



把握渠道变革机遇，步步为营

——家家悦首次覆盖报告

买入(首次)

行业：商贸零售

日期：2025年07月04日

分析师：张洪乐

E-mail: zhanghongle@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760524110002

分析师：彭毅

E-mail: pengyi@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523090003

基本数据

06月30日收盘价(元)	10.20
12mthA股价格区间(元)	7.40-14.54
总股本(百万股)	638.34
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	65.11

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

深耕山东，把握渠道变革机遇

家家悦坚持品质零售+效率零售+制造零售，以“强一体，稳两翼”为发展战略。公司通过多业态立体布局，在山东市场继续强化密度，纵深推进城市社区网络布局；京冀蒙、苏皖“两翼”稳健发展，外延收购构建省外版图，提高市场竞争力。公司在山东区域密集布局新业态，近年逐步推出悦记零食店、好惠星折扣店、烘焙店、社区店等，把握渠道变革机遇，步步为营。

公司三大护城河

(1) 山东区域深耕，多业态密集布局，消费者分层，增强市场主导地位。

(2) 并购整合能力强，外延收购逐步构建省外新版图。

(3) 区域扩张依托供应链加持赋能，一体化生鲜供应链高筑壁垒。公司以直采及集采为主，提质降本，自有品牌占比逐步提升，立体物流实现区域深度覆盖。

公司未来增长点

主业超市调改优化升级，增加客流及收入。零食店、折扣店、烘焙店等新业态密集布局，打开第二增长曲线。省外不断减亏，盈利能力向上，我们认为公司业绩有较大上行空间。

投资建议

公司是胶东区域超市龙头，山东区域多业态深耕，省外版图逐步减亏。我们看好公司未来发展，预计2025-2027年营收分别为189.73亿元/196.54亿元/203.54亿元，同比分别+3.9%/+3.6%/+3.6%；归母净利润分别为1.92亿元/2.31亿元/2.54亿元，同比分别+45.5%/20.5%/9.7%；对应6月17日收盘价，PE分别为33.92X/28.16X/25.66X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；新业态转型不及预期；供应链及成本控制风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,256	18,973	19,654	20,354
年增长率(%)	2.8%	3.9%	3.6%	3.6%
归属于母公司的净利润	132	192	231	254
年增长率(%)	-3.3%	45.5%	20.5%	9.7%
每股收益(元)	0.21	0.30	0.36	0.40
市盈率(X)	54.24	33.92	28.16	25.66
净资产收益率(%)	5.5%	8.2%	9.8%	10.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2025年06月17日收盘价)

正文目录

1. 胶东区域超市龙头，多业态协同	3
1.1. 区域聚焦，多业态布局	3
1.2. 经营稳健，提质增效	4
2. 深耕山东，把握渠道变革机遇	6
2.1. 聚焦山东，新业态密集布局	7
2.2. 外延收购构建省外新版图，供应链向外赋能或成关键	11
3. 一体化生鲜供应链高筑壁垒	11
3.1. 全球采购体系：集采与直采降本提质	12
3.2. 生鲜加工中心：助力自有品牌占比提升	12
3.3. 立体式物流网络：实现区域深度覆盖	13
4. 盈利预测与投资建议	14
4.1. 假设	14
4.2. 投资建议	16
5. 风险提示	16

图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 2019-2024 年公司期末门店总数及同比增速	4
图 3: 2021-2024 年公司分业态收入占比	4
图 4: 公司近年营收及增速	5
图 5: 公司近年归母净利润及增速	5
图 6: 公司近年毛利率及净利率	5
图 7: 公司近年三大费用率	5
图 8: 家家悦/永辉/红旗连锁总资产周转率对比（次）	5
图 9: 家家悦/永辉/红旗连锁存货周转率对比（次）	5
图 10: 2020-2024 年公司分区域门店数量（家）	6
图 11: 2020-2024 年公司分区域收入占比	6
图 12: 2021-2024 年公司分业态门店数量（家）	6
图 13: 中国休闲零食行业规模及增速	8
图 14: 中国零食集合店行业规模及增速	8
图 15: 中国消费者选择零食集合店的主要原因（调研时间：2023 年 10-11 月）	9
图 16: 2023 年中美日及全球休闲零食年消费量	9
图 17: 2023 年中美日及全球休闲零食年消费金额	9
图 18: 悦记零食店外观	10
图 19: Joybake 家悦烘焙门店外观	10
图 20: 一体化智能供应链体系	12
图 21: 自有品牌销售额占超市销售比例	13

表目录

表 1: 山东省排名前五的连锁零售企业（按 23 年销售额排名）	7
表 2: 公司营收拆分及预测（单位：亿元）	16

1. 胶东区域超市龙头，多业态协同

1.1. 区域聚焦，多业态布局

据公司年报，家家悦以超市连锁经营为主营业务，基于“区域密集、城乡一体、多业态”的网络布局，下沉社区及乡镇市场，打造 15 分钟便民生活圈。公司以山东区域为主阵地，发展河北、内蒙、北京、皖北、苏北市场。以综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市为基本盘，积极探索零食店、折扣店、烘焙店等新业态。公司分区域建设常温、冷链、生鲜加工、中央厨房一体化的供应链体系，构建 3 小时物流配送圈，打造农产品从基地采购、冷链仓储、生鲜加工到终端零售的全产业运营链。

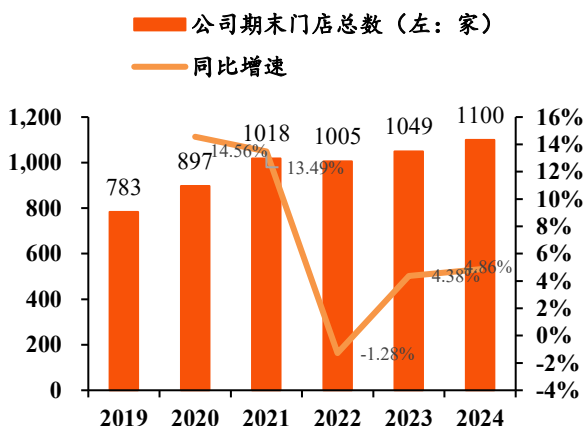
家家悦持续进行新业态探索、门店改造优化以及供应链完善。分区域看，24 年山东省收入占主营收入 82.63%，省外地区占 17.37%。分业态看，24 年综合超市收入占比 59.22%，社区生鲜食品超市占比 28.22%，乡村超市占比 11.73%，其他业态合计占 0.78%。据公司年报和中国财富网，截至 24 年底，公司门店总数 1100 家，其中综合超市 249 家、社区生鲜食品超市 410 家、乡村超市 208 家、零食店 133 家、好惠星折扣店 9 家、烘焙店 60+、其他均为便利店等其他业态。线上业务方面，公司依托区域密集的门店网络构建不同场景，协同发展即时零售、直播、社群等线上业务，强化线上线下的联动、互相引流，为消费者提供到家配送、到店自提服务。此外，公司还与美团、饿了么等平台合作，开展 3 公里范围内 O2O 业务。

图1:公司发展历程



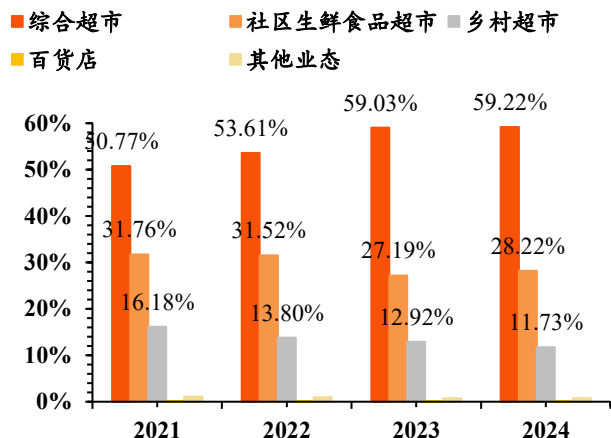
资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

图2:2019-2024 年公司期末门店总数及同比增速



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图3:2021-2024 年公司分业态收入占比



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

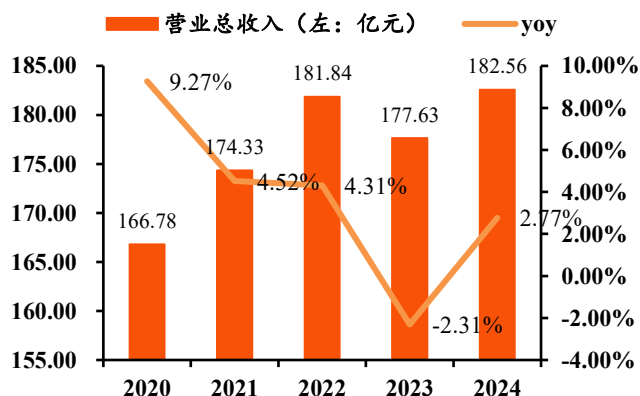
1.2. 经营稳健，提质增效

公司经营较稳健。据公司年报，近年营收稳健，23 年下滑主要系关闭持续亏损的门店；24 年营收同比增长 2.77%，营收增长主要系公司积极向品质零售转变，可比店销售同比相对平稳，近两年新开店质量提升对销售增长的贡献。归母净利润，21 年亏损主要是费用率同比上升 3.13%，以及对维客连锁和维乐惠超市计提商誉减值准备约 2.97 亿元（22 年继续对维乐惠超市计提 3010.9 万元）；23 年利润大幅增加主要源于经营管理质量的提升，降本增效，提升经营能力与效益；24 年归母净利润同比下滑 3.26%，主要因商品质价比提高带来毛利率略降、新店培育费用及闭店优化等费用增加的影响。

盈利能力来看，公司近年来的毛利率水平稳定在 23%左右，净利率有所波动，24 年毛利率为 23.30%，净利率为 0.67%。费用端控制良好，费用率变动主要是新开门店增加、执行新租赁准则影响租金利息及融资利息增加。

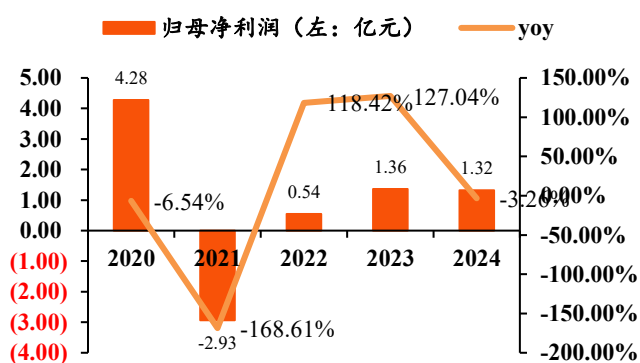
营运能力来看，公司上下游议价能力较强。2024 年，公司总资产周转率为 1.32 次/年，存货周转率为 6.73 次/年，快于红旗连锁，仅次于永辉超市。

图4:公司近年营收及增速



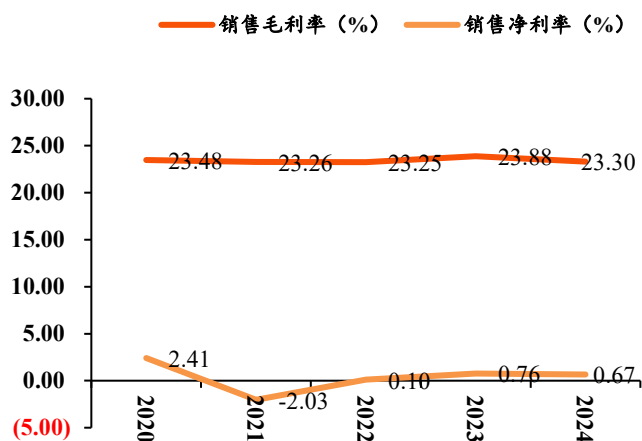
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:公司近年归母净利润及增速



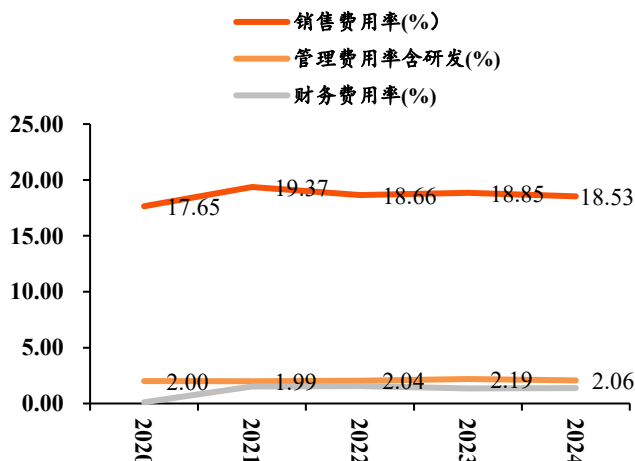
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:公司近年毛利率及净利率



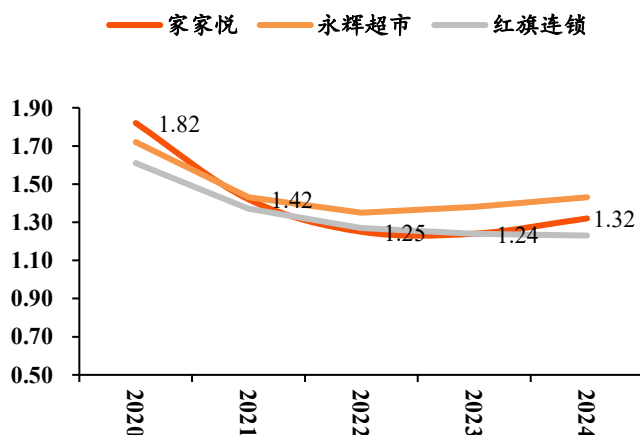
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:公司近年三大费用率



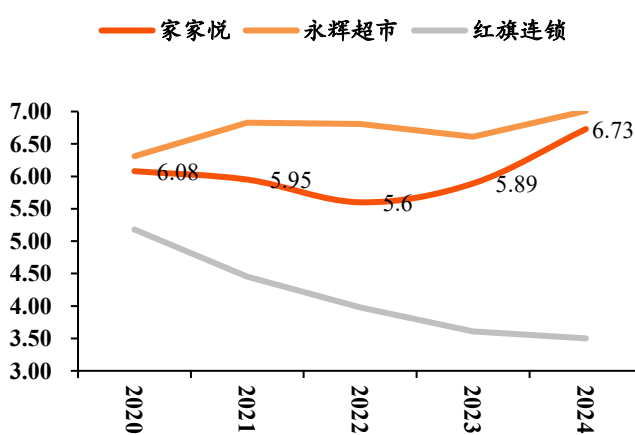
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:家家悦/永辉/红旗连锁总资产周转率对比 (次)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:家家悦/永辉/红旗连锁存货周转率对比 (次)

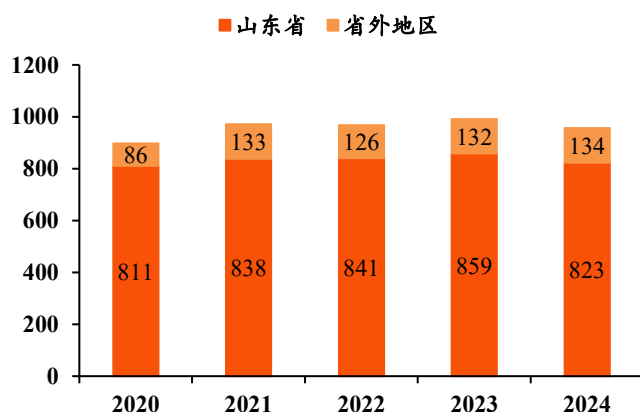


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 深耕山东，把握渠道变革机遇

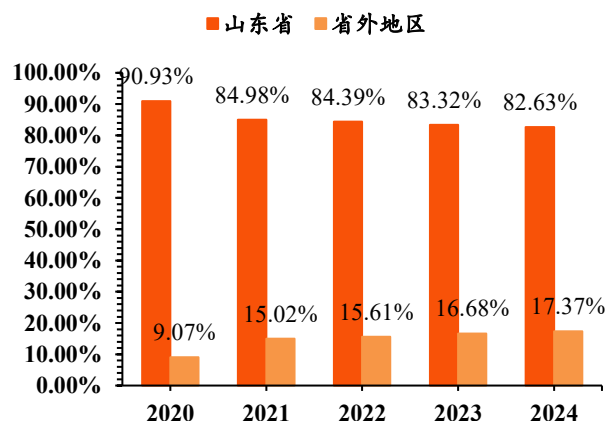
家家悦坚持“强一体，稳两翼”的发展战略。公司通过多业态立体布局，在山东市场继续强化密度，纵深推进城市社区网络布局；京冀蒙、苏皖“两翼”稳健发展，外延收购构建省外版图，提高市场竞争力。公司在山东区域密集布局新业态，近年逐步推出悦记零食店、好惠星折扣店、烘焙店、社区店等等，致力于消费者分层，满足多元需求。据公司官网，2018 年开始，公司不断向省外扩张，相继进军河北、淮北、江苏以及内蒙市场。

图10:2020-2024 年公司分区域门店数量（家）



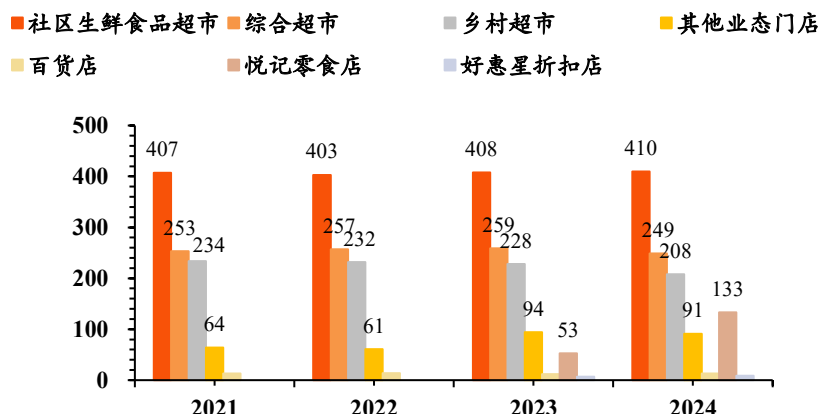
资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图11:2020-2024 年公司分区域收入占比



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图12:2021-2024 年公司分业态门店数量（家）



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

2.1. 聚焦山东，新业态密集布局

山东省内超市行业品牌众多，格局分散。据爱济南百度号，CCFA 数据显示，截止 2023 年，在全国超市百强中，山东超市企业超 10 家，2023 年销售规模前五分别为银座股份、家家悦、利群股份、烟台振华、潍坊百货。家家悦 2023 年销售总额为 321 亿元，位居全国第 19，山东省第二。银座股份 2023 年销售总额为 343 亿元，营收为 55.4 亿元，销售总额位列全国第 16，山东省首位。

- **从销售额角度来看**，假设以“连锁门店商品销售额”计算，据山东统计年鉴，2023 年山东省便利店、超市、折扣店、仓储会员店、百货店等五大业态商品销售总额为 1298 亿元，据 CCFA，家家悦 2023 年销售额为 321 亿元，在以上五大业态中市占率为 24.7%。银座股份 2023 年销售额为 343 亿元，在以上五大业态中市占率为 26.4%，略高于家家悦。据银座股份及家家悦年报，银座股份 23 年营收为 55.4 亿元，家家悦 23 年营收为 177.63 亿元，主要系银座股份有部分百货、购物中心业态，多为联营模式。因此，若以营业收入对比，家家悦市场份额或可居山东省首位。
- **从门店数量角度来看**，据山东统计年鉴，截至 2023 年，山东省共有门店数 4865 家（含便利店、超市、折扣店、仓储会员店、百货店等五大业态），家家悦门店数量在山东省的市占率约为 18%，银座股份 2023 年门店数量为 119 家，在山东省市占率仅为 2%，家家悦门店数量领先其他山东省连锁零售企业。

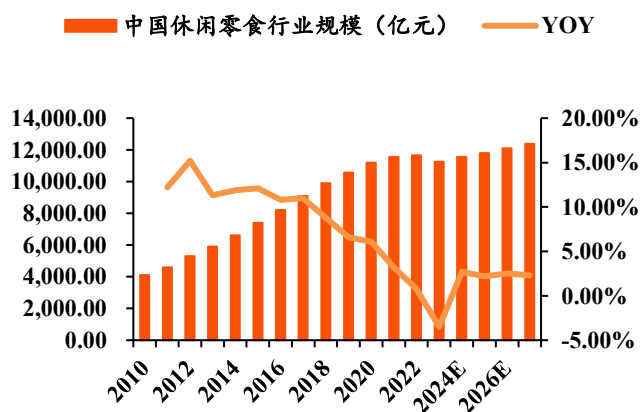
表1: 山东省排名前五的连锁零售企业（按 23 年销售额排名）

公司	2023 年销售额（亿元）	销售同比
银座集团	342.92	7.5%
家家悦	320.61	-3.2%
利群集团	290.98	1.5%
烟台振华商业	228.20	1.2%
山东潍坊百货	193.60	0.4%

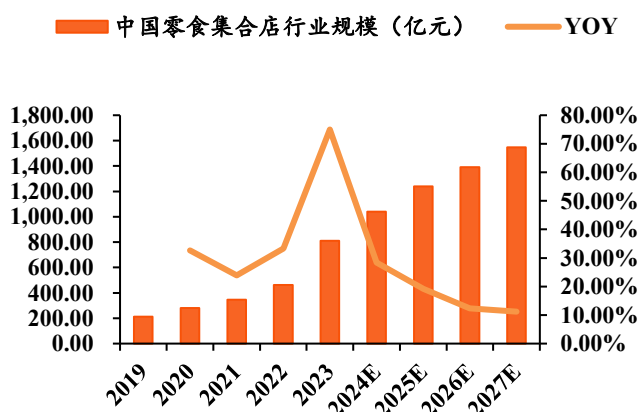
资料来源：CCFA，甬兴证券研究所

家家悦持续进行业态创新，强化山东市场密度布局，增强市场主导地位。2023 年推出零食连锁品牌“悦记零食店”、“好惠星折扣店”，以自营和加盟结合的模式拓展市场，有利于进一步增强公司区域密集、多业态协同的优势。2024 年 6 月布局烘焙领域，打造全新品牌“Joybake 家悦烘焙”，重塑超市烘焙传统格局。

折扣零售业态如火如荼，家家悦乘势而上。据艾媒咨询数据，从 2010 年到 2022 年中国休闲食品行业市场规模持续增长，从 4100 亿增长至 11654 亿，预计 2027 年市场规模达 12378 亿。随着中国居民可支配收入逐年上涨，消费者对创新型、品质较高的休闲零食需求提升。2023 年，中国量贩零食赛道进入高速发展期，零食集合店竞争趋向白热化。据艾媒咨询数据，门店数量不断增长，截至 2023 年 10 月，中国零食集合店门店数量已经突破 2.2 万家。国内零食集合店行业市场规模自 2019 年的 211 亿元增长至 2022 年的 462 亿元，2023 年骤增至 809 亿元，预计 2024 年将达到 1040 亿元，2027 年可达 1547 亿元，2022 年至 2027 年的年复合增长率约为 25%。

图13:中国休闲零食行业规模及增速


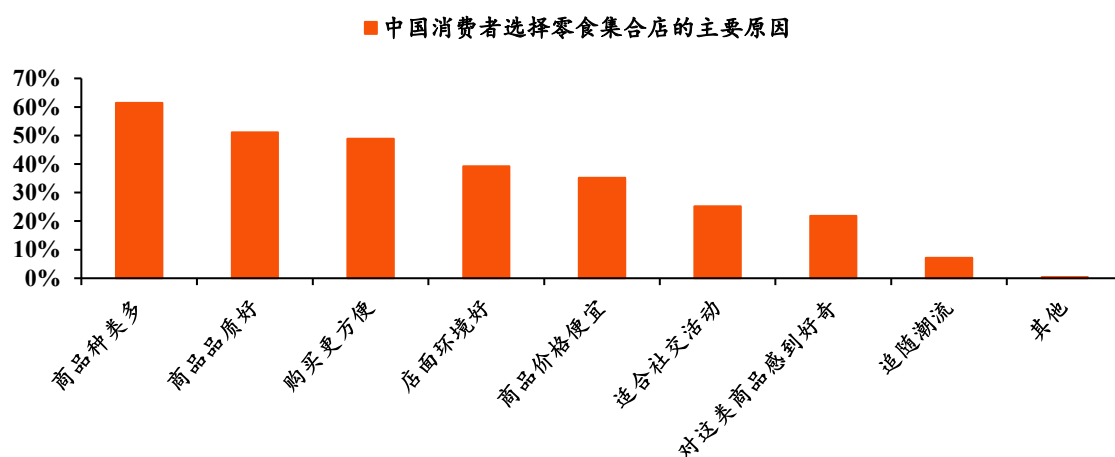
资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所

图14:中国零食集合店行业规模及增速


资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所

消费者因商品种类丰富、品质佳、价格优、方便等原因选择量贩零食店。艾媒咨询数据显示，中国消费者选择到零食集合店购买零食，有众多原因。61.4%是因为零食集合店相较于其他销售门店和平台有丰富的商品种类；51.1%是因为零食品质，48.9%因为购买方便，商品价格也是其选择到零食集合店的重要原因。保持创新、丰富产品种类、保证产品质量对于零食集合店的发展尤为重要，店面环境好和商品价格低也是该行业的优势所在。

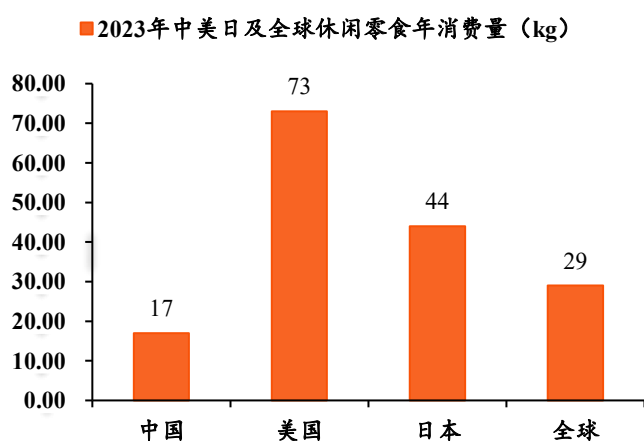
图15:中国消费者选择零食集合店的主要原因（调研时间：2023 年 10-11 月）



资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所

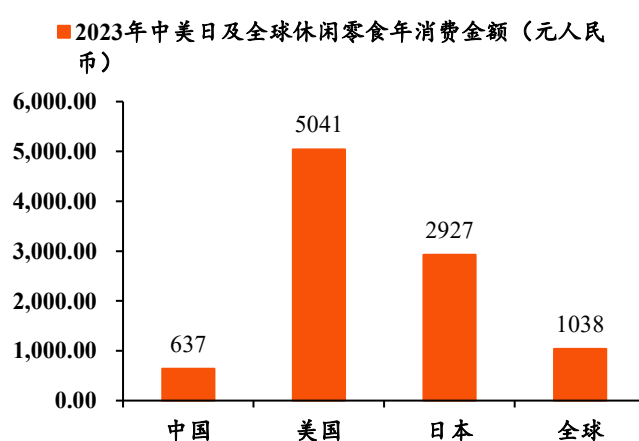
行业空间广阔，人均消费提升空间大。据嘉世咨询数据，从人均消费角度来看，2023 年中国休闲零食消费量/消费额分别为 17kg/637 元，与美日等发达国家及全球平均水平相比，我国人均休闲零食消费仍有较大提升空间。2023 年美国/日本/全球平均人均休闲零食消费量分别为 73/44/29kg，人均休闲零食消费额分别为 5041/2927/1038 元。我国人均消费量仅为美国的 23%，日本 33%，消费金额仅为美国的 13%，日本的 22%，未来人均消费提升空间较大。

图16:2023 年中美日及全球休闲零食年消费量



资料来源：嘉世咨询，甬兴证券研究所

图17:2023 年中美日及全球休闲零食年消费金额



资料来源：嘉世咨询，甬兴证券研究所

公司紧跟趋势，积极探索折扣业态。据联商网及中国商报网，家家悦 2023 年 4 月推出量贩零食业态，6 月推出硬折扣社区超市业态，正式入局折扣零售赛道。据公司年报，截至 2024 年末，公司有悦记零食店 133 家、好惠星折扣店 9 家。“悦记·好零食”首店在山东烟台开业，该品牌定位为

请务必阅读报告正文后各项声明

“一站式极致性价比零食集合店”，未来依托家家悦成熟的采购及物流体系有望实现快速扩张，成为公司收入增长的重要引擎。“好惠星折扣店”定位硬折扣模式，专注社区家庭生活高需求商品；商品SKU近千余种，包含大牌商品，自有商品，生鲜商品等，可以满足家庭顾客日常基础功能需求。

Joybake 家悦烘焙店新业态探索，“超市+烘焙”组合成为新消费趋势。

据中国财富网，2024年6月公司布局烘焙领域，7月中旬同开18家店，截至24年底，半年时间已在全国6座城市开拓60家门店，其中威海区域高达40家，此外拓展到内蒙古呼和浩特市，形成了强大的区域影响力和品牌辐射力。烘焙店多以家家悦超市店中店为主要模式，同时个别区域开拓街边大店，如威海市九龙城店。烘焙店以质价比为核心策略，通过精准的市场定位和产品策略，成功打造几款热销超级单品，如全麦核桃马里奥、迪拜巧克力脏脏包、丹东草莓盒子等等。我们认为，“超市+烘焙”组合或成为新消费趋势，优化扩大烘焙区域有望为超市业态注入新的生机与活力。

图18:悦记零食店外观



资料来源：悦记好零食官方小红书账号，甬兴证券研究所

图19:Joybake 家悦烘焙门店外观



资料来源：家家悦公众号，甬兴证券研究所

线上线下全渠道协同。公司以密集的连锁门店网络为基石，通过整合自有“家家悦优鲜”平台与第三方平台，构建线上线下深度融合的全渠道协同服务体系。持续推进社区拼团、品牌直播、到店到家等线上业务，拓展抖音直播、淘宝小时达线上营销渠道，2024年推动线上销售增长13.2%，带动到店客流331万人次，到店转化率达到40%，全渠道运营能力持续增强，24年底超市线上销售占比7.16%。

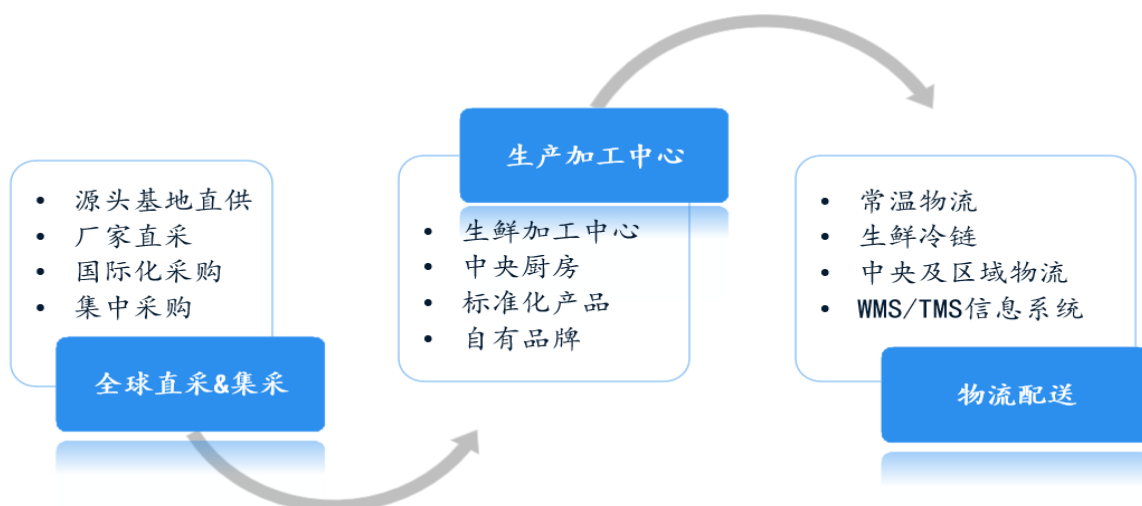
2.2. 外延收购构建省外新版图，供应链向外赋能或成关键

据公司公告及公司官网，2018 年开始，公司不断向省外扩张，相继进军河北、淮北、江苏以及内蒙市场。从区域收购来看，公司以张家口和淮北两地为发力点，向周围市场进军。2018 年，公司收购张家口福悦祥连锁超市 67%股权以及 11 家门店和 1 个配送中心，进军河北市场；2020 年，以河北市场为发力点向内蒙市场进军，收购内蒙古维多利 70%股权以及 25 家门店。2019 年，公司收购乐新商贸 75%股权，包含 31 家门店，拓展了淮北市场；2019 年末，以淮北市场为发力点，家家悦江苏连云港吾悦广场店开业，标志着公司正式进军江苏市场。张家口位处河北、山西、北京以及内蒙的交界处，淮北市场位处江苏、河南、安徽市场的交界处，周围市场扩张空间广阔，通过收购当地优质企业，拓展自身供应链优势成为可能。

3. 一体化生鲜供应链高筑壁垒

公司一体化生鲜供应链高筑壁垒。采购体系上，公司建立以“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的总部集采模式，总部集采与区域采购相协调。加工体系上，公司加强与厂商合作开发定制自有品牌商品，同时通过布局生鲜加工基地，增强农产品的后标准化及工业化能力，建设全产业链的供应链，增强商品差异化竞争力。物流体系上，公司坚持以统一配送的模式为主，按照“发展连锁，物流先行”的理念，在连锁网络布局区域内，分区域建设一体化的物流中心，形成支撑门店、加盟商的立体式物流网络。

图20:一体化智能供应链体系



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

3.1. 全球采购体系：集采与直采降本提质

全球采购体系，集采与直采为主。公司建立以“生鲜商品基地直供，杂货标品厂家直采”，“总部与区域相协调”的采购体系，以集中采购、统一配送为主的供应链模式，通过集采和直采，打造最短的供应链，保障商品的价格、品质及快速迭代优势。

生鲜直采占比超8成以上。据公司官网，公司为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，已经与200多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与100多处基地签订了5年以上的长期合同。我们认为，生鲜食材源头直采或可降低其在运输流通环节的损耗度，保持新鲜度；此外可节省中间环节的加价率，保证较低的采购成本，提高流通效率。

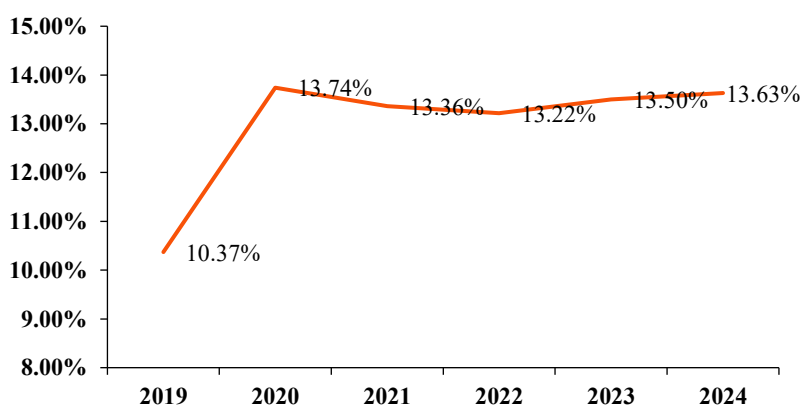
标品“厂家直供”的采购模式向体系化方向发展。公司与超过2500家厂商建立稳定的合作关系，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等500余家厂商保持了十年以上的良好的合作关系。

公司积极开发全球农副产品直采渠道。已与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，批量引进国外优势生鲜商品，形成差异化竞争优势。

3.2. 生鲜加工中心：助力自有品牌占比提升

生鲜引流，自有品牌夯实客户粘性。公司建设中央配餐中心、生鲜加工

中心、食品工业园，生产加工中心向标准化、体系化、品牌化方向发展，增强农产品的后标准化及工业化能力。生鲜加工中心对农副产品进行统一集散、加工、储存、交易和配送；中心配备高标准的“冷链”系统，对农产品实行全过程、全封闭冷链控制，建立起食品安全可追溯体系，有助于把控农产品的品质，为自有品牌的茁壮成长保驾护航。公司自有品牌有悦记飘香、荣光、品品香、麦香苑、悦味颂等，24 年自有品牌及定制商品销售占比达 13.63%。

图21:自有品牌销售额占超市销售比例


资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

3.3. 立体式物流网络：实现区域深度覆盖

物流立体化布局。截至 24 年，公司在山东、河北、皖北等地建设了 8 处物流园区，构建了常温物流、生鲜冷链、生鲜加工于一体，中央+区域物流互补、智能联动的配送体系，连锁网络覆盖区域内实现 3 小时物流配送圈，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，形成支撑直营门店、加盟商的立体式物流网络。

常温物流配送中心有 7 处。截至 24 年，公司设立了威海、烟台、青岛、莱芜、张家口、淮北 7 处常温物流配送中心，已建成了东西结合、布局合理、中央+区域物流优势互补、智能联动的配送体系，形成了山东省内 2.5 小时配送圈，常温日均吞吐量超过 33 万件，杂货日均吞吐量达 21 万件。

生鲜物流中心有 8 处。截至 24 年，公司设立了威海、烟台、青岛、莱芜、宋村、张家口、淮北 8 个生鲜物流中心，分别对覆盖区域内连锁超市提供生鲜配送服务，生鲜日均吞吐量超过 3400 吨。其中烟台、高密、莱芜生鲜物流中心只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能，宋村、威海两处生鲜配送中心还兼具农产品的初加工与深加工能力。

投资呼和浩特智慧物流园项目。据公司公告，2024 年 11 月 18 日，公司与呼和浩特市玉泉区人民政府签订智慧物流园项目投资协议，固定资产投资金额约 3.5 亿元。公司项目拟建设内容包括冷链生鲜物流、预制菜生产、常温仓储设施，产品销售展示中心、研发检测中心等配套附属设施及加油站，未来有利于提升呼和浩特及周边城市的物流配送能力，并与公司现有物流中心形成联动效应，提升物流配送效率。同时，将进一步提高公司的生鲜运营和农产品深加工能力，形成原料可追溯、标准化生产、冷链物流配送一体的产业链体系，增强公司核心竞争力。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 假设

1) 综合超市

我们以超市行业增速为对标，结合公司新增门店及店效预测未来综超业态增长。据欧睿数据，预计超市 25-27 年行业增速分别为 2.64%/2.36%/2.35%。据公司公告，家家悦注重开店质量，精准布局新店，关闭亏损门店，并且持续进行门店调改优化、提升效率。24 年 11 月起加大门店调改升级，围绕提高居民生活品质，提升商品质量、服务质量、环境质量，在不同区域、不同业态实施调改项目，调改后门店的客流和销售持续保持较好的增长，超市可比店客流平均比同期增长 7.74%。因此，我们预计公司未来经营重心仍在门店优化调改，新店可能短期不会快速扩张，门店客流、销售及店效有望持续优化和稳步增长。综上，我们预计综合超市 25-27 年营收分别为 101.17 亿元/105.04 亿元/109.05 亿元，增速分别为 4.00%、3.83%、3.82%。

2) 社区生鲜食品超市

我们以超市行业增速为对标，结合公司新增门店及店效预测未来社区生鲜超市业态增长。据欧睿数据，预计超市 25-27 年行业增速分别为 2.64%/2.36%/2.35%。结合公司历年门店净增长，我们预计未来或将稳健开店。综上，我们预计社区生鲜超市 25-27 年营收分别为 49.64 亿元/51.42 亿元/53.26 亿元，增速分别为 3.89%、3.59%、3.57%。

3) 乡村超市

我们以超市行业增速为对标，结合公司新增门店及店效预测未来乡村超市业态增长。据欧睿数据，预计超市 25-27 年行业增速分别为 2.64%/2.36%/2.35%。结合公司历年门店净增长，我们预计未来谨慎开店。综上，我们预计乡村超市 25-27 年营收分别为 18.61 亿元/19.23 亿元/19.86 亿元，增速分别为 3.63%、3.33%、3.32%。

4) 其他业态

其他业态含百货、便利店、零食店和折扣店等业态。其中百货和便利店占比较小，而悦记零食店、好惠星折扣店是 2023 年推出的新业态，我们认为未来仍将是重点发展的业务。我们以零食集合店的增速为对标，结合公司历年新增门店预测未来新业态的增长。据艾媒咨询，预计零食集合店 25-27 年行业增速分别为 19.20%/12.30%/11.20%。公司 2024 年净开悦记零食店 80 家，折扣店 2 家，公司供应链优势显著，具备快速扩张的能力，我们预计未来保持较快开店速度，收入增速有望优于行业。综上，我们预计其他业态 25-27 年营收分别为 1.77 亿元/2.13 亿元/2.45 亿元，增速分别为 30%、20%、15%。

5) 毛利率

2024 年毛利率为 23.3%，20-24 年公司毛利率变化幅度较小，维持 23% 左右，25Q1 毛利率为 24.29%，基于公司当前暂无重大经营变化及降价策略，我们假设未来 25-27 年毛利率维稳。综上，25-27 年毛利率分别为 23.48%/23.55%/23.45%。

表2:公司营收拆分及预测（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合超市收入	96.64	97.87	97.27	101.17	105.04	109.05
YOY	-6.25%	1.26%	-0.60%	4.00%	3.83%	3.82%
社区生鲜食品超市	49.96	45.63	47.78	49.64	51.42	53.26
YOY	1.15%	-8.67%	4.71%	3.89%	3.59%	3.57%
乡村超市	20.49	19.67	17.96	18.61	19.23	19.86
YOY	-2.28%	-4.04%	-8.70%	3.63%	3.33%	3.32%
其他业态（零食、折扣）	1.55	1.37	1.36	1.77	2.13	2.45
YOY	-7.33%	-11.43%	-0.84%	30.00%	20.00%	15.00%
其他业务	13.19	13.10	18.18	18.55	18.73	18.92
YOY	/	-0.73%	38.84%	2.00%	1.00%	1.00%
合计	181.84	177.63	182.56	189.73	196.54	203.54
YOY	4.31%	-2.32%	2.77%	3.93%	3.59%	3.56%
毛利率	23.25%	23.88%	23.31%	23.48%	23.55%	23.45%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4.2. 投资建议

公司是胶东区域超市龙头，山东区域多业态深耕，省外版图逐步减亏。我们看好公司未来发展，预计 2025-2027 年营收分别为 189.73 亿元/196.54 亿元/203.54 亿元，同比分别+3.9%/+3.6%/+3.6%；归母净利润分别为 1.92 亿元/2.31 亿元/2.54 亿元，同比分别+45.5%/20.5%/9.7%；对应 6 月 17 日收盘价，PE 分别为 33.92X/28.16X/25.66X。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **消费复苏不及预期：**尽管消费恢复态势良好，但如果国内消费需求未能持续增长或受到其他宏观经济因素或外部不确定性的扰动，零售行业复苏承压，公司收入及业绩可能会受到负面影响。
- 2) **行业竞争加剧：**商超行业竞争日益激烈，尤其是在价格和商品力的较量中。如果公司未能持续优化其商品力和价格策略，有失去市场份额的风险。
- 3) **门店扩张不及预期：**家家悦在省外市场的扩展主要通过收购方式进行，尽管这种模式有助于快速布局，但也伴随着收购整合风险，可能会影响公司预期的市场回报和运营效率。
- 4) **新业态转型不及预期：**家家悦积极创新变革向新业态转型，若新

业态客流及销售不及预期，可能导致公司收入增长放缓。

- 5) **供应链及成本控制风险：**公司虽有优化供应链和降本增效的措施，但若在实施过程中出现不达预期的效果，可能影响整体盈利能力和市场竞争力。

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,431	5,186	5,889	6,393	7,015
货币资金	2,519	2,068	2,642	3,076	3,591
应收及预付	537	669	598	644	685
存货	2,020	2,139	2,339	2,379	2,424
其他流动资产	355	309	310	294	315
非流动资产	8,856	8,236	7,702	7,119	6,454
长期股权投资	181	124	96	73	54
固定资产	3,032	3,312	3,260	3,178	3,011
在建工程	216	84	74	64	54
无形资产	459	434	430	416	407
其他长期资产	4,968	4,282	3,843	3,388	2,928
资产总计	14,286	13,422	13,591	13,513	13,469
流动负债	7,521	7,126	7,648	7,826	7,933
短期借款	258	225	175	125	75
应付及预收	3,475	3,028	3,481	3,571	3,603
其他流动负债	3,787	3,873	3,992	4,130	4,255
非流动负债	4,218	3,889	3,574	3,283	3,095
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	642	668	668	668	668
其他非流动负债	3,576	3,221	2,906	2,615	2,427
负债合计	11,739	11,015	11,222	11,109	11,028
股本	647	638	638	638	638
资本公积	1,334	1,145	1,145	1,145	1,145
留存收益	663	606	624	647	671
归属母公司股东权益	2,540	2,397	2,349	2,372	2,396
少数股东权益	8	10	20	32	45
负债和股东权益	14,286	13,422	13,591	13,513	13,469

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,763	18,256	18,973	19,654	20,354
营业成本	13,522	14,001	14,518	15,025	15,582
营业税金及附加	77	84	95	98	102
销售费用	3,348	3,382	3,472	3,597	3,725
管理费用	376	364	379	452	448
研发费用	13	12	9	12	12
财务费用	242	253	152	115	80
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-11	10	9	10	10
营业利润	227	199	407	418	466
营业外收支	-16	-12	-21	-16	-16
利润总额	211	187	386	402	450
所得税	76	65	184	158	183
净利润	136	122	202	243	267
少数股东损益	-1	-10	10	12	13
归属母公司净利润	136	132	192	231	254
EBITDA	1,456	1,400	1,520	1,526	1,457
EPS (元)	0.22	0.21	0.30	0.36	0.40

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,614	1,151	1,780	1,546	1,375
净利润	136	122	202	243	267
折旧摊销	999	963	981	1,009	927
营运资金变动	248	-134	456	173	70
其它	231	200	141	121	110
投资活动现金流	-641	-433	-450	-429	-271
资本支出	-604	-474	-329	-320	-265
投资变动	-98	13	18	8	-1
其他	61	28	-138	-117	-4
筹资活动现金流	-182	-1,108	-755	-684	-589
银行借款	-267	-33	-50	-50	-50
股权融资	404	11	0	0	0
其他	-318	-1,085	-705	-634	-539
现金净增加额	791	-389	575	433	515
期初现金余额	1,608	2,399	2,010	2,584	3,018
期末现金余额	2,399	2,010	2,584	3,018	3,533

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-2.3%	2.8%	3.9%	3.6%	3.6%
营业利润增长	71.5%	-12.3%	104.5%	2.7%	11.6%
归母净利润增长	127.0%	-3.3%	45.5%	20.5%	9.7%
获利能力					
毛利率	23.9%	23.3%	23.5%	23.6%	23.4%
净利率	0.8%	0.7%	1.1%	1.2%	1.3%
ROE	5.4%	5.5%	8.2%	9.8%	10.6%
ROIC	4.0%	4.1%	4.3%	5.1%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	82.2%	82.1%	82.6%	82.2%	81.9%
净负债比率	92.3%	101.1%	62.6%	29.4%	-1.9%
流动比率	0.72	0.73	0.77	0.82	0.88
速动比率	0.38	0.34	0.39	0.44	0.51
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.32	1.40	1.45	1.51
应收账款周转率	161.55	165.85	157.05	163.22	162.02
存货周转率	5.89	6.73	6.48	6.37	6.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.21	0.30	0.36	0.40
每股经营现金流	2.49	1.80	2.79	2.42	2.15
每股净资产	3.92	3.75	3.68	3.72	3.75
估值比率					
P/E	59.41	54.24	33.92	28.16	25.66
P/B	3.33	3.03	2.77	2.75	2.72
EV/EBITDA	7.42	6.93	5.26	4.73	4.44

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。