

家家悦集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5319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：

二〇二五年六月二十五日

声 明

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

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

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

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

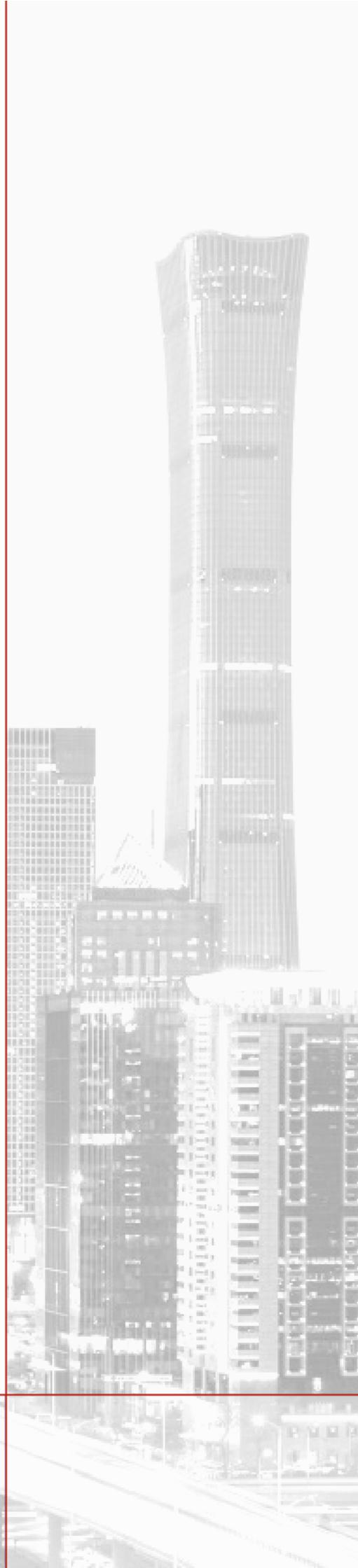
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



家家悦集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
家家悦集团股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/25
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东省连锁零售民营上市公司。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；经营方面，公司经营综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市、百货店、零食店、折扣店、便利店等不同细分业态，实施门店提质、优化布局，直营门店数量有所减少，超市连锁经营业务在山东省内市场表现良好。2024 年，公司营业收入规模和毛利率水平保持稳定，受期间费用的上升以及各类非经营性收益减少的影响，利润总额同比有所下降，需关注新店经营风险。财务方面，公司货币资金充足，资产质量良好；经营获现能力良好；债务规模有所收缩，但债务负担仍重，偿债能力指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

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

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

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

优势

- **公司超市连锁经营业务在山东省内市场地位稳定。**跟踪期内，公司在山东省内市场表现良好，形成了以威海及烟台地区为主的超市网络布局，市场地位稳定。
- **公司经营获现能力良好，现金类资产充裕。**2024 年，公司货币资金 20.68 亿元，占资产总额的 15.41%；经营活动现金流量净额为 11.51 亿元。

关注

- **公司整体债务负担重。**截至 2024 年末，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 82.07%、68.86% 和 60.86%。
- **关注新店经营风险。**公司新开门店需要一定的培育期，在区域市场逐步建立品牌影响力，其盈利能力及未来经营管理情况存在不确定性。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 零售企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 零售企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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

个体信用状况变动说明：公司的个体调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

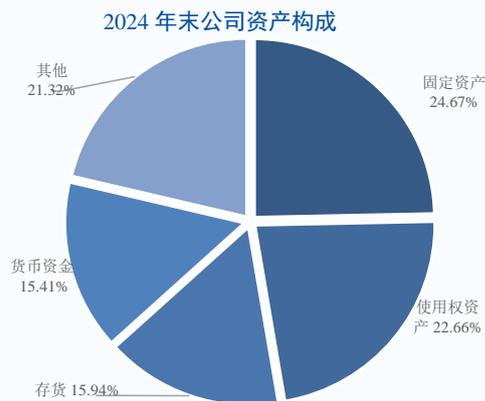
主要财务数据

项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	26.29	21.63	26.05
资产总额（亿元）	142.86	134.22	132.51
所有者权益（亿元）	25.47	24.06	25.25
短期债务（亿元）	18.35	15.81	14.89
长期债务（亿元）	40.81	37.41	35.53
全部债务（亿元）	59.15	53.22	50.42
营业总收入（亿元）	177.63	182.56	49.41
利润总额（亿元）	2.11	1.87	1.94
EBITDA（亿元）	14.40	13.76	--
经营性净现金流（亿元）	16.14	11.51	7.73
营业利润率（%）	23.44	22.84	23.77
净资产收益率（%）	5.33	5.07	--
资产负债率（%）	82.17	82.07	80.95
全部债务资本化比率（%）	69.90	68.86	66.63
流动比率（%）	72.21	72.77	73.72
经营现金流动负债比（%）	21.46	16.15	--
现金短期债务比（倍）	1.43	1.37	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	6.27	6.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.11	3.87	--

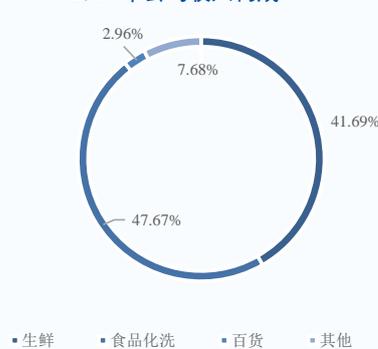
项目	公司本部口径		
	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	93.00	96.31	--
所有者权益（亿元）	26.87	25.91	--
全部债务（亿元）	19.75	16.55	--
营业总收入（亿元）	155.60	161.49	--
利润总额（亿元）	4.23	1.85	--
资产负债率（%）	71.10	73.10	--
全部债务资本化比率（%）	42.36	38.97	--
流动比率（%）	108.54	106.25	--
经营现金流动负债比（%）	6.27	1.87	--

注：公司2025年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理



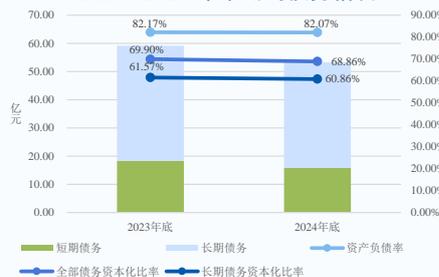
2024年公司收入构成



2023—2024年公司现金流情况



2023—2024年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

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

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

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/21	李林洁 王喜梅	零售行业企业信用评级方法 V4.0.202208 零售企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
家悦转债	AA/稳定	AA/稳定	2019/09/05	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 晴 wangqing@lhratings.com

项目组成员：赵奕菲 zhaoyf@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司是由威海市国资委旗下威海市副食品公司于 1997 年进行员工持股改制后，逐步发展成的股份制公司。2016 年 11 月，经中国证券监督管理委员会核准，公司首次公开发行 9000.00 万股人民币普通股，总股本增至 36000.00 万股；证券简称“家家悦”，证券代码：603708.SH。2023 年 4 月，公司完成非公开发行股票（3893.42 万股），募集资金总额为 4.08 亿元，由公司控股股东家家悦控股集团股份有限公司（以下简称“家家悦控股”）认购。2025 年 3 月末，家家悦控股直接持有公司股份 62.94%，并通过一致行动人威海信悦投资管理有限公司（以下简称“信悦投资”）间接持有 7.45% 股份，合计持股比例为 70.39%，控股股东质押股份占其所持公司股权比例和公司总股本比例分别为 16.59% 和 10.44%。王培桓先生为家家悦控股的控股股东，为公司实际控制人，所持公司股权无质押。2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本（股本）均为 6.38 亿元。

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

截至 2024 年末，公司合并资产总额 134.22 亿元，所有者权益 24.06 亿元（含少数股东权益 0.10 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 182.56 亿元，利润总额 1.87 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 132.51 亿元，所有者权益 25.25 亿元（含少数股东权益 0.12 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 49.41 亿元，利润总额 1.94 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。2025 年 3 月末，“家悦转债”募集资金已按照募集资金用途投入募投项目 3.25 亿元，临时补流 1.5 亿元，剩余募投资金 1.33 亿元尚未使用。“家悦转债”转股期为 2020 年 12 月 14 日至 2026 年 6 月 4 日，截至 2025 年 3 月 31 日，未转股余额为 64488.00 万元，未转股比例为 99.98%。

2025 年 4 月，公司计划调整可转换公司债券部分募投项目建设内容并新增募投项目，原项目为威海物流改扩建项目，募集资金已投入 0.11 亿元；新项目为威海物流冷链建设及供应链提升项目和家家悦呼和浩特智慧产业园生鲜冷链加工中心项目，变更后项目计划总投资金额为 3.36 亿元，承诺使用可转债募集资金 1.71 亿元。该事项已于 2025 年 5 月通过“家悦转债”债券持有人会议决议。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构

性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

1 行业分析

2024年，消费支出对拉动GDP增长起到重要作用，政府大力推进了消费品“以旧换新”政策，并配套落地超长期国债资金保障等一系列刺激消费措施，以提振及促进消费，对零售行业的支持力度明显加大，为消费市场的增长提供了良好支撑。但2024年在储蓄意愿增强以及外部宏观环境影响下，零售市场消费需求不足，消费者信心仍有待提振。分业态看，网络零售仍为消费增长的主要驱动力，但增速有所放缓，零售消费市场线上线下渠道的加速融合和业态模式的持续创新已成为促进网络消费增长的关键因素；百货业态增长乏力，同时受商业地产规模红利逐渐消减，当期新开项目数量、体量均创下近十年新低；连锁业态展现出一定发展韧性，但回暖趋势不明显，行业内企业表现为增收不增利。2024年，行业内资本事件重启，整合后规模效应和协同效应有待进一步观察；门店调改需求维持高位，提升改造与投入产出匹配存在难度。展望2025年，全球经济格局深度调整，地缘政治局势复杂多变，国内对外贸易正面临着前所未有的挑战，不确定性显著加大，扩大内需成为稳定经济增长的“压舱石”。预计，2025年政府针对消费领域的政策支持将延续并有望加大力度，但政策落地效果取决于居民消费能力和消费意愿的提升；网络零售仍将是消费增长的主要驱动力，实体零售企业经营持续承压，具备贴近消费者需求的经营策略、全渠道服务能力与良好经营效率的企业有望实现结构性增长。完整版行业分析详见[《2025年零售行业分析》](#)。

2 区域环境分析

公司所经营的零售业依赖区域内经济基础和消费环境，2024年，威海市和烟台市区域经济继续保持增长，有利于公司经营活动的开展。

2024年，威海市地区经济保持增长，全年地区生产总值3728.62亿元，按可比价格计算，比上年增长5.8%。其中，第一产业增加值347.42亿元，增长3.9%；第二产业增加值1379.75亿元，增长6.5%；第三产业增加值2001.45亿元，增长5.6%。威海市城镇新增就业3.95万人，全年居民消费价格同比下降0.5%；居民人均可支配收入和人均消费支出分别增长5.4%和5.2%至51892元和30637元，居民食品烟酒消费支出占消费总支出的比重25.4%，其中城镇和农村居民食品烟酒消费支出占消费总支出的比重分别为25.0%和27.5%。

2024年，烟台市地区经济保持增长，全年实现地区生产总值10782.83亿元，按不变价格计算，同比增长6.1%。其中，第一产业增加值683.27亿元，同比增长3.8%；第二产业增加值4592.67亿元，增长6.9%；第三产业增加值5506.89亿元，增长5.7%。烟台市居民人均可支配收入和人均消费支出分别增长5.6%和5.6%至50858元和31665元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未变化，控股股东和实际控制人未变化。

企业规模和竞争力方面。公司是山东省连锁零售企业之一，在省内威海及烟台地区的市场表现良好，跟踪期内经营业态保持多元，品类以生鲜食品类商品为特色，重点发展山东及周边京津冀蒙地区与皖北、苏北市场，不断完善连锁网络布局，下沉社区和乡镇市场；搭建生鲜农产品从基地采购、后标准化、生鲜加工、冷链物流的全产业链运营体系，分区域建设物流园区和物流中心，具备农产品从基地采购、冷链仓储、生鲜加工、终端零售的全产业链运营能力，形成较为高效的供应链平台体系；通过信息系统提升仓储物流运营效率；提高线上线下全渠道协同服务能力，线上订单和销量保持增长。2024年末，公司会员数量1612.68万人（较上年末增长12.70%），新增会员181.71万人，会员对门店销售的贡献率约70.76%。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91371000166697725Y），截至 2025 年 6 月 17 日，公司本部无不良未结清和已结清信贷信息记录。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司被列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无变化，主要管理制度无重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入及综合毛利率同比保持稳定。

2024 年，公司营业总收入超过 90% 源于主营业务收入；主营业务收入仍以生鲜、食品化洗和百货收入为主，占比较大的生鲜收入同比增长 7.97%，食品化洗收入同比基本持平，各业务毛利率保持稳定。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 4.77%，综合毛利率同比变动不大。

图表 2 • 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2024 年收入同比变化率
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
生鲜	70.49	39.68%	17.71%	76.11	41.69%	17.76%	7.97%
食品化洗	86.87	48.91%	19.85%	87.03	47.67%	19.15%	0.18%
百货	6.16	3.47%	35.58%	5.41	2.96%	33.57%	-12.28%
小计	163.53	92.06%	19.52%	168.54	92.32%	18.98%	3.07%
其他业务	14.10	7.94%	74.44%	14.01	7.68%	75.26%	-0.64%
合计	177.63	100.00%	23.88%	182.56	100.00%	23.30%	2.77%

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

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司聚焦重点区域，优化完善区域网络布局，有质量开店；开业两年以上直营门店数量小幅下降，销售收入及坪效同比略有增长。

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。2024 年，公司规范门店基础管理，提升服务能力，超市可比店客流平均同比增长 7.74%。2024 年 11 月起加大了门店调改升级，提升商品质量、服务质量、环境质量，调改后门店的客流和销售持续保持较好的增长，增强了盈利能力。2024 年，公司新开门店 140 家（2023 年新开 110 家），其中直营店 49 家，加盟店 91 家；分业态看包括综合超市 12 家、社区生鲜食品超市 22 家、乡村超市 2 家、便利店 7 家、零食店和折扣店 97 家。同时，公司主动优化网络布局和资源配置，关闭了持续亏损、难以改善的门店，闭店 83 家（2023 年闭店 57 家）。截至 2024 年末，公司拥有直营门店共 957 家，较期初净减少 34 家。2024 年末，公司开业两年以上直营门店数量合计 847 家，较上年末下降 2.08%。通过实施门店提质、调改升级、布局优化、提升效率等措施，公司开业两年以上门店总收入和店面坪效同比均略有增长。同时，公司加快线上线下融合，推进社区拼团、品牌直播、到店到家等线上业务，拓展抖音直播、淘宝小时达线上营销渠道，推动线上销售增长 13.2%，带动到店客流 331 万人次，到店转化率达到 40%，全渠道运营能力持续增强，2024 年超市线上销售占比为 7.16%。2024 年末，公司开业两年以上门店数量合计 847 家，较上年末下降 2.08%。公司开业两年以上门店总收入同比略有增长，店面坪效同比变化不大。

图表 3 • 公司开业两年以上直营门店业态同比分析

业态	门店数量 (家)	2024 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	225	89.63	1.01	1171.41
社区生鲜食品超市	357	42.71	-0.43	1248.46
乡村超市	205	17.75	-0.07	1164.08
百货店	13	0.10	-5.70	874.14
其他业态	47	1.18	-8.75	614.43
总计	847	151.35	0.39	1177.11

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

公司各业态直营门店以租赁为主，自有为辅。2024 年末，公司拥有自有门店共 65 家，租赁门店共 895 家，合计 960 家¹，自有门店数量较上年末变化不大（减少 2 家），租赁门店减少 32 家；山东省内门店占 86.04%，布局以威海及烟台为核心，省外地区主要分布在北京、河北、江苏、安徽及内蒙古。此外，公司加盟店数量 143 家，较上年末增加 85 家，总面积 3.30 万平方米。

图表 4 • 2024 年末公司已开业直营门店分布情况

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 (万平米)	门店数量 (家)	建筑面积 (万平米)
山东省	综合超市	21	14.75	158	103.36
	社区生鲜食品超市	15	4.16	328	43.22
	乡村超市	11	1.41	193	18.87
	其他业态	12	7.15	88	39.45
省外地区	综合超市	5	4.57	66	39.55
	社区生鲜食品超市	1	0.29	48	8.17
	乡村超市	--	--	3	0.38
	其他业态	--	--	11	0.22
合计	65	32.32	895	253.20	

注：其他业态主要包括零食店、好惠星折扣店、便利店、宝宝悦、电器等；
资料来源：联合资信根据公司资料整理

租金成本方面来看，2024 年，公司直营门店平均单位租金较上年增加 0.56 元/平方米/月至 19.82 元/平方米/月，平均单位租金成本变化不大。

图表 5 • 2024 年公司直营门店租金情况

业态	门店数量 (家)	2024 年单位租金 (元/㎡/月)	单位租金同比增减 (元/㎡/月)
综合超市	224	20.48	-0.28
社区生鲜食品超市	376	20.42	-0.15
乡村超市	196	11.09	-0.11
百货店	12	20.32	5.59
其他业态	87	25.53	7.13
总计	895	19.82	0.56

注：上表单位租金本同期均为直线法数据
资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司不断提升供应链效率，完善物流中心等供应链体系建设，未来资金投入可控。

跟踪期内，公司继续强化供应链战略布局，淮北综合产业园二期项目新建生鲜冷链物流中心投入使用。2024 年末，公司已建

¹ 表中直营门店自有物业与租赁物业的门店数量合计为 960 家，与公司 2024 年末实际门店数量 957 家存在差异，系因其中有 3 家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成，这 3 家门店在自有物业、租赁物业里重复统计。

成并投入使用的7处常温物流中心和8处生鲜物流中心面积合计约36万平方米，7处生鲜加工中心、中央厨房等农产品加工设施的厂房面积合计约20万平方米，分布在山东省威海、烟台、济南、青岛及河北省张家口、安徽省淮北等地，承接公司自有零售业务。2024年，公司常温仓日均吞吐量超过38万件，同比增长15.15%；生鲜仓日均吞吐量约3800吨，同比增长11.76%；各物流中心配送车辆总计约840部，其中冷链运输车辆约为810部，较上年增加30部。

2025年3月末，淮北综合产业园（二期）、烟台顺悦物流项目和济南综合物流中心项目已完工转固，公司在建项目未来需投资规模不大，资金投入可控。

图表6•2025年3月末在建及拟建项目情况（单位：年、亿元）

业务板块	建筑面积（万平方米）	规划建设期	规划投资	累计投资	资金来源
羊亭购物广场项目	5.41	2021—2025	2.08	1.13	自有资金、募集资金
乳山家家悦购物广场	1.91	2023—2025	0.84	0.27	自有资金
合计	7.32	--	2.92	1.30	--

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

2 未来发展

公司的发展规划符合自身经营定位，可行性较高。

公司计划以超市为核心主业，发展成为区域密集、城乡一体、多业态、全渠道、全产业链、全国化的制造型零售企业。公司计划增强数字化能力和供应链能力，用数字和技术驱动核心竞争力，建立科技驱动、开放共享的供应链服务平台，融合线上线下技术，为消费者和合作伙伴提供高效的服务。

（四）财务方面

公司2024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2025年一季度财务报表未经审计。

截至2024年末，公司通过非同一控制下企业合并取得合并范围子公司1家，新设子公司16家，注销子公司2家；截至2025年3月末，公司新设子公司4家。公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响较小。

1 主要财务数据变化

截至2024年末，公司资产总额变动不大，构成以非流动资产为主，现金类资产充裕，资产流动性偏弱，资产质量良好。

截至2024年末，公司资产总额134.22亿元，较上年末下降6.05%，以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。截至2024年末，流动资产51.86亿元，较上年末下降4.51%。其中，货币资金较上年末下降17.92%，主要用于项目建设及偿还债务；应收账款占2.35%，占比很低，较上年末变化不大，为1.22亿元；存货较上年末变化不大，主要为库存商品（占94.16%），年末存货跌价准备/合同履约成本减值准备为0.15亿元。同年末，公司非流动资产较上年末下降7.00%，主要由固定资产和使用权资产等科目构成。截至2025年3月末，公司资产总额及结构较上年末变动不大。

2024年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计2.70亿元，占同期末资产总额的2.01%，受限资产比例低。

图表7•公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023年末		2024年末		2025年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	54.31	38.01	51.86	38.64	51.73	39.04
货币资金	25.19	46.39	20.68	39.88	24.80	47.95
存货	20.20	37.19	21.39	41.25	17.51	33.85
非流动资产	88.56	61.99	82.36	61.36	80.78	60.96

固定资产	30.32	34.24	33.12	40.21	32.56	40.31
使用权资产	33.80	38.17	30.41	36.92	28.58	35.38
资产总额	142.86	100.00	134.22	100.00	132.51	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表8 • 2024年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.58	诉讼冻结、共管账户、在途资金、保函保证金、承兑保证金、其他保证金
固定资产	0.76	办理抵押、信用证借款
无形资产	0.73	办理抵押、信用证借款
投资性房地产	0.62	办理抵押、信用证借款
合计	2.70	--

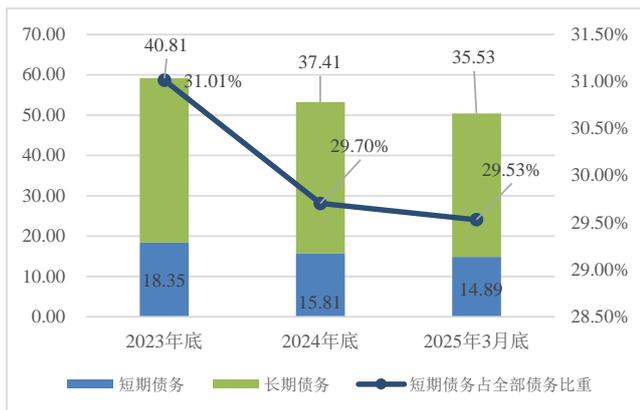
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024年末，公司权益结构稳定性较好；债务规模较上年末下降，期限结构偏长期，整体债务负担重。

2024年末，公司所有者权益较上年末下降5.54%，实收资本略有下降主要系注销库存股，少数股东权益占比很低，归属母公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，未分配利润较上年末小幅下降。

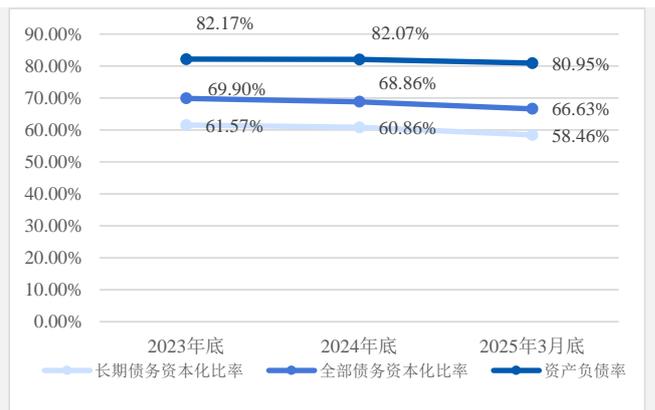
2024年末，公司负债规模较上年末下降6.16%，以流动负债（占64.69%）为主，负债结构较上年末变化不大，其中短期借款较上年末略降至2.25亿元（信用证、票据及保理借款占84.40%，其余主要为抵押借款）；应付账款为21.22亿元，较上年末下降9.50%，主要为合同负债和租赁负债规模大（较上年末变化不大）。全部债务较上年末下降10.03%，以长期债务（占70.30%）为主，全部债务资本化比率较上年末下降1.03个百分点。公司经营性债务占比高，长短期租赁负债合计占全部债务的67.76%。公司整体债务负担重。

图表9 • 公司有息债务规模及结构变化趋势（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表10 • 公司债务相关指标变动趋势



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024年，公司营业总收入略增长，期间费用小幅增长，收益类补充减少，利润总额同比下降，整体盈利能力指标保持稳定。

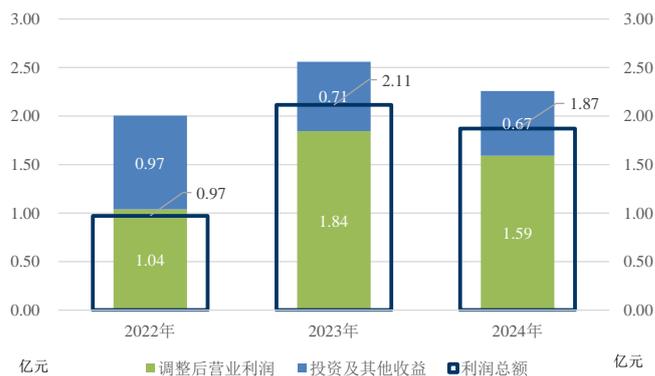
2024年，公司营业总收入同比增长2.77%，受近两年新增门店影响租金费用增加，以及因配送量增加影响运费增加，同时存款利息收入下降、财务费用上升，综合导致期间费用同比小幅增长0.78%，其他收益和资产处置收益对利润的补充减少，综合导致利润总额同比下降11.54%，公司盈利能力相关指标变化不大。

图表11·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1-3月
营业总收入	177.63	182.56	49.41
毛利润	42.41	42.54	12.00
费用总额	39.79	40.11	9.80
其中：销售费用	33.48	33.82	8.29
管理费用	3.76	3.64	0.91
研发费用	0.13	0.12	0.01
财务费用	2.42	2.53	0.60
其他收益	0.40	0.27	0.04
资产处置收益	0.23	0.08	-0.01
利润总额	2.11	1.87	1.94
营业利润率（%）	23.44	22.84	23.77
期间费用率（%）	22.40	21.97	19.83
总资本收益率（%）	4.32	4.51	--
净资产收益率（%）	5.33	5.07	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表12·公司利润构成及变化趋势



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

2024年，公司经营获现能力良好，筹资活动前现金净流入规模略有下降，考虑到在物流项目与门店拓展方面持续投入，仍存在对外融资需求。

2024年，公司经营活动现金流净额有所下降，主要系同期期初、期末因春节备货变化较大影响，经营获现能力良好；投资活动净流出规模有所下降，主要系工程类投资、理财净额等同比减少所致；筹资活动前现金净流入有所下降；筹资活动净流出规模大幅增长，主要系上期向特定对象发行股票、本期现金分红增加所致。考虑到公司对在建项目的持续投入以及对新开设门店的投入，公司未来仍有一定的外部融资需求。

图表13·公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1-3月
经营活动现金流入小计	222.16	224.00	60.27
经营活动现金流出小计	206.02	212.49	52.55
经营活动现金流量净额	16.14	11.51	7.73
投资活动现金流入小计	9.04	19.67	5.54
投资活动现金流出小计	15.45	24.00	6.63
投资活动现金流量净额	-6.41	-4.33	-1.09
筹资活动前现金流量净额	9.73	7.18	6.63
筹资活动现金流入小计	16.24	10.92	4.68
筹资活动现金流出小计	18.06	22.00	7.02
筹资活动现金流量净额	-1.82	-11.08	-2.34
现金收入比（%）	123.96	122.12	121.63
现金及现金等价物净增加额	7.91	-3.89	4.29

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

2024年末，公司长短期偿债指标表现良好，融资渠道通畅。

截至2024年末，公司流动比率和速动比率较上年末变化不大，经营活动现金对流动负债的保障能力有所下降，现金类资产对短期债务覆盖能力略有下降；2024年，公司EBITDA同比略有下降，EBITDA对利息覆盖情况良好。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	72.21	72.77	73.72
	速动比率	45.35	42.75	48.76
	经营现金流动负债比	21.46	16.15	11.01
	经营现金/短期债务（倍）	0.88	0.73	0.52
	现金短期债务比（倍）	1.43	1.37	1.75
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	14.40	13.76	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.11	3.87	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.27	0.22	0.15
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.27	6.08	--
	经营现金/利息支出（倍）	7.03	5.09	15.27

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额 36.77 亿元，未使用授信余额 27.23 亿元。

2025 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对外担保和作为被告的重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为零售业务主要经营实体，本部财务数据占合并口径比重大。

截至 2024 年末，公司本部资产总额 96.31 亿元，较上年末增长 3.56%。其中，流动资产占 68.95%；现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 16.04 亿元，应收账款 18.77 亿元，预付款项 10.27 亿元，其他应收款 11.10 亿元（主要为内部往来款），长期股权投资 21.33 亿元（较上年末变化不大），主要为对下属企业的投资。

公司本部为零售业务主要经营实体，2024 年本部营业收入为 161.49 亿元，同比小幅增长，本部投资收益和取得投资收到的现金分别为 1.83 亿元和 1.77 亿元，能够覆盖利息费用（0.45 亿元）；注销库存股致使本部所有者权益略有下降；负债总额较上年末增长 6.47%，负债结构以流动负债为主（占比为 88.77%），其中应付账款和合同负债规模较大，合同负债较上年末增长 33.31%，全部债务较上年末下降 16.23%，债务期限结构趋于均衡，资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别上升 2.00 个百分点和下降 3.39 个百分点至 73.10% 和 38.97%，债务负担一般；本部现金类资产能够覆盖短期债务（现金短期债务比为 1.81 倍）。

（五）ESG 方面

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

环境方面，公司在物流园区、工业园区等项目建设光伏电站，2024 年合计发电 962.23 万千瓦时，相当于可节约标准煤 2966 吨，减排二氧化碳 9020 吨。

社会责任方面，2024 年公司对外捐赠总投入 193.30 万元，包括慈心一日捐等活动捐款和社会工作人员等物资捐赠，设立“悦公益”项目；扶贫及乡村振兴上，公司在国家帮扶县采购农产品共计 1.5 万吨，总投入约 11108.12 万元。

治理绩效方面，2024 年，公司股东大会召开 3 次，董事会召开 16 次，审计委员会召开 6 次，薪酬与考核委员会召开 2 次，战略委员会召开 3 次；公司不断安排并督促董高监人员学习，提升公司治理水平，并发布《2024 年度内部控制评价报告》。

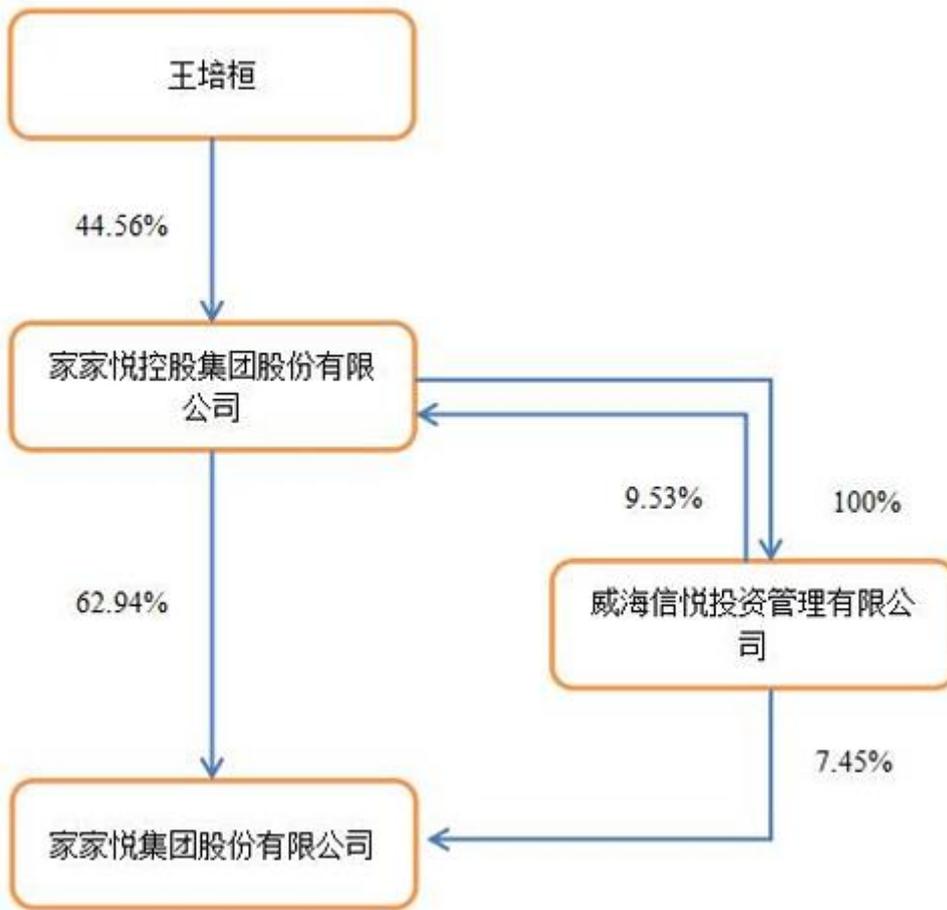
七、债券偿还能力分析

2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的“家悦转债”余额 6.45 亿元，2026 年 6 月到期，存续债券设置有转股条款且已处于转股期。2024 年 7 月 22 日，经公司第四届董事会第二十六次会议审议通过，向下修正“家悦转债”转股价格为 12.80 元/股；因公司 2024 年半年度派送现金红利，“家悦转债”的转股价格由 12.80 元/股调整为 12.69 元/股（四舍五入）。“家悦转债”设置了转股价格调整、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股，未来若存续债券转为公司股票，公司实际偿还压力将减轻。

八、跟踪评级结论

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

附件 1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.72	26.29	21.63	26.05
应收账款（亿元）	1.22	0.98	1.22	1.51
其他应收款（亿元）	1.21	1.43	0.96	1.00
存货（亿元）	25.74	20.20	21.39	17.51
长期股权投资（亿元）	1.92	1.81	1.24	1.24
固定资产（亿元）	31.51	30.32	33.12	32.56
在建工程（亿元）	0.80	2.16	0.84	0.85
资产总额（亿元）	143.92	142.86	134.22	132.51
实收资本（亿元）	6.08	6.47	6.38	6.38
少数股东权益（亿元）	0.09	0.08	0.10	0.12
所有者权益（亿元）	20.71	25.47	24.06	25.25
短期债务（亿元）	19.59	18.35	15.81	14.89
长期债务（亿元）	43.65	40.81	37.41	35.53
全部债务（亿元）	63.24	59.15	53.22	50.42
营业总收入（亿元）	181.84	177.63	182.56	49.41
营业成本（亿元）	139.56	135.22	140.01	37.41
其他收益（亿元）	0.43	0.40	0.27	0.04
利润总额（亿元）	0.97	2.11	1.87	1.94
EBITDA（亿元）	13.84	14.40	13.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	222.23	220.20	222.94	60.10
经营活动现金流入小计（亿元）	224.42	222.16	224.00	60.27
经营活动现金流量净额（亿元）	13.39	16.14	11.51	7.73
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.59	-6.41	-4.33	-1.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.47	-1.82	-11.08	-2.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	122.32	131.62	165.85	--
存货周转次数（次）	5.60	5.89	6.73	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.24	1.32	--
现金收入比（%）	122.21	123.96	122.12	121.63
营业利润率（%）	22.83	23.44	22.84	23.77
总资本收益率（%）	3.52	4.32	4.51	--
净资产收益率（%）	1.29	5.33	5.07	--
长期债务资本化比率（%）	67.82	61.57	60.86	58.46
全部债务资本化比率（%）	75.33	69.90	68.86	66.63
资产负债率（%）	85.61	82.17	82.07	80.95
流动比率（%）	66.36	72.21	72.77	73.72
速动比率（%）	33.45	45.35	42.75	48.76
经营现金流动负债比（%）	17.13	21.46	16.15	--
现金短期债务比（倍）	0.90	1.43	1.37	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	5.15	6.27	6.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.57	4.11	3.87	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.61	19.83	16.04	--
应收账款（亿元）	19.23	19.49	18.77	--
其他应收款（亿元）	9.61	10.21	11.10	--
存货（亿元）	11.37	9.13	9.70	--
长期股权投资（亿元）	21.07	20.87	21.33	--
固定资产（亿元）	5.28	4.93	4.57	--
在建工程（亿元）	0.21	0.50	0.59	--
资产总额（亿元）	87.14	93.00	96.31	--
实收资本（亿元）	6.08	6.47	6.38	--
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益（亿元）	19.19	26.87	25.91	--
短期债务（亿元）	12.31	12.22	8.87	--
长期债务（亿元）	7.52	7.53	7.68	--
全部债务（亿元）	19.83	19.75	16.55	--
营业总收入（亿元）	161.64	155.60	161.49	--
营业成本（亿元）	144.71	140.26	146.86	--
其他收益（亿元）	0.12	0.09	0.07	--
利润总额（亿元）	0.58	4.23	1.85	--
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	219.81	218.18	186.75	--
经营活动现金流入小计（亿元）	220.69	219.57	187.34	--
经营活动现金流量净额（亿元）	5.89	3.62	1.17	--
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.28	3.17	-0.28	--
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.39	0.72	-4.62	--
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.56	8.04	8.44	--
存货周转次数（次）	13.73	13.68	15.59	--
总资产周转次数（次）	1.94	1.73	1.71	--
现金收入比（%）	135.99	140.22	115.65	--
营业利润率（%）	10.35	9.75	8.94	--
总资本收益率（%）	2.21	10.19	5.25	--
净资产收益率（%）	1.91	15.93	6.87	--
长期债务资本化比率（%）	28.16	21.88	22.87	--
全部债务资本化比率（%）	50.83	42.36	38.97	--
资产负债率（%）	77.98	71.10	73.10	--
流动比率（%）	93.95	108.54	106.25	--
速动比率（%）	75.02	92.71	90.73	--
经营现金流动负债比（%）	9.80	6.27	1.87	--
现金短期债务比（倍）	0.94	1.62	1.81	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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