信用评级公告

联合〔2021〕5638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：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

家家悦集团股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2021 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：2021 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	2018.12.21
零售行业企业信用评级方法	2018.12.21

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	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
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			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
--				--

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

跟踪期内，家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为山东省连锁零售领军企业，连锁门店持续扩张，在山东省保持较高的市场占有率的同时不断扩展周边省份市场，资产和收入规模均有所增长，货币资金充足，经营活动现金流状况良好，整体盈利能力很强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司门店扩张和在建物流中心尚需一定资金投入、门店租金上涨风险、销售费用持续增长以及债务负担加重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将得到提升。

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

1. **连锁门店持续稳定增加，物流供应链进一步完善。**跟踪期内，公司保持稳定的开店速度，在山东及周边省份市场实现有效的渠道下沉，截至 2020 年底，公司在山东省及周边地区开店 897 家，新增加盟店 20 处。
2. **公司经营情况良好，可比店面收入增长。**公司主要业务为超市连锁经营，受新冠肺炎疫情影响较小，随着店铺升级改造和供应链不断完善，2020 年，公司营业收入和毛利率有所增长，开业两年以上可比店面坪效为 1315.47 元/平米/月，可比店面收入同比增长 2.47%。
3. **资产质量好，货币资金充足。**截至 2020 年底，公司货币资金充足，资产流动性好；2020 年，公司营业收入稳定增长，盈利能力很强，经营活动现金流情况良好。

关注

1. **门店扩张和在建物流项目建设带来的资金支出压力。**2021 年公司计划新开直营门店 100 家，扩展加盟店，新开门店及物流中心建设仍需一定规模的资金投入。

分析师：侯珍珍
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

2. **换租风险和租金上涨风险。**公司开店模式以租赁为主，自有门店占比较少；2020 年，公司综合超市单位租金成本有所上涨，平均单位租金较上年增长 0.73 元/平方米/月至 16.61 元/平方米/月。若租赁合同到期或租金成本发生变化，不利于公司营业成本控制。
3. **跟踪期内，公司债务增长较快，期间费用控制能力有待提高。**随着短期借款增加和“家悦转债”发行，公司负债总额有所增长。截至 2020 年底，公司全部债务为 14.70 亿元，较上年底增长 110.80%；资产负债率、全部债务资本化比率较上年底分别上升 3.21 个百分点和 12.81 个百分点，公司债务增长较快。公司销售费用 2020 年同比增长至 29.44 亿元，期间费用控制能力有待提高。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	21.63	16.71	19.98	16.07
资产总额（亿元）	71.55	85.05	97.98	136.76
所有者权益（亿元）	28.08	30.71	32.23	31.10
短期债务（亿元）	5.24	6.97	9.12	11.80
长期债务（亿元）	0.20	0.00	5.58	5.65
全部债务（亿元）	5.44	6.97	14.70	17.45
营业收入（亿元）	127.31	152.64	166.78	47.15
利润总额（亿元）	5.12	6.06	5.83	1.67
EBITDA（亿元）	8.01	9.19	9.97	--
经营性净现金流（亿元）	6.13	6.73	7.27	5.80
营业利润率（%）	21.33	21.50	23.13	24.20
净资产收益率（%）	15.14	14.59	12.48	--
资产负债率（%）	60.76	63.90	67.11	77.26
全部债务资本化比率（%）	16.24	18.50	31.32	35.95
流动比率（%）	96.14	84.21	83.46	71.14
经营现金流动负债比（%）	14.40	12.55	12.23	--
现金短期债务比（倍）	4.35	2.50	2.29	1.36
EBITDA 利息倍数(倍)	220.03	--	54.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.68	0.76	1.47	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	58.38	65.38	74.68	77.45
所有者权益（亿元）	23.89	23.59	22.69	22.80
全部债务（亿元）	3.83	5.35	12.11	10.84
营业收入（亿元）	111.64	138.32	148.00	39.29
利润总额（亿元）	1.51	3.12	3.10	1.31
资产负债率（%）	59.07	63.92	69.62	70.56
全部债务资本化比率(%)	13.81	18.49	34.79	32.22
流动比率（%）	123.64	104.88	108.64	101.40
经营现金流动负债比(%)	12.45	9.46	2.66	4.63

注：2021 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限制类货币资金；所有者权益中包含 0.93 亿元其他权益工具（“家悦转债”的权益成份）
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	2020/6/29	候珍珍 崔濛骁	零售行业企业信用评级方法（2018.12.21）	阅读全文
家悦转债	AA	AA	稳定	2019/9/5	候珍珍 李　昆	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、本报告引用的资料主要由家家悦集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 2021 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。

2019 年 7 月，公司实施完成 2018 年度利润分配方案，以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，转增完成后，公司股本由 4.68 亿元增至 6.08 亿元，家家悦控股集团股份有限公司（以下简称“家家悦控股”）为公司控股股东，持股比例为 58.64%，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”）持股比例为 7.82%；王培桓先生为公司实际控制人。2021 年 5 月 31 日，家家悦控股通过集中竞价交易方式增持公司股份 421.93 万股，家家悦控股持股比例上升至 59.33%，家家悦控股及其一致行动人信悦投资合计持有 40855.71 万股股份，占公司总股本的 67.15%。公司控股股东和实际控制人所持公司股权无质押情况。

2021 年 4 月 29 日，公司召开第三届董事会第二十九次会议并审议通过了《关于修订<公司章程>的议案》，按全国统一标准对经营范围各分类的具体表述进行规范，公司的主要经营业务未发生变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部设有技术中心、质量管理部、经营管理部、财务部和营销中心等职能部门，组织架构较上年无变化；合并范围内较 2020 年底新增 7 家子公司。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为97.98亿元，所有者权益合计为32.23亿元（含少数股东权益1.98亿元）。2020年，公司实现营业收入166.78亿元，利润总额5.83亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 136.76 亿元，所有者权益合计为 31.1 亿元（含少数股东权益 2.02 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 47.15 亿元，利润总额 1.67 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

公司由联合资信评级且在存续期内债券如下表所示，截至本报告出具日，“家悦转债”转股期自 2020 年 12 月 14 日至 2026 年 6 月 4 日止。截至 2021 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 3.87 亿元，剩余募投资金余额 2.53 亿元尚未使用，募集资金用途未改变。截至 2021 年 3 月底，家悦转债未转股比例为 99.99%，债券余额为 64496.30 万元。截至本报告出具日，家悦转债已正常付息。

表 1　公司存续债券概况（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

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地**

制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

零售行业

2020 年零售行业受新冠肺炎疫情影响较大，受冲击大的主要集中在实体零售企业，新冠肺炎疫情推动消费渠道向线上转移，网上零售额较上年有所增长，占社会消费品零售额比重提高。实体零售企业中，百货企业受疫情冲击明显，经营业绩受到了严重影响。受居家隔离、餐饮停业、农贸关停等多种因素驱动，超市企业凭借强大的供应链、控费以及议价能力，承担起居民的基础物资供应并取得了稳健的业绩。

公司属于零售行业。随着国民经济的发展，零售业在中国国民经济中占有相当重要的地位。2020 年新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，根据国家统计局统计，2020 年，社会消费品零售总额 391981 亿元，同比下降 3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 352566 亿元，下降 4.1%。受新冠肺炎疫情影响，2 月份社会消费品零售总额当月增速降至低点，疫情缓和后，社会消费稳步复苏，二季度以来零售行业景气度逐步回暖，在第三季度社会消费品零售总额当月同比由负转正。2020 年底，零售行业整体继续恢复但略低于预期。

按经营单位所在地分，2020 年，城镇消费品零售额为 339119 亿元，同比下降 4%；乡村消费品零售额为 52862 亿元，同比下降 3.2%。按消费类型分，2020 年，餐饮行业收入为 39527 亿元，同比下降 16.6%；商品零售行业收入为 352453 亿元，同比下降 2.3%。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态发展局面，其中百货企业受疫情冲击较大，百货、专业店在疫情期间客流骤减，经营业绩受到了严重影响。按零售业态分，2020 年，限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长 3.1%，百货店、专业店和专卖店分别下降 9.8%、5.4%和 1.4%；零售市场环境不断改变，超市增速放缓，实体零售企业面临较大压力。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。2020 年初以来，疫情对线下消费的影响逐渐消退，但消费者的消费习惯已经形成，线上消费热情依然高涨。2020 年，全国网上零售额达 11.76 万亿元，同比增长 10.90%，实物商品网上零售额达 9.76 万亿元，较上年增长 14.80%，占社会消费品零售总额的比重为 24.90%，比上年提高 4.2 个百分点，在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 30.60%、5.80%和 16.20%，疫情期间，社会消费品零售总额口径线上渗透率持续提升。与其他国家相比，渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，我国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络

口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力提高。从零售商角度看，未来实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

从行业政策看，第十三届全国人大四次会议《政府工作报告》中提出，“运用好‘互联网+’，推进线上线下更广更深融合，发展新业态新模式，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品”“引导平台企业合理降低商户服务费”“保障小店商铺等便民服务业有序运营”“健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费”等。政府从实施扩大内需战略，全面促进消费，积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，鼓励社区零售稳健发展，支持发展农村电商和物流等方面提出了提振消费信心的新零售相关政策。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 5 月 31 日，公司股本为 6.08 亿元，家家悦控股持股比例为 59.33%，信悦投资持股比例为 7.82%，家家悦控股和信悦投资为一致行动人，合计持股比例为 67.15%；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领军企业之一，区域市场竞争力较强，拥有稳定供应商群体，在自有物流支持下发展成全供应链零售渠道商。

公司是山东省连锁零售领军企业之一，主要业务为超市连锁经营，以大卖场和综合超市为主要业态，以经营生鲜为特色，并通过自有物流中心的支持实现全供应链、多业态发展，市场覆盖山东省内 50 多个市县及河北、安徽、内蒙古和江苏等地。截至 2020 年底，公司拥有连锁门店 897 家，包括大卖场 196 家，综合超市 619 家，百货 13 家及其他宝宝悦等门店。公司与多家厂商建立稳定的合作关系，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等多家厂商保持了十年以上的良好的合作关系。公司先后获得“山东省省长质量奖”“农业产业化国家重点龙头企业”“改革开放三十年山东省优秀企业”“全国农超对接工程首批试点企业”“中国零售业最佳雇主”等荣誉称号。

3. 企业信用记录

公司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 2021 年 6 月 16 日，公司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 年承兑到期时由于内部操作问题当日未能及时划款，次日已立即还清。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度方面无重大变化。高级管理人员方面，2021年3月15日，公司第三届董事会第二十八次会议，审议通过了《关于聘任公司副总经理的议案》。董事会同意聘任谢文龙先生、杨敏女士、李新先生为公司副总经理，任期自董事会审议通过之日起至第三届董事会任期届满之日止。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司净开店增速稳定，连锁店和物流拓展至安徽，市场进一步扩大；随着物流产业园建设完成，供应链能力不断增强，主营业务收入和毛利率均有所上升。

跟踪期内，公司保持稳定的开店速度，并收购淮北市乐新商贸有限公司（以下简称“乐新商贸”）（2020 年 4 月 8 日更名为安徽家家悦真棒

超市有限公司），2020 年，公司营业收入同比增长 9.27%至 166.78 亿元（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，若按原总额法确认营业收入应为 179.96 亿元）；公司利润总额为 5.83 亿元，同比下降 3.79%。

随着公司线下门店网络的推进拓展，旧门店改造升级，供应链能力的增强和组织构架的改革和完善，公司主要产品收入保持稳定增长。从收入构成来看，2020 年，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；生鲜业务收入和食品化洗营业收入同比分别增长 12.72%和 9.57%（若按总额法口径，2020 年生鲜业务和食品化洗营业收入同比分别增长 22.93%和 13.88%）；百货业务收入同比下降 22.48%（若按总额法口径，2020 年百货业务营业收入为 12.52 亿元，同比增长 9.93%）；工业及其他业务收入规模较小；其他业务收入同比增长 19.37%。

从毛利率来看，2020年，得益于公司经营效率和物流中心配送能力的提高，公司生鲜业务和食品化洗业务毛利率分别小幅提升至17.24%和19.73%；百货业务毛利率提升9.95个百分点至31.22%，主要系联营模式按新准则使用净额法确认收入所致。综上，2020年，公司综合毛利率提升至23.48%。

表 3　2018－2020 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生鲜	51.75	40.65	15.79	65.67	43.02	15.87	74.03	44.39	17.24
食品化洗	55.60	43.68	18.29	64.75	42.42	18.63	70.94	42.54	19.73
百货	10.87	8.54	20.66	11.39	7.46	21.27	8.83	5.29	31.22
工业及其他	0.55	0.43	11.25	0.72	0.47	12.86	0.90	0.54	12.20
主营业务合计	118.78	93.30	17.39	142.52	93.37	17.54	154.70	92.76	19.15
其他业务	8.53	6.70	82.88	10.12	6.63	82.48	12.08	7.24	78.87
合计	**127.31**	**100.00**	**21.77**	**152.64**	**100.00**	**21.85**	**166.78**	**100.00**	**23.48**

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.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，经营情况良好；但公司门店获取以租赁方式为主，存在一定的换租风险和租金上涨风险。

从门店数量上来看，公司的主营业务的门店业态以大卖场和综合超市业态为主，以百货和其他业态为补充。其中，主要收入来源为大卖场、超市等，销售模式以自营为主；同时，公司通过建立自有工厂、投资联营公司、建设农产品初加工中心和中央厨房，适度发展自有品牌商品。公司的百货店与其他业态数量较少，一般与大卖场开在一处，为消费者创造一站式的消费体验，以此形成多业态并举的发展战略。

公司净开店数量较为稳定，实现平均每年净开店超过 50 家；2020 年，公司新增直营门店数量 132 家，因门店搬迁、合同到期、解除合同、经营未达预期等原因致使关店数量为 18 家。以外，公司在山东省新增加盟店 20 处，总面积约 4797 平米；公司利用微信小程序“家家悦优鲜”等线上平台，提供线上到家服务的门店达到 211 家。截至 2020 年底，公司开业两年以上门店数量合计 685 家。按门店类型分，其中大卖场 104 家，综合超市 509 家，百货店 12 家，宝宝悦等其他业态门店 60 家。

表4 公司开业两年以上门店业态同比分析（单位：万元、%、元/平米/月）

业态	门店数	2020年主营业务收入	收入同比增减	本期、同期均按总额法收入同比增减	坪效
大卖场	104	528456.27	-10.86	0.19	1417.30
综合超市	509	630738.65	2.59	6.38	1399.77
百货	12	1463.27	-89.76	-28.98	228.94
其他业态	60	14759.16	-42.90	-20.70	495.64
合计	**685**	**1175417.34**	**-5.80**	**2.47**	**1315.47**

资料来源：公司年报

由于2020年1月1日起公司执行新收入准则，联营经营模式按净额法确认收入，同期2019年采用总额法确认，会计政策变更影响2020年收入减少。若2019年和2020年收入均按总额法确认，2020年公司开业两年以上门店收入同比增长2.47%；店面坪效为1315.47元/平米/月，同比增长1.92%。2020年，公司大卖场业态和综合超市的可比销售收入均有所增长，百货等其他业态可比收入有所下降，主要系新收入准则按净额法核算影响。

从网点布局上来看，公司不断深化区域密集战略，在深耕山东市场的同时，也在逐步向省外其他区域布局，目前门店主要分布在威海、烟台等地区，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。从运营模式来看，公司目前各业态门店主要以租赁为主，自有为辅，截至2020年底，公司拥有自有门店共计64家，租赁门店共计837家（其中有4家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成）。

表5 截至2020年底公司已开业门店分布情况（单位：家、万平方米）

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
山东省	大卖场	19	14.61	139	96.77
山东省	综合超市	26	5.29	548	70.44
山东省	百货	4	3.68	10	23.09
山东省	其他业态	10	1.33	58	6.54
省外地区	大卖场	3	2.31	36	23.41
省外地区	综合超市	2	0.93	44	7.97
省外地区	其他业态	-	-	2	0.04
合计	**--**	**64**	**28.14**	**837**	**228.26**

注：其他业态指便利店、宝宝悦、电器城、美食城等业态；合计数和加总数不一致系四舍五入造成
资料来源：公司提供

租金成本方面来看，2020年，公司平均单位租金较上年下降0.14元/平方米/月至18.42元/平方米/月，其中综合超市平均单位租金较上年增长0.73元/平方米/月至16.61元/平方米/月，租金成本有所上涨。公司门店获取以租赁方式为主，存在一定的换租风险和租金上涨风险。

3. 采购供应和库存管理

跟踪期内，公司直接采购占比较大，供应商数量较多且对于主要供应商的依赖性低，可有效保证商品质量并使得成本可控。

公司采购模式较上年未发生改变。经过多年发展，公司拥有一批稳定、持续的供应商，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等2500余家厂商保持了十年以上的良好合作关系。2020年，公司前五大供应商集中度为6.93%，较上年下降1.01个百分点，集中度处于低水平，公司对主要供应商的依赖小。公司与供应商结算周期一般为月结。

公司以生鲜经营为特色，作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司已经与200多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与100

多处基地签订了5年以上的长期合同，超过80%的生鲜都采取了“源头直采”的模式。

4. 物流配送中心

跟踪期内，公司继续完善物流配送体系，随着淮北物流中心建设完成，公司供应链布局拓展至安徽省，常温、生鲜仓吞吐量进一步扩大。公司主要在建项目均为物流中心，未来仍需一定资金投入。

公司已在山东省内建立了区域一体化的高效物流配送体系。2020年，安徽省淮北综合产业园一期常温物流中心主体建设完成；张家口综合产业园项目一期物流中心已投入使用，二期生鲜加工中心主体建设完成；烟台综合物流工业园项生鲜加工及中央厨房基本建设完成，公司供应链布局拓展至安徽省并继续完善烟台、济南、张家口等地物流功能。截至2020年底，公司已投入使用的常温物流中心有6处，生鲜物流中心有口7处，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，总仓储面积约为27万平米，较上年增长68.75%，常温仓日均吞吐量约27万件，生鲜仓日均吞吐量约3000吨。物流中心配送车辆总计约720部，其中冷链运输车辆约为700部，较上年增加100部。公司已建成了较为完善的物流配送体系，同时公司通过生鲜加工中心、中央厨房、自有工厂的建设，对农产品进行后标准化加工，大力发展自有品牌，增强供应链能力和生鲜供应的优势。

截至2020年底，公司正在建设的物流项目情况如下：（1）张家口综合产业园项目二期生鲜加工中心约2万平米主体已建设完成，后续进行装修安装；（2）家家悦淮北综合产业园项目一期常温物流中心约2.20万平米主体框架建设完成，并于2021年1月投入使用，其余部分尚在建设中；（3）烟台综合物流工业园项生鲜加工及中央厨房已基本建设完成，尚未进行装修，未投入使用。上述项目总投资15.90亿元，截至2020年底已完成投资5.27亿元。

表 6 截至 2020 年底公司主要在建物流工程项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建筑面积	建设期间	总投资	已完成投资	资金来源
张家口综合产业园	11.00	2018.12-2022.02	5.70	1.72	自有资金
淮北综合产业园	11.38	2020.09-2022.12	5.70	0.70	自有资金
烟台临港综合物流园	9.54	2018.10-2022.09	4.50	2.85	自有资金及募投资金
合计	--	--	**15.90**	**5.27**	--

注：公司在建工程主要为在建物流工程项目
资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营效率有所下降。

2020 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314.76次、6.08次和 1.82 次，同比均有所下降。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020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 2021 年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，截至 2020 年底，公司通过新设、收购方式新增 11 家子公司，公司合并范围内共 51 家子公司；截至 2021 年 3 月底，公司新增 7 家子公司，合并范围内共 58 家子公司。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2020年底，公司（合并）资产总额为97.98亿元，所有者权益合计为32.23亿元（含少数股东权益1.98亿元）。2020年，公司实现营业收入166.78亿元，利润总额5.83亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为136.76亿元，所有者权益合计为31.1亿元（含少数股东权益2.02亿元）。2021年1－3月，公司

实现营业收入47.15亿元，利润总额1.67亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡。流动资产中货币资金占比较高；随着门店增加和物流产业园建设，固定资产有所增长。公司资产受限比例很低，整体资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 97.98 亿元，较上年底增长 15.21%，主要系货币资金和固定资产增长所致。其中流动资产占 50.66%，非流动资产占 49.34%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动资产为 49.64 亿元，较上年底增长 9.97%，主要系货币资金增长所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 20.83 亿元（占 41.97%）、预付款项 4.53 亿元（占 9.13%）、存货 20.83 亿元（占 41.97%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 20.83 亿元，较上年底增长 22.36%，主要系销售增长和发行债券所致。货币资金主要包括库存现金（占 1.54%）、银行存款（占 94.57%）和其他货币资金（占 3.89%）；受限比例为 4.18%，主要为在途资金、应付票据保证金、保函保证金及诉讼冻结款，公司货币资金受限比例较低。

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 20.83 亿元，较上年底下降 1.65%。存货主要为库存商品（占 93.39%），累计计提存货跌价准备 0.15 亿元。

截至 2020 年底，公司预付款项为 4.53 亿元，较上年底增长 26.7%，主要系业务规模扩大，预付上游供应商货款增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 48.35 亿元，较上年底增长 21.12%，主要由固定资产（占 56.37%）、在建工程（占 6.09%）、无形资产（占 8.11%）、商誉（占 5.31%）和长期待摊费用（占 15.26%）构成。

截至 2020 年底，公司固定资产为 27.25 亿元，较上年底增长 14.17%，主要系公司新开门店增加、购置机器设备及烟台物流园项目转固所致。公司固定资产以自持门店为主，包括房屋及建筑物（占 80.37%），机器设备（占 11.62%），运输设备（占 0.94%）及其他设备（占 7.07%）构成，累计计提折旧 15.92 亿元，未计提资产减值准备；固定资产成新率为 62.80%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司在建工程为 2.94 亿元，较上年底增长 99.66%，主要为张家口综合产业园、淮北产业园及家家悦乳山购物广场在建项目。

截至 2020 年底，公司无形资产为 3.92 亿元，较上年底增长 108.02%，主要系新增淮北和羊亭土地项目及投入信息系统所致。

表 7 截至 2020 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	0.87	保证金、在途资金、冻结银行存款
固定资产	4.40	抵押借款
无形资产	0.44	抵押借款
合计	**5.71**	--

资料来源：公司年报

截至2021年3月底，公司资产总额为136.76亿元，较2020年底增长39.57%，主要系新租赁准则下增加使用权资产38.53亿元所致（租赁门店），其中流动资产占32.16%，非流动资产占67.84%。公司资产以非流动资产为主。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益规模保持稳定，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 32.23 亿元，较上年底增长 4.96%，其中所有者权益中归属于母公司所有者权益占 93.86%，少数股东权益占 6.14%；公司归属于母公司权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 20.11%、38.45%、5.88%和 36.07%。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为

31.10 亿元，较 2020 年底下降 3.51%，所有者权益结构变化不大。

（2）负债

截至2020年底，公司负债结构仍以流动负债为主，由于公司短期借款和应付债券增长，公司债务规模增长较快，债务负担加重；受新租赁准则影响，截至2021年3月底，公司资产负债率有所升高。

截至 2020 年底，公司负债总额为 65.75 亿元，较上年底增长 20.99%，主要系合同负债和应付债券增长所致，其中流动负债占 90.45%，非流动负债占 9.55%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 59.48 亿元，较上年底增长 10.97%，主要系合同负债增长所致。截至 2020 年，公司流动负债主要由短期借款（占 8.84%）、应付票据（占 6.49%）、应付账款（占 38.75%）、合同负债（占 30.87%）和其他流动负债（占 6.89%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 5.26 亿元，较上年底增长 228.71%，主要系业务规模扩大，借入借款增长所致。

截至 2020 年底，公司应付票据为 3.86 亿元，较上年底下降 28.15%，主要系部分采用票据结算的供应商终止合作所致；公司应付账款为 23.05 亿元，较上年底下降 2.65%。

截至 2020 年底，公司预收款项为 0.51 亿元，较上年底下降 97.04%，主要系新收入准则将预收货款不含税部分重分类至合同负债所致，公司预收货款主要系会员卡业务预收款。截至 2020 年底，公司新增合同负债为 18.36 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 4.10 亿元，较上年底增长 92.59%，主要系根据新收入准则将预收货款的税额部分重分类至其他流动负债，待转销项税额增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 6.28 亿元，较上年底增长 741.1%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 88.84%）和递延收益（占 11.15%）构成。

截至 2020 年底，公司新增应付债券 5.58 亿元，系发行“家悦转债”所致。

表 8 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 2020 年底，公司递延收益为 0.70 亿元，较上年底下降 5.80%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 105.66 亿元，较 2020 年底增长 60.69%，主要系新租赁准则下，增加租赁负债 37.49 亿元所致。

截至2020年底，公司全部债务为14.70亿元，较上年底增长110.80%，主要系短期借款和应付债券增长所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为67.11%和31.32%，较上年底分别上升3.21个百分点和12.81个百分点；长期债务资本化比率为14.75%。公司债务增长较快。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 17.45 亿元，较上年底增长 18.75%，主要系根据新租赁准则要求，新增一年内到期的非流动负债 5.36 亿元，主要为未来一年所需支付的租金。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 77.26%、35.95%和 15.38%，较 2020 年底分别上升 10.15 个百分点、4.63 个百分点和 0.63 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司店面增加，同店收入增长，营业收入有所增长；受新冠肺炎疫情影响，新店开业时间延期，开业前成本增加，加之销售费用持续增长，利润总额有所下降，利润水平对非经常性损益依赖不大，公司整体盈利能力较强。

2020 年，公司实现营业收入 166.78 亿元，同比增长 9.27%，主要系店面增加、同店收入增长以及收购乐新商贸所致；公司利润总额为 5.83 亿元，同比下降 3.79%，主要系一方面 2020 年新开店数量较多，新店培育期有一定亏损，另一方面受新冠肺炎疫情影响，新店开业时间延期，开业前人力及租金费用增长所致。

2020 年，公司期间费用为 32.96 亿元，同比增长 20.77%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 89.32%、10.11%和 0.57%，以销售费用为主。其中，销售费用为 29.44 亿元，同比增长 22.36%，主要系随着新开门店增加，职工薪酬和租金物业管理费增长所致；管理费用为 3.33 亿元，同比增长 4.51%。同期，公司费用收入比为 19.76%，较上年上升 1.88 个百分点，公司费用控制能力一般。

2020 年，公司其他收益为 0.35 亿元，同比增长 41.61%，主要系政府补助增加所致；投资收益为 0.13 亿元，同比下降 54.48%，主要系结构性存款收益减少所致；投资收益和其他收益占营业利润的比重较低，对营业利润影响不大。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率为 23.13%，较上年上升 1.63 个百分点，变化不大。2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.96%和 12.48%，较上年分别下降 2.93 个百分点和 2.11 个百分点。公司各盈利指标表现良好。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 47.15 亿元，较上年同期下降 4.12%，主要系受新冠疫情影响，2020 年一季度同期同店销售增长快，经营业绩基数较高所致；实现利润总额 1.67 亿元，较上年同期下降 28.33%，主要系一方面 2021 年一季度新增门店较多，因疫情影响新店开业时间延后，大量新店处于培育期，前期毛利率较低所致，另一方面新租赁准则对利润确认有一定影响。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流情况良好，收入实现质量高，随着借款增加和发行债券，公司筹资活动现金流量净额转为净流入。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，2020 年，受销量增长影响，公司经营活动现金流入量和流出量均有所增长，分别为 210.55 亿元和 203.27 亿元，分别同比增长 16.16%和 16.47%，公司经营活动产生的现金流量净额 7.27 亿元，同比增长 8.11%。2020 年，公司现金收入比为 125.44%，同比增加 7.14 个百分点，公司收入实现质量高。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入量为 15.47 亿元，同比增长 13.26%；投资活动现金流出量为 24.07 亿元，同比增长 0.04%，公司投资活动现金流主要受投资理财现金流影响。2020 年，公司投资活动产生的现金净流出量由上年的 10.40 亿元变为 8.60 亿元，净流出量规模有所减少。

2020 年，公司筹资活动现金流入量为 12.42 亿元，同比增长 354.97%，主要系借款增加和发行债券所致；筹资活动现金流出量为 7.43 亿元，同比增长 69.32%，主要系回购股份所致。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流出 1.66 亿元变为净流入 4.99 亿元。

2021 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 5.80 亿元，现金收入比为 129.67%；投资活动现金净流出量为 5.93 亿元；筹资活动现金净流出量为 5.03 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，公司流动比率为 83.46%，较上年底减少 0.75 个百分点；速动比率为 48.43%，较上年底增加 3.74 个百分点。流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 19.98 亿元，现金短期债务比由上年底的 2.50 倍下降至 2.29 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期债务偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为9.97亿元，较上年底增长8.51%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占26.57%）、摊销（占13.08%）和利润总额（占58.52%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数为54.51倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高；由于公司债务规模增

长，公司全部债务/EBITDA由上年底的0.76倍上升至1.47倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力指标良好。

截至2021年3月底，公司（合并口径）银行授信情况：合计授信额度32.65亿元，已使用6.68亿元，未使用25.97亿元。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2021年3月底，公司无对外担保事项。

截至2020年底，公司有1起作为被告，涉诉金额600万元的未结诉讼，一审法院裁定驳回原告起诉，原告向济南市中级人民法院提起上诉，二审尚未开庭审理，预计对公司偿债能力无重大影响。

7. 公司本部财务分析

截至2020年底，公司本部资产规模有所增长，以流动资产为主；负债规模大幅增长，资产负债率较高。2020年，公司本部是公司主要的经营实体，对合并报表的收入和利润贡献大。筹资活动现金流由上年净流出转为净流入。

截至2020年底，公司本部资产总额为74.68亿元，较上年底增长14.22%，其中流动资产为50.42亿元，非流动资产为24.26亿元。流动资产主要构成为货币资金15.16亿元、应收账款13.55亿元、其他应收款10.52亿元和存货8.63亿元；非流动资产主要为长期股权投资15.06亿元和固定资产5.83亿元。

截至2020年底，公司本部负债合计为51.99亿元，其中流动负债46.41亿元（占89.27%），非流动负债5.58亿元（占10.73%），资产负债率为69.62%，较上年底上升5.69个百分点。；流动负债以短期借款、应付账款、应付票据和合同负债为主；非流动负债全部为应付债券。截至2020年底，公司本部全部债务为12.11亿元。

截至2020年底，公司本部所有者权益为22.69亿元，较上年底下降3.81%，其中，股本为6.08亿元，资本公积11.67亿元，未分配利润3.31亿元，盈余公积1.78亿元。公司所有者权益中资本公积所占比例较高，结构稳定性较强。

2020年，公司本部营业收入为148.00亿元；利润总额为3.10元。

截至2020年底，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为166.32亿元和165.09亿元，经营活动现金流净额为1.24亿元；投资活动现金流净额为-2.57亿元；筹资活动现金流净额为4.83亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司对存续债券的偿付能力较强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券1支，为6.45亿元“家悦转债”。截至2021年3月底，公司现金类资产为16.07亿元，为公司存续债券未来待偿还本金峰值的2.49倍；2020年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为9.97亿元、210.55亿元和7.27亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的1.55倍、32.64倍和1.13倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2020年
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	6.45
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	32.64
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.13
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.55

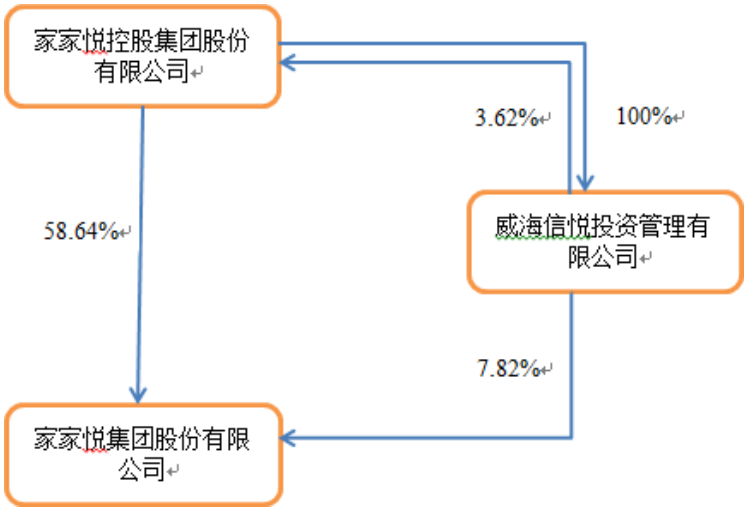
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），未剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

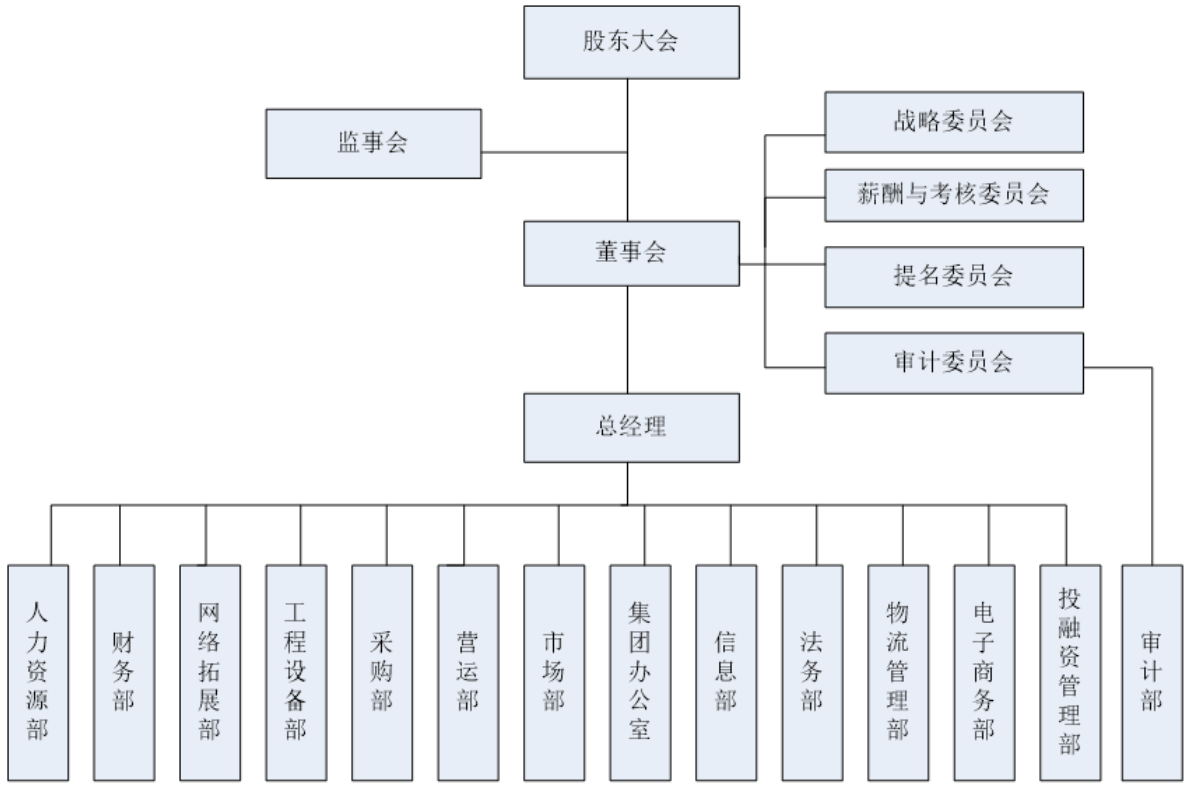
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“家悦转债”的债项信用等级为AA，评级展望为“稳定”。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.63	16.71	19.98	16.07
资产总额（亿元）	71.55	85.05	97.98	136.76
所有者权益（亿元）	28.08	30.71	32.23	31.10
短期债务（亿元）	5.24	6.97	9.12	11.80
长期债务（亿元）	0.20	0.00	5.58	5.65
全部债务（亿元）	5.44	6.97	14.70	17.45
营业收入（亿元）	127.31	152.64	166.78	47.15
利润总额（亿元）	5.12	6.06	5.83	1.67
EBITDA（亿元）	8.01	9.19	9.97	--
经营性净现金流（亿元）	6.13	6.73	7.27	5.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	469.20	401.42	314.76	--
存货周转次数（次）	7.83	7.00	6.08	--
总资产周转次数（次）	1.90	1.95	1.82	--
现金收入比（%）	120.43	118.30	125.44	129.67
营业利润率（%）	21.33	21.50	23.13	24.20
总资本收益率（%）	12.79	11.89	8.96	--
净资产收益率（%）	15.14	14.59	12.48	--
长期债务资本化比率（%）	0.71	0.00	14.75	15.38
全部债务资本化比率（%）	16.24	18.50	31.32	35.95
资产负债率（%）	60.76	63.90	67.11	77.26
流动比率（%）	96.14	84.21	83.46	71.14
速动比率（%）	65.85	44.69	48.43	38.33
经营现金流动负债比（%）	14.40	12.55	12.23	--
现金短期债务比（倍）	4.35	2.50	2.29	1.36
EBITDA 利息倍数（倍）	220.03	--	54.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.68	0.76	1.47	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限制类货币资金；所有者权益中包含 0.93 亿元其他权益工具（“家悦转债”的权益成份）
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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.74	11.94	15.17	10.82
资产总额（亿元）	58.38	65.38	74.68	77.45
所有者权益（亿元）	23.89	23.59	22.69	22.80
短期债务（亿元）	3.83	5.35	6.53	5.19
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.58	5.65
全部债务（亿元）	3.83	5.35	12.11	10.84
营业收入（亿元）	111.64	138.32	148.00	39.29
利润总额（亿元）	1.51	3.12	3.10	1.31
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	4.28	3.94	1.24	2.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.03	10.96	11.35	--
存货周转次数（次）	17.36	16.35	14.79	--
总资产周转次数（次）	1.95	2.24	2.11	--
现金收入比（%）	115.06	110.11	112.09	116.21
营业利润率（%）	9.71	8.80	9.10	9.91
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	4.59	9.82	10.13	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	19.73	19.86
全部债务资本化比率（%）	13.81	18.49	34.79	32.22
资产负债率（%）	59.07	63.92	69.62	70.56
流动比率（%）	123.64	104.88	108.64	101.40
速动比率（%）	106.59	81.94	90.05	83.90
经营现金流动负债比（%）	12.45	9.46	2.66	4.63
现金短期债务比（倍）	4.37	2.23	2.32	2.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计
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）
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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。