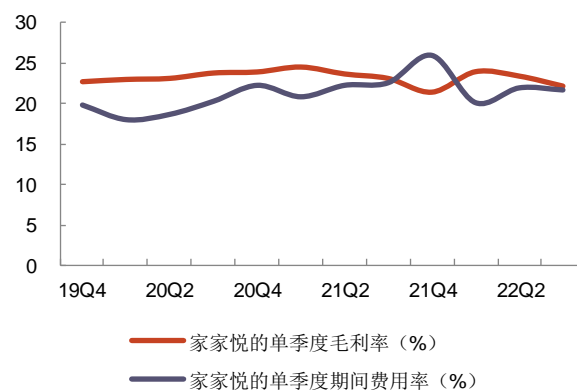
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,678	17,433	18,457	19,369	20,110
营业成本	12,763	13,378	14,204	14,881	15,452
折旧和摊销	284	339	461	475	490
税金及附加	58	73	77	81	84
销售费用	2,944	3,377	3,479	3,651	3,789
管理费用	333	346	369	387	402
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	19	267	95	125	124
投资收益	13	0	0	0	0
营业利润	585	-267	247	263	278
利润总额	583	-262	252	268	283
所得税	181	92	63	67	71
净利润	402	-354	189	201	212
少数股东损益	-25	-61	-30	-30	-30
归属母公司净利润	428	-293	219	231	242
EPS(元)	0.70	-0.48	0.36	0.38	0.40

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	727	1,422	796	833	854
净利润	428	-293	219	231	242
折旧摊销	284	339	461	475	490
净营运资金增加	100	-531	103	105	84
其他	-85	1,907	14	22	37
投资活动产生现金流	-860	-1,136	-600	-600	-600
净资本支出	-825	-848	-600	-600	-600
长期投资变化	211	208	0	0	0
其他资产变化	-246	-495	0	0	0
融资活动现金流	499	-608	692	-96	-143
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	924	848	787	29	-19
无息负债变化	217	5,013	228	186	157
净现金流	366	-322	888	137	111

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	23.5%	23.3%	23.0%	23.2%	23.2%
EBITDA 率	6.1%	6.4%	4.4%	4.5%	4.4%
EBIT 率	3.7%	3.5%	1.9%	2.0%	2.0%
税前净利润率	3.5%	-1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
归母净利润率	2.6%	-1.7%	1.2%	1.2%	1.2%
ROA	4.1%	-2.4%	1.2%	1.2%	1.3%
ROE (摊薄)	14.1%	-13.6%	9.2%	8.9%	8.5%
经营性 ROIC	9.5%	18.1%	5.5%	5.9%	5.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	67%	85%	85%	84%	83%
流动比率	0.83	0.66	0.71	0.72	0.74
速动比率	0.48	0.35	0.42	0.42	0.43
归母权益/有息债务	2.79	1.12	0.87	0.95	1.05
有形资产/有息债务	7.75	6.73	5.23	5.33	5.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,798	14,702	15,905	16,322	16,672
货币资金	2,083	1,881	2,769	2,905	3,017
交易性金融资产	0	50	50	50	50
应收账款	67	123	126	132	137
应收票据	1	3	3	3	3
其他应收款 (合计)	124	150	159	167	173
存货	2,083	2,414	2,557	2,679	2,781
其他流动资产	152	143	143	143	143
流动资产合计	4,964	5,123	6,187	6,478	6,719
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	211	208	208	208	208
固定资产	2,725	3,121	3,395	3,649	3,881
在建工程	294	108	126	139	149
无形资产	392	440	431	423	414
商誉	257	283	283	283	283
其他非流动资产	203	183	183	183	183
非流动资产合计	4,835	9,579	9,719	9,844	9,953
总负债	6,575	12,436	13,451	13,666	13,804
短期借款	526	733	1,520	1,549	1,530
应付账款	2,305	2,812	2,983	3,125	3,245
应付票据	386	543	577	604	627
预收账款	51	83	92	97	101
其他流动负债	410	203	203	203	203
流动负债合计	5,948	7,722	8,737	8,952	9,090
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	558	586	586	586	586
其他非流动负债	70	87	87	87	87
非流动负债合计	628	4,714	4,714	4,714	4,714
股东权益	3,223	2,266	2,454	2,655	2,868
股本	608	608	608	608	608
公积金	1,341	1,308	1,330	1,353	1,378
未分配利润	1,091	349	546	754	972
归属母公司权益	3,025	2,160	2,379	2,610	2,852
少数股东权益	198	106	76	46	16

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.65%	19.37%	18.85%	18.85%	18.84%
管理费用率	2.00%	1.99%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.11%	1.53%	0.52%	0.64%	0.62%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	31%	-35%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.20	2.34	1.31	1.37	1.40
每股净资产	4.97	3.55	3.91	4.29	4.69
每股销售收入	27.41	28.65	30.34	31.84	33.05

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	14	-21	28	26	25
PB	2.0	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.6	9.0	10.5	9.8	9.4
股息率	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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