

信用等级公告

联合〔2019〕670号

家家悦集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对家家悦集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可转换公司债进行综合分析和评估，确定：

家家悦集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

家家悦集团股份有限公司拟公开发行的 2019 年可转换公司债信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

家家悦集团股份有限公司

2019 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 6.45 亿元

债券期限：不超过 6 年（含 6 年）

转股期限：发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 9 月 5 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	60.06	62.73	71.55
所有者权益（亿元）	23.32	24.82	28.08
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.20
全部债务（亿元）	4.24	3.62	5.44
营业收入（亿元）	107.77	113.30	127.31
净利润（亿元）	2.51	3.11	4.25
EBITDA（亿元）	6.19	6.68	8.01
经营性净现金流（亿元）	7.60	7.81	6.13
营业利润率（%）	21.17	21.15	21.33
净资产收益率（%）	15.07	12.91	16.07
资产负债率（%）	61.17	60.42	60.76
全部债务资本化比率（%）	15.40	12.73	16.24
流动比率（倍）	1.25	1.20	0.96
EBITDA 全部债务比（倍）	1.46	1.85	1.47
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	220.03
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.96	1.04	1.24

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省胶东地区的连锁零售龙头企业，目前形成了以大卖场和综合超市为主体，以百货和专业店业态为补充，以区域一体化物流为支撑的综合性零售渠道商，其在胶东地区的商业零售品牌知名度、区域市场占有率等方面具有明显优势。近年来，公司资产和收入规模均有所增长，债务负担较轻，经营活动现金流状况良好，整体盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司门店扩张和在建物流中心仍需投入较多资金，线上零售业务有待提高等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

未来，随着山东省经济的快速发展，居民消费能力增强，公司在山东省内的零售业务规模保持稳健增长。同时，随着公司物流中心的建成，将有效扩张公司业务版图，增加省外市场占有率。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步整合零售业务板块，提升零售业务竞争力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是山东省胶东地区零售行业的龙头企业，“家家悦”品牌知名度高，公司现已形成以大卖场和综合超市为主体，以百货和专业店业态为补充的全业态综合性零售渠道商，区域竞争优势明显。

2. 公司每年保持稳定的新开店数量，已形

成了东西结合、中央物流与区域物流优势互补的物流配送网络，支持公司连锁版图在山东地区进一步扩张。

3. 近三年，公司营业收入稳定增长，盈利能力逐步提升；公司货币资金充足，自持门店以成本法计量，资产质量较好；公司债务负担很轻，财务稳健。

关注

1. 2019 年公司计划新开门店 100 处，新开门店及物流中心建设仍需投入较大资金投入，新进入的张家口等新区域市场要形成协同效应仍需时日。

2. 公司主营业务为线下连锁零售，线上购物等创新业务有待拓展。

3. 公司开店模式均以租赁为主，自有门店占比较少，未来若租赁合同到期或租金成本发生变化，将对公司经营造成一定不利影响。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



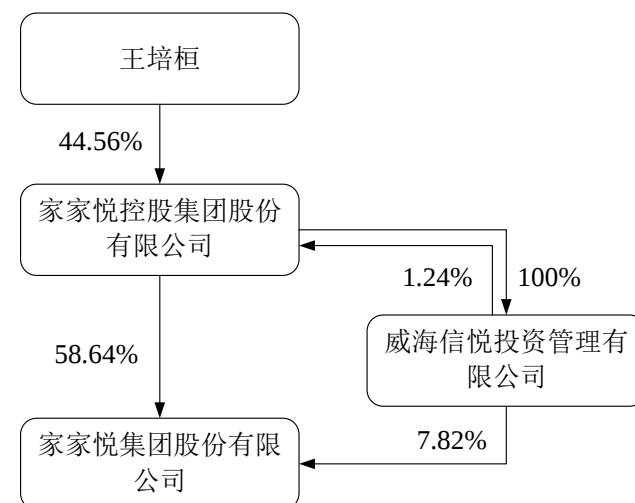
一、主体概况

家家悦集团股份有限公司(以下简称“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。其发展历程最早可追溯至1974年1月,并于1981年6月办理了工商登记,名称为“山东省威海市糖业烟酒公司”,隶属于威海市商业局,后更名为“威海市副食品公司”。1988年5月10日,公司根据威海市人民政府《关于市百货公司等七个企业增设名称的批复》(威政发〔1988〕64号)增设名称为“山东省威海糖酒采购供应站”(以下简称“糖酒站”)。根据威海市人民政府颁布的《关于完善企业改制若干政策的意见》(威政发〔2001〕37号),2001年12月,威海市国有资产管理办公室与王培桓等76人签订《股权转让协议书》,将持有的糖酒站国家股105.00万元按平价转给王培桓等76人。2001年12月20日,糖酒站向威海市工商行政管理局办理了本次变更登记手续,变更后糖酒站股东及出资情况:王培桓出资额125.00万元,占注册资本20.83%,其他358名自然人出资额475.00万元,占注册资本79.17%。自此,国有股全部退出。

2007年7月,糖酒站变更为“山东家家悦集团有限公司”,后经过多次股权转让、股东增资,2013年5月,山东家家悦集团有限公司变更为股份有限公司,公司注册资本变更为27,000万元。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9,000.00万股人民币普通股,总股本增至36,000.00万股。2016年12月,公司发行的A股股票在上海证券交易所上市,证券简称:“家家悦”,证券代码:603708.SH。

截至2019年3月底,公司股本总额为46,800.00万元,家家悦控股集团股份有限公司(以下简称“家家悦控股”)持股比例为58.64%,为公司控股股东;其中王培桓持有家家悦控股44.56%股权,间接持有公司29.99%股权,为公司第一大股东,王培桓为公司实际控制人。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

公司主要经营范围为:食品、饮料、纺织品、服装、日用品、文体用品、珠宝首饰、工艺美术品、收藏品、照相器材、汽车、摩托车、家用电器、电子产品、五金家具、建材、装饰材料、日用百货、化妆品、卫生用品、家居用品、花卉、眼镜、I和II、III类医疗器械的批发、零售、网上销售及跨境网上销售;食用农产品的收购、销售;房屋、场地和柜台租赁;普通货物仓储;备案范围内的货物

和技术进出口；百货和超市零售；儿童游乐设施的经营；票务代理；服装、鞋、箱包、纺织品的清洗、织补、消毒灭菌；室内手工制作；电子游艺厅服务；儿童洗浴服务；摄影；保健服务、艾灸、停车场收费管理；以下限分公司经营：食品生产，音像制品、卷烟、图书报刊的零售，住宿服务，餐饮服务。

截至2018年底，公司总部现设人力资源部、财务部、网络拓展部、工程设备部、采购部、营运部、市场部、集团办公室、信息部、法务部、物流管理部、审计部、电子商务部、投融资管理部等职能部门（见附件1）；纳入合并范围子公司共有34家，在职员工合计19,028人。

截至2018年底，公司合并资产总额71.55亿元，负债总额43.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.08亿元，其中归属于母公司所有者权益合计27.22亿元。2018年，公司实现合并营业收入127.31亿元，净利润（含少数股东损益）4.25亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计4.30亿元；经营活动产生的现金流量净额6.13亿元，现金及现金等价物净增加额-6.95亿元。

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。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

公司拟公开发行可转换为公司A股股票的可转换公司债券（以下简称“本次债券”），面值总额64,500.00万元。本次债券存续期限为自发行之日起6年，每年付息1次，到期归还本金和最后一利息。本次债券面值为人民币100元，按面值平价发行，具体每一年的利率水平提请股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。本次债券转股期自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次可转换公司债券无担保。

（1）转股条款

初始转股价格：初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式：在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

（2）向下修正条款

修正权限与修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）赎回条款

到期赎回：在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

其中：IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

本次发行的可转换公司债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

（4）回售条款

有条件回售：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述三十个交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款（在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者

将持有的债券转股。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行可转换公司债券的募集资金总额（含发行费用）不超过 64,500.00 万元，扣除发行费用后，募集资金将投资于以下项目：

表 1 公司募集资金投入情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
连锁超市改造项目	20,310.09	20,300.00
威海物流改扩建项目	17,723.60	17,700.00
烟台临港综合物流园项目	45,000.00	25,500.00
补充流动资金	1,000.00	1,000.00
合计	84,033.69	64,500.00

资料来源：公司提供

在本次募集资金到位前，公司可根据项目进度的实际情况通过自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入募集资金总额，不足部分由公司自筹资金解决。

三、行业分析

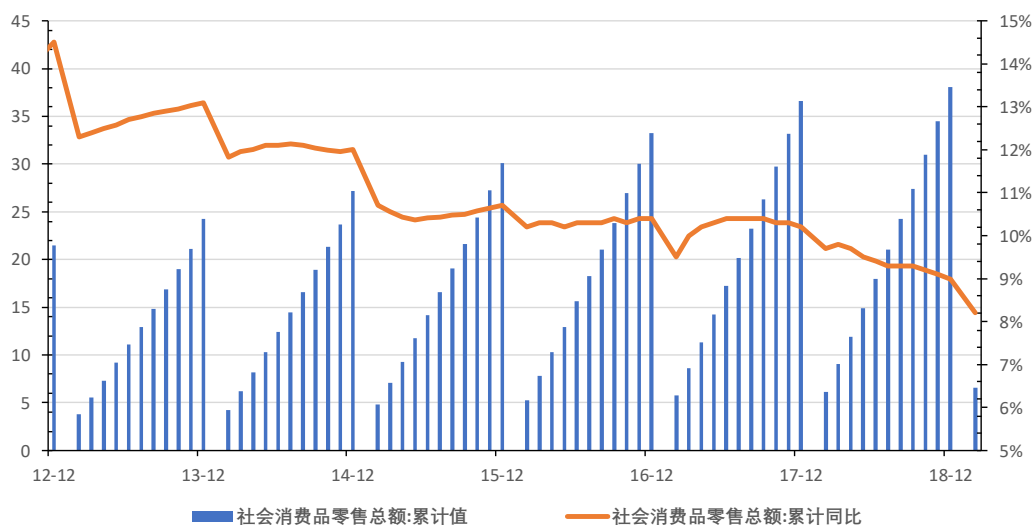
公司作为山东省胶东地区的连锁零售龙头企业，主营业务为超市连锁经营，属于零售行业。

1. 零售行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局统计，2016 年，社会消费品零售总额 332,316.00 亿元，同比增长 10.40%，其中，限额以上单位消费品零售额 154,286.00 亿元，增长 8.1%。2017 年，社会消费品零售总额 366,261.60 亿元，同比增长 10.21%。2018 年，我国社会消费品零售总额 380,986.85 亿元，名义同比增长 8.98%，增速比上年同期下降 1.32 个百分点，保持合理增长，其中，限额以上单位消费品零售额 145,311.29 亿元，同比增长 5.71%。按经营单位所在地分，2018 年，城镇消费品零售额 325,636.90 亿元，同比增长 8.79%；乡村消费品零售额 55,349.95 亿元，同比增长 10.12%。按消费类型分，餐饮收入 42,715.85 亿元，同比增长 9.47%；商品零售 338,217.00 亿元，同比增长 8.92%。

图2 近年来社会消费品零售总额增长情况及同比增速（单位：%）



资料来源：Wind

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。其中大业态能够满足消费者一站式购物需求，符合大城市的快节奏生活状态；小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务，具有较大发展潜力。从区域经济发展出发，地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000.00 美元，是购物中心密集区域，传统百货、超市、专业店等增速放缓；东北部地区人均 GDP 在 8,000.00 美元，专卖店、专业店和便利店等盛行，大型购物中心不断涌现；中西部地区人均 GDP 在 5,000.00 美元，百货店和超级市场的销售份额有所下降，但依然是主力业态，此外，专卖店、专业店、便利店、购物中心等新兴业态发展速度较快。

根据中华全国商业信息中心统计，2018 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.70%，增速低于 2017 年 2.10 个百分点。

根据中国连锁经营协会对外发布的“2017 年行业基本情况及连锁百强调查”显示，2017 年连锁百强销售规模 2.20 万亿元，同比增长 8.00%，销售规模占社会消费品零售总额 6.00%。百强连锁门店总数 10.98 万家，同比增长 9.10%。2017 年，百强零售企业的门店构成发生新变化，百货店、购物中心开店数量明显减少，而小型门店数量增长相对较快，达到 7.70%。2017 年，百强企业新增门店 9,197 个，小型门店约占新增门店总数的八成。大型超市和超市门店数量仅分别增长 3.7%和 1.00%。根据连锁企业百强榜单显示，前三名连锁企业分别为苏宁云商集团股份有限公司、国美电器有限公司和华润万家有限公司。具体信息如下表。

表2 2017 年中国连锁企业前 20 强基本情况（单位：亿元、%、家）

排序	企业名称	销售规模	销售增长率	店铺数	门店增长率
1	苏宁云商集团股份有限公司	2,433.43	29.20	3,799	10.90
2	国美电器有限公司	1,536.91	-6.80	1,604	-1.50
3	华润万家有限公司	1,036.46	0.10	3,162	-1.90
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	954.00	2.30	383	4.60
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	802.78	4.70	441	0.50
6	永辉超市股份有限公司	653.89	20.20	806	65.50

7	重庆商社（集团）有限公司	582.81	3.90	322	-0.60
8	联华超市股份有限公司	564.59	-5.60	3,451	-5.40
9	中石化易捷销售有限公司	519.50	48.00	25,775	0.70
10	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	497.96	-1.30	321	0.60
11	物美控股集团有限公司	474.52	5.10	978	72.80
12	长春欧亚集团股份有限公司	424.47	8.60	133	24.30
13	武汉武商集团股份有限公司	375.13	5.50	88	-1.10
14	步步高集团	370.94	15.40	645	9.30
15	王府井集团股份有限公司	337.21	21.70	56	5.70
16	中百控股集团股份有限公司	331.95	5.30	1130	10.10
17	宏图三胞高科技技术有限公司	322.23	0.30	560	-2.60
18	大商股份有限公司	312.90	-4.80	148	-11.40
19	石家庄北国人百集团有限责任公司	300.08	5.90	68	4.60
20	天虹商场股份有限公司	264.82	5.30	76	7.00

资料来源：中国连锁经营协会

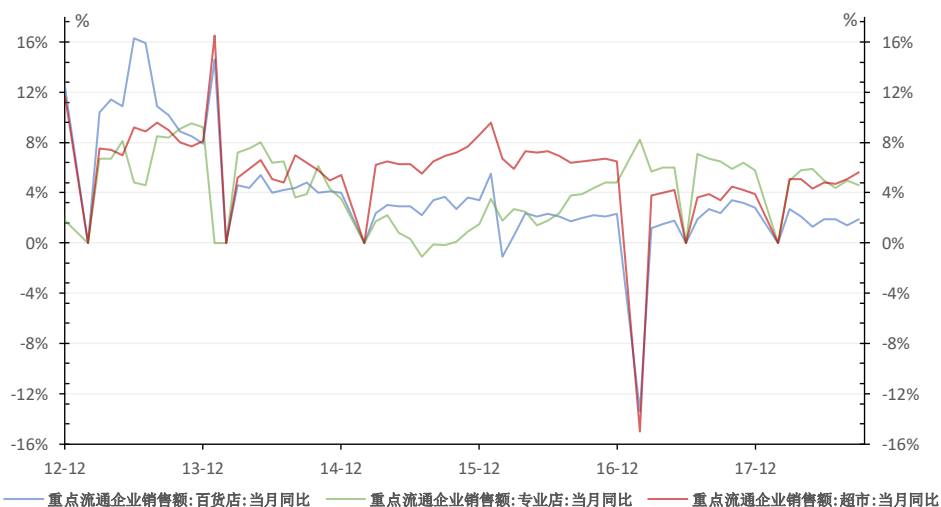
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式。随着国民经济增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，零售行业增速持续放缓。随着市场竞争的不断加剧，连锁企业为改善经营现状从多方面调整改良自身经营的方式方法以谋求新的增长点，小型门店数量有所增加。

2. 主要业态情况

随着消费者需求的变化和零售市场竞争的加剧，传统零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。经济新常态下，中国传统零售行业渐入下行趋势，电商等新零售业态迅速崛起。传统零售消费向保守型、高性价比的大众消费和特性、差异化的消费升级两级分化，消费层级日益鲜明。电商是互联网发展的直接产物，是网络技术的全新发展方向，重新定义了传统的流通模式，减少了中间环节，使得生产者和消费者的直接交易成为可能，影响了社会的经济布局 and 结构。与传统零售相比，电商一方面以电子流代替了实物流，可以大量减少场地租金及人工等费用，降低了成本；另一方面突破了时间和空间的限制，使得交易活动可以在任何时间和地点进行，从而大幅提高了效率。

面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧改革结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。2015~2017 年，百货店销售额增速持续下滑，分别为 3.40%、1.30%和 1.20%，下滑至较低水平；专业店销售额增速逐年上升，分别为 0.30%、3.10%和 5.60%；超市销售额增速分别为 6.80%、6.70%和 4.20%，过去三年呈逐年下降态势。2018 年 1~9 月，限额以上零售业单位中超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长 6.20%、5.60%、10.00%和 8.00%，各实体零售业态经营状况均有好转，尤其百货店、专业店通过近年来的优化产品结构、积极提升供应链管理效率、加强线上线下整合等方式，增速明显回升。

图3 近年来重点流通企业：百货商店、超市、专业店当月同比增速



资料来源: Wind

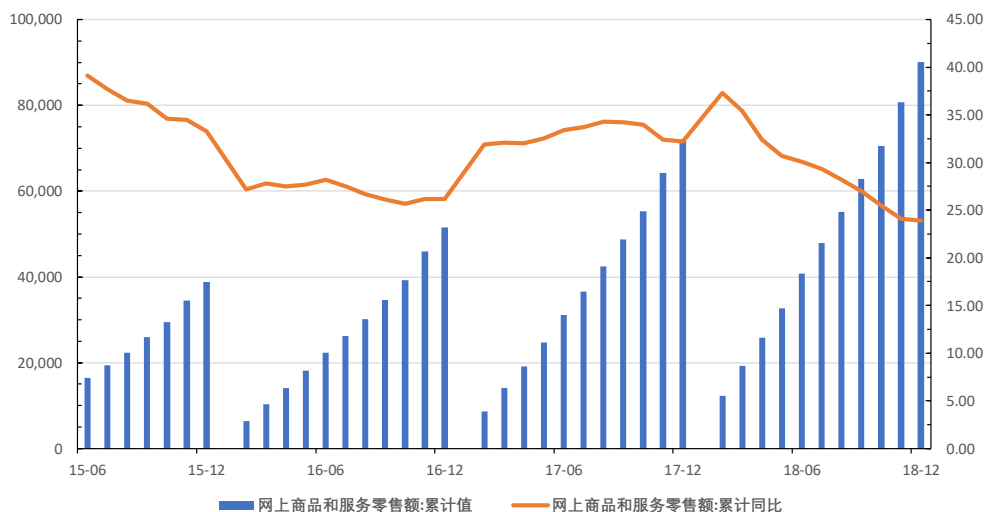
注: 2017年2月百货店和超市销售额同比大幅下降, 主要系2017年春节在1月份所致

近年来我国网络零售业度过了最初的爆发式增长阶段, 增速有所放缓, 但仍处于较高水平, 电商企业之间的竞争从增量扩张转为存量开发, 发展质量、服务水平和购物体验全面提高。2015~2017年, 我国网上零售额分别为 38,773.00 亿元、51,556.00 亿元和 71,751.00 亿元, 增速分别为 33.30%、26.20%和 32.20%, 2017 年增速上升 6.00 个百分点。其中, 2017 年实物商品网上零售额 54,806.00 亿元, 同比增长 30.66%, 增速较上年提高了 1.30 个百分点; 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重达 15.00%, 较上年扩大 2.40 个百分点。

2018 年, 全国网上零售额 90,065.00 亿元, 同比增长 23.90%, 增速较上年同期下降 8.30 个百分点; 实物商品网上零售额 70,198.20 亿元, 同比增长 25.40%, 增速低于上年同期水平, 占社会消费品零售总额的比重达 18.43%。电商对实体零售业的冲击仍在持续。

2018 年, 我国网上零售额占社会消费品零售总额的比例为 18.43%, 较上年下降 1.16 个百分点, 渗透率已较为饱和呈小幅下降。与其他国家相比, 根据美国商务部数据, 2018 年美国电商销售额占总零售额的 11.20%; 根据日本产业省数据, 2018 年日本电商渗透率为 5.24%。我国电商发展水平超过美、日等发达国家, 新技术、新业态不断涌现。随着线上零售逐渐饱和, 我国电商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趋势。

图 4 近年来全国网上零售额增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，近年来各零售业态增速明显分化；实体零售业态中，超市、购物中心销售额增速优于百货店、专业店销售额增速，但 2017 年以来，通过调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，各实体零售业态增速均明显回升；网络零售业态增速有所下降，但对实体零售业态的冲击仍在持续。

3. 行业竞争

为了应对电商的冲击，过去五年传统零售业对其线下渠道网点数量进行了快速扩张，但是盲目的渠道扩张并未产生明显的收入增长效益。当前零售行业总体过剩，整合成为发展到一定阶段的必然态势。2016 年以来，以线上线下整合为目的的零售业并购事项增多，如阿里巴巴收购在线零售商 Lazada、入股线下零售三江购物和联华超市，沃尔玛入股京东等。此外，中小零售企业被并购整合的速度加快。从零售业百强十大企业的销售规模来看，2017 年我国零售百强企业中，前 10 名企业销售规模合计为 45,374.00 亿元，占百强整体销售规模的比重为 74.60%，比 2016 年上升 5.40 个百分点。2017 年第 11 至第 60 位企业销售规模占比为 20.50%，相比 2016 年下降 4.50 个百分点，第 61 至第 100 位企业销售规模占比为 4.90%，相比 2016 年下降 0.90 个百分点，行业集中度进一步提升。

总体看，零售行业市场集中度处于较低水平，近年来行业并购整合步伐加快，线上线下深度融合，中小企业陆续被并购，市场集中度有所上升，但市场竞争仍较为激烈。

4. 行业政策

近年来，我国社会零售总额增速放缓，各业态分化明显，经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓，并购重组加剧，互联网电商规模及占比逐年增大。2016 年 3 月，财政部、海关总署、国家税务总局联合发文对跨境电子商务零售企业进行政策调整，取消了 50 元免征额，所有跨境电商包裹都需按照价格征税。此外，政府下发多项指导意见，推动物流业转型升级，鼓励零售行业发展新业态、新模式。2018 年 12 月 22 日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，个税改革新增 6 项专项附加扣除，该项目于 2019 年 1 月 1 日起施行。个税改革将释放居民购买力，能够有效提振消费行业。

总体看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业转型升级。同时，个税的改革将会促进居民购买力从而提振零售行业。

5. 行业关注

(1) 外资零售企业市场份额继续下降，门店调整力度加大

随着 2005 年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2006 年，港、澳、台及外商投资零售企业法人数量为 534 个，销售规模为 2,115.00 亿元；2009 年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福等增幅明显高于内资。2017 年进入百强的外资零售企业共有 21 家(非电商)，数量比上年增加 2 家，21 家外资零售企业实现销售额 4,858.18 亿元，21 家外资零售企业销售额同比增长 4.60%，增速较 2016 年放缓 1.30 个百分点；2013~2017 年，中国连锁经营协会统计的主要外资连锁企业销售规模增长率为 8.40%、4.50%、0.50%、5.90%和 4.60%，门店数量增长率为 12.20%、13.90%、11.10%、18.70%和 17.20%。2017 年，外资零售企业门店数量调整较大，开店速度较 2016 年均有所放缓。其中，沃尔玛、卜蜂莲花和永旺 2017 年新开门店数多于 2016 年，其他外资零售巨头新开店数均少于 2016 年。其中，欧尚 2017 年新开门店数仅 1 家，大润发 2017 年新开门店数相比 2016 年减少了 7 家，是新开门店数下滑最快的外资企业。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，而国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。百强中的外资企业主要经营大型超市业态，并逐渐占据主导地位。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

(2) 传统零售业受电商交易冲击大，探索多渠道经营

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。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2017 年中国网络零售市场交易规模达 7.18 万亿元，较 2016 年增长 39.17%。预计 2018 年，中国网上零售市场规模将达到约 9.39 万亿元人民币。2017 年中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 19.60%，较 2016 年的 14.90%，增幅提高了 4.7 个百分点。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。

6. 未来发展

(1) 满足消费者全渠道需求

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比任何时候都强。

从零售商角度看，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。

(2) 大数据成为核心竞争力

大数据分析将在零售业务的关键领域扮演重要角色，如帮助构建智慧的消费体验、智慧的商品和供应链管理，以及智慧的运营。过去零售商之间的竞争集中在后台，更重视后端供应链的优化，如补货速度、货架有货率、仓储布局和优化等。在大数据时代，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求。比如，通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段。

（3）跨行业协作的业务模式创新

近年来，跨行业协作，特别是社交化协作业务模式的兴起，将使价值生态主要参与者的角色作用和游戏规则发生转变：企业由控制并实施价值交付向搭建环境、协同各方完成价值交付的组织者转化；个人消费者由被动接受者向主动参与者转化，价值交付控制权向消费者转移；企业员工由基于组织和职责工作向基于兴趣和专长进行工作和协作转化；企业供应商由上下游供应商关系向协作共赢的合作伙伴转化。通过产业社交化协同，包括零售行业在内的各个主要行业都将出现组织者，并与协同合作企业一道从价值链向共赢的价值平台转化，创造更多的市场机会。

总体看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，零售业将在满足消费者全渠道需求、大数据分析以及跨行业协作的业务模式创新等方面获得良好的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是山东省胶东地区零售行业的龙头企业，现已形成以大卖场和综合超市为主体，以百货和专业店业态为补充，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。

（1）综合连锁零售门店

截至 2018 年底，公司拥有门店数量达到 732 家，分布在以威海和烟台为主的山东省胶东地区，业态涉及大卖场、综合超市、百货店、便利店和专业店等多种业态，营业面积达 175.48 万平米，在胶东地区市场占有率较高。其中，专业店主要包括宝宝悦和电器城。宝宝悦主要销售的是母婴用品，电器城主要销售的是家用电器。公司充分利用山东消费市场的区位优势，坚持区域密集、城乡一体、多业态并举的发展战略，在山东地区精耕细作，奠定了其在省内尤其是在胶东地区的行业领先地位。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。此外，公司通过超市、百货店、专业店等多业态，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。2016~2018 年实现平均每年净开店接近 50 家，同时公司于 2019 年计划新开门店 100 处。公司采购模式以“直接采购”为主，并坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的准则。2018 年公司直接采购规模占比达到 86.14%。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 2,500 余家厂商保持了十年以上的良好合作关系。公司坚持以生鲜为特色，作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司目前已经与 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。

（2）物流配送中心

随着公司区域一体化的物流体系基本构建完成，已具备了先发优势，形成了东西结合、布局合理、中央物流与区域物流优势互补、智能联动的配送体系，截至 2018 年底已有 4 处常温物流中心和 5 处生鲜物流中心投入使用，分布在威海、烟台、济南莱芜、文登宋村和青岛等地，物流中心仓储面积约 16.00 万平方米，构建了山东省内 2.5 小时配送圈，支持公司的连锁版图在山东地区的广度和深度上进一步扩张；杂货日均吞吐量达 22.00 万件、生鲜日均吞吐量超过 1,734.00 吨。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。公司另有两处在建物流中心，分别位于烟台和济南莱芜，烟台临港

综合物流园项目投产后将增加烟台物流配送的冷链仓储能力、PC 加工能力¹；济南莱芜生鲜加工物流中心项目投产后将覆盖济南、淄博、莱芜、临沂等地区。

总体看，公司深耕山东省胶东地区，渠道下沉较深，区域内行业地位较突出，在零售业领域具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司董事、监事及高级管理人员共 15 名。其中，董事 7 人，监事 3 人，高管 7 人（含 2 名兼任董事的高管），均具有丰富的行业经验和管理经验，专业素质较高。

公司实际控制人、董事长兼总经理王培桓先生，1955 年出生，本科学历，高级经济师，历任文登县烟酒公司业务员、副经理，文登县副食品公司副经理、经理，山东省威海市糖茶酒类公司副经理、经理、党支部书记，糖酒站董事长、总经理。王培桓先生系山东省第十届、第十一届人大代表，中国连锁经营协会副会长；曾获“全国内贸系统劳动模范”、“山东省改革开放三十年功勋企业家”、“全国质量管理先进工作者”、“中国零售业年度人物”、“中国连锁年度风云人物”、“中国连锁业突出成就奖”、“中国连锁业终身成就奖”。

截至 2018 年底，公司拥有在职员工 19028 人。其中营运人员占 76.58%，采购人员占 1.32%，物流人员占 5.84%，生产人员占 5.71%，财务人员占 1.39%，管理人员占 5.55%，其他人员占 3.61%；从人员学历结构看，本科及以上学历占 4.04%，大专学历占 10.31%，高中及以下学历占 85.65%；从年龄结构看，30 岁以下占 19.78%，30~50 岁占 76.36%，50 岁以上占 3.86%。总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工设置较为合理。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关法律，建立了由股东大会、董事会和监事会构成的法人治理结构，制订了《公司章程》，对公司的董事会和监事会等方面做出了明确的规定，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成（包括三名独立董事），设董事长 1 名，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。公司不设职工代表董事。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案等职权。董事会可按照股东大会的决议设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占二分之一以上并担任召集人，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，其中股东推荐 2 名，由股东大会选举产生；职工代表 1 名，由职工代表大会或工会选举产生。监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上

¹ PC 加工，即农产品初加工，是指将采收的农产品进行挑选、洗涤、沥干、切分或不切分、包装的过程。

监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事每届任期不超过 3 年，任期届满，连选可以连任。公司监事会制定《监事会议事规则》，明确监事会的议事方式和表决程序，对公司经营状况及财务状况、董事、高级管理人员执行公司履职的合法合规性进行监督。

公司设总经理 1 名、副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监为公司高级管理人员。公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。总经理每届任期 3 年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

总体看，公司治理结构较为规范，能够满足公司的日常运行。

2. 管理制度

公司总部现设人力资源部、财务部、网络拓展部、工程设备部、采购部、营运部、市场部、集团办公室、信息部、法务部、物流管理部、审计部、电子商务部、投融资管理部等职能部门。为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度。

资金管理方面，公司设资金管理部来负责集团及下属公司资金管理，与银行签订网上资金归集业务，对各分公司、分理处的款项实行定期定点自动归集，统一调剂、加快资金周转，提高资金使用效率。公司制定了《资金管理制度》，该制度对为公司现金管理、银行存款业务，票据管理，财务印章、资金支付审批流程和资金预算及资金使用控制等做了详细说明。公司现金收支实行“收支两条线”的管理制度；公司财务相关方面的印章由公司指定的部门统一制作，相关人员严禁私自制作印章，所有的资金支出均需依照审批程序核准后支付。

采购管理方面，公司采购工作要严格执行国家有关政策法规，贯彻“勤进快销，以销定进，源头进货，择优选购，面对市场，加强计划，批量组货，合理储备”的基本原则。公司制定了《采购管理制度》，该制度对公司商品采购计划、采购原则和采购权限等做了详细说明，同时也对商品淘汰的选择标准、操作流程和前提条件做出了详细说明。

投资管理方面，公司设有《投资管理制度》，对公司董事会、拓展部、工程设备部、投融资管理部、审计部和法务部等部门在投资方面的职责做出了明确规定，包括公司对投资项目的调研、前期论证、可行性研究、评审、审批、实施以及投资权益的确认、处置等全过程的控制。为保障投资安全，公司确定了各类项目的投资权限，制定了管理层、董事会、股东大会对于投资的审批权限。

筹资管理方面，公司为规范公司在经营中的筹资行为，降低筹资风险，制定了《筹资管理制度》，该制度明确规范了筹资预算与筹资方案的批准程序，规范了公司总经理批准短期借款，而其他方式筹资需报董事会审批后报股东会批准。《筹资管理制度》规范了公司筹资决策、筹资执行管理和筹资偿付管理制度。

对外担保方面，公司设有《对外担保决策制度》，该制度规范了公司为他人提供担保必须经董事会或股东大会批准，且对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力，且公司对外担保仅限于独立的企业法人。

总体看，公司各项规章制度较为健全，能满足公司的内部管理需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为山东省胶东地区的连锁零售龙头企业，主营业务为超市连锁经营，业态以大卖场和综合超市为主，并通过自有物流中心的支持实现全供应链、多业态发展。近年来，公司保持每年稳定的开店速度，同时加快门店业态的升级改造来提升客户体验从而优化公司门店的盈利能力。2016~2018 年，随着门店数量的增长，公司营业总收入呈逐年增长态势，分别为 107.77 亿元、113.30 亿元和 127.31 亿元；净利润亦呈逐年增长态势，分别为 2.51 亿元、3.11 亿元和 4.25 亿元。

从收入构成来看，因采购模式不同，公司将收入口径按照产品类别划分，分别为食品化洗、生鲜、百货和工业及其他。公司收入的主要来源为生鲜和食品化洗类产品销售收入，2018 年收入占比分别为 40.65%和 43.68%。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。2016~2018 年，生鲜业务和食品化洗营业收入均呈逐年增长态势，2018 年实现收入分别为 51.75 亿元和 55.60 亿元，同比分别增长 14.44%和 9.32%；百货业务收入规模整体比较稳定，2018 年实现收入 10.87 亿元；工业及其他业务规模较小，2018 年实现收入 0.55 亿元，较 2017 年小幅下降 4.82%。

从毛利率来看，2016~2018 年，公司毛利润的主要来源为生鲜和食品化洗，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均呈逐年上升态势。公司主营业务毛利率稳步上升，分别为 16.50%、17.23%和 17.39%。

表 3 2016~2018 年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	99.91	92.71	16.50	106.02	93.58	17.23	118.78	93.30	17.39
生鲜	42.42	39.36	15.03	45.22	39.91	15.34	51.75	40.65	15.79
食品化洗	47.59	44.16	16.73	50.86	44.89	18.00	55.60	43.68	18.29
百货	9.36	8.69	22.05	9.36	8.26	22.11	10.87	8.54	20.66
工业及其他	0.54	0.50	15.96	0.58	0.51	17.12	0.55	0.43	11.25
其他业务	7.86	7.29	87.47	7.28	6.42	84.98	8.53	6.70	82.88
合计	107.77	100.00	21.68	113.30	100.00	21.58	127.31	100.00	21.77

资料来源：公司提供

注：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。

整体来看，近三年，公司坚持深耕连锁零售主业，保持稳定的开店速度，并通过自有物流中心实现全供应链、多业态协同发展，实现营业收入和主营业务毛利率稳定增长。

2. 门店运营情况

从门店数量上来看，公司的主营业务的门店业态主要以大卖场和综合超市业态为主，以百货和专业店业态为补充。其中，主要收入来源为大卖场、超市等，销售模式以自营为主，自营商品销售收入占主营业务收入比重 89.53%；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，2018 年公司自有品牌商品的营业收入占商业零售业务收入的比重达到 9.83%。公司的百货店与专业店业态数量较少，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。

近三年，公司净开店数量较为稳定，实现平均每年净开店近 50 家；截至 2018 年底，公司门店数量合计达到 732 家，较 2017 年净增加 57 家，其中，大卖场平均每年净增店 12 家。截至 2018 年底，公司大卖场建筑面积达到 76.75 万平方米，较年初增加 24.43%，主要系新开大卖场以及 2018 年并购青岛维客商业连锁店所致。截至 2018 年底，公司综合超市合计门店数量为 542 家，较年初净增加 19 家，建筑面积较年初小幅增加 1.87%。此外，公司为提升在细分商品市场的占有率，开设了宝宝悦和电器城等专业店；宝宝悦主要销售的是母婴用品，电器城主要销售的是家用电器。宝宝悦作为大卖场的配套业态具有一定的协同效应，门店数量随着大卖场的数量增加而逐步增加，截至 2018 年底，公司共有 46 家宝宝悦门店，较 2017 年底净增加 12 家，母婴市场发展前景较好。综合超市、百货门店数量和建筑面积基本保持稳定，近三年变化较小。

表 4 2016~2018 年公司各业态门店数量和建筑面积（单位：家、万平方米）

店面种类	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	店面数	建筑面积	店面数	建筑面积	店面数	建筑面积
大卖场	81	60.80	88	61.68	105	76.75
综合超市	507	68.14	523	69.92	542	71.23
百货	11	18.28	12	19.65	12	20.25
便利店	5	0.06	7	0.08	17	0.20
宝宝悦	16	2.98	34	4.19	46	4.91
其他专业店	11	2.38	11	2.37	10	2.14
合计	631	152.64	675	157.89	732	175.48

资料来源：公司提供

随着公司不断推动现有店铺升级改造，2016~2018 年，公司可比店的平均坪效呈逐年稳定增长态势，其中，公司于 2018 年改造门店数量达 100 多处；大卖场业态的可比销售收入占比最高，可比坪效呈逐年稳定增长态势；综合超市的可比销售额近三年来保持稳定增长，可比坪效有小幅波动仍保持较为稳定；百货、便利店和宝宝悦坪效均呈波动增长态势；其他专业店在 2018 年可比收入较上年减少 10.66%，主要系部分效益较差的门店关闭所致。

表 5 2016~2018 年公司各业态经营情况（万元，元/平方米）

业态	2016 年		2017 年		2018 年	
	销售收入	坪效	销售收入	坪效	销售收入	坪效
大卖场	380,901.52	1,194.02	411,002.98	1,258.96	449,024.92	1,295.74
综合超市	479,587.09	1,120.01	512,072.19	1,100.04	542,876.23	1,139.08
百货	15,550.67	107.52	15,488.97	127.98	14,983.35	118.65
便利店	914.93	1,943.41	1,029.71	2,120.00	1,229.17	2,040.01
宝宝悦	6,702.25	508.59	8,240.63	580.55	9,308.04	559.42
其他专业店	10,382.74	1,021.41	12,896.34	1,103.38	11,521.30	824.82
合计	894,039.19	976.39	960,730.82	1,022.75	1,028,943.01	1,049.27

资料来源：公司提供

注：该表统计口径为可比店口径，即开店时间达 2 年以上的可比店面

从网点布局上来看，公司不断深化“山东广度、胶东深度”的区域密集战略。公司在深耕胶东市场的同时，也在逐步往山东省及省外其他区域布局，目前门店主要分布在威海、烟台等胶东地区，通过密集开店的策略大量布局三四线城市及乡镇等地区实现了渠道下沉。截至 2018 年底，公司胶东

地区共计门店629家，其中，威海和烟台门店数量最多分别有329家和256家门店；2018年，公司在胶东地区新增63家门店，在青岛、济南和西部区域新开门店共计36家。

从运营模式来看，公司目前各个业态门店主要以租赁为主，自有为辅，截至2018年底，公司拥有自有门店共计60家，租赁门店共计677家。

表 6 2016~2018 年公司连锁零售各业态门店分布情况（单位：家）

地区	业态	2016 年		2017 年		2018 年	
		自有	租赁	自有	租赁	自有	租赁
胶东地区	大卖场	15	53	15	59	18	70
	综合超市	27	417	27	431	25	446
	百货	4	8	4	9	4	9
	便利店	-	5	-	6	-	11
	宝宝悦	1	15	3	28	5	35
	其他专业店	5	7	5	7	5	6
山东其他地区	大卖场	1	15	1	16	2	18
	综合超市	-	64	-	65	-	71
	便利店	-	-	-	1	-	6
	宝宝悦	-	-	1	2	1	5
合计		53	584	56	624	60	677

资料来源：公司提供

注：上表中 2016~2018 年自有物业与租赁物业的门店数量合计分别为 637 家、680 家和 737 家，与表 5 合计门店数量存在差异，主要系有部分门店同时由自有物业和租赁物业组成，因此在自有物业、租赁物业里重复统计

租赁门店方面，公司一般与业主签订10~20年的合同，租金均按照合同约定每5年调整一次，调整幅度约为3.00%左右；租金成本方面来看，2016~2018年，公司单位租金成本呈逐年下降态势，三年分别为17.36元每平方米、17.09元每平方米和16.93元每平方米，主要系公司于2018年新开业的大卖场所进入的区域租金成本较低，同时公司对部分现有门店签订租赁协议并在新协议内调低了租金所致。整体看，公司对租赁费用的控制能力较强。

表 7 2016~2018 年公司租赁门店的租金情况（单位：家、万元、元/平方米）

业态	2016 年			2017 年			2018 年		
	门店数量	租金费用	单位租金	门店数量	租金费用	单位租金	门店数量	租金费用	单位租金
大卖场	68	10,983.98	18.42	75	11,200.70	18.40	88	13,201.23	17.83
综合超市	481	11,537.99	15.35	496	11,858.31	15.35	517	12,279.11	15.49
百货	8	3,859.45	22.28	9	3,868.19	20.13	9	3,947.59	19.95
便利店	5	79.87	118.93	7	73.42	73.86	17	75.58	30.35
专业店	22	872.36	16.48	37	1,015.09	15.69	46	995.67	14.65
总计	584	27,333.65	17.36	624	28,015.71	17.09	677	30,499.18	16.93

资料来源：公司提供

公司自有门店主要通过外购取得，自建较少，且购入时间较早。2016~2018年，公司共购入门店8家，未来公司将主要以租赁方式增开门店。2019年公司拟建1家门店——家家悦泽头购物广场，项目总投资0.56亿元，均为自有资金，计划于2019年投建完成。截至2018年底，公司自有门店主要位于所在城市核心区，共25.34万平方米，计入固定资产。

表 8 截至 2018 年底公司已开业门店用于经营的自有物业（单位：平方米）

序号	店部名称	建筑面积	业态	购入年份	物业权属
1	中心店	7,000.00	超市	1990 年	家家悦集团股份有限公司
2	西北山店	1,178.17	超市	2004 年	家家悦集团股份有限公司
3	高区店	1,933.61	超市	2004 年	家家悦集团股份有限公司
4	寨子店	1,261.13	超市	2002 年	家家悦集团股份有限公司
5	孙家疃店	729.00	超市	2003 年	家家悦集团股份有限公司
6	荣成 6 店	5,172.31	超市	2003 年	家家悦集团股份有限公司
7	成山店	492.63	超市	1997 年	家家悦集团股份有限公司
8	青年公寓店	2,425.44	超市	2004 年	家家悦集团股份有限公司
9	文登汇泉店	8,051.70	超市	2006 年	家家悦集团股份有限公司
10	石岛人和店	1,108.31	超市	2011 年	家家悦集团股份有限公司
11	通诚店	8,172.99	超市	2003 年	家家悦集团股份有限公司
12	田村店	1,900.20	超市	2006 年	家家悦集团股份有限公司
13	莱芜 1 店	9,027.39	超市	2018 年	家家悦集团股份有限公司
14	文登外贸店	2,656.29	超市	2010 年	家家悦集团股份有限公司
15	蒿泊店	1,522.54	超市	2004 年	家家悦集团股份有限公司
16	乳山崖子店	715.78	超市	2014 年	家家悦集团股份有限公司
17	文登小观	2,500.00	超市	2008 年	家家悦集团股份有限公司
18	龙须 3 店	2,181.67	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
19	荣成悦海苑店	1,653.00	超市	2014 年	家家悦集团股份有限公司
20	胶南 1 店	8,602.83	超市	2006 年	山东家家悦超市有限公司
21	福山 1 店	7,027.87	超市	2007 年	山东家家悦超市有限公司
22	烟台开发区店	5,295.26	超市	2006 年	烟台市家家悦超市有限公司
23	海阳新世纪店	4,331.03	超市	2014 年	家家悦集团股份有限公司
24	海阳 3 店	8,955.99	超市	2004 年	家家悦集团股份有限公司
25	海阳百货	11,202.97	百货	2007 年	家家悦集团股份有限公司
26	海阳 4 店	3,977.53	超市	2011 年	家家悦集团股份有限公司
27	文登百大店	4,447.87	百货	2006 年	家家悦集团股份有限公司
28	邱家 1 店	1,701.38	超市	2007 年	家家悦集团股份有限公司
29	文登龙珠康城店	6,000.00	超市	2012 年	家家悦集团股份有限公司
30	高密 2 店	12,546.00	超市	2004 年	山东家家悦超市有限公司
31	幸福店	5,643.28	超市	2011 年	烟台市家家悦超市有限公司
32	文登泽库购物广场	7,398.00	超市	2014 年	文登家家悦超市有限公司
33	齐鲁商城	31,580.00	超市百货	2001 年	山东尚悦百货有限公司
34	羊亭 2 店	4,500.00	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
35	张村购物广场	25,725.00	超市百货	2014 年	家家悦集团股份有限公司
36	望海园店	4,000.00	超市	2011 年	家家悦集团股份有限公司
37	成山 4 店	1,600.00	超市	2015 年	家家悦集团股份有限公司
38	俚岛 4 店	1,650.00	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
39	港西 3 店	2,526.00	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
40	初村职业学院	812.00	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
41	埠柳 2 店	1,100.00	超市	2016 年	家家悦集团股份有限公司
42	进德店	6,215.08	超市	2018 年	烟台市家家悦超市有限公司
43	经区加油站店	169.00	超市	2011 年	威海家家悦石油有限公司
44	柳林店	714.00	超市	2009 年	山东家家悦物流有限公司

45	烟配店	150.00	超市	2005 年	家家悦集团股份有限公司
46	平度维客	13,881.33	超市	2003 年	青岛平度维客购物中心有限公司
47	莱阳维客	12,000.00	超市	2014 年	莱阳维客购物中心有限公司
合计		253,434.58	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司连锁零售门店业态较多，近三年持续扩张，布局合理，在三四线城市及乡镇实现有效的渠道下沉，经营良好；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。

3. 采购供应和库存管理

公司采购模式以“直接采购”为主并坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的准则。2018年公司直接采购规模占比达到86.14%。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2,500余家厂商保持了十年以上的良好合作关系。2016~2018年，公司前五大供应商集中度为8.82%、8.53%和8.21%，集中度处于较低水平，对主要供应商的依赖较低。公司与供应商结算周期一般为月结。

表9 2018年公司采购端前五大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购额	占总采购额比重
龙大食品集团有限公司	23,398.14	2.44%
烟台喜旺肉类食品有限公司	17,150.23	1.79%
青岛双汇联合食品销售有限公司	13,530.96	1.41%
临沂新程金锣肉制品集团有限公司	12,983.54	1.35%
保洁（中国）营销有限公司	11,787.79	1.23%
合计	78,850.66	8.21%

资料来源：公司提供

公司坚持以生鲜经营为特色，作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司目前已经与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。2013年起，在国内基地采购模式逐渐成熟的基础上，为进一步建立生鲜差异化经营，公司提出“买世界、品世界”的全球直采的理念，积极开发全球农副产品直采渠道。同时，公司亦在不断尝试电商业务，将农村电商、跨境购、家家悦网上商城等业务作为线上发展的突破口，发挥公司区域密集的网络优势、物流配送优势，在进一步巩固和扩大传统零售网络的同时，稳步推进电商业务。

在库存管理方面，公司制定了《存货管理制度》，该制度分别对物流商品管理、工厂存货管理和营运存货管理均作出了详细的规定。

物流商品方面，公司通过物流中心设专职商品收货员，负责商品到站后的验收工作，检验到货商品的包装，条形码、生产日期、质量、作好记录。公司商品在库的管理要求是商品堆码实行货位编号，层次标量，堆码整齐，标志朝上，做到“五距²”、“五不压³”。商品出库要有正式手续，严禁白条出库，提货单必须字迹清楚，不许涂改。同时，公司对于物流配送门店收货、退货也制定了严格的标准。

² 五距：即墙距：20—30cm，格距 10cm，灯距不少于 50cm，通道不少于 100cm，安全消防通道不少于 2m

³ “五不压”，即重不压轻、固不压液、大不压小、慢不压快、好不压坏。

工厂存货方面，包装物外购时，首先由车间提出用料计划，由车间主任和生产厂长负责审核，再由采购人员负责实施采购。原材料采购入库购回时，保管员依据采购合同列示的内容通知质检员进行抽样检验。质检员对来货进行抽样检验，并出具检验报告及原材料入库验级单。产成品入库方面，车间当天生产的产成品，填写产成品入库单，保管员将“产成品入库单”报微机室入库；产成品入库单要登记入库时间。质检科负责对批次生产产品入库前进行检验，并在入库单上签名确认合格，部分产品（如：生产的大米、花生油）要出具检验报告。所有存货入、出编码要与实物相符，不允许串码入、出存货。原材料方面，生产领用原材料，需填写原材料出库单，保管员严格按照出库单发货，出库单要有车间班长、保管员两人签字。产成品出库方面，保管员依据微机室开具的批发单（直配单）出库，并保证单货同行；保管员对出库单要进行审核，对异常情况需及时与微机室沟通。

在库期间的管理方面，车间主任、保管员应掌握车间物资保质期、储存特点，并提供必须的储存条件，制定具体操作要求。保管员对存货要分类整齐存放，并按品种登记垛头卡，对退货要单独存放，及时处理。保管员负责根据存货的水份和质量要求进行储存，储存期间要负责每天对所保管的存货进行检查记录，定期记录温度、湿度，同时根据存货的实际情况进行通风、倒垛、熏蒸或入冷库，车间主任要组织车间人员配合。保管员要每天对存货的质量进行检查，对临近保质期两个月的存货上报车间主任、生产厂长，并提出处理意见。质检科负责每月定期对各车间存货进行质量检查，并出具检验报告，同时要特别关注存放时间超过一个月的食品类存货。存货除了每月月末进行定期盘点，财务人员每月也会对其进行不定期盘点。而出现超市退货经质检检验不能再利用的产成品、存放时间长不能正常销售的产成品和印刷不符合国家规定标准的或已淘汰产品的包装物情况则存货需要需要做报废处理。

总体看，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较低，可有效保证商品质量并使得成本可控；公司库存管理方面有着详细的规定和严密的分工，能够有效的降低损耗和提高资金使用效率。

4. 物流配送中心

公司始终坚持“发展连锁、物流先行”的成本战略，目前已在山东省内建立了区域一体化的高效物流配送体系，实现杂货、生鲜两套配送体系独立运作。截至2018年底，公司已投入使用的常温物流中心有威海、烟台、济南莱芜、青岛四处，总仓储面积约12万平米，日均吞吐量约22万件；生鲜物流中心有威海、烟台、青岛、济南莱芜、文登宋村（不含PC加工面积）五处，总仓储面积约4万平米，日均吞吐量约1734吨。各物流中心配送车辆总计约590部，其中冷链运输车辆约480部。目前公司已建成了较为完善的物流配送体系，形成了山东省内2.5小时配送圈。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。

公司高频次的配送服务形成“最后一公里”的竞争优势，支持公司在深度上扩张。尽管近年来电子商务发展迅速，但是由于未能有效解决“最后一公里”的物流服务，配送仍然是在线零售公司面临的一大挑战，服务全国消费者与保持服务品质和效率难以兼顾。公司成熟的区域物流配送体系保证了公司能够将店面深入到省内各个区域，延伸至乡镇农村，并保证物流对覆盖门店的高效配送服务，在快速消费品领域具有不可替代性。对于每一个物流中心，公司均会设有专门的中控中心，用于检测其物流车辆的运行情况及其内部温度，从而保证其物流效率以及生鲜商品的新鲜度。目前，公司主要配送车队均来自第三方物流公司，公司拥有少量自有车辆但为了调动积极性均已对外承租。

截至2018年底，公司主要的在建工程为烟台临港综合物流园项目和济南莱芜生鲜加工物流中心项目，烟台临港综合物流园项目投产后将增加烟台物流配送中心的冷链仓储能力、PC加工能力，进一步丰富PC产品品种从而更好地满足消费者的需求；济南莱芜生鲜加工物流中心项目投产后将覆盖济南、淄博、莱芜、临沂等地区，上述项目总投资6.03亿元，截至2018年底已完成投资2.22亿元，在建工程余额3.81亿元。

表 10 截至 2018 年公司主要在建工程（单位：万平方米、亿元）

项目	建筑面积	建设期间	总投资	累计完成投资	资金来源
烟台临港综合物流园项目	9.54	2018.10-2022.09	4.50	1.65	自有资金
济南莱芜生鲜加工物流中心项目	3.42	2018.02-2019.12	1.53	0.57	募集资金
合计	12.96	--	6.03	2.22	--

资料来源：公司提供

总体看，公司目前已建成了较为完善的物流配送体系，实现杂货、生鲜两套配送体系独立运作。公司门店区域的扩张半径对于物流中心的依赖程度较大，目前公司主要在建项目均为物流中心，未来仍需资金投入，但尚需投资的资金体量较小，公司资金占压风险较小。

5. 经营效率

由于公司为连锁零售企业，其业务特征导致应收账款占流动资产比重小（2018年仅占0.94%），因此其应收账款周转率不具有参考意义。2016~2018年，随着公司不断提升完善自有物流中心的运作能力和配送体系并对现有门店进行升级改造，公司存货周转率呈逐年上升态势，三年分别为6.75次、6.88次和7.74次；公司总资产周转率分别为2.05次、1.85次和1.90次，呈小幅波动下降态势。从同行业比较来看，公司存货周转率和总资产周转率指标近年来保持较为稳定，在行业内均属较高水平。

表 11 2018 年主要连锁超市上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	总资产周转率
家家悦	7.74	1.90
中百集团	9.28	1.93
步步高	6.60	1.00
新华都	6.45	1.92
*ST 人乐	4.78	1.64
红旗连锁	4.98	1.59
华联综超	7.48	1.17
三江购物	10.06	1.15
永辉超市	8.01	1.95
安德利	4.10	1.09

资料来源：Wind

总体看，公司整体经营效率良好。

6. 重大事项

（1）公司投资张家口福悦祥连锁超市有限公司，受让其 67%股权

2018 年 11 月 26 日，公司以自有资金投资 15,637.48 万元购买张家口福悦祥连锁超市有限公司（以下简称“福悦祥”）67%股权并对其增资。2019 年 2 月 26 日，工商变更登记手续完成，张家口

福悦祥连锁超市有限公司注册资本由 6,800 万元增加至 15,800 万元。

此次交易符合公司全国性战略布局的发展规划。张家口市位于河北省西北部，处于京、冀、晋、蒙交界处，与北京同为 2022 年冬奥会的举办城市，有较优越的地理位置和区位优势；标的公司在交易前于张家口拥有 11 处门店（含 2 家未开业的门店），经营业态与公司发展的主力业态相近，在当地区域有一定的市场基础。

本次交易完成后，公司将加快在张家口及周边地区的连锁网络布局，通过供应链优势对接提升标的公司的盈利能力。

（2）公司受让青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权并增资

2017 年 12 月 14 日，公司以自有资金 34,437.00 万元受让经营连锁超市业务的青岛维客商业连锁有限公司（以下简称“青岛维客”）51.00% 股权。青岛维客原为青岛维客集团股份有限公司（以下简称“维客集团”）的全资子公司，在股权转让前，维客集团将其拥有的两处物业（分别为青岛市城阳区银河路 637 号（青房地权市字第 200810970 号）、青岛市城阳区秦家小水社区（青房地权市字第 200711659 号））以增资方式注入到标的公司。目前，两处物业注入并已完成股权转让工商登记手续，公司与维客集团按持股比例向青岛维客共同增资 15,500.00 万元，将标的公司注册资本从 4,500.00 万元增至 20,000.00 万元，其中公司出资 10,200.00 万元认缴新增注册资本 7,905.00 万元；维客集团出资 9,800.00 万元认缴新增注册资本 7,595.00 万元。

标的公司交易前拥有 9 家连锁超市，总面积约 10.00 万平方米，门店主要分布在青岛市区，是当地主要的商业零售品牌，且自建有房产证载建筑面积约 2.90 万平方米的常温物流中心、1.30 万平方米的生鲜加工物流中心，物流体系健全，供应链整合后的优势显著。

此次交易符合公司的发展战略，通过强强合作、资源优势互补，实现公司连锁网络的快速扩张，在短时间内完善网络布局，提高公司的市场占有率，增强公司的综合竞争力，提升公司的持续盈利能力。

7. 经营关注

（1）零售网点区域集中度较高，布局胶东以外地区尚需时日

公司经过多年发展在山东地区精耕细作，奠定了其在省内尤其是在胶东地区的行业领先地位。公司在胶东地区的区域一体化的物流体系基本构建完成，已具备了先发优势，形成了东西结合、布局合理、中央物流与区域物流优势互补、智能联动的配送体系，构建了山东省内 2.5 小时配送圈。目前，公司对于胶东以外的市场布局虽已启动，但前期开设门店、建设物流中心以及市场拓展仍需投入较大资金，新进入的张家口等新区要形成协同发展仍尚需时日。

（2）公司主要业务为线下连锁零售，线上购物等创新业务有待拓展

公司主营业务以传统线下大卖场和综合超市为主体，以百货和专业店业态为补充，依托其物流中心体系打造线下零售网络。近年来，网络零售市场交易规模不断提高，2017 年中国网络零售市场占到社会消费品零售总额的 19.60%，较 2016 年的 14.90% 提高了 4.70 个百分点。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。公司线下网络和物流中心有较好基础，但其电子商务领域发展较为滞后仍有待提高。

8. 未来发展

公司将坚持高质量发展战略，外延扩张和内涵提升双轮驱动，创新引领与深化改革双管齐下，服务顾客与培养人才内外兼修，集中精力抓好零售服务主业，全力以赴加快发展。

公司会继续坚持区域密集、城乡一体、多业态并举的网点战略，省内扩张和省外拓展同步推进，加快选址开店速度，扩大全省的覆盖范围，增加省外的市场占有率。2019 年公司计划新开门店 100 处。按照大卖场引领、综合超市补充的原则，公司将抓好业态分级和精准定位，增强大卖场的竞争力、社区综超服务居民便利生活的能力和农村综超的综合服务能力，形成立体布局、功能互补的一体化网络。同时公司将加快门店的升级改造，根据商圈客群和消费需求，从店部设计、商品配置等方面对改造店进行准确定位，增强服务功能和顾客体验，提升门店盈利能力。

公司要抓好信息系统的引进升级，启动实施 SAP 系统⁴项目的上线，提高业务流程的标准化，提升经营效率；要在全渠道营销上实现突破，推进线上线下的融合，既要做好到店服务，又要做好到家服务，通过成立团队或与平台合作，开展到家业务，打造线上线下一体化的全渠道模式。要整合资源，通过品牌+供应链+技术+资本的模式，开展对外合作和供应链输出服务，打造开放型的平台。

公司要加强组织架构调整，加快流程变革，建立更加扁平化、敏捷式的工作方式；分配机制要探索多元化的激励方式，进一步扩大合伙人机制试点的推广范围，最大限度发挥员工的创业激情。

公司按照网络布局规划，对供应链体系进行战略布局，推进烟台临港综合物流园、济南莱芜生鲜加工物流中心项目的建设，并分期投入使用，完成维客物流中心的升级改造，启动张家口综合产业园项目的规划建设，打造更强的供应链平台；商品要加强全球基地直采，做大做强优势品类，通过做强品质，引进优质的特色商品，提高差异化竞争能力；工业板块要形成设计、生产、质量、营销的一体化格局，增强市场竞争能力，提高市场占有率。

公司仍会以会员为抓手，整合大数据资源，加强对顾客需求和消费趋势的研究，为顾客精准画像，为采购提供依据，为门店提供指导，为会员提供精准化的商品和服务；按照好店的标准，提高营运能力和服务标准，为顾客提供专业化的服务；利用新媒体、新渠道，整合厂家、会员等资源，创新营销模式，加强与顾客的互动，加快移动互联、刷脸支付等新技术的推广应用，增强顾客的体验服务。

整体看，公司未来发展规划清晰，合理可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016~2018年合并财务报表已经华普天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；从合并范围来看，2016年公司新纳入合并范围子公司1家，注销子公司3家；2017年公司新纳入合并范围子公司2家，注销子公司1家；截至2018年底，公司纳入合并范围子公司共有34家，新纳入合并范围子公司8家，注销子公司1家。近年公司合并范围变化对财务数据影响不大，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额71.55亿元，负债总额43.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计28.08亿元，其中归属于母公司的所有者权益27.22亿元。2018年，公司实现营业总收入127.31亿元，净利润（含少数股东损益）4.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.30亿元；经营活动产生的现金流量净额6.13亿元，现金及现金等价物净增加额-6.95亿元。

⁴ SAP 是全世界排名第一的 ERP 软件（Enterprise Resource Planning 企业资源计划系统，是指在信息技术基础上，以系统化的管理思想，为企业决策层及员工提供决策运行手段的管理平台）。SAP 起源于 Systems Applications and Products in Data Processing。SAP 既是公司名称，又是其企业管理解决方案的软件名称。

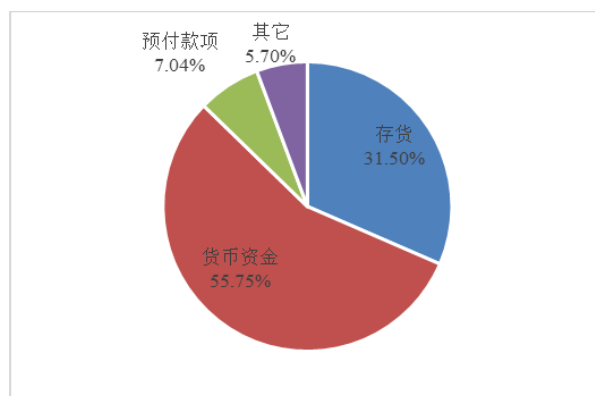
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长9.15%。截至2018年底，公司资产总额71.55亿元，较年初增长14.07%，主要系非流动资产增长所致。资产构成中流动资产占57.25%，非流动资产占42.75%，以流动资产构成为主，符合公司所处零售行业特点。

流动资产

2016~2018年，公司流动资产呈逐年递减态势，年均复合减少4.69%。截至2018年底，公司流动资产合计40.96亿元，较年初减少8.68%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产以货币资金（占比55.75%）、预付款项（占7.04%）和存货（占31.50%）为主，具体情况如下图所示。

图5 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司货币资金呈现波动减少趋势，年均复合减少10.70%。截至2017年底，公司货币资金29.35亿元，较年初稍有增加；截至2018年底，公司货币资金22.84亿元，较年初减少22.19%，主要系用于物流中心项目建设支出增加、收购福悦祥所支付的资金和偿还债务所致；其中，银行存款占比92.30%。截至2018年底，公司使用权受限制的货币资金1.21亿元（占比5.28%），主要是票据承兑保证金及在途资金等，受限比率较低。

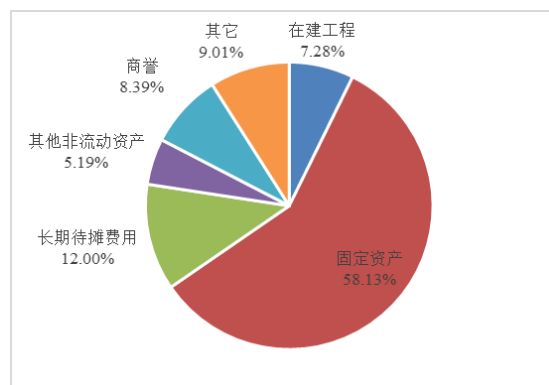
2016~2018年，公司预付款项波动增长，年均复合增长5.73%。截至2018年底，公司预付款项2.89亿元，较年初增加38.06%，主要系业务规模扩大，预付上游供应商货款增加所致。

2016~2018年，公司存货波动不大，年均复合减少0.33%。截至2018年底，公司存货12.90亿元，构成主要为库存商品（占96.73%）、原材料（占2.84%）、周转材料（占0.43%）等。截至2018年底，公司共计提了0.14亿元的跌价准备。公司存货金额较大，但考虑到公司所在的零售行业中有存货周转较快的特征，公司存货减值风险较低。

非流动资产

2016~2018年，公司非流动资产呈逐年增长态势，三年复合增长42.98%，主要系固定资产、在建工程、商誉等增加所致。截至2018年底，公司非流动资产合计30.59亿元，较年初增长71.20%，主要系固定资产、在建工程、长期待摊费用增加和新增商誉所致；主要为固定资产（占58.13%）、在建工程（占7.28%）、长期待摊费用（占12.00%）、商誉（占8.39%）、和其他非流动资产（占5.19%）。具体情况如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 25.96%。截至 2018 年底公司固定资产为 17.78 亿元，较年初增加 48.34%，主要系收购维客连锁所致；公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 81.37%），机器设备（占 10.35%），运输设备（占 0.32%）及其他设备（占 7.97%），其中房屋及建筑物均以成本法计量。其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物净值为 2.99 亿元；公司固定资产成新率 58.82%，成新率较高。

2016~2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 202.84%。截至 2017 年底，公司在建工程为 0.24 亿元，较年初减少 2.00%；截至 2018 年底，公司在建工程为 2.23 亿元，较年初大幅增长 1.99 亿元，主要系增加对烟台临港综合物流园项目、济南莱芜生鲜加工物流中心项目和文登泽头项目的投入所致。

2016~2018 年，公司长期待摊费用逐年增长，年均复合增长 31.80%。截至 2018 年底，公司长期待摊费用为 3.67 亿元，较上年增长 69.87%，主要系非同一控制下企业合并维客连锁及装修工程增加所致。

2016~2017 年，公司无商誉形成，截至 2018 年底公司商誉为 2.57 亿元，主要系公司 2018 年 3 月收购维客连锁所致；根据北京中天华资产评估有限责任公司出具的 2019 年 2 月 25 日中天华资评财报字[2019]第 3096 号《家家悦集团股份有限公司以财务报告商誉减值测试为目的确定维客连锁超市业务资产组可收回价值》的评估结果与减值测试结果，维客连锁包含商誉后资产组的可回收金额高于账面价值，公司未对收购维客连锁时形成的商誉计提减值准备。截至 2018 年底商誉占资产合计 3.59%，规模较小。若未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临一定减值风险。

2016~2018 年，公司其他非流动资产逐年增长，三年分别为 0.22 亿元、1.18 亿元和 1.59 亿元，年均复合增长 169.12%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产较上年增长 35.06%，主要系预付福悦祥股权投资等长期资产购置款增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产为 3.70 亿元，主要包括票据承兑保证金及在途资金货币和用于维客连锁贷款抵押的房屋建筑物，受限资产占资产总额 5.17%，受限规模较小。

总体看，近年来，公司资产规模逐年稳定增长，以流动资产为主，货币资金充足。公司非流动资产规模呈现逐年增加趋势，公司自持门店以成本法计量，且位于城市核心区，有一定增值空间。公司资产受限比例较小，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

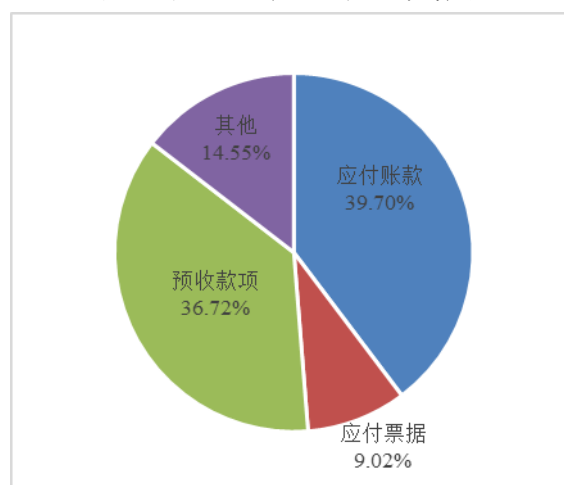
负债

2016~2018 年，随着公司业务规模扩大，公司负债呈逐年增长态势，年均复合增长 8.79%。截至 2018 年底，公司负债合计 43.48 亿元，较年初增长 14.71%，主要系流动负债增长所致，其中，流动负债占比 98.00%，非流动负债占比 2.00%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 8.54%。截至 2018 年底，公司流动负债 42.61 亿元，较年初增长 14.34%，主要系预收款项和应付账款增长所致；公司流动负债以应付票据（占 9.02%）、应付账款（占 39.70%）和预收款项（占 36.72%）为主，具体情况如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司应付票据波动下降，年均复合减少 4.83%。截至 2018 年底，公司应付票据为 3.84 亿元，较年初增加 6.18%，主要系公司因业务发展需要短期融资规模增加，导致银行承兑汇票增加所致；公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2016~2018 年，受公司日常业务规模快速增长影响，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 8.19%。截至 2018 年底，公司应付账款 16.92 亿元，较年初增长 12.73%，主要系应付货款和购房款增加所致；主要为货款（占比 77.86%）、应付租金、能源费（占比 11.06%）和工程设备及购房款（占比 11.08%）。

2016~2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 9.58%。截至 2018 年底，公司预收款项 15.65 亿元，较年初增长 12.13%，主要系公司预收预付卡款（购物卡）增加所致；其构成主要为预收货款（占比 97.70%）和预收租赁费（占比 2.30%）。

非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债呈持续增长态势，年均复合增长 23.46%；截至 2018 年底，公司非流动负债为 0.87 亿元，较年初增加 36.21%，主要系公司长期借款和递延收益增加所致；公司非流动负债以长期借款（占 22.96%）和递延收益（占 76.55%）为主。

2016~2018 年，公司三年债务规模分别为 4.24 亿元、3.62 亿元和 5.44 亿元，年均复合增长 13.26%。截至 2018 年底，公司全部债务较年初增长 50.37%，主要系短期借款和应付票据增加所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 96.33%和 3.67%，以短期债务为主。2016~2018 年，公司资产负债率

分别为 61.17%、60.42%和 60.76%，基本保持稳定；2017 年资产负债率下降主要系公司非流动资产中的固定资产及其他非流动资产大幅增长所致；2018 年资产负债率上升主要系流动负债中预收款项、应付账款大幅增长所致；2016~2017 年公司无长期债务，2018 年公司长期债务资本化比率为 0.71%；公司全部债务资本化比率分别为 15.40%、12.73%和 16.24%，呈波动增长态势，公司债务负担很轻。

总体看，近年来，公司较少利用银行借款融资，债务负担很轻。近年来债务规模有一定增长，以短期为主，但整体风险可控。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益呈现持续增长态势，年均复合增长 9.73%；截至 2018 年底，公司所有者权益为 28.08 亿元，较年初增长 13.10%，主要系公司未分配利润增加所致；归属于母公司所有者权益 27.22 亿元，其中实收资本占 17.19%、资本公积占 47.88%、其他综合性收益占 0.02%、未分配利润占 30.07%、盈余公积占 4.84%。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入呈现持续增长态势，年均复合增长 8.69%；2018 年，公司营业收入为 127.31 亿元，较上年增长 12.36%，主要系商业零售板块有所增长所致；营业成本与营业总收入变动趋势保持一致，年均复合增长 8.62%；2016~2018 年，公司营业利润呈持续增长态势，2018 年公司营业利润较上年增长 23.89%，主要系 2018 年营业收入增长所致；2016~2018 年公司净利润呈逐年增长态势，年复合增长 30.12%，与营业收入变动一致。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 8.39%；2018 年，公司期间费用为 22.71 亿元，同比增长 13.73%，主要系销售费用和管理费用增长所致；其中销售费用占比 89.34%，管理费用占比 13.27%，财务费用占比-2.61%，以销售费用和管理费用为主。2016~2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 7.68%；2018 年，公司销售费用 20.29 亿元，同比增长 11.88%，主要系公司对销售人员薪酬和租金物业管理费支出增加所致。2016~2018 年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长 20.16%；2018 年，公司管理费用 3.01 亿元，同比增长 22.42%，主要系职工薪酬及折旧摊销费用大幅增加所致。2016~2018 年，公司财务费用波动减少，年均复合减少 52.01%；2018 年，公司财务费用-0.59 亿元，同比增加 5.77%，主要系利息收入增加所致。2016~2018 年，费用收入比为 17.94%、17.62%和 17.84%，考虑到公司毛利率水平，费用控制能力有待提升。

利润构成方面，2016~2018 年，公司非经常性损益净额分别为 0.15 亿元、0.10 亿元和 0.48 亿元，占营业利润比重分别为 4.33%、2.41%和 9.38%，对公司营业利润影响不大，公司利润水平对非经营性损益依赖较小。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率呈现平稳态势，分别为 21.17%、21.15%和 21.33%。2016~2018 年，公司总资本收益率分别为 12.04%、11.10%和 13.84%，总资产报酬率分别为 6.90%、6.67%和 7.68%，净资产收益率分别为 15.07%、12.91%和 16.07%，均呈波动增长态势，与同行业上市公司相比较，公司盈利能力较强。

表 12 盈利指标同业比较（单位：%）

同业	营业利润率			总资本收益率			总资产报酬率			净资产收益率		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
永辉超市	19.74	20.48	21.81	7.70	8.50	4.91	6.26	6.53	4.19	7.70	8.50	5.01
家家悦	21.17	21.15	21.33	12.04	11.10	13.84	6.90	6.67	7.68	15.07	12.91	16.07

华联综超	21.71	21.44	21.98	-4.22	1.40	4.59	-3.13	0.66	2.48	-9.25	2.83	2.98
中百集团	20.38	21.21	21.99	0.18	1.51	9.00	0.73	1.75	8.22	0.30	2.43	12.72
步步高	20.72	20.81	22.26	1.92	1.76	3.44	1.49	1.41	2.32	2.45	2.35	2.25
红旗连锁	26.51	27.16	28.78	6.69	6.87	12.28	4.60	5.15	8.31	6.85	7.33	13.05
三江购物	20.79	23.10	23.44	6.29	6.64	4.69	5.00	5.48	4.36	6.35	6.71	4.70
安德利	19.58	19.08	18.59	4.55	3.41	1.94	4.39	3.34	1.60	9.92	6.48	0.97
新华都	21.26	21.07	21.98	3.10	-3.68	0.74	1.08	-0.48	1.90	4.26	-4.17	0.00

资料来源：Wind

总体看，近年来，公司零售业务收入有所增长，但考虑到公司毛利率水平，费用控制能力有待提升；利润水平对非经常性损益依赖不大，公司整体盈利能力处于行业中上水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，呈持续增长态势，年均复合增长7.94%，2018年为154.44亿元，同比增长11.59%。近三年，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，呈持续增长态势，年均复合增长8.95%，2018年为148.30亿元，同比增加13.56%。受上述因素影响，2016~2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为7.60亿元、7.81亿元和6.13亿元。从收入实现质量看，2016~2018年，公司现金收入比分别为122.29%、121.22%和120.43%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近三年，投资活动现金流入呈持续增长态势，年均复合增长4,176.21%，2018年公司投资活动现金流入为10.48亿元，较上年增加13.57%，主要系赎回理财产品导致收回投资收到的现金增加所致；公司投资活动现金流出呈现持续增长态势，年均复合增长171.04%，2018年公司投资活动现金流出为21.27亿元，较上年大幅增长48.32%，主要系购置固定资产等长期资产、取得子公司投资支出以及购买理财产品投资支出规模增加所致。受上述因素影响，2016~2018年，公司投资活动产生的现金流量持续净流出，且净流出规模持续扩大，分别为2.89亿元、5.11亿元和10.79亿元。

筹资活动现金流方面，2016~2018年，公司筹资活动现金流入呈波动下降趋势，2017年筹资活动现金流入为0.02亿元，较上年减少99.79%，主要系2016年公司IPO收到的现金所致；2018年筹资活动现金流入为2.97亿元，较上年增加122.86倍，主要系维客连锁被合并前往来款及借款部分收回所致。2016~2018年，公司筹资活动现金流出呈逐年增长趋势，主要系偿还债务支付和分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为10.92亿元、-1.67亿元和-2.30亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流良好，符合零售企业特征；随着公司经营规模和投资需求增长，近三年公司投资活动现金流量持续为净流出状态，且净流出规模持续扩大，经营活动产生的净现金流逐渐无法完全覆盖投资需求支出，考虑到公司未来对在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融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司流动比率分别为1.25倍、1.20倍和0.96倍，呈逐年下降态势，2018年主要系公司项目建设支出和偿还债务增加货币资金支出带动流动资产减少所致；速动比率分别为0.89倍、0.87倍和0.66倍，与流动比率趋势一致；现金短期债务比分别为6.75倍、8.11倍和4.35倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司EBITDA呈持续增长态势，三年分别为6.19亿元、

6.68亿元和8.01亿元，年均复合增长13.77%。2018年，公司EBITDA较上年增长19.82%，主要系利润总额大幅增加所致；其中利润总额占比63.93%，计入财务费用的利息支出占比0.45%，折旧占比21.37%，摊销占比14.24%。2016~2017年，公司无利息支出与资本化利息，2018年公司EBITDA利息倍数为220.03倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高；EBITDA全部债务比分别为1.46倍、1.85倍和1.47倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度很高。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2018年底，公司在各商业银行获得总授信额度为27.98亿元，其中尚未使用额度17.71亿元（其中有6.10亿元不可用），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2018年底，公司对外无担保事项。截至2018年底，公司存在主要未决诉讼涉及金额约0.30亿元，且公司不承担赔偿责任，对偿债能力无影响。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（G10371002000218603），截至2018年底，公司未结清信贷信息中无不良信贷信息记录，但有1笔关注类信贷信息记录主要系由于在2011年中国银行柜台人员失误造成，目前该笔票据已作废处理；已结清信贷信息中存在1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。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至2018年底，公司全部债务总额为5.44亿元，本次拟发行债券规模为6.45亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务水平影响较大。

以2018年底财务数据为基础，假设募集资金净额为6.45亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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64.00%、29.75%和19.15%，分别较发行前上升3.24个百分点、13.51个百分点和18.44个百分点，债务负担有所加重，但考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以2018年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为154.44亿元，对本次债券发行额度（6.45亿元）的保护倍数为23.94倍；公司2018年EBITDA为8.01亿元，对本次债券发行额度（6.45亿元）的保护倍数为1.24倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度较高。

本次可转换公司债券募集资金拟用于连锁超市改造项目、威海物流改扩建项目、烟台临港综合物流园项目和补充流动资金，以上项目有助于提高公司连锁超市门店盈利能力，加快公司杂货和生鲜的配送效率，帮助公司进一步扩张业务版图，增加省外市场占有率，有力带动公司盈利规模继续保持较快增长，从而增强公司长期偿债能力。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款（在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85.00%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决）同时制定了有条件赎回条款（转股期内，如果公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130.00%（含130.00%），或当可转换公司债券未转股余额不足3,000.00万元时，公司董事会有权决定按照债

券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券)。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后,考虑到未来转股因素,预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能,且募投项目的实施有助于公司进一步整合零售业务板块,提升零售业务竞争力,公司偿债的能力将进一步增强。

综合以上分析,并考虑到公司在商业零售品牌上的市场知名度、区域市场占有率以及外部支持等方面的优势,联合评级认为,本次债券到期不能偿还的风险很低。

九、综合评价

公司作为山东省胶东地区的连锁零售龙头企业,目前形成了以大卖场和综合超市为主体,以百货和专业店业态为补充,以区域一体化物流为支撑的综合性零售渠道商,其在胶东地区的商业零售品牌知名度、区域市场占有率等方面具有明显优势。近年来,公司资产和收入规模均有所增长,债务负担很轻,经营活动现金流状况良好,整体盈利能力较强。同时,联合评级也关注到公司门店扩张和在建物流中心仍需投入较多资金,线上零售业务有待提高等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

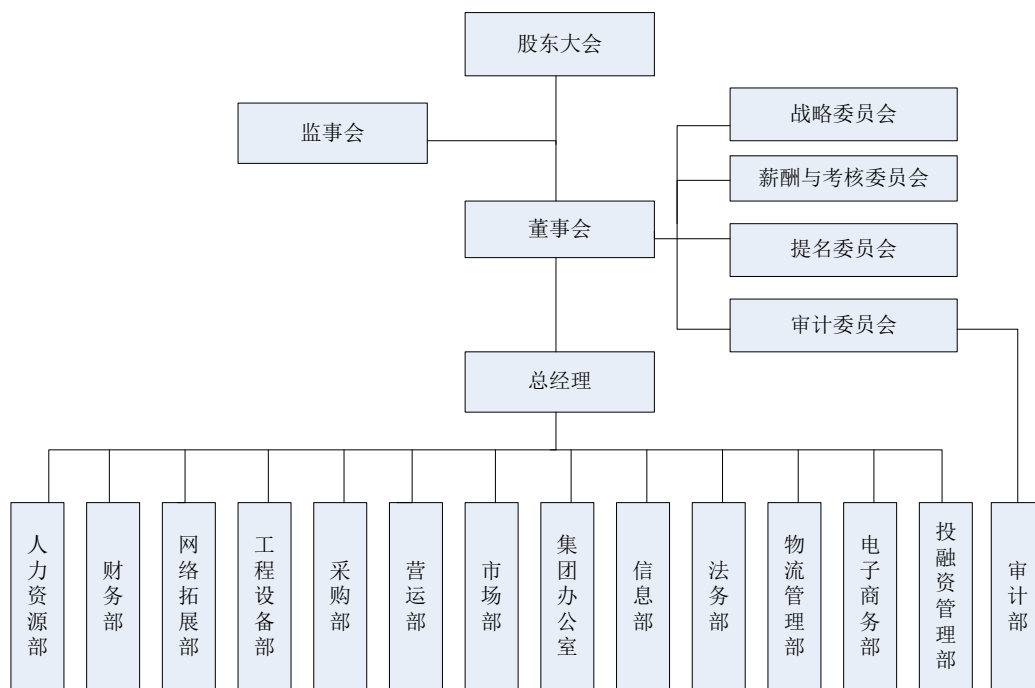
未来,随着山东省经济的快速发展,居民消费能力增强,公司在山东省内的零售业务规模保持稳健增长。同时,随着公司物流中心的建成,将有效扩张公司业务版图,增加省外市场占有率。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股,且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步整合零售业务板块,提升零售业务竞争力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 家家悦集团股份有限公司

组织结构图



附件 2 家家悦集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	60.06	62.73	71.55
所有者权益（亿元）	23.32	24.82	28.08
短期债务（亿元）	4.24	3.62	5.24
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.20
全部债务（亿元）	4.24	3.62	5.44
营业收入（亿元）	107.77	113.30	127.31
净利润（亿元）	2.51	3.11	4.25
EBITDA（亿元）	6.19	6.68	8.01
经营性净现金流（亿元）	7.60	7.81	6.13
应收账款周转次数（次）	813.50	759.05	446.77
存货周转次数（次）	6.75	6.88	7.74
总资产周转次数（次）	2.05	1.85	1.90
现金收入比率（%）	122.29	121.22	120.43
总资本收益率（%）	12.04	11.10	13.84
总资产报酬率（%）	6.90	6.67	7.68
净资产收益率（%）	15.07	12.91	16.07
营业利润率（%）	21.17	21.15	21.33
费用收入比（%）	17.94	17.62	17.84
资产负债率（%）	61.17	60.42	60.76
全部债务资本化比率（%）	15.40	12.73	16.24
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.71
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	220.03
EBITDA 全部债务比（倍）	1.46	1.85	1.47
流动比率（倍）	1.25	1.20	0.96
速动比率（倍）	0.89	0.87	0.66
现金短期债务比（倍）	6.75	8.11	4.35
经营现金流动负债比率（%）	21.03	20.96	14.40
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.96	1.04	1.24

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；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。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 家家悦集团股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年家家悦集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不早于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

家家悦集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。家家悦集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注家家悦集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现家家悦集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如家家悦集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至家家悦集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送家家悦集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年九月五日