



内部编号: 2025060546

杭州市商贸旅游集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

定期跟踪评级报告

项目负责人: 熊桦  xh@shxsj.com
项目组成员: 嵇敏珍  jiminzhen@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025) 100436】

评级对象： 杭州市商贸旅游集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第一期）

22 杭旅 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日

前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 28 日

首次评级： AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 17 日



跟踪评级观点：

主要优势：

- 区位优势。杭州市区域经济较发达，商贸旅游市场活跃，消费需求较为旺盛，杭州商旅经营发展持续享有较好的区位优势。
- 股东支持。作为杭州市国资委直属企业，杭州商旅能获得股东及政府的必要支持。近年来随着公司完成与杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司（简称“运河集团”）重大资产重组，以及资产划入等，公司业务资源及经营规模进一步扩大。跟踪期，公司继续获得杭州国际会议中心有限公司等资产无偿划入。
- 品牌影响力大，区域市场竞争力强。杭州商旅业务发展较多元，并形成规模化经营。公司品牌资源丰富，下属杭州大厦、黄龙饭店、知味观等品牌知名度高，在区域市场保持着突出的市场地位和较强的综合竞争力。
- 财务结构较稳健。杭州商旅现金类资产较充足，并拥有肯德基等优质股权资产，以及一定规模位置优越的自有商业物业资产，总体来看公司财务结构仍较稳健，对债务保障程度良好。
- 财务弹性较好。杭州商旅旗下拥有上市公司杭州解百，具备资本市场融资渠道。此外，公司与多家商业银行建立了合作关系，目前未使用银行授信规模较大，财务弹性较好。

主要风险：

- 外部环境及市场竞争压力。杭州商旅商贸、酒店餐饮等核心主业运营受宏观经济及消费市场需求波动影响较大，且行业竞争持续激烈；公司区域开发业务受土地及房地产市场表现、政府土地出让规划安排等因素影响较大，公司运营相应面临一定的外部压力或不确定性。
- 投融资压力。随着杭州商旅主业发展尤其是区域开发板块项目开发建设的推进，公司后续仍存在投资性支出需求，相应面临一定投融资压力。
- 投资风险。杭州商旅下属运河集团存在一定不动产项目开发及投资，需关注相关项目运作及投资风险。此外，公司持有一定规模金融类资产及股权投资，需关注资产价值波动及投资回报情况。
- 经营管理压力。随着杭州商旅下属企业数量增多，涉及业务领域多元化，公司在经营管理方面存在不断整合优化、提升效率等方面的需求，以及相关风控压力亦有所加大。

跟踪评级结论

通过对杭州商旅主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计杭州商旅信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 经营出现重大调整或变化，并导致主业竞争力及市场地位出现显著下滑；

② 有证据表明外部支持方的支持意愿及/或力度出现明显弱化。

主要财务数据及指标				
项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	16.60	44.88	23.50	57.40
刚性债务 (亿元)	40.32	50.44	80.72	120.76
所有者权益 (亿元)	274.17	304.15	321.66	322.65
经营性现金净流入量 (亿元)	2.72	0.31	1.14	-0.02
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	943.25	1,037.62	1,010.76	1,013.39
总负债 (亿元)	568.74	632.17	617.79	617.36
刚性债务 (亿元)	271.40	316.86	318.37	326.39
所有者权益 (亿元)	374.51	405.44	392.97	396.03
营业收入 (亿元)	170.46	192.40	192.24	41.63
净利润 (亿元)	15.15	16.75	14.07	3.48
经营性现金净流入量 (亿元)	31.99	51.06	17.63	-6.27
EBITDA (亿元)	36.76	40.61	33.37	—
资产负债率[%]	60.30	60.93	61.12	60.92
权益资本与刚性债务比率[%]	137.99	127.96	123.43	121.34
流动比率[%]	183.65	147.26	123.31	147.84
现金比率[%]	124.13	102.70	78.46	96.82
利息保障倍数[倍]	2.18	2.19	1.97	—
净资产收益率[%]	4.15	4.29	3.52	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.84	27.55	7.94	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.12	3.83	-3.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.91	2.94	2.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.11	—

注：2023 年和 2024 年杭州商旅均发生同一控制下企业合并。本评级报告财务数据依据发行人提供的经连审的 2020-2022 年度财务数据、经审计的 2023-2024 年财务数据以及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2023 年/末数据采用 2024 年期初数或上期数。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）			
评级要素			结果
个体信用	业务风险		1
	财务风险		4
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	↑ 2	
主体信用级别			AAA
调整因素：/			
支持因素：（↑ 2）			
该公司为杭州市国资委直属企业，定位为杭州市商贸文旅投资建设运营和城市生活物资保供公司，能获得股东及政府的必要支持。			

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26752&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《零售行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32751&mid=5&listype=1
《文化旅游基础设施与运营行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32763&cid=91&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照杭州市商贸旅游集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22 杭旅 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭州商旅提供的经审计的 2024 年度以及未经审计的 2025 年一季度财务报表及相关经营数据，对杭州商旅的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2025 年 5 月末，该公司本部存续期债券情况见图表 1。此外，同期末公司合并口径下还存续的债券产品包括国君-杭州黄龙饭店绿色资产支持专项计划（碳中和），发行规模 16.71 亿元，票面利率 2.90%；长城-杭州西溪投资资产支持专项计划，发行规模 6.51 亿元，票面利率 3.29%和 3.60%；中金-杭州国际会议中心二期资产支持专项计划，发行规模 20 亿元，发行利率 2.94%；杭州市农业发展集团有限公司 2024 年度第一期定向资产支持票据，发行规模 9.50 亿元，发行利率 2.47%。

图表 1. 截至 2025 年 5 月末公司本部存续债券情况

债项名称	发行金额（亿元）	本金余额（亿元）	期限	利率（%）	起息日	到期日期
22 杭旅 01	10.00	10.00	3 年	2.69	2022-10-18	2025-10-18
24 杭旅 01	20.00	20.00	3 年	2.65	2024-03-26	2027-03-26
24 杭商贸 SCP005*	10.00	10.00	270 天	2.08	2024-09-06	2025-06-03
24 杭商贸 SCP006*	10.00	10.00	270 天	2.04	2024-09-26	2025-06-23
24 杭商贸 SCP007*	10.00	10.00	270 天	2.08	2024-09-27	2025-06-24
24 杭商贸 MTN001	10.00	10.00	5 年	2.03	2024-12-24	2029-12-24
25 杭商贸 MTN001	15.00	15.00	3 年	1.82	2025-01-10	2028-01-10
25 杭商贸 MTN002	15.00	15.00	5 年	2.05	2025-01-15	2030-01-15
25 杭旅 01	10.00	10.00	3 年	2.13	2025-03-28	2028-03-28
25 杭旅 02	10.00	10.00	3 年	2.05	2025-04-10	2028-04-10
25 杭旅 03	10.00	10.00	3 年	2.06	2025-04-16	2028-04-16
25 杭旅 04	10.00	10.00	5 年	2.20	2025-04-23	2030-04-23
合计	140.00	140.00	-	-	-	-

资料来源：Wind

注：标*债券截至评级报告日已完成兑付

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

2023 年杭州商旅与运河集团完成重大资产重组¹，属于同一控制下企业合并。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020-2022 年财务报表进行了连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和其他各项具体会计准则、应用指南及准则解释的规定编制财务报表。公司 2025 年第一季度财务数据未经审计。因公司 2024 年度存在同一控制下企业合并以及前期会计差错更正，

¹ 根据《杭州市人民政府国有资产监督管理委员会关于杭州市商贸旅游集团有限公司与杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司实施整合重组的通知》（杭国资改〔2023〕12 号），决定以 2021 年 12 月 31 日为基准日、经审计的净资产值为依据，将杭州市人民政府持有的运河集团 84.30%股权无偿划转至杭州商旅。

本评级报告 2023 年数据采用 2024 年审计报告列示的期初数或上期数。

2024 年以来，随着市属国企改革整合的推进，根据杭国资改〔2024〕11 号文等，将杭州国际会议中心有限公司（简称“杭州国际会议中心”）100%股权、杭州旅游集团有限公司（简称“旅游集团”）100%股权、杭州市城投服务集团有限公司钱江新城假日酒店等无偿划转至该公司，并新组建杭州市会展集团有限公司（简称“会展集团”）和杭州市体育产业发展集团有限公司。公司 2024 年因同一控制下企业合并、投资新设等，新纳入合并范围的企业共 17 家，因转让及注销减少 11 家企业。2025 年第一季度，公司新设浙江五味和酿造有限公司，截至 2025 年 3 月末公司纳入合并范围企业共计 149 家。

2. 业务

随着近年该公司重组及整合的推进，主业进一步多元化，目前在商贸、宾馆餐饮、食品销售、服务、文化旅游、区域开发等领域均有布局。公司拥有杭州大厦、黄龙饭店、知味观等一批知名品牌，在区域内具有很强的资源优势 and 品牌影响力。跟踪期内，受外部宏观环境及消费增速放缓等影响，公司收入及利润规模有所下滑，但仍维持在较大规模水平。此外，公司下属运河集团主要负责运河新城和杭钢新城开发建设，并从事区域内不动产项目投资，需关注相关投融资压力以及房产项目投资风险。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

2024 年以来国民经济稳中有进，政府促消费政策持续发力，对国内消费市场形成有力支撑，零售行业运行总体平稳。得益于国内居民收入稳步增长，消费场景不断拓展、文旅市场需求相对旺盛以及促消费政策驱动等，当年服务性消费、升级类商品及“以旧换新”类商品消费增长相对较快；消费领域价格水平总体平稳。但同时，在当前外部经济形势仍然复杂多变、就业及住房市场压力传导及消费偏好转变等背景下，居民消费信心依然偏弱，有效消费需求仍显不足，消费活力有待进一步提升。同时，近年来在外部环境变化影响下，零售行业内部维持激烈竞争，主要零售业态运行表现持续呈现分化，实体零售面临的竞争及调改压力更为突出。

2025 年，零售行业预计仍将保持稳步增长，但宏观经济形势、政府消费领域政策及财政支持力度、居民消费信心复苏进程等因素变化仍或影响行业增速表现。零售行业整体信用质量预期持稳。但行业内部延续激烈竞争态势，各业态表现预计继续分化。主要受益于各大电商平台在流量获取、商品及服务质量、价格等环节的持续优化提升，预计线上零售规模仍将保持增长；实体零售预计总体仍承压，其中得益于体验类消费及奥莱品类需求，购物中心及奥特莱斯等业态运行表现或相对平稳，百货及超市业态则预计仍将面临持续较大的调改需求及业绩增长压力。

详见：《零售行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

2024 年以来，我国旅游市场全面复苏但增速有所放缓，仍以本地游和周边游为主，全年国内出游人次和游客出

游总花费同比分别增长 14.8%和 17.1%至 56.15 亿和 5.75 万亿元，增速较上年同期放缓，分别恢复至 2019 年同期的 100.4%和 93.5%，收入恢复仍滞后于人次恢复；国际旅游市场在政策优化助力下加速复苏，前三季度出境旅游人数约 0.95 亿人次，同比增长 52.0%，恢复至 2019 年的 82%，入境游客 0.95 亿人次，同比增长 78.8%，恢复至 2019 年的 90%以上。从细分行业来看，我国旅游景区行业经历快速回暖后整体进入良性增长阶段，国内主要景区游客接待量增速有所放缓或呈小幅下降，传统旅游景区仍需加快提质升级；国内酒店消费需求加速迭代，竞争日趋激烈，行业增长略显乏力，在旅游市场整体良性发展、提质增效的背景下，酒店业将进一步趋于品牌化、连锁化和集团化发展。

展望 2025 年，文旅消费需求有望在一系列政策刺激下进一步扩大，预计行业整体呈稳步发展态势。需求韧性叠加政策效应显现，行业供给侧有望提质升级，从而助力旅游消费活力进一步释放；国际旅游市场在政策优化叠加需求释放推动下将加速回暖；存量债务结构优化调整的前提下资本性支出需求将有所恢复；文旅产业在核心业务运营方面尚存在巨大改善空间；行业内不同类型企业信用质量分化延续。

详见：《文化旅游基础设施与运营行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

区域市场因素

杭州市是浙江省省会，副省级城市，全省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲中心城市和著名的风景旅游城市，也是中国东南部交通枢纽城市。杭州市下辖 10 个区、2 个县和 1 个县级市，全市土地总面积 1.68 万平方公里，2024 年末全市常住人口 1,262.4 万，全市人均地区生产总值为 17.39 万元。

杭州市经济发展质量较好，以数字经济为引领、服务业为主导、现代制造业为支撑的产业格局不断巩固，产业结构进一步优化。2022-2024 年，杭州市分别实现地区生产总值 1.88 万亿元、2.01 万亿元和 2.19 万亿元，其中 2024 年全市地区生产总值增速为 4.7%，第一产业增加值 369 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 5,529 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 15,962 亿元，增长 5.0%。2025 年第一季度，全市实现地区生产总值 5,715 亿元，增速为 5.2%。

图表 2. 杭州市主要经济数据

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	18,753	1.5	20,059	5.6	21,860	4.7	5,715	5.2
人均生产总值 (万元)	15.26	-	16.11	-	17.39	-	--	--
人均地区生产总值倍数 (倍)	1.78	-	1.80	-	1.82	-	--	--
城镇居民人均可支配收入 (万元)	7.70	-	8.06	-	8.34	3.4	2.73	4.1
规模以上工业增加值 (亿元)	4,198	0.3	4,355	2.4	4,409.1	4.0	1,073	7.0
全社会固定资产投资 (亿元)	-	6.0	-	2.8	-	-2.9	--	0.4
社会消费品零售总额 (亿元)	7,294	5.8	7,671	5.2	9,151 ²	2.8	2,075	6.3
进出口总额 (亿元)	7,565	2.7	8,030	6.1	8,549	6.4	2,103	10.8
三次产业结构	1.8: 30.0: 68.2		1.7: 28.3: 70.0		1.7: 25.3: 73.0		--	

注：根据杭州市国民经济和社会发展统计公报等整理。

消费市场方面，2024 年杭州市社会消费品零售总额 9,151 亿元，较上年增长 2.8%。其中，商品零售 8,482 亿元，较上年增长 3.2%；餐饮收入 669 亿元，较上年增长 0.8%，均保持增长但增速有所放缓。当年“以旧换新”等促消费政策效应持续释放，限额以上商品中，家用电器和音像器材、通讯器材类商品零售额分别增长 16.6%和 35.3%；粮油、食品类基本平稳增长，零售额增长 5.7%。零售市场方面，杭州市商业氛围浓厚，百货零售业发展历史悠久，现已形成十多个大型商圈，包括武林商圈、湖滨商圈、吴山商圈、庆春商圈、下沙商圈、钱江新城商圈等。近年来随着华润万象城、万达广场、凯德来福士、宝龙城、印象城等企业的入驻，杭州商圈以往杭州大厦、银泰本土双强的格局被打破，竞争持续较为激烈。酒店餐饮方面，2024 年以来杭州市旅游消费市场发展态势较好，当年接待全域旅游人数 2.4 亿人次，按可比口径增长 7.5%；接待入境过夜游客 116.69 万人次，同比增长 107.8%。全市年末各类旅行社 1,164 家；星级宾馆（饭店）93 家，其中五星级 23 家；A 级旅游景区 115 个，其中 5A 级

² 根据第五次全国经济普查结果对社会消费品零售总额进行了修订。

3 个。

2022-2024 年杭州市一般公共预算收入呈增长趋势，分别为 2,450.61 亿元、2,616.81 亿元和 2,640.33 亿元，其中税收收入分别为 2,169.85 亿元、2,348.13 亿元和 2,283.32 亿元；近三年税收收入占比分别为 88.54%、89.73%和 86.48%，财政收入质量较好。财政支出方面，2022-2024 年杭州市一般公共预算支出分别为 2,542.09 亿元、2,596.28 亿元和 2,650.08 亿元，一般公共预算自给率分别为 96.40%、100.79%和 99.63%，财政自给能力强。

图表 3. 杭州市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入	2,450.61	2,616.81	2,640.33
其中：税收收入	2,169.85	2,348.13	2,283.32
一般公共预算支出	2,542.09	2,596.28	2,650.08
政府性基金预算收入	3,202.24	2,233.40	1,531.08
其中：国有土地使用权出让收入	2,916.64	2,026.93	1,395.63
政府性基金预算支出	2,754.11	1,853.44	1,478.64

注：根据杭州市财政决算报告和杭州市财政局网站数据整理；2024 年为预算执行数据。

（2）业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计		170.46	192.40	192.24	41.63	51.05
其中：核心业务营业收入	金额	165.05	185.35	186.90	40.75	49.45
	占比	96.83	96.33	97.22	97.88	96.85
（1）商品销售	金额	114.60	114.96	119.22	28.98	34.83
	占比	69.43	62.03	63.79	71.12	70.45
（2）宾馆餐饮	金额	9.40	18.03	13.80	2.77	2.68
	占比	5.70	9.73	7.39	6.79	5.41
（3）食品销售	金额	12.84	13.24	13.12	2.58	3.44
	占比	7.78	7.14	7.02	6.33	6.97
（4）服务	金额	14.75	17.33	19.86	3.74	3.40
	占比	8.94	9.35	10.63	9.18	6.87
（5）代建管理费	金额	2.25	2.40	2.24	0.34	0.78
	占比	1.36	1.30	1.20	0.84	1.59
（6）其他	金额	11.21	19.37	18.65	2.34	4.31
	占比	6.79	10.45	9.98	5.74	8.72
毛利率		21.47	24.96	22.67	22.81	22.50
（1）商品销售		12.10	12.01	9.45	11.78	11.04
（2）宾馆餐饮		70.01	59.91	64.65	69.35	76.60
（3）食品销售		29.17	33.10	35.53	36.41	30.55
（4）服务		14.48	17.60	17.22	26.77	27.92
（5）代建管理费		93.17	99.70	99.62	97.35	76.34

资料来源：杭州商旅

该公司经过多年发展已形成了百货零售、宾馆餐饮、食品销售、服务、区域开发、文化旅游等业务多元化发展的经营格局。公司业务大量布局在浙江省杭州市，旗下拥有零售类上市公司杭州解百集团股份有限公司（简称“杭

州解百”)³，以及杭州大厦、黄龙饭店、知味观等一批区域知名品牌。公司作为杭州地区商贸零售、餐饮行业龙头企业，旗下品牌资源丰富，在区域内保持着很强的资源优势和品牌影响力。同时，2023 年公司完成与运河集团的重大资产重组以及 2024 年国际会议中心、旅游集团等资产无偿划入，公司业务资源进一步丰富且保持着较大的经营规模。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现营业收入 170.46 亿元、192.40 亿元、192.24 亿元和 41.63 亿元。跟踪期内，受宏观环境及消费需求增速放缓等影响，公司收入规模有所下降，2024 年和 2025 年第一季度营业收入同比分别减少 0.09%和 18.46%。从收入构成来看，商品销售收入仍为公司第一大收入来源，2024 年占核心业务收入的比重为 63.79%；加之宾馆餐饮、食品销售、服务和代建管理费收入，合计占核心业务收入的比重达到 90.02%。

此外，该公司跟踪期其他业务收入还包括房地产收入、租赁收入、旅游收入、车辆运营收入等，收入来源较为多元化。其中，①2024 年和 2025 年第一季度公司房地产收入分别为 6.81 亿元和 0.09 亿元，受项目结转影响波动较大。2024 年度主要结转项目包括前期开发的商旅文项目——青田之心（青田环球购物中心）3.55 亿元、区域开发业务板块形成的住宅项目——清正源府项目 2.24 亿元等。②公司下属杭州商旅资产管理有限公司（简称“商旅资管”）、运河集团、旅游集团等多家企业在运营过程中形成一定规模物业资产用于出租运营，公司 2024 年和 2025 年第一季度分别实现租赁收入 7.88 亿元和 1.39 亿元。

① 经营状况

A. 商品销售

该公司商品销售业务主要包括百货零售及商品批发贸易业务。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司商品销售业务实现收入分别为 114.60 亿元、114.96 亿元、119.22 亿元和 28.98 亿元，毛利率分别为 12.10%、12.01%、9.45%、11.78%。受商品批发贸易业务收入变动影响，2024 年及 2025 年第一季度商品销售板块收入同比分别增长 3.70%和减少 16.81%。公司商品销售业务板块毛利率变动主要受业务占比影响。

百货零售

该公司百货零售业务的经营主体为上市子公司杭州解百，主要业态有百货商场、购物中心，拥有解百购物广场、杭州大厦购物城两家主要门店，均位于杭州地区。跟踪期内公司门店数量无变化。

图表 5. 截至 2025 年 3 月末杭州解百百货零售门店基本情况（单位：平方米）

物业大楼	开业时间	位置	经营建筑面积 ⁴	物业性质 ⁵	经营模式
解百购物广场	1992 年	杭州市	98,814.52	自有	联营为主
杭州大厦购物城	1992 年	武林广场 21 号	56,195.56	自有	联营、自营、批发、租赁
	1999 年	武林广场 20 号	39,422.08	自有	联营、批发、租赁
	2009 年	环城北路 220 号，坤和中心	42,415.40	租赁	联营、自营、批发、转租赁
	2009 年	华浙广场	33,723.65	租赁	联营、批发、转租赁
	2018 年	武林广场 11 号商业房产，武林广场地下商场	86,979.00	自有*	联营、批发、转租赁
	2017 年	环城北路 205 号，三立大厦	23,809.54	租赁	联营、批发、转租赁
	2011 年	坤和中心地下负一层	880.00	自有*	联营、自营、批发、转租赁

资料来源：杭州商旅

杭州解百零售业务主要采取以联营为主，辅之自营（经销）和租赁的经营模式。联营模式是由供应商在商场指定区域设立品牌专柜，由杭州解百营业员及供应商的销售人员共同负责销售。在商品销售后，供应商按售价扣除与杭州解百约定的分成比例后开票，杭州解百按企业会计准则的规定将所得分成额确认为主营业务收入，并

³ 截至 2025 年 3 月末，该公司持有杭州解百 66.40%股权，期末所持股份无质押或冻结情况。

⁴ 租赁经营面积为租赁合同中建筑面积，自有经营面积为产权证面积。

⁵ 标示*物业在杭州商旅合并层面属于自有物业。

在规定期限内将货款支付给供应商。2020 年开始，由于执行新收入准则，对联营模式下的百货业务收入由总额法调整为净额法确认。2024 年杭州解百实现联营收入 9.88 元。此外，当年自营收入为 4.07 亿元、租赁收入为 0.87 亿元。杭州解百目前采用自营模式经营的商品品类主要包括部分化妆品、家电、烟草和超市商品等。

门店运营方面，近年来杭州解百持续根据市场需求及经营效果推进门店硬件以及品牌、服务等方面的优化调整。杭州大厦定位于“高端百货+奢侈品牌”的精品百货模式，聚集了 LV、CHANEL、HERMES、GUCCI、CARTIER 等大量国际顶级奢侈品品牌，奠定了其高端品牌聚集地的企业形象，多年来在全国单店百货销售排名中居于前列。杭州大厦 2022 年启动新一轮三年期调整规划，2024 年以来推进了 AB 座外立面升级改造，并形成了以内庭广场为中心、盒子加街区的新商业形态；同时在 C 座外广场好运湾区域，加强打造“大运河之畔”的属地文化标签，结合艺术灯光装置，引入网红餐饮品牌入驻。品牌方面，2024 年以来杭州大厦完成 HARRY WINSTON、GRAFF 的开业，至此已成功引入世界十大顶奢珠宝品牌；同时，年内谈判完成主力奢侈牌的续约，进一步巩固了品牌阵容。此外，解百购物广场 2024 年启动调改，4 月起 A 座进行闭店改造，9 月基本完成 AB 座的首轮调改并焕新开业。门店业态调整方面实行“去百货化”，大幅增加了餐饮和生活方式业态比例，引入多家特色首店、主力店和人气餐饮品牌。

管理方面，杭州解百与品牌供应商的合作协议一般采取一年一签的方式。每年根据销售收入的排名，采取末尾淘汰，以实现对品牌的有效管理。杭州解百以线下销售为主，自身网站及微信小程序线上商城主要用于品牌形象宣传推广、营销互动等。会员方面，截至 2024 年末，杭州解百及下属企业共有各类会员（VIP）客户 125.62 万人，全年实现会员销售 92.68 亿元（总额法含税销售额）。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，杭州解百分别实现营业收入 19.88 亿元、20.27 亿元、17.53 亿元和 4.80 亿元，净利润分别为 4.65 亿元、4.96 亿元、4.34 亿元和 1.43 亿元，受消费增速放缓及门店调改等影响，跟踪期收入及利润同比均有所下降，但仍保持在较好盈利水平。

商品批发贸易

2023 年以来，该公司持续对下属企业板块架构进行整合优化，其中商品批发贸易板块经营主体目前进一步调整为杭州市农业发展集团有限公司⁶（简称“农发集团”）下属多家企业、商旅资管下属企业杭州市金属材料有限公司（简称“杭州金属”）⁷等。公司商品批发贸易板块收入贡献较大，但业务整体盈利能力较弱。

农发集团 2023-2024 年及 2025 年第一季度分别实现营业收入 65.24 亿元、71.16 亿元和 16.51 亿元，跟踪期商品批发贸易板块主要经营主体包括杭州粮油、商旅进出口等。^①杭州粮油目前主要从事以食用油、饲料原料为主的大宗贸易，以粮油供应链为主的城配业务等，业务范围集中在杭州市及浙江省内。业务模式方面，杭州粮油大宗贸易业务依托多年经营建立的渠道网络，通过向上游供应商集中采购商品后，分销至下游各级贸易商及终端零售商，同时发挥跨区域经营能力，根据各地市场价差实施灵活的区域调拨分销策略，利用购销差价实现盈利。城配业务主要面向杭州及周边区域教育机构及企事业单位的餐饮服务需求，重点针对大中小学食堂、企业员工食堂等开展粮油产品、调味品的专业化配送服务，主要通过参与政府及相关机构的公开招标采购流程获取客户。2024 年和 2025 年第一季度，杭州粮油实现营业收入分别为 27.52 亿元和 6.95 亿元；实现净利润分别为 0.06 亿元和 0.01 亿元。^②商旅进出口目前主要通过本级及下属杭州商旅联丰供应链管理有限公司⁸（简称“联丰供应链”）从事商品流通业务。其中，商旅进出口本级定位为多元化供应链渠道资源集成服务商，承担农发集团保供职能，核心业务为产品运营和农产品供应链。产品运营业务方面，商旅进出口采取经销模式，目前代理 80 余个品牌，涵盖酒水、调味品、日化等民生商品，主要为区域内世纪联华、物美等商超企业供货；农产品供应链主要围绕糯米、肉禽蛋菜果等农产品，打造从采购、仓储到配送的一体化供应链平台。联丰供应链主业围绕金属类产品、冻品等大宗农产品，以及纯碱、橡胶等化工品开展贸易业务。2024 年和 2025 年一季度商旅进出口分别实现营业收入 43.45 亿元和 9.55 亿元；实现净利润分别为 0.13 亿元和 0.02 亿元。

杭州金属主营铝锭、锌锭、小型钢等有色、黑色金属产品贸易，业务类型包括工地配送、现货交易、供应链服务等，下游客户主要为浙江省内及省外国央企等建筑企业和经销商；销售款结算模式主要为款到发货，部分供应

⁶ 农发集团为杭州商旅于 2022 年 12 月全资设立。截至 2024 年末，农发集团同一控制下整合入的商品批发贸易类子公司包括杭州商旅进出口贸易有限公司（简称“商旅进出口”，持股比例 100%）、杭州粮油食品有限公司（简称“杭州粮油”，持股比例 100%）等。

⁷ 截至 2024 年末商旅资管持有其 30%股权，系单一最大股东，其他股东较分散，商旅资管能够对其实施实质控制。

⁸ 联丰供应链于 2023 年划入农发集团，为其直接控股企业，2024 年出于内部整合需要，股权调整为商旅进出口下属企业。截至 2024 年末商旅进出口持有联丰供应链 51%股权，杭州热联集团股份有限公司（简称“热联集团”）持有其余 49%股权。

工地的钢材结算周期较长，但一般不超过三个月。2022-2024 年及 2025 年第一季度，杭州金属分别实现营业收入 34.34 亿元、34.22 亿元、35.03 亿元和 7.78 亿元；实现净利润分别为 0.15 亿元、2.84 亿元⁹、0.69 亿元和 0.01 亿元。

B. 宾馆餐饮

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司宾馆餐饮业务收入分别为 9.40 亿元、18.03 亿元、13.80 亿元和 2.77 亿元，受外部消费市场因素、业务调整等影响，收入总体存在一定波动，2024 年和 2025 年第一季度，宾馆餐饮业务同比下滑 23.45%和增长 3.46%。2024 年和 2025 年第一季度业务毛利率分别为 64.65%和 69.35%，总体处于良好水平。

宾馆酒店

2023 年该公司宾馆酒店业务板块推进了优化整合，确立了浙江黄龙酒店管理集团有限公司（简称“黄龙酒管”）和杭州仁和酒店物产有限公司¹⁰（简称“仁和物产”）两大运营主体。2025 年以来，公司拟对酒店板块进行进一步整合，计划以黄龙酒管作为酒店板块运营主体，整合二级子公司仁和物产。

跟踪期内，黄龙酒管仍定位于轻资产管理，业务以酒店项目拓展、酒店运营及管理输出、物业管理服务等为主；仁和物产定位为酒店类产业投资与资产经营，旗下酒店资产主要委托黄龙酒管进行经营管理，酒店相关营收及利润归仁和物产。2024 年，黄龙酒管及仁和物产分别实现营业收入 4.93 亿元和 7.44 亿元。

近年来，受外部市场需求波动及竞争因素影响，该公司酒店业务经营面临一定压力，外拓相对谨慎并加强业务调整。2024 年以来，公司关闭吴山居、乾洋酒店等部分小而散的门店，同时随着资产无偿划入，增加仁和假日酒店等门店。截至 2025 年 3 月末，公司自营酒店 25 家，主要分布在杭州市；此外，公司还通过受托运营及管理输出方式参与酒店项目。从收入贡献来看，跟踪期内，公司宾馆酒店板块收入仍主要来自于黄龙饭店、西溪天堂酒店集群等主力宾馆酒店；当期受酒店消费需求增速下滑等影响，门店收入普遍有所下滑。

图表 6. 公司主要宾馆酒店收入情况（单位：亿元）

酒店主体	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
黄龙饭店	2.27	2.11	0.46
西溪天堂酒店集群合计	2.69	2.49	0.56
杭州五洋宾馆	0.39	0.33	0.06
杭州新侨饭店	0.82	0.71	0.14
杭州仁和饭店	0.35	0.34	0.08
杭州天元大厦有限公司（含智力大酒店）	0.84	0.79	0.14
仁和假日酒店	0.33	0.27	0.05
祈利酒店汇总（含游船）	0.73	0.74	0.15
杭州暄和酒店管理有限公司	0.14	0.11	0.02
合计	8.56	7.88	1.65

资料来源：杭州商旅

其中，黄龙饭店开业时间为 1988 年，多年来先后被评为五星级饭店、“五星钻石奖”（也是浙江省首家获此荣誉的饭店）、“金枕奖”、“中国十大最受欢迎商务酒店”等荣誉。黄龙饭店定位高端，位于杭州市商业中心地段，毗邻西湖风景区，总建筑面积 11.43 万平方米，目前拥有 566 间客房、4,500 平方米的宴会场地，是一家拥有全方位高科技智能体系的智能酒店，也是公司单体规模最大的酒店，2024 年实现收入 2.11 亿元。

杭州西溪投资发展有限公司主要负责经营西溪天堂项目中的酒店集群。西溪天堂项目位于杭州西溪国家湿地公园的东南角，距离西湖不足 5 公里，距离市中心（武林商圈）约 7.5 公里。项目占地面积 26 公顷，地上地下总建筑面积达 30 万平方米，定位为杭州最具特色的国际旅游综合体、世界级的城市休闲和度假会议酒店群落。酒店集群拥有包括悦榕庄、喜来登、西轩、悦椿、布鲁克、西溪别院度假酒店等酒店，采取自营及委托管理相结合

⁹ 当期利润增长较多主要系存在拆迁款收益确认。

¹⁰ 2023 年 5 月由杭州仁和酒店集团有限公司更名为杭州仁和酒店物产有限公司。

的经营模式。2024 年西溪天堂酒店集群合计实现收入 2.49 亿元。

餐饮服务

跟踪期内，该公司餐饮服务业务仍主要由杭州饮食服务集团有限公司（简称“饮服集团”）负责运营。其下属餐饮品牌包括知味观、奎元馆、天香楼、杭州酒家等，具备悠久的历史经营历史，区域内品牌知名度高。

图表 7. 饮服集团餐饮业务主要经营品牌简介

品牌	经营简介	主要荣誉
知味观	1913 年创建，主营点心、小吃、卤味熟食、杭帮菜。	中国十大餐饮品牌企业、中华老字号、中国驰名商标
奎元馆	始创于 1867 年，主营杭帮菜，其中以面食点心为特色，经营的面食品种达百种之多，有“江南面王”之美誉。	宁式大面传统手工制作工艺进入第四批浙江省非物质文化遗产名录
天香楼	创办于 1927 年，为调整经营机制，适应市场竞争，于 1999 年迁址，新店面积达 4000 余平方米。主营杭帮菜。	中华老字号、杭州市餐饮业名店
杭州酒家	始建于 1921 年，1951 年更名为杭州酒家，以经营传统杭州名菜为主。	中华老字号、中国十佳酒店、杭州市餐饮业名店

资料来源：杭州商旅

跟踪期内，饮服集团继续推进品牌建设及连锁化经营，实施老字号品牌多元化发展战略。其中“知味观”品牌拥有百年历史，已在杭州及周边地区开设中餐店，并通过各类点心小吃连锁店、卤味熟食外卖连锁店、工厂产品专卖店等业态进驻机场、社区、景区等消费场景，进行多元化连锁发展。截至 2025 年 3 月末，知味观门店数量为 60 家，较上年同期末净增加 5 家。除知味观外，目前奎元馆、杭州酒家也实施连锁化运营，截至 2025 年 3 月末奎元馆门店数量为 4 家，杭州酒家门店数量为 3 家，跟踪期内无变化。饮服集团下属均为直营门店，门店物业以租赁为主，目前租赁期限一般在 3-5 年。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，饮服集团分别实现营业收入 16.55 亿元、18.99 亿元、17.64 亿元和 3.84 亿元；同期净利润分别为 3.34 亿元、4.40 亿元、4.57 亿元和 1.20 亿元。其中 2024 年饮服集团的餐饮收入为 4.89 亿元，同比下降 7.92%，主要系随着外部市场环境变化，客流量有所下降，导致餐饮板块需求减弱所致。

除自营餐饮业务外，饮服集团还持有杭州肯德基有限公司（简称“杭州肯德基”）45%股权，杭州肯德基业务布局浙江全省，每年可为该公司贡献较多投资收益，2022-2024 年分别确认投资收益为 3.29 亿元、3.69 亿元和 3.67 亿元。

C. 食品销售

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司食品销售业务收入分别为 12.84 亿元、13.24 亿元、13.12 亿元和 2.58 亿元，基本来自饮服集团下属子公司，包括杭州知味观食品有限公司（简称“杭州知味观食品”）、知味观食品有限公司等（统称为“知味观食品”），以及杭州牡丹面粉有限公司（简称“牡丹面粉”）、杭州市食品酿造有限公司（简称“杭州食酿”）等。

知味观食品拥有焙烤、速冻、糕团、熟肉、粽子及真空包装食品等一系列生产线。依托知味观的品牌影响力，知味观食品近年来持续大力推动电商销售，多渠道建立销售网络，已构建直营专卖店、商场超市、团购、经销商、电商等销售渠道。同时，知味观食品还通过对品牌赋能及产品创新，满足新消费需求。2022-2024 年及 2025 年第一季度，杭州知味观食品分别实现收入 5.25 亿元、5.73 亿元、5.84 亿元和 0.98 亿元；分别实现净利润 0.42 亿元、0.40 亿元、0.35 亿元和 0.05 亿元，受消费市场需求、成本、销售结构等因素影响，近年来收入持续增长，但利润存在一定下降。同时，近年来为满足产能需求增加及现有产能存在拆迁预期，知味观食品在安吉新增产能，推进的知味观品牌系列食品生产线项目一期已于 2023 年完工投入使用，粽子、月饼产能得到明显提升，跟踪期内随着产能不断爬升，营业收入和净利润有明显增长。2024 年和 2025 年第一季度，知味观食品安吉工厂分别实现收入 2.32 亿元和 0.32 亿元，同比增加 43.16%和 11.39%。

牡丹面粉拥有两条面粉生产线，目前主要生产馒头粉、面包粉、蛋糕粉、油条粉、小笼粉、饺皮粉等各类面粉。2022-2024 年及 2025 年第一季度，牡丹面粉营业收入分别为 3.15 亿元、2.48 亿元、1.85 亿元和 0.34 亿元，净利润分别为 0.01 亿元、0.02 亿元、-0.04 亿元和 2.97 万元。2024 年以来牡丹面粉与大客户顶益食品合作终止，年内在积极开拓新的食品加工厂等潜在客户的同时，运营重心逐步由工厂粉向市场粉转移，开发了多个面粉新产

品推向市场。跟踪期内，在运营调整，面粉销量及销售价格下降等的综合影响下，牡丹面粉业绩有所弱化。

杭州食粮系中华老字号企业，主要生产经营糕点食品、酱油、食醋、黄酒、调料等产品，其“五味和”牌月饼、“湖羊”牌酿造酱油、“双鱼”牌食醋的区域品牌知名度高。2022-2024 年及 2025 年第一季度，食粮公司收入分别为 2.86 亿元、2.95 亿元、2.84 亿元和 0.52 亿元；净利润分别为 0.38 亿元、0.39 亿元、0.39 亿元和 0.07 亿元，运营较为稳定。

D.服务业务

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司服务板块收入分别为 14.75 亿元、17.33 亿元、19.86 亿元和 3.74 亿元，2024 年服务收入主要来自于杭州市安保服务集团有限公司（简称“安保集团”）9.81 亿元，杭州五洋公共服务集团有限公司（简称“五洋服务”）2.27 亿元，会展集团 2.65 亿元等。

跟踪期内，安保集团仍为该公司服务板块核心收入来源。安保集团主要从事安保服务，包括人防服务和技防服务。其中人防服务涉及常规驻点安保服务及大型活动安保服务等；技防服务主要系通过智能化软件系统，以大数据、云计算为依托，以物联网、人工智能为手段，为客户在指定区域设计、安装各种报警器材并定期维护，以提供接警、先期处警等技术防范服务。安保集团目前共派遣保安员驻点执勤单位 900 多个。2024 年安保集团主要客户包括杭州地铁运营有限公司、杭州杭港地铁五号线有限公司、国网浙江省电力有限公司杭州供电公司、杭州杭港地铁有限公司、杭州市廉政教育中心。

五洋服务业务涉及医院后勤保洁服务、物业管理服务、餐饮经营服务等。五洋服务业务区域主要在杭州，辐射至周边绍兴、宁波、台州等区域，截至 2025 年 3 月末在运行服务项目 70 余个，服务对象主要有杭州市第一人民医院、杭州市红十字会医院、杭州市丁桥医院、杭州市妇产科医院、杭州市儿童医院、浙江大学医学院附属儿童医院食堂、杭州市城市建设发展集团有限公司食堂等。

会展集团系于 2024 年设立，经整合后，目前业务聚焦展览、展贸、会议交流等，拥有杭州国际会议中心、武林之星博览中心等场馆空间。2024 年会展集团运营全球数字贸易博览会、浙江农业博览会、亚洲设计管理论坛暨生活创新展（ADM）等展会。会展集团收入主要来源于展览、会议项目的运营及服务收入，展馆空间运营服务和租赁收入等。

E.区域开发业务

运河集团为该公司区域开发业务运作主体，依照市政府要求承担京杭运河杭州主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）综合整治、沿岸土地开发整理和基础设施建设职责；2018 年增加杭钢新城的土地整理及基础设施建设职能。运河集团重点开发区域为运河新城和杭钢新城。

运营模式方面，2021 年及以前，根据杭州市政府纪要【2004】44 号《关于京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发问题的专题会议纪要》的规定，《京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发战略规划》范围内的全部土地出让金及拱墅区土地出让收益上缴市的 30%用于运河整治和保护开发，其中杭州市财政局将出让土地的土地出让金 55%部分和拱墅区土地出让收益上缴市的 30%作为运河集团运河两岸景点建设、基础设施建设等的专项资金直接划付运河集团，计入“专项应付款”；市财政土地出让金剩余的 45%部分划拨至杭州市土地储备中心，由其与运河集团结算，运河集团将返还的土地开发补偿费确认为土地开发收入。2022 年起，运河集团按实际发生的做地成本，计提 6%的管理费，确认为收入，将做地地块区域内发生的相关基建成本一并纳入做地成本。杭钢新城沿用上述运营模式。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司相应实现代建管理费收入 2.25 亿元、2.40 亿元、2.24 亿元和 0.34 亿元。

运河新城和杭钢新城开发建设资金平衡主要依赖于区域内土地开发补偿，近年来运河集团整理的多宗运河新城单元地块实现出让，形成大规模的资金回笼。截至 2025 年 3 月末，运河新城累计已投资约 265.64 亿元，累计已出让土地实现土地出让总价 382.03 亿元；杭钢新城累计已投资约 181.28 亿元，累计实现土地出让总价 39.27 亿元。公司计划至 2025 年末完成上述两大区块功能性投资 478 亿元，后续仍存在一定资金支出需求。截至 2025 年 3 月末，运河集团正在整理待出让的土地约 1,237 亩，以住宅用地和商业用地为主，区位分布在运河新城单元、杭钢单元、景芳三堡单元等。上述地块若顺利出让预计将能带来较为可观的收益及现金回笼，但土地出让情况受区域土地市场行情及政府土地出让安排影响，存在不确定性。

项目方面，运河集团区域开发业务涉及土地开发整理、城市公共配套设施、保障性住房等建设内容，目前在建拟

建项目较多，且项目整体规模大。同时，运河集团还在开发区域内进行不动产项目开发和运营，项目主要依靠物业租售、运营收入等实现项目资金平衡，后续运营收益的实现将受市场因素的较大影响。随着各类项目进度的不断推进，该公司将持续面临较大的投融资压力及项目运作压力。

图表 8. 截至 2025 年 3 月末运河集团主要在建区域开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	计划工期
京杭大运河博物院	31.93	13.00	2020-2025 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-08 地块文体设施	19.87	13.02	2020-2025 年
大运河杭钢工业遗址综保项目 GS1303-14 地块公园绿地	16.08	15.85	2020-2025 年
杭钢河景观带（康贤路—吴家角港）	11.45	11.42	2021-2025 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-04 地块文化设施和 GS1303-13 地块公园绿地	10.78	10.67	2021-2025 年
康园路（康桥路-金昌路）	9.58	6.92	2021-2025 年
三里亭单元 JG0906- R21-10 地块拆迁安置房	9.54	9.60	2020-2025 年
三里亭单元 JG0906- R21-18 地块拆迁安置房	9.27	8.28	2020-2025 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-06 地块文化设施	6.73	6.30	2022-2025 年
大运河杭钢工业遗址综保项目 GS1303-12 地块公园绿地	6.44	6.29	2021-2026 年
合计	131.67	101.35	--

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

图表 9. 截至 2025 年 3 月末运河集团主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目规划业态	计划总投资	已投资	计划工期
杭政储出【2020】10 号地块	商业特色街区	2.38	1.96	2020-2025 年
杭政储出【2020】11 号地块		6.20	3.62	2022-2025 年
杭政储出【2020】12 号地块		8.37	5.34	2022-2025 年
凯旋单元 JG1003-23 号地块	商业办公楼	5.60	3.59	2023-2026 年
杭政储出【2020】80 号地块	运河文化展示体验区	5.11	3.18	2023-2025 年
运河新城 GS1002-11 地块	商品住宅、办公楼及商业	19.52	10.69	2023-2027 年
运河新城 GS1001-05 地块		14.17	7.95	2023-2027 年
合计	--	61.35	36.33	--

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

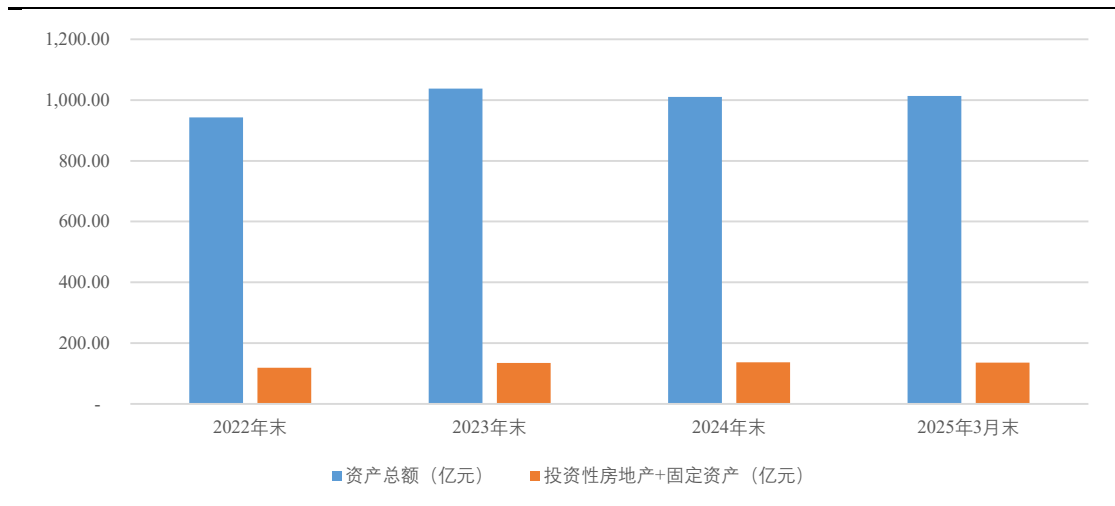
② 竞争地位

随着整合的推进，该公司目前定位为杭州市商贸文旅投资建设运营和城市生活物资保供公司。公司将通过资源资产整合，打造发展商贸、酒店餐饮、文旅会展、投资与资产经营、区域开发、农发等六大产业板块。公司立足于杭州市进行业务发展，区域消费能力强，能为主业发展提供良好支撑。

该公司主业收入来源较为多元，其中商品销售板块为公司第一大收入及主业利润贡献来源。其中百货零售业务若以全额法核算，2024 年收入超过 80 亿元，且百货零售业务运营主体杭州解百盈利能力总体保持良好，主力门店杭州大厦为国内知名奢侈品百货店，长年在杭州以及全国单店百货销售排名中居于前列，市场竞争力强。此外，公司宾馆餐饮、食品等业务板块也已拥有黄龙饭店、知味观、奎元馆、杭州酒家等一批知名品牌，在区域内具有很强的资源优势和品牌影响力。

规模方面，随着主业不断发展及整合的推进，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司总资产分别为 943.25 亿元、1,037.62 亿元、1,010.76 亿元和 1,013.39 亿元，规模维持较大水平。公司百货零售业务拥有一定规模的自有物业，有助于保证门店运营的稳定性。同时，作为杭州市属大型商贸企业，公司多年经营积累也已形成较多经营性物业资产用于出租，2024 年公司实现租赁收入 7.88 亿元。2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司投资性房地产（成本模式计量）及固定资产合计分别为 118.63 亿元、134.12 亿元、136.96 亿元和 135.37 亿元。此外，随着运河集团区域开发业务的不断发展，所形成资产未来也存在进一步利用运作空间。

图表 10. 反映公司经营规模要素的主要指标值



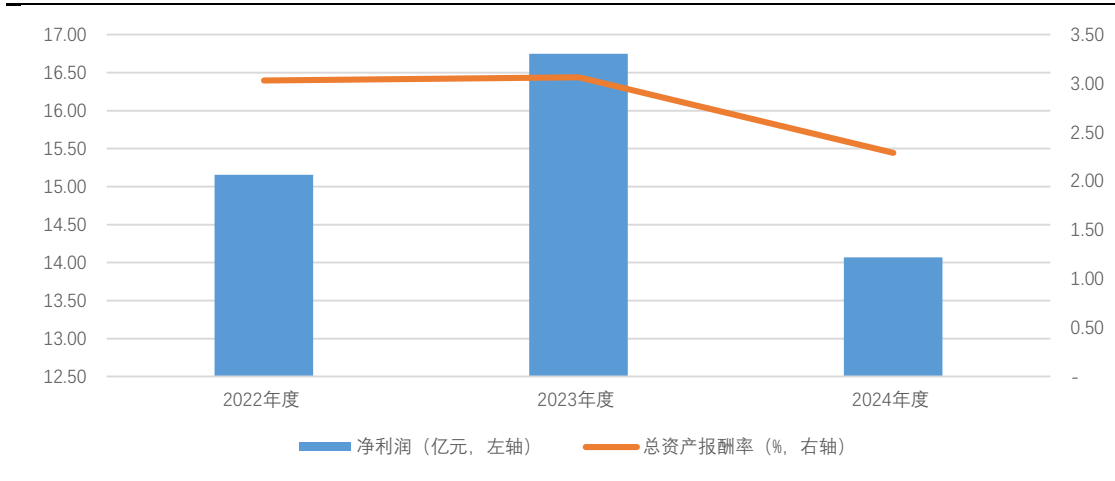
注：根据杭州商旅所提供数据整理、绘制。

③ 经营效率

从运营效率上来看，该公司业务较为多元化，且业务之间能形成一定协同发展。公司旗下商业类品牌资源丰富，涵盖百货零售、酒店、餐饮、食品等消费领域，区域内各类业态及商业网点布局较多，在杭州地区享有较高的知名度，公司整体运营能力较强，总体保持了较好的发展态势。

④ 盈利能力

图表 11. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业收入分别为 170.46 亿元、192.40 亿元、192.24 亿元和 41.63 亿元；同期毛利分别为 36.60 亿元、48.02 亿元、43.57 亿元和 9.49 亿元，毛利率分别为 21.47%、24.96%、22.67%和 22.81%。跟踪期内，受消费市场增速放缓、市场竞争等影响，公司营业收入有所下滑，加之毛利率水平较低的商品批发贸易业务占比有所增长，公司毛利规模及毛利率同比均有所减少。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司期间费用分别为 29.33 亿元、33.37 亿元、31.59 亿元和 7.27 亿元；同期，期间费用率分别为 17.20%、17.34%、16.43%和 17.47%。其中 2024 年期间费用同比减少 5.34%，主要是财务费用和销售费用减少所致。公司 2024 年财务费用减少 61.31%至 0.62 亿元，主要系综合融资成本下降所致；2024 年销售费用减少 5.34%至 13.55 亿元，主要系职工薪酬、宣传推广等支出减少所致。

图表 12. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
投资净收益（亿元）	7.83	6.78	6.04	1.48	1.57
资产处置收益（亿元）	5.84	3.79	3.33	1.04	-0.06
公允价值变动损益（亿元）	-0.08	-1.11	-0.20	-0.01	0.03
其他收益及营业外收支净额（亿元）	1.58	1.51	2.01	0.30	0.19

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

近年来，该公司可持续获得较大规模的投资收益，对利润形成良好补充，2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司投资净收益分别为 7.83 亿元、6.78 亿元、6.04 亿元和 1.48 亿元，跟踪期仍主要来自持有杭州肯德基、杭州联华华商集团有限公司（简称“联华华商”）¹¹等长期股权投资所形成的投资收益，2024 年合计为 4.90 亿元。同时，公司还可获得一定营业外收入和其他收益（主要为政府补助）、资产处置收益等，公司近年来资产处置收益规模较大主要是拆迁补偿收益。此外，公司 2024 年公允价值变动损益为-0.20 亿元，主要受交易性金融资产的公允价值变动影响。2024 年公司计提 1.11 亿元信用减值损失，主要受衢州半岛项目¹²影响。

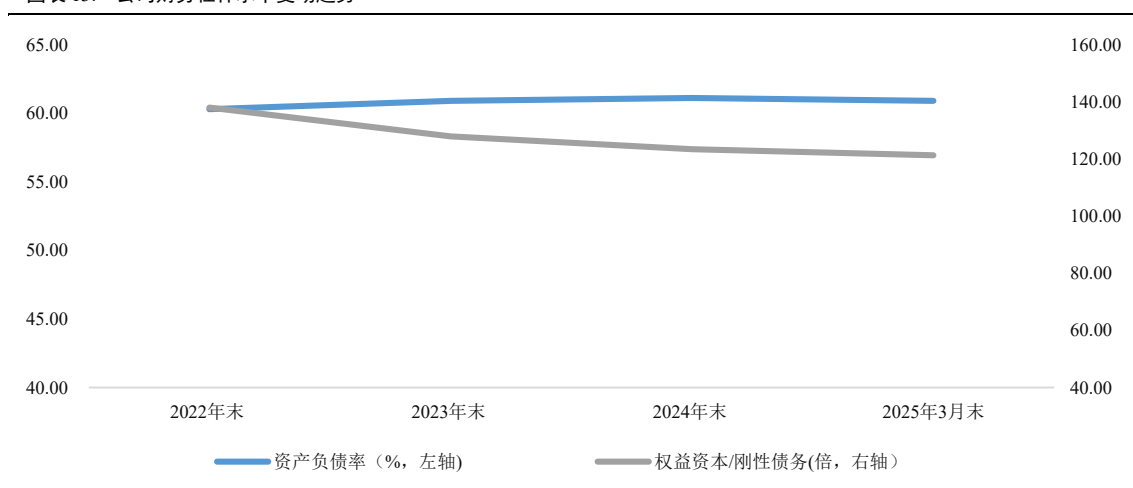
2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司利润总额分别为 19.56 亿元、21.61 亿元、17.95 亿元和 4.30 亿元；净利润分别为 15.15 亿元、16.75 亿元、14.07 亿元和 3.48 亿元。2022-2024 年，公司总资产报酬率分别为 3.03%、3.06%和 2.29%。跟踪期内公司盈利水平同比有所下滑，但仍保持了较大的利润规模。

3. 财务

2024 年以来该公司负债经营程度有所波动，但总体仍控制在合理水平，且债务期限结构仍趋于长期化。公司货币资金总体保持充裕，且拥有一定规模较优质的股权资产及商业物业资产，加之未使用授信规模较大，财务弹性较好，能对债务偿付形成良好保障。

(1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据杭州商旅所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别 568.74 亿元、632.17 亿元、617.79 亿元和 617.36 亿元。2024 年以来，由于专项应付款中区域土地开发及公共配套基础设施建设资金、拆迁专项资金等有所减少，公司负债总额有所下降，2024 年末较上年末减少 2.27%。同期末，公司资产负债率分别为 60.30%、60.93%、61.12%

¹¹ 截至 2024 年末，公司持有联华华商 25.39%的股权。2022-2024 年，公司权益法下确认的联华华商投资收益为 0.64 亿元、0.64 亿元和 0.54 亿元。

¹² 见表外事项

和 60.92%，跟踪期内小幅波动，但总体仍控制在合理水平。同时，随着刚性债务的增加，公司权益资本对刚性债务的保障程度总体有所下降。关注后续随着主业整合拓展、项目建设推进等对公司财务杠杆的影响。

① 资产

图表 14. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	282.25	319.50	279.64	299.03
	29.92	30.79	27.67	29.51
其中：货币资金（亿元）	182.89	216.74	168.54	172.17
交易性金融资产（亿元）	7.89	6.07	9.25	23.27
应收账款（亿元）	11.08	11.56	12.35	12.14
存货（亿元）	33.64	38.43	46.59	46.05
其他应收款（亿元）	27.00	20.01	26.45	26.55
预付款项（亿元）	6.91	12.53	12.22	15.38
其他流动资产（亿元）	12.64	14.09	3.90	2.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	661.00	718.12	731.13	714.36
	70.08	69.21	72.33	70.49
其中：长期应收款（亿元）	1.94	23.74	21.45	21.67
长期股权投资（亿元）	34.36	36.54	37.39	38.55
投资性房地产（亿元）	53.84	65.42	62.89	66.63
固定资产（亿元）	64.79	68.70	74.08	68.75
在建工程（亿元）	6.98	4.89	9.21	9.39
无形资产（亿元）	30.86	27.87	29.67	29.68
其他非流动资产（亿元）	436.40	452.31	461.57	443.31

注：根据杭州商旅所提供数据整理、计算。

2022-2024 年末，该公司非流动资产分别为 661.00 亿元、718.12 亿元和 731.13 亿元，主要由长期股权投资、固定资产、投资性房地产、无形资产、其他非流动资产等构成。2022-2024 年末公司长期股权投资分别为 34.36 亿元、36.54 亿元和 37.39 亿元，主要是对杭州肯德基、联华华商、杭州百大置业有限公司、杭州五丰联合肉类有限公司、浙江五丰冷食有限公司、杭州运河湾商业地产有限公司等企业的股权投资。2024 年公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 4.90 亿元、宣告发放现金股利或利润 3.65 亿元，能持续贡献投资收益。2022-2024 年末，公司固定资产分别为 64.79 亿元、68.70 亿元和 74.08 亿元；投资性房地产分别为 53.84 亿元、65.42 亿元和 62.89 亿元，2024 年末未办妥产权证书的投资性房地产和固定资产合计为 3.22 亿元。公司 2024 年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）主要为房屋、建筑物和机器设备；无形资产主要为土地使用权。公司主业运营过程中已形成了一批区位较优的商业物业资产。公司近年来其他非流动资产保持较大规模，2022-2024 年末分别为 436.40 亿元、452.31 亿元和 461.57 亿元，主要为区域开发业务土地开发及基建开发建设成本，2024 年末有所增长主要是新增 23.88 亿元大额存单。2022-2024 年末，公司在建工程分别为 6.98 亿元、4.89 亿元和 9.21 亿元，2024 年末有所增加主要系当年新增杭州农发平急两用东郊仓配一体化中心项目（一期）和杭州解百 AB 座商业改造项目投入，以及运河集团在建项目持续投入所致。此外，公司 2024 年末长期应收款为 21.45 亿元，系因杭州国际会议中心并表后形成的对其原股东杭州市城投服务集团有限公司的借款，预计 2026 年回收。2025 年 3 月末，公司非流动资产降至 714.36 亿元，主要是其他非流动资产减少所致。

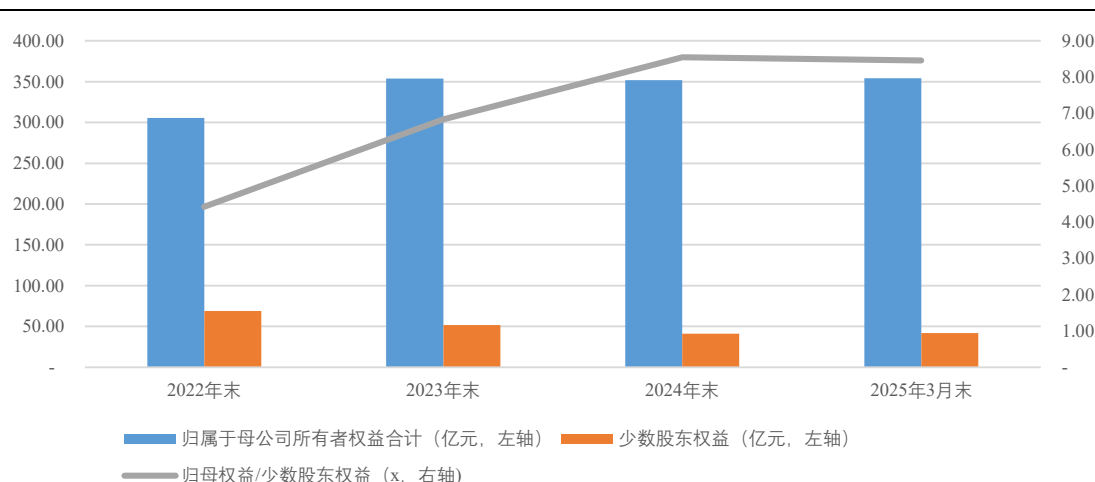
2022-2024 年末，该公司流动资产分别为 282.25 亿元、319.50 亿元和 279.64 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、存货、其他应收款、其他流动资产等构成。同期末，公司货币资金分别为 182.89 亿元、216.74 亿元和 168.54 亿元，2024 年以来货币资金有所消耗，但存量仍充裕。同期末，公司存货分别为 33.64 亿元、38.43 亿元和 46.59 亿元，2024 年末主要是库存商品（产成品）44.83 亿元（其中开发产品为 29.28 亿元），持续增长主要是随着运河集团房地产开发投入、商品销售板块备货等增加所致。同期末，公司其他应收款分别为 27.00 亿元、20.01 亿元和 26.45 亿元，主要为往来款、押金保证金等；2024 年末账面余额主要包括杭州市拱墅区国有投资集团有限公司 8.49 亿元、杭州市拱墅区城中村改造指挥部康桥分指挥部 6.65 亿元、衢州半岛置业有限公司（简称“衢州半岛置业”）3.97 亿元、杭州市拱墅区城中村改造指挥部半山分指挥部 2.85 亿元、杭州市拱

墅区京杭运河综合整治与保护开发指挥部 0.52 亿元等。同期末，公司交易性金融资产分别为 7.89 亿元、6.07 亿元和 9.25 亿元，2024 年末主要是结构性存款 8.09 亿元、信托投资 0.75 亿元¹³等；其他流动资产分别为 12.64 亿元、14.09 亿元和 3.90 亿元，2024 年末主要是银行理财 0.61 亿元、留抵及待认证进项税 2.48 亿元等，需持续关注金融类投资标的及风险情况。2025 年 3 月末，公司流动资产增至 299.03 亿元，主要系交易性金融资产增长所致。

受限资产方面，截至 2024 年末该公司所有权或使用权受到限制的资产规模为 62.38 亿元，占同期末资产总额的 6.17%。其中，年末受限货币资金 11.49 亿元，主要为保证金、预付卡监管资金等；其他受限资产主要包括投资性房地产 21.96 亿元、存货 24.20 亿元等，均用于借款抵质押。

② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据杭州商旅所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 374.51 亿元、405.44 亿元、392.97 亿元和 396.03 亿元；同期末，归属于母公司所有者权益分别为 305.42 亿元、353.72 亿元、351.83 亿元和 354.15 亿元。2024 年，公司购买运河集团 5.76% 少数股东股权，增加资本公积 10.38 亿元；接受杭州市城投服务集团有限公司钱江新城假日酒店资产无偿划转，增加资本公积 1.64 亿元；同时，运河集团核销历年已移交已竣工的政府投资项目和已安置的安置房项目，减少资本公积 18.48 亿元，主要受此影响，公司 2024 年末资本公积较上年末减少 3.35% 至 210.68 亿元。跟踪期内，受资本公积减少及未分配利润持续增加等综合影响，公司权益规模有所波动，整体仍保持较大规模。截至 2024 年末及 2025 年 3 月末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为 70.54% 和 70.00%，所有者权益结构较稳定。

③ 负债

图表 16. 公司债务结构及核心债务 (亿元)

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	271.40	316.86	318.37	326.39
其中：短期刚性债务	77.75	121.64	134.28	117.57
中长期刚性债务	193.66	195.23	184.10	208.82
应付账款	19.67	21.51	24.80	20.47
预收款项及合同负债	15.09	17.29	11.11	12.28

¹³ ①杭州解百前期投资“国通信托·东兴 870 号国茂南京特定资产收益权集合资金信托计划”产品 5,000 万元，截至 2024 年末已收回本金 395.38 万元，逾期未收回本金 4,604.62 万元，年末按该信托计划处置抵押物的预计进度折现后确认该信托计划账面价值为 1,517.03 万元。
②杭州商旅金融投资有限公司投资“厦门信托-景诚嘉佑 22 号集合资金信托计划”、“厦门信托-景诚嘉佑 28 号集合资金信托计划”各 9,000 万元（两个项目合称“瑜瑶项目”），随着 2023 年 11 月发生风险，已于当年及 2024 年先后计提 9,000 万元和 3,000 万元公允价值变动损失，截至 2024 年末瑜瑶项目账面价值 6,000 万元。

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
其他应付款	30.42	43.98	45.89	45.37
租赁负债	8.32	9.68	7.72	10.47
长期应付款	208.26	205.56	192.14	189.26

资料来源：杭州商旅

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 270.06%、191.37%、172.43%和 205.22%，跟踪期受债务调整影响而有所波动，但期限结构总体仍偏长期。

2022-2024 年末，该公司流动负债分别为 153.69 亿元、216.97 亿元和 226.77 亿元，主要由短期刚性债务、应付账款、预收款项及合同负债、其他应付款等构成。公司短期刚性债务包括借款、超短期融资券、应付票据等。2022-2024 年末，公司应付账款分别为 19.67 亿元、21.51 亿元和 24.80 亿元，主要为应付供应商货款、工程款等；预收款项及合同负债合计分别为 15.09 亿元、17.29 亿元和 11.11 亿元，主要包括预收货款、预收租金、房地产项目销售款等。公司相关经营性负债受业务规模、结算情况等因素影响而存在变化。同期末，公司其他应付款分别为 30.42 亿元、43.98 亿元和 45.89 亿元，主要为往来款、押金保证金、预售卡款等。2025 年 3 月末，公司流动负债降至 202.27 亿元，主要受短期刚性债务减少等影响。

2022-2024 年末，该公司非流动负债分别为 415.05 亿元、415.21 亿元和 391.02 亿元，主要为中长期刚性债务、长期应付款等。公司中长期刚性债务主要为长期借款及发行的债券，2024 年随着多期债券即期转入流动负债，当年末公司中长期刚性债务规模同比有所下降。同期末，公司长期应付款分别为 208.26 亿元、205.56 亿元和 192.14 亿元，其中 2024 年末主要为专项应付款 188.95 亿元，系运河集团区域土地开发及公共配套基础设施建设资金 186.48 亿元以及各类专项资金等。2025 年 3 月末，公司非流动负债增至 415.09 亿元，主要是应付债券增加所致。

2022-2024 年末，该公司刚性债务分别为 271.40 亿元、316.86 亿元和 318.37 亿元。公司 2024 年末刚性债务主要为应付票据、银行借款及各类债券。其中，银行借款以信用借款、保证借款、以及抵押借款为主，抵押物主要为投资性房地产、存货等；应付债券主要为公司本部及下属企业发行的各类债券。公司 2024 年末短期借款 28.22 亿元，其中主要是信用借款 27.04 亿元、抵押借款 0.40 亿元等；年末长期借款（包括一年内到期的长期借款）109.54 亿元，其中主要是信用借款 66.86 亿元、保证借款 26.44 亿元、抵押借款 13.27 亿元等。2025 年 3 月末，因新发行债券等公司刚性债务进一步增至 326.39 亿元，期末刚性债务以中长期刚性债务为主，占比为 63.98%。2024 年和 2025 年一季度，公司综合融资成本分别为 2.84%和 2.65%，跟踪期有所下降。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 17. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	31.99	51.06	17.63	-6.27	-3.66
其中：业务现金收支净额（亿元）	17.88	29.10	-1.58	4.10	-0.67
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-25.93	-28.04	-37.86	-17.49	-11.76
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	47.41	20.72	34.61	5.11	13.61
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	12.92	-10.39	-21.76	2.99	37.91
其中：分配股利、利润或偿付利息支付的现金（亿元）	18.59	21.23	20.50	2.44	4.27

资料来源：杭州商旅

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司经营活动现金流受到业务回款和经营付现、往来款等因素影响较大。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司经营性现金流量净额分别为 31.99 亿元、51.06 亿元、17.63 亿元和 -6.27 亿元。2024 年以来，受公司收入下

滑，业务回笼现金减少，商品销售板块备货，以及往来款收支等因素综合影响，公司经营环节现金流总体有所弱化。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资活动现金流量净额分别为-25.93 亿元、-28.04 亿元、-37.86 亿元和 -17.49 亿元，跟踪期持续呈现净流出状态，主要受区域开发板块基础设施建设项目、杭州农发平急两用东郊仓配一体化中心项目等投入，国有房产历史遗留问题确权支出，以及购买理财产品等影响。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资活动现金流净额分别为 12.92 亿元、-10.39 亿元、-21.76 亿元和 2.99 亿元。公司 2024 年付息偿债较多，筹资环节现金流呈现净流出状态；2025 年第一季度，随着融资增加，筹资环节现金流呈现净流入状态。

② 偿债能力

图表 18. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	36.76	40.61	33.37
EBITDA/利息支出（倍）	2.91	2.94	2.80
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.14	0.11

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理、计算。

近年来该公司 EBITDA 主要受利润总额变动等影响而有所波动。2024 年公司 EBITDA 为 33.37 亿元，对刚性债务的覆盖倍数为 0.11 倍，对利息支出的覆盖倍数为 2.80 倍。2024 年利润总额减少致使 EBITDA 同比下降，对刚性债务及利息的覆盖程度相应有所下降。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率（%）	183.65	147.26	123.31	147.84
速动比率（%）	157.26	123.77	97.38	117.47
现金比率（%）	124.13	102.70	78.46	96.82

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理、计算。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 183.65%、147.26%、123.31%和 147.84%。跟踪期，受债务期限结构调整等影响，公司流动性指标有所波动。同时，公司货币资金有所消耗但存量仍充裕，对即期债务的覆盖程度仍保持良好，2024 年末和 2025 年 3 月末现金比率分别为 78.46%和 96.82%。

该公司已与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2025 年 3 月末，公司获得的银行授信额度为 893.58 亿元，其中尚有 757.98 亿元未使用，后续仍有较大融资空间。

（2）ESG 因素

跟踪期内，该公司产权关系仍稳定。截至 2025 年 3 月末，公司实收资本仍为 66.54 亿元，其中杭州市国资委持股 90.44%，浙江省财务开发有限责任公司持股 9.56%，杭州市人民政府仍为公司实际控制人。

2024 年以来，该公司董监高人员存在一定人事变动。2024 年 1 月，根据杭州市人民政府干部任免通知（杭政干〔2023〕18 号和杭政干〔2024〕1 号），委派丁永刚担任公司董事会董事长，委派陈国华担任公司董事会董事、副董事长，委派杜梦菲担任公司董事会董事；免去陆晓亮的董事会董事长、董事职务，免去赵红峰的董事会董事职务。根据杭州市人民政府文件（杭政函〔2024〕3 号），推荐陈国华任公司总经理并提议免去丁永刚的公司总经理职务。2024 年 10 月，根据中共杭州市国资委委员会文件（杭国资党委〔2024〕23 号），委派赵志仁任公司外部董事并免去朱希伟的公司外部董事职务。

(3) 表外事项

截至 2024 年末,该公司对外担保为对西湖电子集团有限公司担保,年末余额合计为 7.00 亿元,担保比率为 1.78%。

该公司下属杭州运河集团投资发展有限公司(简称“投发集团”)与衢州智慧新城管理委员会(简称“管委会”)于 2019 年 3 月就衢州鹿鸣半岛国际旅游度假区项目签订《悦榕度假村项目招商协议》,明确约定引进悦榕庄、悦苑、悦椿三大国际酒店品牌。同年 4 月,投发集团联合其他三家战略投资方共同设立衢州半岛置业,作为项目实施主体推进开发建设。因各种因素影响,三家酒店除悦苑开业外,悦椿、悦榕庄处于停工状态,尚未开业。管委会认为投发集团违反协议约定,要求依法裁决投发集团和项目公司双倍返还品牌奖励 3.4 亿元,并承担悦椿、悦榕庄二家酒店运营补贴的违约责任,并要求投发集团和项目公司共同承担连带责任。基于谨慎性原则,公司 2024 年已全额计提 3.4 亿元预计负债。根据既定维权方案,待履行赔偿责任后,将依据股东协议及合资备忘录,通过司法程序追溯其他股东方的资本充实责任,并按股权比例追偿垫付款项。同时,截至 2024 年末公司已将与衢州半岛置业往来款 0.57 亿元与新增应收代偿款 3.4 亿元合并,作为单项计提坏账准备的其他应收款列报,并计提了 1 亿元坏账准备。此外,投发集团面临两起衢州半岛项目的关联诉讼:一是因悦椿、悦榕庄未按约定时间开业运营,被合作方义乌市宏承建设开发有限公司索赔相关损失,案件尚在证据交换阶段。二是因受让杭州科信文化旅游发展有限公司和文华创盈(北京)文化发展有限公司持有的衢州半岛置业股权时,投发集团以协议生效要件未成就为由拒绝履约遭两公司起诉要求继续交割,投发集团反诉指控其未履行出资义务且拒绝配合行使股权质押权,目前该两个案件经法院协调合并审理并重新排期。两案均涉及复杂合同关系及多方责任认定,投发集团已组建团队持续应对。

(4) 其他因素

跟踪期内,该公司关联交易仍主要体现为与关联方之间的商品购销、租赁、资金往来等。其中,2024 年公司采购商品和接受劳务的关联交易金额合计为 2.11 亿元,出售商品和提供劳务的关联交易金额合计为 7.16 亿元。截至 2024 年末,公司关联方应收、应付项目主要包括关联方应收款余额合计 1.80 亿元、预付款项合计 0.35 亿元、其他应收款余额合计 4.27 亿元;关联方应付账款余额合计 0.06 亿元、预收款项及合同负债合计 0.07 亿元、其他应付款余额合计 12.98 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》(2025 年 5 月 6 日),公司跟踪期内无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果,未发现公司存在重大异常情况。

5. 外部支持

该公司为杭州市国资委直属企业,定位为杭州市商贸文旅投资建设运营和城市生活物资保供公司,能获得股东及政府的必要支持。2024 年以来,公司继续获得杭州国际会议中心、旅游集团、杭州市城投服务集团有限公司钱江新城假日酒店等资产无偿划入,业务资源进一步丰富。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了上海百联集团股份有限公司、利群商业集团股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以零售为主业,具有一定的可比性。

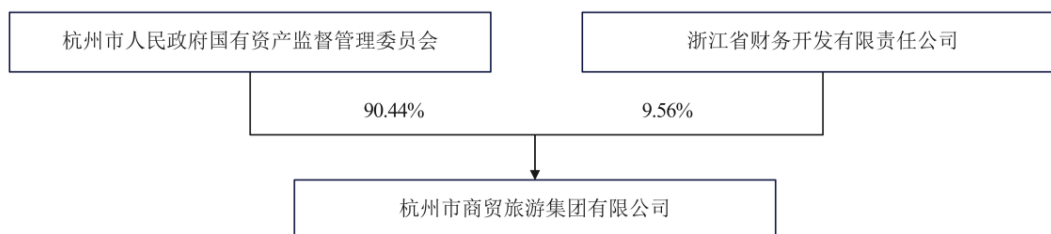
该公司已形成了百货零售、宾馆餐饮、食品销售、服务、文化旅游、区域开发等多元化发展的经营格局。且作为杭州地区商贸零售、餐饮行业龙头企业,公司旗下品牌资源丰富。公司资产规模在同业可比企业中相对较大,整体财务杠杆处于合理水平。其中公司百货零售板块运营主体杭州解百保持良好的盈利能力,债务负担轻。

跟踪评级结论

综上,本评级机构评定杭州商旅主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定,22 杭旅 01 债项信用等级为 AAA。

附录一：

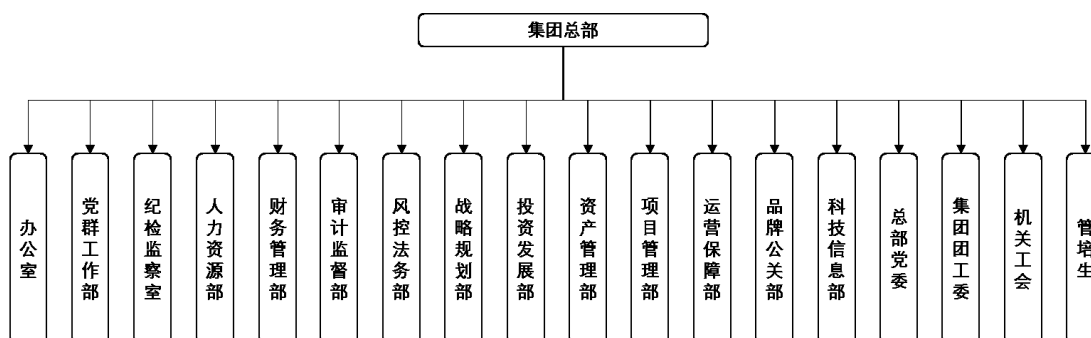
公司与实际控制人关系图



注：根据杭州商旅提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭州商旅提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据						备注
					刚性债务余 额（亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现 金流量净额 （亿元）	EBITDA （亿元）	
杭州市商贸旅游集团有限公司	杭州商旅	公司本部	—	投资管理	80.72	321.66	0.67	6.56	1.14	9.37	母公司口径
杭州解百集团股份有限公司	杭州解百	核心子公司	66.40	百货零售	0.76	47.39	17.53	4.34	6.88	8.81	
杭州市运河综合保护开发建设 集团有限责任公司	运河集团	核心子公司	100.00	京杭运河（杭州段） 及两岸工程建设、开 发、经营、管理等	152.15	177.63	5.23	-0.75	7.81	1.25	

注：根据杭州商旅 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：零售 归属行业：零售行业

企业名称（全称）	最近一次评级 主体信用等级/展望	2024 年度经营数据			2024 年（末）财务数据/指标			
		总资产（亿元）	净利润（亿元）	总资产报酬率（%）	权益资本/刚性债务（倍）	资产负债率（%）	EBITDA（亿元）	EBITDA/刚性债务（亿元）
上海百联集团股份有限公司	AAA/稳定	563.45	13.83	4.95	3.47	62.35	54.20	0.84
利群商业集团股份有限公司	AA/稳定	162.20	0.19	1.68	0.70	73.23	10.56	0.17
杭州市商贸旅游集团有限公司	AAA/稳定	1,010.76	14.07	2.29	1.23	61.12	33.37	0.11

注：部分相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	943.25	1,037.62	1,010.76	1,013.39
货币资金 [亿元]	182.89	216.74	168.54	172.17
刚性债务[亿元]	271.40	316.86	318.37	326.39
所有者权益 [亿元]	374.51	405.44	392.97	396.03
营业收入[亿元]	170.46	192.40	192.24	41.63
净利润 [亿元]	15.15	16.75	14.07	3.48
EBITDA[亿元]	36.76	40.61	33.37	—
经营性现金净流入量[亿元]	31.99	51.06	17.63	-6.27
投资性现金净流入量[亿元]	-25.93	-28.04	-37.86	-17.49
资产负债率[%]	60.30	60.93	61.12	60.92
权益资本与刚性债务比率[%]	137.99	127.96	123.43	121.34
流动比率[%]	183.65	147.26	123.31	147.84
现金比率[%]	124.13	102.70	78.46	96.82
利息保障倍数[倍]	2.18	2.19	1.97	—
担保比率[%]	4.60	3.13	1.78	1.77
营业周期[天]	233.83	112.56	127.06	—
毛利率[%]	21.47	24.96	22.67	22.81
营业利润率[%]	11.29	11.08	9.03	10.31
总资产报酬率[%]	3.03	3.06	2.29	—
净资产收益率[%]	4.15	4.29	3.52	—
净资产收益率*[%]	3.30	2.92	2.38	—
营业收入现金率[%]	161.67	157.97	141.20	154.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.84	27.55	7.94	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.12	3.83	-3.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.91	2.94	2.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.11	—

注：2023 年和 2024 年杭州商旅均发生同一控制下企业合并。本评级报告财务数据依据发行人提供的经连审的 2020-2022 年度财务数据、经审计的 2023-2024 年财务数据以及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2023 年/末财务数据采用 2024 年期初数或上期数。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]} }

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2013 年 4 月 26 日	AA+/稳定	熊桦、杨佳佳	新世纪评级方法总论（2012）	报告链接
	评级结果变化	2017 年 6 月 26 日	AAA/稳定	陈婷婷、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法（2014） 零售行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2024 年 8 月 5 日	AAA/稳定	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AAA/稳定	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-
债项评级 (22 杭旅 01)	历史首次评级	2022 年 6 月 17 日	AAA	熊桦、王科柯	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 28 日	AAA	熊桦、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AAA	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。