

家家悦(603708)

报告日期: 2024年12月29日

## 传统修复, 调改加速

### ——家家悦点评报告

#### 投资要点

##### 一、一句话逻辑

山东线下零售龙头, 主业改造升级, 省外减亏提速, 新业态改造打开成长空间。

##### 二、超预期逻辑

###### 1) 主业改造升级, 同店有望修复

市场预期: 零售主业持续承压, 利润不及预期

我们预测:

宏观经济处在改善通道, 24Q3-4 消费品 CPI 有望同比转正, 2025 年低基数下价格有望提升带动同店增长。线上线下剪刀差逐渐减小, 客流逐步向线下回归。

存量门店调整, 轻装上阵。公司持续调整经营不及预期的门店, 24Q1-Q3 分别关店 4/17/16 家, 存量门店从品类结构、商品品质、质价比、服务、环境等方面抓门店向品质经营转变, 对顾客吸引力提升, 24H1 可比超市门店客流量增长 13.69%。成本端公司通过对卖场面积、商品、流程、系统等方面的优化, 提升门店的运营效率, 可比门店费用率明显下降。

门店调改升级, 销售额有望提振。零售从商品价格竞争转向体验升级, 公司发力门店调改, 10 月 SPAR 威海诚通店调改升级开业, 精减 3000+ 同质化商品, 引进 900+ 时尚个性化新品; 面食区设置开放式厨房, 熟食品类超过 230 种, 商品的汰换和服务的升级强化消费者的体验, 整体客流和日销有望得到提振。

供应链变革, 去 KA 转向直采。以往的商超类似二房东, 依靠供应商返点和后台毛利盈利, 缺乏对商品的管理和控制能力, 结果是同质化的商品和多渠道层级冗余下的产品高加价倍率。因此 24 年 8 月家家悦、永辉等全面启动直采化改革, 卖场方要求供价要与经销商同价, 去中间化, 并且要求零售价卖场自主, 不再受品牌商价格限制。裸采模式下, 前后台费用取消, 库存风险转移给卖场方, 对选品的要求提升, 公司有望向制造型零售转型, 供应链改造带动商品力提升。

###### 2) 省外减亏加速, 贡献盈利

市场预期: 省外内蒙、河北等地持续亏损, 公司竞争力无法在省外区域复刻

我们预计:

省外收入和盈利有望大幅改善。2018 年后公司在深耕区域市场的同时加快省外并购和省外扩张。2022 年后公司及时调整战略, 放慢展店节奏, 更注重现有省外门店的提质升级和盈利改善, 24Q1-24Q3 省外营业收入 22 亿元, 同比 +8.29%, 毛利率 19.2%, 同比 +0.27%, 收入增长和毛利增长都好于省内。内蒙等地盈利大幅改善, 24H1 内蒙维乐惠盈利 2000 万元, 同比 +240%。我们预计河北、苏北等地也有望逐步减亏。

###### 3) 新业态试水提速

市场预期: 家家悦新业态进展较慢, 对公司盈利贡献较少

我们预计:

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 宁浮洁

执业证书号: S1230522060002

ningfujie@stocke.com.cn

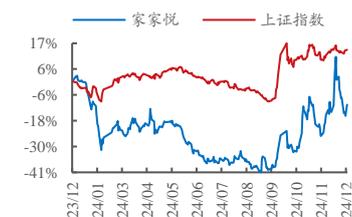
研究助理: 卢子宸

luzichen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 11.30
总市值(百万元)	7,213.22
总股本(百万股)	638.34

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q1 同店超预期, 新业态扩张加速》2024.04.22
- 《新一轮风起, 硬折扣超市先行者》2023.12.03
- 《Q3 同店表现亮眼, 省外盈利能力提升》2023.10.31

公司具备对零售新业态的快速反应能力和学习能力，先后尝试会员店、零食折扣店、硬折扣店、烘焙店等多种业态，是每一轮线下零售改革的排头兵，始终贴合消费者需求，且在试水过程中从报表端对利润的冲击并不大，改革扎实且有效。

**折扣模式平稳推进，加盟模式下开店有望提速。公司拥有零食折扣+硬折扣两种折扣业态**，悦记·好零食成立于威海，定位于一站式极致性价比的零售集合店。好惠星折扣超市门店面积更小，售价较常规门店低10%-15%，精选SKU，主打自有品牌和定制品，自建物流体系。截至2024Q3，公司拥有零食店125家、好惠星折扣店10家。

**烘焙市场布局提速。**公司旗下烘焙品牌Joybake家悦烘焙自今年7月13日在山东威海开设首店后，截至2024年10月已全国范围内布局了50家门店。家悦烘焙以现烤面包为核心，提供包括面包、糕点、蛋糕等多种综合面包品类，产品更具质价比，每月上新数十款新品。我们认为烘焙熟食的改造升级是此轮超市线下周期的重要一环，依赖周转而非加价，对年轻人吸引力更强，加强留存和复购，带动杂百销售提升。

### □ 三、检验与催化

检验指标：同店改善情况，省外减亏情况，新业态改造后日销。

催化剂：客流量超预期，客单价持续提升，新业态改造持续性强

### □ 四、研究的价值

**与众不同的认识：**市场担心公司成长性偏弱，同店受宏观经济波动影响。但我们认为政策加码以及客流回暖趋势下，价格端底部向上，公司存量门店持续调整，调改加速，商品和服务端持续升级获客，费用率优化下降。省外从规模转向盈利，现有门店大幅减亏。新业态加速布局，折扣模式和烘焙模式进入验证期。

### □ 五、盈利预测及估值

预计2024-2026年公司收入182.69/194.83/202.36亿元，同比+2.85%/+6.64%/+3.87%，归母净利润为2.28/2.79/3.35亿元，同比+66.80%/+22.45%/+20.37%，对应2024-2026年PE 32X/26X/22X，维持“买入”评级

### □ 六、目标价及空间

2025年可比公司平均PE为56X，综合考虑家家悦的业绩确定性，给予2025年40倍PE估值，对应目标市值111亿元，当前对应上行空间约55%。

### □ 七、风险因素

消费复苏不及预期风险，竞争加剧风险，客流波动风险。

## 财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17762.97	18269.43	19482.86	20236.46
(+/-) (%)	-2.31%	2.85%	6.64%	3.87%
归母净利润	136.39	227.51	278.58	335.33
(+/-) (%)	127.04%	66.80%	22.45%	20.37%
每股收益(元)	0.21	0.36	0.44	0.53
P/E	52.89	31.71	25.89	21.51

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5431	6234	7122	7836
现金	2519	2822	3384	3885
交易性金融资产	110	57	59	75
应收账款	98	258	413	570
其它应收款	143	142	146	157
预付账款	438	403	442	471
存货	2020	2397	2519	2538
其他	102	155	159	139
<b>非流动资产</b>	8856	8982	8531	8279
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	181	194	189	188
固定资产	3032	3022	2875	2745
无形资产	459	454	441	427
在建工程	216	332	202	322
其他	4968	4979	4825	4598
<b>资产总计</b>	14286	15215	15653	16115
<b>流动负债</b>	7521	7791	8029	8175
短期借款	258	506	430	398
应付款项	3390	3464	3692	3867
预收账款	86	77	79	88
其他	3787	3743	3828	3822
<b>非流动负债</b>	4218	4477	4398	4364
长期借款	0	0	0	0
其他	4218	4477	4398	4364
<b>负债合计</b>	11739	12268	12427	12540
少数股东权益	8	(9)	(9)	5
归属母公司股东权	2540	2957	3236	3571
<b>负债和股东权益</b>	14286	15215	15653	16115

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1614	443	867	1054
净利润	136	211	279	349
折旧摊销	580	419	435	439
财务费用	242	87	85	74
投资损失	11	11	11	11
营运资金变动	140	(140)	232	125
其它	505	(144)	(175)	56
<b>投资活动现金流</b>	(641)	(511)	(142)	(441)
资本支出	(16)	(302)	76	(196)
长期投资	20	(22)	8	2
其他	(645)	(187)	(225)	(247)
<b>筹资活动现金流</b>	(182)	370	(163)	(112)
短期借款	(267)	247	(76)	(32)
长期借款	0	0	0	0
其他	85	123	(87)	(80)
<b>现金净增加额</b>	790	302	562	501

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	17763	18269	19483	20236
营业成本	13522	13980	14959	15564
营业税金及附加	77	72	79	84
营业费用	3348	3563	3702	3784
管理费用	376	384	407	405
研发费用	13	13	14	15
财务费用	242	87	85	74
资产减值损失	10	(76)	(98)	(118)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(11)	(11)	(11)	(11)
其他经营收益	63	60	63	64
<b>营业利润</b>	227	296	387	481
营业外收支	(16)	(16)	(16)	(16)
<b>利润总额</b>	211	281	371	466
所得税	76	70	93	116
<b>净利润</b>	136	211	279	349
少数股东损益	(1)	(17)	0	14
<b>归属母公司净利润</b>	136	228	279	335
EBITDA	767	742	846	934
EPS (最新摊薄)	0.21	0.36	0.44	0.53

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.31%	2.85%	6.64%	3.87%
营业利润	71.46%	30.56%	30.55%	24.37%
归属母公司净利润	127.04%	66.80%	22.45%	20.37%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.88%	23.48%	23.22%	23.09%
净利率	0.76%	1.15%	1.43%	1.73%
ROE	5.93%	8.28%	9.02%	9.86%
ROIC	1.77%	3.11%	3.91%	4.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	82.17%	80.63%	79.39%	77.81%
净负债比率	6.72%	8.84%	8.03%	7.63%
流动比率	0.72	0.80	0.89	0.96
速动比率	0.45	0.49	0.57	0.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.24	1.24	1.26	1.27
应收账款周转率	161.55	139.18	102.88	84.78
应付账款周转率	5.54	5.62	5.60	5.63
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	0.36	0.44	0.53
每股经营现金	2.53	0.69	1.36	1.65
每股净资产	3.92	4.63	5.07	5.59
<b>估值比率</b>				
P/E	52.89	31.71	25.89	21.51
P/B	2.88	2.44	2.23	2.02
EV/EBITDA	13.13	12.34	9.93	8.38

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>