

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 13 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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）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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0242 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”、“20 豫园 01”、“20 豫园 03”、“21 豫园 01”、“22 豫园 01”、“19 豫园商城 MTN001”、“20 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN002”和“21 豫园商城 MTN004”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

二零二二年五月十三日

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”、“20 豫园 01”、“20 豫园 03”、“21 豫园 01”、“22 豫园 01”、“19 豫园商城 MTN001”、“20 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN002”和“21 豫园商城 MTN004”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了豫园商圈价值很高，且对公司多元化业务经营构成有力支撑；珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度，销售网络日趋完善以及房地产业务区域布局良好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降、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、外部环境的不利影响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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	994.53	1,122.47	1,314.76	1,352.91
所有者权益合计（亿元）	364.74	400.66	417.57	420.19
总负债（亿元）	629.80	721.81	897.19	932.72
总债务（亿元）	289.26	387.12	521.89	565.49
营业总收入（亿元）	429.12	440.51	510.63	122.38
净利润（亿元）	39.06	40.23	39.27	4.04
EBIT（亿元）	63.26	62.44	62.28	9.00
EBITDA（亿元）	67.15	68.38	73.18	--
经营活动净现金流（亿元）	35.34	-9.55	-68.77	-16.92
营业毛利率（%）	26.83	24.50	24.12	18.39
总资产收益率（%）	6.85	5.85	4.88	2.70*
资产负债率（%）	63.33	64.31	68.24	68.94
总资本化比率（%）	44.23	49.14	55.55	57.37
总债务/EBITDA（X）	4.31	5.66	7.13	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.54	3.94	3.05	--

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告以及 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”、“长期应付款”中的有息债务和“租赁负债”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。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：批发贸易(C110100_2019_02)

上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(30%)	营业总收入(亿元)*	460.09	8
	总资产(亿元)	1,314.76	10
盈利能力与效率(27%)	EBITDA 利润率(%)*	15.17	10
	存货周转率(X)*	0.85	4
	应收账款周转率(X)*	35.21	10
财务政策与偿债能力(28%)	资产负债率(%)	68.24	8
	EBITDA/总债务(X)*	0.18	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.85	8
运营实力(15%)	市场竞争力	8	8
	资源控制	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			-
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上考虑了支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和风险控制能力及其他等因素的考量，支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。受评企业的最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年-2021 年三年平均值

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，2021 年末公司“老庙”和“亚一”门店数量达 3,959 家，较 2020 年净增加 592 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。2021 年，公司房地产收入占比 32.58%，毛利率 27.44%，是公司重要的利润来源。

关注

■ **经营性业务利润下降。**2021 年，公司期间费用率上升，对利润造成一定侵蚀，同时房地产板块利润贡献度下降，公司经营性业务利润下滑，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。**2021 年以来，公司珠宝、餐饮等业务门店数量迅速增长，房地产项目持续推进，业务快速扩张导致公司债务规模呈增长态势，截至 2021 年末，公司总债务为 503.74 亿元，此外，2021 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。

■ **外部环境的不利影响。**公司主营业务立足于消费产业，而消费产业经营状况易受国内疫情不定期反复的影响；同时，房地产行业融资环境变化对公司的资金平衡能力提出更高要求。中诚信国际将持续关注疫情反复及房地产行业政策变化对公司经营状况及盈利能力的影响。

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，财务杠杆水平大幅上升，被收购标的业绩明显不达预期等

评级历史关键信息

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 豫园商城 MTN004 (AAA)	2021/09/24	向岚、刁慧然	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 豫园商城 MTN001 (AAA) 20 豫园商城 MTN001 (AAA) 21 豫园商城 MTN001 (AAA) 21 豫园商城 MTN002 (AAA)	2021/04/30	向岚、杨娟	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 豫园商城 MTN002 (AAA)	2021/03/12	杨傲镭、杨娟	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读原文
AAA/稳定	21 豫园商城 MTN001 (AAA)	2021/01/05	田梓慧、孙琳	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	--
AAA/稳定	20 豫园商城 MTN001 (AAA)	2020/07/14	田梓慧、孙琳	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 豫园商城 MTN001 (AAA)	2019/04/04	杨傲镭、田梓慧	中诚信国际批发贸易行业评级方法 060100_2017_01	阅读全文

同行业比较

2021 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	977.46	63.64	4,647.56	37.64
豫园股份	1,314.76	68.24	510.63	39.27

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
19 豫园商城 MTN001	AAA	AAA	2021/04/30	10.00	10.00	2019/07/18~2022/07/18	交叉保护、控制权变更
20 豫园商城 MTN001	AAA	AAA	2021/04/30	10.00	10.00	2020/07/24~2023/07/24	交叉保护、控制权变更
21 豫园商城 MTN001	AAA	AAA	2021/04/30	10.00	10.00	2021/01/20~2024/01/20 (2+1)	调整票面利率、交叉保护、回售、控制权变更
21 豫园商城 MTN002	AAA	AAA	2021/04/30	13.00	13.00	2021/04/13~2024/04/13 (2+1)	调整票面利率、交叉保护、回售、控制权变更
21 豫园商城 MTN004	AAA	AAA	2021/09/24	5.00	5.00	2021/10/15~2024/10/15 (2+1)	调整票面利率、交叉保护、回售、控制权变更
18 豫园 01	AAA	AAA	2021/05/07	20.00	5.25	2018/11/26~2023/11/26 (3+2)	调整票面利率、回售
19 豫园 01	AAA	AAA	2021/05/07	6.00	6.00	2019/11/27~2024/11/27	--
20 豫园 01	AAA	AAA	2021/05/07	19.00	19.00	2020/02/20~2025/02/20 (3+2)	调整票面利率、回售
20 豫园 03	AAA	AAA	2021/05/07	13.00	13.00	2020/08/27~2023/08/27 (2+1)	调整票面利率、回售
21 豫园 01	AAA	AAA	2021/05/07	5.00	5.00	2021/07/23~2023/07/23	--
22 豫园 01	AAA	AAA	2022/02/09	5.50	5.50	2022/03/21~2025/03/21 (2+1)	调整票面利率、回售、偿债保障承诺

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。

“20 豫园 03”实际募集资金总额 13 亿元，拟用于偿还公司债务及补充流动资金。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。

“21 豫园 01”实际募集资金总额 5 亿元，拟将不低于 80%的募集资金用于偿还公司债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 20%。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。

“22 豫园 01”实际募集资金总额 5.5 亿元，拟将不低于 80%的募集资金用于偿还公司债务。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:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，

总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政

策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年，黄金价格高位震荡，但由于疫情防控常态化及通胀高企等因素，黄金消费需求有所回升；2022 年以来，国际形势动荡、疫情反复等因素支撑金价进一步上涨，市场需求与供给存在不确定性

在多数国家疫情防控常态化、全球经济复苏提速和美联储加息预期增强等因素影响下，2021 年国际黄金价格自 2020 年高点回落，但由于各国央行增持黄金、国际宏观经济不确定性尚存、通胀预期增高等因素对黄金价格下行形成一定支撑作用，2021 年黄金价格整体仍处于高位，呈现震荡下行态势。2021 年末国际黄金价格自年初 1,943.20 美元/盎司下降至 1,805.85 美元/盎司，全年平均价格为 1,798.94 美元/盎司，比 2020 年增长 1.68%。截至 2021 年末，COMEX 黄金期货价格为 1,830.50 美元/盎司，较年初下降 5.96%，2021 年，COMEX 黄金价格期货平均价格为 1,799.37 美元/盎司，同比上升 0.68%。

黄金供应方面，矿产金仍为黄金供应的主要来源，2021 年疫情对黄金矿产的影响有所下降，全球矿产黄金总供应量同比增加 83 吨至 3,561 吨，但较疫情前的 2019 年仍略有下滑。2021 年，国内原料黄金产量为 328.98 吨，较 2020 年减产 36.36 吨，主要系山东省、河南省分别因停产安全检查、整顿中小型黄金企业等原因阶段性停产，其中山东省矿产金产量降幅超过 50%。海外矿山方面，在“双循环”新发展格局背景下，大型黄金企业（集团）积极开发海外矿山资源，2021 年境外矿山实现矿产金产量 38.63 吨，同比上升 19.86%。

黄金需求方面，2021 年全球黄金总需求为 4,021 吨，同比上升 6%。金饰需求仍为黄金主要需求来源。2021 年，消费者对于金饰的需求在 2020 年被压抑后大幅释放，金饰需求量和其占总需求的比重均有所回升。由于部分战术性投资者在 2021 年初新冠疫苗推出时缩减了对冲投资，且利率上升使黄金持仓成本增加，2021 年全球黄金 ETF 持仓量下降 173 吨，拖累黄金投资需求下滑。全球央行已连续十二年成

为黄金净买家,2021年由于疫情影响叠加通胀高企,全球央行总计增持黄金463吨,同比大增82%,总持有量增至31年来最高水平。科技方面,随着国内新能源产业和电子工业快速发展,工业用金同比增长15.44%。从国内需求来看,2021年全国实际黄金消费量为1,121吨,同比增长37%。细分来看,国内金饰需求全年增长45%至711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同比增长27%;央行黄金储备总量保持稳定,2021年全年稳定在1,948吨。

2022年以来,受国际形势动荡、通胀高企等因素影响,市场避险需求攀升,推动黄金价格震荡上行,截至2022年3月末,COMEX黄金期货价格为1,757.50美元/盎司,较年初上升9.71%,2022年1~3月,COMEX黄金价格期货平均价格为1,800.23美元/盎司,同比上升3.05%。2022年1~2月,国内黄金消费需求旺盛,但由于2022年3月以来国内疫情出现大规模反复,一季度黄金消费量及行业供给情况存在不确定性,中诚信国际将持续关注疫情的不确定性 & 宏观经济政策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,2022年以来受避险情绪主导价格有所上升,但国内疫情反复对黄金消费需求和供给带来一定的不确定性。目前国内疫情有所反复,且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。

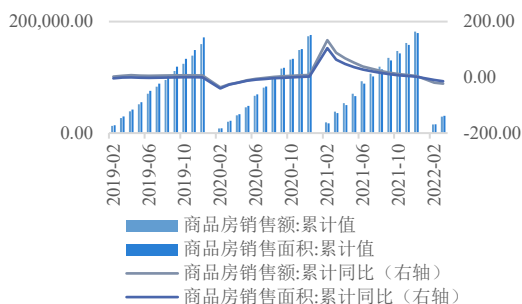
随着房地产调控政策的持续影响,叠加部分房企信用风险事件发酵,2021年下半年以来商品房销售市场明显降温,短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021年上半年房地产市场保持较高热度,1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集

中”等房地产调控政策的持续影响,叠加部分房企信用风险事件发酵,居民购房意愿有所下降,下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落,其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势,1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时,2021年下半年国房景气指数持续回落态势,2022年一季度则保持100以下水平,表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来,为“稳地价、稳房价、稳预期”,政策逐步调整,着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求,财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件,同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为,当前房地产市场仍处于政策传导期,市场需求短期尚未见底,商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

从商品房价格来看,2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米¹,较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看,一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨,同比涨幅在4.3%~4.4%,增速较2021年12月变动不大;二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定,环比变化不大,同比保持增长,但涨幅逐月回落,3月同比涨

¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



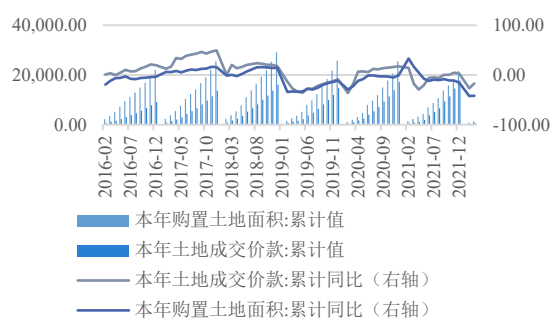
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016年10月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。**此外值得关注的是**，2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购

贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内LPR下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。**中诚信国际认为**，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

公司产权结构无重大变化；公司结合所在行业特征，建立了较为完善的内控体系和风险防范机制

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至2021年末，实收资本为38.90亿元，郭广昌通过香港上市公司复星国际有限公司（以下简称“复星国际”，股票代码：00656.HK）下属的18家公司直接及间接持有公司68.47%的股份，是公司的实际控制人。公司主要子公司包括珠宝时尚集团、豫园餐饮、童涵春堂药业及豫园商城地产等。跟踪期内，公司业务范围无重大变化。此外，2021年，公司商业管理平台整合升级，成立商业管理集团，负责公司旗下商业资产运营及资产价值提升。

跟踪期内，因2018年限制性股票激励计划及

² 4月11日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由5年改为3年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由3年内连续缴满24个月改为累计24个月；非苏州户口居民卖房后2年内无需社保或税单可直接购房；4月12日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日

起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

2019 年限制性股票激励计划所涉限制性股票回购注销、2021 年限制性股票激励计划所涉限制性股票授予登记、2019 年员工期权激励计划和首期合伙人期权激励计划所涉行权股票过户登记的实施完成，豫园股份对《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）进行了部分修订。

根据公司披露的《2021 年内部控制评价报告》和《内部控制审计报告》，跟踪期内，公司已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

公司关联交易执行《上海豫园旅游商城股份有限公司关联交易管理制度》，并在董事会下设审计与财务委员会负责履行公司关联交易控制和日常管理的职责。跟踪期内，公司无非经常性资金占用。

资金管理方面，公司仍执行内部资金集中管理制度，在资金管理上采用年度资金预算管理和收支两条线原则，对资金实行分级管理和分类管理，以控制资金管理风险。此外，截至 2021 年末，公司在上海复星高科技集团财务有限公司（以下简称“复星财务公司”）存款合计 21.55 亿元；公司可向复星财务公司申请最高综合授信额度不超过 80 亿元，2021 年末已使用约 9.65 亿元。

整体来看，中诚信国际认为，公司已结合行业特征建立了较为完善的内控体系和风险防范机制。

跟踪期内，随着销售网络进一步完善及产品市场认可度进一步提升，公司黄金销售收入呈上升态势；但仍需关注黄金珠宝市场景气度波动及疫情反复等因素对珠宝时尚业务的影响

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。2021 年，珠宝时尚业务实现收入 274.48 亿元，同比增长 23.82%，主要系公司积极拓展加盟渠道布局，网点商业模式持续深化，同时公司继续打造爆款产品，其

中老庙古韵金系列产品年销售收入近 40 亿元，是当期珠宝时尚业务收入增长的主要来源。

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首饰。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。2021 年，受益于公司黄金类新品销售情况较好，黄金销量明显上升，同比增加 36.60%。

表 1：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2019	2020	2021
黄金	65,623	56,097	76,629
铂金	429	332	197

资料来源：公司提供

近年来公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，使得加盟店数量快速增长。截至 2021 年末，“老庙”和“亚一”零售门店数量达 3,959 家，较 2020 年末净增加 592 家，新增门店的区域主要集中在江苏、安徽、浙江等省份，其中加盟门店数量净增 576 家，直营连锁店净增 16 家。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）

	2019	2020	2021
直营连锁店数量	199	207	223
加盟门店数量	2,560	3,160	3,736
合计	2,759	3,367	3,959

资料来源：公司提供

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。2020 年，公司增资及收购 DJULA 55.40% 股权，截至 2021 年末，DJULA 全球直营网点共 17 家（其中 2021 年在上海、成都和深圳各开设 1 家网点，在海外新开设 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。此外，公司和国际顶级珠宝品牌 Damiani³ 成立合资企

³ Damiani 和 Salvini 均为 Damiani 集团旗下品牌。

业，共同拓展中国市场，截至 2021 年末，Damiani 直营网点为 3 家，Salvini 直营网点为 2 家。

2022 年 3 月以来，上海爆发大规模疫情，疫情管控环境或对公司珠宝时尚业务的经营产生不利影响。2022 年一季度，受益于积极拓店及疫情影响时间较短，珠宝时尚业务实现收入 89.41 亿元，同比增长 27.30%，后续经营及盈利情况仍需关注。

中诚信国际认为，跟踪期内，公司珠宝时尚业务保持较强的品牌和渠道优势，随着加盟网络快速扩张，珠宝时尚板块收入呈增长态势。但近期黄金价格持续处于高位，黄金终端消费市场竞争激烈，且 2022 年 3 月以来上海疫情出现大规模反复，中诚信国际将持续关注黄金珠宝市场景气度、新店培育情况及上海疫情状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。

2021 年，公司房地产区域布局较好，签约销售情况稳健增长；新增土地储备有所减少但仍保持一定规模；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

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，公司房地产项目主要分布在上海、北京、南京、天津、武汉、成都、重庆、长沙、三亚等一二线城市及区域重点城市，部分项目属于当地核心商圈的地标式建筑，三四线城市的项目布局占比较小。

从项目运营情况来看，2021 年公司加快开工节奏，新开工面积显著增长；同时随着前期较大规模的新开工项目建设推进，当期竣工面积同比增长 28.50%。销售方面，2021 年公司房地产销售业绩主要来自南京、成都、上海、天津、长沙、珠海等一二线城市，签约销售面积同比基本持平，但受益于新签约项目单价较高，销售金额同比有所上升。结转方面，2021 年结转面积同比增长 11.68%，结转项目区域主要位于南京、武汉、长沙、成都、三亚、合肥等，

受结转区域项目单价较低影响，结转均价进一步下降，结转收入亦下降至 166.34 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	2019	2020	2021
新开工面积	48.62	126.16	302.82
竣工面积	119.37	141.71	182.10
销售面积	82.99	83.34	82.98
销售金额	136.48	147.01	174.54
结算面积	95.24	97.26	108.62
结算金额	192.19	171.75	166.34
结算单价	20,179.55	17,658.85	15,313.94

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	2021	
	销售面积	签约金额
北京	0.25	1.05
成都	11.86	11.81
佛山	0.39	0.81
杭州	0.36	0.73
合肥	4.22	4.91
昆明	3.27	6.22
南京	18.84	68.22
南通	0.50	0.09
宁波	1.02	1.81
泉州	1.25	1.28
如东	2.44	3.77
三亚	0.31	1.93
山东	8.51	20.06
上海	5.88	9.66
苏州	1.79	4.32
台州	0.18	0.35
天津	5.73	10.11
武汉	0.40	1.50
西安	0.89	1.30
余姚	0.09	0.04
长春	1.17	0.70
长沙	6.91	10.98
重庆	2.59	4.30
珠海	4.16	8.59
合计	82.98	174.54

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，2021 年末公司主要在建项目 26 个，计划总投资合计 944.93 亿元，已投资 550.43 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,2021年末,公司主要拟建项目共7个,总投资共计228.79亿元,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2021年末已投46.87亿元(其

中土地成本约36.19亿元),计划建设周期为2022~2026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2021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
珠海岭域广场CDE地块	住宅、商业	珠海	76.87	40.36	2020.09	2025.6
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	67.14	41.27	2015.08	2029.01
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66.00	48.37	2015.12	2022.06
复地运通府/复地时代中心	商业	北京	46.17	22.54	2018.01	2023.11
复地云极(一三期)	住宅、商业	昆明	45.49	28.80	2020.02	2022.12
复地卡伦湖生态新城	住宅、商业、酒店	长春	40.80	10.20	2020.03	2027.06
苏州虎丘	住宅、商业	苏州	40.10	23.13	2020.12	2023.05
苏州星光耀广场	住宅、商业	苏州	35.16	29.64	2013.09	2022.06
御钟山花园	住宅、商业	南京	30.84	23.60	2020.01	2022.11
复地滨江悦府	住宅、办公、商业	长沙	29.31	18.47	2020.11	2023.09
大鱼山居	住宅、商业	南京	26.29	15.54	2019.07	2022.06
中央公园	住宅、商业、办公、医院	重庆	19.05	11.48	2020.03	2022.11
如东三号街区	住宅、商业、办公	南通	15.10	6.24	2020.11	2022.12
金山0304项目	住宅、商业	上海	12.79	6.86	2020.12	2022.12
宴南都(2.2期)	住宅、商业、办公	南京	10.15	8.28	2016.09	2022.03
复地大华1935二期	商业	西安	5.34	3.02	2020.05	2022.09
天津高铁东	住宅	天津	32.98	20.29	2020.04	2023.12
南京铁北	住宅、商业	南京	62.00	35.49	2021.05	2025.05
复星丝路总部商业	商业、办公、公寓	西安	26.73	12.88	2021.08	2024.05
杭州余杭商业	商业、办公、酒店	杭州	25.95	12.11	2021.07	2023.12
天津湖滨商业E区	商业	天津	8.86	1.07	2021.08	2023.05
天津空港健康蜂巢	住宅	天津	32.87	18.86	2021.04	2023.12
天津医药产业园	产业园	天津	2.23	0.33	2021.04	2022.12
金山G10项目	住宅	上海	46.41	25.70	2021.12	2024.09
成都天府湾	住宅、商业	成都	78.64	44.66	2018.11	2025.11
济南复星国际金融中心	住宅、商业、办公	济南	61.66	41.24	2018.08	2024.11
合计	--	--	944.93	550.43	--	--

资料来源:公司提供

表6: 截至2021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	--
抚仙湖旅游度假区	昆明	25.45	22.20	--
上海徐汇滨江复星中心	上海	21.50	75.76	2022.03
成都武侯项目	成都	30.14	35.05	2022.04
崑玉国际二期	长沙	4.77	5.58	2022.02

⁴ 其中佛山禅曦项目为关联方收购。

青岛崂山项目	青岛	27.30	5.26	--
合计	--	125.91	228.79	--

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。2021年,公司共获得6个项目,拿地区域位于佛山⁴、苏州、上海、成都和青岛,土地价款合计143.41亿元,其中苏州和青岛项目已通过出售部分股权取得回款,新增土地主要为商业办公以及住宅用地,新增土地占地面积42.34万平方米。公司项

目储备较为充足，但后续去化情况有待关注。

表 7：近年来公司新增项目储备情况
 (个、万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2019	2020	2021
新拓展项目	6	8	6
新增项目储备建筑面积	272.4	263.21	128.40
新增项目储备购置支出	115.02	146.24	143.41
新增项目楼面均价	4,222.47	5,556.00	11,169.00

注：以上为全口径数据。

资料来源：公司提供

截至 2021 年末，公司拥有的在建以及拟建项目（含商业业态）合计总建筑面积为 816.70 万平方米，其中权益占比 78%；区域分布方面，公司项目储备主要分布在上海、北京、南京、成都、昆明等 21 个城市，其中前十大城市建筑面积合计 667.74 万平方米，合计占比 82%。公司项目储备较为充沛且基本均位于一、二线城市，但较大规模土地储备及较高的商业占比对公司资金周转和项目去化形成一定压力。

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，2021 年以来，受商业地产竞争激烈及疫情反复等因素影响，项目出租率普遍较 2020 年末下降，整体出租率保持在 70~80% 之间。2021 年，商业综合运营及物业综合服务收入为 10.15 亿元，同比下降 6.54%。

表 8：截至 2021 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	12.64	77%
南通星光耀广场	12.74	9.66	76%
天津湖滨广场	10.59	8.94	84%
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100%
台州星光耀广场	4.72	3.19	68%
苏州星光耀广场	4.14	2.64	64%
真如星光耀广场	4.60	3.58	78%
合计	63.25	50.63	--

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。

中诚信国际认为，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，但公司项目储备规模较大且以综合体项目居多，且房地产行业政策及融资环境变化对公司资金平衡能力提出更高要求，后续投资压力以及地产项目去化情况需要关注。

跟踪期内，公司餐饮业务连锁化经营战略成效明显，时尚表业、化妆品、白酒等新增业务领域稳健增长，但随着公司业务范围持续扩大，管理难度亦有所上升

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，且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。2021 年，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，餐饮板块收入同比增长 56.77%。截至 2021 年末，公司拥有文化饮食直营网点 116 家，较 2020 年末净增长 59 家，其中松鹤楼 91 家（苏式正餐 10 家、苏式面馆 81 家），较 2020 年末净增长 60 家。

食品百货业务方面，2021 年，公司食品百货业务收入同比增长 22.42% 至 8.36 亿元，主要系 2020 年同期受疫情影响基数低所致。度假村业务方面，2021 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，海外度假村业务阶段性关闭，度假村业务收入同比减少 29.00% 至 3.53 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 2021 年末，公司共拥有 33 家零售网点（包含加

盟店 3 家), 其中医保定点零售药店 11 家, 中医门诊部(医诊所)2 家。2019 年, 公司取得希尔思(Hill's)中国业务独家代理权, 希尔思是全球最大的宠物粮品牌之一, 目前希尔思旗下有超过 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。得益于宠物健康业务持续发力, 2021 年, 公司医药业务收入同比增长 21.43% 至 5.19 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”)三家主要管理和经营主体。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 2021 年末, 时尚表业板块共拥有直营网点 42 家(其中海鸥表业 35 家)。2021 年, 时尚表业板块实现销售收入 8.61 亿元, 主要由海鸥表业贡献。

2020 年以来, 公司通过外延式收购拓展化妆品业务, 并新增酒类业务。其中化妆品板块主要包括以色列化妆品品牌公司 AHAVA 和草本护肤品品牌公司 WEI, 2021 年公司化妆品板块实现营业收入 4.87 亿元。

酒业方面, 截至 2021 年末, 金徽酒业股份有限公司(以下简称“金徽酒”)总资产 37.73 亿元, 净资产 29.82 亿元, 2021 年实现营业总收入 17.88 亿元, 净利润 3.25 亿元; 舍得酒业股份有限公司(以下简称“舍得酒业”, 股票代码 600702)总资产为 80.93 亿元, 净资产为 49.97 亿元, 2021 年实现营业总收入 49.69 亿元, 净利润 12.71 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购事项, 公司业务布局趋于多元化, 但新冠肺炎疫情对公司餐饮及度假村业务板块造成一定影响。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。

表 9: 近年来公司产业运营板块重大收购情况(亿元、%)

板块	标的公司	股权取得时间	股权取得成本	股权取得比例	标的公司业务情况
珠宝时尚	International Gemological Institute	2019 年 2 月	7.51	80.00	IGI 拥有 40 余年历史, 是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织, 经过多年发展形成了布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务, 广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴、包括知名钻石零售商。
	DJULA.SAS	2020 年	2.09	55.40	Djula 是法国时尚珠宝品牌, 是以强设计为驱动, 自带流量的年轻时尚珠宝品牌。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, 截至 2021 年末, 公司控股 DJULA 项目 55.40% 股权。
餐饮管理与服务	苏州松鹤楼饮食文化有限公司、苏州松鹤楼餐饮管理有限公司	2018 年 8 月	16.29	100.00 100.00	苏州松鹤楼是一家主营中式正餐连锁的知名传统餐饮品牌, 目前门店分布于苏州、上海、北京、无锡等地, 并配设有中央厨房和供应链中心。
食品百货及工艺品	如意情生物科技股份有限公司	2019 年 9 月	6.99	55.50	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。
时尚表业	天津海鸥表业集团有限公司	2020 年 4 月	5.22	65.00	“海鸥表”和“上海表”在国内拥有较高的品牌知名度和美誉度。海鸥表业在天津建设了国内规模最大的精密机械手表机芯制造基地, 掌握了代表国际手表制造顶尖水平的陀飞轮、万年历、问表等超复杂机芯的自主知识产权; 上海表业也掌握了多种复杂机芯设计制造能力。
	上海表业有限公司	2020 年 4 月	0.71	55.00	
化妆品	复星津美(上海)化妆品有限公司	2020 年 6 月	5.58	88.58	复星津美旗下有以色列化妆品品牌 AHAVA 及草本护肤品品牌 WEI (旗下拥有高端护肤品牌 WEI 和大众护肤品牌 WEI EAST)。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。
酒业	金徽酒业股份有限公司	2020 年	33.96	37.99	金徽酒于 2016 年在上海证券交易所上市(股票代码 603919), 主营业

司	10月				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。
四川沱牌舍得集团有限公司	2021年1月	45.30	70.00		四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“舍得集团”）旗下拥有A股上市公司舍得酒业，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。
度假村 株式会社星野 Resort Tomamu	2015年12月	9.61	100.00		2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，海外订单量骤缩，且日本疫情影响下度假村阶段性关闭，度假村业务收入大幅缩减。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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2019~2021年财务报告以及公司提供的未经审计的2022年一季度财务报表。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”、“长期应付款”中的有息债务和“租赁负债”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。2021年，公司合并范围新增3家同一控制下合并企业，分别为佛山禅曦房地产开发有限公司（以下简称“禅曦公司”）、眉山市彭山区铂琅房地产开发有限公司（以下简称“眉山铂琅”）和山东复地房地产开发有限公司（以下简称“山东复地”），在承接上述公司股权及债权或债务后，收购事项的净支出分别为5.5亿元、15.20亿元和6.73亿元。

跟踪期内，受珠宝业务拓店及合并范围扩张等因素影响，公司营业收入保持增长态势，但房地产板块利润贡献下降、食品板块受市场冲击等因素导致经营性业务利润下降，未来需关注主营业务盈利水平恢复情况

2021年，受珠宝业务及新收购业务驱动等因素影响，公司营业总收入保持增长趋势，但因地产板块结转项目毛利下降、食品板块菌菇业务市场不景气及受到疫情冲击等因素影响，营业毛利率整体有所下滑。具体来看，2021年，受益于门店规模进一步拓展，珠宝时尚板块收入规模持续增长，且因销售的新品毛利更高，该板块毛利率略有上升。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，结转项目毛利率也有所下降。受益于2021年公司下属的上海策源置业顾问股份有限公司调整业务结构、进行成本控制，商业综合运营及物业综合服务板块毛利率有所提升。度假村业务受新冠疫情影响客流量减少，收入及毛利率均进一步下滑；受益于连锁化经营战略的成功实施，餐饮业务收入和毛利率均有所增加；此外，公司化妆品、表业和酒业收入规模均稳步上升，对当期营业总收入的增长起到一定作用。

表 10：近年来各业务板块营业收入及毛利率情况
(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
珠宝时尚	204.57	221.68	274.48	89.41
物业开发与销售	192.19	171.75	166.34	11.98
商业综合运营及物业服务	6.11	10.86	10.15	2.11
度假村	9.48	4.97	3.53	1.36
餐饮	7.78	4.85	7.61	2.17
医药健康及其他	3.39	4.28	5.19	1.01
食品、百货及工艺品	5.12	6.83	8.36	3.05
化妆品	--	4.31	4.87	1.02
时尚表业	--	4.49	8.61	1.73
管理服务	0.49	0.31	3.51	1.48
酒业	--	6.18	17.98	7.06
合计	429.12	440.51	510.63	122.38
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
珠宝时尚	8.40	7.83	8.69	8.35
物业开发与销售	29.31	30.06	27.44	26.39
商业综合运营及物业服务	68.62	31.89	41.68	32.95
度假村	85.35	84.34	81.32	83.58
餐饮	65.31	56.11	65.17	64.00
医药健康及其他	21.00	19.77	17.03	18.68
食品、百货及工艺品	36.24	12.02	-8.07	1.20
化妆品	--	64.93	57.16	66.03
时尚表业	--	31.93	26.81	28.22
管理服务	13.47	33.23	88.90	87.62
酒业	--	43.59	45.18	51.88
合计	26.83	24.50	24.12	18.39

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年下半年公司完成金徽酒的收购，2021年新收购标的全年费用纳入合并范围，叠加公司连锁化经营扩张影响，2021年销售费用及管理费用较上年明显增加；同时，公司财务费用有所上升，主要系房地产相关开发贷款利息增加及汇兑损失较上年增长所致。因上述因素影响，2021年公司期间费用率水平进一步上升。

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益，2021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和毛利率下降、食品业务受市场行情冲击盈利能力减弱以及期间费用的侵蚀，2021年公司经营性业务利润同比下滑28.14%。同期，公司投资收益进一步增至18.51亿元，主要来自舍得集团、上海复屹实业发展有限公司、宁波复星锐正创业投资合伙企业（有限合伙）等合营及联营企业按权益法核算产生的投资收益7.55亿元，处置长期股权投资产生的投资收益6.96亿元等。整体来看，2021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；由于2021年利润总额下降，但营业收入及总资产规模均有所上升，EBITDA利润率及总资产收益率指标均有所弱化，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 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	45.33	52.78	72.70	19.87
期间费用率(%)	10.56	11.98	14.24	16.24
经营性业务利润	48.55	36.18	26.00	0.51
投资收益	2.26	15.47	18.51	3.59
营业外损益	0.32	2.71	0.07	0.42
利润总额	54.06	52.74	49.63	4.96
EBITDA 利润率(%)	15.65	15.52	14.33	7.35
总资产收益率(%)	6.85	5.85	4.88	2.70*

注：带*指标已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022年一季度，受益于珠宝、餐饮业务网点拓展以及食品、表业、酒业等新兴板块业绩拉动，公司实现营业总收入122.38亿元，同比增长12.71%；毛

利率为18.39%，较上年同期略有下降。同期，公司实现净利润4.04亿元，同比下降33.74%，主要系一季度地产结转项目排期影响，地产利润贡献减少所致。

跟踪期内，受关联方资产整合事项及珠宝业务规模扩大影响，公司资产和负债规模均呈大幅增长态势，财务杠杆水平有所上升

跟踪期内，公司珠宝业务规模进一步扩张，同时地产板块完成关联方资产整合，2021年末，资产规模进一步增至1,314.76亿元。

公司资产结构仍以流动资产为主。其中，因新增土地储备及扩张珠宝业务规模等原因导致现金支出增加，2021年末货币资金余额降至127.38亿元。同期末，公司存货同比大幅增长，主要系关联方资产整合（增加存货88.18亿元）、珠宝业务规模扩大库存增加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，2021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，其他流动资产同比增加，主要系给予合营公司的股东借款增加所致，截至2021年末，公司对合营公司股东借款余额为64.46亿元，新增借款主要流向上海复屹实业发展有限公司、上海复皓实业发展有限公司和昆明复地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。由于当期公司收购舍得集团，长期股权投资大幅增加，截至2021年末舍得集团账面价值为48.45亿元。同期，公司存量项目新增投入11.19亿元，投资性房地产有所增加。此外，2021年末公司商誉规模保持稳定，其中金徽酒商誉账面价值为18.07亿元，占比为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，2021年，受地产板块新增整售项目回款加速影响，公司应收账款规模有所下降，应收账款周转率指标略有上升。此外，因地产业

工未结算项目增长及产业类业务库存商品增加，存货周转率指标有所下降。

表 12：近年来公司部分流动资产周转率指标 (X)

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
应收账款周转率	43.79	30.11	31.72	36.42*
存货周转率	0.94	0.86	0.76	0.75*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，截至 2021 年末，公司总负债增至 897.19 亿元，主要是有息债务增长。经营性负债方面，因大量已开发项目结盘，2021 年末合同负债同比显著增加；同期末应付账款有所增加，其中由于同一控制下企业合并事项增加的应付账款为 8.00 亿元；由于当期公司与合作公司间的资金往来应付款减少，其他应付款有所下降。

有息债务方面，2021 年，受珠宝和餐饮等产业业务规模扩张及地产项目拿地等因素影响，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。截至 2021 年末，公司总债务为 503.74 亿元，其中短期债务占比 37.36%，债务结构较为合理。

所有者权益方面，2021 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，资本公积同比有所下降，系收购同一控制下的禅曦公司、眉山铂琅和山东复地所致。

表 13：近年来公司部分资产负债表科目及相关指标情况 (亿元、%)

科目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	178.93	158.54	127.38	131.87
应收账款	7.64	17.11	14.94	11.94
存货	362.15	407.89	525.53	536.57
其他流动资产	65.76	46.85	83.13	105.29
其他应收款	12.07	16.55	22.01	23.43
长期股权投资	72.38	74.43	125.03	125.65
投资性房地产	182.33	211.34	221.19	221.92
固定资产	29.59	50.74	52.00	50.74
无形资产	14.42	38.77	42.85	35.95
商誉	11.15	34.19	33.81	33.64
总资产合计	994.53	1,122.47	1,314.76	1,352.91
短期借款	42.19	63.14	61.67	69.69
应付账款	67.55	72.09	89.90	81.83
预收账款	130.68	0.87	0.61	0.37
其他应付款	40.43	72.96	62.12	54.02
合同负债	--	67.46	89.90	103.53
一年内到期的非流动	59.88	83.17	85.47	112.48

负债				
长期借款	98.36	161.18	231.10	241.45
应付债券	26.00	38.00	70.25	46.75
负债合计	629.80	721.81	897.19	932.72
股本	38.84	38.83	38.90	38.90
资本公积	113.73	107.05	93.05	93.17
未分配利润	128.99	154.29	178.15	181.48
少数股东权益	50.96	70.56	74.93	75.60
所有者权益合计	364.74	400.66	417.57	420.19
总债务	289.26	387.12	521.89	565.49
短期债务	134.80	167.86	206.33	262.18
资产负债率	63.33	64.31	68.24	68.94
总资本化比率	44.23	49.14	55.55	57.37

注：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 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.24%和 54.68%，财务杠杆较上年有所上升。

截至 2022 年 3 月末，公司总资产规模较上年末增长 2.90%至 1,314.76 亿元，增长主要来自对合营地产项目公司的股东借款及竣工未结算开发产品等；期末公司账面货币资金上升至 131.87 亿元，主要系应收账款回款增加。同期末，公司总负债规模较上年末增长 3.96%至 932.72 亿元，增长主要来自新增长期贷款、短期融资券等有息债务和预收房款。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率为 68.94%，受债务规模扩大影响，公司财务杠杆略有上升。

跟踪期内，因购买商品及土地储备支出加大经营活动现金流呈净流出，筹资活动现金净流入规模进一步增加；优质流动资产对公司偿债形成一定保障

现金流方面，2021 年，由于公司购买商品及为获取物业开发项目支付的款项同比增加，经营活动现金流呈净流出态势；同期公司存在同一控制下企业收购事项，投资活动现金流仍保持在较大流出规模；此外因业务扩张及当期对外投资的资金需求增加，公司外部融资力度加大，筹资活动现金净流入规模增加。

偿债能力方面，2021 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。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 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	35.34	-9.55	-68.77	-16.92
投资活动净现金流	-35.82	-50.07	-42.61	-4.63
筹资活动净现金流	-9.74	35.15	68.87	26.99
总债务/EBITDA	4.31	5.66	7.13	--
经营活动净现金流/总债务	0.12	-0.02	-0.13	-0.12*
EBITDA 利息保障倍数	4.54	3.94	3.05	--
经营活动净现金流利息保障系数	2.39	-0.55	-2.87	-4.19

注：带*指标已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年一季度，公司经营活动现金流净流出 16.92 亿元，较上年同期经营活动现金流净流出的 9.33 亿元有所增加，系为购买商品所支付的款项较上年同期增加所致；投资活动现金流净流出 4.63 亿元，较上年同期投资活动现金流净流出的 50.63 亿元大幅减少，主要系上年同期支付收购舍得集团股权款所致；筹资活动现金流净流入 26.99 亿元，上年同期净流入 42.90 亿元，本期有所减少主要系本期偿还债务支付的现金增加的影响。

外部授信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；控股股东质押公司部分股票

截至 2021 年末，公司获得主要合作银行的授信总额（含黄金租赁）为 676.69 亿元，其中尚未使用的授信额度为 251.86 亿元，具备一定的财务弹性。此外，公司作为 A 股上市公司，具有股权融资渠道。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 304.65 亿元，占同期末总资产的比例为 23.17%，包括货币资金 19.30 亿元（主要为使用受限的预售房款）、应收账款 0.27 亿元（质押的应收租金）、存货 209.71 亿元、投资性房地产 63.23 亿元、固定资产 11.24 亿元、无形资产 0.77 亿元、在建工程 0.14 亿元等，公司还将持有的部分子公司股权用于质押借

款。此外，2022 年 3 月 17 日，公司发布《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于股东部分股份质押的公告》称，公司控股股东上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”）及其一致行动人合计持有公司股份数量为 2,663,786,336 股，占公司总股本比例为 68.47%；本次部分股票质押后，复星高科及其一致行动人累计质押股票 292,612,610 股，质押股份占复星高科及其一致行动人所持有公司股份的 10.98%。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司除房地产业务为商品房承购人提供的按揭担保外，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 2022 年 1 月 14 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。

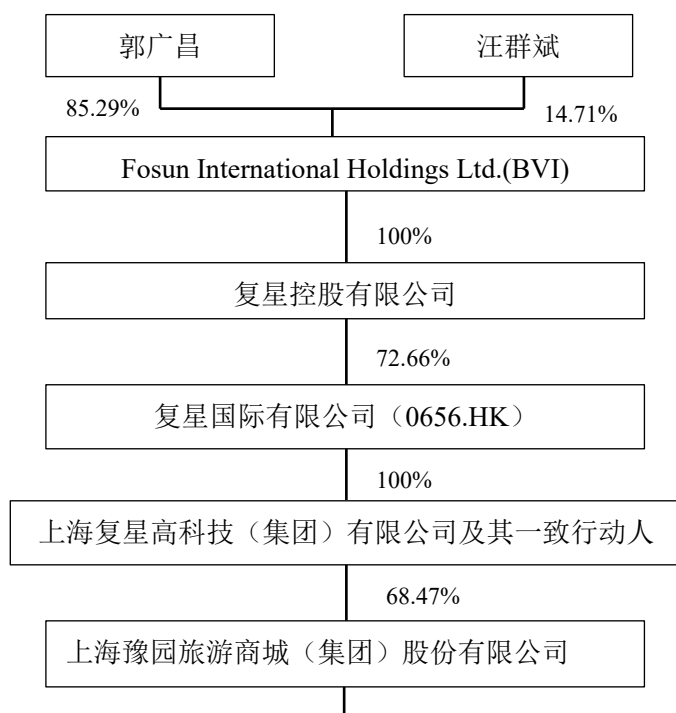
公司在资产整合与经营等方面得到了复星国际的大力支持，公司和复星国际先后共同投资了招金矿业和武汉中北房地产开发有限公司等多个项目；随着公司完成向浙江复星等 16 名对象发行股份购买 24 家房地产项目公司股权的重大资产重组事项，公司房地产业务体量实现跃升，总资产和所有者权益规模大幅扩张，且营业收入和盈利水平大幅提高。此外，为避免同业竞争，复地集团已将下属 60 家地产

子公司委托公司管理。

评级结论

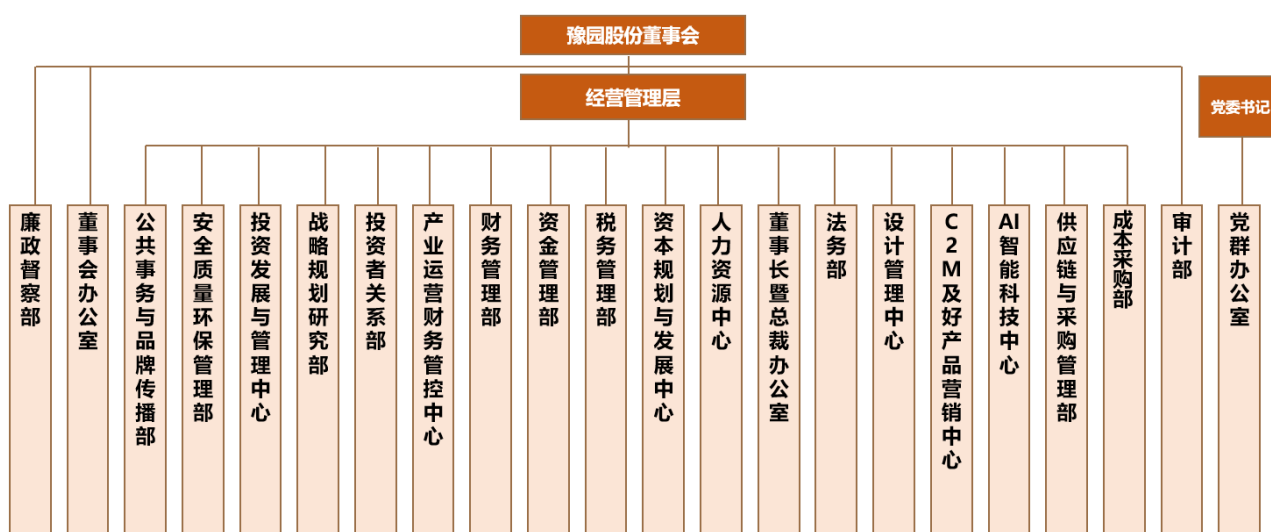
综上所述，中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 豫园 01”、“19 豫园 01”、“20 豫园 01”、“20 豫园 03”、“21 豫园 01”、“22 豫园 01”、“19 豫园商城 MTN001”、“20 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN002”和“21 豫园商城 MTN004”的债项信用等级为 **AAA**。

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2021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
上海闵光房地产开发有限公司	100.00		

注：1、截止2021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64.84%股份，合计持有公司68.47%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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,789,292.44	1,585,440.19	1,273,838.97	1,318,654.47
应收账款净额	76,440.05	171,064.30	149,443.72	119,407.60
其他应收款	120,659.42	165,542.09	220,106.31	234,308.94
存货净额	3,621,484.76	4,078,918.82	5,255,252.81	5,365,732.62
长期投资	855,873.31	872,161.27	1,404,130.35	1,409,399.91
固定资产	295,851.92	507,445.96	519,981.85	507,354.74
在建工程	35,450.49	54,059.18	20,543.98	22,809.44
无形资产	144,192.04	387,745.21	428,451.35	359,539.21
总资产	9,945,316.69	11,224,718.96	13,147,558.43	13,529,107.79
其他应付款	404,340.75	729,564.40	621,162.48	540,235.82
短期债务	1,348,007.63	1,678,611.46	2,063,297.51	2,621,796.01
长期债务	1,544,547.84	2,192,547.53	3,155,643.56	3,033,055.64
总债务	2,892,555.47	3,871,158.99	5,218,941.08	5,654,851.65
净债务	1,103,263.02	2,285,718.80	3,945,102.11	4,336,197.19
总负债	6,297,963.08	7,218,142.87	8,971,886.90	9,327,182.45
费用化利息支出	91,984.63	96,992.70	126,523.61	40,387.80
资本化利息支出	55,892.00	76,374.90	113,066.27	0.00
所有者权益合计	3,647,353.62	4,006,576.09	4,175,671.52	4,201,925.34
营业总收入	4,291,222.81	4,405,075.96	5,106,310.89	1,223,822.70
经营性业务利润	485,509.77	361,779.68	260,040.73	5,105.85
投资收益	22,584.46	154,688.13	185,078.12	35,899.97
净利润	390,615.06	402,325.33	392,665.96	40,385.05
EBIT	632,593.31	624,386.84	622,809.97	89,960.50
EBITDA	671,492.94	683,836.18	731,798.10	--
经营活动产生现金净流量	353,445.33	-95,483.29	-687,713.68	-169,161.55
投资活动产生现金净流量	-358,168.80	-500,694.14	-426,142.50	-46,262.01
筹资活动产生现金净流量	-97,403.13	351,464.66	688,651.27	269,881.53
资本支出	51,587.29	87,258.73	78,267.40	14,716.47
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	26.83	24.50	24.12	18.39
期间费用率(%)	10.56	11.98	14.24	16.24
EBITDA 利润率(%)	15.65	15.52	14.33	--
总资产收益率(%)	6.85	5.85	4.88	2.70*
净资产收益率(%)	11.38	10.35	9.35	3.86*
流动比率(X)	1.46	1.41	1.44	1.39
速动比率(X)	0.64	0.54	0.48	0.48
存货周转率(X)	0.94	0.86	0.76	0.75*
应收账款周转率(X)	43.79	30.11	31.72	36.42*
资产负债率(%)	63.33	64.31	68.24	68.94
总资本化比率(%)	44.23	49.14	55.55	57.37
短期债务/总债务(%)	46.60	43.36	39.53	46.36
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	-0.02	-0.13	-0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	-0.06	-0.33	-0.26*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.39	-0.55	-2.87	-4.19
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.86	-10.04	-20.68	--
总债务/EBITDA(X)	4.31	5.66	7.13	--
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.41	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.54	3.94	3.05	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.28	3.60	2.60	2.23

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告以及 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”、“长期应付款”中的有息债务和“租赁负债”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；3、2019 年的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
	经调整的经营活动净现金流（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=债权投资+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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。