

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

家家悦 (603708)

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 家家悦 (603708. SH) 2023&24Q1 点评: 2023 年 门店调整&拓展新业态投入拖累 Q4 利润, 24Q1 高基数下稳健增长

2024 年 4 月 22 日

**事件:** 公司发布 2023&24Q1 业绩, 2023 年实现营收 177.6 亿元, 同降 2.31%, 归母净利润 1.36 亿元, 同增 127.04%, 扣非归母净利润 0.99 亿元, 同增 275.56%, 经营活动现金流净额 16.14 亿元, 同增 20.5%。分季度看, 2023Q1-2024Q1 分别实现营收 49/42/48/39/52 亿元, 同比-4%/-2%/+4%/-8%/+6%, 归母净利润 1.37/0.46/0.24/-0.72/1.47 亿元, 同比+5%/+9%/+72%/同比减亏/+7%, 扣非归母净利润 1.34/0.38/0.19/-0.93/1.36 亿元, 同比+8%/+22%/+820%/同比减亏/+1%。其中, 2023Q4 呈净亏损, 我们预计主要由于: 1) 原超市业态部分门店闭店及调整, 2) 拓展折扣及零食店新业态前期投入; 2024Q1 公司收入、利润均实现稳健增长。

## 点评:

2023 年度公司拟每 10 股派发现金红利 1.90 元 (含税), 预计现金分红总额 1.2 亿元 (含税), 分红率 88%。

至 2023 年末, 公司发行可转换公司债券募集资金净额 6.3 亿元, 累计投入 2.9 亿元; 向特定对象发行股票项目募集资金净额 4.0 亿元, 累计投入 3.6 亿元。所有募集资金后续将继续用于连锁超市改造、威海物流改扩建、商河智慧产业园 (一期)、羊亭购物广场等募投项目。

**深耕山东, 强化区域品牌力及拓展新业态。**公司发挥供应链能力和规模优势, 持续进行业态创新, 2023 年推出零食连锁品牌“悦记零食”、“好惠星折扣店”, 以自营与加盟结合的模式拓展市场, 2023 年内新开门店 110 家, 其中直营 81 家, 加盟 29 家; 其中新业态悦记零食店 56 家, 好惠星折扣店 7 家。2024Q1 新开门店 20 家, 其中直营 12 家, 加盟 8 家, 截至 24Q1 期末共有门店 1065 家, 其中直营店 999 家, 加盟店 66 家; 分业态, 综合超市 261 家、社区生鲜食品超市 409 家、乡村超市 227 家、零食店 67 家、好惠星折扣店 8 家、便利店等其他业态门店 93 家; 24Q1 新业态零食店、折扣店分别净开店 14 家、1 家。

分产品, 2023 年生鲜/食品化洗/百货分别实现营收 70.5/86.9/6.2 亿元, 同比-7.5%/+2.5%/-1.2%, 毛利率分别为 17.71%/19.85%/35.58%, 同比+0.53/+0.47/+0.81PCT。强化物流体系和商品力, 不断提升供应链能力, 2023 年自有品牌和定制产品占比 13.5%, 较 2022 年的 13.2%有所提升。

分销售模式, 2023 年自营/联营/供应链销售分别实现营收 159.0/2.0/2.5 亿元, 同比-0.7%/-3.3%/-49.5%, 毛利率分别为 18.68%/100%/7.77%, 同比+0.27/同比持平/+5.46PCT。

盈利能力方面，2023、2024Q1 盈利性均同比改善。2023 年综合毛利率 23.88%，同比提升 0.63PCT，销售/管理/财务费用率 18.85%/2.12%/1.36%，同比+0.19/+0.12/-0.2PCT，销售净利率 0.76%，同比提升 0.66PCT。24Q1 综合毛利率 24.04%，同比 -0.62PCT，销售/管理/财务费用率 16.92%/1.86%/1.24%，同比-0.18/-0.1/-0.12PCT，销售净利率 2.94%，同比+0.12PCT。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 196/205/213 亿元，同增 10%/4%/4%，归母净利润分别为 2.54/3.04/3.22 亿元，同增 87%/19%/6%，EPS 分别为 0.40/0.48/0.50 元，对应 4 月 22 日收盘价 PE 分别为 26/22/21X，维持“增持”评级。

**风险因素：**外拓区域及新业态发展不及预期，CPI 下行，区域竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18,184	17,763	19,615	20,455	21,339
增长率 YoY %	4.3%	-2.3%	10.4%	4.3%	4.3%
归属母公司净利润 (百万元)	60	136	254	304	322
增长率 YoY%	120.5%	127.0%	86.6%	19.3%	6.0%
毛利率%	23.3%	23.9%	23.2%	23.1%	22.9%
净资产收益率ROE%	2.9%	5.4%	11.1%	12.7%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.21	0.40	0.48	0.50
市盈率 P/E(倍)	110.30	48.58	26.04	21.82	20.59
市净率 P/B(倍)	3.21	2.61	2.89	2.77	2.65

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	5,190	5,431	6,104	6,961	7,926	
货币资金	1,712	2,519	2,927	3,700	4,602	
应收票据	50	0	0	0	0	
应收账款	122	98	103	103	103	
预付账款	381	438	488	510	533	
存货	2,574	2,020	2,216	2,271	2,304	
其他	351	355	370	377	384	
<b>非流动资产</b>	9,202	8,856	8,745	8,355	7,878	
长期股权投资	192	181	181	181	181	
固定资产	3,151	3,032	3,101	3,116	3,118	
无形资产	454	459	433	407	381	
其他	5,405	5,184	5,030	4,651	4,198	
<b>资产总计</b>	14,392	14,286	14,849	15,315	15,804	
<b>流动负债</b>	7,821	7,521	8,320	8,688	9,072	
短期借款	526	258	308	358	408	
应付票据	840	1,046	1,164	1,217	1,272	
应付账款	2,537	2,344	2,610	2,728	2,851	
其他	3,919	3,873	4,237	4,385	4,541	
<b>非流动负债</b>	4,500	4,218	4,230	4,230	4,230	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4,500	4,218	4,230	4,230	4,230	
<b>负债合计</b>	12,321	11,739	12,550	12,917	13,301	
少数股东权益	9	8	7	5	4	
归属母公司股东权益	2,063	2,540	2,293	2,393	2,499	
<b>负债和股东权益</b>	14,392	14,286	14,849	15,315	15,804	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	18,184	17,763	19,615	20,455	21,339	
同比 (%)	4.3%	-2.3%	10.4%	4.3%	4.3%	
归属母公司净利润	60	136	254	304	322	
同比	120.5	127.0%	86.6%	19.3%	6.0%	
毛利率 (%)	23.3%	23.9%	23.2%	23.1%	22.9%	
ROE%	2.9%	5.4%	11.1%	12.7%	12.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.21	0.40	0.48	0.50	
P/E	110.30	48.58	26.04	21.82	20.59	
P/B	3.21	2.61	2.89	2.77	2.65	
EV/EBITDA	7.99	7.42	7.25	5.98	5.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	18,18	17,763	19,615	20,455	21,339	
营业成本	13,95	13,522	15,058	15,735	16,446	
营业税金及附加	77	77	85	88	92	
销售费用	3,392	3,348	3,570	3,651	3,788	
管理费用	371	376	382	389	405	
研发费用	0	13	12	13	13	
财务费用	284	242	158	154	145	
减值损失合计	-29	-1	-1	-1	-1	
投资净收益	0	-11	-8	-10	-10	
其他	58	54	65	68	71	
<b>营业利润</b>	132	227	406	483	511	
营业外收支	-35	-16	-10	-10	-10	
<b>利润总额</b>	97	211	396	473	501	
所得税	70	76	143	170	180	
<b>净利润</b>	27	136	253	302	321	
少数股东损益	-33	-1	-1	-1	-1	
<b>归属母公司净利润</b>	60	136	254	304	322	
EBITDA	1,432	1,456	1,194	1,327	1,352	
EPS(当年)(元)	0.10	0.22	0.40	0.48	0.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,339	1,614	1,528	1,428	1,490	
净利润	27	136	253	302	321	
折旧摊销	1,018	999	640	700	706	
财务费用	269	230	196	198	200	
投资损失	0	11	8	10	10	
营运资金变动	27	252	440	228	265	
其它	-1	-13	-10	-11	-12	
<b>投资活动现金流</b>	-659	-641	-521	-303	-222	
资本支出	-720	-604	-385	-333	-282	
长期投资	35	-98	0	0	0	
其他	26	61	-136	30	60	
<b>筹资活动现金流</b>	-747	-182	-599	-352	-366	
吸收投资	2	404	-201	0	0	
借款	656	445	50	50	50	
支付利息或股息	-16	-78	-497	-402	-416	
<b>现金流净增加额</b>	-66	791	407	773	902	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**宿一赫**，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

**蔡昕妤**，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队，主要覆盖美护上游产业链。

**张洪滨**，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**满静雅**，食品饮料分析师。英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。