

家家悦 (603708.SH)

优化显效增长稳健，聚焦供应链与商品力提升

事件：公司发布2025年年度报告、2026年一季报，2025年公司实现收入179.57亿元/同比-1.64%，归母净利润2.01亿元/同比+52.09%，扣非归母净利润1.84亿元/同比+59.35%；26Q1实现收入50.49亿元/同比+2.18%，归母净利润1.52亿元/同比+6.96%，扣非归母净利润1.52亿元/同比+7.67%。

战略聚焦提质增效，26Q1稳健增长。1) 2025年收入结构调整，盈利质量提升：25年收入微降，主要系公司主动优化门店网络，关闭了预期无法改善的尾部门店所致，但此举有利于长期经营质量提升；归母净利润及扣非净利润增长均超过50%，主因强化顾客导向，门店调改显效，同时供应链端加强自有品牌及定制商品开发，提升商品竞争力与盈利能力。**2) 26Q1增长稳健，现金流充沛：**26Q1收入同增2.18%、归母净利润同增6.96%、扣非净利同增7.67%，经营活动产生的现金流量净额9.59亿元，同比增长24.15%。

门店网络动态优化，调改升级效果显现。公司坚持“有进有退”的原则，动态优化门店布局。2025年，新开直营店31家，其中综合超市4家、社区生鲜食品超市13家、乡村超市3家、便利店11家，新增加盟店24家；同时关闭了低效门店，整体门店结构得到优化。2025年公司分类推进门店调改，完成大改门店44处，带动可比店客流增长2%，调改后门店销售和利润较快增长。26Q1新开直营门店6家，新增加盟店1家，同时因布局优化关闭直营门店10家，截至2026年3月31日，公司门店总数为1071家，其中直营903家、加盟168家。

全渠道协同，商品力与供应链构建核心壁垒。1) 全渠道协同：全渠道融合聚焦即时零售，深耕精细化运营，优化履约效率，线上销售同比增长29.2%，线上线下载协同健康发展。**2) 商品力持续提升：**杂货加大裸采与SPAR协同，做强核心大单品采购优势，2025年自有品牌及定制商品销售额约26亿元，占比提升至15.59%，有效增强了商品的差异化与性价比优势。**3) 供应链体系优化：**2025年，呼和浩特常温物流、烟台烘焙工厂建成投产，威海温泉冷链物流项目稳步推进，供应链服务与效率持续提升。

2025年综合毛利率同增0.54pct，26Q1综合毛利率略降0.26pct。1) 毛利端，2025年综合毛利率23.84%/同比+0.54pct，主营业务毛利率19.79%/同比+0.81pct，其中山东省内毛利率19.62%/同比+0.57pct，省外毛利率20.58%/同比+1.93pct；26Q1综合毛利率为24.03%/同比-0.26pct，主营业务毛利率20.31%同比微降0.04pct，其中山东省内毛利率20.23%/同比-0.13pct，省外毛利率20.61%/同比+0.28pct。**2) 费用端，**2025年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为18.72%/2.12%/1.01%，同比分别+0.19pct/+0.12pct/-0.38pct，研发费用率同比-0.06pct，最终期间费用率同比-0.12pct至5%；26Q1销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为16.93%/1.86%/0.89%，同比分别+0.14pct/+0.02pct/-0.32pct，研发费用率同比-0.01pct，最终期间费用率同比-0.16pct至19.67%。**3) 盈利端，**2025年归母净利率1.2%/同比+0.39pct，26Q1归母净利率3%/同比+0.13pct。

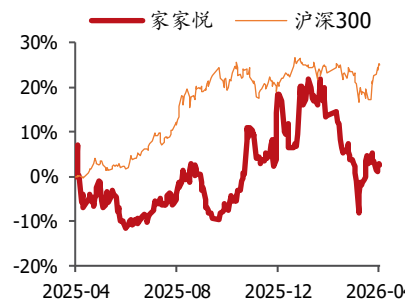
更新盈利预测，维持“增持”评级。我们认为，公司得益于区域密集布局、多业态协同、供应链建设，构筑强竞争壁垒；近年外省已有显著减亏趋势，

增持（维持）

股票信息

行业	一般零售
前次评级	增持
04月17日收盘价(元)	11.39
总市值(百万元)	7,270.68
总股本(百万股)	638.34
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.54

股价走势



作者

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

分析师 毛弘毅

执业证书编号：S0680525110003

邮箱：maohongyi@gszq.com

相关研究

- 《家家悦(603708.SH)：三季度扣非净利大增470%，供应链改革释放利润弹性》 2025-10-26
- 《家家悦(603708.SH)：店改及新业态持续推进，费用端有所承压》 2024-11-01
- 《家家悦(603708.SH)：门店提质增效，零食业态拓店加速》 2024-09-05

同店企稳+省外减亏，叠加供应链改革带来毛利率提升，已步入利润弹性释放期。预计公司 2026-2028 年归母净利润各 2.55 亿元、3.15 亿元、3.66 亿元，同比增长 27.1%、23.4%、16.3%。维持“增持”评级。

风险提示：消费需求疲软，门店调改不及预期，投资收益和减值损失等的不确定性等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	18,256	17,957	18,295	18,831	19,567
增长率 yoy（%）	2.8	-1.6	1.9	2.9	3.9
归母净利润（百万元）	132	201	255	315	366
增长率 yoy（%）	-3.3	52.1	27.1	23.4	16.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.21	0.31	0.40	0.49	0.57
净资产收益率（%）	5.5	8.6	10.8	13.3	15.3
P/E（倍）	55.1	36.2	28.5	23.1	19.9
P/B（倍）	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5186	5247	5717	6476	7248
现金	2068	2737	3003	3743	4392
应收票据及应收账款	122	121	123	127	132
其他应收款	128	89	103	102	107
预付账款	547	435	476	478	501
存货	2139	1733	1881	1895	1984
其他流动资产	182	131	131	131	131
非流动资产	8236	7905	7399	6885	6378
长期投资	124	114	114	114	114
固定资产	3312	3363	3375	3352	3295
无形资产	434	521	507	492	476
其他非流动资产	4366	3907	3403	2928	2493
资产总计	13422	13152	13116	13362	13625
流动负债	7126	8085	8033	8262	8506
短期借款	225	225	225	225	225
应付票据及应付账款	2944	3068	3051	3164	3281
其他流动负债	3957	4792	4757	4873	5000
非流动负债	3889	2723	2726	2726	2726
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3889	2723	2726	2726	2726
负债合计	11015	10809	10759	10988	11232
少数股东权益	10	-3	0	3	6
股本	638	638	638	638	638
资本公积	1145	1142	1142	1142	1142
留存收益	606	658	669	683	699
归属母公司股东权益	2397	2346	2357	2371	2387
负债和股东权益	13422	13152	13116	13362	13625

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1151	1593	899	1371	1328
净利润	122	188	258	318	370
折旧摊销	963	905	689	683	678
财务费用	226	196	159	159	159
投资损失	-10	2	-2	0	-1
营运资金变动	-134	302	-217	210	122
其他经营现金流	-16	1	12	1	1
投资活动现金流	-433	-487	-193	-171	-170
资本支出	-474	-618	-181	-171	-171
长期投资	13	96	0	0	0
其他投资现金流	28	35	-12	0	1
筹资活动现金流	-1108	-447	-440	-460	-509
短期借款	-33	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-9	0	0	0	0
资本公积增加	-189	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-876	-444	-440	-460	-509
现金净增加额	-389	659	266	740	649

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	18256	17957	18295	18831	19567
营业成本	14001	13676	13890	14301	14865
营业税金及附加	84	87	91	93	97
营业费用	3382	3361	3430	3503	3620
管理费用	364	380	402	395	401
研发费用	12	1	5	4	5
财务费用	253	181	115	111	99
资产减值损失	0	1	0	0	0
其他收益	27	30	18	19	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	-2	2	0	1
资产处置收益	8	7	4	4	4
营业利润	199	299	383	446	505
营业外收入	21	17	20	25	25
营业外支出	33	24	35	30	30
利润总额	187	292	368	441	500
所得税	65	104	110	124	130
净利润	122	188	258	318	370
少数股东损益	-10	-12	3	3	4
归属母公司净利润	132	201	255	315	366
EBITDA	1400	1381			1277
EPS (元/股)	0.21	0.31	0.40	0.49	0.57

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	-1.6	1.9	2.9	3.9
营业利润(%)	-12.3	50.2	28.1	16.6	13.0
归属母公司净利润(%)	-3.3	52.1	27.1	23.4	16.3
获利能力					
毛利率(%)	23.3	23.8	24.1	24.1	24.0
净利率(%)	0.7	1.1	1.4	1.7	1.9
ROE(%)	5.5	8.6	10.8	13.3	15.3
ROIC(%)	4.1	4.8	5.3	6.2	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	82.1	82.2	82.0	82.2	82.4
净负债比率(%)	101.1	55.4	42.1	10.6	-16.6
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	165.9	147.6	149.7	150.6	151.2
应付账款周转率	6.3	6.7	7.0	7.0	7.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.31	0.40	0.49	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	2.50	1.41	2.15	2.08
每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.68	3.69	3.71	3.74
估值比率					
P/E	55.1	36.2	28.5	23.1	19.9
P/B	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	6.9	6.4	7.0	6.1	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com