

## 家家悦 (603708.SH)

增持 (维持)

## 23Q1 业绩稳健增长，试水零食新业态

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年公司营收 181.8 亿/+4.3%，归母净利润为 0.5 亿(21 年同期为-2.9 亿)；扣非归母净利润 0.1 亿/+104.2%。2023Q1 营收为 49.1 亿/-3.9%，归母净利润 1.4 亿/+5.2%，扣非归母净利润 1.3 亿/+7.8%。公司作为区域龙头，在核心区域内已建立较强的品牌优势及供应链壁垒；预计随着省外区域逐步减亏，异地扩张推进，公司长期成长值得期待。此外，公司积极布局零食集合店赛道，有望再创新增长曲线。维持“增持”评级。

□ 2022 年营收稳步增长，业绩扭亏为盈。2022 年公司实现营收 181.8 亿/+4.3%，归母净利润为 0.5 亿(21 年同期为-2.9 亿)，扣非归母净利润 0.1 亿/+104.2%。2023Q1 实现营收 49.1 亿/-3.9%，归母净利润 1.4 亿/+5.2%，扣非归母净利润 1.3 亿/+7.8%。分品类看，22 年全年生鲜/食品化洗/百货分别实现营收 76.2/84.8/6.2 亿，分别同比变化+6.7%/+3.1%/-4.3%。分地区看，山东烟威/山东其他/省外分别实现营收 89.0 亿/52.1 亿/26.1 亿，分别同比变化+0.6%/+9.4%/+8.5%。

□ 门店网络持续优化调整，线上增长亮眼。2022 年公司新增直营门店 49 家，关闭直营门店 53 家，截至 2022 年年末公司直营门店达 967 家；此外公司 22 年末加盟店为 38 家，门店总数达 1005 家。2022 年公司网络规模稳步扩张，线上订单和销售增长超过 60%。23Q1 公司新开直营门店 3 家，关闭门店 11 家，净减少 8 家。此外，公司推出新品牌“悦记·好零食”布局社区零食店，首家新店已开出，凭借供应链优势，有望充分把握零食集合店发展机遇。

□ 毛利率稳中有增、费用率相对平稳。公司 2022 年综合毛利率为 23.3%/+0pct，相对稳定。2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 18.7%/2.0%/1.6%，分别同比变化 -0.7pct/+0.1pct /+0.0pct。2023Q1 公司综合毛利率 24.7%/+0.7pct，销售/管理/财务费用率分别为 17.1%/2.0%/1.4%，销售/管理/财务费用率分别变化+0.1pct/+0.2pct/-0.1pct。

□ 投资建议：公司作为区域龙头，在核心区域内已建立较强的品牌优势及供应链壁垒；预计随着省外区域逐步减亏，异地扩张推进，公司成长值得期待。此外，公司积极布局零食集合店赛道，有望再创新增长曲线。预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 2.7/3.5/4.2 亿，维持“增持”评级。

□ 风险提示：消费复苏不及预期，拓店不及预期，行业竞争加剧等。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17433	18184	19192	20536	21562
同比增长	5%	4%	6%	7%	5%
营业利润(百万元)	(267)	132	377	496	582
同比增长	-146%	-150%	185%	31%	17%
归母净利润(百万元)	(293)	54	265	354	418
同比增长	-169%	-118%	389%	34%	18%
每股收益(元)	-0.48	0.09	0.41	0.55	0.65
PE	-30.6	166.1	36.1	27.0	22.8
PB	4.2	4.4	4.1	3.6	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

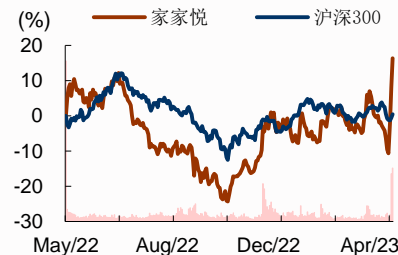
当前股价：14.76 元

## 基础数据

总股本(万股)	64734
已上市流通股(万股)	60840
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	2.4
资产负债率	82.0%
主要股东	家家悦控股集团股份有限公
主要股东持股比例	62.07%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	48	26
相对表现	22	34	24



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《家家悦(603708)一营收稳健增长，烟威地区外逐步培育》2022-10-29
- 《家家悦(603708)一疫情下经营稳健，供应链改善驱动经营效率提升》2022-09-04
- 《家家悦(603708)一21业绩承压 22Q1 改善，加快供应链转型建设》2022-05-04

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 研究助理

panweiqian@cmschina.com.cn

李星馨 研究助理

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5123	5190	5548	5832	6605
现金	1881	1712	1889	1933	2512
交易性投资	50	10	10	10	10
应收票据	3	50	53	56	59
应收款项	123	122	111	118	124
其它应收款	150	121	128	137	143
存货	2414	2574	2722	2898	3043
其他	501	601	637	679	713
<b>非流动资产</b>	9579	9185	8977	8805	8664
长期股权投资	208	192	192	192	192
固定资产	3121	3151	3179	3205	3227
无形资产商誉	723	708	637	573	516
其他	5527	5135	4968	4835	4729
<b>资产总计</b>	<b>14702</b>	<b>14376</b>	<b>14525</b>	<b>14637</b>	<b>15269</b>
<b>流动负债</b>	7722	7821	7667	7505	7855
短期借款	733	526	589	0	0
应付账款	3355	3377	3582	3814	4004
预收账款	2347	2599	2757	2935	3082
其他	1286	1320	740	756	769
<b>长期负债</b>	4714	4498	4498	4498	4498
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4714	4498	4498	4498	4498
<b>负债合计</b>	<b>12436</b>	<b>12320</b>	<b>12166</b>	<b>12003</b>	<b>12353</b>
股本	608	608	647	647	647
资本公积金	1027	863	863	863	863
留存收益	524	579	844	1118	1400
少数股东权益	106	6	6	6	6
归属于母公司所有者权益	2160	2050	2354	2628	2911
<b>负债及权益合计</b>	<b>14702</b>	<b>14376</b>	<b>14525</b>	<b>14637</b>	<b>15269</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1422	1339	965	1009	1012
净利润	(293)	54	265	354	418
折旧摊销	510	574	580	543	513
财务费用	258	269	0	0	0
投资收益	0	0	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	1014	485	196	185	154
其它	(67)	(43)	(1)	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(1136)	(659)	(297)	(297)	(297)
资本支出	(850)	(724)	(372)	(372)	(372)
其他投资	(286)	65	75	75	75
<b>筹资活动现金流</b>	(608)	(747)	(491)	(668)	(136)
借款变动	(4033)	(83)	(530)	(589)	0
普通股增加	0	0	39	0	0
资本公积增加	(121)	(164)	0	0	0
股利分配	(274)	0	0	(79)	(136)
其他	3820	(501)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(321)</b>	<b>(67)</b>	<b>177</b>	<b>44</b>	<b>579</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	17433	18184	19192	20536	21562
营业成本	13378	13956	14802	15761	16548
营业税金及附加	73	77	58	62	65
营业费用	3377	3392	3647	3881	4011
管理费用	346	371	384	411	431
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	267	284	0	0	0
资产减值损失	(313)	(46)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	45	43	43	43	43
投资收益	9	32	32	32	32
<b>营业利润</b>	(267)	132	377	496	582
营业外收入	25	22	22	22	22
营业外支出	20	57	57	57	57
<b>利润总额</b>	(262)	97	342	461	547
所得税	92	78	77	107	129
少数股东损益	(61)	(35)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(293)</b>	<b>54</b>	<b>265</b>	<b>354</b>	<b>418</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	5%	4%	6%	7%	5%
营业利润	-146%	-150%	185%	31%	17%
归母净利润	-169%	-118%	389%	34%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.3%	23.3%	22.9%	23.2%	23.3%
净利率	-1.7%	0.3%	1.4%	1.7%	1.9%
ROE	-13.6%	2.6%	11.2%	13.5%	14.4%
ROIC	-0.0%	-2.7%	9.6%	14.1%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.6%	85.7%	83.8%	82.0%	80.9%
净负债比率	9.2%	7.8%	4.1%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	5.9	5.6	5.6	5.6	5.6
应收账款周转率	180.0	122.0	115.0	122.0	120.0
应付账款周转率	4.4	4.1	4.3	4.3	4.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.48	0.09	0.41	0.55	0.65
每股经营净现金	2.34	2.20	1.49	1.56	1.56
每股净资产	3.55	3.37	3.64	4.06	4.50
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.21	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	-30.6	166.1	36.1	27.0	22.8
PB	4.2	4.4	4.1	3.6	3.3
EV/EBITDA	62.1	25.8	20.4	18.8	17.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源、OTA等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。