

# 家家悦 (603708)

证券研究报告

2021年09月07日

## 家家悦：多因素拖累同店表现、开店更注重加密提效，期待后续竞争或趋缓、门店整合下经营不断改善

**事件：**公司发布 2021 中报，分季度看，21Q1/Q2 实现营收 47.2/40.8 亿元，同比-4.1%/+11.5%，实现归母净利润 1.3/0.6 亿元，同比-27.2%/-50.2%。

**收入：**山东省实现营收 67.6 亿元/-8.1%，省外地区 12.5 亿元/+78.1%。自有品牌营收同比增 10.4%，收入占比超 12%。

**毛利率：**2021 年 H1 实现毛利率 24.2%/+1.1pct，分季度看，Q1、Q2 毛利率分别为 24.5%/+1.5pct、23.7%/+0.5pct。

**新开店：**省外开店节奏放缓，新开店主要在烟威、河北等相对成熟的区域。截至 2021H1 公司直营连锁门店数量 942 家，其中大卖场/综合超市/百货店/宝宝悦等其他业态 232/631/13/66 家；加盟店 35 家。上半年报告期内新增直营门店 68 家：新开店 42 家，其中大卖场/综合超市/其他业态 18/18/6 家；闭店 23 家；Q1 并表内蒙古维乐惠。

**开店：**2021H1 大卖场/综合超市/百货店/其他业态门店数量分别为 147/531/13/53 家，总额法收入同比-11.5%/-16.2%/+18.4%/-4.7%。整体来看，同店下降主要受社区团购、前置仓等新兴零售业态的冲击以及用户消费疲软、CPI 下行等因素影响。可比门店客流量 21Q1 同比有所下降，21Q2 同比增 3.4%。

**费用端：**21H1 销售费用 16.0 亿元/+15.2%，主要受新增门店营销投入及去年同期疫情社保减免影响，销售费用率 18.1%；管理费用 1.8 亿元/-4.42%，管理费用率 2.0%；财务费用 1.2 亿元/+6281.1%，主要因公司执行新租赁准则影响，财务费用率 1.4%。

**利润端：**21H1 实现归母净利润 1.8 亿元/-36.1%，实现扣非归母净利润 1.5 亿元/-46.0%。分季度看，Q1、Q2 分别实现归母净利润 1.3/0.6 亿元，同比-27.2%/-50.2%。主因①去年疫情因素影响，同期同店销售增长较高、社保减免等政策影响同期利润规模较高；②去年起开店加快导致前期培育费用较高；③新租赁准则影响。

**投资建议：**公司从山东地区生鲜经营龙头起步，①业态布局完备，②强总部、重后台、深度拓展供应链，③业务模式数字化和灵活管理三箭齐发铸就高效流通的区域零售龙头，现采取物流线性，开店、收购并举的策略，开展异地扩张之路，鲁西、河北、淮北、内蒙、苏北等地市场空间广阔，我们认为公司相对当地零售企业具备优势。新业态冲击、CPI 下行、消费下滑叠加扩张加快影响当期利润，随着后续门店加密和不断整合提升门店经营效率、社区团购监管下扩张趋缓有望改善竞争，公司经营有望不断攀升。由于公司 21H1 业绩不达预期，预计 2021-2023 年归母净利润从 4.8、4.7、4.8 亿元下调到 3.4、3.6、4.1 亿元，维持买入评级。

**风险提示：**门店拓展不及预期；跨区域扩张大幅拖累业绩；同店大幅下降。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,263.76	16,678.47	19,013.45	21,846.46	25,123.43
增长率(%)	19.90	9.27	14.00	14.90	15.00
EBITDA(百万元)	798.05	881.72	861.00	936.69	1,052.12
净利润(百万元)	457.55	427.61	336.14	359.83	408.08
增长率(%)	6.43	(6.54)	(21.39)	7.05	13.41
EPS(元/股)	0.75	0.70	0.55	0.59	0.67
市盈率(P/E)	19.95	21.34	27.15	25.36	22.36
市净率(P/B)	3.13	3.02	2.87	2.73	2.60
市销率(P/S)	0.60	0.55	0.48	0.42	0.36
EV/EBITDA	15.76	12.70	8.48	8.37	5.70

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.31 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	608.40
流通 A 股股本(百万股)	608.40
A 股总市值(百万元)	9,314.62
流通 A 股市值(百万元)	9,314.62
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	78.79
一年内最高/最低(元)	39.34/14.25

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李田	联系人
litiana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

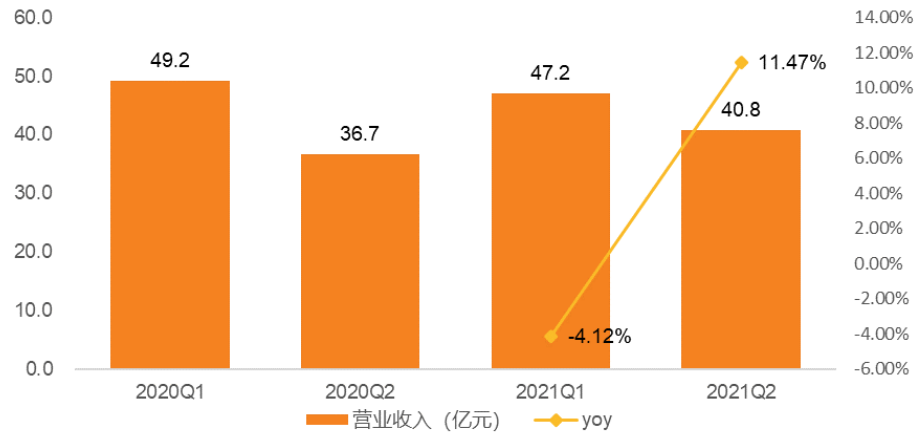
### 相关报告

- 《家家悦-年报点评报告:展店提速+改造升级推动收入逐季改善,4Q17 单季增速 10.13%!》2018-04-10
- 《家家悦-公司点评:受让青岛维客 51% 股权并增资,强化供应链优势同时提速青岛门店落地!》2017-12-26
- 《家家悦-季报点评:同店改善 & 展店推进共致业绩同比+25.94%,供应链变革 & 践行合伙人机制稳固区域生鲜龙头!》2017-10-16

## 1. 事件

公司发布 2021 中报，2021H1 公司实现营收 88.0 亿元/+2.5%，实现归母净利润 1.8 亿元 /-36.1%，实现扣非归母净利润 1.5 亿元/-46.0%。分季度看，21Q1/Q2 实现营收 47.2/40.8 亿元，同比-4.1%/+11.5%，实现归母净利润 1.3/0.6 亿元，同比-27.2%/-50.2%。

图 1：2020 及 2021H1 营收（亿元）及同比增速（%）



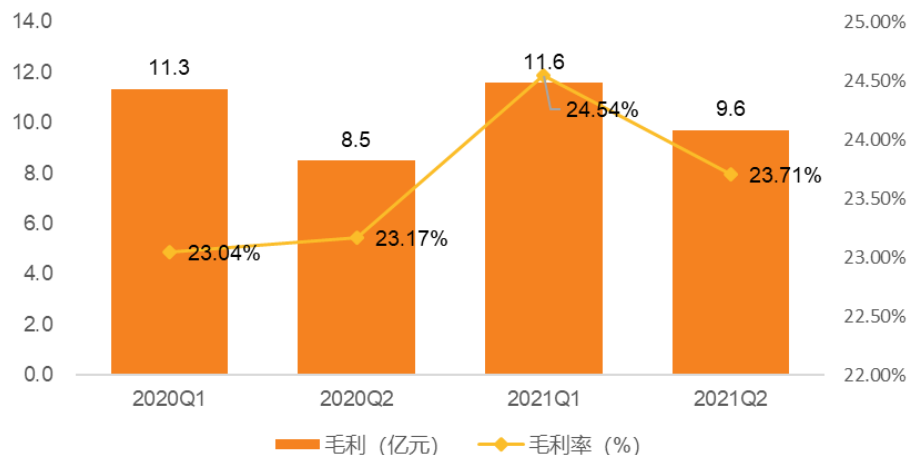
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 点评

**收入：**山东省实现营收 67.6 亿元/-8.1%，省外地区 12.5 亿元/+78.1%。自有品牌营收同比增 10.4%，收入占比超 12%。

**毛利率：**2021 年 H1 实现毛利率 24.2%/+1.1pct，分季度看，Q1、Q2 毛利率分别为 24.5%/+1.5pct、23.7%/+0.5pct。

图 2：2020 及 2021H1 毛利润（亿元）及毛利率（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

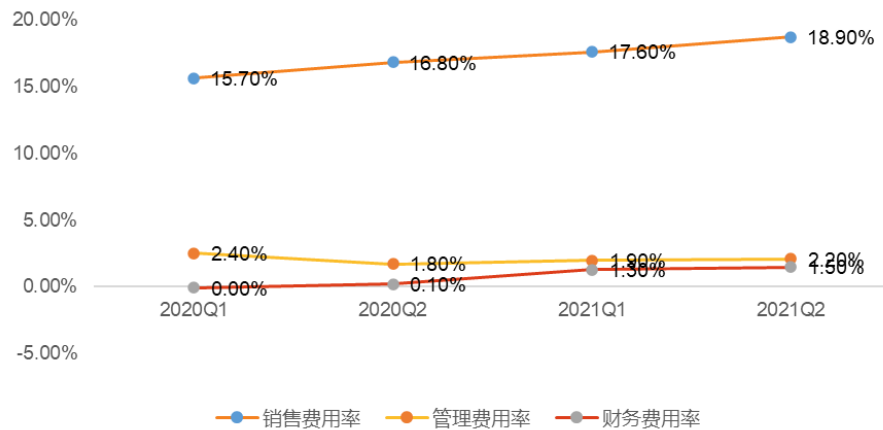
**新开店：**省外开店节奏放缓，新开店主要在烟威、河北等相对成熟的区域。截至 2021H1 公司直营连锁门店数量 942 家，其中大卖场/综合超市/百货店/宝宝悦等其他业态 232/631/13/66 家；加盟店 35 家。上半年报告期内新增直营门店 68 家：新开店 42 家，其中

大卖场/综合超市/其他业态 18/ 18/ 6 家；闭店 23 家；Q1 并表内蒙古维乐惠。

**开店：**2021H1 大卖场/ 综合超市/ 百货店/ 其他业态门店数量分别为 147/ 531/ 13/ 53 家，总额法收入同比-11.5%/ -16.2%/ +18.4%/ -4.7%。整体来看，同店下降主要受社区团购、前置仓等新兴零售业态的冲击以及用户消费疲软、CPI 下行等因素影响。可比门店客流量 21Q1 同比有所下降，21Q2 同比增 3.4%。

**费用端：**21H1 销售费用 16.0 亿元/+15.2%，主要受新增门店营销投入及去年同期疫情社保减免影响，销售费用率 18.1%；管理费用 1.8 亿元/-4.4%，管理费用率 2.0%；财务费用 1.2 亿元/+6281.1%，主要因公司执行新租赁准则影响，财务费用率 1.4%。

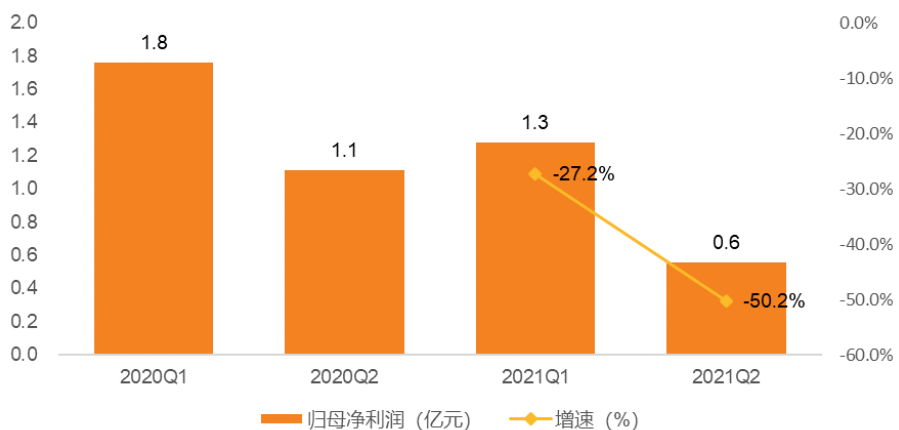
图 3：2020 及 2021H1 期间费率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**利润端：**21H1 实现归母净利润 1.8 亿元/-36.1%，实现扣非归母净利润 1.5 亿元/-46.0%。分季度看，Q1、Q2 分别实现归母净利润 1.3/0.6 亿元，同比-27.2%/-50.2%。主因①去年疫情因素影响，同期同店销售增长较高、社保减免等政策影响同期利润规模较高；②去年起开店加快导致前期培育费用较高；③新租赁准则影响。

图 4：2020 及 2021H1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**数字化+供应链双轮驱动，不断提升经营效率。**公司初步完成供应链区域战略布局，济南莱芜、河北张家口的生鲜加工项目已投入使用，加强了门店生鲜加工商品的服务能力，精细化管理持续推进。公司陆续启动了 JDA 空间管理于智补系统，通过立体渗透融合线上线用户信息及消费数据，打通资金流、数据流和商品流。未来通过大数据平台进行整合作用，供应链效率亟待提升。

### 3. 投资建议

公司从山东地区生鲜经营龙头起步，①业态布局完备，②强总部、重后台、深度拓展供应链，③业务模式数字化和灵活管理三箭齐发铸就高效流通的区域零售龙头，现采取物流线性，开店、收购并举的策略，开展异地扩张之路，鲁西、河北、淮北、内蒙、苏北等地市场空间广阔，我们认为公司相对当地零售企业具备优势。新业态冲击、CPI 下行、消费下滑叠加扩张加快影响当期利润，随着后续门店加密和不断整合提升门店经营效率、社区团购监管下扩张趋缓有望改善竞争，公司经营有望不断攀升。由于公司 21H1 业绩不达预期，预计 2021-2023 年归母净利润从 4.8、4.7、4.8 亿元下调到 3.4、3.6、4.1 亿元，维持买入评级。

### 4. 风险提示

门店拓展不及预期；跨区域扩张大幅拖累业绩；同店大幅下降。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,702.69	2,083.40	1,521.08	1,747.72	3,048.35
应收票据及应收账款	37.72	68.26	20.09	81.42	35.31
预付账款	357.60	453.08	351.23	605.56	515.92
存货	2,118.19	2,083.16	3,124.45	2,859.10	4,008.35
其他	297.42	275.81	261.60	321.12	312.39
<b>流动资产合计</b>	<b>4,513.62</b>	<b>4,963.72</b>	<b>5,278.45</b>	<b>5,614.91</b>	<b>7,920.32</b>
长期股权投资	209.66	211.22	211.22	211.22	211.22
固定资产	2,386.93	2,725.21	2,740.45	2,725.18	2,678.59
在建工程	147.34	294.18	212.51	175.51	135.30
无形资产	188.48	392.07	365.89	339.70	313.52
其他	1,058.99	1,211.85	1,078.85	967.05	831.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,991.40</b>	<b>4,834.53</b>	<b>4,608.92</b>	<b>4,418.65</b>	<b>4,170.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,505.02</b>	<b>9,798.25</b>	<b>9,887.36</b>	<b>10,033.56</b>	<b>12,090.90</b>
短期借款	160.00	525.93	156.51	728.44	0.00
应付票据及应付账款	2,904.86	2,690.85	3,101.96	3,553.98	4,085.18
其他	2,295.00	2,730.86	2,997.31	1,879.60	3,917.05
<b>流动负债合计</b>	<b>5,359.86</b>	<b>5,947.64</b>	<b>6,255.77</b>	<b>6,162.01</b>	<b>8,002.23</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	30.52	0.00
应付债券	0.00	557.73	185.91	247.88	330.50
其他	74.64	70.08	70.61	71.78	70.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>74.64</b>	<b>627.81</b>	<b>256.51</b>	<b>350.17</b>	<b>401.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,434.50</b>	<b>6,575.45</b>	<b>6,512.29</b>	<b>6,512.18</b>	<b>8,403.56</b>
少数股东权益	153.13	197.88	191.19	183.76	175.40
股本	608.40	608.40	608.40	608.40	608.40
资本公积	1,162.93	1,162.95	1,162.95	1,162.95	1,162.95
留存收益	2,308.45	2,431.88	2,575.49	2,729.21	2,903.54
其他	(1,162.40)	(1,178.32)	(1,162.95)	(1,162.95)	(1,162.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,070.52</b>	<b>3,222.80</b>	<b>3,375.07</b>	<b>3,521.38</b>	<b>3,687.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,505.02</b>	<b>9,798.25</b>	<b>9,887.36</b>	<b>10,033.56</b>	<b>12,090.90</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	447.95	402.23	336.14	359.83	408.08
折旧摊销	312.37	395.17	152.61	158.46	162.97
财务费用	(0.00)	18.26	266.19	305.85	351.73
投资损失	(29.02)	(13.21)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(126.82)	2,021.76	(52.52)	(658.05)	1,690.54
其它	68.33	(2,096.83)	6.41	(3.06)	(16.04)
<b>经营活动现金流</b>	<b>672.81</b>	<b>727.39</b>	<b>703.84</b>	<b>158.03</b>	<b>2,592.29</b>
资本支出	871.17	979.05	59.48	78.83	50.95
长期投资	90.36	1.56	0.00	0.00	0.00
其他	(2,001.49)	(1,840.35)	(141.40)	(162.80)	(81.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,039.96)</b>	<b>(859.74)</b>	<b>(81.92)</b>	<b>(83.97)</b>	<b>(30.05)</b>
债权融资	160.00	1,083.65	342.42	1,006.83	330.50
股权融资	(4.45)	(34.83)	(250.82)	(305.85)	(351.73)
其他	(321.43)	(550.00)	(1,275.84)	(548.40)	(1,240.38)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(165.87)</b>	<b>498.82</b>	<b>(1,184.25)</b>	<b>152.58</b>	<b>(1,261.61)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(533.02)</b>	<b>366.46</b>	<b>(562.33)</b>	<b>226.64</b>	<b>1,300.64</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,263.76</b>	<b>16,678.47</b>	<b>19,013.45</b>	<b>21,846.46</b>	<b>25,123.43</b>
营业成本	11,929.24	12,762.81	14,393.19	16,537.77	18,980.75
营业税金及附加	52.51	58.17	76.05	87.39	100.49
营业费用	2,406.22	2,944.37	3,441.44	3,976.06	4,597.59
管理费用	318.74	333.11	412.59	476.25	552.72
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4.56	18.95	266.19	305.85	351.73
资产减值损失	3.82	(4.28)	0.26	0.26	0.26
公允价值变动收益	0.38	0.00	13.46	4.49	(7.48)
投资净收益	29.02	13.21	5.00	5.00	5.00
其他	(87.66)	(33.03)	(36.92)	(18.97)	4.95
<b>营业利润</b>	<b>606.94</b>	<b>585.15</b>	<b>442.20</b>	<b>472.37</b>	<b>537.42</b>
营业外收入	10.33	14.02	11.16	12.05	13.02
营业外支出	11.10	15.94	14.57	14.71	17.74
<b>利润总额</b>	<b>606.17</b>	<b>583.23</b>	<b>438.79</b>	<b>469.71</b>	<b>532.69</b>
所得税	158.22	181.00	109.70	117.43	133.17
<b>净利润</b>	<b>447.95</b>	<b>402.23</b>	<b>329.09</b>	<b>352.29</b>	<b>399.52</b>
少数股东损益	(9.60)	(25.38)	(7.05)	(7.55)	(8.56)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>457.55</b>	<b>427.61</b>	<b>336.14</b>	<b>359.83</b>	<b>408.08</b>
每股收益(元)	0.75	0.70	0.55	0.59	0.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.90%	9.27%	14.00%	14.90%	15.00%
营业利润	18.30%	-3.59%	-24.43%	6.82%	13.77%
归属于母公司净利润	6.43%	-6.54%	-21.39%	7.05%	13.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.85%	23.48%	24.30%	24.30%	24.45%
净利率	3.00%	2.56%	1.77%	1.65%	1.62%
ROE	15.68%	14.14%	10.56%	10.78%	11.62%
ROIC	300.30%	60.82%	41.91%	42.89%	32.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.90%	67.11%	65.86%	64.90%	69.50%
净负债率	-50.24%	-31.02%	-34.92%	-21.04%	-73.71%
流动比率	0.84	0.83	0.84	0.91	0.99
速动比率	0.45	0.48	0.34	0.45	0.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	401.42	314.76	430.43	430.43	430.43
存货周转率	8.96	7.94	7.30	7.30	7.32
总资产周转率	1.95	1.82	1.93	2.19	2.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	0.70	0.55	0.59	0.67
每股经营现金流	1.11	1.20	1.16	0.26	4.26
每股净资产	4.80	4.97	5.23	5.49	5.77
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.95	21.34	27.15	25.36	22.36
市净率	3.13	3.02	2.87	2.73	2.60
EV/EBITDA	15.76	12.70	8.48	8.37	5.70
EV/EBIT	21.59	18.75	10.31	10.07	6.75

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com