

江苏洋河集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5560号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏洋河集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏洋河集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十七日

声 明

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

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

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

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

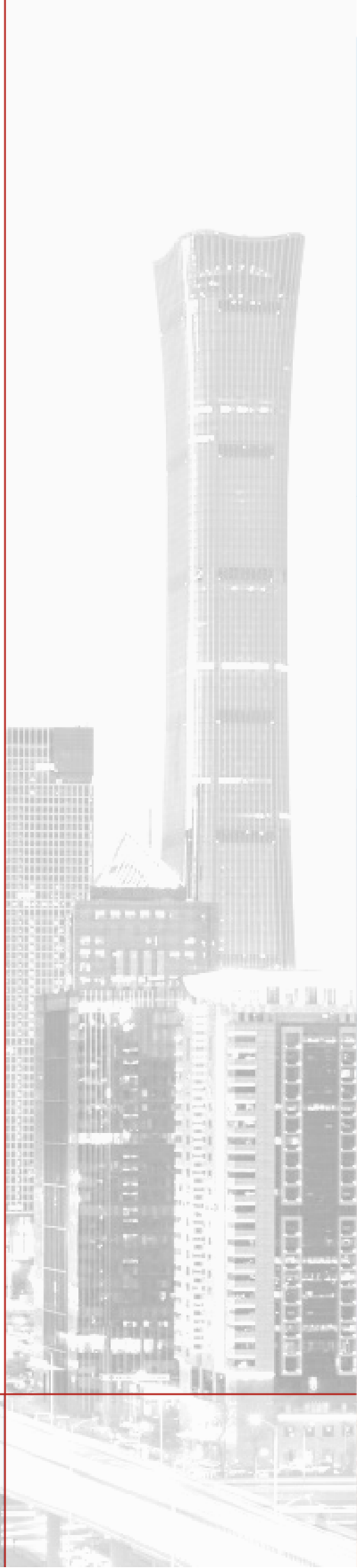
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏洋河集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏洋河集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/27
17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
17 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
16 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”）的营业总收入仍主要来自控股子公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）的白酒业务。跟踪期内，作为国内知名白酒酿造企业，洋河股份在行业内保持显著的综合竞争优势。2024 年，受行业竞争加剧及需求疲软影响，公司营业总收入和利润总额同比均有所下降，盈利能力指标仍保持极强水平，需关注消费信心不足对于公司经营业绩带来的压力。财务方面，截至 2024 年末，公司货币资金充裕，资产受限比例很低，资产质量良好；所有者权益结构稳定性弱；有息债务有所增长，债务负担较轻；经营获现能力强，偿债能力指标表现非常好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着洋河股份对主导产品的控量稳价，公司核心业务综合实力有望得到巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：中高端白酒竞争加剧，公司市场份额被挤占，营业总收入及利润总额大幅下降；公司出现严重的食品安全风险事件，对经营业绩产生严重不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司主业发展可持续获得外部支持。**宿迁市以大型酒企为核心，进一步发展宿迁酒产业；以洋河酒厂、双沟酒业为龙头，大力发展高端白酒，进一步做强宿迁酒产业实力，支持洋河股份做大做强。2024 年，洋河股份宿迁市政府重视当地酿酒产业的发展，公司外部发展环境良好。2025 年，公司获得股东增资实收资本 5.00 亿元。
- **公司白酒业务品牌优势显著。**公司子公司洋河股份拥有六个中国驰名商标，品牌优势显著，酿造工艺水平高，生产规模大；截至 2024 年末，公司白酒产品销售已渗透到全国各个地市级区域。
- **公司资产质量良好，债务负担较轻。**截至 2024 年末，公司货币资金 230.03 亿元，占流动资产的 37.50%；受限资产占比很低。截至 2024 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 35.47%和 20.78%。
- **公司本部持有上市公司股权市值高。**截至 2024 年末，公司本部持有洋河股份 34.18%股权，期末参考市值为 392.68 亿元。

关注

- **白酒行业竞争激烈，需关注消费信心不足对公司业绩带来的压力。**公司在全国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，白酒市场竞争将更趋激烈。2024 年，受行业竞争及需求疲软影响，公司营业总收入和利润总额同比分别下降 12.64%和 29.89%。
- **公司权益稳定性弱，本部债务持续增长，本部债务负担较重。**截至 2024 年末，公司未分配利润及少数股东权益合计占所有者权益总额的 93.48%；公司本部有息债务持续增长，本部债务负担较重。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

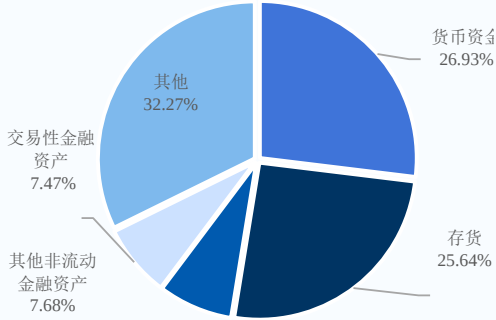
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	342.77	308.87	280.51
资产总额（亿元）	856.63	854.19	827.36
所有者权益（亿元）	560.29	551.18	555.64
短期债务（亿元）	54.30	40.10	42.02
长期债务（亿元）	64.00	104.51	106.28
全部债务（亿元）	118.30	144.61	148.30
营业总收入（亿元）	336.76	294.20	112.01
利润总额（亿元）	135.42	94.94	50.27
EBITDA（亿元）	146.13	105.55	--
经营性净现金流（亿元）	17.51	-5.69	4.36
营业利润率（%）	59.55	57.03	60.31
净资产收益率（%）	18.33	12.58	--
资产负债率（%）	34.59	35.47	32.84
全部债务资本化比率（%）	17.43	20.78	21.07
流动比率（%）	271.54	316.54	363.18
经营现金流流动负债比（%）	7.71	-2.94	--
现金短期债务比（倍）	6.31	7.70	6.68
EBITDA 利息倍数（倍）	44.00	29.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.81	1.37	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	136.85	160.90	162.88
所有者权益（亿元）	31.33	30.70	33.27
全部债务（亿元）	94.87	119.60	118.96
营业总收入（亿元）	1.27	0.12	0.03
利润总额（亿元）	19.88	24.85	13.03
资产负债率（%）	77.11	80.92	79.58
全部债务资本化比率（%）	75.18	79.57	78.15
流动比率（%）	212.46	325.45	321.05
经营现金流流动负债比（%）	-77.16	-132.80	--

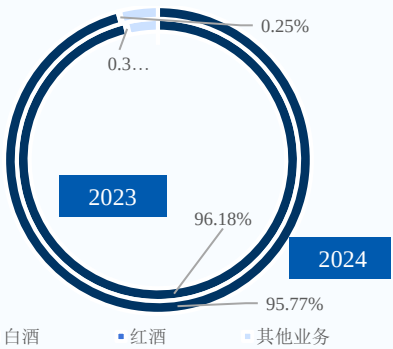
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “-”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将公司合并口径中其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

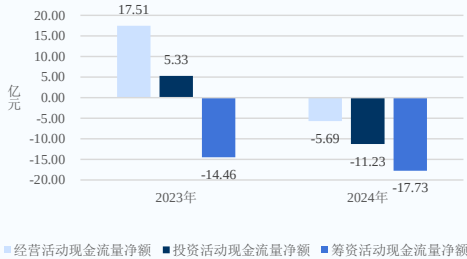
2024 年末公司资产构成



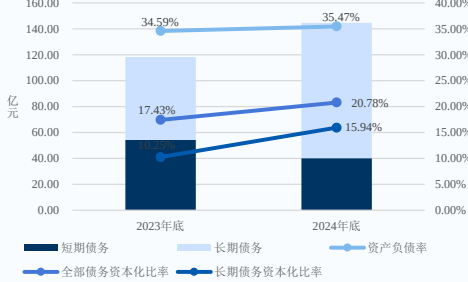
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2025 年 3 月末债券余额	到期兑付日	特殊条款
17 洋河 02	6 亿元	2.4178 亿元	2026-08-21	回售条款；调整票面利率
17 洋河 01	5 亿元	5 亿元	2027-04-28	回售条款；调整票面利率
16 洋河 01	10 亿元	1.5550 亿元	2026-03-24	回售条款；调整票面利率

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

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 洋河 01 17 洋河 01 17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28	李敬云 华艾嘉	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202204）	阅读全文
17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/08/10	高鹏 孙林林	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 （主体）	阅读全文
17 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/04/20	冯磊 王安娜	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 （主体）	阅读全文
16 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2015/11/02	周旭 冯磊	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 （主体）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 晴 wangqing@lhratings.com

项目组成员：赵奕菲 zhaoyf@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司成立于 1949 年 7 月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，1986 年 8 月经江苏省工商局批准更名为江苏洋河酒厂。1997 年 5 月，经江苏省人民政府批准，江苏洋河酒厂整体改制为现名。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本由 2024 年底的 15.00 亿元增至 25.00 亿元，唯一股东为宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“产发集团”），实际控制人为宿迁市人民政府，宿迁市国有资产监督管理委员会（以下简称“宿迁市国资委”）代行出资人职权，实际控制人所持有的公司股份未质押。

截至 2025 年 3 月末，公司主营业务未发生变化，仍主要从事白酒的生产和销售；按照联合资信行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年末，公司合并范围内拥有上市公司 1 家，为江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”，股票代码“002304.SZ”），公司持有洋河股份 34.18% 的股份（无质押）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 854.19 亿元，所有者权益 551.18 亿元（含少数股东权益 341.39 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 294.20 亿元，利润总额 94.94 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 827.36 亿元，所有者权益 555.64 亿元（含少数股东权益 342.21 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 112.01 亿元，利润总额 50.27 亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市宿城区发展大道 2480 号国丰办公楼；法定代表人：杨卫国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券为“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”（债券概况见下表），募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
17 洋河 02	6.00	2.42	2017-08-21	9（3+3+3）
17 洋河 01	5.00	5.00	2017-04-28	10（5+5）
16 洋河 01	10.00	1.56	2016-03-24	10（5+5）
合计	21.00	8.97	--	--

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

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

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

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

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

五、行业分析

2024年，受消费信心不足等因素影响，食品饮料行业需求较为疲弱，但在扩内需、促消费等政策措施助力下，行业总体保持了平稳发展。

从主要细分领域看，白酒行业总需求继续下降，消费结构优化、行业集中度提高使得规模以上企业收入、利润增长，但经营者两级分化加剧，未来行业仍将延续调整和分化的趋势。肉类加工行业整体运行基本平稳，头部企业加强品牌建设、提高深加工比例，收入整体略有下降但利润水平有所改善；行业发展的方向是规模化、集约化，具备资本实力和品牌优势的头部企业有望在竞争中获取更多市场份额。乳制品行业景气度有所下行，高端巴氏奶销售增速较高，但常温奶仍是最大的品类，行业竞争格局仍呈“两超多强”的局面；目前中国人均乳品消费量较低，随着经济发展的韧性、居民健康意识的提高，有望对乳制品行业长期的发展提供保障。休闲食品行业受益于产品品类的拓展升级和渠道的完善，2024年发展情况良好，未来具备多元渠道布局且品牌影响力强的休闲食品企业存在提升市场份额的机会。软饮料行业市场规模大但增长空间有限，行业集中度已达较高水平，存量竞争中，头部企业在产品创新能力、品牌影响力和渠道方面具有较大优势。

展望2025年，货币政策的适度宽松以及一系列扩内需措施的执行有望提振食品饮料消费需求，粮食等主要原料价格的基本稳定有利于降低经营者的成本压力，食品饮料行业的景气度有望提升。在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下，食品饮料行业有望呈现市场规模扩容与竞争格局重构的特征，头部企业加速整合，通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势；部分中小企业通过专业化、个性化经营，亦有望在局部领域取得竞争优势，获得一定发展空间。完整版行业分析详见[《食品饮料行业观察及2025年信用风险展望》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司主营业务仍依托下属上市公司洋河股份开展。洋河股份作为国内著名白酒生产企业，品牌优势显著，生产规模大，酿造工艺领先，产品质量优异，营销网络覆盖面广，在行业中竞争优势显著。公司本部历史信用记录良好。

产权方面，见“二、企业基本情况”。

公司白酒的生产经营主要依托下属子公司洋河股份开展。2024年，洋河股份的营业收入和利润规模继续保持行业前列。洋河股份自2009年上市以来，已实施现金分红15次，2024年中期分红35.10亿元，计划全年累计分红70.00亿元，同比基本持平。

品牌优势方面，洋河股份旗下拥有“洋河”“双沟”两个中国名酒品牌，以及“洋河”“蓝色经典”“梦之蓝”“双沟”“珍宝坊”和“苏酒”6个中国驰名商标。2024年，洋河股份以63亿美元入选世界知名品牌价值研究机构Brand Finance发布的“2024全球最具价值烈酒品牌价值50强”，排名全球第五；在GYBrand全球品牌研究院发布的“2024年度中国最具价值品牌500强”研究报告中，洋河股份以909.79亿元的品牌价值排名中国白酒行业第三。

生产方面，公司位于中国白酒之都宿迁市，宿迁市有“三河两湖一湿地”，被认为是与苏格兰威士忌产区、法国干邑产区齐名的世界三大湿地名酒产区之一，为酿酒提供了良好的水源、土壤、空气。公司生产厂区总占地面积70余万平方米，是江苏省最大的白酒生产基地。公司现拥有多条国内先进的白酒自动化灌装生产线，原酒年生产能力约32万吨。

公司建立了完整的产品质量保证体系，通过了包括ISO9002质量体系、ISO14001环境体系、OHSAS18001职业健康安全管理体系和HACCP食品卫生安全控制体系在内的整合型体系认证。公司成立了省级企业技术中心，被江苏省经贸委授予博士后技术创新中心称号，并被表彰为省“九五”产学研合作先进单位。公司参与起草浓香型白酒国家新标准，下设江苏省酿酒工程技术研究中心于2004年通过了项目建设省级验收。

公司洋河蓝色经典系列白酒主要销往湖北、安徽、江苏、广东、浙江、湖南等多个省、自治区、直辖市。截至2024年末，公司产品销售已渗透到中国各个地级市。公司核心产品是洋河经典系列白酒，主要度数有38度、42度、46度和52度等，并根据不

同区域的消费者需求做出调整；产品在风格上突出绵柔、淡雅的特点，实现产品差异化。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91321300142334989Y），截至 2025 年 5 月 8 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中有 1 笔金额为 2895.17 元的次级贴现信息记录；2016 年以来无新增关注/不良类记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。联合资信未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事及财务总监发生变更，撤销监事；管理制度连续，经营管理及对子公司管理正常。

跟踪期内，公司董监高离任 6 人，任职 4 人，财务总监（兼任董事）发生变更，撤销监事。截至 2025 年 4 月 29 日，公司法定代表人、董事长为杨卫国；其他董事包括李楠、李浩、仲维政和刘波；财务负责人为李松林。

2024 年 12 月，根据公司股东产发集团出具的股东决定，调整公司组织架构，撤销监事。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，受行业竞争加剧及需求疲软影响，公司营业总收入和利润总额同比下降，毛利率仍维持在很高水平。

2024 年，公司白酒业务收入占营业总收入的比重超过 90%，主业非常突出；其他业务包括红酒、粮食销售、担保、贷款、融资租赁、酒店管理、保理等，规模很小。2024 年，白酒行业进入存量竞争阶段，市场竞争加剧、需求疲软，公司主力产品集中的中端和次高端价位段承压较大，导致公司营业总收入同比下降 12.64%；综合毛利率同比下降 1.76 个百分点；利润总额 94.94 亿元，同比下降 29.89%。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 112.01 亿元，同比下降 31.71%；毛利率为 75.80%，同比下降 0.30 个百分点；利润总额 50.27 亿元，同比下降 39.20%，主要系公司白酒销售延续 2024 年销售下降态势所致。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2024 年同比变动（%、个百分点）		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	323.89	96.18%	76.23%	281.76	95.77%	74.16%	-13.01	-0.41	-2.07
红酒	1.00	0.30%	37.64%	0.73	0.25%	35.10%	-27.00	-0.05	-2.54
其他	11.87	3.52%	50.50%	11.72	3.98%	58.88%	-1.26	0.46	8.38
合计	336.76	100.00%	75.21%	294.20	100.00%	73.45%	-12.64	--	-1.76

注：尾差系四舍五入及计算单位不同所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司酒类业务经营主体为子公司洋河股份及其子公司江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟酒业”）。截至 2024 年末，洋河股份合并资产总额 673.45 亿元，所有者权益 516.93 亿元；2024 年，洋河股份实现营业总收入 288.76 亿元，利润总额 91.43 亿元。以下分析将主要围绕洋河股份展开。

2024 年，公司酒类业务采购、生产、销售模式均无重大变化。直接材料成本和直接人工成本仍为营业成本的主要构成部分，采购集中度仍较低；白酒产能保持稳定，受需求疲软及行业竞争激烈影响，产量、销量和产销率均同比下降，产品销售均价同比上升；前五大客户销售集中度仍很低，区域集中度仍较高。

洋河股份的供应部结合生产计划及库存情况制定物资采购计划，并对各种原辅材料进行集中统一采购。对于适宜招标的大宗物资，如粮食、包装材料（箱、盒、标、瓶、盖）及煤炭等，由供应部通知并协助管理部按照洋河股份《招标管理办法》组织招标确定供应商、供货量以及供应价格。供应部根据招标结果向供应商发出订单或签订采购合同。新产品包装物由供应部组织督查室、财务部、产品开发部等部门，参照已经使用的同类包装物的价格，集体确定采购价格。其他物资由供应部采取比价、议价相结合的办法确定供应商、供货量以及供应价格，报督查室审核后实施采购。供应商根据订单或合同交货，物资经质量部检验合格后，进入仓库保管。

为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份与主要供应商保持长期稳定的合作关系。由于白酒生产所需的糯米、高粱、粳米、小麦、大麦、玉米等粮食作物的产量和质量对自然环境、气候条件等因素较为敏感，导致供给量和价格波动性较大，洋河股份采用与规模大、实力雄厚的供应商合作的方式，在保证供应稳定性的同时降低了采购成本。包装材料方面，洋河股份的包装材料主要包括酒瓶、纸盒、纸箱、瓶盖、标签纸等，属于定制和专有材料，对材质、工艺和质量有着严格的要求，故此类材料的供应商主要为长期合作伙伴；对于新引进的包装材料供应商，洋河股份通过控制其订单规模的形式确保白酒包装的质量稳定性。

图表 3 洋河股份酒类业务成本构成（单位：亿元、个百分点）

项目	2023 年		2024 年		2024 年同比变动（亿元、个百分点）	
	金额	占营业成本的比重	金额	占营业成本的比重	金额	占比
直接材料	58.02	67.85%	55.71	71.87%	-2.31	4.02
直接人工	13.91	16.27%	12.69	16.37%	-1.22	0.10
燃料动力	2.85	3.33%	2.53	3.26%	-0.32	-0.07
制造费用	2.84	3.32%	2.36	3.04%	-0.48	-0.28
合计	77.62	90.77%	73.28	94.54%	-4.34	3.77

资料来源：洋河股份年报，联合资信整理

2024 年，洋河股份材料采购同比减少 2.31 亿元，直接材料成本和直接人工成本仍为酒类业务成本的主要构成部分，合计占公司营业成本的比例同比略有上升。燃料动力和制造费用占比较小，对酒类业务成本影响不大。

在采购结算方面，洋河股份仍采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。洋河股份通常在订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。如采取现金结算方式，一般在货物检验合格入库后 3 个月内支付款项；如采取银行承兑汇票方式结算，则一般在货物检验合格入库后 3 个月内支付 6 个月期银行承兑汇票。从采购集中度来看，2024 年，洋河股份向前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重同比增加 2.21 个百分点至 18.61%，采购集中度仍较低。

生产方面，洋河股份在白酒生产过程中建立了严格的质量管理体系和安全生产标准管理体系，按照严于国家食品安全管理标准的要求进行产品的全生命周期管控。基酒生产采用滚动计划管理，以便于勾储、生产部门衔接。每年年末勾储部根据销售部门提供的下一年预计销售数量及产品结构，制定下一年基酒总量及结构需求计划。生产部根据该项计划，参考当年基酒产量、结构情况，编制全年生产计划，分发到各酿酒车间及公司财务部、供应部、勾储部。各酿酒车间根据生产部的计划组织全年生产，所产基酒按不同等级送勾储部品评后分等储存；成品酒方面，公司成品酒生产模式是先计划、后备料、再组织生产。截至 2024 年底，洋河股份产能保持稳定，有三处生产基地，主要位于江苏省宿迁市来安镇、洋河镇和双沟镇；2024 年，公司根据销售情况及时调整产量，导致全年产量及产能利用率同比均有所下降。

图表 4 洋河股份白酒成品酒产销情况

指标	2023 年	2024 年	2024 年同比变动（%、个百分点）
产能（万吨/年）	31.96	31.96	--
产量（万吨）	15.88	14.55	-8.38%
产能利用率（%）	49.69	45.53	-4.16
销量（万吨）	16.62	13.91	-16.31%
产销率（%）	104.66	95.60	-9.06
销售收入（亿元）	323.89	281.76	-13.01%
销售均价（万元/吨）	19.49	20.26	3.93%

资料来源：洋河股份年报，联合资信整理

销售方面，洋河股份销售模式分为批发经销和线上直销两种，其中批发经销是公司主要的销售模式。从 2011 年开始洋河股份本部及其子公司生产的白酒统一销售给苏酒集团贸易股份有限公司（洋河股份之子公司，以下简称“苏酒集团”），由苏酒集团对外销售。为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，苏酒集团将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部和北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。近年来，洋河股份进行营销调整转型，围绕“一商为主、多商配称”的互补协调发展指导思想进行经销商体系构建。截至 2024 年末，洋河股份在江苏省内经销商较上年末增加 39 家至 2999 家，省外增加 38 家至 5867 家，

合计 8866 家，较上年末净增加 77 家。

从定价模式来看，洋河股份主要考虑产品生产成本、毛利率水平和消费者预期等因素，灵活定价，主要产品“洋河蓝色经典”系列价格覆盖低、中、高档全系列，蓝色经典主导产品“梦之蓝”切入高端礼品市场，“海之蓝”采取品牌错位竞争原则以较低价格定位，而“天之蓝”的定价使其成为衔接高端礼品与中档主流之间的支柱产品，形成了完整的三级市场价格体系，有效提高了公司的市场占有率和价格竞争力。

从销售结算方式来看，2024 年，洋河股份对客户仍基本采用先款后货的结算方式，主要通过银行转账支付；对于少部分可能采用赊销方式的客户（主要是大型超市），洋河股份严格控制赊销金额，需要经销售经理和信用管理经理书面同意，如果赊销的订货单超过销售经理的权限，需要负责销售的总经理批准。

从销售区域分布看，江苏省是洋河股份酒类产品的重要销售区域，受市场竞争加剧及需求疲软影响，2024 年洋河股份省内外销售额均有所下降，省内销售额占比同比略有提升。除江苏省外，公司白酒产品还销往河南、山东、安徽、浙江和河北等省份。公司仍有近五成酒类业务收入来自江苏省内，区域销售集中度较高，如省内市场需求下降，可能对公司白酒生产销售产生不利影响。

图表 5 洋河股份酒类销售情况的区域分布

项目	2023 年		2024 年		2024 年同比变动	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额	占比
江苏省内	143.93	44.30%	127.48	45.13%	-11.43%	0.83%
江苏省外	180.96	55.70%	155.00	54.87%	-14.35%	-0.83%
合计	324.89	100.00%	282.48	100.00%	-13.05%	--

资料来源：洋河股份年报，联合资信整理

从白酒销售情况来看，2024 年，洋河股份白酒销量和收入均同比下降，受益于部分产品价格调升，销售均价同比有所提高；同期，洋河股份对前五大经销客户的销售收入合计 23.52 亿元，占洋河股份销售总额的比例同比上升 2.56 个百分点至 8.15%，销售集中度仍很低。

经营效率方面，2024 年，主要受洋河股份销售额下降的影响，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 25.53 次、0.36 次和 0.34 次，较上年均有所下降。

2 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划；跟踪期内，公司本部无在建项目，上市公司项目建设资金压力可控。

白酒主业方面，公司将聚焦主导产品和重点市场，维护主导产品控量稳价，优化供需关系，提升经销商市场拓展运营能力，做好酒店渠道拓展和团购渠道突破，推动乡镇深耕下沉，进一步夯实市场基础，推动企业健康可持续发展。

公司本部无在建工程，合并口径在建项目以洋河股份酒类相关项目为主。2024 年末，洋河股份重要在建项目计划投资总额为 50.28 亿元，主要包括贵酒三期工程（20.00 亿元）、双沟 12 万吨陶坛库项目（10.00 亿元）和南京运营中心大楼工程（8.00 亿元）等，未来仍需投资 34.92 亿元。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围新设子公司 4 家，划出子公司 3 家，注销子公司 2 家。截至 2024 年末，公司合并范围内子公司合计 112 家。2025 年 3 月末，公司合并范围较 2024 年末无变化。公司主营业务未发生重大变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，公司资产规模较上年末基本持平，仍以流动资产为主，货币资金充裕，资产受限比例很低，资产质量良好。

截至 2024 年末，公司合并资产总额较上年末基本持平，仍以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至 2024 年末，公司流动资产较上年末略有下降；货币资金主要由银行存款（226.78 亿元）构成，受限货币资金 2.67 亿元，受限比例很低；存货主要由以基酒为主的半成品（占 73.56%）、库存商品（11.52%）和开发成本（占 9.90%）构成，累计计提跌价准备 0.24 亿元，计提比例很低。

截至 2024 年末，公司非流动资产较上年末基本持平。其他非流动金融资产全部为以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具投资，其中洋河股份投资 46.14 亿元、公司本部投资 19.30 亿元；固定资产主要由房屋及建筑物（占 85.21%）和机器设备（占 12.52%）构成，累计计提折旧 74.67 亿元，固定资产成新率较低。

截至 2024 年末，公司受限资产合计 8.60 亿元，受限比例为 1.01%，受限资产由 2.67 亿元受限货币资金（受限原因为定期存款应收利息及冻结银行存款）和 5.93 亿元受限长期应收款（受限原因为质押借款）构成。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额结构较年初变化不大，货币资金有所减少。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		2024 年末较上年末 变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	616.76	72.00	613.39	71.81	584.79	70.68	-0.55
货币资金	268.09	43.47	230.03	37.50	192.08	32.85	-14.20
存货	212.49	34.45	219.04	35.71	207.79	35.53	3.08
非流动资产	239.87	28.00	240.79	28.19	242.58	29.32	0.38
其他非流动金融资产	75.77	31.59	65.64	27.26	65.01	26.80	-13.38
固定资产	54.79	22.84	56.81	23.59	62.40	25.72	3.69
资产总额	856.63	100.00	854.19	100.00	827.36	100.00	-0.29

注：“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司所有者权益变化不大，其中少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性较弱；负债规模较上年末变化不大，有息债务有所增长，期限结构仍以长期债务为主，债务负担仍较轻。

截至 2024 年末，公司所有者权益 551.18 亿元，较上年末略有下降。其中，少数股东权益、实收资本和未分配利润分别占 61.94%、2.72%和 31.55%，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益 555.64 亿元，较上年末变化不大；实收资本增加 5.00 亿元至 20.00 亿元。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末略有增长，非流动负债占比上升较快。截至 2024 年末，公司流动负债较上年末下降。短期借款主要由保证借款（18.64 亿元）、信用借款（3.00 亿元）和质押借款（3.00 亿元）构成。其他应付款主要由经销商保证金（6.67 亿元）、经销商风险抵押金（6.41 亿元）、预提费用（4.27 亿元）和质保金、履约保证金（2.55 亿元）构成。账龄超过 1 年的重要其他应付款主要为应付经销商风险抵押金和经销商保证金，合计 5.62 亿元。截至 2024 年末，公司合同负债较上年末略有下降，主要系预收货款减少所致，公司合同负债主要为预收货款和应付经销商尚未结算的折扣与折让。截至 2024 年末，公司非流动负债较上年末大幅增长。长期借款较上年末大幅增加，主要由保证借款（17.28 亿元）构成。2024 年，公司发行多笔债券，应付债券规模较上年末大幅增长。截至 2025 年 3 月末，公司负债规模较上年末有所下降，合同负债下降，长期借款增加，结构趋于均衡。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		2024 年末较年初变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	227.14	76.65	193.78	63.95	161.02	59.26	-14.69
短期借款	23.42	10.31	24.66	12.72	25.64	15.93	5.29
其他应付款	20.32	8.95	20.70	10.68	13.16	8.17	1.86
合同负债	111.29	49.00	103.61	53.47	70.41	111.29	-6.90
非流动负债	69.21	23.35	109.22	36.05	110.71	69.21	57.82
长期借款	6.05	8.74	18.14	16.61	22.53	6.05	199.99

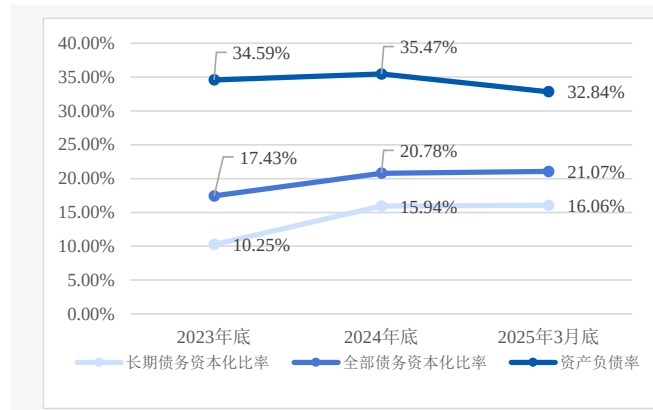
应付债券	57.46	83.03	85.97	78.71	83.37	57.46	49.61
负债总额	296.35	100.00	303.00	100.00	271.73	296.35	2.25

注：“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

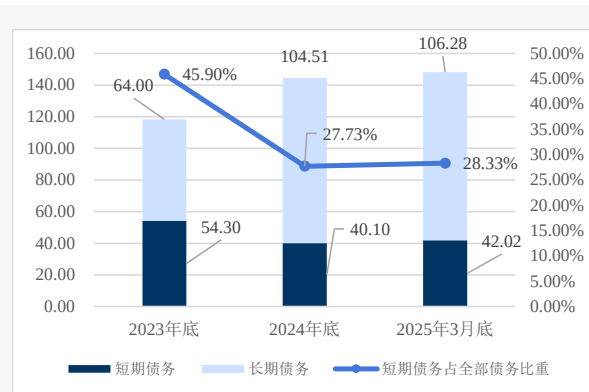
截至 2024 年末，公司全部债务 144.61 亿元，较上年末增长 22.25%，主要系长期债务增加所致。债务结构以长期债务为主，主要由应付债券构成。从债务指标来看，截至 2024 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年末有所上升。截至 2025 年 3 月末，公司全部债务规模和结构变化不大。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年末分别下降 2.63 个百分点、上升 0.28 个百分点和上升 0.12 个百分点。

图表 8 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，受行业竞争激烈及需求放缓影响，公司营业总收入和利润总额同比有所下降，主要盈利指标较上年有不同程度的下降，但整体仍处于极强水平，需关注消费信心不足对公司业绩带来的压力。

盈利方面，2024 年，公司营业总收入与营业成本均同比下降，且收入降幅大于成本降幅，主要盈利指标表现较上年有不同程度的下降；期间费用总额主要为销售费用和管理费用，期间费用占营业总收入的 24.36%，对利润存在一定侵蚀。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比下降 31.71%，主要系受白酒销售市场行情影响，产品销售量和销售收入下降所致；利润总额 50.27 亿元，同比下降 39.20%。

图表 10 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比增长率（%、个百分点）
营业总收入	336.76	294.20	112.01	-12.64
营业成本	83.49	78.10	27.10	-6.45
费用总额	69.11	71.67	18.77	3.71
其中：销售费用	53.91	55.18	13.70	2.35
管理费用	17.92	19.50	4.46	8.82
研发费用	2.85	1.05	0.64	-63.20
财务费用	-5.56	-4.05	-0.04	-27.24
投资收益	4.08	3.07	1.63	-24.67
利润总额	135.42	94.94	50.27	-29.89
营业利润率	59.55	57.03	60.31	-2.52
总资本收益率	15.62	10.48	--	-5.14
净资产收益率	18.33	12.58	--	-5.74

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 · 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出；投资活动主要为购买理财产品，筹资活动现金净流出规模扩大，整体对外融资需求不大。

2024 年，公司经营活动现金流转为净流出，其中，销售商品、提供劳务收到的现金较上年的减少（38.16 亿元）高于购买商品、接受劳务支付的现金的减少（13.48 亿元），同时，支付其他经营活动有关的现金（对产发集团往来款）较上年增长 15.65%至 187.64 亿元；现金收入比有所上升；投资活动现金转为净流出，主要系银行结构性存款增减变动，收回投资收到的现金增加额小于投资支付的现金增加额，且当期项目建设相关购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加 3.18 亿元所致；筹资活动前现金流量净额为-16.82 亿元。2024 年，公司筹资活动现金净流出规模同比扩大 22.59%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入，投资活动和筹资活动现金净流出。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	458.35	431.09	123.45
经营活动现金流出小计	440.84	436.77	119.09
经营活动现金流量净额	17.51	-5.69	4.36
投资活动现金流入小计	115.58	140.85	88.24
投资活动现金流出小计	110.25	152.08	110.47
投资活动现金流量净额	5.33	-11.23	-22.23
筹资活动前现金流量净额	22.84	-16.92	-17.87
筹资活动现金流入小计	97.06	103.06	17.93
筹资活动现金流出小计	111.52	120.79	37.89
筹资活动现金流量净额	-14.46	-17.73	-19.96
现金收入比	110.60	113.63	93.66

注：小数尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司长期偿债能力指标处于良好水平。公司间接融资渠道畅通，下属上市公司具备直接融资渠道。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	271.54	316.54
	速动比率（%）	177.99	203.50
	经营现金/流动负债（%）	7.71	-2.94
	经营现金/短期债务（倍）	0.32	-0.14
	现金类资产/短期债务（倍）	6.31	7.70
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	146.13	105.55
	全部债务/EBITDA（倍）	0.81	1.37
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	44.00	29.06
	经营现金/利息支出（倍）	5.27	-1.57

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

截至 2024 年末，公司流动比率与速动比率均较上年末有所提升；现金类资产对短期债务的保障能力有所上升。2024 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 89.95%）构成，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍很高。

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月末，公司获得各银行授信合计 110.00 亿元，尚未使用授信额度 60.68 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司洋河股份为上市公司，拥有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年末，公司本部资产构成以对关联方拆借款及持有的子公司股权为主，直接持有洋河股份市值高，本部资产质量良好；有息债务持续增长，债务负担较重，对债券融资依赖度高，集中兑付压力可控。公司本部获得的洋河股份分红稳定且规模可观，对利息保障能力很强。

截至 2024 年末，公司本部资产总额 160.90 亿元，较上年底增长 17.58%。其中，流动资产占 67.56%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 78.29%）和存货（占 19.97%）构成。其他应收款主要为对股东和对公司合并口径内子公司的往来款，期末累计计提坏账准备 0.34 亿元，账龄在 1 年以内的占 98.36%；前三名包括对产发集团往来款 44.05 亿元、对子公司宿迁产发商业保理有限公司（以下简称“保理公司”）往来款 17.69 亿元和子公司江苏淮海融资租赁有限公司往来款 20.34 亿元。存货主要为开发成本。非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 36.97%）和长期股权投资（占 61.27%）构成。其他非流动金融资产为以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具投资 19.30 亿元。长期股权投资主要包括对子公司投资 28.79 亿元和对联营、合营企业投资 3.19 亿元，其中对子公司投资包括对保利公司投资 5.25 亿元，对融资租赁公司投资 22.16 亿元（2024 年末较上年末增加 14.57 亿元），对洋河股份投资 0.55 亿元。截至 2024 年末，公司本部货币资金为 1.89 亿元。

截至 2024 年末，公司本部负债总额 130.20 亿元，较上年底增长 23.38%。其中，非流动负债占 74.35%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 62.91%）和其他流动负债（占 30.01%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 11.19%）和应付债券（占 88.81%）构成。截至 2024 年末，公司本部全部债务 119.60 亿元，债券融资占比为 80.26%，一年内到期的债券占比为 10.44%。其中，长期债务占 80.94%。截至 2024 年末，公司本部全部债务资本化比率为 79.57%。

截至 2024 年末，公司本部所有者权益为 30.70 亿元，较上年末下降 1.99%。在所有者权益中，实收资本为 15.00 亿元（占 48.85%）、盈余公积合计 6.97 亿元（占 22.71%）。公司本部持续向产发集团分红，故权益一直没有积累。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.12 亿元，利润总额为 24.85 亿元。同期，公司本部投资收益为 26.05 亿元，主要为成本法核算的长期股权投资收益 24.44 亿元。

2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-44.36 亿元，投资活动现金流净额 16.96 亿元，筹资活动现金流净额 20.97 亿元。其中，取得投资收益收到的现金为 25.86 亿元，为洋河股份分红。2024 年，公司本部利息费用 3.54 亿元，利息收入 2.53 亿元；此外，本部直接持有洋河股份 34.18%股权，均未质押，截至 2025 年 3 月底参考市值 392.58 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重环境保护、绿色发展，主动履行作为民生企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。

环境责任方面，公司主要经营主体洋河股份及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2024 年未发生重大环保事故，亦不存在因违法违规而受到重大行政处罚的情形。洋河股份重视环境保护工作，2024 年污水运行及环保管理共投入约 5203.07 万元，缴纳环境保护税 95.02 万元。

社会责任方面，洋河股份注重投资者权益保护、员工权益保护，注重质量控制和食品安全，参与公益事业。2024 年，广东、湖南、江西等地区连续强降雨，公司与部分经销商团队前往受灾地捐赠了急需物资，对核心受灾地区捐赠善款和救助物资；公司向宿迁中学慈善捐赠 100 万元，支持宿迁中学的教育发展，同时为家庭经济困难的学生提供资助。2024 年，公司对外捐赠投入 1800.8 万元。2024 年，公司乡村振兴方面进行产业援藏、原粮种植基地采购和对口帮扶，共计投入 3.09 亿元。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，可以满足公司日常经营管理需要。

七、外部支持

宿迁市人民政府计划重点发展酿造（酒）细分产业，外部环境有利于公司发展。

2021 年 2 月，宿迁市人民政府发布《宿迁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称“《纲要》”）。《纲要》指出，酿造（酒）作为重点发展的细分产业之一，要围绕打响中国酒都品牌、以白酒、啤酒为重点，以大型进一步发展宿迁酒产业；以洋河酒厂、双沟酒业为龙头，发展高端白酒，进一步做强宿迁酒产业实力，公司外部发展环境有利于公司实现经营目标。《宿迁市 2025 年政府工作报告》指出，要积极构筑特色发展优势，实施“酒都核心区+区域性特色酒庄”联动战

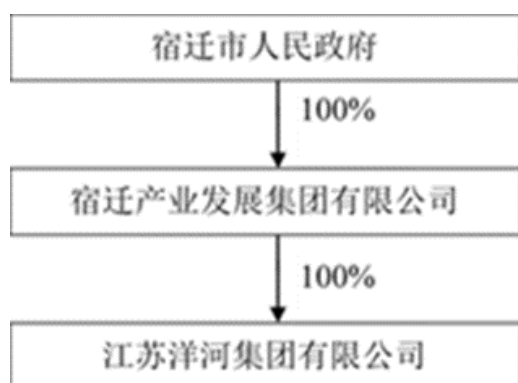
略，支持洋河股份做大做强，推动中小酒企“上台阶”，酒产业产值突破 500 亿元。2024 年，洋河股份营业总收入占宿迁市全年生产总值的 6.01%

2025 年 2 月，江苏洋河集团有限公司 2025 年第 1 次董事会决议会议通过《关于洋河集团增资至 25 亿元的议案》。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本已由 15 亿元增加至 25 亿元；实收资本 20 亿元。

八、跟踪评级结论

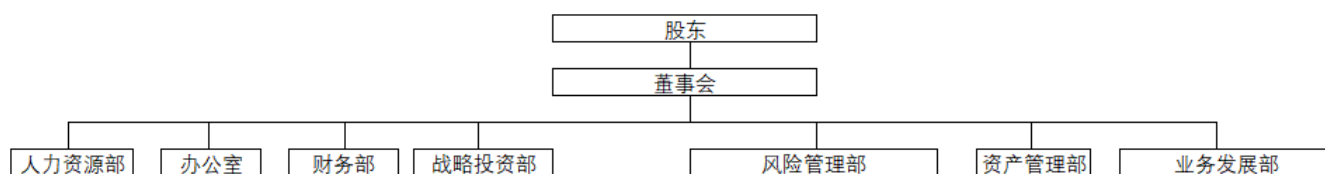
基于对公司经营风险、财务风险、债券条款及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	342.77	308.87	280.51
应收账款（亿元）	0.04	0.09	0.09
其他应收款（亿元）	35.71	47.24	0.00
存货（亿元）	212.49	219.04	207.79
长期股权投资（亿元）	16.62	16.79	16.85
固定资产（亿元）	54.79	56.81	0.00
在建工程（亿元）	14.74	19.13	0.00
资产总额（亿元）	856.63	854.19	827.36
实收资本（亿元）	15.00	15.00	20.00
少数股东权益（亿元）	349.20	341.39	342.21
所有者权益（亿元）	560.29	551.18	555.64
短期债务（亿元）	54.30	40.10	42.02
长期债务（亿元）	64.00	104.51	106.28
全部债务（亿元）	118.30	144.61	148.30
营业总收入（亿元）	336.76	294.20	112.01
营业成本（亿元）	83.49	78.10	27.10
其他收益（亿元）	0.75	0.63	0.29
利润总额（亿元）	135.42	94.94	50.27
EBITDA（亿元）	146.13	105.55	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	372.45	334.29	104.92
经营活动现金流入小计（亿元）	458.35	431.09	123.45
经营活动现金流量净额（亿元）	17.51	-5.69	4.36
投资活动现金流量净额（亿元）	5.33	-11.23	-22.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	-14.46	-17.73	-19.96
财务指标			
销售债权周转次数（次）	33.64	25.53	--
存货周转次数（次）	0.40	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.34	--
现金收入比（%）	110.60	113.63	93.66
营业利润率（%）	59.55	57.03	60.31
总资本收益率（%）	15.62	10.48	--
净资产收益率（%）	18.33	12.58	--
长期债务资本化比率（%）	10.25	15.94	16.06
全部债务资本化比率（%）	17.43	20.78	21.07
资产负债率（%）	34.59	35.47	32.84
流动比率（%）	271.54	316.54	363.18
速动比率（%）	177.99	203.50	234.13
经营现金流动负债比（%）	7.71	-2.94	--
现金短期债务比（倍）	6.31	7.70	6.68
EBITDA 利息倍数（倍）	44.00	29.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.81	1.37	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.32	1.89	5.05
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	68.00	85.10	0.00
存货（亿元）	21.52	21.71	21.86
长期股权投资（亿元）	17.47	31.98	32.02
固定资产（亿元）（合计）	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）（合计）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	136.85	160.90	162.88
实收资本（亿元）	15.00	15.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	31.33	30.70	33.27
短期债务（亿元）	35.41	22.80	23.81
长期债务（亿元）	59.46	96.80	95.15
全部债务（亿元）	94.87	119.60	118.96
营业总收入（亿元）	1.27	0.12	0.03
营业成本（亿元）	1.05	0.02	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	19.88	24.85	13.03
EBITDA（亿元）	23.15	28.39	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.46	0.10	0.03
经营活动现金流入小计（亿元）	129.83	123.63	29.75
经营活动现金流量净额（亿元）	-35.54	-44.36	-7.62
投资活动现金流量净额（亿元）	14.68	16.96	12.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.92	20.97	-1.22
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.00
现金收入比（%）	98.39	115.06	86.30
营业利润率（%）	15.21	16.80	70.11
净资产收益率（%）	81.90	63.46	80.92
长期债务资本化比率（%）	69.86	65.49	75.92
全部债务资本化比率（%）	81.24	75.18	79.57
资产负债率（%）	83.03	77.11	80.92
流动比率（%）	157.25	212.46	325.45
速动比率（%）	113.14	165.73	260.45
经营现金流动负债比（%）	-46.49	-77.16	-132.80
现金短期债务比（倍）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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