

家家悦集团股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4487号

联合资信评估股份有限公司通过对家家悦集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持家家悦集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA**，维持“家悦转债”信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受家家悦集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

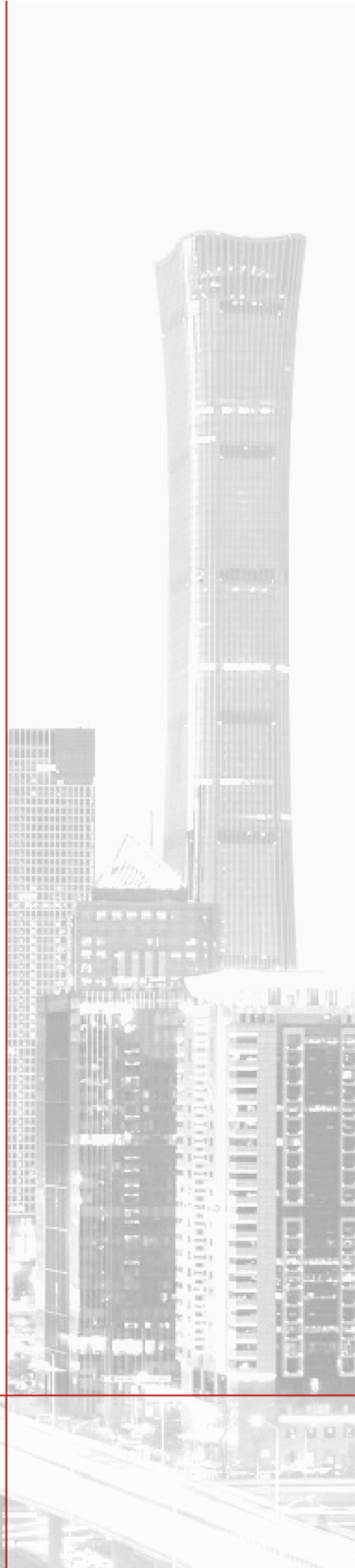
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



家家悦集团股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
家家悦集团股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/19
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东省连锁零售民营上市公司。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；经营方面，公司经营综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市、百货店、零食店、折扣店、便利店等不同细分业态，直营门店数量有所增加，超市连锁经营业务在山东省内市场表现良好。2023 年，公司营业收入规模保持稳定，受益于期间费用管理能力的提升以及减值损失计提的减少，公司利润总额同比有所增长，需关注新店经营风险。财务方面，公司货币资金充足，资产质量较好；经营获现能力良好；债务规模有所收缩，但债务负担仍重，偿债能力指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司将根据市场需求变化，围绕新店发展、老店提升、供应链优化、创新升级、提质增效等进行重点突破，同时随着各项经营持续推进以及物流项目效益逐步释放，公司在山东省内外市场占有率有望得到巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，盈利出现可观增长且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- 公司超市连锁经营业务在山东省内市场地位稳定。**跟踪期内，公司在山东省内市场表现良好，形成了威海及烟台地区为主的超市网络布局，市场地位稳定。
- 完成定增，公司资本实力有所增强。**2023 年 4 月，公司完成非公开发行股票，募集资金总额为 4.08 亿元，2024 年 3 月末公司实收资本和所有者权益分别增至 6.38 亿元和 26.38 亿元。

关注

- 公司整体债务负担重。**截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.56%、68.37%和 61.34%。
- 关注新店经营风险。**公司新开门店需要一定的培育期，在区域市场逐步建立品牌影响力，其盈利能力及未来经营管理情况存在不确定性。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	2
			资产质量	3
			盈利能力	4
		资本结构	现金流量	1
				4
			偿债能力	2
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

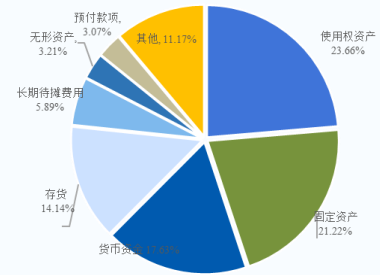
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

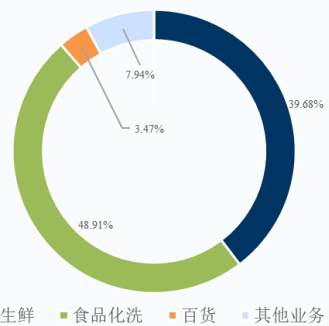
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.72	26.29	25.98
资产总额（亿元）	143.92	142.86	143.06
所有者权益（亿元）	20.71	25.47	26.38
短期债务（亿元）	19.59	18.35	15.17
长期债务（亿元）	43.65	40.81	41.86
全部债务（亿元）	63.24	59.15	57.03
营业总收入（亿元）	181.84	177.63	51.89
利润总额（亿元）	0.97	2.11	1.93
EBITDA（亿元）	13.84	14.40	--
经营性净现金流（亿元）	13.39	16.14	7.02
营业利润率（%）	22.83	23.44	23.61
净资产收益率（%）	1.29	5.33	--
资产负债率（%）	85.61	82.17	81.56
全部债务资本化比率（%）	75.33	69.90	68.37
流动比率（%）	66.36	72.21	73.22
经营现金流动负债比（%）	17.13	21.46	--
现金短期债务比（倍）	0.90	1.43	1.71
EBITDA 利息倍数（倍）	5.15	6.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.57	4.11	--
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	87.14	93.00	--
所有者权益（亿元）	19.19	26.87	--
全部债务（亿元）	19.83	19.75	--
营业总收入（亿元）	161.64	155.60	--
利润总额（亿元）	0.58	4.23	--
资产负债率（%）	77.98	71.10	--
全部债务资本化比率（%）	50.83	42.36	--
流动比率（%）	93.95	108.54	--
经营现金流动负债比（%）	9.80	6.27	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务
资料来源：联合资信根据公司提供的资料、公司审计报告和财务报表整理

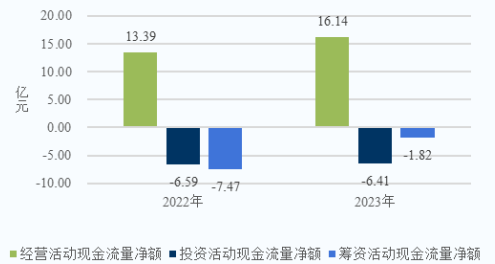
2023 年底公司资产构成



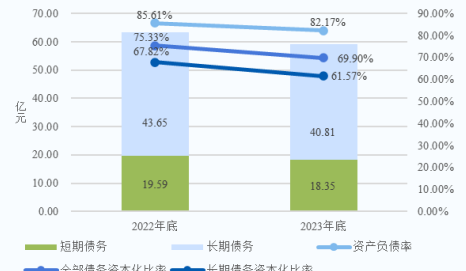
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
家悦转债	6.45 亿元	6.45 亿元	2026/06/05	可转债到期后 5 个工作日内，公司将按债券面值的 110%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/21	王喜梅 刘祎烜	零售行业企业信用评级方法 V4.0.202208 零售企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	2019/09/05	侯珍珍 李 昆	原零售行业企业信用评级方法（2018.12.21）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李林洁 lilj@lhratings.com

项目组成员：王喜梅 wangxm@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是由威海市国资委旗下威海市副食品公司于1997年进行员工持股改制后，逐步发展成的股份制公司。2016年11月，经中国证券监督管理委员会证监发行字(2016)2612号《关于核准家家悦集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》核准，公司首次公开发行9000.00万股人民币普通股，总股本增至36000.00万股；证券简称“家家悦”，证券代码：603708.SH。2023年4月，公司完成非公开发行股票（3893.42万股），募集资金总额为4.08亿元，由公司控股股东家家悦控股集团股份有限公司（以下简称“家家悦控股”）认购。2024年3月末，家家悦控股直接持有公司股份62.94%，并通过一致行动人威海信悦投资管理有限公司（以下简称“信悦投资”）间接持有7.45%股份，合计持股比例为70.39%，控股股东质押股份占其所持公司股权比例和公司总股本比例分别为16.59%和10.44%。王培桓先生为家家悦控股的控股股东，为公司实际控制人，所持公司股权无质押。2024年3月末，公司注册资本和实收资本（股本）均为6.38亿元。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，主业超市连锁经营，以综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市为主要业态，按照联合资信行业分类标准划分为零售企业。

截至2023年底，公司合并资产总额142.86亿元，所有者权益25.47亿元（含少数股东权益0.08亿元）；2023年，公司实现营业总收入177.63亿元，利润总额2.11亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额143.06亿元，所有者权益26.38亿元（含少数股东权益0.13亿元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入51.89亿元，利润总额1.93亿元。

公司注册地址：山东省威海市昆明路45号；法定代表人：王培桓。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公募债券如下表，跟踪期内“家悦转债”已按期足额支付当期利息。2024年3月末，“家悦转债”募集资金已按照募集资金用途投入募投项目3.00亿元，剩余募投资金3.04亿元（不含补流）尚未使用。“家悦转债”转股期为2020年12月14日至2026年6月4日，截至2024年6月17日，未转股余额为64490.30万元，未转股比例为99.98%。

图表1·跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
家悦转债	6.45	6.45	2020/06/05	6年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

2023 年，零售市场主体加快复商复市，消费市场企暖回升，社会消费品零售总额增速转正。受公共卫生事件长期影响，现阶段收入和消费增长仍属恢复性增长，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有待提升。细分业态看，2023 年，百货业态增长乏力，新开门店数量仍处于低水平；受生鲜电商和社区团购对日常消费品市场空间的逐步挤压，传统连锁超市遭受较大经营压力；网络零售占社会消费品零售总额的比重趋于稳定，对线下消费的影响正逐渐减小。政策方面，近年来，中央部委出台的零售业相关政策主要以推动电子商务、拓展零售新业态和促进农村消费升级为主，地方性商务局出台的相关政策主要以推动区域实体零售落地、打造消费场景，提升客流量以扩大消费。长期看，在扩大内需、促进消费政策带动下，各地方各领域不断创新消费场景、优化消费环境以支撑消费增长，零售行业有望保持平稳升级的发展态势。完整版行业分析详见《[2024 年零售行业信用风险展望](#)》。

2 区域环境分析

2023 年，威海市区域经济持续增长，公司所经营的零售业依赖区域内经济基础和消费环境，对服务地区居民生活有重要贡献。

2023 年，威海市地区经济保持增长，地区生产总值在山东省中位列第 11 名。经济总量方面。2023 年，威海市实现地区生产总值（GDP）3513.54 亿元，（按可比价格计）同比增长 5.7%，第一产业增加值（368.68 亿元）、第二产业增加值（1331.58 亿元）、第三产业增加值（1813.28 亿元）分别增长 4.6%、6.4%和 5.3%。威海市城镇新增就业 3.87 万人，全年居民消费价格上涨 0.1%；居民人均可支配收入和人均消费支出分别增长 5.5%和 6.7%至 49221 元和 29116 元，居民食品烟酒消费支出占消费总支出的比重 25.3%，其中城镇和农村居民食品烟酒消费支出占消费总支出的比重分别为 24.8%和 27.4%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为山东省连锁零售企业之一，跟踪期内，经营业态保持多元，不断优化区域网络布局，加强供应链体系和仓配体系建设，在区域市场保持较强竞争优势；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，公司完成非公开发行股票，注册资本和实收资本有所提升，控股股东和实际控制人未变化。

企业规模和竞争力方面。公司是山东省连锁零售企业之一，在省内威海及烟台地区的市场表现良好，跟踪期内经营业态保持多元，品类以生鲜食品类商品为特色，重点发展山东及周边京冀蒙地区与皖北、苏北市场，不断完善连锁网络布局，下沉社区和乡镇市场；搭建生鲜农产品从基地采购、后标准化、生鲜加工、冷链物流的全产业链运营体系，分区域建设物流园区和物流中心，具备农产品从基地采购、冷链仓储、生鲜加工、终端零售的全产业链运营能力，形成较为高效的供应链平台体系；通过信息系统提升仓储物流运营效率；提高线上线下全渠道协同服务能力，线上订单和销量保持增长。2023 年末，公司会员数量达 1430.97 万人（较上年底增长 15.83%），新增会员 195.59 万人，会员对门店销售的贡献率约 70.29%。

信用记录方面。根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91371000166697725Y），截至 2024 年 5 月 31 日，公司本部未结清信贷信息中无不良和关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中存在 3 笔不良关注类贷款，主要系公司于 2007 年承兑到期时因内部操作问题当日未能及时划款，次日已立即还清。

截至 2024 年 6 月 11 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司被列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度无变化，高级管理人员、董事会和监事会成员均无变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司营业总收入及综合毛利率同比保持稳定。

2023年，公司营业总收入超过90%源于主营业务收入；主营业务收入以生鲜、食品化洗和百货收入为主，占比较大的生鲜和食品化洗收入同比分别下降7.49%和增长2.45%，各业务毛利率保持稳定。2024年1-3月，公司营业总收入同比增长5.73%，综合毛利率同比变动不大。

图表2·2022—2023年及2024年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生鲜	76.20	41.91%	17.18%	70.49	39.68%	17.71%	20.71	39.91%	18.02%
食品化洗	84.79	46.63%	19.38%	86.87	48.91%	19.85%	25.36	48.87%	19.27%
百货	6.24	3.43%	34.77%	6.16	3.47%	35.58%	1.61	3.10%	33.97%
小计	167.23	91.97%	18.95%	163.53	92.06%	19.52%	47.68	91.89%	19.22%
其他业务	14.61	8.03%	72.48%	14.10	7.94%	74.44%	4.21	8.11%	78.51%
合计	181.84	100.00%	23.25%	177.63	100.00%	23.88%	51.89	100.00%	24.04%

注：1.其他业务主要为促销服务收入，公司向供应商提供陈列促销等服务，公司根据合同约定提供服务后，开具结算单并经供应商核对无误开具发票时确认收入；2.同比变动差异系四舍五入造成资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司继续完善区域网络布局，网点布局仍以威海及烟台为主，以自营与加盟结合的模式拓展市场，多业态发展，门店拓展速度有所提升；开业两年以上门店数量小幅增长，销售收入及坪效同比变化不大；门店获取方式主要为租赁，存在一定换租风险。

公司主营业务为超市连锁经营，主要收入来源于综合超市和社区生鲜食品超市等。公司门店商品销售模式中，超市以自营为主，百货店以租赁为主。2023年，公司调整优化区域内门店的网络布局与业态组合，优化门店商品结构，提升服务能力，全年新开门店110家（2022年新开49家），包括新业态悦记零食店56家和好惠星折扣店7家；同时，公司根据市场环境，对亏损且未来预计无法改善的门店适度加大闭店力度，闭店57家（2022年闭店53家）。截至2023年底，公司拥有直营门店共991家，较期初净增加24家，山东省内门店占86.68%，布局以威海及烟台为核心，省外地区主要分布在北京、河北、江苏、安徽及内蒙古。2023年末，公司开业两年以上门店数量合计865家，较上年底增长2.61%。公司开业两年以上门店总收入同比变化不大，店面坪效同比变化不大。

图表3·公司开业两年以上门店业态同比分析

业态	门店数量（家）	2023年主营业务收入（亿元）	收入同比增减（%）	坪效（元/平米/月）
综合超市	228	88.27	-0.24	1124.62
社区生鲜食品超市	354	40.66	-5.84	1195.06
乡村超市	223	19.32	-2.23	1164.13
百货店	12	0.10	-26.01	932.01
其他业态	48	1.18	-8.41	594.94
总计	865	149.53	-2.17	1135.19

注：上表中坪效计算：主营业务收入（总额法）/门店经营面积/月数资料来源：联合资信根据公司资料整理

从运营模式来看，公司各业态门店以租赁为主，自有为辅。2023年末，公司拥有自有门店共67家，租赁门店共927家，合计994家¹，自有门店数量较上年底变化不大（减少1家），租赁门店增加25家。此外，公司加盟店数量58家，较上年底增加20家，总面积1.64万平方米。

图表4•2023年末公司已开业门店分布情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量(家)	建筑面积(万平方米)	门店数量(家)	建筑面积(万平方米)
山东省	综合超市	22	15.27	168	111.28
	社区生鲜食品超市	14	3.64	332	44.48
	乡村超市	11	1.41	213	21.12
	其他业态	14	7.26	87	40.29
省外地区	综合超市	5	4.57	65	42.40
	社区生鲜食品超市	1	0.29	49	8.77
	乡村超市	--	--	3	0.38
	其他业态	--	--	10	0.19
合计		67	32.43	927	268.90

注：其他业态主要包括便利店、宝宝悦、电器等
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

租金成本方面来看，2023年，公司平均单位租金较上年减少0.33元/平方米/月至19.25元/平方米/月，平均单位租金成本变化不大。公司门店获取以租赁方式为主，存在一定换租风险。

图表5•2023年公司门店租金情况

业态	门店数量(家)	2023年单位租金(元/㎡/月)	单位租金同比增减(元/㎡/月)
综合超市	233	20.75	-0.94
社区生鲜食品超市	381	20.57	0.32
乡村超市	216	11.19	0.14
百货店	12	14.73	1.17
其他业态	85	18.41	3.86
总计	927	19.25	-0.33

注：上表单位租金本同期均为直线法数据
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司不断提升供应链效率，完善物流中心等供应链体系建设，未来仍需一定资金投入。

跟踪期内，公司进一步强化供应链体系建设。2023年末，公司已建成并投入使用的7处常温物流中心和8处生鲜物流中心（新增1处）面积合计约35万平方米，以及7处生鲜加工中心、中央厨房等农产品加工设施的厂房面积合计约20万平方米，分布在山东省威海、烟台、济南、青岛及河北省张家口、安徽省淮北等地，承接公司自有零售业务。2023年，公司常温仓日均吞吐量超过33万件，生鲜仓日均吞吐量约3400吨；各物流中心配送车辆总计约790部，其中冷链运输车辆约为780部，较上年增加10部。

2024年3月末，公司主要在建项目未来预计需投入约4.15亿元，其中济南综合物流中心项目、烟台顺悦物流项目和淮北综合产业园为物流项目，增强物流与区域、门店的协同，提高配送效率，补充现有物流承接力的同时满足未来拓店区域的供应能力。

图表6•2024年3月末在建项目情况（单位：年、亿元）

业务板块	建筑面积(万平方米)	规划建设期	规划投资	累计投资	资金来源
淮北综合产业园（二期）	3.61	2022—2024	1.69	1.00	自有资金
羊亭商业项目	5.41	2021—2025	3.48	0.56	募投资金

¹ 与期末门店991家数据差异系其中3家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成，这3家门店在自有物业、租赁物业里重复统计所致。

烟台顺悦物流项目	2.67	2023—2024	0.63	0.41	自有资金
济南综合物流中心项目（一期）	1.25	2021—2024	0.72	0.41	自有资金
合计	--	--	6.53	2.38	--

注：建筑面积及投资额可能与建设完成后实际情况存在差异
资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 未来发展

公司的发展规划符合自身经营定位，可行性较高。

公司以超市为核心主业，不断增加区域布局密度并推进城乡一体化发展，将发展成为多业态、全渠道、全产业链、全国化的零售企业；增强数字化能力和供应链能力，用数字和技术驱动核心竞争力，建立科技驱动、开放共享的供应链服务平台，向综合型、平台型、科技型零售商转变，融合线上线下技术，为消费者和合作伙伴提供高效服务。

（四）财务方面

公司提供 2023 年合并财务报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；提供的 2024 年一季度财务数据未经审计。2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的下属企业共计 72 家，相比 2022 年末新设 5 家、减少 1 家。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

1 主要财务数据变化

2023 年末，公司资产规模变动不大，以非流动资产为主，货币资金充裕，资产质量和流动性较好。

2023 年末，公司资产规模较 2022 年末变化不大；资产结构以非流动资产为主，非流动资产比重较上年末小幅下降 1.95 个百分点。

2023 年末，公司流动资产较上年末增长 4.63%。其中货币资金和存货所占比重较高，货币资金较上年末增长 47.17%，存货较上年末下降 21.55%，主要系公司完成非公开发行以及备货减少所致。同年末，公司非流动资产较上年末小幅下降 3.77%，主要由固定资产、使用权资产和长期待摊费用等科目构成，上述科目较上年末变动不大。

资产受限方面。2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面余额合计占同期末资产总额的 2.32%，受限资产占比很低。

图表 7 • 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额账面余额	受限原因
货币资金	1.20	各类保证金、在途资金
投资性房地产	0.62	
固定资产	0.76	办理抵押、信用证借款
无形资产	0.73	
合计	3.32	--

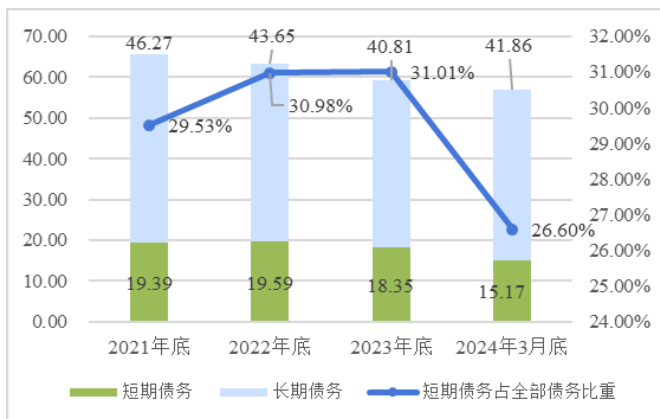
资料来源：联合资信根据公司资料整理

2023 年末，公司完成非公开发行股票，资本实力提升，权益结构稳定性较好；债务规模较上年末下降，期限结构偏长期，整体债务负担重。

2023 年末，公司所有者权益较上年末增长 22.99%，主要系非公开发行股票所致，少数股东权益占比很低，归属母公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，未分配利润较上年末小幅增长。

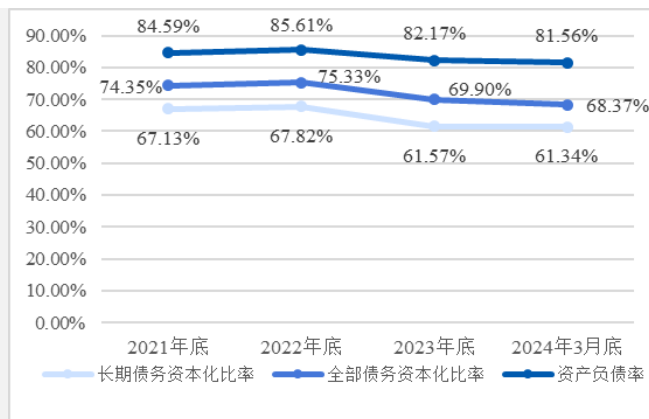
2023 年末，公司负债规模较上年末下降 4.73%，以流动负债（占 64.07%）为主，负债结构较上年末变化不大，其中短期借款较上年末下降 50.87%至 2.58 亿元（信用证、票据及保理借款占 55.42%，信用借款占 30.98%），无长期借款，合同负债和租赁负债规模大（较上年末变化不大）；全部债务较上年末下降 6.46%，以长期债务（占 68.99%）为主，全部债务资本化比率较上年末下降 5.43 个百分点。公司整体债务负担重。

图表8·公司有息债务规模及结构变化趋势（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表9·公司债务相关指标变动趋势



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023年，公司营业总收入基本保持稳定，受益于运营效率提升、租金等费用减少以及银行融资成本下降，期间费用小幅下降，整体盈利能力指标有所提升。

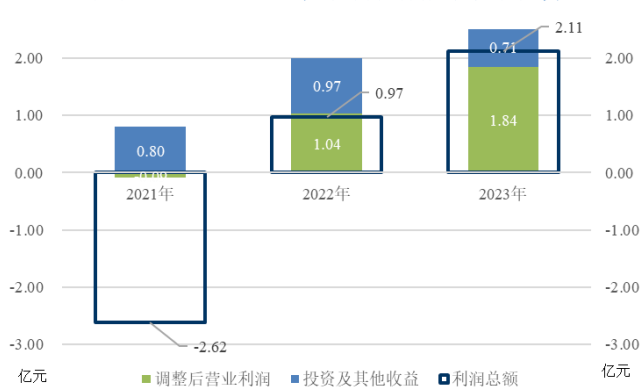
2023年，公司营业总收入保持稳定，受益于运营效率提升、租金等费用减少以及银行融资成本下降，期间费用同比小幅下降，经营性利润提升带动利润总额同比增长117.62%，其他收益和资产处置收益对利润形成一定补充，两者合计对利润总额的贡献度同比基本持平（占当期利润总额的比重为29.65%），公司盈利能力相关指标有所提升。

图表10·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	181.84	177.63	51.89
毛利润	42.28	42.41	12.47
其他收益	0.43	0.40	0.09
资产处置收益	0.33	0.23	0.05
减值损失(合计)	-0.46	-0.10	-0.05
利润总额	0.97	2.11	1.93
营业利润率	22.83%	23.44%	23.61%
期间费用率 (%)	22.26%	22.40%	20.08%
总资本收益率 (%)	3.52%	4.32%	--
净资产收益率 (%)	1.29%	5.33%	--

注：减值损失为资产减值损失和信用减值损失
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表11·2021—2023年公司利润构成及变化趋势



注：调整后的营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-费用总额
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023年，公司经营获现能力良好，筹资活动前现金净流入规模持续增加，考虑到在物流项目与门店拓展方面持续投入，仍存在对外融资需求。

2023年，公司经营活动现金流净额保持增长，主要源于利润增加带来现金流和库存优化减少，经营获现能力良好；投资活动净流出规模变动不大，筹资活动前现金流净额保持增长；公司完成定增并减少银行借款，筹资活动净流出规模大幅收缩。考虑到公司对在建项目的持续投入以及对新开设门店的投入，公司未来仍有一定的外部融资需求。

图表12·公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
经营活动现金流入小计	224.42	222.16	66.10
经营活动现金流出小计	211.03	206.02	59.08
经营活动现金流量净额	13.39	16.14	7.02
投资活动现金流入小计	21.45	9.04	2.01
投资活动现金流出小计	28.04	15.45	4.67

投资活动现金流量净额	-6.59	-6.41	-2.66
筹资活动前现金流量净额	6.80	9.73	4.36
筹资活动现金流入小计	9.93	16.24	2.15
筹资活动现金流出小计	17.41	18.06	8.18
筹资活动现金流量净额	-7.47	-1.82	-6.04
现金收入比(%)	122.21	123.96	126.74
现金及现金等价物净增加额	-0.66	7.91	-1.68

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

2023 年末，公司偿债指标整体有所提升，融资渠道通畅。

2023 年末，公司流动比率和速动比率较上年末有所增长，现金类资产和经营现金对短期债务覆盖程度提升；EBITDA 对利息支出及全部债务的保障能力很强。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	66.36%	72.21%	73.22%
	速动比率	33.45%	45.35%	47.48%
	经营现金/流动负债	17.13%	21.46%	9.57%
	经营现金/短期债务（倍）	0.68	0.88	0.46
	现金类资产/短期债务（倍）	0.90	1.43	1.71
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	13.84	14.40	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.57	4.11	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.21	0.27	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	5.15	6.27	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.98	7.03	12.07

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2024 年 3 月末，公司获得银行授信总额 38.19 亿元，未使用授信余额 28.53 亿元。

2024 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对外担保和作为被告的重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为零售业务主要经营实体，本部财务数据占合并口径比重大。

2023 年末，公司本部资产总额较上年末增长 6.73%至 93.00 亿元，资产结构仍以流动资产为主（占 67.35%），现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 19.83 亿元，应收账款 19.49 亿元，其他应收款 10.21 亿元（主要为内部往来款），长期股权投资 20.87 亿元（较上年末变化不大），主要为对下属企业的投资。

公司本部为零售业务主要经营实体，2023 年本部营业收入为 155.60 亿元，同比小幅下降，本部投资收益和取得投资收到的现金分别为 4.40 亿元和 4.63 亿元，能够覆盖利息费用（0.47 亿元）；通过非公开发行股票以及未分配利润不断积累，本部所有者权益大幅增长；负债总额较上年末变化不大，负债结构以流动负债为主（流动负债占 87.26%），其中应付账款和合同负债规模较大，全部债务较上年末变动不大，债务期限结构偏短期（短期债务占 61.89%），资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别下降 6.88 个百分点和 8.47 个百分点至 71.10%和 42.36%，债务负担一般；本部现金类资产能够覆盖短期债务（现金短期债务比为 1.62 倍）。

（五）ESG 方面

跟踪期内，公司承担一定社会责任并注重环保投入，具有较为全面的制度保障与措施。整体来看，公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司使用绿色、节能、环保的设施设备，在威海常温物流中心、宋村生鲜冷链物流园及荣光工业园建设三处光伏电站，2023 年投入环保资金 341.57 万元，合计发电 846.31 万千瓦时，可节约标准煤 2609 吨，减排二氧化碳 7933 吨、二氧化硫 238 吨、粉尘 2161 吨；2023 年末，公司建设的高密二店分布式光伏项目已投入使用。同时，公司定期组织植树节等公益活动。

社会责任方面，2023 年公司对外捐赠总投入 145.47 万元，包括慈心一日捐等活动捐款和社会工作人员等物资捐赠，并获得“山东慈善奖”等荣誉；扶贫及乡村振兴上，公司在国家乡村振兴重点帮扶县采购农产品约 1.3 万吨，总投入约 6138.81 万元。

治理绩效方面，2023 年，公司股东大会召开 3 次，董事会召开 9 次，审计委员会召开 6 次，薪酬与考核委员会召开 3 次，战略委员会召开 1 次；公司不断安排并督促董高监人员学习，提升公司治理水平，并发布《2023 年度内部控制评价报告》。

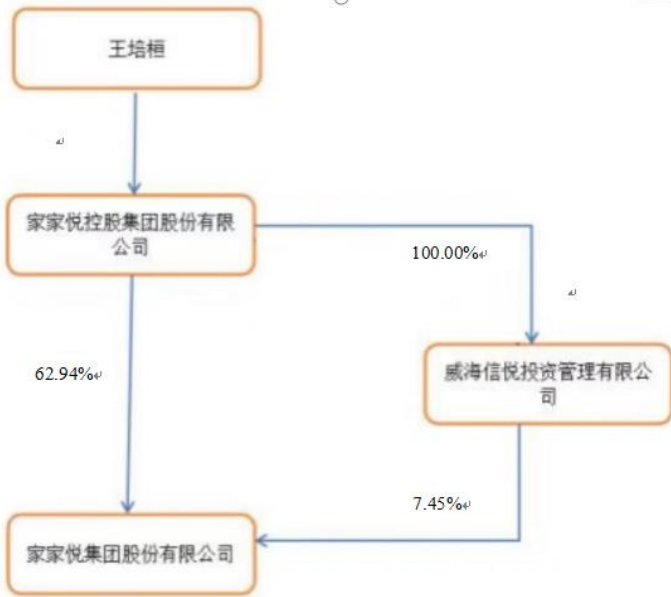
八、债券偿还能力分析

2024 年 5 月末，公司由联合资信评级的“家悦转债”余额 6.449 亿元，2026 年 6 月到期，存续债券设置有转股条款且已处于转股期，最新转股价格为 35.80 元/股（2024 年 6 月 24 日起执行），未来若存续债券转为公司股票，公司实际偿还压力将减轻。

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“家悦转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.72	26.29	25.98
应收账款（亿元）	1.22	0.98	1.67
其他应收款（亿元）	1.21	1.43	1.72
存货（亿元）	25.74	20.20	18.87
长期股权投资（亿元）	1.92	1.81	1.79
固定资产（亿元）	31.51	30.32	29.81
在建工程（亿元）	0.80	2.16	2.19
资产总额（亿元）	143.92	142.86	143.06
实收资本（亿元）	6.08	6.47	6.38
少数股东权益（亿元）	0.09	0.08	0.13
所有者权益（亿元）	20.71	25.47	26.38
短期债务（亿元）	19.59	18.35	15.17
长期债务（亿元）	43.65	40.81	41.86
全部债务（亿元）	63.24	59.15	57.03
营业总收入（亿元）	181.84	177.63	51.89
营业成本（亿元）	139.56	135.22	39.42
其他收益（亿元）	0.43	0.40	0.09
利润总额（亿元）	0.97	2.11	1.93
EBITDA（亿元）	13.84	14.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	222.23	220.20	65.76
经营活动现金流入小计（亿元）	224.42	222.16	66.10
经营活动现金流量净额（亿元）	13.39	16.14	7.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.59	-6.41	-2.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.47	-1.82	-6.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	122.32	131.62	--
存货周转次数（次）	5.60	5.89	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.24	--
现金收入比（%）	122.21	123.96	126.74
营业利润率（%）	22.83	23.44	23.61
总资本收益率（%）	3.52	4.32	--
净资产收益率（%）	1.29	5.33	--
长期债务资本化比率（%）	67.82	61.57	61.34
全部债务资本化比率（%）	75.33	69.90	68.37
资产负债率（%）	85.61	82.17	81.56
流动比率（%）	66.36	72.21	73.22
速动比率（%）	33.45	45.35	47.48
经营现金流动负债比（%）	17.13	21.46	--
现金短期债务比（倍）	0.90	1.43	1.71
EBITDA 利息倍数（倍）	5.15	6.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.57	4.11	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料、公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	11.61	19.83	--
应收账款（亿元）	19.23	19.49	--
其他应收款（亿元）	9.61	10.21	--
存货（亿元）	11.37	9.13	--
长期股权投资（亿元）	21.07	20.87	--
固定资产（亿元）	5.28	4.93	--
在建工程（亿元）	0.21	0.50	--
资产总额（亿元）	87.14	93.00	--
实收资本（亿元）	6.08	6.47	--
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	--
所有者权益（亿元）	19.19	26.87	--
短期债务（亿元）	12.31	12.22	--
长期债务（亿元）	7.52	7.53	--
全部债务（亿元）	19.83	19.75	--
营业总收入（亿元）	161.64	155.60	--
营业成本（亿元）	144.71	140.26	--
其他收益（亿元）	0.12	0.09	--
利润总额（亿元）	0.58	4.23	--
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	219.81	218.18	--
经营活动现金流入小计（亿元）	220.69	219.57	--
经营活动现金流量净额（亿元）	5.89	3.62	--
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.28	3.17	--
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.39	0.72	--
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.56	8.04	--
存货周转次数（次）	13.73	13.68	--
总资产周转次数（次）	1.94	1.73	--
现金收入比（%）	135.99	140.22	--
营业利润率（%）	10.35	9.75	--
总资本收益率（%）	2.21	10.19	--
净资产收益率（%）	1.91	15.93	--
长期债务资本化比率（%）	28.16	21.88	--
全部债务资本化比率（%）	50.83	42.36	--
资产负债率（%）	77.98	71.10	--
流动比率（%）	93.95	108.54	--
速动比率（%）	75.02	92.71	--
经营现金流动负债比（%）	9.80	6.27	--
现金短期债务比（倍）	0.94	1.62	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持