

家家悦 (603708.SH)

稳步推进全国连锁扩张，供应链能力进一步增强

买入

核心观点

营收稳增长，疫情及计提商誉减值损失等影响利润表现。公司 2021 年实现营收 174.33 亿元，同比+4.52%，归母净利润亏损 2.94 亿元，整体收入端表现稳健，利润端受疫情下新开店培育成本增高及子公司计提商誉减值损失总计约 2.97 元等影响。2022 年一季度营收及归母净利润分别同比+8.32%/+1.92%，剔除因闭店一次性摊销的长期待摊费用约 1700 万元后，归母扣非净利润同比增长约 17%，在前期业务调整下经营效率提升明显。

稳步推进全国连锁扩张，强化供应链建设。同店方面，2021 年公司各业态门店的同店销售均有所下降，受竞争环境变化及 CPI 走低等多方因素影响。门店扩张方面，公司 2021 年新开和并购直营门店 117 家，其中山东省内 68 家，山东省外 49 家，2022 年一季度继续新开直营门店 8 家，形成了山东、北京、河北、江苏、安徽、内蒙跨区域、一体两翼的发展格局，门店总数达到 1000 家。供应链建设方面，公司现有物流设施基本实现了 300 公里以内配送圈，河北张家口物流园、安徽淮北物流园投入使用，且自有品牌的生产加工和市场竞争能力不断提升，2021 年自有品牌营业收入占比 13.36%。

新店培育影响毛利率表现，2022 年一季度费用率改善。公司 2021 年毛利率同比略降 0.22pct 至 23.26%，其中新区域和新店前期培育期间毛利率相对较低；销售费用率同比+1.72pct 至 19.37%，系加快门店拓展速度影响，管理费用率总体平稳。2022 年一季度公司毛利率同比-0.56pct，其中山东其他地区毛利率同比下降 1.33pct，主要系该区域新开门店较多，且新业态会员店、折扣店主要在该区域；销售费用率/管理费用率分别同比-0.65pct/-0.43pct，实现效率提升。存货周转方面表现稳健，2021 年/2022 年一季度存货周转天数分别同比-1.26 天/-0.43 天；现金流方面，公司 2022 年一季度实现经营性现金流净额 8.63 亿元，同比+48.61%。

风险提示：门店拓展不及预期；新店培育不及预期；同店表现不及预期

投资建议：推进全国化布局的商超龙头，维持“买入”评级。公司已实现从区域向全国零售布局的转变，为打开长期成长空间提供了有力条件。同时公司注重供应链的配套强化，已具备一体化的生鲜经营优势，为后续的持续经营扩张打下深厚基础。此外，公司今年 3 月公告定增预案，拟募资不超过 6.08 亿元用于供应链建设、羊亭购物广场项目等，为公司中长期发展提供储备。我们新增公司 2022-2024 年归母净利润预测为 2.74 亿元/3.76 亿元/4.23 亿元，对应 PE 分别为 27x/19.7x/17.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,678.47	17,432.79	19,470.05	21,345.02	22,938.73
(+/-%)	9.27%	4.52%	11.69%	9.63%	7.47%
净利润(百万元)	427.61	-293.37	273.63	376.19	423.24
(+/-%)	-6.54%	-168.61%	193.27%	37.48%	12.51%
每股收益(元)	0.70	-0.48	0.45	0.62	0.70
EBIT Margin	3.48%	1.48%	1.90%	2.22%	2.02%
净资产收益率 (ROE)	14.14%	-13.58%	11.92%	15.14%	15.70%
市盈率 (PE)	17.32	-25.24	27.06	19.68	17.49
EV/EBITDA	16.18	33.25	25.47	22.06	21.73
市净率 (PB)	2.45	3.43	3.22	2.98	2.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 联系人：柳旭
 021-60933168 0755-81981311
 zhangjh@guosen.com.cn liuxu1@guosen.com.cn
 S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.17 元
总市值/流通市值	7399/7399 百万元
52 周最高价/最低价	20.26/11.11 元
近 3 个月日均成交额	62.50 百万元

市场走势



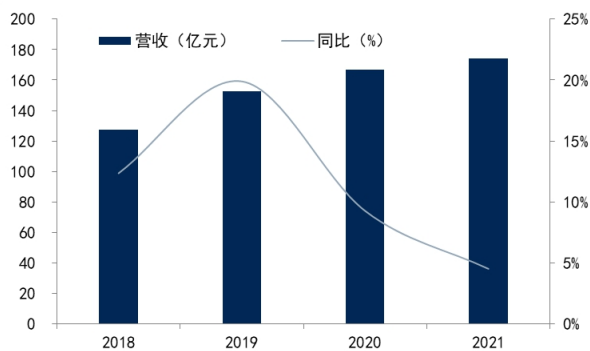
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《商超行业快评-短看疫情及通胀下同店表现，中长期把握龙头经营修复机遇》——2022-04-08
 《商贸零售行业 2022 年 4 月投资策略-关注强供应链商超龙头，医美行业规范化利好上游龙头》——2022-04-06
 《商贸零售行业双周报 (22 年 03 期)-社零增速整体回升，关注疫情下商超同店表现》——2022-03-16

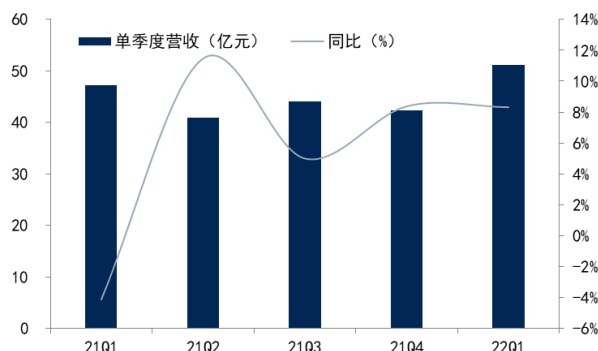
营收稳增长，疫情及计提商誉减值损失等影响利润表现。公司 2021 年实现营收 174.33 亿元，同比+4.52%，归母净利润亏损 2.94 亿元，整体收入端表现稳健，利润端受疫情下新开店培育成本增高及子公司计提商誉减值损失总计约 2.97 元等影响。分季度看，2022 年一季度营收及归母净利润分别同比+8.32%/+1.92%，剔除因闭店一次性摊销的长期待摊费用约 1700 万元后，归母扣非净利润同比增长约 17%，受益经营效率提升及居民囤货需求增加等。

图1：家家悦营业收入及增速（亿元、%）



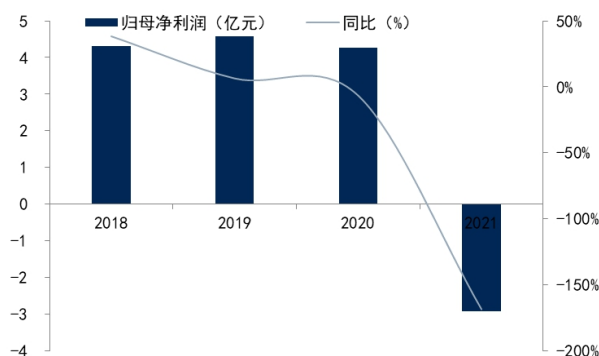
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：家家悦单季营业收入及增速（亿元、%）



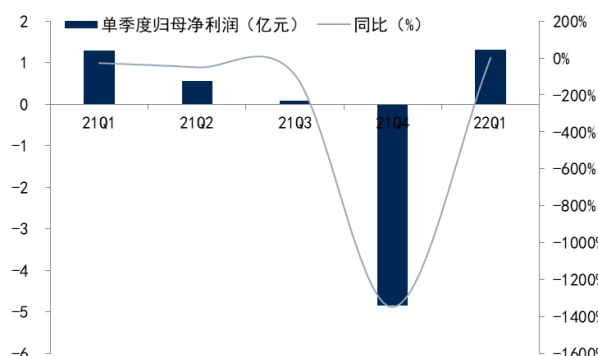
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：家家悦归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

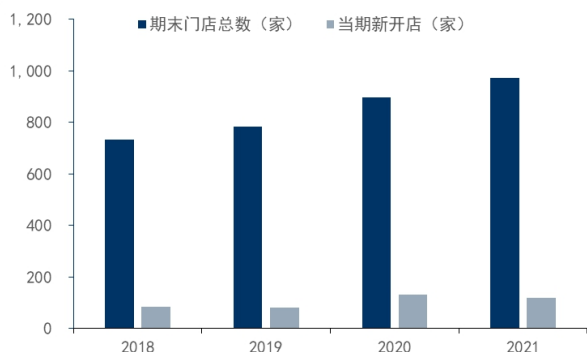
图4：家家悦单季归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

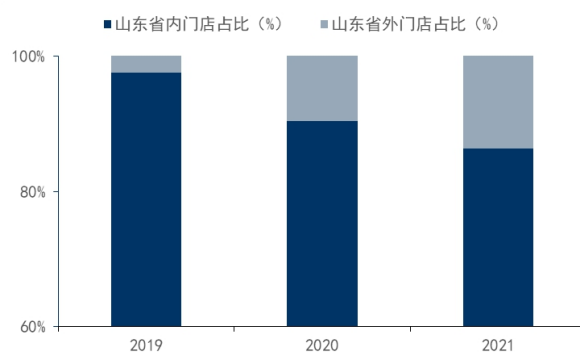
稳步推进全国连锁扩张，强化供应链建设。同店方面，2021 年公司各业态门店的同店销售均有所下降，受疫情、生鲜食品类 CPI 走低等多方因素影响。门店扩张方面，公司 2021 年新开和并购直营门店 117 家，其中山东省内 68 家，山东省外 49 家，2022 年一季度继续新开直营门店 8 家，形成了山东、北京、河北、江苏、安徽、内蒙跨区域、一体两翼的发展格局，门店总数达到 1000 家。供应链建设方面，公司现有物流设施基本实现了 300 公里以内配送圈，河北张家口物流园、安徽淮北物流园投入使用，且自有品牌的生产加工和市场竞争能力不断提升，2021 年自有品牌营业收入占比 13.36%。

图5: 家家悦近年来门店总数及新增(家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

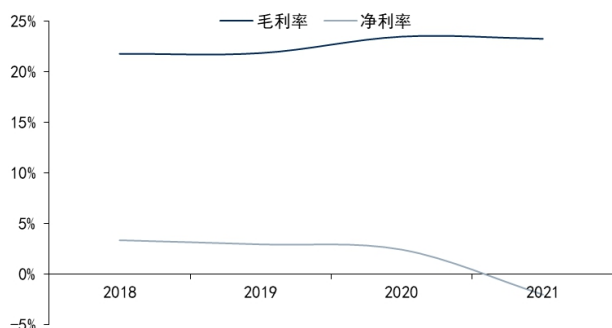
图6: 家家悦山东省内外门店数量占比(%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

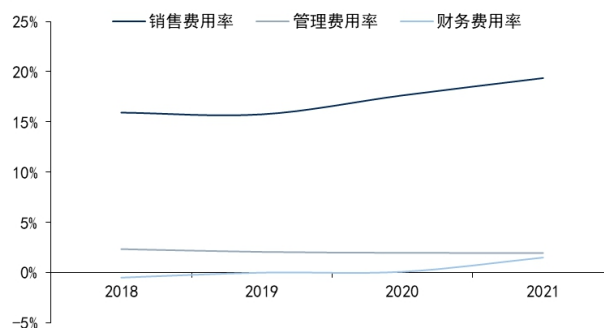
新店培育影响毛利率表现, 2022 年一季度费用率改善。公司 2021 年毛利率同比略降 0.22pct 至 23.26%, 其中新区域和新店前期培育期间毛利率相对较低; 销售费用率同比+1.72pct 至 19.37%, 系加快门店拓展速度影响, 管理费用率总体平稳。2022 年一季度公司毛利率同比-0.56pct, 其中山东其他地区毛利率同比下降 1.33pct, 主要系该区域新开门店较多, 且新业态会员店、折扣店主要在该区域; 销售费用率/管理费用率分别同比-0.65pct/-0.43pct, 实现效率提升。存货周转方面表现稳健, 2021 年/2022 年一季度存货周转天数分别同比-1.26 天/-0.43 天; 现金流方面, 公司 2022 年一季度实现经营性现金流净额 8.63 亿元, 同比+48.61%。

图7: 家家悦毛利率及净利率(%)

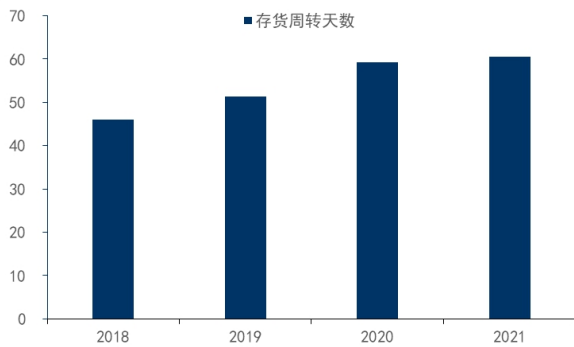


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

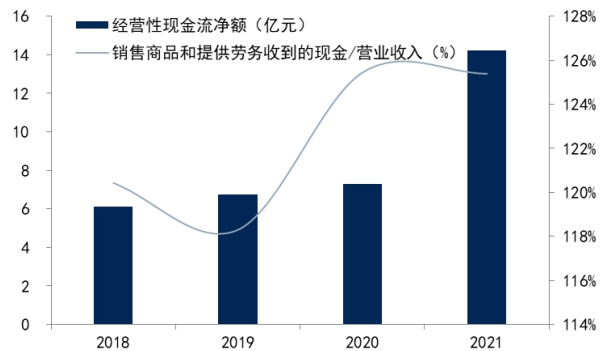
图8: 家家悦费用率(%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 家家悦存货周转天数 (天)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 家家悦经营性现金流情况 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 推进全国化布局的商超龙头, 维持“买入”评级

公司已实现从区域向全国零售布局的转变, 为打开长期成长空间提供了有力条件。同时公司注重供应链的配套强化, 已具备一体化的生鲜经营优势, 为后续的持续经营扩张打下深厚基础。此外, 公司今年3月公告定增预案, 拟募资不超过6.08亿元用于供应链建设、羊亭购物广场项目等, 为公司中长期发展提供储备。我们新增公司2022-2024年归母净利润预测为2.74亿元/3.76亿元/4.23亿元, 对应PE分别为27x/19.7x/17.5x, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E			
603708	家家悦	12.17	74.04	0.70	-0.48	0.45	0.62	17.32	-	27.06	19.68	-13.58	0.14	买入
601933	永辉超市	4.43	402.02	0.19	-0.43	0.04	0.13	38.08	-	107.72	34.42	-37.00	0.98	买入
002419	天虹股份	6.75	78.90	0.21	0.19	0.30	0.25	31.97	34.91	22.28	27.09	5.65	0.42	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 永辉超市为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2083	1881	1200	1937	2291	营业收入	16678	17433	19470	21345	22939
应收款项	193	276	533	292	314	营业成本	12763	13378	14877	16260	17496
存货净额	2083	2414	2396	2617	2813	营业税金及附加	58	73	72	81	89
其他流动资产	605	501	195	213	229	销售费用	2944	3377	3749	4094	4421
流动资产合计	4964	5123	4355	5086	5683	管理费用	333	346	402	437	468
固定资产	3019	3228	3694	4112	4465	财务费用	19	267	16	(14)	(30)
无形资产及其他	392	440	423	407	390	投资收益	13	(0)	0	0	0
投资性房地产	1212	5703	5703	5703	5703	资产减值及公允价值变动	4	300	20	10	0
长期股权投资	211	208	208	208	208	其他收入	7	(558)	0	0	0
资产总计	9798	14702	14384	15516	16449	营业利润	585	(267)	374	497	494
短期借款及交易性金融负债	526	1345	171	50	50	营业外净收支	(2)	5	20	0	0
应付款项	2691	3355	3794	4361	4688	利润总额	583	(262)	394	497	494
其他流动负债	2731	3021	3184	3557	3837	所得税费用	181	92	29	5	(44)
流动负债合计	5948	7722	7150	7968	8575	少数股东损益	(25)	(61)	92	116	115
长期借款及应付债券	558	586	586	586	586	归属于母公司净利润	428	(293)	274	376	423
其他长期负债	70	4128	4178	4218	4248						
长期负债合计	628	4714	4764	4804	4834	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	6575	12436	11914	12772	13409	净利润	428	(293)	274	376	423
少数股东权益	198	106	173	259	343	资产减值准备	5	295	44	29	31
股东权益	3025	2160	2296	2485	2696	折旧摊销	284	339	388	441	493
负债和股东权益总计	9798	14702	14384	15516	16449	公允价值变动损失	(4)	(300)	(20)	(10)	0
						财务费用	19	267	16	(14)	(30)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(40)	506	762	1011	434
每股收益	0.70	(0.48)	0.45	0.62	0.70	其它	(12)	(417)	24	56	54
每股红利	0.51	0.48	0.22	0.31	0.35	经营活动现金流	661	131	1471	1903	1436
每股净资产	4.97	3.55	3.77	4.08	4.43	资本开支	0	(1119)	(861)	(861)	(861)
ROIC	12%	9%	10%	18%	22%	其它投资现金流	40	(50)	20	3	(9)
ROE	14%	-14%	12%	15%	16%	投资活动现金流	39	(1166)	(841)	(858)	(870)
毛利率	23%	23%	24%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	1%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(312)	(290)	(137)	(188)	(212)
收入增长	9%	5%	12%	10%	7%	其它融资现金流	305	1412	(1174)	(121)	0
净利润增长率	-7%	-169%	-193%	37%	13%	融资活动现金流	(319)	833	(1311)	(309)	(212)
资产负债率	69%	85%	84%	84%	84%	现金净变动	381	(203)	(681)	737	354
息率	4.2%	3.9%	1.8%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	1703	2083	1881	1200	1937
P/E	17.3	(25.2)	27.1	19.7	17.5	货币资金的期末余额	2083	1881	1200	1937	2291
P/B	2.4	3.4	3.2	3.0	2.7	企业自由现金流	644	74	633	1059	572
EV/EBITDA	16.2	33.2	25.5	22.1	21.7	权益自由现金流	949	1487	(557)	952	605

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032