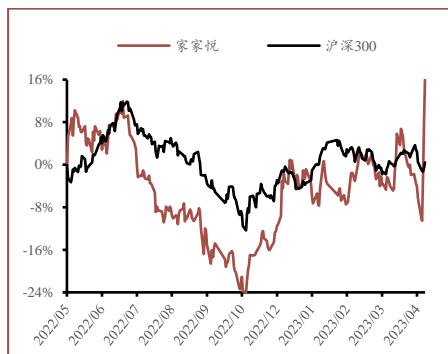



**投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	14.76
流通股本(亿股)	6.08
每股净资产(元)	4.10
总股本(亿股)	6.47

## 最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003  
liy@ctsec.com

**相关报告**

- 《22 年业绩扭亏为盈，看好盈利能力持续提升》 2023-01-31
- 《省内渠道继续扩张，省外毛利逐步提升》 2022-10-28
- 《生鲜主业带动毛利修复，供应链能力再加强》 2022-08-31

**核心观点**

- ❖ **事件：**家家悦 22 年营收 181.84 亿元(+4.31%)，归母净利润 0.54 亿元(去年同期-2.93 亿元)。23Q1 公司营收 49.08 亿元(-3.91%)，归母净利润 1.37 亿元(+5.23%)。
- ❖ **省外门店培育效果逐步显现。**22 年烟威/山东其他地区/省外地区收入分别 89.05 亿元(+0.62%) /52.08 亿元(+9.44%) /26.10 亿元(+8.47%)，毛利率分别 19.61% (+0.20pct) /18.31%(-0.67pct)/18.00%(+1.71pct)。23Q1 烟威/山东其他地区/省外地区收入分别 22.48 亿元(-6.70%) /12.86 亿元(-10.59%) /7.79 亿元(+3.02%)，毛利率分别 21.29% (+0.63pct) /19.36%(+0.31pct)/19.63%(+2.04pct)。省外门店收入增速、毛利率均取得较好表现，培育效果逐步显现。
- ❖ **费用率控制良好，23Q1 毛利率有所提升。**22 年公司综合毛利率为 23.25%(-0.01pct)，23Q1 毛利率为 24.66%(+0.68pct)。22 年公司期间费用率为 22.26% (-0.63pct)，其中销售/管理/财务费用率分别 18.66%/2.04%/1.56%，同比分别-0.71/+0.05/+0.03pct。23Q1 公司期间费用率为 20.52% (+0.35pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 17.10%/1.96%/1.36%/0.09%，同比分别+0.13/+0.21/-0.08/+0.09pct。
- ❖ **有序推进渠道布局，加快线上线下融合。**线下方面，公司 22 年新开直营门店 49 家（其中山东地区新开 39 家，省外新开 10 家），关闭直营门店 53 家（其中山东地区关闭 36 家，省外关闭 17 家）。22 年底公司拥有直营门店 967 家，加盟店 38 家，门店合计 1005 家。直营门店中超市/百货/其他业态分别 892/14/61 家。23Q1 公司新开直营门店 3 家(其中山东 1 家，省外 2 家)，关闭门店 11 家。截止 23Q1，公司门店总数 992 家，其中直营 959 家，加盟 33 家。**线上方面**，公司继续加强与三方平台的合作，拓展支付宝小程序“家家悦优鲜”平台，升级了微信“家家悦优鲜”平台的直播、社群团购、云超等业务，增加提供到家服务的门店 250 家，线上订单和销售增长超过 60%。
- ❖ **持续加强供应链体系建设。**22 年公司济南商河智慧产业园项目一期已建成并部分投入使用。截止 22 年底，公司共有已投入使用的常温物流中心 7 处，生鲜物流中心 7 处，生鲜加工中心、中央厨房等农产品加工设施厂房 7 处，分布在威海、烟台、济南、青岛、河北张家口、安徽淮北等地。2022 年公司生鲜加工、中央厨房等农产品加工产值约 20 亿元，增强了对门店商品的供应链服务能力，全年自有品牌营收占比达到 13.22%。
- ❖ **积极探索新业态，有望打开进一步增长空间。**近日公司微信公众号官宣，家家悦家零食店烟台莱山保利零食店将于 4.28 正式开业。家家悦集团旗下全新休闲零食连锁品牌悦记·好零食定位于一站式极致性价比的零售集合店。目前 SKU1000+，包括进口食品、特色产品、坚果干货、蜜饯果脯、鱼

类海鲜、肉类制品等，与厂家直接合作。公司积极尝试探索量贩零食新业态，有望打造新的增长曲线。

- ❖ **投资建议：**公司是区域规模经济佼佼者，在核心市场烟威地区已建立起较强的渠道、供应链壁垒。中长期来看，山东省内对标烟威地区市占率仍有较大提升空间，省外门店亏损情况得到改善，异地扩张能力逐步凸显，中长期成长路径清晰。近期公司切入量贩零食高景气赛道，有望打开进一步增长空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.2/3.8/4.2 亿元，对应 PE29.6/25.3/22.8X，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，省外扩张不及预期，市场竞争加剧，新业态开店不及预期的风险。

#### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17433	18184	19345	20963	22573
收入增长率(%)	4.52	4.31	6.39	8.36	7.68
归母净利润(百万元)	-293	54	323	378	419
净利润增长率(%)	-168.61	118.42	498.12	16.81	10.91
EPS(元/股)	-0.49	0.09	0.50	0.58	0.65
PE	—	139.89	29.55	25.30	22.81
ROE(%)	-13.58	2.64	11.65	11.97	11.72
PB	4.69	3.74	3.44	3.03	2.67

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>17432.79</b>	<b>18183.82</b>	<b>19345.30</b>	<b>20962.95</b>	<b>22572.90</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13378.24	13955.71	14873.80	16128.18	17377.62	营业收入增长率	4.5%	4.3%	6.4%	8.4%	7.7%
营业税费	73.17	76.96	81.25	88.04	94.81	营业利润增长率	-145.7%	149.5%	248.8%	16.8%	10.9%
销售费用	3377.26	3392.37	3598.22	3888.63	4175.99	净利润增长率	-168.6%	118.4%	498.1%	16.8%	10.9%
管理费用	346.34	371.14	386.91	419.26	451.46	EBITDA 增长率	23.5%	16.6%	-50.6%	5.2%	5.0%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-52.0%	44.0%	7.2%	8.3%	7.8%
财务费用	266.98	283.77	-18.04	-58.70	-80.17	NOPLAT 增长率	-5.9%	-79.5%	289.6%	8.3%	7.8%
资产减值损失	-299.70	-29.37	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	91.3%	-8.5%	9.6%	4.6%	4.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.05</b>	<b>0.01</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>-29.7%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>35.3%</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.3%</b>
投资和汇兑收益	-0.18	-0.31	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-267.25</b>	<b>132.41</b>	<b>461.84</b>	<b>539.47</b>	<b>598.35</b>	毛利率	23.3%	23.3%	23.1%	23.1%	23.0%
加:营业外净收支	5.01	-35.22	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-1.5%	0.7%	2.4%	2.6%	2.7%
<b>利润总额</b>	<b>-262.23</b>	<b>97.19</b>	<b>461.84</b>	<b>539.47</b>	<b>598.35</b>	净利率	-2.0%	0.1%	1.7%	1.8%	1.9%
减:所得税	92.18	78.47	138.55	161.84	179.50	EBITDA/营业收入	7.0%	7.9%	3.7%	3.5%	3.5%
<b>净利润</b>	<b>-293.37</b>	<b>54.05</b>	<b>323.29</b>	<b>377.63</b>	<b>418.84</b>	EBIT/营业收入	1.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1880.88	1711.88	3067.13	3783.01	5080.89	固定资产周转天数	65	63	54	46	38
交易性金融资产	50.12	10.01	10.01	10.01	10.01	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-78</b>	<b>-77</b>	<b>-79</b>	<b>-74</b>	<b>-79</b>
应收账款	122.68	121.81	93.14	128.14	97.59	流动资产周转天数	107	104	120	133	142
应收票据	2.82	50.00	3.74	31.20	6.42	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	358.19	381.14	401.59	435.46	469.20	存货周转天数	61	64	60	59	58
存货	2414.28	2574.24	2383.69	2902.77	2696.69	总资产周转天数	253	288	276	271	267
其他流动资产	143.21	220.26	220.26	220.26	220.26	投资资本周转天数	172	151	156	150	147
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-13.6%	2.6%	11.6%	12.0%	11.7%
长期股权投资	207.87	191.93	191.93	191.93	191.93	ROA	-2.0%	0.4%	2.1%	2.3%	2.4%
投资性房地产	174.30	164.68	164.68	164.68	164.68	ROIC	4.7%	1.1%	3.8%	3.9%	4.0%
固定资产	3120.79	3150.98	2887.57	2624.15	2360.73	费用率					
在建工程	107.62	80.26	80.26	80.26	80.26	销售费用率	19.4%	18.7%	18.6%	18.6%	18.5%
无形资产	440.03	454.37	454.37	454.37	454.37	管理费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	183.42	264.38	264.38	264.38	264.38	财务费用率	1.5%	1.6%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
<b>资产总额</b>	<b>14701.93</b>	<b>14375.64</b>	<b>15270.86</b>	<b>16314.57</b>	<b>17169.67</b>	三费/营业收入	22.9%	22.3%	20.5%	20.3%	20.1%
短期债务	733.17	525.59	525.59	525.59	525.59	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2812.10	2536.64	3156.72	3016.79	3634.98	资产负债率	84.6%	85.7%	81.8%	80.6%	79.2%
应付票据	543.25	840.24	399.25	944.77	503.37	权益权益比	548.9%	599.2%	449.0%	416.4%	379.9%
其他流动负债	202.60	226.10	226.10	226.10	226.10	流动比率	0.66	0.66	0.79	0.88	0.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.29	0.26	0.42	0.47	0.59
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1.12	1.54	13.32	14.43	15.55
<b>负债总额</b>	<b>12436.37</b>	<b>12319.65</b>	<b>12489.32</b>	<b>13155.41</b>	<b>13591.67</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	105.90	5.61	5.61	5.61	5.61	DPS(元)	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	608.40	608.40	647.34	647.34	647.34	分红比率					
留存收益	524.42	578.47	901.76	1279.38	1698.22	股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2265.56</b>	<b>2055.99</b>	<b>2781.54</b>	<b>3159.16</b>	<b>3578.00</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	-0.49	0.09	0.50	0.58	0.65
净利润	-293.37	54.05	323.29	377.63	418.84	BVPS(元)	3.55	3.37	4.29	4.87	5.52
加:折旧和摊销	940.76	1017.63	263.42	263.42	263.42	PE(X)	—	139.9	29.6	25.3	22.8
资产减值准备	312.60	46.44	0.00	0.00	0.00	PB(X)	4.7	3.7	3.4	3.0	2.7
公允价值变动损失	-0.05	-0.01	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	257.60	268.86	33.32	33.32	33.32	P/S	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
投资收益	0.18	0.31	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.6	8.0	16.9	15.1	12.7
少数股东损益	-61.04	-35.33	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	279.54	27.33	366.29	74.83	615.62	PEG	—	1.2	0.1	1.5	2.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1421.95</b>	<b>1339.43</b>	<b>986.32</b>	<b>749.19</b>	<b>1331.20</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1135.94</b>	<b>-659.04</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-607.51</b>	<b>-747.41</b>	<b>368.94</b>	<b>-33.32</b>	<b>-33.32</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。