

2025 年 04 月 27 日

家家悦 (603708)

——Q1 收入利润小幅承压，加力推进门店优化

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公布 2024 年报及 2025 年一季度报告，业绩符合预期。**据公司公告，2024 年公司实现营收 182.56 亿元，同比增长 2.77%，归母净利润 1.32 亿元，同比降低 3.26%。24Q4 实现营收 41.29 亿元，同比增加 6.31%，归母净利润-0.56 亿元，去年同期实现-0.72 亿元。25Q1 实现营收 49.41 亿元，同比降低 4.77%，归母净利润 1.42 亿元，同比降低 3.59%。
- **持续优化门店结构布局，提升经营效率。**据公司公告，2024 年新开门店 140 家达 1100 家，其中直营/加盟店分别为 957/143 家。按业态划分，综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/零食店/好惠星折扣店/便利店等其他业态门店数量分别为 249/410/208/133/9/91 家，同比-10/+2/-20/+80/+2/-3 家。25Q1 新开直营 8 家（社区生鲜/乡村超市为主）、加盟 7 家，关闭低效门店 20 家，期末门店总数 1095 家，其中直营/加盟店分别为 945/150 家，按业态划分，综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/零食店/好惠星折扣店/便利店等其他业态门店数量分别为 247/403/209/138/9/89 家，同比-14/-6/-18/+71/+1/-4 家。公司按照“深耕现有区域、聚焦重点区域”的拓展思路，优化选址策略，精准布局新店，确保开店质量，稳步推进超市网络覆盖密度，同时通过关闭持续亏损、难以改善的门店以提升整体运营效率及盈利能力。
- **2024 年线上销售增长，供应链效率强化。**据公司公告，2024 年公司推进社区拼团、品牌直播、到点到家等线上业务，拓展抖音直播、淘宝小时达线上营销渠道，线上销售增加 13.2%，带动到店客流 331 万人次，到店转化率达到 40%，2024 年末超市线上销售占比达 7.16%。同时，公司继续强化供应链战略布局，加大自有品牌研发力度，增强异质化竞争能力，2024 年自有品牌和定制产品占比 13.63%。
- **各业态营收增长承压，直营门店毛利率略有上升。**据公司公告，25Q1 公司直营门店中综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/其他业态主营业务收入 27.54/11.83/4.56/0.56 亿元，同比-3.37%/-6.66%/-12.95%/+3.91%。乡村超市业态主营业务收入同比下降相对较大，受部分门店因商圈及商品构成变化，业态由乡村超市调整为社区生鲜食品超市影响。25Q1 公司直营门店中综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/其他业态毛利率水平分别为 20.82%/19.41%/19.72%/22.62%，同比+1.05pct/+0.73pct/+1.05pct/-0.65pct，毛利率水平较 2024 年同期普遍提升，公司门店升级策略取得一定成效。24 全年/25Q1 公司期间费用率为 21.97%/19.83%，同比-0.43pct/-0.25pct。综合影响下，公司 24 全年/25Q1 归母净利率为 2.87%/0.72%，同比+0.03pct /-0.05pct。
- **投资分析意见：**2025 年公司将坚持高质量发展，从规模零售转向品质零售。聚焦商品力打造，从产品思维转向顾客主导，提升供应链效率。我们看好公司在持续进行业态创新的同时，继续进行门店调改优化以及供应链变革，保持高质量增长动力。考虑到公司处于积极调整门店阶段，我们下调 25-26 年归母净利润分别为 2.01/2.43 亿元（原值为 2.44/2.81 亿元），新增 27 年归母净利润预测为 2.72 亿元，对应 PE 为 36/30/27 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，市场竞争加剧，外拓区域及新业态发展存在不确定性。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	18,256	4,941	18,601	19,130	19,787
同比增长率 (%)	2.8	-4.8	1.9	2.8	3.4
归母净利润 (百万元)	132	142	201	243	272
同比增长率 (%)	-3.3	-3.6	52.2	20.9	11.8
每股收益 (元/股)	0.21	0.22	0.31	0.38	0.43
毛利率 (%)	23.3	24.3	23.6	23.7	23.7
ROE (%)	5.5	5.6	8.1	9.4	10.2
市盈率	55		36	30	27

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 04 月 25 日

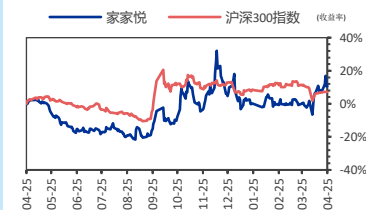
收盘价 (元)	11.40
一年内最高/最低 (元)	14.54/7.40
市净率	3.0
股息率% (分红/股价)	2.63
流通 A 股市值 (百万元)	7,277
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	3.79
资产负债率%	80.95
总股本/流通 A 股 (百万)	638/638
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《家家悦 (603708) 点评：省外盈利持续改善，积极优化门店质量》 2024/11/01
《家家悦 (603708) 点评：门店提质增效，多业态协同不断增强》 2024/09/07

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,763	18,256	18,601	19,130	19,787
其中: 营业收入	17,763	18,256	18,601	19,130	19,787
减: 营业成本	13,522	14,001	14,215	14,596	15,097
减: 税金及附加	77	84	82	85	89
主营业务利润	4,164	4,171	4,304	4,449	4,601
减: 销售费用	3,348	3,382	3,451	3,539	3,641
减: 管理费用	376	364	353	363	370
减: 研发费用	13	12	19	19	20
减: 财务费用	242	253	224	214	210
经营性利润	185	160	257	314	360
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-9	-5	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	0	-2	0	0
加: 投资收益及其他	29	37	37	35	33
营业利润	227	199	318	375	418
加: 营业外净收入	-16	-12	-21	-16	-16
利润总额	211	187	297	359	401
减: 所得税	76	65	98	118	132
净利润	136	122	199	240	269
少数股东损益	-1	-10	-2	-2	-3
归属于母公司所有者的净利润	136	132	201	243	272

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。