



# 上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0203 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 5 月 18 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“18 豫园 01”、“19 豫园 01”、“20 豫园 01”、“21 豫园 01”、“22 豫园 01”、“20 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN002”和“21 豫园商城 MTN004”	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”或“公司”）拥有的豫园商圈价值很高，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、房地产业务区域布局良好及跟踪期内公司出售优质股权对债务偿付起到支撑作用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亏损、控股股东融资环境变化对公司的影响有待观察及消费产业竞争激烈的不利影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>主业盈利明显下降及成本费用上升过快导致利润大幅亏损，流动性压力大幅增加，财务杠杆水平明显上升等。</p>	

### 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
- 珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度，销售网络日趋完善
- 房地产业务区域布局良好
- 跟踪期内，公司出售优质股权回笼资金，对债务偿付起支撑作用

### 关注

- 物业开发业务结转节奏下降造成主业盈利能力弱化，2022年公司经营性业务利润呈亏损态势
- 跟踪期内，控股股东质押比例持续升高，其融资环境变化对公司的影响有待观察
- 消费产业竞争激烈，对公司多元化产业业态的经营形成挑战

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

## 财务概况

豫园股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,246.18	1,325.05	1,283.73	1,306.55
所有者权益合计（亿元）	422.10	417.86	396.10	399.36
总负债（亿元）	824.08	907.19	887.64	907.19
总债务（亿元）	414.34	521.97	487.05	493.41
营业总收入（亿元）	455.31	519.74	501.18	152.44
投资收益	15.57	18.51	55.89	2.59
净利润（亿元）	40.24	38.35	39.37	3.11
EBIT（亿元）	59.37	48.50	24.38	--
EBITDA（亿元）	65.32	59.52	36.17	--
经营活动净现金流（亿元）	-11.35	-69.17	-0.90	36.55
营业毛利率(%)	24.18	23.88	17.87	14.03
总资产收益率(%)	4.76	3.77	1.87	--
EBIT 利润率(%)	13.04	9.33	4.86	--
资产负债率(%)	66.13	68.46	69.15	69.43
总资本化比率(%)	49.54	55.54	55.15	55.27
总债务/EBITDA(X)	6.34	8.77	13.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.77	2.48	1.35	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.01	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据豫园股份提供的其经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款中的带息债务，并将租赁负债和永续债计入总债务。

## 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	20 豫园商城 MTN001 (AAA)	2022/05/13	向岚、刁慧然	<a href="#">中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	21 豫园商城 MTN002 (AAA)				
	21 豫园商城 MTN004 (AAA)				
AAA/稳定	21 豫园商城 MTN004 (AAA)	2021/09/24	向岚、刁慧然	<a href="#">中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 豫园商城 MTN002 (AAA)	2021/03/12	杨傲楠、杨娟	<a href="#">中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	20 豫园商城 MTN001 (AAA)	2020/07/14	田梓慧、孙琳	<a href="#">中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较（2022 年数据）

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)	应收账款 周转率(X)	存货周转率(X)
厦门国贸	1,128.97	66.28	5,219.18	45.15	71.04	16.91
豫园股份	1,283.73	69.15	501.18	39.37	27.03	0.80

中诚信国际认为，豫园股份主要从事珠宝时尚业务和物业开发两大主业，与同行业相比，珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势及较稳定的上下游产业链体系；但受物业开发业务当期结转规模大幅下降影响，跟踪期内公司主业盈利规模大幅缩减。由于地产业务占比较高，公司债务以长期债务为主，且应收账款周转率和存货周转率明显低于大宗商品流通企业。

注：“厦门国贸”为“厦门国贸集团股份有限公司”简称。

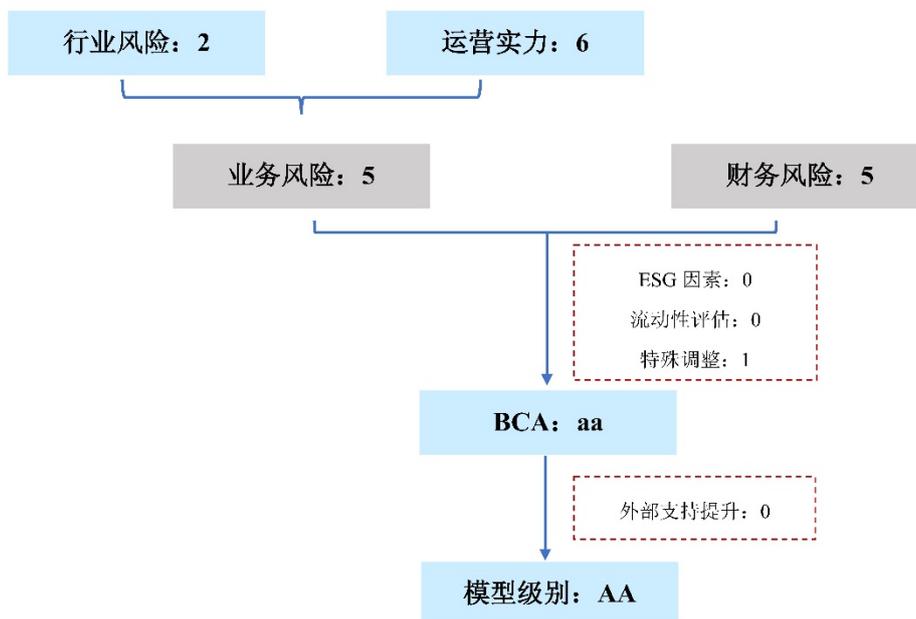
## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 豫园商城 MTN001	AAA	AAA	2022/05/13	10.00	10.00	2020/07/24~2023/07/24	交叉保护、控制权变更
21 豫园商城 MTN002	AAA	AAA	2022/05/13	13.00	0.20	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	2022/05/13	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	2022/05/13	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	2022/05/13	6.00	6.00	2019/11/27~2024/11/27	--
20 豫园 01	AAA	AAA	2022/05/13	19.00	2.01	2020/02/20~2025/02/20 (3+2)	调整票面利率、回售
21 豫园 01	AAA	AAA	2022/05/13	5.00	5.00	2021/07/23~2023/07/23	--
22 豫园 01	AAA	AAA	2022/05/13	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

注：截至 2023 年 5 月 16 日，“21 豫园商城 MTN002”主承销商招商银行股份有限公司公告称“21 豫园商城 MTN002”提前兑付本金及应付利息议案已通过。

## 评级模型

上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100\_2022\_03

### 业务风险：

豫园股份属于批发贸易行业，中国批发贸易行业风险评估为较高；豫园股份珠宝时尚业务具有较强的品牌及渠道优势，并已建立稳定的上下游产业链体系，客户对品牌认可度较高，业务风险评估为较低。

### 财务风险：

豫园股份利润水平基本保持稳定，杠杆水平适中，跟踪期内公司公开市场净偿还债务规模较大，但良好的银企关系对债务接续形成保障，优质的股权及物业资产亦对流动性形成支撑，整体偿债能力保持在较好水平，财务风险评估为较低。

### 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，豫园股份具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险及拥有豫园商圈的有利影响等。

### 外部支持：

公司为复星国际有限公司（以下简称“复星国际”）旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司，股东旗下的优质文旅及商业资源可为公司业务发展提供支持。跟踪期内，复星国际及其子公司质押豫园股份股票比例明显上升，股东融资环境的变化及其对豫园股份的影响有待观察。综上，外部支持未做调整。

## 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。

“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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代

产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，黄金价格一度接近历史高点，但美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，二季度以来黄金价格在高位震荡中面临一定下行压力；2023 年欧美银行危机重新提振避险需求，支撑黄金价格上行趋势。**

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保，近年来供应结构较为稳定。2022 年矿产金产量增加推动全年黄金供应量上升至 4,666 吨，总供应量同比增长 2%，其中全年金矿产量达到 3612 吨，为 2018 年以来最高水平。受全球经济低迷及终端消费市场需求疲软影响，2022 年全球金饰需求走弱，但俄乌战争和全球通胀高企等因素使得避险需求激增，各国央行大力度购金且零售黄金投资持续走强，带动 2022 年全球黄金需求量同比增长 18% 至 4,741 吨。2022 年国内黄金产量为 497.83 吨，同比增长 12.24%，主要系山东省黄金矿山摆脱安全生产事故影响，主力矿山全部实现复工复产，产能逐步恢复至 2019 年水平。2022 年以来，一季度受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，COMEX 黄金期货价格于 3 月达到全年高位 2,058.30 美元/盎司；二、三、四季度，随着地缘局势对金价的影响弱化，美联储货币政策转向成为影响金价的主导因素，美元和美债上涨走势使得金价承压震荡下行；整体来看，2022 年 COMEX 黄金期货平均价格为 1,805.91 美元/盎司，同比上升 0.36%。2023 年以来，通胀高企以及欧美银行业危机提振避险需求，叠加美联储降息预期，使得黄金价格震荡上行，4 月 COMEX 黄金期货价格高位已突破 2,050 美元/盎司。

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持

较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望（2023 年 3 月）》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为，豫园股份珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，跟踪期内持续以加盟模式快速拓展，上下游产业链体系稳定，黄金价格波动风险可控；公司房地产开发业务签约销售规模有所下降，项目储备规模充足；其他板块受消费市场竞争激烈、疫情反复影响有所波动。此外，控股股东融资环境变化对公司直融渠道产生一定影响，需关注公司后续融资渠道的恢复情况。**

*公司珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，跟踪期内依托加盟模式加大门店布局力度，但消费景气度、黄金价格波动等因素对公司珠宝时尚业务的影响仍有待关注。*

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，实行双品牌错位经营策略，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；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。同时，在不断深化发展两个主品牌的基础上，公司通过投资收购或内生增长培育发展了 DJULA、LUSANT<sup>1</sup> 等品牌，并代理了 Damiani 和 Salvini 的国内业务，品牌矩阵较为丰富。此外，公司控股比利时国际宝石学院 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）<sup>2</sup>，IGI 作为全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织，具备钻石领域专业知识及全球钻石产业链资源。

**业务布局方面**，目前公司已形成了以上海市场为核心，覆盖全国大部分省市的市场网络格局。其中在上海及华东地区，公司以开设直营门店为主，在上海以外地区多采用特许加盟等方式进行扩张，持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系。2022 年，公司珠宝时尚批发业务收入及占比同比持续提升。

跟踪期内，公司珠宝时尚业务保持较快的扩张速度，截至 2022 年末，“老庙”和“亚一”零售门店数量达 4,565 家，较 2021 年末净增加 606 家，新增门店的区域主要集中在浙江、湖北、湖南、北京及四川等省份，其中加盟门店数量净增 579 家，直营连锁店净增 27 家；同期末，DJULA 直营网点为 19 家，Damiani 直营网点为 2 家，Salvini 直营网点为 4 家，LUSANT 直营网点为 2 家。

<sup>1</sup> 2020 年，公司增资及收购 DJULA 55.40% 股权；同年，公司与意大利高端珠宝集团 Damiani 签署协议，以合资公司的形式共同发展 Damiani 与 Salvini 两大珠宝品牌的中国业务；2021 年，公司推出实验室培育钻石品牌 LUSANT。

<sup>2</sup> 2019 年，公司战略投资收购 IGI 80% 的股权，股权取得成本为 7.51 亿元。2022 年，公司收购 IGI 剩余 20% 股权，交易对价为 6,357 万美元。

同时，公司亦积极开发网络渠道，线上销售渠道包括天猫旗舰店、百联 E 城和东方购物等平台，2022 年线上销售收入占比为 2.11%，线上收入规模同比有所增长。

表 1：2022 年公司黄金饰品实体门店变化情况（家）

门店类型	上年末数量	本年度新开	本年度关闭	本年末数量
<b>直营</b>	<b>223</b>	<b>47</b>	<b>20</b>	<b>250</b>
上海地区	150	9	14	145
国内其他地区	73	38	6	105
<b>加盟</b>	<b>3,736</b>	<b>913</b>	<b>334</b>	<b>4,315</b>
国内加盟	3,736	913	334	4,315
<b>合计</b>	<b>3,959</b>	<b>960</b>	<b>354</b>	<b>4,565</b>

资料来源：公司提供

2022 年，珠宝时尚业务实现收入 330.71 亿元，同比增长 20.49%，主要系公司积极拓展加盟渠道布局及黄金价格仍处于高位，量价齐升所致。同时公司继续打造爆款产品，其中老庙古韵金 5.0 系列产品年销售收入超 50 亿元，是当期珠宝时尚业务收入增长的主要来源。2023 年一季度，随着国内消费景气度回升及黄金价格持续高位，黄金消费恢复态势明显，公司珠宝时尚板块实现营业收入同比增长 28.55% 至 114.94 亿元。从国际金价来看，全球地缘政治的不确定因素、美国经济衰退的不确定性等因素有望对金价形成支撑；公司珠宝时尚板块增速有望维持在一定水平。

表 2：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2020	2021	2022
黄金	56,097	76,629	82,811
铂金	332	197	99

资料来源：公司提供

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，跟踪期内继续保持快速扩张速度，但黄金终端消费市场竞争激烈，中诚信国际将持续关注黄金珠宝市场景气度、公司新店培育情况对公司珠宝时尚板块运营效益的影响。此外，DJULA、LUSANT 等品牌在国内的品牌知名度及销售渠道尚在培育阶段，其销售能力及盈利性有待观察。

**公司已建立稳定的上下游产业链体系，对下游单一客户依赖度低；公司通过金融工具对黄金存货进行套期保值，黄金价格波动风险可控。**

**原料采购方面**，公司珠宝时尚业务的主要原材料为黄金和少量铂金，其中铂金以自有资金向上海黄金交易所采购；黄金的采购来源主要包括银行黄金租赁、上海黄金交易所即时现货采购和 T+D 延期交易采购，其中以黄金租赁形式为主。跟踪期内，公司原材料采购模式未发生变化。

**上下游方面**，凭借多年深耕珠宝时尚行业所累积的经验，公司已与上下游企业建立紧密的合作关系。公司珠宝时尚产品主要采用委托加工的方式，上游主要为上海黄金交易所及深圳地区的多家工厂，上游前五大供应商集中度相对较高；同时公司在上海本地拥有加工厂，年加工能力 5~6 吨左右，主要服务于本地需求量较小的客户。下游销售方面，主要包括批发和零售两种模式，目前批发模式的客户包括上海东方电视购物有限公司、陕西福瑞珠宝首饰有限责任公司等具备一定销售渠道优势的客户及其他加盟商；零售模式主要通过公司直营门店进行销售。整体来看，公司下

游客户分散程度高。

表 3：2022 年豫园股份前五大供应商及客户情况（亿元）

供应商	采购金额	占比	是否关联方
第一名	111.90	46.55%	否
第二名	20.47	8.52%	否
第三名	17.10	7.11%	否
第四名	12.41	5.16%	否
第五名	8.43	3.51%	否
<b>合计</b>	<b>170.32</b>	<b>70.85%</b>	<b>--</b>
下游客户	销售金额	占比	是否关联方
第一名	32.03	9.91%	否
第二名	2.49	0.77%	否
第三名	1.66	0.51%	否
第四名	1.54	0.48%	否
第五名	1.35	0.42%	否
<b>合计</b>	<b>39.07</b>	<b>12.09%</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**结算方面**，上游一般由加工企业先垫付原料加工，产品加工完成后交付至公司下属黄金销售企业，并凭提料相关材料到指定的深圳当地银行提取黄金原料以结清垫付原料。下游方面，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。2022 年，公司通过收取保证金、定期巡店、通过地区大平台经销商协助催收等多种手段保障应收账款回款，加盟商回款情况正常。

**风险管理方面**，公司通过黄金租赁及黄金 T+D 延期交易业务等金融工具对黄金存货进行套期保值，可利用对冲锁定原材料成本，使黄金价格波动风险处于可控水平。同时，公司针对采购、生产、批发及直营店等环节均制定了严格的风险控制措施，以加强对仓储及存货的管理；对于加盟店，公司会委派相关区域负责人通过定期考核及不定期巡查等方式进行管理。

中诚信国际认为，在加盟渠道保持快速扩张节奏的背景下，公司对加盟商的管理仍较为严格，下游客户分散程度高，回款风险相对可控；同时黄金价格波动风险亦受益于较严格的套保机制较为可控。

**2022 年以来，受房地产市场景气度波动影响，公司加快推盘速度且拿地政策谨慎；受施工节奏较慢影响，当期地产板块结转收入明显下降；公司项目储备规模充足且主要位于一二线城市，但仍需关注存量项目后续投资、去化情况及地产业务后续发展思路。**

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，目前主要分布在上海、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。

从经营指标来看，2022 年，受地产行情低迷等因素影响，公司放慢拿地和施工节奏，新开工面积

和竣工面积同比大幅下降。销售方面，2022 年公司房地产推盘速度加快，销售业绩主要来自济南、西安、上海、天津、昆明、南京等城市，签约销售面积同比有所上升，但由于新签约项目单价较低，销售金额同比有所下降。结转方面，因施工进度较慢影响，2022 年结转面积和结转收入同比分别下降 44.96%和 45.19%，结转项目区域主要位于南京、南通、武汉、成都、珠海、昆明、天津等。

表 4：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	126.16	302.82	99.09
竣工面积	141.71	182.10	89.40
销售面积	83.34	75.05	82.85
销售金额	147.01	174.54	155.66

注：表内经营指标为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年末，公司共有 25 个在建项目，规划总建筑面积 773.84 万平方米，主要集中在成都、眉山、上海及南京等地。此外，截至 2022 年末，公司主要拟建项目共 7 个，其中福佑路项目<sup>3</sup>总投资约 205.64 亿元（其中土地成本约 129.30 亿元，公司出资部分为 64.65 亿元），已投资 64.72 亿元，福佑路地块开发完成后，将与豫园商城、外滩金融中心、豫园二期等项目连通，或将通过聚集效应，进一步增加物业租赁服务及商圈内其他布局产业收益。整体来看，公司在建项目计划总投资 1,118.19 亿元，已投资 682.81 亿元；拟建项目计划总投资 340.15 亿元，已投资 142.72 亿元，未来仍面临一定投资压力。

土地储备方面，2022 年公司在上海、云南等城市新增获取 4 幅地块<sup>4</sup>，除福佑地块外，其余 3 幅土地均位于云南，土地面积合计为 17.35 万平方米，拿地金额合计 5.74 亿元。截至 2022 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 836.07 万平方米，以公司 2022 年签约销售面积计算，公司项目储备可满足未来 10 年的签约销售需求，公司目前项目储备规模充足，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。从出租项目来看，2022 年以来，受商业地产竞争激烈等因素影响，部分项目如中街-盛京龙城、台州星光耀广场的出租率较 2021 年末有所下降，此外其余项目整体出租率保持在 80~100%之间。2022 年，商业综合运营及物业综合服务收入为 17.76 亿元，同比大幅增长 74.98%，主要系收购了同一控制下的物业企业上海高地资产经营管理有限公司<sup>5</sup>。

表 5：截至 2022 年末公司部分出租物业情况（单位：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	11.01	5.14	47%

<sup>3</sup> 2022 年 9 月，公司全资子公司上海复裕实业发展有限公司与蚂蚁集团全资子公司上海云均企业管理咨询有限公司在该项目公开遴选评审中被确定为联合实施主体，上述两家公司各出资 50%。截至 2022 年末，上述两家公司已共同完成 50%土地出让金的支付，剩余 50%土地款预计将于 2023 年底完成支付。

<sup>4</sup> 其中福佑路地块土地用途为商业、办公、住宅综合用地，云南 3 幅土地用途为住宅及零售商业用地。

<sup>5</sup> 2022 年 9 月，根据公司公告，公司下属全资子公司海南豫珠企业管理有限公司拟以 2.60 亿元收购复地（集团）股份有限公司持有的上海高地资产经营管理有限公司（以下简称“高地资产管理”）100%股权。截至 2022 年 6 月，高地资产管理下属子公司高地物业管理面积为总合同面积 4,599 万平方米，在管面积 3,791 万平方米；2022 年，高地资产管理实现收入 10.92 亿元。

天津复地活力广场	10.59	10.26	97%
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100%
宁波星悦城	5.45	4.53	83%
台州星光耀广场	4.74	2.16	46%
苏州星光耀广场	4.14	3.50	85%
真如星光耀广场	4.60	3.82	83%
<b>合计</b>	<b>50.51</b>	<b>39.39</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

此外，公司商业综合运营与物业综合服务板块还包括度假村业务，公司持有日本星野 Resort Tomamu 公司的 100% 股权，日本星野 Resort Tomamu 公司负责北海道 Tomamu 滑雪场度假村的运营管理。2022 年，海外度假村业务恢复正常营业，度假村业务收入同比有所回升。

2023 年 2 月，公司发布公告称，拟以 110 亿日元收购日本项目公司 Napier Tokutei Mokuteki Kaisha（以下简称“Napier TMK”）100% 股权，拟以 4.601 亿日元收购日本项目公司 GK Kiroro Management（以下简称“GK KM”）100% 股权，Napier TMK 主要资产为日本北海道 Kiroro 的滑雪场、度假村及所有土地，GK KM 主要负责日本北海道 Kiroro 滑雪场、度假村的日常运营。上述两家项目公司最终控股股东均为复星国际有限公司（以下简称“复星国际”，0656.HK），本次交易构成关联交易。上述两项股转完成后，公司拟以 45.56 亿日元继续增资日本项目公司 Napier TMK，主要用于日本北海道 Kiroro 的滑雪场、度假村相关运营设施的改造升级。上述交易完成后，公司将拥有北海道两大顶级滑雪度假村，或可推动未来公司度假村业务的协同发展。

**跟踪期内，公司餐饮业务持续采用连锁化经营战略，食品业务整合完善品牌矩阵成效明显；受消费景气度下行及消费市场竞争激烈影响，餐饮服务、医药健康、时尚表业、化妆品等板块收入下降。2023 年以来，消费景气度有所恢复，中诚信国际将持续关注其恢复程度对公司多元化业务的影响。**

公司前期围绕餐饮、食品、表业、化妆品、酒业等领域开展一系列多元化业务及投资，跟踪期内受消费场景受限及市场竞争激烈等因素影响，部分板块收入有所下滑。2023 年以来，随着消费景气度恢复，公司餐饮管理与服务、食品百货及工艺品和度假村板块收入同比分别增长 71.03%、42.22% 和 116.97%，上述板块毛利率亦均呈上升态势。中诚信国际将持续关注消费景气度恢复及其对公司多元化产业业态的影响。

**表 6：2022 年公司其他产业板块主要品牌及业务情况（亿元、%）**

板块	主要品牌	2022 年变化情况
餐饮管理与服务	绿波廊、上海老饭店、南翔馒头店、松鹤楼等	2022 年，受消费场景受限疫情反复、餐饮市场竞争激烈等因素影响，餐饮板块收入同比有所下滑，但公司仍保持较快的扩张速度。截至 2022 年末，公司拥有文化饮食直营网点 207 家，较 2021 年末净增长 91 家，其中松鹤楼

		178 家（苏式正餐 11 家、苏式面馆 167 家），较 2021 年末净增长 87 家。
食品、百货及工艺品	“老城隍庙”品牌矩阵、如意情等	2022 年，公司整合提升食品饮料业务，进一步完善“老城隍庙”核心品牌矩阵，该业务板块收入规模有所提升。
医药健康及其他	童涵春堂、希尔斯（独家代理权）	截至 2022 年末，公司共拥有 34 家零售网点（包含加盟店 2 家），其中医保定点零售药店 14 家，中医门诊部（医诊所）3 家。此外，公司还拥有全球高端宠物食品销量第一品牌希尔斯（Hill's）的中国业务独家代理权，2022 年希尔斯全年收入超 1,200 万元。2022 年，因疫情期间闭店无法正常对外营业，该板块整体业务收入规模同比缩减。
化妆品	AHAVA、WEI	2022 年，WEI 持续保持丝芙兰独家品牌第一的地位；AHAVA 品牌打造出首个月销百万店铺，同时全面提升全球化，当期海外业务收入占比超 75%。2022 年，公司化妆品板块实现营业收入 4.23 亿元，同比小幅下滑。
时尚表业	汉辰钟表、海鸥表业、上海表业	截至 2022 年末，时尚表业板块共拥有直营网点 47 家（其中汉辰钟表行 3 家，海鸥表业 38 家，上海表业 6 家）。2022 年，时尚表业板块实现销售收入 6.71 亿元，主要由海鸥表业贡献。
酒业	舍得酒业、金徽酒（已出表）	截至 2022 年末，公司持有四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“舍得集团”）70%的股权和金徽酒 25%的股权 <sup>6</sup> 。同期末，舍得集团下属上市公司舍得酒业股份有限公司总资产为 97.98 亿元，净资产为 65.38 亿元，2022 年实现营业总收入 60.56 亿元，净利润 17.01 亿元。

资料来源：中诚信国际根据公司 2022 年年报整理

**跟踪期内，公司控股股东融资环境变化对公司直融渠道产生一定影响，下半年以来公司多次进行股权资产的出售，中诚信国际将持续关注公司融资环境变化及后续利润稳定性情况。**

2022 年以来，公司多次进行股票及股权资产的出售，中诚信国际认为，上述举措有利于公司加快资金回收，对其债务偿付起较大支撑作用。但前期出售资产对公司形成一定利润贡献，投资收益的稳定性及后续投资回收计划有待关注。

**表 7：2022 年公司已公告的重大股票或股权资产出售情况（亿元、%）**

出售企业名称	交易对价	2022 年末剩余持股比例
泰康保险集团股份有限公司	11.57	0.00
招金矿业股份有限公司	47.88（港元）	1.26
金徽酒股份有限公司	18.17	25.00
苏州德升餐饮管理有限责任公司	7.90	0.00

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，2022 年下半年以来，公司控股股东复星高科受外部融资环境影响，多次减持、转让和质押旗下股权、资产，控股股东融资环境的变化对公司直融渠道产生一定影响，公司多次进行股权资产出售以补充流动性及利润，中诚信国际将对公司控股股东及公司融资渠道的变化情况及后续利润稳定性情况保持持续关注。

中诚信国际注意到，公司已披露《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2023 年度向特定对象发行股票预案》，拟募集资金总额不超过 800,000.00 万元，主要用于珠宝时尚销售渠道及品牌拓展、文化商业零售扩建等项目。本次定向增发股票尚待股东大会、上海证券交易所及证监会审核，

<sup>6</sup> 2022 年，公司出售金徽酒共计 13%的股权并丧失控制权，交易对价为 19.37 亿元，金徽酒不再纳入公司合并范围。

中诚信国际将对进展保持关注。

表 8：本次定向增发募投项目情况（亿元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
珠宝时尚线下销售渠道及品牌拓展项目	46.33	26.18
珠宝时尚电商销售平台建设和供应链平台升级项目	5.19	4.56
文化商业零售扩建项目	81.11	21.76
集团数字化建设项目	6.43	3.50
补充流动资金及偿还银行借款	24.00	24.00
<b>合计</b>	<b>163.06</b>	<b>80.00</b>

资料来源：《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2023 年度向特定对象发行股票预案》

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司利润主要来自于投资收益，经营性业务盈利能力有所弱化，费用管控能力有待加强；股权资产处置使得公司资产、负债和所有者权益规模均有所减少，财务杠杆保持稳定，但债务结构仍有待优化；经营获现能力仍较弱，偿债指标整体有所弱化，面临一定的短期偿债压力。

*跟踪期内，公司利润主要来自于投资收益，非经常性收益弥补了经营性业务亏损，需关注未来经营性主业的盈利恢复情况。*

公司营业收入和利润主要来源于产业运营板块和物业开发与销售板块，其中产业运营板块收入和利润以珠宝时尚业务为主，酒业、食品百货、餐饮、时尚表业等产业板块形成一定补充。2022 年以来，公司珠宝时尚业务门店规模进一步拓展，推动产业运营板块收入规模继续增长，但加盟模式占比的提高及珠宝市场竞争激烈等因素使得毛利率有所下降；其他产业运营业务方面，2022 年公司整合提升食品饮料业务，进一步完善“老城隍庙”核心品牌矩阵，带动食品板块收入和毛利率的增长；而受消费市场竞争激烈、原材料及人力成本上升及消费场景受限等因素影响，餐饮、医药健康、化妆品、时尚表业等产业收入均有所下降。同期，地产项目施工周期放缓导致当期结转项目的收入下降，且因当期结转项目毛利率较低，拉低了公司整体毛利率水平。2023 年 1~3 月，珠宝时尚业务及物业开发与销售业务持续发力带动营业总收入同比增长，但因毛利率水平均不及上年同期，当期综合毛利率有所下滑。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>产业运营</b>	<b>252.93</b>	<b>11.38</b>	<b>330.62</b>	<b>13.71</b>	<b>386.26</b>	<b>12.76</b>	<b>127.27</b>	<b>11.13</b>
珠宝时尚	221.68	7.83	274.48	8.69	330.71	8.24	114.94	7.68
餐饮管理与服务	4.85	56.11	7.61	65.17	6.47	63.28	3.71	68.07
食品、百货及工艺品	6.83	12.02	8.36	-8.07	11.37	10.24	4.34	18.42
医药健康及其他	4.28	19.77	5.19	17.03	3.79	18.48	1.01	25.89
化妆品	4.31	64.93	4.87	57.16	4.23	59.70	1.02	66.16
时尚表业	4.49	31.93	8.61	26.81	6.71	31.89	1.35	33.90
其他经营管理服务	0.31	33.23	3.51	88.90	4.96	66.3	0.81	70.90
酒业	6.18	43.59	17.98	45.18	18.02	45.08	0.09	45.65
<b>物业开发与销售</b>	<b>171.75</b>	<b>30.06</b>	<b>166.34</b>	<b>27.44</b>	<b>91.17</b>	<b>23.36</b>	<b>17.75</b>	<b>12.39</b>
<b>商业综合运营与物业综合</b>	<b>15.82</b>	<b>48.36</b>	<b>13.68</b>	<b>51.90</b>	<b>23.76</b>	<b>32.69</b>	<b>7.42</b>	<b>49.39</b>

**服务**

商业综合及物业综合服务	10.86	31.89	10.15	41.68	17.76	15.53	4.46	25.50
度假村	4.97	84.34	3.53	81.32	5.99	83.58	2.96	85.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司产业运营板块的连锁化经营扩张，2022 年销售费用及管理费用同比均有所上升；同时，当期公司对茶饮、饮食、酒业科创中心的研发投入增加，研发费用明显增长；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。整体来看，2022 年公司期间费用率水平进一步上升，费用管控能力有待加强。

利润方面，2022 年公司毛利润受地产业务结转节奏影响而大幅减少，但期间费用仍保持增长，导致当期经营性业务利润转负；以应收账款和其他应收款坏账损失为主的信用减值损失仍维持在较低水平；同期，公司处置招金矿业、金徽酒等长期股权投资的全部或部分股权，投资收益大幅增加。整体来看，2022 年公司主业盈利能力下滑，EBIT 利润率等盈利指标呈下降态势，但非经常性收益弥补了经营性业务的亏损，需关注公司未来经营性主业的盈利恢复情况。2023 年 1~3 月，公司实现净利润 3.11 亿元，同比减少 21.19%。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	18.33	26.09	28.35	8.09
管理费用	27.17	34.40	36.29	7.02
财务费用	7.87	13.08	15.46	3.12
研发费用	0.30	0.87	1.46	0.23
期间费用率	11.79	14.32	16.28	12.11
经营性业务利润	36.65	25.23	-1.51	1.89
资产减值损失	0.43	0.67	0.22	-0.03
信用减值损失	0.35	0.48	0.79	0.11
投资收益	15.57	18.51	55.89	2.59
利润总额	52.80	48.74	59.44	4.31
EBIT	59.37	48.50	24.38	--
EBIT 利润率	13.04	9.33	4.86	--

注：资产减值损失和信用减值损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，股权资产处置使得公司资产、负债和所有者权益规模均有所减少；债务规模有所下降，但短期债务占比上升，债务结构有待优化。**

2022 年以来公司加速投资回收并压降债务规模，总资产规模呈下降态势。具体来看，公司以自有资金支付土地出让金及部分对外收购的交易对价，导致货币资金同比减少；同期受金徽酒不再纳入合并范围及地产存货去化加快等因素影响，存货规模有所下降，受此影响公司存货周转率有所上升但仍处于较低水平，应收账款周转率则保持在较高水平。此外，因金徽酒丧失控制权而计入长期股权投资影响，固定资产、无形资产、商誉等科目均有所下降。

公司负债以流动负债为主，主要由应付账款、合同负债及有息负债构成，2022 年以来整体规模有所减少，但当期地产业务销售规模加快带来的预收房款增多，使合同负债规模增长明显。有息债务方面，2022 年公司部分应付债券到期偿还，当期末总债务规模同比下降；同时因部分应付债券转入一年内到期的非流动负债项目，当期短期债务占比上升，债务结构有待优化。2023 年 1~3 月，

公司有息债务规模为 491.69 亿元，同比略有上升。

所有者权益方面，2022 年，因金徽酒不再纳入合并范围，少数股东权益较期初大幅下降，导致所有者权益规模有所减少。公司财务杠杆处于一般水平，2022 年因总债务和所有者权益规模均有所缩减，总资本化比率基本保持稳定。

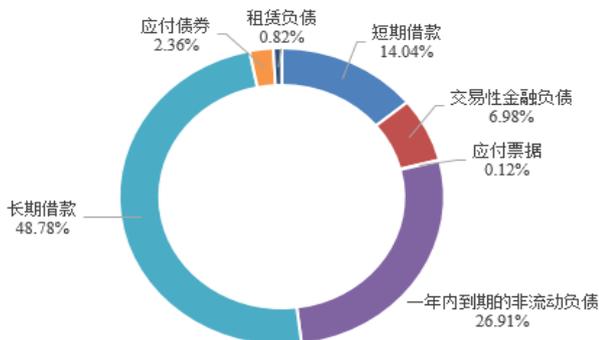
表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	174.45	132.08	108.45	131.86
应收账款	17.25	17.33	19.75	23.52
预付款项	5.43	8.05	7.00	8.62
其他应收款	26.15	24.02	17.30	20.23
存货	496.07	525.80	505.69	497.19
长期股权投资	70.76	125.03	134.22	136.35
投资性房地产	211.34	221.19	222.22	221.20
商誉	34.19	33.81	15.58	15.69
<b>总资产</b>	<b>1,246.18</b>	<b>1,325.05</b>	<b>1,283.73</b>	<b>1,306.55</b>
应付账款	80.09	91.89	81.89	84.26
合同负债	130.49	92.11	122.52	137.98
其他应付款	68.90	66.08	63.22	66.42
<b>总负债</b>	<b>824.08</b>	<b>907.19</b>	<b>887.64</b>	<b>907.19</b>
短期债务	175.58	206.34	234.00	247.98
<b>总债务</b>	<b>414.34</b>	<b>521.97</b>	<b>487.05</b>	<b>493.41</b>
资本公积	128.38	94.07	86.77	86.86
未分配利润	152.34	177.43	199.38	202.74
少数股东权益	70.56	74.93	39.35	39.23
<b>所有者权益</b>	<b>422.10</b>	<b>417.86</b>	<b>396.10</b>	<b>399.36</b>
资产负债率	66.13	68.46	69.15	69.43
总资本化比率	49.54	55.54	55.15	55.27
存货周转率	0.70	0.77	0.80	1.05*
应收账款周转率	26.39	30.06	27.03	28.18*

注：带\*指标已年化处理。

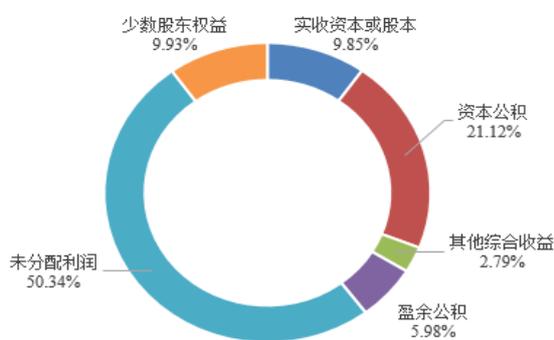
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2022 年公司经营获现能力仍较弱，偿债指标整体有所弱化，投资收回为偿还债务提供较大支撑。**

经营活动方面，2022 年，由于地产板块拿地支出同比减少，经营活动现金流净流出敞口明显收窄。同期，公司处置子公司及其他营业单位部分或全部股权，为投资活动现金流带来较大规模流入。

当期公司偿还债务支付的现金增加，而公开市场债务融资难度加大导致融入资金规模缩减，公开市场债务持续净偿还，筹资活动现金流呈净流出态势。2023 年 1~3 月，因地产板块未产生拿地支出，公司经营活动现金流转正。

偿债指标方面，2022 年以来非受限货币资金不能对短期债务形成较好覆盖，同时因盈利能力的弱化，EBITDA 对债务本息的覆盖能力亦有所下降。此外，2022 年营运资本的增长规模明显放缓，使得 FFO 对总债务的覆盖倍数为负。整体来看，2022 年来公司整体偿债指标均有所弱化，面临一定的短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	-11.35	-69.17	-0.90	36.55
投资活动净现金流	-50.07	-42.64	50.96	1.21
筹资活动净现金流	39.94	68.87	-95.23	-9.24
非受限货币资金/短期债务	0.86	0.55	0.29	0.53
总债务/EBITDA	6.34	8.77	13.47	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.77	2.48	1.35	--
FFO/总债务	0.03	0.01	-0.03	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 372.13 亿元，占同期末总资产的比例为 28.99%，包括货币资金 40.82 亿元（主要为使用受限的预售房款）、应收账款 0.15 亿元（质押的应收租金）、存货 256.71 亿元、投资性房地产 57.59 亿元、固定资产 13.02 亿元、无形资产 3.83 亿元等，公司还将持有的部分子公司股权用于质押借款。

或有负债方面，截至 2022 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 2023 年 4 月 26 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。

## 假设与预测<sup>7</sup>

### 假设

- 2023 年，预计豫园股份珠宝时尚业务规模将保持增长态势。
- 2023 年，随着豫园股份物业开发业务获取新项目规模的减少，总债务规模将同比持平或略有下降。
- 2023 年，豫园股份将继续保持一定规模的投资支出。

### 预测

<sup>7</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

表 13: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率 (%)	55.54	55.15	52~53
总债务/EBITDA (X)	8.77	13.47	11~12

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

中诚信国际认为，融资环境对公司资金管理水平提出更高要求，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

截至 2022 年末，公司非受限货币资金 67.64 亿元，不能对短期债务形成有效覆盖；同期末，公司共获得银行授信总额 725.74 亿元，其中未使用授信额度为 298.28 亿元，具备一定的财务弹性。公司债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，2022 年以来部分应付债券临近到期，短期债务占比上升，2023 年到期及回售的公开债务金额为 32.25 亿元。此外，公司经营获现能力偏弱。整体来看，公司面临一定短期偿债压力。

公司资金流出主要用于珠宝时尚等产业运营业务及物业开发业务的开展和债务的还本付息，近年来受公司外延式并购及产业运营业务扩张的影响，资本开支规模有所波动，预计未来仍将维持在一定规模。此外，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的平均现金支出为 40.59 亿元<sup>8</sup>。综上所述，公司未来仍面临一定的资本支出压力，但由于公司银企关系良好，部分到期的公开债务可用银行授信补充，且公司持有一定规模的优质股权及物业资产，可通过资产处置为公司带来流动性补充，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

表 14: 截至 2022 年末公司主要债务构成及到期分布情况（亿元）

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后
<b>合并口径</b>	<b>185.77</b>	<b>87.86</b>	<b>49.48</b>	<b>119.32</b>
银行融资	111.52	76.36	49.48	119.32
公开债务	74.25	11.50	--	--
<b>本部口径</b>	<b>157.72</b>	<b>40.56</b>	<b>17.08</b>	<b>17.33</b>
银行融资	83.47	29.06	17.08	17.33
公开债务	74.25	11.50	--	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部方面，公司短期债务主要集中于本部。截至 2022 年末，本部债务约 232.69 亿元，约占合并口径债务规模的 53%，2023 年内到期金额 157.72 亿元。同期末，本部层面非受限货币资金为 14.64 亿元，后续偿债压力有待关注。

## ESG 分析<sup>9</sup>

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。

<sup>8</sup> 根据公司 2022 年度利润分配预案，预计 2022 年现金分红金额为 13.58 亿元，占归属于上市公司股东的净利润的 35.49%。

<sup>9</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，公司重视节能减排，为减少碳排放采取系列措施，包括在豫园灯会使用 LED 灯、在酒业厂区投入共享单车等。同时，公司珠宝业务通过对对订货系统和流程进行优化，减少供应链端的塑料包材使用量，由原本的单件商品打包分装模式，改变为多件产品并包发货，2022 年订购塑封袋重量下降 75%。此外，公司也积极使用清洁能源，通过安装太阳能灯、利用沼气提纯天然气作燃料、施行水力发电等措施，极大提高能源重复利用率，助力节能减排新模式。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较好；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

公司治理方面，根据公司章程，公司设立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等决策机构、监督机构和经营团队，法人治理结构较为完善；董事会由 12 名董事组成，其中独立董事 4 名；监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人；公司设首席执行官（CEO）1 名、总裁 1 名。内控方面，公司建立了涵盖生产经营、对外投资以及财务管理等方面的内部管理制度，为公司及下属企业开展业务活动提供了制度保障。财务管理方面，公司及下属企业均建立了较为完善的生产成本费用控制体系和全面预算管理体系，财务管理实行独立核算、集中管理；资金管理方面，公司建立了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；投融资管理方面，公司对外投资必须按有关程序进行报批，提供项目可行性报告、合作意向等相关材料，并按照相关的职责权限经股东大会审议后负责实施；对外担保管理方面，公司及下属企业不得对豫园股份（包括控股、参股子公司）以外的其他企业提供融资担保，公司为下属企业提供融资担保需列入年度融资计划经公司董事会审议并经股东大会批准，然后按照规定的权限审批后实施。

战略方面，公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐时尚理念，持续构建“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的“1+1+1”战略，逐步形成了面向新型主力消费阶层，具有独特竞争优势的产业集群。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 特殊调整因素

中诚信国际认为，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。

## 外部支持

**公司是复星国际旗下“快乐”业务的主要经营实体，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，但复星国际面临一定流动性压力，跟踪期内质押公司股票比例明显上升，中诚信国际将对复星国际流动性压力及对其公司融资影响保持关注。**

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）股份有限公司已将下属 60 家地产子公司委托公司管理。

跟踪期内，公司控股股东融资环境变化，质押公司股票比例明显上升。2023 年 5 月 5 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 2,409,720,644 股，占公司总股本比例为 61.79%；本次质押后，复星高科及其一致行动人累计质押股票 1,178,964,016 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 48.93%。中诚信国际将对复星国际融资环境变化及对其公司后续融资影响保持关注。

## 同行业比较

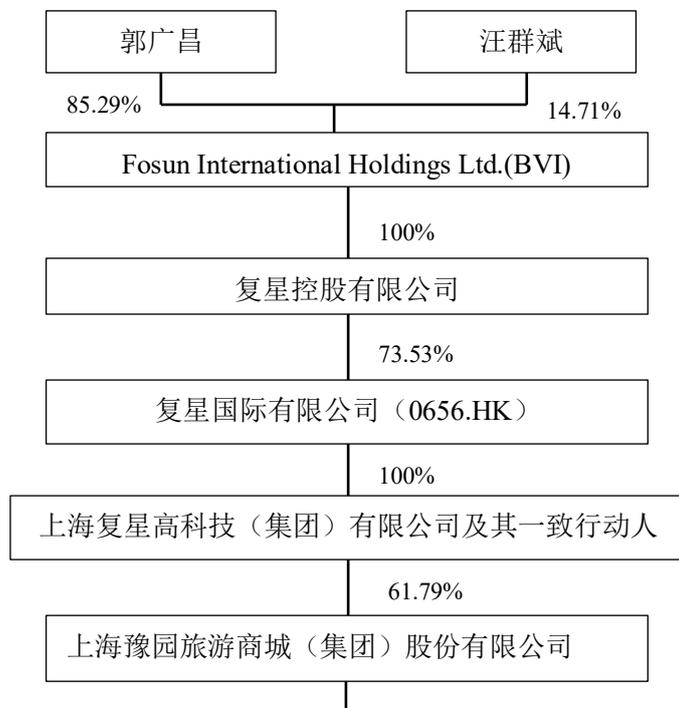
中诚信国际选取了厦门国贸集团股份有限公司作为豫园股份的可比公司，上述公司均为批发贸易行业第一梯队的上市公司，具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，豫园股份主要从事珠宝时尚业务和物业开发两大主业，与同行业相比，豫园股份珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势及较稳定的上下游产业链体系；但公司物业开发业务当期结转规模大幅下降，盈利规模大幅缩减，对公司整体利润结构产生较大影响。公司债务以长期债务为主，其财务杠杆水平、债务规模处于行业一般水平，因其主业为珠宝批发业务，应收账款周转率及存货周转率较大宗商品企业偏低。**

## 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”、“21 豫园 01”、“22 豫园 01”、“20 豫园商城 MTN001”、“21 豫园商城 MTN002”和“21 豫园商城 MTN004”的信用等级为 **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 2022 年 12 月末）



子公司名称	合计持股比例 (%)	子公司名称	合计持股比例 (%)
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
苏州松鹤楼饮食文化有限公司	100.00	上海老城隍庙食品（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 2022 年末，上海复星高科技（集团）有限公司直接持有公司 2.09% 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 59.70% 股份，合计持有公司 61.79% 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	174.45	132.08	108.45	131.86
应收账款	17.25	17.33	19.75	23.52
其他应收款	26.15	24.02	17.30	20.23
存货	496.07	525.80	505.69	497.19
长期投资	83.54	140.41	140.50	142.66
固定资产	50.76	52.55	32.70	32.11
在建工程	5.41	2.05	1.71	1.92
无形资产	38.77	36.73	18.96	19.08
资产总计	1,246.18	1,325.05	1,283.73	1,306.55
其他应付款	68.90	66.08	63.22	66.42
短期债务	175.58	206.34	234.00	247.98
长期债务	238.76	315.62	253.05	245.43
总债务	414.34	521.97	487.05	493.41
净债务	263.41	409.18	419.41	361.55
负债合计	824.08	907.19	887.64	907.19
所有者权益合计	422.10	417.86	396.10	399.36
利息支出	17.34	23.96	26.89	3.48
营业总收入	455.31	519.74	501.18	152.44
经营性业务利润	36.65	25.23	-1.51	1.89
投资收益	15.57	18.51	55.89	2.59
净利润	40.24	38.35	39.37	3.11
EBIT	59.37	48.50	24.38	--
EBITDA	65.32	59.52	36.17	--
经营活动产生的现金流量净额	-11.35	-69.17	-0.90	36.55
投资活动产生的现金流量净额	-50.07	-42.64	50.96	1.21
筹资活动产生的现金流量净额	39.94	68.87	-95.23	-9.24
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	24.18	23.88	17.87	14.03
期间费用率（%）	11.79	14.32	16.28	12.11
EBIT 利润率（%）	13.04	9.33	4.86	--
总资产收益率（%）	4.76	3.77	1.87	--
流动比率（X）	1.42	1.43	1.34	1.32
速动比率（X）	0.52	0.49	0.49	0.52
存货周转率（X）	0.70	0.77	0.80	1.05*
应收账款周转率（X）	26.39	30.06	27.03	28.18*
资产负债率（%）	66.13	68.46	69.15	69.43
总资本化比率（%）	49.54	55.54	55.15	55.27
短期债务/总债务（%）	42.37	39.53	48.04	50.26
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.08	-0.18	-0.05	0.30*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.19	-0.45	-0.11	0.59*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.65	-2.89	-0.03	--
总债务/EBITDA（X）	6.34	8.77	13.47	--
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.29	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.77	2.48	1.35	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.42	2.02	0.91	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.01	-0.03	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将计入长期应付款、其他非流动负债的有息债务和租赁负债调整至长期债务；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
资本结构	
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
经营效率	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360 天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn