

信用评级公告

联合〔2022〕5465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：

二〇二二年六月二十八日

家家悦集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
家家悦集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
家悦转债	AA	稳定	AA	稳定

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
家悦转债	6.45 亿元	6.45 亿元	2026/6/5

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

评级时间: 2022 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
零售行业企业信用评级方法	V3.1.202205
零售企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

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

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
公司股东会已通过非公开发行 A 股方案, 且控股股东全额认购, 给予公司支持				+1

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

评级观点

家家悦集团股份有限公司(以下简称“公司”)是山东省连锁零售企业。跟踪期内, 公司超市连锁经营业务在山东省保持了较高的市场占有率, 并初步完成供应链战略布局, 物流供应链服务能力有所提升。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司开业两年以上可比门店销售收入及坪效有所下降、随着门店快速扩张债务负担加重、商誉存在减值风险以及期间费用对利润影响加大等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

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, 保持公司的持续健康发展。同时, 随着公司完成对新收购零售公司的整合以及物流中心的建成, 公司在山东省内外市场占有率有望继续提升。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 维持“家悦转债”的债项信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

优势

- 区域内市场地位稳定。**公司在山东省内仍保持较高的市场占有率, 形成了山东威海、烟台地区为主的超市网络布局, 市场地位稳定。
- 物流供应链服务能力提升。**跟踪期内, 公司初步完成供应链战略布局, 分区域建设了常温、冷链、生鲜加工和中央厨房一体化的供应链体系, 生鲜产品的深加工能力不断增强。

关注

- 公司盈利能力下降。**2021 年, 受疫情反弹、消费预期转弱、生鲜食品类价格走低及渠道多元化等因素影响, 公司开业两年以上可比门店销售收入及坪效同比下降, 加之新店培育期运营成本较高, 以及执行新租赁准则导致财务费用增加, 期间费用对利润影响加大, 子公司商誉减值计提增加等因素影响, 公司利润总额出现亏损。
- 公司债务规模大幅增长。**截至 2021 年底, 受执行新租赁准则确认租赁负债 40.41 亿元影响, 公司全部债务快速增长

分析师：候珍珍

王喜梅

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

至65.66亿元，债务负担显著上升。

3. **新区域及新店经营风险。**公司新开门店需要一定的培育期，前期运营成本较高且利润较低，同时新拓展区域需在当地市场逐步建立品牌影响力，其盈利能力及未来经营情况存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	17.43	20.85	19.34	25.14
资产总额（亿元）	85.05	97.98	147.02	147.01
所有者权益（亿元）	30.71	32.23	22.66	23.89
短期债务（亿元）	6.97	9.12	19.39	19.82
长期债务（亿元）	0.00	5.58	46.27	44.72
全部债务（亿元）	6.97	14.70	65.66	64.53
营业收入（亿元）	152.64	166.78	174.33	51.08
利润总额（亿元）	6.06	5.83	-2.62	1.77
EBITDA（亿元）	9.19	9.97	9.36	--
经营性净现金流（亿元）	6.73	7.27	14.22	8.63
营业利润率（%）	21.50	23.13	22.84	23.58
净资产收益率（%）	14.59	12.48	-15.64	--
资产负债率（%）	63.90	67.11	84.59	83.75
全部债务资本化比率（%）	18.50	31.32	74.35	72.98
流动比率（%）	84.21	83.46	66.34	69.01
经营现金流动负债比（%）	12.55	12.23	18.41	--
现金短期债务比（倍）	2.50	2.29	1.00	1.27
EBITDA 利息倍数(倍)	*	42.28	3.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.76	1.47	7.01	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	
资产总额（亿元）	65.38	74.68	79.87	
所有者权益（亿元）	23.59	22.69	18.82	
全部债务（亿元）	5.35	12.11	16.87	
营业收入（亿元）	138.32	148.00	152.45	
利润总额（亿元）	3.12	3.10	0.15	
资产负债率（%）	63.92	69.62	76.44	
全部债务资本化比率(%)	18.49	34.79	47.27	
流动比率（%）	104.88	108.64	100.45	
经营现金流动负债比(%)	9.46	2.66	1.34	
现金短期债务比（倍）	2.23	2.32	1.38	

注：2021年一季度公司合并口径财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
家悦转债	AA	AA	稳定	2021/6/28	候珍珍 王喜梅	零售企业信用评级方法 (V3.0.201907) 零售企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
家悦转债	AA	AA	稳定	2019/9/5	候珍珍 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

声 明

一、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。

二、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。

三、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，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

八、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

家家悦集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

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。

截至 2022 年 3 月底，家家悦控股集团股份有限公司（以下简称“家家悦控股”）直接持有公司股份 59.64%，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 7.82% 股份，合计持股比例为 67.46%，为公司控股股东。王培桓先生为家家悦控股的控股股东，是公司实际控制人。公司控股股东和实际控制人所持公司股权均无质押情况。

跟踪期内，公司主要经营业务未发生重大变化。

2021 年，公司优化组织结构，成立新零售事业部、网络拓展部、科技创新中心，具体组织结构变化详见附件 1-2。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 147.02 亿元，所有者权益 22.66 亿元（含少数股东权益 1.06 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 174.33 亿元，利润总额 -2.62 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 147.01 亿元，所有者权益 23.89 亿元（含少数股东权益 0.96 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实

现营业收入 51.08 亿元，利润总额 1.77 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。截至 2022 年 3 月底，“家悦转债”募集资金已按照募集资金用途投入募投项目 2.13 亿元，补充流动资金 2.50 亿元，剩余募投资金 1.85 亿元（不含补流）尚未使用。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
家悦转债	6.45	6.45	2020/6/5	6 年

注：截至 2022 年 5 月 24 日，“家悦转债”未转股余额为 64493.50 万元，未转股比例为 99.99%

资料来源：联合资信整理

“家悦转债”转股期为 2020 年 12 月 14 日至 2026 年 6 月 4 日，截至本报告出具日，未转股余额为 6.45 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业

投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

2021 年实体零售企业持续受疫情影响，大型连锁超市企业经营业绩同比显著下降，部分企业出现亏损。百货、购物中心等业态经营情况有所好转，但部分企业经营业绩仍同比下降，线上消费仍为重要渠道之一。

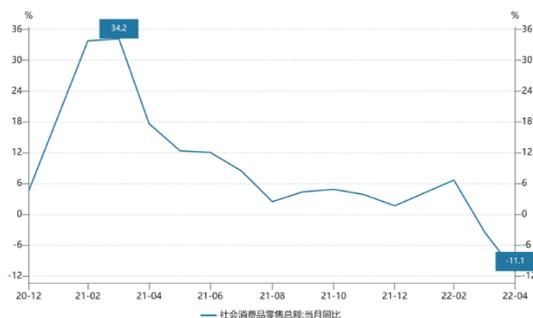
2021 年，社会消费品零售总额 440823 亿元，比上年增长 12.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额 381558 亿元，增长 12.5%；乡村消费品零售额 59265 亿元，增长 12.1%。按消费类型统计，商品零售额 393928 亿元，增长 11.8%；餐饮收入额 46895 亿元，增长 18.6%。

全年限额以上单位商品零售额中，粮油、食

品类零售额比上年增长 10.8%，饮料类增长 20.4%，烟酒类增长 21.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 12.7%，化妆品类增长 14.0%，金银珠宝类增长 29.8%，日用品类增长 14.4%，家用电器和音像器材类增长 10.0%，中西药品类增长 9.9%，文化办公用品类增长 18.8%，家具类增长 14.5%，通讯器材类增长 14.6%，建筑及装潢材料类增长 20.4%，石油及制品类增长 21.2%，汽车类增长 7.6%。

分季度看，2021 年一季度，社会消费品零售总额同比呈增长趋势，峰值为同比增长 34.2%，二季度开始，社会消费品零售总额同比增速持续下降，到 2022 年 3 月初，受新一轮疫情影响，社会消费品零售总额呈同比减少趋势。

图 1 社会零售总额分月同比增速



资料来源: Wind

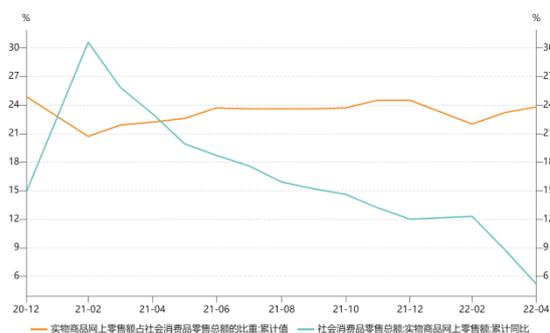
新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，网上零售虽也受到冲击，但增速始终维持正增长。受居家隔离、餐饮停业、农贸市场关停、社区团购兴起等多种因素驱动，大型连锁超市企业 2021 年经营下滑显著，部分企业出现亏损。2021 年，超市龙头企业永辉超市实现营业收入和净利润分别为 910.62 亿元和 -44.95 亿元，同比分别下降 2.29% 和 371.87%。家家悦实现营业收入和净利润分别为 174.33 亿元和 -3.54 亿元，同比分别增长 4.52% 和下降 188.11%。

百货、购物中心、奥莱业态在疫情暂缓期间保持一定规模客流，部分企业经营业绩好于同期。2021 年，百货龙头企业王府井实现营业收入和净利润分别为 127.53 亿元和 13.78 亿元，同比分别增长 10.55% 和 350.33%。百联股份实

现营业收入和净利润分别为 346.50 亿元和 6.33 亿元，同比分别下降 1.62% 和 17.00%。

线上渠道方面，在疫情影响下居民外出意愿下降，加速居民电商消费习惯培养，直播电商、社区团购等新业态快速兴起，行业内竞争激烈程度快速提升。全年实物商品网上零售额 108042 亿元，按可比口径计算，比上年增长 12.0%，增速同比有所下降，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%。

图 2 近年来线上商品渗透率



资料来源: Wind

2022 年一季度，社会消费品零售总额 108659 亿元，同比增长 3.3%。按消费类型分，一季度商品零售 98006 亿元，同比增长 3.6%；餐饮收入 10653 亿元，增长 0.5%。3 月份，商品零售 31298 亿元，同比下降 2.1%；餐饮收入 2935 亿元，下降 16.4%。一季度，全国网上零售额 30120 亿元，同比增长 6.6%。受 2022 年二季度以来多地疫情爆发影响，全年实体零售行业企业经营承压。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，家家悦控股直接持有公司股份 59.64%，通过信悦投资间接持有公司股份 7.82% 股份，合计持股比例为 67.46%，为公司控股股东，王培桓先生为公司实际控制人。公司控股股东和实际控制人所持公司股权均无质押情况。

2. 企业规模及竞争力

公司作为山东省连锁零售企业之一，在区域市场具备较强竞争优势，随着物流战略布局初步完成和数字化建设不断投入，公司供应链服务能力得以提升，已发展成全供应链零售渠道商。

公司是山东省连锁零售企业之一，在省内威海、烟台地区的市场占有率保持在 30% 左右，主营业务为超市连锁经营，以生鲜经营为特色，主要业态为综合超市、社区生鲜食品超市和乡村超市，并不断创新，推出会员店、折扣店等新业态。

跟踪期内，公司立足山东市场，在省外开辟呼和浩特、石家庄等省会城市市场，形成了山东、北京、河北、江苏、安徽及内蒙古跨区域超市网络布局。截至 2021 年底，公司拥有直营门店总数 971 家，加盟店 47 家，门店总数达 1018 家；直营门店中综合超市 253 家、社区生鲜食品超市 407 家、乡村超市 234 家、百货店 13 家以及宝宝悦等其他业态门店 64 家。同时，公司加大与美团、饿了么及京东到家三方平台的业务合作，并通过运营自有家家悦优鲜平台，开通直播、社群团购等新业务模式，提高了线上服务能力。

公司初步完成了供应链战略布局，分区域建设了常温、冷链、生鲜加工和中央厨房一体化的供应链体系，通过自有物流设施支撑连锁网络在覆盖区域内下沉；不断增强生鲜产品的深加工能力，济南、河北张家口的生鲜加工业务快速增长，通过集约化加工各类生鲜半成品、熟食及面食，提升自有品牌的生产加工和市场竞争能力。

此外，公司成立科技创新中心，加大数字化建设投入，实施了数字化供应链、大数据平台、全渠道会员升级等项目，建立智能补货系统，提升运营效率和服务顾客质量。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报

告(统一社会信用代码:91371000166697725Y)，截至 2022 年 6 月 15 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，主要系由于公司于 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 23 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员方面无重大变化；管理方面，公司优化组织结构，成立新零售事业部等部门。

八、重大事项

子公司业绩下滑，计提大额商誉减值损失

2017 年，公司以 3.44 亿元收购青岛维客商业连锁有限公司（以下简称“维客连锁”）51% 股权，维客连锁超市门店主要分布在青岛市，拥有常温物流中心及生鲜加工物流中心，无业绩承诺。2021 年 1 月公司以自有资金 3.75 亿元，收购内蒙古维乐惠超市有限公司（以下简称“维乐惠超市”）70.00% 股权，无业绩承诺。维乐惠超市主要以“维多利超市”品牌在内蒙古自治区从事超市连锁经营业务，以大卖场为主要业态，拥有门店 20 多处，主要分布在呼和浩特市。

2021 年下半年，子公司维客连锁和维乐惠超市受疫情反弹影响较大，经营业绩下滑，公司结合市场经济环境不确定性等因素综合考虑，期末对上述两家子公司形成的商誉进行减值测试，根据中水致远评估有限责任公司出具的资产评估报告，对维客连锁和维乐惠超市分别计提商誉减值损失 0.69 亿元和 2.28 亿元。

表3 截至2021年底/2021年上述子公司主要财务情况
(单位: 亿元)

子公司	商誉		总资产	净资产	营业收入	利润总额
	账面原值	减值准备				
维乐惠超市	3.24	2.28	9.08	-0.90	10.07	-0.68
维客连锁	2.57	0.69	6.99	0.05	8.08	0.18

注: 上表采用总额法核算
资料来源: 公司提供

公司拟非公开发行 A 股股票募集资金, 若完成发行, 资本实力将增强。

2022年5月20日, 公司2021年年度股东大会通过了关于2022年非公开发行A股股票方案的议案。公司拟非公开发行A股股票5800万股, 发行价格为10.49元/股, 募集资金60842.00万元(含发行费用), 扣除发行费用后募集资金净额拟用于家家悦商河智慧产业园项目(一期)、羊亭购物广场项目及偿还银行贷款, 公司控股股东家家悦控股以现金方式认购本次非公开发行的全部股票, 发行后, 公司实际控制人和控股股东不变。若本次非公开发行完成, 公司资本实力将得以提升。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内, 随着公司门店网络的推进拓展, 公司营业收入保持增长, 但开业两年以上可比门店销售收入呈现不同程度下降, 同时新拓展区域和新开门店前期培育阶段运营成本较高,

盈利能力及未来经营情况存在不确定性; 此外除食品化洗业务毛利率同比变化不大外, 其余业务毛利率水平呈现不同程度下降。

跟踪期内, 受疫情反复、消费预期转弱、生鲜食品类价格走低及渠道多元化等因素影响, 公司开业两年以上可比门店销售收入及坪效有所下降; 同时公司继续保持较快的开店速度, 2021年新增直营门店117家, 带动公司营业收入同比增长4.52%至174.33亿元。

从收入构成看, 公司收入的主要来源仍为生鲜和食品化洗类产品销售收入, 生鲜业务收入同比变动不大, 食品化洗营业收入同比增长11.66%, 百货业务收入同比增长6.59%, 其他业务收入规模较小。

毛利率方面, 2021年, 公司生鲜业务和食品化洗业务毛利率小幅波动, 百货业务毛利率同比下降2.10个百分点至35.93%, 公司综合毛利率为23.26%, 同比变化不大。但疫情常态化下, 公司新拓展区域和新开门店培育期运营成本较高, 且新拓展区域需在当地市场逐步建立品牌影响力, 前期利润水平较低, 加之社保减免等相关优惠政策取消, 以及执行新租赁准则导致财务费用同比大幅增长, 子公司商誉减值损失计提增加, 综合导致2021年公司利润总额为-2.62亿元(上年同期为5.83亿元)。

受益于新拓展区域门店经营不断改善及部分子公司供应链整合完成, 2022年1-3月, 公司实现营业收入51.08亿元, 同比增长8.32%; 利润总额1.77亿元, 同比增长6.17%。

表4 2019-2021年公司营业收入构成及毛利率情况(单位: 亿元)

项目	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
生鲜	65.67	43.02	15.87	74.03	44.39	17.24	71.39	40.95	16.47
食品化洗	64.75	42.42	18.63	73.66	44.17	19.59	82.24	47.18	19.49
百货	11.39	7.46	21.27	6.12	3.67	38.03	6.52	3.74	35.93
小计	141.80	92.90	17.57	153.80	92.22	19.19	160.15	91.87	18.81
其他业务	10.83	7.10	--	12.98	7.78	--	14.18	8.13	--
合计	152.64	100.00	21.85	166.78	100.00	23.48	174.33	100.00	23.26

注: 1.2020年1月1日起公司施行新收入准则, 联营经营模式下按净额法确认收入; 2.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; 3.2020年营业收入构成及毛利率已调整为2021年初数据; 4.同比变动差异系四舍五入造成
资料来源: 公司提供

2. 门店运营情况

跟踪期内，公司连锁零售门店数量持续增加，网点布局仍以威海及烟台为主，门店获取方式主要为租赁，存在一定换租风险。2021年，随着门店数量的拓展，公司连锁销售业务收入同比保持增长，但开业两年以上可比门店销售收入及坪效同比均有所下降。

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；同时，公司加大与美团、饿了么及

京东到家三方平台业务合作，不断发展自有家家悦优鲜平台，拓展线上销售业务。

跟踪期内，公司继续保持较快的开店速度，同时调整优化门店布局和业态组合，加大对亏损且未来短期无法改善的门店的闭店力度。2021年，公司新增直营门店117家，包括年初将内蒙古维乐惠超市有限公司纳入合并范围，新增门店26家，以及新开门店91家，闭店43家，较期初净增加74家，净增加直营门店建筑面积约44.15万平方米。截至2021年底，公司开业两年以上门店数量合计729家。

表5 公司开业两年以上门店业态同比分析

业态	门店数	2021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	140	62.64	-6.59	1,232.99
社区生鲜食品超市	307	39.18	-11.69	1,273.89
乡村超市	220	19.95	-10.10	1,194.88
百货店	13	0.19	-4.86	866.37
其他业态	49	1.41	-4.48	553.89
总计	729	123.36	-8.81	1,211.92

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：联合资信根据公司年报报告整理

2021年，受疫情反复、消费预期转弱、生鲜食品类价格走低及渠道多元化等因素影响，公司开业两年以上门店主营收入同比下降8.81%，其中各业态门店收入同比均有不同程度下降；店面坪效为1211.92元/平米/月，同比下降7.87%。

从网点布局上来看，公司不断深化区域密集战略，山东省内门店布局以威海、烟台为核心，在巩固省内市场的同时，逐步向省外其他区域扩展，通过密集开店的策略大量布局山东及周边省份市场，实现了渠道下沉。截至2021年底，

公司直营门店中，威海与烟台地区直营门店数量占比为63.44%，省外地区直营门店数量占比为13.70%，主要分布在北京、河北、江苏、安徽及内蒙古。

从运营模式来看，公司各业态门店以租赁为主，自有为辅，截至2021年底，公司拥有自有门店共计67家，租赁门店共计907家(其中有3家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成)，此外，公司加盟店数量增加至47家，分布在山东省，总面积2.68万平方米。

表6 截至2021年底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	19	13.78	161	110.11
	社区生鲜食品超市	14	3.34	340	49.89
	乡村超市	12	2.09	219	22.13
	百货	4	3.80	10	23.74
	其他业态	11	1.36	50	5.84
省外地区	综合超市	4	3.93	70	49.66

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)
	社区生鲜食品超市	3	0.97	51	9.41
	乡村超市	-	-	3	0.38
	其他业态	-	-	3	0.14
	合计	67	29.26	907	271.29

注：参照 2021 年 3 月国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会发布，自 2021 年 10 月 1 日起实施的《零售业态分类标准》，公司根据门店位置、品类定位，将超市业态分为综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市三个细分业态；其他业态主要包括便利店、宝宝悦、电器等

资料来源：联合资信根据公司年报报告整理

租金成本方面来看，2021年，公司平均单位租金较上年上涨0.03元/平方米/月至18.45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，存在一定的换租风险。

表 7 截至 2021 年底公司门店租金情况

项目	2021 年单位租金 (元/㎡/月)	单位租金同比增减 (元/㎡/月)
综合超市	19.86	-0.23
社区生鲜食品超市	18.82	0.08
乡村超市	11.46	-0.13
百货店	15.27	-1.32
其他业态	16.22	0.2
总计	18.45	0.03

资料来源：联合资信根据公司年报报告整理

3. 物流配送中心

跟踪期内，公司已初步完成供应链战略布局，生鲜农产品供应能力进一步提升。公司在建项目主要为物流中心，未来仍需一定资金投入。

入。

截至2021年底，公司已初步完成供应链战略布局，搭建了生鲜农产品全产业链的供应链平台。公司已建成并投入使用的常温物流中心有6处，生鲜物流中心有口7处，以及7处农产品加工厂房，分布在山东省的威海、烟台、济南、青岛，及河北省张家口、安徽省淮北等地。2021年，公司常温仓日均吞吐量超过30万件，生鲜仓日均吞吐量约3300吨，生鲜加工、中央厨房等农产品加工产值约20亿元，对门店商品的供应链服务能力和生鲜供应能力均得到提升。公司各物流中心配送车辆总计约730部，其中冷链运输车辆约为700部，较上年增加10部。

截至2022年3月底，公司主要在建项目计划总投资额约25.70亿元，尚需投入约18.56亿元，其中商河智慧产业园项目、烟台临港综合物流园、淮北综合产业园和张家口综合产业园为物流项目。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	建筑面积 (万平方米)	计划总投资	已完成投资	2022 年 4-12 月计划投资	建设期间	资金来源
商河智慧产业园项目	9.50	5.70	0.49	1.00	2021 年至 2024 年	自筹
乳山家家悦购物广场项目	3.50	2.00	0.11	0.55	2021 年至 2022 年	自筹
羊亭购物广场项目	3.00	2.10	0.04	1.00	2021 年至 2022 年	自筹
烟台临港综合物流园	9.50	4.50	3.00	0.63	2018 年至 2022 年	自有资金及募投资金
淮北综合产业园	11.30	5.70	1.50	0.20	2020 年至 2022 年	自筹
张家口综合产业园	11.00	5.70	2.00	0.30	2019 年至 2022 年	自筹
合计	--	25.70	7.14	3.68	--	--

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：公司提供

4. 经营效率

公司整体经营效率有所下降。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为179.94次、5.95次和1.42次，同比均有所下降。

表9 2021年同行业公司经营效率情况对比

公司全称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
步步高	58.86	0.46	5.10
永辉超市	196.56	1.43	6.83
华联综超	160.05	0.84	5.49
平均数	138.49	0.91	5.81
家家悦	179.19	5.95	1.42

资料来源：Wind

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2021年财务报告已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。公司2022年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2021年公司通过新设、收购方式新增11家子公司，合并范围内共62家子公司；2022年1—3月，公司合并范围较2021年底无变化。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并范围变化不大，公司财务数据可比性强。

截至2021年底，公司合并资产总额147.02亿元，所有者权益22.66亿元(含少数股东权益1.06亿元)；2021年，公司实现营业收入174.33亿元，利润总额-2.62亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额147.01亿元，所有者权益23.89亿元(含少数股东权益0.96亿元)；2022年1—3月，公司实现营业收入51.08亿元，利润总额1.77亿元。

2. 资产质量

2021年，公司执行新租赁准则，租赁物业确认使用权资产，截至2021年底资产规模有所增长，非流动资产占比上升较快。受疫情反弹、经济环境等综合因素影响，同店销量下降，公

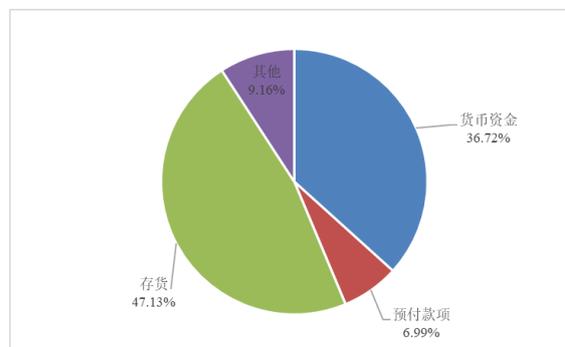
司库存增长；随着门店增加和物流产业园建设，固定资产有所增长。公司资产受限比例低，整体资产质量略有下降。

截至2021年底，公司合并资产总额147.02亿元，较上年底增长50.05%，主要系非流动资产中新增使用权资产所致，其中流动资产占34.84%，非流动资产占65.16%，公司非流动资产占比较上年底上升较快。

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产51.23亿元，较上年底增长3.20%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项和存货构成。

图3 截至2021年底公司流动资产构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司货币资金18.81亿元，较上年底下降9.72%，主要系公司门店拓展，运营支出增加所致。公司货币资金主要为银行存款，受限比例为10.96%，主要为保证金、在途资金及诉讼冻结款，受限比例一般。

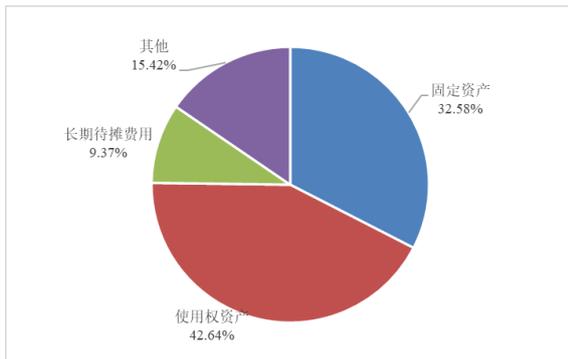
截至2021年底，公司预付款项3.58亿元，较上年底下降20.94%，主要系公司执行新租赁准则所致。

截至2021年底，公司存货账面价值为24.14亿元，较上年底增长15.90%，主要系受疫情反弹、经济环境等综合因素影响，门店销量下降所致。公司存货主要为库存商品，累计计提跌价准备0.18亿元。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产95.79亿元，较上年底增长98.15%，主要系新增使用权资产所致。公司非流动资产主要由固定资产、使用权资产和长期待摊费用构成。

图4 截至2021年底公司非流动资产构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司固定资产31.21亿元，较上年底增长14.52%，主要系公司新开门店增加、购置机器设备及张家口综合产业园、淮北综合产业园、烟台综合物流园等项目完工部分转固所致。公司固定资产以自持门店为主，其中房屋及建筑物期末账面价值占比为80.51%；公司固定资产累计计提折旧18.32亿元，未计提资产减值准备，成新率一般。

截至2021年底，公司新增使用权资产40.84亿元，主要系公司执行新租赁准则，租赁物业确认使用权资产所致。

截至2021年底，公司长期待摊费用8.97亿元，较上年底增长21.61%，主要系公司门店装修费用增长所致。

截至2021年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计5.37亿元，占资产总额比例为3.65%，受限比例低。

表10 截至2021年底公司受限资产构成

(单位：亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	2.06	保证金、在途资金、冻结银行存款
固定资产	2.31	办理抵押借款及信用证业务
无形资产	0.43	
投资性房地产	0.57	
合计	5.37	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额147.01亿元，较上年底变化不大，其中货币资

金较上年底增长25.01%至23.51亿元，存货较上年底下降15.70%至20.35亿元。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

受执行新租赁准则、分配2020年度现金股利、计提商誉减值准备以及回购股份多因素影响，截至2021年底公司所有者权益规模较上年底有所下降，权益结构稳定性较好。

截至2021年底，公司所有者权益22.66亿元，较上年底下降29.70%，主要系公司执行新租赁准则调整留存收益、分配2020年度现金股利、计提商誉减值准备以及股份回购所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.33%，少数股东权益占比为4.67%；公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为26.85%、50.00%、7.75%和15.40%。公司所有者权益结构稳定性较好。

截至2022年3月底，公司所有者权益23.89亿元，较上年底增长5.46%，主要来自未分配利润积累，所有者权益结构变化不大。

(2) 负债

截至2021年底，受新租赁准则影响，公司有息债务规模快速增长，债务负担明显加重。

截至2021年底，公司负债总额124.36亿元，较上年底增长89.13%，主要系租赁负债增长所致，其中流动负债占62.09%，非流动负债占37.91%，公司非流动负债占比上升较快。

图5 截至2021年底公司流动负债构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司流动负债77.22亿元，较上年底增长29.84%，主要系公司应付账款和

一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 7.33 亿元，较上年底增长 39.40%，主要系公司新增信用证借款所致。

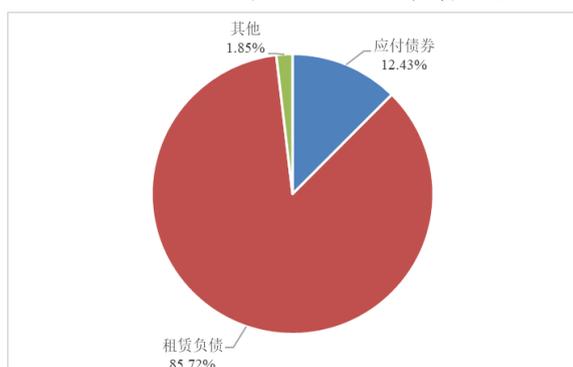
截至 2021 年底，公司应付账款 28.12 亿元，较上年底增长 22.01%，主要系应付货款增长所致，无超过 1 年的重要应付账款；公司应付票据 5.43 亿元，较上年底增长 40.75%，主要系公司银行承兑汇票增长所致。

截至 2021 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 6.12 亿元，主要系公司执行新租赁准则所致，一年内到期的非流动负债主要为未来一年所需支付的租金。

截至 2021 年底，公司合同负债 22.64 亿元，较上年底增长 23.35%，主要系超市储值卡预收货款增长所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 47.14 亿元，较上年底增长 650.90%，主要系公司执行新租赁准则，确认租赁负债所致。公司非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成。

图6 截至2021年底公司非流动负债构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司应付债券 5.86 亿元，较上年底变化不大，公司应付债券为“家悦转债”。

表 11 截至报告出具日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
家悦转债	2026/6/4	6.45
合计	--	6.45

资料来源：Wind

截至 2021 年底，公司新增租赁负债 40.41 亿元，主要系当年公司执行新租赁准则所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 123.12 亿元，较上年底变化不大，其中公司应付账款 25.58 亿元，较上年底下降 9.05%，主要系归还部分供应商货款所致；公司合同负债 24.65 亿元，较上年底增长 8.86%，主要系预收货款增长所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 65.66 亿元，较上年底增长 346.77%，主要系公司执行新租赁准则，确认租赁负债 40.41 亿元所致；若剔除租赁负债，公司全部债务为 25.25 亿元，主要来自短期借款、应付票据及一年内到期的非流动负债增长。从债务指标来看，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较上年底分别上升 17.48 个百分点、43.03 个百分点和 52.38 个百分点至 84.59%、74.35%、67.13%。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 64.53 亿元，债务规模和结构较上年底变化不大，上述债务指标分别为 83.75%、72.98%、65.18%。

4. 盈利能力

2021 年，公司继续扩展新区域，门店数量保持增加，带动营业收入增长；受疫情反弹、新店培育期运营成本较高、新租赁准则下财务费用增加，同时子公司经营不达预期对商誉计提大额减值等因素影响，公司利润出现亏损，公司整体盈利能力有所下降。

2021 年，公司实现营业收入 174.33 亿元，同比增长 4.52%；营业利润率为 22.84%，同比变化不大。

2021 年，公司期间费用总额为 39.91 亿元，同比增长 21.06%，其中销售费用增长 14.70% 至 33.77 亿元，主要为本期公司新开门店增加所致；财务费用为 2.67 亿元（上年同期为 0.19 亿元），同比大幅增长，其中新增租赁负债利息支出 2.14 亿元。公司期间费用率为 22.89%，同比提高 3.13 个百分点，对利润影响加大。

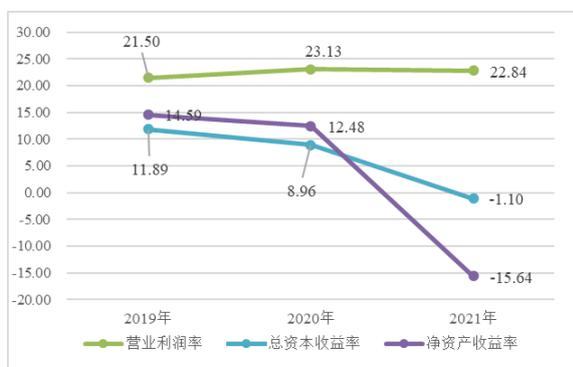
2021 年，公司其他收益 0.45 亿元，同比增

长 29.21%，主要系政府补助增加所致，对营业利润影响不大。

2021 年，公司利润总额为-2.62 亿元（上年同期为 5.83 亿元），一方面系新店培育期运营成本较高且社保减免等相关优惠政策取消，经营性利润同比大幅下滑；另一方面系在疫情反弹和经济环境等因素影响下，子公司维乐惠超市和维客连锁经营不及预期，公司对其分别计提商誉减值损失 2.28 亿元和 0.69 亿元所致。

从盈利指标看，受经营亏损影响，公司总资产收益率和净资产收益率分别为-1.10%和-15.64%。

图7 公司主要盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

受益于新拓展区域门店经营不断改善及部分子公司供应链整合完成，2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 51.08 亿元，同比增长 8.32%；利润总额 1.77 亿元，同比增长 6.17%。

5. 现金流

2021 年，公司收入实现质量高，受执行新租赁准则影响，公司经营活动现金净流入增加，筹资活动现金流量净额转为净流出。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。

经营活动方面，2021 年，随着新开门店数量增长，公司经营活动现金流入量和流出量均有所增长，分别同比增长 4.50% 和 1.24%；由于公司租金付款计入筹资支付的现金，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 95.49% 至 14.22 亿元。公司现金收入比为 125.39%，同比变化不大，公司收入实现质量高。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入量同比增长 6.28%，投资活动现金流出量同比增长 15.52%；公司投资活动产生的现金净流出量由上年的 8.60 亿元变为 11.36 亿元，净流出量规模扩大，主要系支付维乐惠超市股权转让款所致。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 21.45%，筹资活动现金流出量同比增长 113.05%；受执行新租赁准则将支付门店房屋租赁费计入筹资现金流量及同期发行可转债影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流入 4.99 亿元变为净流出 6.08 亿元。

2022 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 8.63 亿元，现金收入比为 127.12%；投资活动现金净流出量为 3.19 亿元；筹资活动现金净流出量为 0.57 亿元。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	210.55	220.01	65.32
经营活动现金流出小计	203.27	205.79	56.70
经营活动现金流量净额	7.27	14.22	8.63
投资活动现金流入小计	15.47	16.44	5.65
投资活动现金流出小计	24.07	27.80	8.84
投资活动现金流量净额	-8.60	-11.36	-3.19
筹资活动前现金流量净额	-1.32	2.86	5.44
筹资活动现金流入小计	12.42	9.75	1.92
筹资活动现金流出小计	7.43	15.83	2.49
筹资活动现金流量净额	4.99	-6.08	-0.57
现金收入比 (%)	125.44	125.39	127.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现尚可，EBITDA 对债务本息的保障能力下降，间接融资渠道畅通。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	83.46	66.34
	速动比率 (%)	48.43	35.07
	经营现金/流动负债 (%)	12.23	18.41
	经营现金/短期债务 (倍)	0.80	0.73

	现金类资产/短期债务 (倍)	2.29	1.00
长期 偿债 指标	EBITDA (亿元)	9.97	9.36
	全部债务/EBITDA (倍)	1.47	7.01
	经营现金/全部债务 (倍)	0.49	0.22
	EBITDA/利息支出 (倍)	42.28	3.63
	经营现金/利息支出 (倍)	30.86	5.52

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率由上年底的 83.46% 和 48.43% 分别下降至 66.34% 和 35.07%，流动资产对流动负债的保障程度大幅下降；公司现金短期债务比由上年底的 2.29 倍下降至 1.00 倍，现金类资产对短期债务的保障程度降低。

2021 年，公司 EBITDA 为 9.36 亿元，同比有所下降。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 42.28 倍下降至 3.63 倍，全部债务/EBITDA 由上年的 1.47 倍提高至 7.01 倍，EBITDA 对债务本息覆盖程度下降。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并口径）获得银行授信额度合计 41.95 亿元，已使用 14.40 亿元，未使用 27.55 亿元。公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2022 年 3 月底，公司无作为被告的重大诉讼。

7. 公司本部财务分析

公司本部为零售业务主要经营实体，本部资产、负债及收入占合并口径比重大。

截至 2021 年底，公司本部资产总额 79.87 亿元，较上年底增长 6.95%。从构成看，公司流动资产 53.68 亿元，主要由货币资金（占 23.04%）、应收账款（占 34.54%）、其他应收款（占 18.98%）和存货（占 18.09%）构成；非流动资产 26.19 亿元，主要由长期股权投资（占 62.20%）、固定资产（占 21.73%）和使用权资产（占 6.68%）构成。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 61.05 亿元，较上年底增长 17.43%。从构成看，公司流动负债 53.44 亿元，主要由短期借款（占

8.29%）、应付票据（占 8.29%）、应付账款（占 38.77%）和合同负债（占 34.88%）构成；非流动负债 7.61 亿元，主要为应付债券（占 76.97%）和租赁负债（占 22.34%）。本部全部债务 16.87 亿元，其中短期债务 9.31 亿元，全部债务资本化比率为 47.27%。

截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 18.82 亿元，较上年底下降 17.06%，其中实收资本为 6.08 亿元，资本公积 11.67 亿元，未分配利润 0.37 亿元。公司所有者权益中资本公积所占比例较高，权益结构稳定性较强。

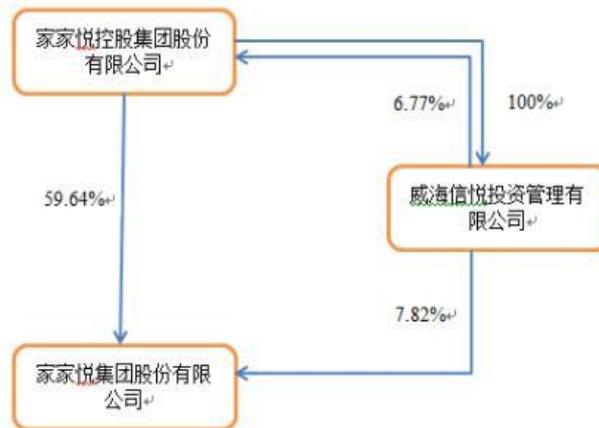
2021 年，公司本部营业收入为 152.45 亿元，投资收益为 3.50 亿元，利润总额为 0.15 亿元。

现金流方面，2021 年，本部经营活动现金流净额为 0.72 亿元，投资活动现金流净额为 -2.15 亿元，筹资活动现金流净额 -1.42 亿元。

十、结论

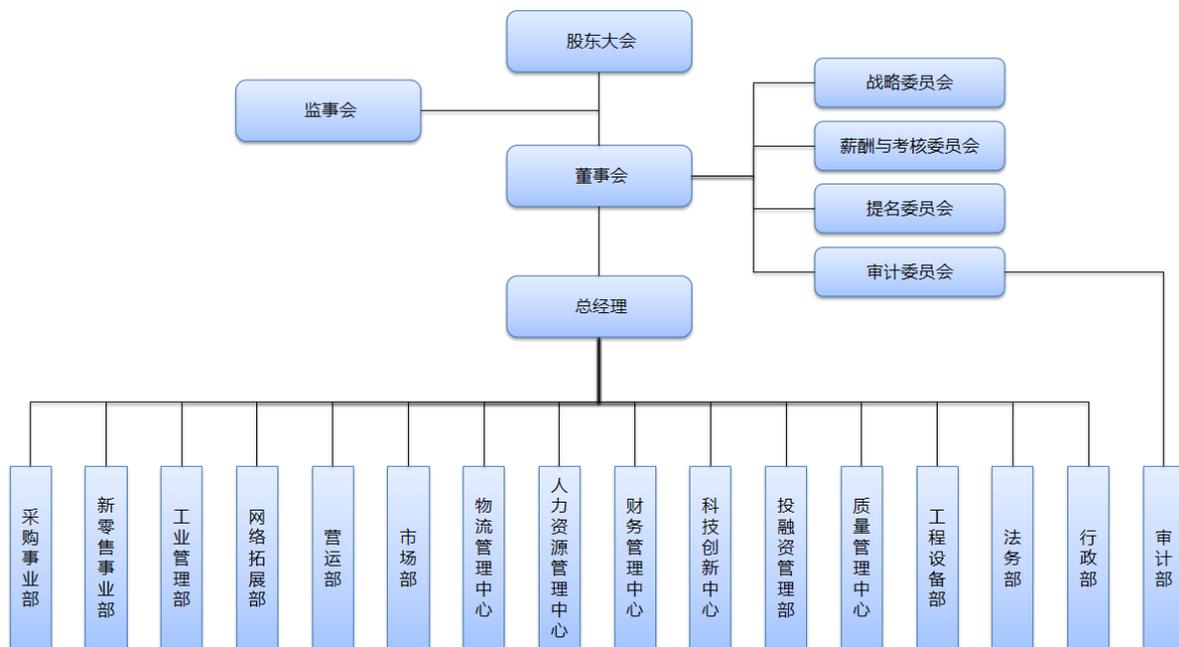
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“家悦转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	17.43	20.85	19.34	25.14
资产总额 (亿元)	85.05	97.98	147.02	147.01
所有者权益 (亿元)	30.71	32.23	22.66	23.89
短期债务 (亿元)	6.97	9.12	19.39	19.82
长期债务 (亿元)	0.00	5.58	46.27	44.72
全部债务 (亿元)	6.97	14.70	65.66	64.53
营业收入 (亿元)	152.64	166.78	174.33	51.08
利润总额 (亿元)	6.06	5.83	-2.62	1.77
EBITDA (亿元)	9.19	9.97	9.36	--
经营性净现金流 (亿元)	6.73	7.27	14.22	8.63
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	401.42	314.76	179.94	--
存货周转次数 (次)	7.00	6.08	5.95	--
总资产周转次数 (次)	1.95	1.82	1.42	--
现金收入比 (%)	118.30	125.44	125.39	127.12
营业利润率 (%)	21.50	23.13	22.84	23.58
总资本收益率 (%)	11.89	8.96	-1.10	--
净资产收益率 (%)	14.59	12.48	-15.64	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	14.75	67.13	65.18
全部债务资本化比率 (%)	18.50	31.32	74.35	72.98
资产负债率 (%)	63.90	67.11	84.59	83.75
流动比率 (%)	84.21	83.46	66.34	69.01
速动比率 (%)	44.69	48.43	35.07	42.68
经营现金流动负债比 (%)	12.55	12.23	18.41	--
现金短期债务比 (倍)	2.50	2.29	1.00	1.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	*	42.28	3.63	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.76	1.47	7.01	--

注: 2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	11.94	15.17	12.88
资产总额 (亿元)	65.38	74.68	79.87
所有者权益 (亿元)	23.59	22.69	18.82
短期债务 (亿元)	5.35	6.53	9.31
长期债务 (亿元)	0.00	5.58	7.56
全部债务 (亿元)	5.35	12.11	16.87
营业收入 (亿元)	138.32	148.00	152.45
利润总额 (亿元)	3.12	3.10	0.15
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	3.94	1.24	0.72
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	10.96	11.35	9.49
存货周转次数 (次)	16.35	14.79	15.13
总资产周转次数 (次)	2.24	2.11	1.97
现金收入比 (%)	110.11	112.09	106.59
营业利润率 (%)	8.80	9.10	8.93
总资本收益率 (%)	8.00	7.03	0.89
净资产收益率 (%)	9.82	10.13	-0.28
长期债务资本化比率 (%)	0.00	19.73	28.66
全部债务资本化比率 (%)	18.49	34.79	47.27
资产负债率 (%)	63.92	69.62	76.44
流动比率 (%)	104.88	108.64	100.45
速动比率 (%)	81.94	90.05	82.28
经营现金流动负债比 (%)	9.46	2.66	1.34
现金短期债务比 (倍)	2.23	2.32	1.38
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 2022 年一季度公司本部财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

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	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×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%
经营现金流动负债比	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其含义

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其含义

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 评级展望设置及其含义

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