

家家悦 (603708.SH)

主业稳健经营，研发致力长期

事件: 4月27日，公司发布2022年及2023Q1业绩，全年实现营业收入181.84亿元/同比+4.31%，归母净利润0.54亿元（上年同期为-2.93亿元），其中单Q4实现营业收入42.21亿元/同比-0.23%，归母净利润-1.33亿元（上年同期为-4.85亿元）；2023Q1实现营业收入49.08亿元/同比-3.91%，归母净利润1.37亿元/同比+5.23%。

深耕山东，拓展省外。 1) 2022年，公司持续深耕山东市场，增强网格化布局，加快线上线下融合，并推进社区生鲜食品店改造，新增直营门店49家，其中山东39家，北京等省外10家，门店总数/直营/加盟门店数分别为1005/967/38家，拥有综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/百货店等业态分别257/403/232/14家，宝宝悦等其他业态门店61家，展店同时，对经营不及预期且潜力较弱的门店进行关停，全年直营闭店53家，山东省内/省外分别为36/17家。2) 数字化持续推进，2022年新增到家服务门店250家，线上销售增长超60%，并上线自动补货系统等，供应链协同不断优化，自有品牌销售占比约13.22%，会员销售贡献率约72.26%。

2023Q1 扩张持续推进，引入零食新业态。 1) 一季度公司新开直营门店3家，分别位于山东、北京、河北，因经营未达预期关闭门店11家，报告期末门店总数为992家，直营/加盟分别为959/33家。2) 4月28日，公司首家零食店——悦记·好零食开业，门店位于烟台莱山，该业态为公司集团旗下全新连锁零食品牌，定位一站式极致性价比的零食集合店，SKU超1000，与厂家直接合作保障供给质量及定价优势。3) 2023Q1政策优化后，客流率先回补，但在外部扰动延续以及消费弱复苏影响下，整体销售同比仍有所收缩，实现营收49.08亿元/同比-3.91%。

一季度毛利率略有优化，增加研发投入致力长期。 1) 2022年公司实现毛利率23.25%/同比-0.01pct，其中烟威地区毛利率高于省外，烟威/山东其他/省外分别为19.61%/18.31%/18.00%，分别同比+0.20/-0.67/+1.71pct，2023Q1实现综合毛利率24.66%/同比0.68pct，有所优化。2) 全年整体费用率稳中有降，为22.26%/同比-0.63pct，其中销售/管理/财务费用率分别为18.66%/2.04%/1.56%，同比分别-0.71/+0.05/+0.03pct，2023Q1公司期间费用率提升0.83pct至20.99%，有所提升，主要因科技相关投入增加，一季度研发费用率约0.09%。3) 2022年计提0.30亿元商誉减值，上年同期计提金额为2.97亿元，亦拉动了本期利润端同增。

投资建议: 公司为山东商超龙头，依托于强大的供应链能力和生鲜特色，省内地位持续巩固，当前除深耕优势区域、不断加密门店覆盖外，通过并购、加盟等形式积极覆盖烟威以外区域以及河北、安徽等省外区域，并取得一定进展。伴随外部扰动影响减弱，线下零售有望恢复，受弱复苏以及研发投入增加影响，预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.61/4.06/4.87亿元，目标价为16元，对应2024年为25倍PE，维持“增持”评级。

风险提示: 经营集中度较高风险；扩张、同店改善不及预期；宏观经济风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,433	18,184	19,859	22,019	24,230
增长率 yoy (%)	4.5	4.3	9.2	10.9	10.0
归母净利润(百万元)	-293	54	261	406	487
增长率 yoy (%)	-168.6	-118.4	382.3	55.7	19.9
EPS 最新摊薄(元)	-0.45	0.08	0.40	0.63	0.75
净资产收益率(%)	-15.6	0.9	7.6	10.1	9.6
P/E(倍)	-32.0	173.8	36.0	23.1	19.3
P/B(倍)	4.5	4.8	4.4	3.8	3.3

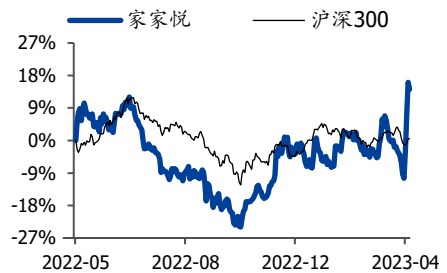
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年5月4日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	一般零售
前次评级	增持
5月4日收盘价(元)	14.51
总市值(百万元)	9,392.86
总股本(百万股)	647.34
其中自由流通股(%)	93.99
30日日均成交量(百万股)	6.72

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

相关研究

1、《家家悦(603708.SH): 立足山东、区域扩张的超市龙头》2023-01-07

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5123	5190	5492	5587	6431
现金	1881	1712	1629	1369	1812
应收票据及应收账款	125	172	153	207	189
其他应收款	150	121	175	153	208
预付账款	358	381	426	469	516
存货	2414	2574	2878	3159	3474
其他流动资产	193	230	230	230	230
非流动资产	9579	9185	9169	9182	9140
长期投资	208	192	173	154	135
固定资产	3121	3151	3166	3243	3301
无形资产	440	454	495	537	581
其他非流动资产	5811	5388	5334	5248	5123
资产总计	14702	14376	14661	14769	15571
流动负债	7722	7821	8088	8206	8961
短期借款	733	526	526	526	526
应付票据及应付账款	3355	3377	3981	4166	4786
其他流动负债	3634	3919	3581	3515	3649
非流动负债	4714	4498	4375	4254	4129
长期借款	586	615	492	370	245
其他非流动负债	4128	3884	3884	3884	3884
负债合计	12436	12320	12463	12460	13090
少数股东权益	106	6	-91	-268	-521
股本	608	608	647	647	647
资本公积	1133	969	969	969	969
留存收益	524	578	646	744	800
归属母公司股东权益	2160	2050	2289	2576	3002
负债和股东权益	14702	14376	14661	14769	15571

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1422	1339	1304	867	1547
净利润	-354	19	164	229	234
折旧摊销	510	574	500	556	615
财务费用	267	284	304	338	366
投资损失	0	0	-4	-1	-2
营运资金变动	280	27	352	-238	354
其他经营现金流	719	435	-11	-18	-21
投资活动现金流	-1136	-659	-468	-550	-551
资本支出	850	724	2	32	-23
长期投资	-51	35	19	19	19
其他投资现金流	-338	100	-447	-499	-555
筹资活动现金流	-608	-747	-919	-577	-552
短期借款	207	-208	0	0	0
长期借款	28	29	-123	-121	-125
普通股增加	0	0	39	0	0
资本公积增加	-30	-164	0	0	0
其他筹资现金流	-813	-405	-835	-456	-427
现金净增加额	-322	-66	-82	-261	444

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17433	18184	19859	22019	24230
营业成本	13378	13956	15252	16888	18558
营业税金及附加	73	77	79	91	100
营业费用	3377	3392	3640	3992	4337
管理费用	346	371	406	442	480
研发费用	0	0	14	22	24
财务费用	267	284	304	338	366
资产减值损失	-300	-29	-10	-7	-2
其他收益	45	43	41	43	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	4	1	2
资产处置收益	9	33	11	18	21
营业利润	-267	132	231	314	432
营业外收入	25	22	20	22	21
营业外支出	20	57	31	36	41
利润总额	-262	97	220	301	412
所得税	92	78	56	71	179
净利润	-354	19	164	229	234
少数股东损益	-61	-35	-97	-177	-253
归属母公司净利润	-293	54	261	406	487
EBITDA	275	692	720	858	1022
EPS (元)	-0.45	0.08	0.40	0.63	0.75

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.5	4.3	9.2	10.9	10.0
营业利润(%)	-145.7	149.5	74.1	36.4	37.5
归属于母公司净利润(%)	-168.6	-118.4	382.3	55.7	19.9
获利能力					
毛利率(%)	23.3	23.3	23.2	23.3	23.4
净利率(%)	-1.7	0.3	1.3	1.8	2.0
ROE(%)	-15.6	0.9	7.6	10.1	9.6
ROIC(%)	-3.9	0.3	2.3	3.1	3.0
偿债能力					
资产负债率(%)	84.6	85.7	85.0	84.4	84.1
净负债比率(%)	184.4	189.9	157.2	155.7	121.4
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	179.9	122.3	122.3	122.3	122.3
应付账款周转率	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.45	0.08	0.40	0.63	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	2.07	2.01	1.34	2.39
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.02	3.33	3.78	4.43
估值比率					
P/E	-32.0	173.8	36.0	23.1	19.3
P/B	4.5	4.8	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	49.6	19.2	17.6	14.7	11.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

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