开源证券

商贸零售/一般零售

家家悦（603708.SH）

2023 年 10 月 30 日

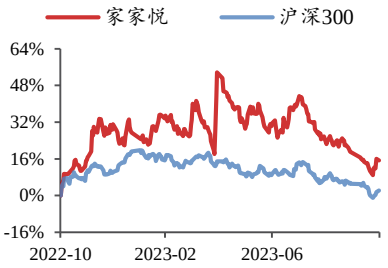
经营业绩稳步增长，探索零食连锁、硬折扣等新业态

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/30
当前股价(元)	10.99
一年最高最低(元)	15.08/9.53
总市值(亿元)	71.14
流通市值(亿元)	66.86
总股本(亿股)	6.47
流通股本(亿股)	6.08
近 3 个月换手率(%)	30.03

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上半年业绩稳步增长，山东省外地区减亏进展良好—公司信息更新报告》-2023.8.29

《公布股票期权激励计划，激发内部成长动能—公司信息更新报告》-2023.6.8

《超市主业表现稳健，试水布局休闲零食连锁赛道—公司信息更新报告》-2023.4.28

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

● 公司前三季度实现营收同比-0.6%，归母净利润同比+11.1%

公司发布三季报：2023Q1-Q3 实现营收 138.79 亿元（-0.6%）、归母净利润 2.08 亿元（+11.1%）；单 2023Q3 实现营收 47.88 亿元（+4.5%）、归母净利润 0.24 亿元（+71.5%）。我们认为，公司致力于高质量发展，股权激励计划有望激发内部成长动能，布局零食连锁、折扣店等新业态值得关注。我们维持公司 2023-2025 年盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.21/3.00/3.76 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.46/0.58 元，当前股价对应 PE 为 32.2/23.7/18.9 倍，维持“买入”评级。

● 山东省内保持稳健，省外区域培育良好，整体盈利能力持续恢复

分地区看，前三季度山东/山东省外地区主营收入分别为 101.0 亿元（-3.5%）/20.6 亿元（+3.3%），毛利率分别为 19.6%（-0.1pct）/18.9%（+1.9pct）。分业态看，综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/其他业态主营收入分别为 71.1 亿元（+0.5%）/34.2 亿元（-8.2%）/15.2 亿元（-2.0%）/1.2 亿元（-3.0%）。盈利能力方面，2023Q3 公司毛利率为 22.7%，同比+0.5pct；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 18.3%/2.0%/1.1%，同比+0.2pct/-0.1pct/-0.5pct；2023Q3 公司净利率为 0.4%，同比+0.3pct。整体看，公司在山东省内稳健发展，省外市场培育良好，在未来有望贡献可观增量，盈利能力持续恢复。

● 发挥供应链能力和规模优势，持续进行零食连锁、折扣店等业态创新

公司重点发展山东及周边河北、内蒙、北京、皖北、苏北市场，同时分区域建设了常温、冷链、生鲜加工、中央厨房一体化的供应链体系。在此基础上，公司发挥供应链、规模及区域内品牌优势，持续进行业态创新：（1）推出零食连锁品牌“悦记零食”，定位一站式极致性价比的零食集合店，该业务模式基本跑通，第三季度新开 10 家直营门店，且已开放加盟合作以加快市场拓展；（2）推出硬折扣新业态“好惠星折扣店”，既有家家悦自有品牌商品，也有基于全国 2000 多家供应商大批量集中采购商品，整体品质保障，价格更优。

● 风险提示：消费恢复不及预期、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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,433	18,184	19,196	20,435	21,884
YOY(%)	4.5	4.3	5.6	6.5	7.1
归母净利润(百万元)	-293	54	221	300	376
YOY(%)	-168.6	118.4	309.2	35.8	25.3
毛利率(%)	23.3	23.3	23.3	23.3	23.2
净利率(%)	-2.0	0.1	1.0	1.3	1.6
ROE(%)	-15.6	0.9	8.9	11.6	13.5
EPS(摊薄/元)	-0.45	0.08	0.34	0.46	0.58
P/E(倍)	-24.2	131.6	32.2	23.7	18.9
P/B(倍)	3.4	3.6	3.4	3.1	2.7

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5123	5190	5434	5831	6318
现金	1881	1712	1807	1924	2186
应收票据及应收账款	125	172	142	192	166
其他应收款	150	121	165	139	187
预付账款	358	381	399	432	458
存货	2414	2574	2689	2914	3090
其他流动资产	193	230	230	230	230
非流动资产	9579	9185	9077	8962	8830
长期投资	208	192	192	192	192
固定资产	3121	3151	3061	2998	2951
无形资产	440	454	495	537	581
其他非流动资产	5811	5388	5329	5236	5106
资产总计	14702	14376	14511	14794	15148
流动负债	7722	7821	7954	8209	8399
短期借款	733	526	667	886	526
应付票据及应付账款	3355	3377	3727	3836	4268
其他流动负债	3634	3919	3560	3487	3605
非流动负债	4714	4498	4367	4234	4098
长期借款	586	615	484	351	214
其他非流动负债	4128	3884	3884	3884	3884
负债合计	12436	12320	12322	12443	12496
少数股东权益	106	6	-22	-49	-67
股本	608	608	608	608	608
资本公积	1133	969	969	969	969
留存收益	524	578	655	766	915
归属母公司股东权益	2160	2050	2211	2399	2718
负债和股东权益	14702	14376	14511	14794	15148

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1422	1339	1271	834	1534
净利润	-354	19	194	273	358
折旧摊销	510	574	495	540	587
财务费用	267	284	269	266	263
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	280	27	328	-230	341
其他经营现金流	719	435	-15	-15	-15
投资活动现金流	-1136	-659	-387	-425	-455
资本支出	850	724	387	425	455
长期投资	-51	35	0	0	0
其他投资现金流	-235	30	0	0	0
筹资活动现金流	-608	-747	-931	-510	-457
短期借款	207	-208	142	218	-360
长期借款	28	29	-131	-133	-137
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-30	-164	0	0	0
其他筹资现金流	-813	-405	-942	-596	40
现金净增加额	-322	-66	-47	-102	622

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17433	18184	19196	20435	21884
营业成本	13378	13956	14725	15677	16799
营业税金及附加	73	77	81	86	93
营业费用	3377	3392	3513	3699	3917
管理费用	346	371	384	388	394
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	267	284	269	266	263
资产减值损失	-300	-29	0	0	0
其他收益	45	43	50	55	63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	0	0	0
资产处置收益	9	33	0	0	0
营业利润	-267	132	259	359	467
营业外收入	25	22	30	35	41
营业外支出	20	57	30	30	30
利润总额	-262	97	259	364	478
所得税	92	78	65	91	119
净利润	-354	19	194	273	358
少数股东损益	-61	-35	-27	-27	-18
归属母公司净利润	-293	54	221	300	376
EBITDA	275	692	769	923	1069
EPS(元)	-0.45	0.08	0.34	0.46	0.58

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.5	4.3	5.6	6.5	7.1
营业利润(%)	-145.7	149.5	95.4	38.8	30.0
归属于母公司净利润(%)	-168.6	118.4	309.2	35.8	25.3
获利能力					
毛利率(%)	23.3	23.3	23.3	23.3	23.2
净利率(%)	-2.0	0.1	1.0	1.3	1.6
ROE(%)	-15.6	0.9	8.9	11.6	13.5
ROIC(%)	-18.9	1.4	17.4	21.5	40.3
偿债能力					
资产负债率(%)	84.6	85.7	84.9	84.1	82.5
净负债比率(%)	6.1	7.5	-18.3	-18.4	-44.9
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	183.9	148.7	148.7	148.7	148.7
应付账款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.45	0.08	0.34	0.46	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	2.07	1.96	1.29	2.37
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.02	3.27	3.56	4.06
估值比率					
P/E	-24.2	131.6	32.2	23.7	18.9
P/B	3.4	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	25.0	9.9	8.1	6.7	5.1

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，属于商业秘密材料，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9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