



上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2024 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[2024]跟踪 0223 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 17 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 豫园 01”、“20 豫园 01”及“22 豫园 01”	AAA
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。	
评级观点	<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、珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度、商业综合体贡献的租金收入稳定且保持增势、战略布局逐步聚焦主业及流动性持续改善等因素对公司信用水平起到的支撑作用。但中诚信国际也关注到消费产业竞争激烈、公司物业开发与销售业务存在一定去化压力、利润主要来源于非经常性损益、资产流动性有待提升及控股股东高比例质押公司股票等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：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，偿债能力显著弱化等。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 豫园商圈价值很高，并与公司丰富的老字号及传统文化品牌互相补充，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，销售布局持续扩大 ■ 商业综合体继续贡献了稳定的租金收入，且保持增长态势 ■ 战略布局逐步聚焦主业，非核心业务的退出使得资金持续回笼，流动性持续改善 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 消费产业竞争激烈；地产行业仍处于筑底回稳期，物业开发与销售业务存在一定去化压力 ■ 利润主要来源于非经常性损益，且受限资产规模较大，资产流动性有待提升 ■ 截至2024年4月11日，控股股东及其一致行动人质押公司股票的比例很高 		

项目负责人：李俊彦 jyli@ccxi.com.cn
项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn
刘音乐 yyliu@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	1,325.05	1,294.29	1,240.45	1,256.53
所有者权益合计（亿元）	417.86	400.21	396.60	398.14
负债合计（亿元）	907.19	894.08	843.85	858.38
总债务（亿元）	521.97	492.31	488.71	518.47
营业总收入（亿元）	519.74	502.00	581.47	172.21
净利润（亿元）	38.35	37.91	18.18	1.46
EBIT（亿元）	48.50	23.31	14.17	--
EBITDA（亿元）	59.52	35.49	25.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-69.17	-2.08	47.47	5.96
营业毛利率(%)	23.88	17.71	14.11	13.74
总资产收益率(%)	3.66	1.78	1.12	--
EBIT 利润率(%)	9.33	4.64	2.44	--
资产负债率(%)	68.46	69.08	68.03	68.31
总资本化比率(%)	55.54	55.16	55.20	56.56
总债务/EBITDA(X)	8.77	13.87	19.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.48	1.30	1.11	--
FFO/总债务(%)	1.27	-3.38	-0.98	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年财务数据为当期财务报告期期末数；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，其中“-”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的带息债务，并对之前年度进行了追溯调整。

同行业比较（2023 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	1,131.27	65.86	4,682.47	20.51	48.96	15.17
豫园股份	1,240.45	68.03	581.47	18.18	29.24	1.07

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优势、区域布局及较稳定的上下游产业链体系；豫园股份地产业务占比高于厦门国贸，受地产行业景气度及销售策略影响，其地产项目去化偏慢，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，经营性业务盈利能力较弱，利润主要来自于投资收益。

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 有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 豫园 01	AAA	AAA	2023/05/18 至 本报告出具日	6.00/6.00	2019/11/27~2024/11/27	--
20 豫园 01	AAA	AAA	2023/05/18 至 本报告出具日	19.00/2.01	2020/02/20~2025/02/20 (3+2)	调整票面利率、回售
22 豫园 01	AAA	AAA	2023/05/18 至 本报告出具日	5.50/4.12	2022/03/21~2025/03/21 (2+1)	调整票面利率、回售、 偿债保障承诺

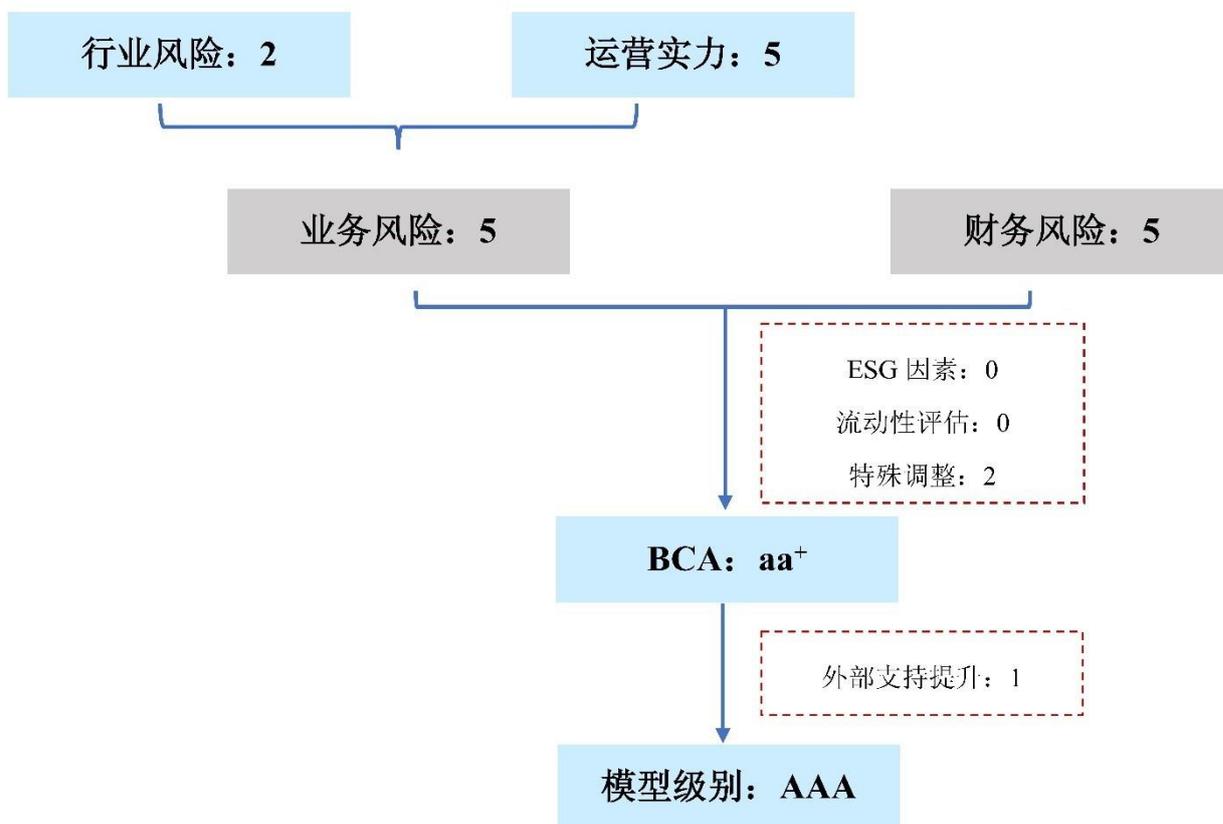
注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
豫园股份	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/18 至本报告出具日

● 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

(C110100_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 除珠宝时尚主业外的其他业务能够带来较好的现金流及收入，对公司产业布局形成有效补充，能够分散经营风险。此外，公司拥有上海市区内唯一具有传统文化内涵的地标式豫园商圈，内部物业为公司自持，且大部分以历史成本计价，未能真实反应其真实状况，影响其真实信用水平的判断。

外部支持: 公司控股股东复星国际有限公司（以下简称“复星国际”）业务板块多元，但运营实力偏弱，对公司支持有限。公司第二大股东实控人为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会，其所拥有的豫园商圈为上海市黄浦区乃至上海市的地标性商圈，是上海市的重点发展产业。

方法论: 中诚信国际批发行业评级方法与模型 C110100_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年风险事件的发生以及央行购金使得黄金在较高的利率环境中仍有所上升；2024 年随着降息预期的加强及海外主要经济体经济数据下行，黄金价格加速上涨。

2023 年以来，美国通胀有所下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。2023 年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长，未来若黄金需求端进一步好转。

详见《中国黄金行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10950?type=1>

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?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，跟踪期内继续保持了以加盟店为主的扩张模式，上下游产业链体系稳定，且相对健全的套保机制使得黄金价格波动风险较为可控；房地产开发业务拿地节奏趋审慎，项目储备尚可，但新签销售规模同比下降，存在一定去化压力；其他板块受益于消费景气度提升等因素影响，经营情况整体有所改善。此外，跟踪期内，控股股东对公司股票质押的比例继续上升，

需关注其对公司融资环境的后续影响。

2023 年以来，公司产权结构无较大变化，但两会一层变动相对较大。公司经营战略亦有所调整，后续将聚焦于产业运营，处置非核心业务，实现资金回笼。

截至 2023 年末，郭广昌通过香港上市公司复星国际（股票代码：00656.HK）下属的 18 家公司间接持有公司 61.85% 的股份，是公司的实际控制人。跟踪期内，1 名独立董事离任¹，1 名监事离任²，同时，管理层成员亦变动较大³，经不断补位完善，截至报告出具日，公司治理结构完整。

跟踪期内，公司经营战略有所调整，逐步聚焦于产业运营，处置地产、商业综合运营与物业综合服务业务等非核心业务，实现资金回笼，提升盈利能力，降低杠杆水平。2023 年，公司处置了持有的 IGI⁴及金徽酒股份有限公司⁵股权等资产，短期内对其债务偿付及资金周转起到一定支撑作用，形成一定利润贡献，但长期来看，公司利润的稳定性及后续在手其他资产的处置进展有待持续关注。

公司珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，跟踪期内，在黄金珠宝市场景气度高涨的背景下，公司继续依托加盟模式加大门店布局力度，并通过加强对加盟商的汰换机制等形式不断优化渠道结构，中诚信国际将持续关注黄金景气度对公司经营的影响及其后续的渠道布局及新店培育情况。

珠宝时尚业务为公司的核心产业，旗下拥有“老庙”、“亚一”两大全国知名品牌，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。同时，在不断深化发展两个主品牌的基础上，公司分步收购了法国时尚珠宝品牌 DJULA⁶，并培育了钻石品牌 LUSANT，品牌矩阵较为丰富。2023 年公司珠宝时尚消费会员达 100 万人，同比增长 33%。

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。直营门店主要铺设在上海、北京、成都等一线城市，同时采用特许加盟等方式下沉二三线城市进行扩张，持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，整体模式未发生重大变化。截至 2024 年 3 月末，公司黄金饰品实体门店中加盟占比维持在 94% 左右。

跟踪期内，公司珠宝时尚业务继续快速扩张，新增门店主要集中于上海、北京和重庆等区域，并

¹ 2023 年 6 月，独立董事王哲先生因个人原因，辞去公司第十一届董事会独立董事、董事会审计与财务委员会委员、董事会提名与人力资源委员会委员职务。2023 年 7 月，孙岩先生当选为公司第十一届董事会独立董事。

² 2023 年 8 月，监事施玮清因工作调整原因，辞去公司第十一届监事会监事。同月，徐隽先生当选为公司第十一届监事会监事。

³ 2023 年 3 月，由公司总裁（轮值）胡庭洲提名，聘任冉飞先生为公司执行总裁；同月，邹超先生因工作安排原因不再兼任公司 CFO，由公司总裁（轮值）胡庭洲兼任；2024 年 1 月，胡庭洲先生由于工作调整原因，辞去 CFO 职务；龚平先生由于工作调整原因申请辞去公司第十一届董事会董事、董事会发展战略与投资委员会委员职务；蒋伟先生因年龄原因，提出辞去公司董事会秘书职务；张弛先生因个人发展原因，向公司董事会提出辞去公司副总裁职务；倪强先生由于工作调整原因申请辞去公司总裁（轮值）职务；聘任胡庭洲先生为公司总裁；聘任邹超先生为公司第十一届董事会秘书；倪强先生当选为公司第十一届董事会董事，同时任第十一届董事会副董事长；2024 年 2 月，唐冀宁先生鉴于个人发展原因，向公司董事会提出辞去公司执行总裁职务；倪强先生由于工作调整原因申请辞去公司总裁（轮值）职务；聘任钱顺江先生为公司执行总裁、CFO；聘任左墨之先生为公司副总裁；2024 年 5 月，诸炜红女士到龄退休，向公司董事会提出辞去公司副总裁职务。

⁴ 2023 年 5 月，公司以约 4.55 亿美元全部出售持有的比利时国际宝石学院 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）80% 股权，实现 5 倍回报。

⁵ 2023 年 7 月，公司以 5.99 亿元出售持有的金徽酒股份有限公司 5% 股权，截至报告出具日，公司对其剩余持股比例为 20%。

⁶ 2020 年，公司增资及收购 DJULASAS 55.40% 股权；2023 年 1 月，公司以对价 429.94 万欧元回购 DJULASAS 的五位自然人股东的全部股权，回购后公司对 DJULASAS 的持股比例增至 68.87%；2024 年 1 月，公司对 DJULASAS 进行 286 万欧元增资，增资后持股比例上升至 74.15%；同时，公司与 DJULASAS 优先股股东签署《MoU 补充备忘录》，在优先股得以全部回购的情况下，公司持有 DJULASAS 的股权比例将升至 100%。截至 2024 年 3 月末，公司对 DJULASAS 的股权比例为 100%。

成功入驻中免 2 家门店，渠道布局进一步增强。受公司加大对加盟商考核汰换机制及商圈的迭代更新等因素影响，其 2023 年直营及加盟闭店数量均有所增加。截至 2024 年 3 月末，DJULA 直营网点为 20 家，LUSANT 直营网点为 1 家，其在国内的品牌知名度尚在培育阶段，后续经营情况有待观察。同时，公司大力拓展网络渠道，以天猫、京东等传统渠道为基础，拓展抖音、快手及拼多多等平台，2023 年珠宝业务线上收入约 10 亿，同比大幅增长。

表 1：2021 年以来公司黄金饰品实体门店变化情况（家）

门店类型	2021	2022	2023 新开	2023 关闭	2023	2024.3
直营	223	250	34	23	261	265
上海地区	150	145	6	8	143	--
国内其他地区	73	105	28	15	118	--
加盟	3,736	4,315	898	480	4,733	4,822
国内加盟	3,736	4,315	898	480	4,733	4,822
合计	3,959	4,565	932	503	4,994	5,108

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

2023 年，避险情绪提升引起的黄金需求增加等因素推动公司黄金销量持续提升，而铂金销量则由于疲软的消费市场而进一步下降。

表 2：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2021	2022	2023
黄金	76,629	82,811	83,500
铂金	197	99	69

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司已建立稳定的上下游产业链体系，并在跟踪期内对加盟商的管控逐步趋严，且公司相对健全的套保机制亦使得黄金价格波动风险较为可控。

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，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；铂金以自有资金向上海黄金交易所采购。跟踪期内，公司原材料采购模式未发生变化。金价方面，2023 年以来，国际金价大幅攀升带动国内黄金消费景气度提升，国内金价亦不断突破历史高点，后续仍需关注国际黄金价格走势对公司珠宝时尚业务收入的影响。

上下游方面，凭借多年深耕珠宝时尚行业的经验，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，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。跟踪期内前五大供应商集中度有所下降⁷；下游销售方面，主要包括批发和零售两种模式，跟踪期内，下游客户的分散程度进一步提升。

表 3：2023 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	126.09	25.25%	否
第二名	22.94	4.59%	否
第三名	19.85	3.97%	否
第四名	14.40	2.88%	否
第五名	13.48	2.70%	否
合计	196.76	39.40%	--

⁷ 由于统计口径原因，公司追溯调整 2022 年前五大供应商占比合计为 41.23%。

下游客户	销售金额	占比	是否关联方
第一名	33.48	6.70%	否
第二名	4.01	0.80%	否
第三名	2.84	0.57%	否
第四名	2.43	0.49%	否
第五名	1.81	0.36%	否
合计	44.57	7.66%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，上游一般先由加工企业垫付原料加工，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，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，跟踪期内，公司结算方式未发生变化。2023 年，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全部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，目前珠宝配送到店周期中的 7 天到店占比已达 91%；2023 年，公司通过对加盟商输出精细化运营管理模式更好地赋能终端，同时亦对其加强考核机制增强管控和汰换，在加盟渠道保持快速扩张的背景下，其对加盟商的风险管控效果有待持续关注。

公司房地产业务项目储备尚可，且区域布局较好。跟踪期内，公司集中力量消化存量项目，但销售规模受外部环境的影响有所下降，中诚信国际将持续关注公司存量地产项目后续投资及去化情况。

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，2023 年，受宏观经济以及居民购房意愿继续下探等因素影响，地产行情仍处于筑底回稳态势，公司放缓拿地节奏，新开工面积同比大幅下降，集中力量消化存量地产，但受外部环境的影响，其销售面积和销售金额均同比下降，新签约项目单价受区域结构变动等因素影响同比降低 27.38%，当年销售业绩主要来自上海、天津、济南、苏州及北京等城市。结转方面，2023 年结转面积和结转收入同比分别提升 4.35%和 48.71%，结转项目区域主要位于上海、南京、苏州、天津、长沙、成都等。

表 4：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元）

	2021	2022	2023
新开工面积	302.82	99.09	12.44
竣工面积	182.10	89.40	192.44
销售面积	75.05	82.85	77.15
销售金额	174.54	155.66	105.27

注：上表经营指标为全口径数据。

资料来源：公司提供及公司公告，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年末，公司共有 25 个在建项目，规划总建筑面积 1,071.13 万平方米，主要集中在成都、天津、南京及上海等地。当年末，公司主要拟建项目共 5 个，其中福佑路项目

⁸整体总投资约 205.59 亿元，目前合计已投资约 130 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，截至 2023 年末，公司在建地产项目尚需投资 405.18 亿元，其中资本金部分已基本投完，但鉴于目前低迷的地产市场需求，整体投资节奏趋缓，仍需关注后续的投资进度。

土地储备方面，2023 年公司新增 4 幅土地，均为云南省澄江市地块⁹，土地面积合计 15.04 万平方米，拿地金额合计 4.96 亿元。截至 2023 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 1,203.02 万平方米，项目储备规模相对充足。但土地储备纠纷¹⁰、较高的商业占比¹¹以及慢周转的运营模式对公司资金周转和项目去化形成一定压力。

公司还拥有商业综合运营与物业综合服务业务。其中，物业租赁与管理业务方面，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。2023 年，公司整体商业地产项目的出租率同比上升，已出租面积较上年增长 18.10%，实现收入及毛利率大幅双增。此外，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，其可与公司丰富的老字号及传统文化品牌互相补充，商业价值很大。度假村业务方面，2023 年 2 月，公司以 160.16 亿日元向控股股东复星国际收购了日本 Kiroro 滑雪场度假村¹²，截至当年末，公司拥有日本北海道 Tomamu 及 Kiroro 两大顶级滑雪度假村，得益于旅游消费景气度高涨，2023 年，该板块业务收入同比大幅增加 41.81%。

表 5：截至 2023 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	9.79	89%
天津复地活力广场	10.59	10.27	97%
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100%
宁波星悦城	5.60	4.30	77%
台州星光耀广场	4.74	4.74	100%
苏州星光耀广场	4.08	3.12	76%
真如星光耀广场	4.60	4.32	94%
合计	50.60	46.52	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产业运营业务多元，品牌矩阵丰富。跟踪期内，受益于消费景气度恢复，公司餐饮、食品等业务整体有所改善。

产业运营方面，公司围绕餐饮、食品、医药健康、表业、化妆品及酒业等领域开展一系列多元化业务及投资，跟踪期内，受益于消费场景的恢复及消费景气度的回升，除酒业受处置金徽酒股权

⁸ 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，双方均不并表，上述两家公司各出资 50%。截至本报告出具日，该项目整体总投资约 205.59 亿元，已投资约 130 亿元，上述两家公司已共同完成土地出让金的支付，公司实际投资额约 65 亿元。

⁹ 公司于 2023 年 1 月获取云南省澄江市 CTC（2022）12 号~15 号地块，12~14 号地块的土地用途为城镇住宅-普通商品住房用地，15 号地块的用途为零售商业用地。

¹⁰ 2022 年，公司获取云南省玉溪市澄江市仙湖路与龙祥路交叉口 CTC（2022）16 号~18 号地块，土地面积合计 17.35 万平方米，共缴纳土地出让金 5.74 亿元，但由于环保因素影响，暂时不允许开发，目前双方尚在协商中。

¹¹ 公司目前存量项目中商业占比约 30%。

¹² 2023 年，公司以 160 亿日元收购日本项目公司 Napier Tokutei Mokuteki Kaisha（以下简称“Napier TMK”）100%股权，和日本项目公司 GK Kiroro Management（以下简称“GK KM”）100%股权及对 Kiroro 的滑雪场、度假村相关运营设施进行改造升级。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。

因素影响收入有所下滑外，其余板块均实现收入和毛利率双增。

表 6：2023 年公司其他产业板块主要品牌及业务情况

板块	主要品牌	2023 年变化情况
餐饮管理与服务	绿波廊、南翔馒头店、松鹤楼、上海老饭店等	截至 2023 年末，公司拥有文化饮食直营网点 220 家，同比增长 13 家，其中松鹤楼 185 家（苏式正餐 12 家、苏式面馆 173 家）。2023 年，得益于消费场景恢复与公司连锁化持续加速布局等因素，餐饮管理与服务业务实现收入 14.21 亿元，同比大幅增长 1.20 倍。
食品、百货及工艺品	“老城隍庙”品牌矩阵、如意情等	2023 年，食品饮料业务经过整合提升，形成以“老城隍庙”品牌为核心的中华传统饮食文化产品矩阵，食品、百货及工艺品板块实现收入 15.39 亿元，业绩同比提升 35.33%。
医药健康及其他	童涵春堂、有鱼	截至 2023 年末，公司共拥有童涵春堂 39 家。此外，还成功收购猫粮有鱼品牌，战略补充宠物产业核心品牌。2023 年，得益于中医药健康养生业务增长，推动该业务板块实现收入 4.97 亿元，同比增长 31.21%。
化妆品	AHAVA、WEI	截止 2023 年末，公司拥有以色列国宝级护肤品牌 AHAVA 门店 30 家（国内 15 家，国外 15 家），当期，大中华地区营收显著增长，海外收入同比增加 12%。2023 年，公司化妆品板块实现营业收入 4.51 亿元，同比增加 6.82%。
时尚表业	海鸥表业、上海表业、百年灵	截至 2023 年末，时尚表业板块共拥有直营网点 82 家（其中海鸥表业 39 家，上海表业 41 家，百年灵 2 家），同比增加 35 家。2023 年，时尚表业板块实现销售收入 7.22 亿元，同比增长 7.60%。
酒业	舍得酒业、金徽酒	截至 2023 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 20%的股权 ¹³ ，后续预计继续处置金徽酒股权。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 111.16 亿元，净资产为 75.61 亿元，2023 年实现营业总收入 70.81 亿元，净利润 17.72 亿元。

资料来源：公司提供及公开数据，中诚信国际整理

另外，中诚信国际注意到，根据公司公告称，其综合考虑当前资本市场环境、未来发展规划和维护现有股东利益等因素后，经董事会及监事会会议决定终止 2023 年向特定对象发行 A 股股票事项。截至 2024 年 4 月 11 日，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累计质押公司股票 19.14 亿股，占其所持公司股份的 79.42%，质押比例很高，较最近一次公告数据进一步提升，对公司的融资环境形成一定影响。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司经营性业务盈利能力偏弱，利润主要来自于投资收益，债务规模近年来整体有所下降，但债务结构及各偿债指标整体仍有待优化。

盈利能力

2023 年，得益于珠宝门店规模进一步拓展以及消费景气度提升等因素，产业运营收入规模继续增长，但 2022 年末处置金徽酒股权导致酒业收入同比大幅下降。加盟模式占比继续提高、出售盈利能力较强的 IGI 以及珠宝市场竞争激烈等因素导致该珠宝时尚板块毛利率低于行业均值且有所下降；同期，较多物业开发项目结转使得地产收入同比大幅提升，但当期结转项目毛利率大幅下滑导致公司整体盈利能力进一步下降。虽然期间费用同比下降，但仍对利润形成侵蚀，叠加地产业务拖累，公司经营性业务利润仍呈亏损态势。同时，公司对存量地产计提 2.93 亿元减值准备，对

¹³ 2023 年 7 月，公司继续出售金徽酒 5%的股权，标的股份的转让价格为人民币 23.61 元/股，交易总价款为 5.99 亿元。但该交易以带有回购条件方式转让至济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）并确认为一项金融负债；另外，截至 2023 年末，公司所持金徽酒的剩余 20%股权已为取得上海银行的借款提供质押。

应收类款项合计计提 1.39 亿元减值准备。但处置 IGI 及金徽酒等股权资产获得的投资收益对利润形成良好补充。2024 年第一季度，春节期间珠宝消费力度大幅增加使得公司经营业务利润回正，但依旧同比下降 43.39%。整体来看，公司经营业务盈利能力较弱，利润主要依靠处置非核心的优质资产，中诚信国际将持续关注公司经营主业的盈利改善及非经常性损益的持续性情况。

资产质量

跟踪期内，公司退出 IGI 及处置金徽酒等股权资产，持续加速非核心业务投资回收使得总资产规模呈下降态势。2023 年，公司以自有资金支付土地出让金以及对 DJULA 项目增资导致货币资金规模有所下降，受限部分余额 40.78 亿元，受限比例高达 44.47%，主要系地产项目监管资金及各类保证金；地产项目逐步去化使得存货规模不断降低，存货周转率有所上升但仍低于行业均值，应收账款周转率相对较高；其他流动资产主要系给与合营公司的股东借款¹⁴，超过其资本金部分记为财务资助，近年来该规模不断上升。2023 年以来，公司债务以地产项目开发贷及公开债务为主，短债占比继续上升，债务结构有待优化，2024 年 3 月末债务规模的提升主要由于季节性因素影响。所有者权益受出售 IGI 影响略微有所下降，进而使得总资本化比率小幅上升，财务杠杆水平一般。

现金流及偿债情况

2023 年，收入规模扩大、拿地支出和支付税费减少以及项目往来款下降等因素推动公司经营活动净现金流回正并呈较大规模；处置子公司及其他营业单位股权使得投资活动净现金流为正。偿还债务支付的现金增加导致筹资活动现金流继续呈大额净流出态势。2024 年 1~3 月，春节因素导致黄金经营支出加大，经营活动现金流同比下降。偿债能力方面，跟踪期内，盈利相关偿债指标均有待改善。整体来看，公司仍面临一定的短期偿债压力。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 709.58 亿元，其中尚未使用额度为 303.18 亿元，备用流动性尚可。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。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
产业运营	330.62	13.71	386.26	12.76	416.94	11.53	142.02	10.06
其中：珠宝时尚	274.48	8.69	330.71	8.24	367.27	7.68	130.13	7.13
餐饮管理与服务	7.61	65.17	6.47	63.28	14.21	66.83	3.40	65.55
食品、百货及工艺品	8.36	-8.07	11.37	10.24	15.39	12.78	3.89	19.55
医药健康及其他	5.19	17.03	3.79	18.48	4.97	22.18	1.22	27.81
化妆品	4.87	57.16	4.23	59.70	4.51	66.75	0.71	57.80
时尚表业	8.61	26.81	6.71	31.89	7.22	32.08	1.66	37.79
其他经营管理服务	3.51	88.90	4.96	66.3	2.77	62.84	0.91	66.23
酒业	17.98	45.18	18.02	45.08	0.59	40.52	0.09	33.46
物业开发与销售	166.34	27.44	91.17	23.36	135.58	11.29	19.14	12.46
商业综合运营与物业综合服务	13.68	51.90	23.76	32.69	28.95	39.94	11.05	53.42
其中：商业综合及物业综合服务	10.15	41.68	17.76	15.53	19.51	26.20	4.93	27.68

¹⁴ 根据联合营企业股权合作安排，公司对联合营企业中由公司独立负责操盘的业务或资产范围进行财务资助，并由公司对该业务或资产范围独自承担责任并享有收益。截至 2023 年末，给予合营公司的股东借款为 143.68 亿元，同比增加 73.06%。

度假村	3.53	81.32	5.99	83.58	9.43	68.37	6.11	74.19
合计	519.74	23.88	502.00	17.71	581.47	14.11	172.21	13.74

注：尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

表 8：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
期间费用合计	74.43	82.30	78.74	21.75
期间费用率(%)	14.32	16.40	13.54	12.63
经营性业务利润	25.23	-2.96	-2.42	1.07
资产减值损失	0.67	0.22	3.79	-0.07
信用减值损失	0.48	0.79	1.39	0.27
投资收益	18.51	55.89	29.80	1.91
利润总额	48.74	57.98	23.14	2.93
EBIT 利润率(%)	9.33	4.64	2.44	--
货币资金	132.08	109.54	91.71	108.45
存货	525.80	505.75	430.87	418.94
其他流动资产	83.20	122.77	157.15	159.83
总资产	1,325.05	1,294.29	1,240.45	1,256.53
总债务	521.97	492.31	488.71	518.47
短期债务/总债务(%)	39.53	47.54	56.32	59.98
所有者权益	417.86	400.21	396.60	398.14
总资本化比率(%)	55.54	55.16	55.20	56.56
存货周转率(X)	0.75	0.80	1.07	1.40*
应收账款周转率(X)	29.99	26.95	29.24	32.14*
经营活动净现金流	-69.17	-2.08	47.47	5.96
投资活动净现金流	-42.64	50.96	26.56	-2.91
筹资活动净现金流	68.87	-94.47	-91.24	7.70
非受限货币资金/短期债务(X)	0.55	0.29	0.19	--
总债务/EBITDA(X)	8.77	13.87	19.11	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.48	1.30	1.11	--
FFO/总债务(%)	1.27	-3.38	-0.98	--

注：资产减值损失和信用减值损失以正值列示，带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 499.19 亿元，占同期末总资产的比例为 40.24%，受限比例很大，资产流动性偏弱。同期末，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；公司及下属子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

表 9：截至 2023 年末公司受限资产情况（亿元）

	账面价值	受限原因
货币资金	40.78	物业开发与销售业务项目公司监管资金为 14.18 亿元；株式会社 SMBC 信托银行借款保证金 3.47 亿元；定期存单质押合计 8.75 亿元；履约保证金、承兑汇票保证金、银行保函保证金及借款保证金合计 14.37 亿元
存货	209.83	为银行借款提供抵押
固定资产	21.85	为银行借款提供抵押
无形资产	6.98	为银行借款提供抵押
应收账款	0.24	为银行借款提供质押
在建工程	0.004	为银行借款提供抵押
投资性房地产	125.42	为银行借款提供抵押
长期股权投资	35.30	所持金徽酒 5%股权以带有回购条件方式转让至济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）并确认为一项金融负债；将所持的 20%的股权为取得上海银行的借款提供质押；

		公司对合联营企业的部分或全部股权为取得银行借款提供质押
交易性金融资产	4.13	所持的重庆农村商业银行股票未取得中国华融资产管理股份有限公司的借款提供质押
其他流动资产	54.65	为取得渤海国际信托股份有限公司的借款提供质押
合计	499.19	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，2021~2024 年 4 月 30 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¹⁵

假设

- 2024 年，预计豫园股份珠宝时尚业务规模将保持增长态势。
- 2024 年，随着豫园股份持续处置非核心业务资产及股权，总债务规模或有所下降。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 预测	2025 年预测
总资本化比率（%）	55.16	55.20	42.84~51.92	37.08~44.94
总债务/EBITDA（X）	13.87	19.11	9.74~10.77	7.03~7.77

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG¹⁶表现方面，公司坚持绿色低碳理念，挖掘节能潜力，注重可持续发展和安全管理，并高度重视社会责任的履行；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现水平稳定性偏弱，未受限货币资金相对于短期债务规模较低，但未使用授信额度尚可，且公司债券融资渠道已于 2023 年下半年恢复。公司资金流出主要用于债务还本付息及珠宝时尚等产业的运营。整体来看，公司流动性偏弱，但未来一年流动性来源仍可覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

特殊调整

中诚信国际认为，公司除珠宝时尚主业外，仍具有餐饮、食品、医药健康、表业、化妆品、酒业、物业开发与销售等能获得稳定收入和现金流的业务，对其产业布局能够形成有效补充，能够分散经营风险。此外，公司拥有上海市区内唯一具有传统文化内涵的地标式豫园商圈，内部物业为公司自持，且大部分以历史成本计价，未能真实反应其真实状况，影响其真实信用水平的判断。

外部支持

豫园股份为控股股东复星国际旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司，战略定位重要，但复星国际整

¹⁵ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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主体相关的重要假设，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

¹⁶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。

体运营实力偏弱，对公司支持有限。另外，公司所拥有的豫园商圈为上海市黄浦区乃至上海市的地标性商圈，是上海市的重点发展产业。

公司为控股股东复星国际旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司，战略定位重要，复星国际通过把控战略方向以及优化管理架构等方面对公司提供支持，但其整体运营实力偏弱，对公司支持有限。公司第二大股东实控人为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会，其所拥有的豫园商圈为上海市黄浦区乃至上海市的地标性商圈，是上海市的重点发展产业。

跟踪债券信用分析

“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。

“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。

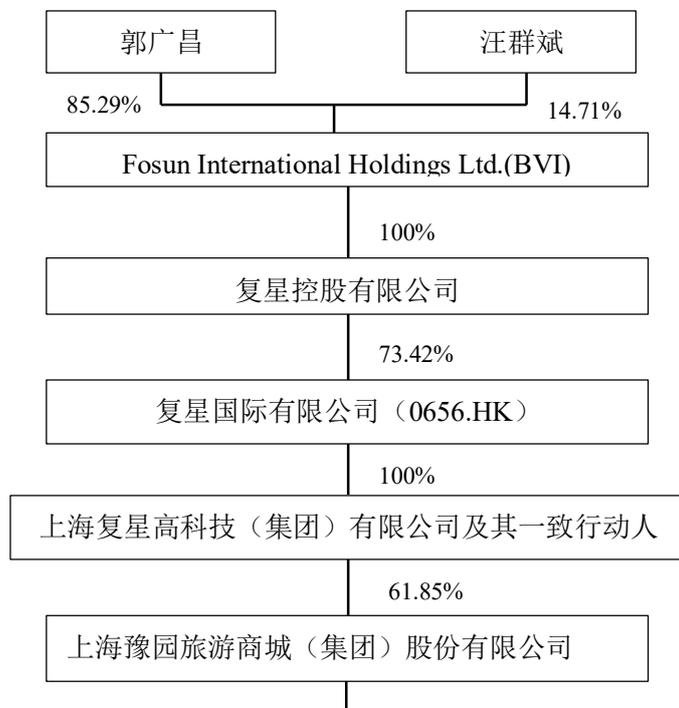
“19 豫园 01”将于 2024 年 11 月到期；“20 豫园 01”与“22 豫园 01”均设置票面利率调整选择权和投资者回售选择权，跟踪期内进入投资者回售选择期限，部分投资者选择行使回售权，截至报告出具日，“20 豫园 01”债券余额为 2.01 亿元，“22 豫园 01”债券余额为 4.12 亿元，到期偿还压力可控。

“19 豫园 01”、“20 豫园 01”及“22 豫园 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司虽然经营性业务利润偏弱，利润主要来源于出售优质非核心资产及股权，且短债压力大，但其豫园商圈价值很高，珠宝及餐饮等品牌知名度很高，同时，考虑到公司流动性尚可，融资渠道畅通，债券接续压力尚可，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，2024 年公司公开债券到期金额合计 24.20 亿元，面临一定债务集中到期压力，但其中 18.20 亿元为超短期融资券，预计可滚动发行，目前跟踪债券信用风险较低。

评级结论

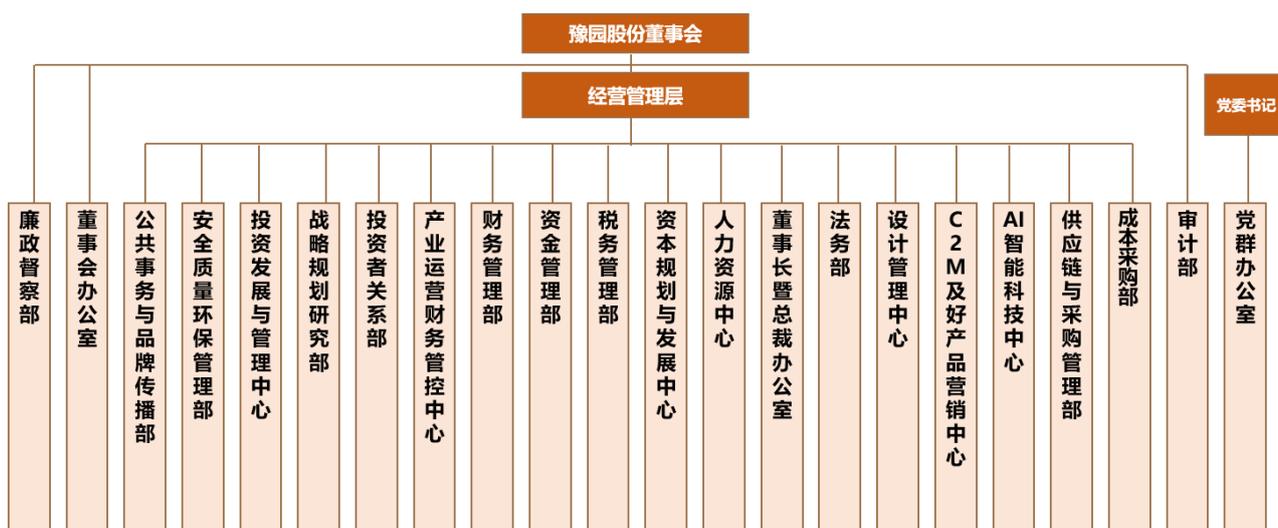
综上所述，中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 豫园 01”、“20 豫园 01”及“22 豫园 01”的信用等级为 **AAA**。

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 2023 年末）



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
上海童涵春堂药业股份有限公司	85.00	Alpha Yu B.V.	98.66
上海复滨房地产开发有限公司	60.00		

注：1、截至 2023 年末，上海复星高科技（集团）有限公司直接持有公司 2.10% 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 59.75% 股份，合计持有公司 61.85% 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,320,795.58	1,095,375.59	917,062.15	1,084,539.11
应收账款	173,318.52	199,272.95	198,428.58	230,242.29
其他应收款	240,227.22	173,429.79	146,846.70	171,494.19
存货	5,258,044.46	5,057,513.58	4,308,718.12	4,189,438.90
长期投资	1,404,130.35	1,405,045.59	1,529,528.39	1,524,973.90
固定资产	525,538.13	379,266.59	399,249.53	386,602.55
在建工程	20,543.98	19,088.71	18,822.45	19,298.45
无形资产	367,259.17	223,924.92	155,244.30	163,819.86
资产总计	13,250,530.61	12,942,861.42	12,404,475.50	12,565,277.60
其他应付款	660,797.40	633,120.75	666,545.64	696,222.17
短期债务	2,063,442.69	2,340,204.18	2,752,396.71	3,109,964.13
长期债务	3,156,209.30	2,582,879.14	2,134,705.27	2,074,692.41
总债务	5,219,651.99	4,923,083.32	4,887,101.98	5,184,656.54
净债务	4,091,812.48	4,235,899.01	4,377,826.77	4,100,117.43
负债合计	9,071,902.88	8,940,777.91	8,438,474.24	8,583,846.31
所有者权益合计	4,178,627.73	4,002,083.52	3,966,001.26	3,981,431.29
利息支出	239,589.88	272,678.40	230,187.93	--
营业总收入	5,197,395.62	5,019,989.20	5,814,692.09	1,722,110.60
经营性业务利润	252,278.52	-29,647.22	-24,173.84	10,741.06
投资收益	185,078.12	558,872.82	297,976.36	19,106.19
净利润	383,506.22	379,100.05	181,827.09	14,623.09
EBIT	485,034.44	233,053.15	141,741.01	--
EBITDA	595,181.42	354,897.82	255,746.13	--
经营活动产生的现金流量净额	-691,709.23	-20,760.43	474,724.59	59,570.38
投资活动产生的现金流量净额	-426,386.36	509,569.69	265,635.09	-29,089.44
筹资活动产生的现金流量净额	688,651.26	-944,667.86	-912,377.56	77,048.91
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	23.88	17.71	14.11	13.74
期间费用率（%）	14.32	16.40	13.54	12.63
EBIT 利润率（%）	9.33	4.64	2.44	--
总资产收益率（%）	3.66	1.78	1.12	--
流动比率（X）	1.43	1.34	1.25	1.24
速动比率（X）	0.49	0.50	0.52	0.55
存货周转率（X）	0.75	0.80	1.07	1.40*
应收账款周转率（X）	29.99	26.95	29.24	32.14*
资产负债率（%）	68.46	69.08	68.03	68.31
总资本化比率（%）	55.54	55.16	55.20	56.56
短期债务/总债务（%）	39.53	47.54	56.32	59.98
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.18	-0.06	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.45	-0.12	0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.89	-0.08	2.06	--
总债务/EBITDA（X）	8.77	13.87	19.11	--
EBITDA/短期债务（X）	0.29	0.15	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.48	1.30	1.11	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.02	0.85	0.62	--
FFO/总债务（%）	1.27	-3.38	-0.98	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的带息债务，并对之前年度进行了追溯调整；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		
资本结构	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	
	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	
	经营效率	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	
现金周转天数		(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	
盈利能力	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	
	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)
EBIT 利息保障倍数		EBIT/利息支出	
偿债能力	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：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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