

# 家家悦 (603708.SH)

## 顺应性价比消费趋势，依托现有优势布局硬折扣业态

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 商贸零售 · 一般零售

### ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

**证券分析师:** 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn  
**证券分析师:** 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

**执证编码:** S0980517070001  
**执证编码:** S0980522120001

### 事项:

公司今年以来积极顺应性价比消费趋势变化，开展量贩零食以及折扣社区超市等硬折扣新业态布局。有望为公司业务长发展带来新动力。根据公开报道，公司目前量贩零食品牌“悦记好零食”营业店数接近50家，硬折扣社区超市“好惠星”已开门店约4家。

**国信零售观点:** 针对公司硬折扣新业态布局。我们认为，硬折扣业态的本质在于通过极致选品、压缩供应环节，在终端实现更高周转和规模达到性价比，实现成本的降低服务大众消费者。而家家悦经过多年运营，在全球直采的网络；强大的生鲜加工及生产能力；仓储物流网络建设；数字化追溯体系等五个方面初步具备了发展折扣零售的运营关键能力，未来随着公司店铺模型的进一步跑通，通过积极的规模化扩张，有望打造成为公司新增长曲线。

整体来看，今年以来，公司传统业务线下门店客流实现了稳步复苏，线上渠道建设日益完善以把握到家业务机遇，且随着山东省外的经营逐步成熟以及盈利能力向好，业绩弹性有望逐步释放。同时，公司也将持续夯实自身的供应链建设能力，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。在此基础之上，公司积极应对消费者的需求变化，积极开展零食量贩以及折扣社区超市业态的布局，有望进一步打开中长期增长空间。我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为2.79/3.61/4.02亿元，对应PE分别为30.8/23.8/21.4倍，维持“买入”评级。

### 评论:

#### ◆ 性价比趋势下硬折扣零售风起，家家悦积极应变展开布局

今年以来，国内居民的消费力虽然受到宏观经济影响有所承压，但对于品质消费追求仍在强化。随着未来消费分化趋势的持续，大众对更具性价比的商品需求也将进一步扩大，而这也催生了承接满足相应新需求的新渠道，因此近期包括零食量贩以及硬折扣超市等折扣零售业态得到快速发展。这一过程中传统线下零售龙头，具备多年深耕的供应链能力以及区域品牌效应，有望通过积极应变转型，在行业变迁中占得先机。

图1: 疫情后居民消费观变化



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图2: 折扣零售市场规模变化



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

而为应对行业需求变迁，家家悦今年以来积极应变，开展了包括量贩零食以及折扣超市在内的两大折扣零售业态布局，并取得了初步的成果：

1) **量贩零食**：悦记好零食，定位极致性价比的零食折扣店，致力于通过打造悦好吃、悦品质、悦多样、悦便宜的四悦理念，目前零食店 SKU 约 1000+，包括进口食品、特色产品、坚果干货、蜜饯果脯、鱼类海鲜、肉类制品等。根据公开报道，自 2023 年 5 月启动至今，悦记好零食营业店数接近 50 家。在门店模型初步跑通后已经开放加盟，目前已有 18 家加盟店遍布威海，呼市，济南，青岛，淄博，烟台等地，并在 11 月 24 日，完成了 10 店同开。预计 2024 年将加速开店。

2) **折扣超市**：**好惠星**，定位硬折扣社区店。着力打造产品力和供应链的致胜能力，以及低成本运营和轻资产模式。公司自 2023 年 9 月启动首家济南历下区天玺好惠星改造开业以来，已在烟台、济南等地区陆续开出四家门店，门店面积在 250-450 平米不等，SKU 数量在 760-900 个不等，公司计划 23 年底完成在营门店 10 家。

图3：家家悦旗下零食量贩品牌悦记好零食



资料来源：公司官方公众号、国信证券经济研究所整理

图4：家家悦旗下折扣社区超市品牌好惠星



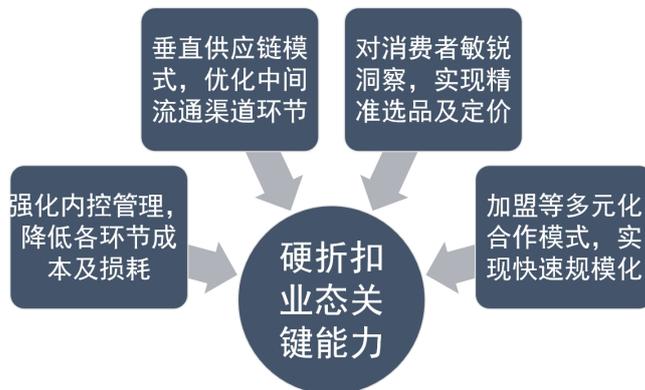
资料来源：公司官方公众号、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 硬折扣模式风起，家家悦依托现有优势有望实现加速布局

硬折扣模式的本质是通过极致选品、压缩供应环节，在终端实现更高周转和规模达到性价比，来实现成本的降低，服务大众消费者。因此，渠道企业转型折扣化绝不是走廉价路线，核心在于通过垂直供应链再造和对应的组织变革创新来实现“高质低价”，这需要企业具备以下核心能力：

1) 布局全球、庞大且高度自有化的供应链体系，在全球价格低洼带采购和商品开发。2) 垂直供应量体系，具有强大的自有品牌体系，包括和大牌品牌商合作定制能力等。3) 对于消费者的洞察，保证精选商品能力，通过控制 SKU 数量，有效降低管理难度，并通过单商品规模化有效降低成本。4) 高效的组织管理能力，在各个运营环节优化提效，打造适应低价体系的成本费用模型。5) 多元化的开店模式，完善的加盟合作模式，实现规模快速扩张，从而提升对上游采购的议价能力。

图5: 硬折扣业态的关键能力



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所梳理

◆ 家家悦的布局优势: 作为线下零售龙头, 公司初步具备布局折扣零售的优势

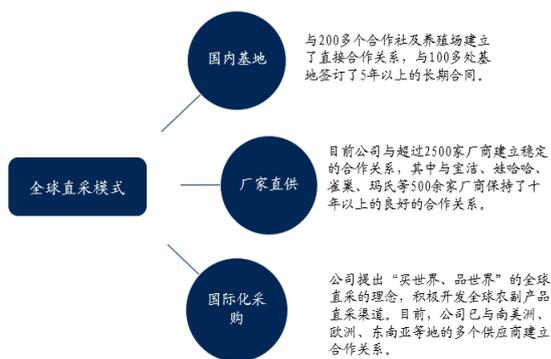
1) **全球直采的网络:** 公司坚持集中采购、统一配送为主的供应链模式, 建立了杂货商品厂家直采、生鲜商品基地直供的采购体系, 与全球 2000 多个厂商建立直供模式建立全球商品的源头直采, 生鲜产品直采占比超 80%减少中间损耗和溢价, 打造最短供应链, 从而保障商品价格、品质快速达代优势。

2) **强大的生鲜加工及生产能力:** 公司已经搭建了自有工厂、生鲜加工中心、中央配餐中心优化农业产品供应链, 不断增强农业产品的后加工能力, 并提高标准化、品牌化, 强化生鲜的竞争优势。而自开工厂方式, 从大米、花生油到购物袋, 都实现了自产自销。进而提高生鲜、初级产品、半成品及熟食产品的标准化、品牌化和差异化, 从而为门店打造高质低价的门店产品组合提供支持。

3) **仓储物流网络:** 公司已经在山东、河北、皖北等地建设了 8 处物流园区, 总面积约 50 万平方米。目前基本已经完成了物流立体化布局山东 2.5 小时物流配送圈, 从而为产品的快速上新和调整以及减少中间损耗带来保障。

4) **数字化追溯体系:** 公司积极利用 WMS/TMS 等信息系统, 提升物流数字化能力, 提高物流综合运营效率。从而实现人效的快速提升, 以及内控效率的优化。

图6: 家家悦全球直采模式



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图7: 家家悦自有品牌

自有品牌	主营产品	自有品牌	主营产品
粮记飘香	杂粮、干果蜜饯、糖、干菜、干料、干海产	JFU 佳飞悦	服装
荣光	食用油类	悦味上品	酱卤类、肠类产品及肉制品专柜产品
品品香	大米	悦天然	面包系列
麦香苑	桃酥类和月饼类	羊枣湾	日常所需的非食品商品
悦味颂	配餐中心的主品牌		

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

### ◆ 中长期发展：利用现有优势快速发展，未来直营加盟模式协同

1) **区域布局上**：新业态与现有业态的区域布局进行协同。当前家家悦已经在区域布局上实现一体两翼，区域加密的态势。从公司当前创业商超业务布局来看，公司在山东市场继续强化密度，纵深推进城市社区网络布局；而在京冀蒙、苏皖的两翼推进稳健发展，在提高市场竞争力的基础上，有序推进网络布局，扩大市场渗透能力和品牌影响力。未来折扣创新业务有望在公司现有业务布局区域中，依托区域内公司初步具备的品牌效应，以及仓储物流基础能力，实现有质量的快速增长。

2) **发展模式上**：先直营后加盟合作。今年作为企业布局新业态的第一年，首先需要将商业模式以及门店模型打造完善，在此基础上预计明年将通过区域加盟，以及单店合作的发展吸纳区域加盟商以及创业者共同发展，实现规模的快速扩张。

### ◆ 投资建议

今年以来，公司传统业务线下门店客流实现了稳步复苏，线上渠道建设日益完善以把握到家业务机遇，且随着山东省外的经营逐步成熟以及盈利能力向好，业绩弹性有望逐步释放。同时，公司也将持续夯实自身的供应链建设能力，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。在此基础之上，公司积极应对消费者的需求变化，积极开展零食量贩以及折扣社区超市业态的布局，未来随着创新业务模型的进一步跑通，通过积极的规模化扩张，有望打造成为公司新的增长曲线。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.79/3.61/4.02 亿元，对应 PE 分别为 30.8/23.8/21.4 倍，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

新业态布局不及预期；宏观经济下行影响居民购买力；传统商超业务运营受到分流影响。

表1：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资收盘价（元）	EPS				PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/12/08	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023/12/08
603708.SH	家家悦	买入	14.12	0.09	0.46	0.59	141.71	30.77	23.82	91.40
002419.SZ	天虹股份	增持	5.37	0.10	0.25	0.29	66.96	21.48	18.52	62.77
601933.SH	永辉超市	增持	2.96	-0.3	0.01	0.04	-	403.01	66.92	268.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

### 相关研究报告：

- 《家家悦（603708.SH）-山东省外区域经营向好，持续推进门店及业态扩张》——2023-10-28
- 《家家悦（603708.SH）-利润端持续改善，积极推进门店优化及业态创新》——2023-05-02
- 《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》——2022-08-31
- 《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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1881	1712	1200	1200	1200	<b>营业收入</b>	<b>17433</b>	<b>18184</b>	<b>19772</b>	<b>21225</b>	<b>22442</b>
应收款项	276	293	286	328	344	营业成本	13378	13956	15155	16222	17143
存货净额	2414	2574	2669	2923	3127	营业税金及附加	73	77	79	88	92
其他流动资产	501	601	751	764	808	销售费用	3377	3392	3753	4016	4239
<b>流动资产合计</b>	<b>5123</b>	<b>5190</b>	<b>4926</b>	<b>5242</b>	<b>5499</b>	管理费用	346	371	429	451	471
固定资产	3228	3231	3741	4201	4607	财务费用	267	284	37	49	59
无形资产及其他	440	454	437	420	403	投资收益	(0)	(0)	0	0	0
投资性房地产	5703	5308	5308	5308	5308	资产减值及公允价值变动	300	29	0	0	0
长期股权投资	208	192	186	181	176	其他收入	(558)	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14702</b>	<b>14376</b>	<b>14599</b>	<b>15351</b>	<b>15993</b>	营业利润	(267)	132	320	399	437
短期借款及交易性金融负债	1345	1119	1179	1364	1620	营业外净收支	5	(35)	(30)	(25)	(20)
应付款项	3355	3377	3555	3930	4139	利润总额	(262)	97	290	374	417
其他流动负债	3021	3326	3448	3742	3978	<b>所得税费用</b>	<b>92</b>	<b>78</b>	<b>116</b>	<b>150</b>	<b>167</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7722</b>	<b>7821</b>	<b>8182</b>	<b>9035</b>	<b>9737</b>	少数股东损益	(61)	(35)	(105)	(136)	(152)
长期借款及应付债券	586	615	615	615	615	归属于母公司净利润	(293)	54	279	361	402
其他长期负债	4128	3884	3684	3504	3354						
<b>长期负债合计</b>	<b>4714</b>	<b>4498</b>	<b>4298</b>	<b>4118</b>	<b>3968</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>12436</b>	<b>12320</b>	<b>12481</b>	<b>13153</b>	<b>13705</b>	<b>净利润</b>	(293)	54	279	361	402
少数股东权益	106	6	(72)	(172)	(284)	资产减值准备	295	(270)	4	3	4
股东权益	2160	2050	2190	2370	2571	折旧摊销	339	369	364	416	468
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14702</b>	<b>14376</b>	<b>14599</b>	<b>15351</b>	<b>15993</b>	公允价值变动损失	(300)	(29)	0	0	0
						财务费用	267	284	37	49	59
关键财务与估值指标						营运资本变动	506	(71)	(133)	182	34
每股收益	(0.48)	0.09	0.46	0.59	0.66	其它	(417)	246	(82)	(104)	(115)
每股红利	0.48	0.03	0.23	0.30	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>131</b>	<b>298</b>	<b>433</b>	<b>858</b>	<b>792</b>
每股净资产	3.55	3.37	3.60	3.90	4.23	资本开支	0	(103)	(861)	(861)	(861)
ROIC	9%	2%	6%	7%	7%	其它投资现金流	(50)	40	(10)	(7)	8
ROE	-14%	3%	13%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>	<b>(865)</b>	<b>(863)</b>	<b>(848)</b>
毛利率	23%	23%	23%	24%	24%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(290)	(16)	(140)	(180)	(201)
收入增长	5%	4%	9%	7%	6%	其它融资现金流	293	(389)	60	185	257
净利润增长率	-169%	-118%	416%	29%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(286)</b>	<b>(419)</b>	<b>(80)</b>	<b>5</b>	<b>56</b>
资产负债率	85%	86%	85%	85%	84%	<b>现金净变动</b>	<b>(203)</b>	<b>(169)</b>	<b>(512)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	3.4%	0.2%	1.6%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	2083	1881	1712	1200	1200
P/E	(29.3)	158.9	30.8	23.8	21.4	货币资金的期末余额	1881	1712	1200	1200	1200
P/B	4.0	4.2	3.9	3.6	3.3	企业自由现金流	1193	269	(416)	6	(61)
EV/EBITDA	35.2	27.7	29.3	25.2	23.1	权益自由现金流	1487	(120)	(378)	161	160

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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