

# 家家悦 (603708.SH)

## 2024年一季度业绩增长稳健，积极探索多业态布局

买入

### 核心观点

**2023年归母净利润增长127%，2024年一季度增长稳健。**公司2023年实现营收177.63亿元，同比-2.31%，归母净利润1.36亿元，同比+127.04%，扣非净利润0.99亿元，同比+275.56%，主要受益于公司积极开展降本增效工作以及对低效门店进行优化调整。2024年一季度收入及归母净利润分别同比增长5.73%/7.10%，扣非净利润同比增长1.05%，整体实现稳健表现。此外公司计划每股派现金0.19元（含税），拟分配利润占当年度归母净利润的88%。

**门店扩张增强区域密度和规模优势，超市线上业务销售占比达5.98%。**分区域看，山东省外2023年营收同比增长4.49%，收入占比+1pct达到15.35%。2024年一季度分区域的直营门店经营情况看，山东省内收入同比增长8.63%，山东省外同比增长9.81%，全国化布局稳步经营。线上到家业务持续增长，2023年线上销售增长23.9%，超市线上业务销售占比5.98%。分业态增长看，2024年一季度综合超市主营业务收入增长10.96%，系部分门店由社区生鲜食品超市调整为综合超市影响；包括零食量贩及硬折扣超市在内的其他业态收入增长达到46.66%。门店拓展方面，2023年全年净增加44家，2024年一季度较2023年底净增加16家，其中零食店净增14家，综合超市净增2家。

**2023年毛利率提升，费用率稳步下降。**公司2023年综合毛利率同比+0.62pct至23.88%，2024年一季度毛利率24.04%，同比略降0.62pct。2023年公司销售费用率/管理费用率分别同比+0.19pct/+0.07pct，2024年一季度分别同比-0.18pct/-0.1pct，同比稳中微降。2023年存货周转天数同比下降3.19天至61.15天，周转效率有所提升。经营性现金流净额方面，2023年为16.14亿元，同比+20.5%，2024年7.02亿元，同比+22.1%，整体向好。

**风险提示：**门店拓展不及预期；同店不及预期；零食及折扣业态不及预期。

**投资建议：**随着行业需求逐步回暖及公司自身积极调整，公司门店客流及到店转化率稳步复苏，同时线上到家业务协同推进，全渠道运营服务能力进一步提升。同时，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。长期来看，公司将持续夯实供应链建设能力，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。考虑公司2023年推出零食量贩及硬折扣超市折等新兴业态仍在培育期，带来短期成本及费用上升，我们下调公司2024-2025年归母净利润预测至2.24/2.47亿元（前值2.79/3.61亿元），新增2026年预测2.74亿元，对应PE分别为28.5/25.9/23.3倍，维持“买入”。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,183.82	17,762.97	18,959.62	19,973.10	20,658.65
(+/-%)	4.31%	-2.31%	6.74%	5.35%	3.43%
净利润(百万元)	54.05	136.39	224.42	246.53	274.19
(+/-%)	-118.42%	152.34%	64.54%	9.85%	11.22%
每股收益(元)	0.09	0.21	0.35	0.39	0.43
EBIT Margin	2.13%	2.40%	1.90%	2.52%	2.44%
净资产收益率(ROE)	2.64%	5.37%	8.53%	9.04%	9.66%
市盈率(PE)	112.79	47.56	28.49	25.93	23.31
EV/EBITDA	24.35	22.98	26.23	20.92	19.77
市净率(PB)	2.97	2.55	2.43	2.34	2.25

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

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.02元
总市值/流通市值	6396/6006百万元
52周最高价/最低价	15.08/8.54元
近3个月日均成交额	58.28百万元

#### 市场走势



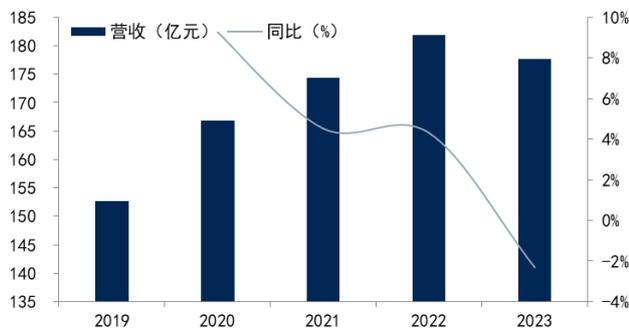
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《家家悦(603708.SH)-顺应性价比消费趋势，依托现有优势布局硬折扣业态》——2023-12-10
- 《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

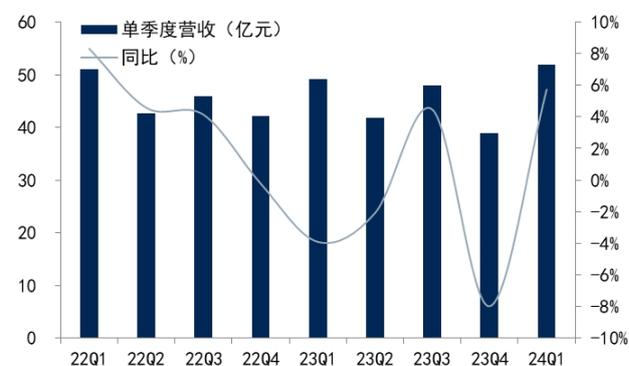
整体业绩看，公司 2023 营收 177.63 亿元，同比-2.31%，归母净利润 1.36 亿元，同比+127.04%，扣非净利润 0.99 亿元，同比+275.56%，受益公司开展降本增效工作及低效门店的优化调整。2024 年一季度收入及归母净利润分别同比增长 5.73%/7.10%，扣非净利润同比增长 1.05%，整体实现稳健增长表现。

图1: 家家悦营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



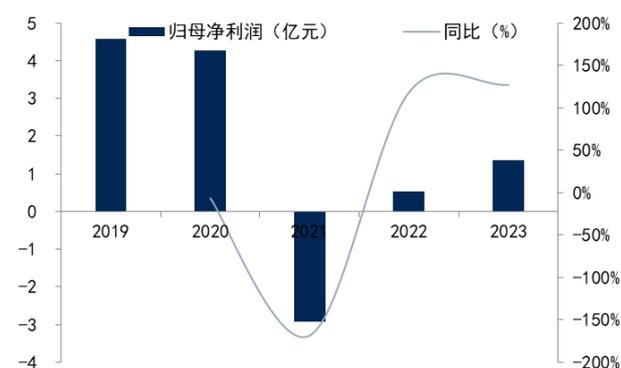
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 家家悦单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



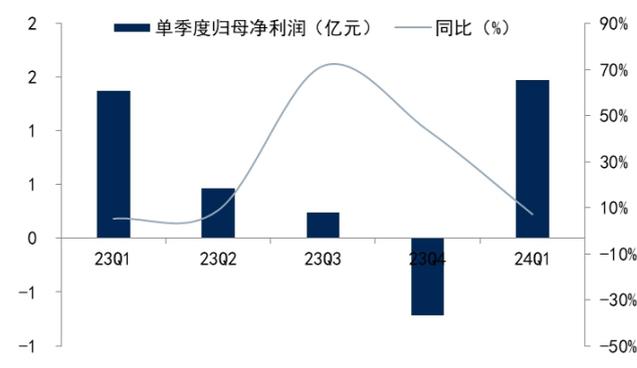
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

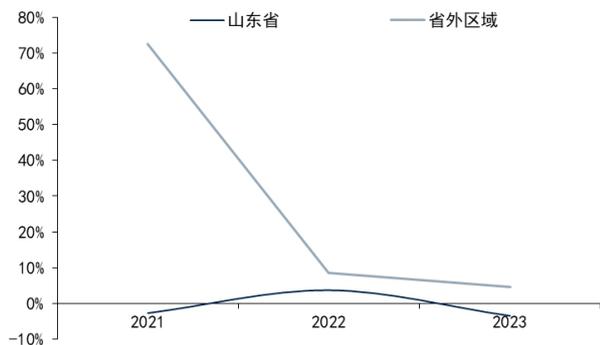


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

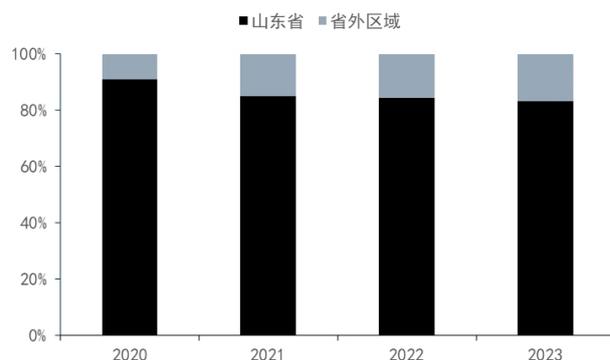
收入分拆及主要经营数据看，公司山东省外 2023 年营收同比增长 4.49%，收入占比+1pct 达到 15.35%。2024 年一季度分区域的直营门店经营情况看，山东省内收入同比增长 8.63%，山东省外同比增长 9.81%，全国化布局进一步推进。直营门店分业态增长看，2024 年一季度综合超市主营业务收入增长 10.96%，系部分门店由社区生鲜食品超市调整为综合超市影响；包括零食量贩及折扣店在内的其他业态收入增长达到 46.66%；社区生鲜食品超市收入增长 5.16%；乡村超市业态收入增长 4.16%。

线上业务方面，公司持续加强线上线下融合，到店到家业务协同推进，2023 年线上销售增长 23.9%，带动线下到店客流 306 万人次，到店转化率达到 35%。2023 年超市线上业务销售占比达到 5.98%。

门店拓展方面，公司 2023 年全年净增加 44 家，其中新推出了推出零食连锁品牌“悦记零食”、“好惠星折扣店”，分别发展了 56 家/7 家门店。2024 年一季度较 2023 年底净增加 16 家，其中零食店净增 14 家，综合超市净增 2 家。

**图5: 家家悦山东省内/省外收入增速情况 (%)**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图6: 家家悦山东省内/省外收入占总收入比重情况 (%)**


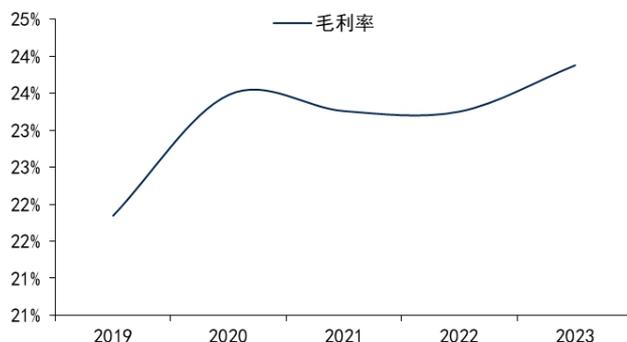
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表1: 家家悦各业态门店数量 (家)**

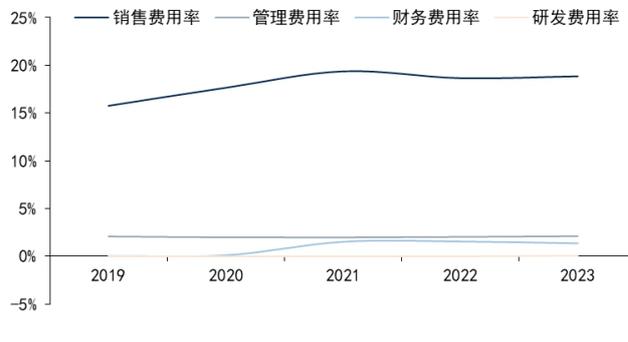
	2021年	2022年	2023年	2024年一季度
综合超市	253	257	259	261
社区生鲜食品超市	407	403	408	409
乡村超市	234	232	228	227
零食店			53	67
好惠星折扣店			7	8
便利店等其他业态	77	75	94	93

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面, 公司 2023 年综合毛利率同比+0.62pct 至 23.88%, 2024 年一季度毛利率 24.04%, 同比略降 0.62pct。2023 年公司销售费用率/管理费用率分别同比+0.19pct/+0.07pct, 2024 年一季度分别同比-0.18pct/-0.1pct, 同比稳中微降。2023 年存货周转天数同比下降 3.19 天至 61.15 天, 周转效率有所提升。经营性现金流净额方面, 2023 年为 16.14 亿元, 同比+20.5%, 2024 年 7.02 亿元, 同比+22.1%, 整体向好。

**图7: 家家悦毛利率情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8: 家家悦期间费用率情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**随着行业需求逐步回暖及公司自身积极调整，公司门店客流及到店转化率稳步复苏，同时线上到家业务协同推进，全渠道运营服务能力进一步提升。同时，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。长期来看，公司将持续夯实供应链建设能力，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。考虑公司 2023 年推出零食量贩及硬折扣超市折等新兴业态仍在培育期，带来短期成本及费用上升，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 2.24/2.47 亿元（前值 2.79/3.61 亿元），新增 2026 年预测 2.74 亿元，对应 PE 分别为 28.5/25.9/23.3 倍，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603708	家家悦	10.02	63.96	0.21	0.35	0.39	0.43	62.03	28.49	25.93	23.31	5.37	0.44	买入
002419	天虹股份	4.92	57.51	0.19	0.23	0.26	0.27	28.52	21.61	19.22	18.07	5.39	1.24	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：天虹股份为 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1712	2519	2451	2552	2037	营业收入	18184	17763	18960	19973	20659
应收款项	293	241	287	298	311	营业成本	13956	13522	14496	15189	15709
存货净额	2574	2020	2106	2158	2223	营业税金及附加	77	77	81	85	89
其他流动资产	601	541	583	628	638	销售费用	3392	3348	3599	3762	3899
<b>流动资产合计</b>	<b>5190</b>	<b>5431</b>	<b>5537</b>	<b>5746</b>	<b>5319</b>	管理费用	371	376	409	421	440
固定资产	3231	3248	4063	4653	5628	研发费用	0	13	15	12	18
无形资产及其他	454	459	440	422	404	财务费用	284	242	9	13	26
投资性房地产	5308	4968	4968	4968	4968	投资收益	(0)	(11)	(4)	(5)	(10)
长期股权投资	192	181	171	159	148	资产减值及公允价值变动	(29)	(1)	(40)	(15)	(35)
<b>资产总计</b>	<b>14376</b>	<b>14286</b>	<b>15180</b>	<b>15948</b>	<b>16467</b>	其他收入	58	41	(15)	(12)	(18)
短期借款及交易性金融负债	1119	789	1084	997	1443	营业利润	132	227	307	471	433
应付款项	3377	3390	3595	3739	3877	营业外净收支	(35)	(16)	0	0	0
其他流动负债	3326	3342	3446	3659	3786	<b>利润总额</b>	<b>97</b>	<b>211</b>	<b>307</b>	<b>471</b>	<b>433</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7821</b>	<b>7521</b>	<b>8125</b>	<b>8395</b>	<b>9105</b>	所得税费用	78	76	83	225	160
长期借款及应付债券	615	642	642	642	642	少数股东损益	(35)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	3884	3576	3776	4176	3876	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>54</b>	<b>136</b>	<b>224</b>	<b>247</b>	<b>274</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4498</b>	<b>4218</b>	<b>4418</b>	<b>4818</b>	<b>4518</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>12320</b>	<b>11739</b>	<b>12543</b>	<b>13213</b>	<b>13623</b>	净利润	54	136	224	247	274
少数股东权益	6	8	7	7	6	资产减值准备	(270)	(28)	0	0	0
股东权益	2050	2540	2630	2728	2838	折旧摊销	369	366	363	434	508
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14376</b>	<b>14286</b>	<b>15180</b>	<b>15948</b>	<b>16467</b>	公允价值变动损失	29	1	40	15	35
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	284	242	9	13	26
每股收益	0.09	0.21	0.35	0.39	0.43	营运资本变动	(71)	700	334	650	(123)
每股红利	0.03	0.12	0.21	0.23	0.26	其它	246	28	(1)	(1)	(1)
每股净资产	3.37	3.92	4.12	4.28	4.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>356</b>	<b>1203</b>	<b>961</b>	<b>1344</b>	<b>693</b>
ROIC	0.67%	3.75%	7%	7%	8%	资本开支	0	(325)	(1200)	(1020)	(1500)
ROE	2.64%	5.37%	9%	9%	10%	其它投资现金流	40	(100)	0	0	0
毛利率	23%	24%	24%	24%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>56</b>	<b>(415)</b>	<b>(1190)</b>	<b>(1008)</b>	<b>(1489)</b>
EBIT Margin	2%	2%	2%	3%	2%	权益性融资	1	404	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	4%	-2%	7%	5%	3%	支付股利、利息	(16)	(78)	(135)	(148)	(165)
净利润增长率	-118%	152%	65%	10%	11%	其它融资现金流	(550)	(229)	295	(87)	445
资产负债率	86%	82%	83%	83%	83%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(581)</b>	<b>19</b>	<b>161</b>	<b>(235)</b>	<b>281</b>
股息率	0.2%	1.2%	2.1%	2.3%	2.5%	<b>现金净变动</b>	<b>(169)</b>	<b>807</b>	<b>(68)</b>	<b>101</b>	<b>(515)</b>
P/E	112.8	47.6	28.5	25.9	23.3	货币资金的期初余额	1881	1712	2519	2451	2552
P/B	3.0	2.6	2.4	2.3	2.3	货币资金的期末余额	1712	2519	2451	2552	2037
EV/EBITDA	24.4	23.0	26.2	20.9	19.8	企业自由现金流	0	1015	(241)	326	(797)
						权益自由现金流	0	787	48	232	(369)

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