

# 上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

## 2018年、2019年及2020年面向合格投资者公开发 行公司债券跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨 娟 [jyang@ccxi.com.cn](mailto:jyang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年05月07日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0286 号

## 上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 豫园 01”、“19 豫园 01”和“20 豫园 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月七日

**评级观点：**中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”或“公司”）的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“18豫园01”、“19豫园01”和“20豫园01”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了公司珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度，销售网络日趋完善；房地产业务对公司业绩构成较好支撑以及重大资产重组业绩承诺已全部完成等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司经营业务利润下滑、业务快速拓展对债务规模及现金流带来一定压力、经营管理能力面临挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

豫园股份（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	852.54	994.53	1,122.47
所有者权益合计（亿元）	321.74	364.74	400.66
总负债（亿元）	530.80	629.80	721.81
总债务（亿元）	230.76	289.26	387.12
营业总收入（亿元）	337.77	429.12	440.51
净利润（亿元）	34.22	39.06	40.23
EBIT（亿元）	51.13	63.26	62.44
EBITDA（亿元）	53.78	67.15	68.38
经营活动净现金流（亿元）	75.77	35.34	-9.55
营业毛利率（%）	25.72	26.83	24.50
总资产收益率（%）	6.92	6.85	5.85
资产负债率（%）	62.26	63.33	64.31
总资本化比率（%）	41.77	44.23	49.14
总债务/EBITDA（X）	4.29	4.31	5.66
EBITDA利息保障倍数（X）	5.93	4.54	3.94

注：1、中诚信国际根据2018年~2020年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”中的有息债务调整至短期债务。

### 正面

#### ■ 豫园商圈价值很高，且对公司多元化业务经营构成有力支撑。

公司拥有上海市区内唯一具有传统文化内涵的地标式商圈—豫园（以下简称“豫园商圈”），豫园商圈内部物业为公司自持，且大部分以历史成本计价，增值空间很大。豫园商圈很强的客流吸聚能力亦对公司珠宝时尚及餐饮等板块的经营构成有力支撑。

■ 珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度，销售网络日趋完善。公司珠宝时尚品牌“老庙黄金”和“亚一金店”有较高的知名度和市场影响力。此外，2020年末公司“老庙”和“亚一”门店数量

达3,367家，较2019年增加608家，销售渠道布局日益完善。

■ 房地产业务区域布局良好。公司房地产项目多分布在国内一、二线城市，区域布局情况良好。2020年，公司房地产收入占比38.99%，毛利率30.06%，是公司重要的利润来源。

### 关注

■ 经营性业务利润下降。2020年，新冠肺炎疫情对公司消费类主营业务带来一定冲击，同时房地产板块利润贡献度下降，公司经营业务利润下滑，需关注未来主营业务业绩改善情况。此外，新收购标的盈利状况亦有待关注。

■ 业务快速拓展对债务规模及现金流带来一定压力。2020年以来，公司珠宝、餐饮等业务门店数量迅速增长，房地产项目加速推进，同时外延式并购项目逐步落地，业务快速扩张导致公司债务规模呈增长态势，截至2020年末，公司总债务为387.12亿元，此外，2020年经营活动及投资活动现金流均呈净流出状态，面临一定资金压力。

■ 经营管理能力面临挑战。公司通过外延式并购及整合复星产业资源方式不断拓展产业布局，收购标的资产和整合资源为公司经营管理能力带来一定的挑战。

### 评级展望

中诚信国际认为，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ 可能触发评级下调因素。房地产政策调控或收购标的项目业绩不佳等因素大幅侵蚀经营性业务利润，流动性压力大幅增加等。

### 同行业比较

2020年部分贸易企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
厦门国贸	1,134.16	69.26	3,510.89	29.07
豫园股份	1,122.47	64.31	440.51	40.23

注：“厦门国贸”为“厦门国贸集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理。

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18豫园01	AAA	AAA	2020/05/08	20.00	20.00	2018/11/26~2023/11/26（3+2）	调整票面利率、回售
19豫园01	AAA	AAA	2020/05/08	6.00	6.00	2019/11/27~2024/11/27	--
20豫园01	AAA	AAA	2020/05/08	19.00	19.00	2020/02/20~2025/02/20（3+2）	调整票面利率、回售

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“18 豫园 01”实际募集资金 20 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

“19 豫园 01”实际募集资金总额 6 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

“20 豫园 01”实际募集资金总额 19 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先

复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但 2021 年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020 年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021 年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020 年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021 年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

**宏观政策：**2020 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积

极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

**宏观展望：**疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2019 年，黄金价格呈上升态势，叠加经济下行压力加大等因素，黄金消费需求受到抑制；2020 年以来，新冠肺炎疫情等因素支撑金价进一步上涨，但市场需求仍然承压**

在避险情绪上升及美联储降息等因素影响下，2019 年末国际黄金价格自年初 1,282.70 美元/盎司上涨至 1,516.90 美元/盎司，全年平均价格为 1,395.60 美元/盎司，比 2018 年增长 9.84%。2020 年新冠肺炎疫情爆发，叠加美联储降息等因素，黄金价格震荡上行，于 8 月上旬升至 2,000 美元/盎司以上后有小幅回落。截至 2020 年 9 月末，COMEX 黄金期货价格为 1,890.90 美元/盎司，较年初上涨 24.40%，2020 年 1~9 月，COMEX 黄金价格期货平均价格为 1,747.02 美元/盎司，同比上升 27.89%。

黄金供应方面，2019 年全球黄金总供应量增长 2% 至 4,776 吨，矿产金仍为黄金供应的主要来源。国内原料黄金产量连续 13 年位居全球第一，当期产量同比下降至 380 吨，主要系环保政策趋严所致；受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，河南、福建、新疆等重点产金省（区）矿产金产量下降。

黄金需求方面，2019 年全球黄金总需求为 4,356 吨，同比小幅下降 1%。金饰需求仍为黄金主要需求来源。2019 年，不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的比重均有所下降。但随着全球宽松的货币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金 ETF 产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，但全球央行黄金购买量仍为近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。从国内需求来看，2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨，同比下降 8%。细分来看，国内金饰需求全年下降 7% 至 637 吨，与全球趋势保持一致；同时，金价上涨及宏观经济下行等因素导致的金条与金币需求大幅下降超过 30%；央行黄金储备总量仍然保持较好的增长态势，2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情爆发及美联储降息等因素影响，黄金价格震荡上行，6 月末 COMEX 黄金期货收盘价为 1,798.10 美元/盎司。避险情绪升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气度回升，但金饰消费需求及金条和金币投资需求仍然承压。同时，部分生产企业复工不足，对行业供给产生一定影响，中诚信国际将持续关注疫情期间的不确定性对黄金市场的供需情况及金价的影响。

中诚信国际认为，黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，

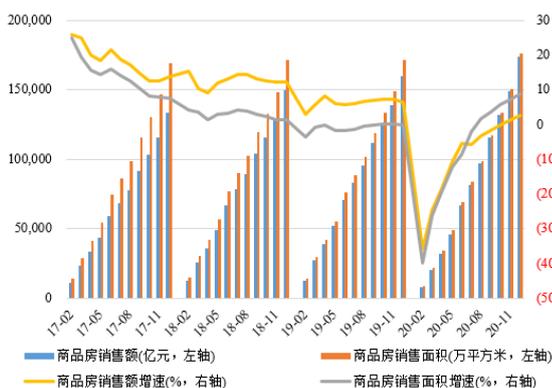
价格不确定性高，但黄金消费需求有所下降，对黄金珠宝企业的运营带来一定的挑战。目前国内疫情形势持续向好，但国外疫情形势仍未得到有效遏制，新冠肺炎疫情对黄金价格及市场供需的影响仍需进一步关注。

**2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性**

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、

人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

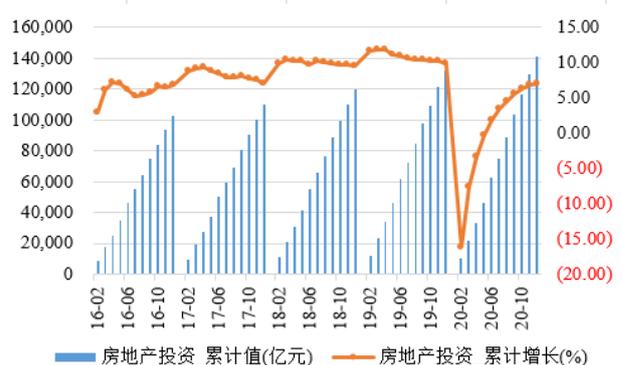
**2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长**

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%

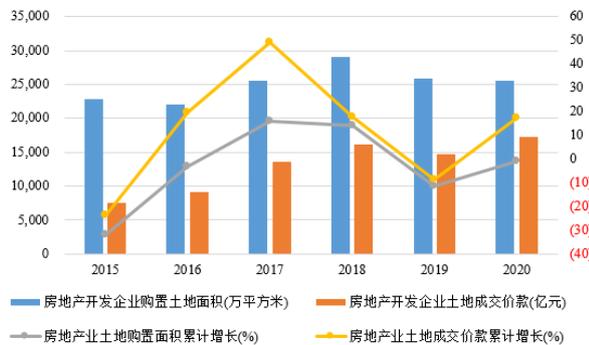


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同

比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额  
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

### 在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”<sup>1</sup>出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将

较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(以下简称“《通知》”)，划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

### 跟踪期内，因新冠疫情冲击黄金销量有所减少，但公司具有较强的品牌和渠道优势，在金价上行及加盟网络扩张等因素的带动下，珠宝时尚业务收入仍实现小幅增长，但需关注黄金珠宝市场景气度、收购标的DJULA经营情况对珠宝时尚板块的影响

珠宝时尚业务为公司的核心产业，旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，在上海及其他地区珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力，且销售渠道体系较为完善。2020年，新冠肺炎疫情对实体零售产生一定冲击，但由于公司已于2020年春节前完成春季订货会并实现部分销售回款，同时得益于黄金价格上涨及连

<sup>1</sup> 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则(简称“三道红线”)。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1

倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

锁化战略下加盟门店扩张，公司实现珠宝时尚业务收入 221.68 亿元，同比增长 8.36%。

公司主要销售黄金、铂金及少量镶嵌类饰品，同时实行双品牌错位经营策略，其中“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，产品以黄铂金产品为主；“亚一金店”主要定位于年轻群体，主要产品为婚庆用珠宝饰品。此外，为顺应消费升级趋势、加强业务稳定性及提升盈利能力，近年来公司加大对研发设计和生产工艺等高附加值环节的投入以及镶嵌类饰品的推广。2020 年，受新冠疫情冲击，公司珠宝时尚加盟商门店阶段性停业，导致黄金及铂金销售量同比分别减少 9,526 公斤和 97 公斤。

**表 1：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）**

品种	2018	2019	2020
黄金	62,753	65,623	56,097
铂金	396	429	332

资料来源：公司提供

公司珠宝时尚业务主要包括批发和零售两种业务模式，以批发业务为主。公司主要在上海及华东地区开设直营门店，在上海以外地区多采用特许加盟等方式进行网络扩张，加盟店覆盖国内大部分省市，其中华东及华中地区的门店数量占比较高。近年来公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，同时鼓励部分经销商将门店转型成为加盟店，使得加盟店数量快速增长。截至 2020 年末，“老庙”和“亚一”零售门店数量达 3,367 家，其中加盟门店数量 3,160 家，直营连锁店 207 家。得益于加盟商网络扩张，批发业务收入占比持续保持在 75% 以上。此外，公司亦积极开发网络渠道，开设天猫旗舰店，进驻百联 E 城和东方购物等平台。

**表 2：近年来“老庙”和“亚一”门店情况（家）**

	2018	2019	2020
直营连锁店数量	181	199	207
加盟门店数量	1,909	2,560	3,160
经销门店数量	0	0	0
<b>合计</b>	<b>2,090</b>	<b>2,759</b>	<b>3,367</b>

资料来源：公司提供

原料采购方面，公司综合利用黄金租赁、黄金

T+D 延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具实现珠宝时尚业务环节的套期保值，对冲金价波动风险，其中以黄金租赁形式为主。加工方面，公司珠宝时尚产品采用委托加工和自有加工相结合的模式，以委托加工模式为主。销售定价方面，公司批发定价主要采用固定加价率方式；零售定价主要采用固定加价额方式。结算方面，公司对于合作初期的加盟商严格执行款到发货；对于长期合作的加盟商，公司根据信用评级给予其一定的赊销额度和期限，一般情况下，加盟商先付 20% 的货款提货，其余 80% 货款在提货后 30 天内付完。2020 年以来，公司基于疫情因素对加盟商采取了延长账期、减免加盟费等扶持措施；随着新冠疫情逐步得到控制，公司对加盟商结算账期已恢复至正常水平。

此外，公司通过外延式收购方式不断完善珠宝时尚产业布局。2018 年，公司出资 1.09 亿美元投资收购 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）80% 股权，从而获得了钻石领域专业知识及行业资源，为公司在镶嵌钻石领域的发展提供一定支持，IGI 目前已形成布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务。2020 年，公司以 1,500 万欧元增资法国时尚珠宝品牌 DJULA 项目，同时以 1,148 万欧元收购 DJULA 项目老股，本次增资及收购老股后公司控股 DJULA 项目 55.40% 股权，截至 2020 年末，DJULA 全球直营网点共 12 家（其中 2020 年下半年在国内北京 SKP、上海 BFC 及上海景容楼开设 3 家网点），由于国内网点成立时间较短，收入仍主要由海外市场贡献。

中诚信国际认为，公司珠宝时尚业务的品牌和渠道优势较强，随着加盟网络快速扩张和黄金价格上涨，珠宝时尚板块收入呈增长态势。但近期黄金价格呈走低趋势，且黄金终端市场竞争激烈，中诚信国际将持续关注黄金珠宝市场景气度及新店培育情况对公司珠宝时尚板块运营效益的影响。此外，公司新收购的 DJULA 项目在国内的品牌知名度及销售渠道尚在建立阶段，其销售能力及盈利

性有待观察。

**2020年，公司房地产板块重大资产重组的业绩承诺已全部完成；公司房地产区域布局较好，签约销售情况维持稳定，但结转项目销售均价回落，结转收入同比下降；公司项目储备规模较大且以综合体业态居多，后续投资压力以及去化情况需关注**

2018年7月，公司发行股份购买25家房地产项目公司的全部或部分股权的重大资产重组事项完成，公司房地产业务规模大幅扩张。目前公司房地产业务定位于复合功能地产业务，涉及商业、住宅和办公等多种业态。区域方面，公司房地产项目分布在上海、北京、武汉、南京、成都、昆明和杭州等一二线城市以及台州、泉州、安康等三四线城市，其中一二线城市的项目布局占比较大，部分项目属于当地核心商圈的地标式建筑。

从项目经营情况来看，公司房地产销售业绩主要来自南京、武汉、上海、合肥、三亚、成都等一二线城市。2020年以来，签约销售金额及销售面积同比持平，但公司加快推盘及开工节奏，新开工面积和竣工面积显著增长。结转方面，2020年结转面积略有增加，但因各年度项目结转区域不同，销售均价存在波动，2019年北京区域占比较大故均价较高，2020年有所回落，受此影响2020年公司物业开发与销售业务收入降至171.75亿元。

**表 3：公司房地产销售及结算数据**  
(万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2018	2019	2020
新开工面积	54.43	48.62	126.16
竣工面积	152.64	119.37	141.71
销售面积	99.65	82.99	83.34
销售金额	187.92	136.48	147.01
结算面积	71.10	95.24	97.26
结算金额	146.97	192.19	171.75
结算单价	20,670.89	20,179.55	17,658.85

注：1、上表数据口径包含公司联营及合营项目；2、结算单价数据根据结算面积及结算金额计算得出。

资料来源：公司提供

**表 4：公司主要签约销售地区及销售情况**  
(万平方米、亿元)

地区	2019		2020	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
上海	5.87	13.55	4.85	8.57
南京	0.51	1.43	6.18	24.20
武汉	9.70	22.99	3.20	11.52
杭州	8.95	9.76	1.54	3.06
天津	3.20	6.52	1.56	3.13
长沙	3.82	4.05	6.70	10.52
成都	6.69	16.06	8.63	11.52
三亚	3.74	22.14	2.77	16.37
苏州	6.01	7.01	4.02	4.93
宁波	2.72	6.43	3.49	9.42
合肥	4.60	6.63	10.12	11.94
安康	10.43	6.81	0.96	0.66
苍溪	0.76	0.51	0.40	0.24
昆明	--	--	3.92	8.19
重庆	--	--	3.81	6.21
南通	4.75	3.53	3.55	4.69
长春	--	--	3.63	2.51
珠海	--	--	0.13	0.27
泉州	5.80	3.79	7.62	3.87
台州	5.05	4.88	2.49	2.76
余姚	0.40	0.40	0.66	0.44
西安	--	--	0.03	0.05
<b>合计</b>	<b>82.99</b>	<b>136.48</b>	<b>80.26</b>	<b>145.07</b>

注：分项数据加总与合计数存在四舍五入差异。

资料来源：公司提供

在建项目方面，2020年末公司主要在建项目23个，计划总投资合计722.82亿元，已投资440.69亿元，开发业态多为住宅、商业、办公等综合项目，部分项目投资规模较大且规划周期较长，需关注去化情况及资金回笼进度。拟建项目方面，2020年末，公司主要拟建项目共5个，总投资共计199.19亿元，其中豫园二期项目总投资约79.94亿元，目前已完成动拆迁，截至2020年末已投42.91亿元（其中土地成本约34.49亿元），计划建设周期为2021~2025年，建成后将进一步提高豫园商圈经济活力，从而增加物业租赁服务及商圈内其他布局产业收益。

**表 5：截至 2020 年末公司主要在建房地产项目情况（亿元）**

项目名称	项目类型	位置	投资总额	已投金额	开工时间	竣工时间
珠海斗门岭南商业	住宅、商业	珠海	76.87	37.13	2020.09	2025.12
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	67.14	37.42	2015.08	2029.01
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66.00	45.47	2015.12	2022.06
复地运通府/复地时代中心	商业	北京	46.17	19.77	2018.01	2021.11
宁波星悦中心	商业	宁波	44.12	34.68	2015.07	2021.08
复地云极	住宅、商业	昆明	42.93	26.27	2020.02	2022.12
复地卡伦湖生态新城	住宅、商业、酒店	长春	41.59	7.28	2020.03	2025.09
苏州虎丘	住宅、商业	苏州	36.46	21.40	2020.12	2023.05
苏州星光耀广场	住宅、商业	苏州	35.16	28.00	2013.09	2021.06
御钟山花园	住宅、商业	南京	30.84	21.52	2020.01	2022.11
湖滨广场	住宅、商业	天津	29.83	20.71	2018.01	2023.05
复地滨江悦府	住宅、办公、商业	长沙	29.31	16.18	2020.11	2023.09
复地金融中心	商业	北京	25.62	20.12	2017.01	2021.03
大鱼山居	住宅、商业	南京	24.98	12.91	2019.07	2022.06
泉州星光耀	住宅、商业、办公、酒店	泉州	24.32	34.26	2015.01	2021.06
中央公园	住宅、商业、办公、医院	重庆	21.18	10.78	2020.03	2022.11
台州星光耀	住宅、商业	台州	17.58	13.92	2015.02	2021.11
如东三号街区	住宅、商业、办公	南通	15.06	4.47	2020.11	2022.12
天悦城	住宅、商业	安康	13.22	8.72	2018.05	2022.09
金山 0304 项目	住宅、商业	上海	12.79	5.55	2020.12	2022.12
宴南都	住宅、商业、办公	南京	10.03	8.14	2016.09	2021.04
崑玉国际	住宅、商业、办公	长沙	5.89	3.65	2011.11	2022.12
复地大华 1935 二期	商业	西安	5.73	2.34	2020.05	2021.12
<b>合计</b>	--	--	<b>722.82</b>	<b>440.69</b>	--	--

注：昆明复地云极项目总投资金额减少，主要系二期项目通过股权合作方式出售。

资料来源：公司提供

**表 6：截至 2020 年末公司主要拟建房地产项目情况（万平方米、亿元）**

项目名称	区域	建筑面积	总投资	预计开工时间
豫园二期（豫泰确诚商业广场项目）	上海	14.00	79.94	--
金豫阁	上海	2.75	5.00	--
南京铁北	南京	38.86	62.00	2021.03
抚仙湖旅游度假区	昆明	25.45	22.20	2021.12
西安丝路总部	西安	33.70	30.05	2021.04
<b>合计</b>	--	<b>114.76</b>	<b>199.19</b>	--

资料来源：公司提供

新增土地储备方面，近年来公司主要采用“招

拍挂”、外延式并购以及地产与产业相结合的综合体拿地方式。2020 年，公司共获得 8 块土地，拿地区域位于上海、苏州、长沙、南京、昆明、杭州、西安及天津，土地价款合计 143.18 亿元，部分土地已通过股权合作方式取得回款，新增土地主要为商业办公以及住宅用地，新增有待开发土地面积 260.73 万平方米。公司项目储备较为充足，但后续去化情况有待关注。

此外，为解决同业竞争问题，2019 年 3 月公司发布公告称公司下属子公司上海复地产业发展集团有限公司（以下简称“复地产发”）已受托管理公司间接控股股东复地（集团）股份有限公司（以下

简称“复地集团”) 60 家地产子公司, 涉及北京、上海、广州、南京、武汉和重庆等地区的房地产项目。2020 年, 公司确认受托管理费收入 8,200 万元。

收购项目方面, 2018 年以来, 公司陆续通过外延式并购方式不断夯实房地产业务能力。2020 年 7 月, 公司完成对关联方上海策源置业顾问股份有限公司(以下简称“策源股份”)<sup>2</sup>的要约收购, 将有利于强化公司旗下地产项目在前期评估、产品定位、广告策划、销售退出、商办类物业运营等方面的实力。2020 年 9 月, 公司拟收购澄江益邦投资有限公司(以下简称“澄江益邦”)<sup>3</sup>100% 股权, 同时承接各方对澄江益邦的债权, 澄江益邦具有云南省玉溪市澄江市仙湖山水国际休闲旅游度假园项目开发权。

物业租赁与管理业务方面, 目前公司出租物业以商业综合体为主, 主要分布在沈阳、上海、北京、南京、宁波等地。从部分出租项目来看, 中街-盛京龙城受所在区域经济下滑以及商业地产竞争激烈等因素影响, 项目经营情况不佳, 2019 年处于部分停业改造阶段, 2020 年 10 月已重新开业, 开业以来出租情况较上年显著改善。近年来, 随着公司外延式并购以及完工物业增加, 公司物业租赁与管理业务收入持续增长, 2020 年因收购策源股份增加了地产服务收入, 公司商业与物业综合服务收入大幅增长 77.68% 至 10.86 亿元。

**表 7: 截至 2020 年末公司部分出租物业情况**  
(万平方米、%)

物业名称	可出租面积	已出租面积	出租率
中街-盛京龙城	16.48	13.22	80%
天津湖滨广场	7.52	6.49	86%
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100%
安康天贸城	2.61	2.17	83%

<sup>2</sup>策源股份核心业务分为新房交易服务、资产管理、创新投资三大业务板块, 系一家在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让的股份有限公司。2020 年 3 月, 公司发布公告称基于要约价格为不超过 6.98 元/股, 收购策源股份 100% 股权, 公司与策源股份控股股东均为上海复星高科技(集团)有限公司, 上述交易构成关联交易。截至 2020 年 6 月 24 日, 上述要约收购的清算过户手续已经办理完毕, 公司持有策源股份 90.09% 的股份, 成为策源股份第一大股东。

<sup>3</sup>本次收购股权转让对价为 11.84 亿元; 如假设 2020 年 9 月 30 日为《股权转让框架协议》签署日, 模拟推算首笔资金付款日为 2020 年 11 月 4 日, 第二笔资金付款日为 2020 年 11 月 23 日, 按此计算本次收购股权

台州星光耀广场	4.14	2.92	71%
苏州星光耀广场	2.62	1.91	73%
真如星光耀广场	7.52	6.49	86%
<b>合计</b>	<b>50.87</b>	<b>43.18</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供

除上述租赁物业以外, 公司还拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商圈。豫园商圈内部物业为公司自持, 其中对外出租部分采用公允价值计量, 自用部分以历史成本计价, 增值空间很大; 同时, 豫园商圈对公司布局在商圈内部的珠宝时尚和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。

中诚信国际关注到, 公司房地产业务的区域布局中一、二线城市项目较多, 区域布局情况良好, 且重大资产重组业绩承诺已按照约定完成<sup>4</sup>, 但公司项目储备规模较大且以综合体项目居多, 后续投资压力以及地产项目去化情况需要关注。

### 跟踪期内, 公司餐饮及度假村业务受疫情冲击较为严重, 此外涉及时尚表业、化妆品、白酒等领域的收购事项已逐步落地, 需关注新增业务后续的业绩表现及公司对多元化业务的管控能力

公司餐饮业态覆盖经营休闲小吃、正餐和美食广场等多种业态, 拥有绿波廊、上海老饭店、南翔馒头店和松鹤楼等多家知名餐饮品牌, 在上海及长三角区域具有较高的品牌认知度。公司各餐饮品牌核心门店多位于豫园商圈内部, 豫园商圈较大的客流量对公司餐饮板块企业经营形成良好支撑; 同时, 公司以上海为中心向周边地区、国内一线城市以及海外市场不断进行拓展。2020 年, 由于遭受新冠疫情冲击, 公司餐饮板块收入同比大幅减少 37.65% 至 4.85 亿元, 随着国内疫情逐渐控制以及公司餐饮业务连锁化经营战略的实施, 餐饮板块盈利

债权转让对价合计约为 19.2 亿元。

<sup>4</sup>2018 年公司重大资产重组的原投资者承诺, 采用动态假设开发法、收益法及市场价值倒扣法评估的标的资产(以下简称“资产范围 A 内标的资产”)在 2018~2020 年经审计扣非净利润合计数总额不低于 70 亿元, 且剩余标的资产(系指主要采用市场法评估的资产, 以下简称“资产范围 B 内标的资产”)总体在利润补偿期末不发生减值。2018~2020 年, 公司资产范围 A 内标的资产实现扣非净利润分别为 22.22 亿元、35.76 亿元和 28.83 亿元, 合计占承诺业绩总额的 124%; 2018~2020 年末资产范围 B 内的标的资产均未发生减值。

状况有望逐步恢复。

食品、百货及工艺品业务方面，2019年，公司收购如意情生物科技股份有限公司（以下简称“如意情”）55.50%股权。如意情主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售，年销量处于行业前三位，销售网络覆盖了全国25个省、市及自治区，如意情所处行业处于快速发展阶段，并在食品加工领域形成协同发展。2020年，公司食品百货业务收入同比增长33.45%至6.83亿元。

度假村业务方面，2015年，公司通过收购方式获得位于北海道的Tomamu滑雪度假村（以下简称“星野度假村”）；2016年，公司在星野度假村中另外设立Club Med TOMAMU度假村。2019年，得益于星野度假村未投入使用的客房改造完成，公司实现度假村业务收入9.48亿元，同比增长15.52%；2020年，受新冠肺炎疫情影响海外订单量骤缩，度假村业务收入同比减少47.60%至4.97亿元。

医药业务方面，公司医药业务覆盖药品生产和流通（包含销售及门诊服务）环节，其中流通环节是医药收入的主要来源；公司旗下“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，且作为上海本土知名中医药品牌之一，在长三角地区具有较高的市场认可度。截至2020年末，公司共拥有42家零售网点（包含加盟店4家），其中医保定点零售药店12家，中医门诊部（医诊所）3家。2019年，公司取得希尔斯（Hill's）中国业务独家代理权，希尔斯是全球最大的宠物粮品牌之一，目前希尔斯旗下有超过200种包括猫粮、狗粮在内的功能性宠物食品，包括宠物毛发护理、口腔护理、肝脏护理食品等。得益于新增宠物健康业务，2020年，公司医药业务收入同比增长26.18%至4.28亿元。

时尚表业方面，公司旗下拥有上海汉辰表业集团有限公司（以下简称“汉辰表业”）、天津海鸥表业集团有限公司（以下简称“海鸥表业”）和上海表业有限公司（以下简称“上海表业”）三家经营主体。其中，2019年，公司以5.22亿元对价取得海鸥表业65%股权，此外还取得上海表业55%股权。海鸥表

业及上海表业均定位为中高端手表，汉辰表业作为业务管理平台旨在管理品牌群的定位、整合和营销，截至2020年末，时尚表业板块共拥有直营网点22家（其中海鸥表业15家）。2020年，时尚表业板块实现销售收入4.49亿元，主要由海鸥表业贡献。

化妆品业务方面，2020年6月，公司出资5.58亿元收购亚东北辰投资管理有限公司（以下简称“亚东北辰”）持有的复星津美（上海）化妆品有限公司（以下简称“复星津美”）74.93%股权。复星津美持有以色列化妆品品牌公司AHAVA的100%股权及草本护肤品品牌公司WEI（旗下拥有高端护肤品牌WEI和大众护肤品牌WEI EAST）的68%股权。目前，AHAVA及WEI均在主流电商平台建立了线上销售渠道，同时线下AHAVA设立了24家直营网点（其中国内13家），WEI拥有丝芙兰渠道优势。2020年，公司化妆品板块实现营业收入4.31亿元。

酒业方面，2020年8月，公司以18.37亿元对价受让金徽酒业股份有限公司（以下简称“金徽酒”）29.99%股权，同年10月，又以7.15亿元对价要约收购其8.00%股权，此次收购后，公司共持有金徽酒约38%股权，成为其控股股东。金徽酒于2016年在上海证券交易所上市（股票代码603919），主营业务为白酒生产及销售，代表产品有“金徽二十八年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”、“柔和金徽”、“金徽正能量”等，主要市场位于甘肃，同时营销网络已辐射陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场。根据金徽酒2020年审计报告，截至2020年末，金徽酒总资产35.32亿元，净资产27.78亿元，2020年实现营业总收入17.31亿元，净利润3.31亿元。2020年，公司酒业板块确认收入6.18亿元，系金徽酒2020年11~12月期间收益。

此外，2020年12月，公司公告称以45.30亿元的价格竞得四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“舍得集团”）70%股权，截至2021年3月末，上述股权收购款已支付完毕并完成股权登记变更。舍得集团旗下拥有A股上市公司舍得酒业股份有

限公司（以下简称“舍得酒业”，股票代码 600702），截至 2020 年末，舍得集团直接持有舍得酒业 29.95% 股权。舍得酒业主营白酒生产及销售，主要产品有“品味舍得”、“智慧舍得”、“沱牌曲酒”、“吞之乎”、“天子呼”等，销售区域主要集中于四川、山东、河南、河北等省份以及东北、华东地区。截至 2020 年 9 月末，舍得酒业总资产为 62.92 亿元，净资产为 34.95 亿元，2019 年实现营业总收入 26.50 亿元，净利润 5.38 亿元。

**中诚信国际关注到**，近年来，随着公司销售网络布局完善以及不断推进收并购事项，公司业务布局趋于多元化，但在新冠肺炎疫情的冲击下，公司餐饮及度假村业务板块短期业绩明显有所下滑。目前国内疫情控制情况较好，公司餐饮板块逐渐复苏，但日本疫情态势对星野度假村业绩仍有拖累。此外，公司积极通过外延式并购及关联方资源整合拓展业务布局，但收购标的资产亦给公司经营管理能力带来更大的挑战。

## 财务分析

以下分析基于经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的 2018~2020 年财务报告。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，并将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务。

**跟踪期内，受珠宝业务拓店及新增收购业务驱动，公司营业收入保持增长态势，但房地产板块结转利润减少、新冠疫情冲击餐饮旅游行业等因素导致经营性业务利润大幅下降，未来需关注主营业务盈利水平恢复情况**

2020 年，受珠宝业务及新增收购业务驱动，公司营业总收入保持小幅增长趋势，但因新冠疫情对消费行业整体冲击较大，营业毛利率显著下降。具

体来看，2020 年，受益于黄金价格上涨及门店规模拓展，珠宝时尚板块收入规模继续增长，但因加盟模式占比提高，该板块毛利率略有下降。由于均价较高的强一线城市结转项目减少，物业开发与销售收入同比减少，但毛利率仍维持稳定。受益于合并策源股份增加了地产服务收入，商业综合运营及物业综合服务板块收入增长，但地产服务利润不及商业租赁，从而拉低了该板块毛利率。度假村及餐饮业务受新冠疫情影响客流量减少，收入均显著下滑，但因度假村业务的人工、销售及管理等相关支出未计入营业成本核算，故毛利率变动不大。此外，公司收购了 AHAVA、WEI、海鸥表业、上海表业及金徽酒等子公司，进一步拓宽了消费领域的经营范围，对拉动收入增长起到重要作用。

**表 8：近年来各业务板块营业收入及毛利率情况**

(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
珠宝时尚	166.77	204.57	221.68
物业开发与销售	146.97	192.19	171.75
商业综合运营及物业综合服务	3.33	6.11	10.86
度假村	8.20	9.48	4.97
餐饮	6.62	7.78	4.85
医药健康及其他	3.33	3.39	4.28
食品、百货及工艺品	1.60	5.12	6.83
化妆品	--	--	4.31
时尚表业	--	--	4.49
管理服务	0.95	0.49	0.31
酒业	--	--	6.18
<b>合计</b>	<b>337.77</b>	<b>429.12</b>	<b>440.51</b>
毛利率	2018	2019	2020
珠宝时尚	6.93	8.40	7.83
物业开发与销售	29.58	29.31	30.06
商业综合运营及物业综合服务	81.29	68.62	31.89
度假村	84.90	85.35	84.34
餐饮	64.47	65.31	56.11
医药健康及其他	22.29	21.00	19.77
食品、百货及工艺品	34.02	36.24	12.02
化妆品	--	--	64.93
时尚表业	--	--	31.93

管理服务	44.33	13.47	33.23
酒业	--	--	43.59
<b>合计</b>	<b>25.72</b>	<b>26.83</b>	<b>24.50</b>

注：计算各业务板块营业毛利率时扣除了营业税金及附加，综合毛利率未扣除营业税金及附加。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020 年公司继续实行外延式并购策略，新收购标的并表导致销售费用及管理费用持续增加，使得期间费用率水平进一步上升。2020 年，公司财务费用增幅较小，主要系房地产储备项目增加，相关开发贷款利息计入存货。

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益，2020 年，利润总额同比小幅下降，主要由于经营性业务利润减少所致。具体来看，由于利润贡献程度较高的房地产业务收入下降、餐饮度假村等消费类业务受疫情冲击盈利能力减弱以及期间费用的侵蚀，2020 年公司经营性业务利润同比下滑 25.48%。同期，公司投资收益大幅增至 15.47 亿元，主要来自金徽酒股权分步收购过程中初次收购股权按公允价值重新计量产生的利得 8.33 亿元，招金矿业股份有限公司<sup>5</sup>（以下简称“招金矿业”）、上海友谊复星（控股）有限公司、宁波复星锐正创业投资合伙企业（有限合伙）等联营企业按权益法核算产生的投资收益 5.15 亿元，处置二级市场股票等交易性金融资产取得的投资收益 1.53 亿元。此外，营业外损益 2.71 亿元，主要系收到的政府补助及如意情火灾保险理赔款。整体来看，2020 年，公司经营性业务利润显著下滑，其利润增长主要来自非经常性损益，中诚信国际将持续关注公司主营业务盈利能力恢复情况。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
期间费用合计	31.27	45.33	52.78
期间费用率(%)	9.26	10.56	11.98
经营性业务利润	39.66	48.55	36.18
投资收益	7.85	2.26	15.47
营业外损益	-0.34	0.32	2.71
利润总额	45.98	54.06	52.74

<sup>5</sup>截至 2020 年末公司持有招金矿业（股票代码：01818.HK）22.69%的股

EBITDA 利润率(%)	15.92	15.65	15.52
总资产收益率(%)	6.92	6.85	5.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 跟踪期内，受外延式并购事项影响，公司资产和负债规模均呈大幅增长态势，财务杠杆压力尚可

跟踪期内，公司逐步完成对上海表业、海鸥表业、AHAVA、WEI、金徽酒等子公司的收购，2020 年末，资产规模进一步增至 1,122.47 亿元，资产结构仍以流动资产为主。其中，因新增土地储备及收购子公司等原因导致现金支出增加，2020 年末存量货币资金降至 158.54 亿元。应收账款方面，因珠宝业务扩大、地产板块新结盘的合肥地区整售项目款项未回收完毕以及策源股份等新收购子公司并表，2020 年末公司应收账款显著增加。同期末，公司存货同比大幅增长，主要系增加酒业、时尚表业等业务以及房地产竣工未结算项目增加所致，其中，开发产品中的上海星光耀广场项目已于 2018 年竣工，2020 年末该项目账面价值为 18.82 亿元，去化速度较慢，需关注资金回笼进度。同期末，其他流动资产同比减少，主要系给予合营公司的股东借款减少所致，截至 2020 年末，公司对合营公司股东借款余额为 33.19 亿元，借款对象主要是武汉复星汉正街房地产开发有限公司、上海复屹实业发展有限公司、长沙复豫房地产开发有限公司等，公司对上述合营公司及其子公司的拆借款未超过公司所占股比，小于合营公司另一股东资金投入。同期末，公司新增南京宴南都、宁波星悦城物业等，投资性房地产增幅显著。此外，因收购金徽酒、AHAVA、WEI 等品牌，2020 年末商誉规模大幅增长，其中金徽酒商誉账面价值为 18.07 亿元，占比 52.85%，中诚信国际将持续关注金徽酒等被收购对象的经营状况及对商誉减值的影响。

从周转率指标来看，2020 年，受珠宝黄金板块规模扩大、地产板块新增整售项目未回款完毕以及新收购子公司带来应收账款等综合因素影响，公司应收账款规模增长，应收账款周转率指标有所下降，为招金矿业第二大股东，账面价值为 27.93 亿元。

降。此外，因地产竣工未结算项目增长及新收购业务带来库存商品增加，存货周转率指标亦有下降。

**表 10：近年来公司部分流动资产周转率指标 (X)**

指标	2018	2019	2020
应收账款周转率	38.24	43.79	30.11
存货周转率	0.92	0.94	0.86

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，截至 2020 年末，公司总负债增至 721.81 亿元，主要是有息债务增长，此外，2020 年末，公司将预收购房款由“预收款项”调整至“合同负债”核算，因大量已开发项目结盘，当期末预收购房款同比显著减少；公司增加与合作公司间的资金往来，其他应付款大幅增加。

债务方面，2020 年，受外延式并购影响，公司有息债务规模呈快速增长态势，新增债务以长期债务为主，债务结构有所优化。截至 2020 年末，公司总债务为 387.12 亿元，其中短期债务占比 43.36%，债务结构较为合理。

所有者权益方面，2020 年，公司所有者权益保持增长，主要得益于未分配利润积累和少数股东权益增加，此外，资本公积较上年末小幅下降，系收购同一控制下的策源股份所致。

**表 11：近年来公司部分资产负债表科目及相关指标情况 (亿元、%)**

	2018	2019	2020
货币资金	198.13	178.93	158.54
应收账款	11.95	7.64	17.11
存货	308.06	362.15	407.89
其他流动资产	39.83	65.76	46.85
其他应收款	4.95	12.07	16.55
长期股权投资	72.95	72.38	74.43
投资性房地产	136.50	182.33	211.34
固定资产	19.21	29.59	50.74
无形资产	5.47	14.42	38.77
商誉	7.33	11.15	34.19
<b>总资产合计</b>	<b>852.54</b>	<b>994.53</b>	<b>1,122.47</b>
短期借款	31.60	42.19	63.14
应付账款	40.75	67.55	72.09
预收账款	145.98	130.68	0.87

其他应付款	42.74	40.43	72.96
合同负债	--	--	67.46
一年内到期的非流动负债	31.99	59.88	83.17
长期借款	88.79	98.36	161.18
应付债券	20.00	26.00	38.00
<b>负债合计</b>	<b>530.80</b>	<b>629.80</b>	<b>721.81</b>
股本	38.81	38.84	38.83
资本公积	111.50	113.73	107.05
未分配利润	112.03	128.99	154.29
少数股东权益	34.75	50.96	70.56
<b>所有者权益合计</b>	<b>321.74</b>	<b>364.74</b>	<b>400.66</b>
<b>总债务</b>	<b>230.76</b>	<b>289.26</b>	<b>387.12</b>
短期债务	92.05	134.80	167.86
资产负债率	62.26	63.33	64.31
总资本化比率	41.77	44.23	49.14

注：2018 年及 2019 年，其他应收款不含应收利息及应收股利，其他应付款不含应付利息及应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，近年来受债务规模增长影响，公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势，截至 2020 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.31% 和 49.14%，财务杠杆压力尚可。

### 跟踪期内，因土地储备支出加大经营活动现金流呈净流出，收购事项导致投资活动现金净流出规模进一步增加；优质流动资产对公司偿债形成一定保障

现金流方面，2020 年，由于土地储备规模增加，经营活动现金流呈净流出态势；同期受收购金徽酒等事项影响，投资活动现金净流出规模进一步增加；此外因业务扩张及对外投资的资金需求增加，公司外部融资力度加大，筹资活动现金流大幅净流入。

偿债能力方面，2020 年，公司经营活动净现金流为负，对债务本金及利息保障能力较弱。此外，因有息债务规模进一步增长，EBITDA 偿债指标有所弱化，但对债务本息的覆盖能力仍处于较好水平。此外，公司账面备有一定的货币资金，且拥有招金矿业等优质资产，可对公司债务偿付提供一定保障。

**表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

指标	2018	2019	2020
经营活动净现金流	75.77	35.34	-9.55
投资活动净现金流	-22.85	-35.82	-50.07
筹资活动净现金流	27.40	-9.74	35.15
总债务/EBITDA	4.29	4.31	5.66
经营活动净现金流/总债务	0.33	0.12	-0.02
EBITDA 利息保障倍数	5.93	4.54	3.94
经营活动净现金流利息保障系数	8.35	2.39	-0.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信以及股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持，历史履约情况良好

截至 2020 年末，公司获得主要合作银行的授信总额（含黄金租赁）为 567.28 亿元，其中尚未使用的授信额度为 209.52 亿元，具备一定的财务弹性。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有畅通股权融资渠道。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 189.25 亿元，占同期末总资产的比例为 16.86%，包括货币资金 23.52 亿元（主要为使用受限的预售房款）、应收账款 0.24 亿元（质押的应收租金）、存货 102.89 亿元、投资性房地产 53.83 亿元、固定资产 6.13 亿元、无形资产 0.99 亿元、在建工程 1.64 亿元等，此外，公司还将持有的部分子公司股权用于质押借款。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司无对外担保情况；同期末，公司及下属子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 4 月 2 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 股东旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供很强的支持

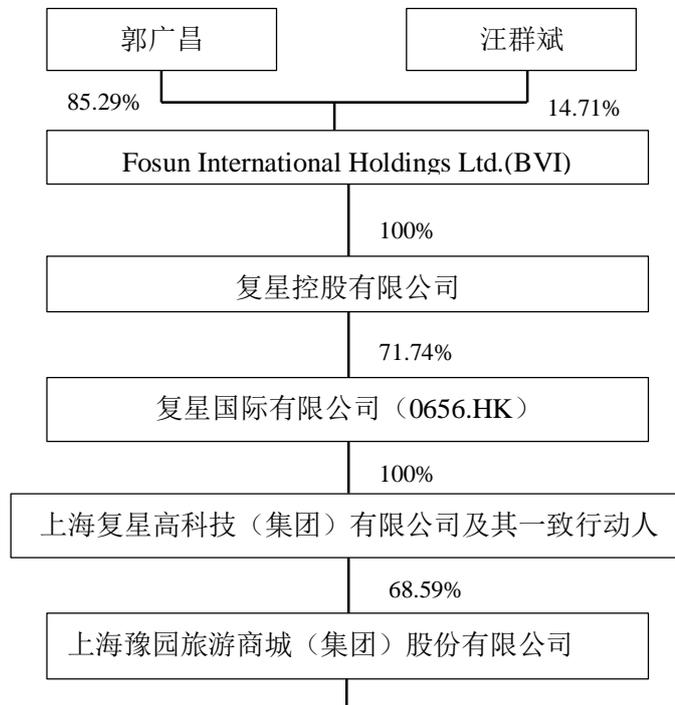
复星国际拥有优质的旅游、文化及商业资产，业务涵盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资等。公司是复星国际旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司，也是复星国际旗下“快乐”生态的旗舰平台；复星国际利用旗下丰富的资源支持公司的业务发展。

公司在资产整合与经营等方面得到了复星国际的大力支持，公司和复星国际先后共同投资了招金矿业和武汉中北房地产开发有限公司等多个项目；随着公司完成向浙江复星等 16 名对象发行股份购买 24 家房地产项目公司股权的重大资产重组事项，公司房地产业务体量实现跃升，总资产和所有者权益规模大幅扩张，且营业收入和盈利水平大幅提高。此外，为避免同业竞争，复地集团已将下属 60 家地产子公司委托公司管理。

## 评级结论

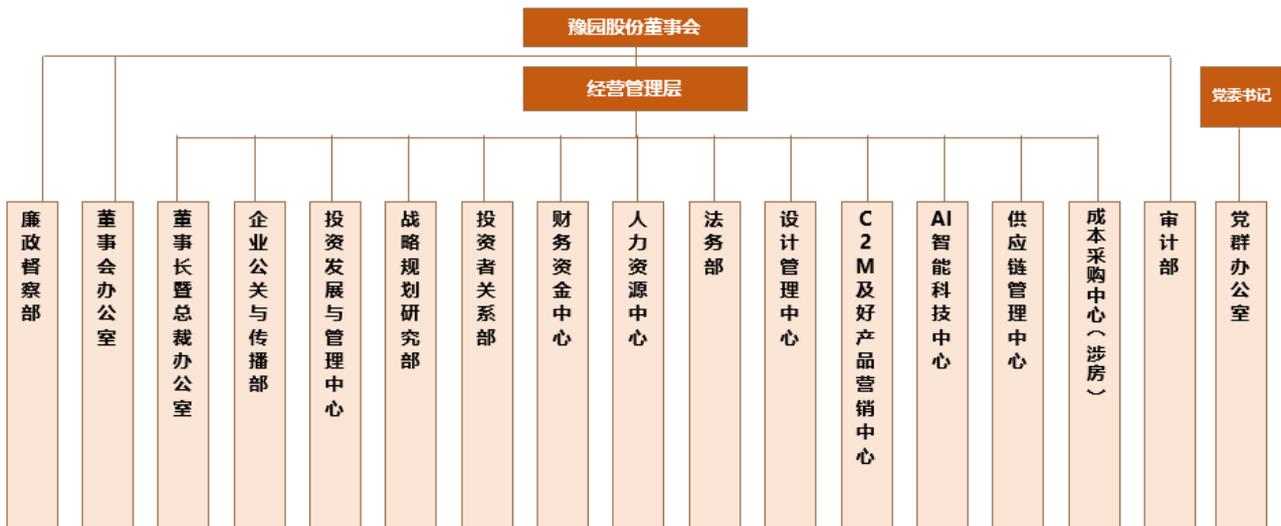
综上所述，中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 豫园 01”、“19 豫园 01”和“20 豫园 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年末）



子公司名称	持股比例 (%)	子公司名称	持股比例 (%)
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	100.00	上海老城隍庙餐饮（集团）有限公司	100.00
上海童涵春堂药业股份有限公司	85.00	上海豫园商城房地产发展有限公司	100.00
上海复地产业发展集团有限公司	100.00	海南复地投资有限公司	100.00
上海星泓投资控股有限公司	100.00	上海闵光房地产开发有限公司	100.00

注：1、截止2020年末，上海复星高科技（集团）有限公司直接持有公司3.63%股份，通过上海复星产业投资有限公司、浙江复星商业发展有限公司等17家企业持有公司64.96%股份，合计持有公司68.59%股份，上海复星高科技（集团）有限公司与上述17家企业为一致行动人；2、公司下属一级子公司数量较多，上表仅列示部分重要子公司名单。



资料来源：公司提供

## 附二：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	1,981,251.12	1,789,292.44	1,585,440.19
应收账款净额	119,544.30	76,440.05	171,064.30
其他应收款	49,524.53	120,659.42	165,542.09
存货净额	3,080,559.92	3,621,484.76	4,078,918.82
长期投资	856,300.52	855,873.31	872,161.27
固定资产	192,081.98	295,851.92	507,445.96
在建工程	2,229.43	35,450.49	54,059.18
无形资产	54,673.14	144,192.04	387,745.21
总资产	8,525,413.25	9,945,316.69	11,224,718.96
其他应付款	427,374.47	404,340.75	729,564.40
短期债务	920,522.58	1,348,007.63	1,678,611.46
长期债务	1,387,099.54	1,544,547.84	2,192,547.53
总债务	2,307,622.12	2,892,555.47	3,871,158.99
净债务	326,371.00	1,103,263.02	2,285,718.80
总负债	5,307,998.26	6,297,963.08	7,218,142.87
费用化利息支出	51,487.90	91,984.63	96,992.70
资本化利息支出	39,259.27	55,892.00	76,374.90
所有者权益合计	3,217,415.00	3,647,353.62	4,006,576.09
营业总收入	3,377,719.67	4,291,222.81	4,405,075.96
经营性业务利润	396,591.90	485,509.77	361,779.68
投资收益	78,489.21	22,584.46	154,688.13
净利润	342,228.93	390,615.06	402,325.33
EBIT	511,310.76	632,593.31	624,386.84
EBITDA	537,846.48	671,492.94	683,836.18
经营活动产生现金净流量	757,735.58	353,445.33	-95,483.29
投资活动产生现金净流量	-228,526.72	-358,168.80	-500,694.14
筹资活动产生现金净流量	274,039.00	-97,403.13	351,464.66
资本支出	92,657.26	51,587.29	87,258.73
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	25.72	26.83	24.50
期间费用率(%)	9.26	10.56	11.98
EBITDA 利润率(%)	15.92	15.65	15.52
总资产收益率(%)	6.92	6.85	5.85
净资产收益率(%)	12.31	11.38	10.35
流动比率(X)	1.61	1.46	1.41
速动比率(X)	0.75	0.64	0.54
存货周转率(X)	0.92	0.94	0.86
应收账款周转率(X)	38.24	43.79	30.11
资产负债率(%)	62.26	63.33	64.31
总资本化比率(%)	41.77	44.23	49.14
短期债务/总债务(%)	39.89	46.60	43.36
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.12	-0.02
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.82	0.26	-0.06
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.35	2.39	-0.55
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.79	0.86	-10.04
总债务/EBITDA(X)	4.29	4.31	5.66
EBITDA/短期债务(X)	0.58	0.50	0.41
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.93	4.54	3.94
EBIT 利息保障倍数(X)	5.63	4.28	3.60

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”中的有息债务调整至短期债务；3、2018 年及 2019 年，其他应收款不含应收利息及应收股利，其他应付款不含应付利息及应付股利。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。