



# 上海复星高科技（集团）有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第二期）（高成长产业债） 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：CCXI-20252717D-01

---

## 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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 7 月 28 日

<b>发行人</b>	上海复星高科技（集团）有限公司
<b>债项及评级结果</b>	上海复星高科技（集团）有限公司 2025 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）（高成长产业债）（品种一） <b>AAA</b>
	上海复星高科技（集团）有限公司 2025 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）（高成长产业债）（品种二） <b>AAA</b>
<b>发行要素</b>	本期债券发行金额为不超过 7 亿元（含 7 亿元），分为两个品种，引入品种间双向回拨选择权，品种间回拨比例不受限制（如某个品种的发行规模全额回拨至另一品种，则本期债券实际变更为单一品种），其中品种一债券期限为 2 年，附第 1 年末投资者回售选择权；品种二债券期限为 2 年。本期债券每年付息一次，到期一次性偿还本金，在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。募集资金将用于偿还公司债券及其他有息债务。

### 评级观点

中诚信国际肯定了上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”或“公司”）业务板块多元化程度高，有助于分散单一业务的经营风险、医药制造业务保持较强的竞争力和研发实力，快乐板块具备较高的商圈价值和品牌知名度、主要经营主体均为上市公司，并拥有较多优质产业投资，2024 年以来继续退出非核心资产实现资金回笼和债务压降等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到宏观环境、行业周期波动、政策调控和市场需求变化等因素，对公司主营业务经营和盈利的影响、母公司面临一定的短期偿债压力，外部融资环境变化和实施中的资产退出及资金回流进展、后续主业发展资金平衡、再融资情况等因素对公司经营及信用状况的影响。

### 正面

- 业务板块多元化程度高，有助于分散单一业务的经营风险
- 医药制造业务保持较强的竞争力和研发实力，快乐板块具备较高的商圈价值和品牌知名度
- 主要经营主体均为上市公司，并拥有较多优质产业投资，2024 年以来继续退出非核心资产实现回笼资金和债务压降

### 关注

- 宏观环境、行业周期波动、政策调控和市场需求变化等因素，对公司主营业务经营和盈利的影响
- 母公司面临一定的短期偿债压力，外部融资环境变化对其影响有待观察
- 实施中的资产退出事项进展及资金回流、后续主业发展资金平衡、再融资情况需持续关注

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

郝晓敏 xmhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 主体财务概况

复星高科（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	4,298.38	4,217.28	4,045.67	4,030.45
所有者权益合计（亿元）	1,580.60	1,645.74	1,612.89	1,613.22
负债合计（亿元）	2,717.79	2,571.54	2,432.78	2,417.23
总债务（亿元）	1,356.92	1,350.78	1,309.77	1,301.39
营业总收入（亿元）	1,149.32	1,225.38	1,143.04	215.53
净利润（亿元）	99.40	66.82	24.33	7.49
EBIT（亿元）	222.56	138.79	104.48	--
EBITDA（亿元）	276.89	196.81	163.13	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	35.29	0.56	154.41	60.14
营业毛利率(%)	31.22	26.42	27.85	31.48
总资产收益率(%)	5.38	3.26	2.53	--
EBIT 利润率(%)	19.36	11.33	9.14	--
资产负债率(%)	63.23	60.98	60.13	59.97
总资本化比率(%)	46.19	45.08	44.81	44.65
总债务/EBITDA(X)	4.90	6.86	8.03	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.69	2.93	2.31	--
FFO/总债务(X)	-0.002	-0.02	0.01	--
复星高科（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	868.40	855.84	797.27	748.58
所有者权益合计（亿元）	226.14	229.84	275.06	271.27
负债合计（亿元）	642.26	626.01	522.21	477.31
总债务（亿元）	405.35	373.92	300.70	292.78
营业总收入（亿元）	5.95	1.40	0.85	0.08
净利润（亿元）	80.68	3.47	23.21	-3.80
EBIT（亿元）	103.74	21.80	38.54	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	47.57	-13.01	63.87	-11.62
营业毛利率(%)	100.00	86.90	94.85	100.00
总资产收益率(%)	12.55	2.53	4.66	--
EBIT 利润率(%)	1,744.46	1,558.58	4,511.29	--
资产负债率(%)	73.96	73.14	65.50	63.76
总资本化比率(%)	64.19	61.93	52.23	51.91

注：1、中诚信国际根据复星高科提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、一年内到期的非流动负债、其他非流动负债、长期应付款中的有息债务。

## 发行人概况

上海复星高科技（集团）有限公司成立于 1994 年 11 月，是复星国际在境内的产业经营及投资平台，自成立以来经历多次股权转让和股东增资，现已成为我国最大的综合类民营企业集团之一，聚焦健康、快乐、富足和智造四大产业布局。2024 年实现营业总收入 1,143.04 亿元。

图 1：2024 年公司主要收入构成-按经营主体（亿元）

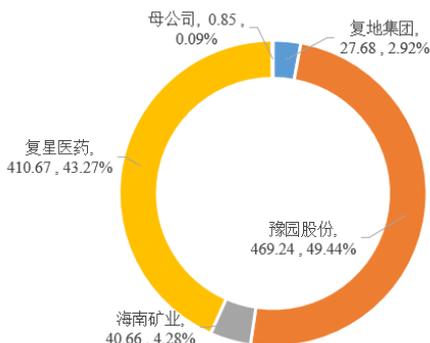
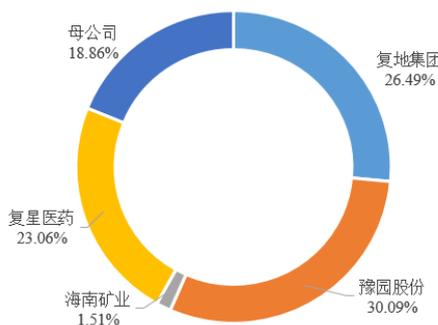


图 2：2024 年末公司主要债务构成-按经营主体



注：1、复星医药为“上海复星医药（集团）股份有限公司”简称、豫园股份为“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司”简称、复地集团为“复地（集团）股份有限公司”简称，海南矿业为“海南矿业股份有限公司”简称；2、复地集团收入为剔除豫园股份数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2025 年 3 月末，公司实收资本为 48.00 亿元，控股股东复星国际有限公司<sup>1</sup>（以下简称“复星国际”）的持股比例为 100.00%，实际控制人为自然人郭广昌。

表 1：截至 2025 年 3 月末公司主要业务板块及经营主体情况（亿元）

业务板块	主要经营主体	合计持股比例 (%)	2025.3			2024		经营活动净现金流
			总资产	净资产	总负债	营业收入	净利润	
健康	复星医药 (600196.SH、02196.HK)	35.84	1,179.90	608.50	571.41	410.67	35.12	44.77
快乐	豫园股份 (600655.SH)	61.85 <sup>2</sup>	1,189.40	379.76	809.64	469.24	-4.29	42.53
智造	海南矿业 (601969.SH)	46.61	140.97	78.21	62.75	40.66	6.49	13.88

注：1、公司直接持有复星医药 33.31%A 股，通过香港中央结算（代理人）有限公司间接持有 2.68%H 股。2、截至 2025 年 3 月末，公司对豫园股份直接持股 2.10%，通过 17 家一致行动人持股 59.78%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期债券发行金额为不超过 7 亿元（含 7 亿元），分为两个品种，引入品种间双向回拨选择权，品

<sup>1</sup> 截至 2024 年末，复星国际总资产规模为 7,965.28 亿元，净资产规模为 1,975.39 亿元；2024 年，复星国际实现营业总收入 2,075.54 亿元，实现净利润 43.49 亿元。

<sup>2</sup> 根据 2023 年 11 月豫园股份发布的《豫园股份 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明（修订稿）》，为豫园股份加强珠宝时尚板块的综合竞争力，提升数字化运营能力提升，优化资产结构，提升抗风险能力，豫园股份拟向不超过 35 名符合中国证监会规定条件的特定对象发行 A 股股票，发行股票数量不超过 779,986,182 股（含），同时不超过此次发行前总股本的 20%，并以中国证监会同意注册的批复文件为准。2024 年 5 月，豫园股份发布公告称，综合考虑当前资本市场环境、公司发展规划、维护现有股东利益等因素，豫园股份决定终止 2023 年度向特定对象发行 A 股股票事项。

种间回拨比例不受限制（如某个品种的发行规模全额回拨至另一品种，则本期债券实际变更为单一品种），其中品种一债券期限为 2 年，附第 1 年末投资者回售选择权；品种二债券期限为 2 年。本期债券每年付息一次，到期一次性偿还本金，在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。募集资金将用于偿还公司债券及其他有息债务。

**特殊条款：**票面利率调整选择权、投资者回售选择权。

本期公司债券发行完成后，可顺利接续到期债务。此外，公司较好的内部流动性及畅通的股权融资渠道可为本次公司债券本息兑付形成很好保障。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年二季度中国经济顶住压力实现平稳增长、凸显韧性，工业生产、出口与高技术制造业投资表现亮眼，但同时，外部环境压力的影响逐步显现，投资边际放缓、地产走弱、价格低迷等反映出中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。下半年在政策协同发力、新动能持续蓄势、“反内卷”力度增强等支持下，中国经济边际承压但不改稳中有进的发展态势。

详见《经济“压力考”过半，政策针对性发力至关重要》，报告链接：  
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11981?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，2024 年以来，医药制造行业整体以“创新”和“出海”为主线，部分细分行业在多重利好因素下有望迎来信用水平边际提升，随着行业政策等外部环境影响出清，行业盈利能力整体有望企稳回升，资本结构仍较为稳健。

2024 年以来，我国国民经济稳中有进，增长动能不断增强，同时人口结构在低生育率的驱动下已实际步入“少子型老龄化”阶段，卫生总费用远超同期 GDP 增速，医保谈判与国采常态化运行在卫生费用总量增长的过程中进一步腾出空间以支持创新产品进入市场，加之医药出海政策基础的不断夯实，宏观与政策层面的利好因素推进医药产业升级不断加速。当前医药制造行业整体仍以“创新”和“出海”为主线，部分细分行业在多重利好因素下有望迎来信用水平边际提升，未来仍需关注行业内企业研发创新风险、产品出海进程、产品差异化竞争前景等方面可能对其信用水平带来的影响。2025 年医药市场需求预计仍然保持旺盛，未来医药行业扩容仍具很强韧性，随着行业政策等外部环境影响出清，医药制造行业盈利能力整体有望企稳回升，偿债能力或将保持较强水平，资本结构仍较为稳健。

详见《中国医药制造行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11688?type=1>

2024 年，美联储降息预期持续、地缘政治局势紧张加剧、避险需求扩大等因素推动黄金价格迭创新高，年内金价涨幅超 20%。

受美联储降息预期持续叠加地缘政治局势紧张加剧等因素影响，黄金对抗货币贬值和政治经济风险的保值及避险需求较为旺盛，2024 年以来黄金价格屡创新高，年末 COMEX 黄金期货结算价

收于 2,641.00 美元/盎司，全年均价为 2,403.55 美元/盎司，同比增长 22.97%。国内金价紧跟国际金价走势，2024 年末 SHFE 黄金结算价达到 616.68 元/克，较年初大幅增长 28.30%，全年均价为 559.11 元/克，同比增长 24.11%。全球黄金供应较为稳定，供给侧整体波动较小，对金价影响不大。2025 年地缘政治、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存，或将促使黄金作为避险资产的投资需求提升，对黄金价格长期表现起到提振作用。

详见《中国黄金行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11687?type=1>

**2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。**

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

## 运营实力

中诚信国际认为，复星高科作为国内规模最大的综合类民营企业集团之一，多元化的产业布局有助于分散单一业务的经营风险，健康板块在医药制造行业具备较强竞争力及研发实力，快乐板块商圈价值很高，拥有较高品牌知名度和日趋完善的销售网络，对企业信用实力提供了有力支撑；但需关注房地产业务存量项目后续投资和去化情况以及外部环境、行业周期波动和市场需求变化对其他板块业务盈利稳定性影响。2024 年以来，母公司非核心资产退出放缓，聚焦主业的同时补充流动性，需对仍在实施中的资产退出项目以及未来主业发展资金平衡情况保持关注。

*复星医药产品结构多元化程度高，保持较强的研发创新能力，整体在医药制造领域具有较强的市场竞争力和抗风险能力；但 2024 年抗疫产品需求下降令收入规模略有下降，且仍需关注业务整合情况、新药研发及上市进度。*

公司健康板块主要经营主体为上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”），其制药业务仍保持较为完善和多元化布局，2024 年制药板块销售额过亿的制剂单品或系列为 49 个，其中超过 10 亿元有 4 个、5~10 亿元有 3 个、3~5 亿元有 4 个<sup>3</sup>，市场份额保持领先；截至 2024 年末，共计 42 个已通过或视为通过仿制药一致性评价的产品在十批药品集中采购及胰岛素专项接续采购招标中中选。收入方面，由于抗疫产品需求大幅下降，2024 年制药业务及医疗器械与

<sup>3</sup> 其中超过 10 亿元制剂单品/系列为汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、汉利康（利妥昔单抗注射液）、汉斯状（斯鲁单抗注射液）和肝素系列制剂；5~10 亿元制剂单品/系列为苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）、青蒿琥酯等抗疟系列和优立通（非布司他片）。

医学诊断收入均同比下滑；受益于线上业务增长以及线下重点专科建设，医疗健康服务业务收入进一步增长，同比减亏 1.25 亿元，但由于相关前期投入较高，整体仍呈亏损状态<sup>4</sup>；通过参股国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投”）布局的医药分销和零售业务稳步发展，在促进复星医药药品销售渠道拓展的同时，继续提供稳定的投资收益，2024 年贡献投资收益和分红分别为 17.38 亿元和 6.71 亿元。

表 2：近年来复星医药营业总收入分板块情况（亿元）

	2022	2023	2024
制药	308.12	302.22	289.24
其中：过亿产品个数（个）	47	50	49
医疗器械与医学诊断	69.49	43.90	43.23
医疗服务	60.80	66.72	76.47
其他	1.11	1.16	1.73
<b>营业总收入</b>	<b>439.52</b>	<b>414.00</b>	<b>410.67</b>

资料来源：复星医药定期报告，中诚信国际整理

2024 年以来，复星医药进一步加大研发投入，截至 2024 年末主要在研创新药（适应症）、生物类似药（适应症）项目超过 80 项。2024 年，共有 7 个创新药/生物类似药（适应症）、79 个仿制药（适应症）于境内外获批上市；4 个创新药/生物类似药<sup>5</sup>、81 个仿制药（包括进口注册，但不包括 Gland Pharma 的海外申报项目）于境内外申报上市；18 个创新药/生物类似药（适应症）获批开展临床试验，保持较强的研发创新能力。

表 3：近年来复星医药技术研发情况（亿元）

	2022	2023	2024
当期制药业务研发投入	50.97	51.72	55.54
当期制药业务研发投入占医药制造与研发板块收入比例（%）	16.54	17.11	19.20
当期专利申请项目数（项）	249	206	220

资料来源：复星医药定期报告，中诚信国际整理

此外，2024 年 6 月以来，复星医药推进对子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司<sup>6</sup>（以下简称“复宏汉霖”，02696.HK）的私有化和吸收合并事项，2025 年 1 月由于未获得股东大会通过，交易未达成，复宏汉霖仍为复星医药重要的抗体技术平台，复星医药（通过控股子公司）合计持有复宏汉霖 59.56% 股权，保持控股地位。中诚信国际认为，复星医药主要治疗领域核心产品经营情况良好，且其持续加大研发投入并保持较强的研发创新能力，较为充足的在研项目亦丰富未来产品线，将进一步提升其在制药业务的竞争实力。但同时，需对复星医药前期外延并购形成的资金压力和整合情况、新药研发及上市进度保持关注。

**豫园股份拥有的商圈价值很高，珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，但 2024 年在黄金价格持续上涨的背景下，消费者需求减弱，豫园股份加强对终端的管控，当年门店数量有所缩减；**

<sup>4</sup> 复星医药医疗健康服务业务的运营主体为上海复星健康科技（集团）有限公司（以下简称“复星健康”），2024 年 5 月，复星医药及控股子公司复星健康等与佛山市禅城区禅西新城投资建设有限公司（以下简称“佛山禅西城投”）签订《增资扩股协议》，佛山禅西城投拟指定主体按 102 亿元的投前估值出资 3.00 亿元认缴复星健康新增注册资本 1.56 亿元，本次交易完成后，复星健康仍为复星医药合并范围内子公司。双方约定，若复星健康未能完成如下任一年度业绩指标的 90%——2024 年、2025 年、2026 年、2027 年、2028 年经审计的合并收入分别不低于人民币 60 亿元、63 亿元、65 亿元、68 亿元和 70 亿元，或者未能在签订《增资协议》之日起的五年内（或经相关各方商定的更长时间）于资本市场完成上市，其增资方就有权向复星健康或其指定方出售其持有的全部或部分股权，转让金额为实际投资金额加上每年 3.98% 利率（单利）并扣除已获得分红和已宣告但未实施利润分配后的金额。

<sup>5</sup> 包括由本集团合作伙伴 Accord BioPharma Inc. 于美国就本集团自主研发的注射用曲妥珠单抗递交的上市许可申请（BLA）。

<sup>6</sup> 截至 2024 年末，复宏汉霖总资产规模为 105.98 亿元，净资产规模为 30.14 亿元；2024 年，复宏汉霖实现营业收入 58.16 亿元，实现净利润 8.20 亿元。

**2024 年以来，消费需求恢复不及预期，公司餐饮、食品等各板块业绩均出现不同程度的下滑，需对未来黄金价格波动、消费景气度恢复情况保持关注。**

公司快乐板块主要经营主体为上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”），已形成黄金珠宝、房地产、餐饮、酒业、百货及服务等多种产业共同发展的业态，拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”豫园商圈，商圈价值很高<sup>7</sup>，对其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。

珠宝时尚业务为豫园股份的核心产业，旗下拥有“老庙”和“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。2024 年以来，由于消费者需求不足及国际金价波动加剧令珠宝时尚业务承压，豫园股份加强对终端的管控，优化渠道结构，当年门店数量有所缩减，直营及加盟闭店数量均明显增加，渠道结构有所优化。截至 2024 年末，DJULA 直营网点为 17 家，LUSANT 直营网点为 1 家，由于消费需求不足且目前二者在国内的品牌知名度较低，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，2024 年珠宝业务线上收入约 12.16 亿元，同比增长 32.3%。

其他产业板块方面，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，2024 年以来，消费需求恢复不及预期，下列各板块的业绩均出现不同程度的下滑，需对未来消费景气度恢复情况保持关注。

**表 4：2024 年公司其他产业板块主要品牌及业务情况**

板块	主要品牌	2024 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 2024 年末，公司拥有文化饮食直营网点 166 家，同比减少 54 家，其中松鹤楼 142 家（苏式正餐 11 家、苏式面馆 131 家）。2024 年，餐饮管理与服务业务实现收入 11.61 亿元，同比减少 18.28%。
食品、百货及工艺品	“老城隍庙”品牌矩阵、如意情等	2024 年，消费景气度持续低迷，食品、百货及工艺品板块实现收入 10.60 亿元，业绩同比下降 31.16%。
医药健康及其他	童涵春堂、有鱼	截至 2024 年末，公司共拥有童涵春堂 41 家。宠物产业方面，公司拥有猫粮有鱼品牌，但目前整体规模不大。2024 年，受公司调整业务结构影响，零售及中医药养生业务增加同时医药批发业务减少，该业务板块实现收入 4.39 亿元，同比下降 11.67%，但毛利率为 32.10%，同比增长 9.92 个百分点。
化妆品	AHAVA、WEI	公司主动优化门店结构，截至 2024 年末，公司拥有以色列国宝级护肤品牌 AHAVA 门店 14 家（国内 6 家，国外 8 家，同比均有所下滑）；2024 年，公司化妆品板块实现营业收入 2.98 亿元，同比减少 34.03%。
时尚表业	海鸥表业、上海表业	截至 2024 年末，时尚表业板块共拥有直营网点 75 家。2024 年，时尚表业板块实现销售收入 6.91 亿元，同比下降 4.24%。
酒业	舍得酒业、金徽酒	截至 2024 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 <sup>8</sup> 。同年末，舍得集团下属上市公司舍得酒业股份有限公司总资产为 118.02 亿元，净资产为 71.31 亿元；2024 年白酒行业处于调整期，次高端产品消费需求仍待恢复，同时舍得酒业股份有限公司主动实施“控量挺价”策略，当年营业总收入 53.57 亿元，净利润 3.40 亿元，同比均大幅下降。

资料来源：公司提供及公开数据，中诚信国际整理

<sup>7</sup> 豫园商圈内部物业为豫园股份自持，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。

<sup>8</sup> 截至 2024 年末，豫园股份所持金徽酒的 20% 股权仍处于质押状态，用途为上海银行的借款质押。

智造板块中海南矿业油气业务稳步发展，但受大宗贸易规模缩减影响整体收入有所下降；海南矿业不断推进全球化布局，同时新能源业务持续拓展，有利于实现上游锂资源与锂盐加工的产业协同，但未来建设进度、资金平衡及预期效益实现情况有待持续观察。

公司智造板块收入主要来源于海南矿业股份有限公司（以下简称“海南矿业”），其主营业务包括铁矿石开采及油气勘探等，并根据规划拓展以进行新能源产业上游矿产资源的采选及加工业务的产业升级。2024 年，年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）项目建成投产<sup>9</sup>；海南矿业控股的非洲马里 Bougouni 锂矿一期 Ngoualana 矿坑重介质选矿厂及附属设施建设项目已进入试生产阶段<sup>10</sup>。此外，2024 年 7 月，公司拟与沙特阿吉兰兄弟矿业公司共同推进在沙特合作建设锂盐项目的可行性研究。整体来看，海南矿业产业转型升级战略取得阶段性成果，有利于实现上游锂资源与锂盐加工的产业协同，提升未来锂盐产品的成本竞争力，尚需对后续项目建设、开工进度及锂矿价格变动等保持关注。

表 5：近年来海南矿业收入构成（亿元）

	2022	2023	2024
铁矿石 <sup>11</sup>	18.06	17.37	15.09
油气 <sup>12</sup>	15.86	17.55	19.68
其他	14.38	11.87	5.89
合计	48.30	46.79	40.66

资料来源：海南矿业定期报告，中诚信国际整理

表 6：截至 2024 年末海南矿业主要矿区铁矿石储量情况（万吨）

矿区	矿石储量	品位区间	采矿模式
北一区	1,2031.17	45.96%~46.64%	2018 年全部转入地下开采
南矿区	174.85	49.35%	目前地下开采
保秀区	7,685.96	43.14%~46.05%	目前地下开采
枫树下区	432.72	49.89%~51.12%	目前露天开采
正美大英山区	138.37	33.31%~44.23%	目前露天开采
保东一	1.50	48.80%	目前露天开采
保东二	6.68	47.30%	目前露天开采

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁矿石方面，2024 年，受极端气候、安全检查频次加大、入选矿石平均品位波动等因素影响，原矿及成品矿产量同比均有所下滑，但长协及战略客户销量占比提升及块矿结算均价上涨令销售价格同比有所提升；此外，铁矿石贸易规模有所缩减。油气方面，2024 年以来，原油销售均价虽受市场影响持续下降，但受益于四川八角场气田及马来西亚油田实现超产，油气产销量同比实现增长，带动油气收入有所提升。2024 年，公司下属洛克石油完成对特提斯公司的全面要约收购和

<sup>9</sup> 项目建设周期预计为 1.5 年，预算总投资 10.56 亿元，已获得海南农信社团的 7 亿元贷款，于 2023 年 8 月完成相关协议签署并已于 9 月开始提款。产品为电池级单水氢氧化锂，截至 2024 年末，已完成全部土建工程施工、冶金段和湿法段设备安装、全厂建（构）筑物主体结构安装，并于 2025 年 2 月底实现冶金段投料试车成功，同年 5 月，经过冶金段的稳产调试，该项目冶金段与湿法段实现全流程贯通，首批氢氧化锂产品通过海南矿业内部实验室取样检查，确认产品参数达到设计标准。后续，该项目将进行持续调试和优化，以实现产品的连续稳定生产，并逐步实现产能提升以达到设计产能。同时，公司还将同步推动下游客户对项目产品的品质认证工作。

<sup>10</sup> 交易完成后海南矿业已实际控股 KMUK51% 的股权。根据 KOD 所披露的最新勘探结果，KMUK 所拥有的马里 Bougouni 锂矿采矿权范围内在 JORC 准则下的矿产资源量估计为 3,190 万吨，氧化锂平均品位为 1.06%。海南矿业将与合作方 KOD 一起推进 Bougouni 锂矿的开发，并计划启动一期 140 万吨/年选矿生产线的建设，建设周期预计为 12 个月。该产线建成达产后，预计可生产品位为 5.5% 以上的锂精矿 10~12 万吨/年。2024 年以来，海南矿业重点实施采矿剥离及一期 Ngoualana 矿坑重介质选矿厂及附属设施建设工作。选矿厂土建工程施工于 2024 年 7 月开始，2025 年 1 月底完成建设并进入试生产调试，截至目前已具备连续稳定生产条件，将在相关合规手续全部完成后正式投产。

<sup>11</sup> 海南矿业拥有的石碌铁矿富铁矿石储量大、品位高，铁矿石产品具有高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质。

<sup>12</sup> 2023 年 11 月，海南矿业完成对洛克石油剩余 49% 股权的收购，进一步夯实了油气业务赛道。洛克石油目前主要开发项目位于北部湾、四川、马来西亚，通过与包括大型国家石油公司如中国石油天然气集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司、马来西亚国家石油公司等石油公司合作的方式开展油气勘探、评价及开发业务，并按照约定的权益比例分摊成本和计算收益。

私有化，获得在阿曼苏丹国 4 个区块的油田权益，进一步加深全球化业务布局。中诚信国际认为，铁矿石和油气均属于强周期行业，其价格易受宏观经济环境、市场供需关系等影响波动较大，价格变动对盈利稳定性的影响有待持续观察。同时，新业务建设、资金平衡及预期效益实现情况亦需保持关注。

表 7：近年来海南矿业主要产品产销情况（万吨、万桶当量、元/吨、美元/桶油当量）

产量	2022	2023	2024	2025.1~3
铁矿石（万吨）	266.71	260.17	218.10	65.28
油气（万桶当量）	541.97	626.16	809.49	275.23
销量	2022	2023	2024	2025.1~3
铁矿石（万吨）	264.50	279.96	238.15	62.83
油气（万桶当量）	379.29	481.27	612.97	197.10
平均售价	2022	2023	2024	2025.1~3
铁矿石（元/吨）	655.70	597.91	643.63	598.67
石油（美元/桶油当量）	100.79	83.56	81.67	74.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**复地集团房地产开发业务项目储备规模充足且区域分布较为合理，但签约销售业绩受行业影响有所下降，仍需关注存量项目后续投资、去化情况，以及行业政策变化对其经营带来的挑战。**

公司地产业务主要经营主体是复地（集团）股份有限公司<sup>13</sup>（以下简称“复地集团”）及下属子公司豫园股份<sup>14</sup>，依托于复星体系丰富的产业资源，房地产业务已形成一定规模优势。2024 年，销售业绩在地产行业景气度持续低迷的环境下进一步下降。

表 8：近年来复地集团主要运营指标

	2022	2023	2024
新开工面积（万平方米）	130.92	44.21	5.69
竣工面积（万平方米）	141.15	199.30	80.54
销售面积（万平方米）	135.24	110.35	73.15
销售金额（亿元）	246.80	186.34	109.06
销售均价（万元/平方米）	1.96	1.69	1.49
结算金额（亿元）	144.03	164.11	124.89

注：开发、销售相关数据为全口径，结算相关数据为并表口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2024 年末，复地集团拥有土地储备合计总建筑面积 837.93 万平方米，持有待开发土地的面积 456.28 万平方米，需要关注较大规模土地储备及较高的商办占比对其资金周转和项目去化形成的压力。同时，复地集团坚持蜂巢城市的理念，通过地产与产业相结合的综合体方式拿地，配有写字楼、商场、医院和度假村等多样性业态，土地投资力度有所放缓，2024 年新增土地储备规模较小但相对优质。同时，受行业融资环境影响，截至目前，复地集团已无公开市场债券融资，有息债务以银行借款为主，整体经营稳健度一般。

表 9：近年来复地集团新增土地储备情况

	2022	2023	2024
新增项目数（个）	2	1	1
新增项目储备建筑面积（万平方米）	74.32	16.60	23.07

<sup>13</sup> 截至 2024 年末，复地集团总资产规模为 1,684.48 亿元，净资产规模为 527.07 亿元；2024 年，复地集团实现营业总收入 496.92 亿元，实现净利润-1.99 亿元。

<sup>14</sup> 2018 年 7 月，复地集团将其所持有的阅祥地产、复城润广及博城置业等 23 家标的公司的全部或部分股权换取豫园股份的 49.26% 股份，资产注入后，复地集团主要依托重组后的豫园股份推进原有开发和商管业务。

新增项目储备购置支出（亿元）	135.04	5.11	17.94
新增项目楼面均价（元/平方米）	18,170	4,076	12,782

注：2024 年新增项目为三亚海棠湾项目，规划项目为住宅，截至 2024 年末，持有待开发土地面积共计 456.28 万平方米。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2024 年公司持续推进非核心资产退出并实现一定规模的资金回笼，需关注仍在实施过程中的退出项目以及未来主业发展资金平衡情况。**

公司持续聚焦健康、快乐、富足和智造四大产业布局，在控股股东“瘦身健体”战略下<sup>15</sup>，2024 年以来公司控股层面<sup>16</sup>继续推进非核心资产退出事项，全年签约口径约 24 亿元，回笼现金流 34.21 亿元，处置节奏有所放缓，退出的主要项目包括新华保险等，考虑到部分资产退出计划仍在实施过程当中，仍需关注后续进展及资金回笼对公司未来公开债务偿付和主业发展的资金平衡情况。

**表 10：2022-2024 年公司本部及下属投资平台主要退出资产情况（股、%、亿元）**

退出项目	实施主体	退出方式	减持/转让数量	减持/转让比例	减持/转让金额	状态
<b>上市控股</b>						
复星医药	母公司	二级市场减持	39,106,635	1.46	11.83	已完成
豫园股份	母公司	二级市场减持	38,926,342	1.00	2.96	已完成
	复星产投	协议转让	194,555,149	5.00	12.49	已完成
海南矿业	复星产投	二级市场减持	54,496,567	2.68	3.84	已完成
<b>上市参股</b>						
中山公用	母公司	协议转让	118,671,633	8.04	7.67	已完成
三元股份	平闰投资	二级市场减持	30,340,000	2.00	1.24	已完成
中岩大地	母公司	二级市场减持	2,015,085	1.58	0.50	已完成
新华保险	母公司	二级市场减持	32,391,900	1.04	8.20	已完成
<b>非上市控股和参股</b>						
永安保险	复星产投等	协议转让	662,071,520	22.00	--	已完成
南京南钢	母公司					
	复星产投	协议转让	--	60.00	135.80	已完成
	复星工发					
天津建龙	复星工发	协议转让	--	25.7033	67.00	已完成
泛亚航运	复星产投	协议转让	--	9.00	6.20	已完成

注：1、中山公用系“中山公用事业集团股份有限公司”简称、三元股份系“北京三元食品股份有限公司”简称、中岩大地系“北京中岩大地科技股份有限公司”简称、永安保险系“永安财产保险股份有限公司”简称、天津建龙系“天津建龙钢铁实业有限公司”简称、南京南钢系“南京南钢钢铁联合有限公司”简称、泛亚航运系“上海泛亚航运有限公司”简称、新华保险系“新华人寿保险股份有限公司”简称。2、上海复星产业投资有限公司（以下简称“复星产投”）、上海复星工业技术发展有限公司（以下简称“复星工发”）、上海平闰投资管理有限公司（以下简称“平闰投资”）等，均为公司全资子公司，公司对其拥有完全控制权，并能实现资金归集。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**表 11：2024 年以来公司下属子公司主要退出资产情况（亿元）**

子公司	退出项目	退出方式	减持/转让金额
豫园股份	株式会社新雪	协议转让	10.19
	上海真如（星光耀）广场	出售	--
复星医药	重庆国渝健康管理有限公司	协议转让	
	国融乐养健康科技（上海）有限公司	协议转让	
	福建嘉护医疗管理有限公司	协议转让	
	国药莆田涵江医疗投资管理有限公司	协议转让	5.89
	同福汇（上海）健康服务有限公司	协议转让	
	上海复拓知达医疗科技有限公司	股权重组	

注：未获取出售上海真如（星光耀）广场收到的金额。

<sup>15</sup> 2024 年，复星集团层面完成资产退出回笼现金人民币 152 亿元，退出的主要项目包括 HAL、Ageas、Amneal、Guide、BCP、新华保险等。

<sup>16</sup> 公司作为投资控股型集团，为了更科学地管理不同区域、不同行业的股权投资，以及出于税务、财务等的合理安排，设立了几家全资持股平台，包括上海复星产业投资有限公司、上海复星创业投资有限公司、上海复星工业技术发展有限公司等是其中重要的平台。公司本部和上述公司统称为公司控股层面。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2024 年公司营业总收入及投资收益下滑对整体盈利水平产生影响，需关注主营业务盈利水平的恢复情况；2024 年以来，随着非核心资产陆续出售，总资产规模整体略有下降，同时公司持续压降债务规模至近年较低水平。公司能够较好地实现集团财务管控，但母公司偿债资金来源主要依靠资产退出、子公司分红等，仍面临一定的短期偿债压力，尚需对再融资和偿债资金落实情况保持关注。

*2024 年以来，随着非核心资产陆续出售，总资产规模整体略有下降，同时公司持续压降债务规模至近年较低水平。2024 年公司营业总收入及投资收益下滑对整体盈利水平产生影响，需关注主营业务盈利水平的恢复情况。*

2024 年，宏观经济及国际金价震荡波动加剧导致国内消费增长乏力，快乐板块收入同比明显下降令营业总收入同比下降。但为应对消费者需求变化，公司开发珠宝时尚新产品，向高毛利销售升级转型令快乐板块毛利率增加，同时富足-资管板块毛利率有所回升，公司毛利率同比小幅上升，期间费用率亦有所下降。由于对部分地产项目和股权投资<sup>17</sup>计提减值，资产减值损失同比有所增加；因联合合营企业业绩下滑，投资收益同比下降；以公允价值计量的投资性房地产评估增值同比减少令公允价值变动收益亦有所下降，受上述因素共同影响，2024 年公司净利润进一步下降。2025 年 1~3 月，公司营业总收入同比进一步下降，但受益于投资收益同比明显增加，净利润小幅提升。中诚信国际关注到，公司经营性盈利水平虽有所提升，但盈利对投资收益及公允价值变动损益的依赖性仍较高，需关注未来主营业务盈利水平的恢复情况。

2024 年以来，公司总资产规模持续下降，具体来看，由于部分房地产项目结转及销售以及上海翌耀科技股份有限公司出表影响，2024 年末存货规模大幅下降；此外，受益于公司对福佑路项目等持续投资和国药产投等被投资企业利润积累，长期股权投资规模稳步提升；其他应收款<sup>18</sup>主要为关联方往来款项以及子公司复地集团对合营公司的开发资金支持等，2024 年以来持续压降。截至 2025 年 3 月末，公司受限货币资金为 111.75 亿元，占货币资金比例为 31.10%，由各项保证金、法定存款准备金及预售房款构成。2024 年以来，公司陆续偿还到期公开债务和借款，总债务规模持续下降，合同负债随房地产项目销售和结转继续下降，财务杠杆水平亦小幅降低，但短期银行借款及发行超短规模增加令短期债务占比增加，债务结构有待优化。2024 年以来，公司所有者权益亦有所下降。

2024 年以来，由于关联方往来款的逐步回收，经营活动净现金流同比大幅增加；公司非核心资产退出规模下降且保持一定的对外投资规模，投资活动现金转为净流出态势；公司继续偿付到期债务，筹资活动现金保持大幅净流出态势。

表 12：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
健康	439.53	47.28	414.01	47.84	410.70	47.97	94.20	47.77
快乐	512.48	17.81	622.65	14.80	509.74	15.01	91.88	16.70

<sup>17</sup> 对天津市捷威动力工业有限公司的股权投资计提减值 7.71 亿元，对睿至科技集团有限公司的股权投资计提减值 4.50 亿元。

<sup>18</sup> 截至 2023 年末，公司其他应收款账龄为一年以内的金额占比为 74.60%；年末其他应收款坏账准备为 9.39 亿元。

智造	104.55	20.53	128.47	19.79	156.67	19.22	19.68	24.35
富足-保险	1.83	38.94	2.21	33.26	1.99	33.47	0.34	37.88
富足-资管	96.73	41.84	63.17	15.72	69.07	23.64	10.57	32.19
调整及抵消	-5.81	--	-5.14	--	-5.12	--	-1.15	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,149.32</b>	<b>31.22</b>	<b>1,225.38</b>	<b>26.42</b>	<b>1,143.04</b>	<b>27.85</b>	<b>215.53</b>	<b>31.48</b>

注：1、合计数因四舍五入存在尾数差异；2018 年豫园股份资产重组完成后，复地集团部分地产业务进入豫园股份合并报表范围内，该部分地产业务收入计入快乐板块，其他地产业务收入计入富足-资管板块。2、受益于松亭富顿苑结盘以及外滩商业自 2022 年 3 月底并表，推升 2022 年富足板块资管业务收入。

资料来源：公司提供

表 13：近年来公司财务指标（亿元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营性业务利润	-2.27	-36.92	-8.03	-6.40
资产减值损失	-26.62	-9.54	-30.27	-0.13
公允价值变动收益	69.05	23.02	17.45	0.95
投资收益	131.37	111.09	66.52	17.06
<b>净利润</b>	<b>99.40</b>	<b>66.82</b>	<b>24.33</b>	<b>7.49</b>
总资产收益率(%)	5.38	3.26	2.53	--
货币资金	356.55	337.47	352.40	359.31
其他应收款	145.47	217.19	202.49	176.29
存货	905.70	807.62	629.71	612.50
长期股权投资	607.88	651.48	675.83	682.94
<b>总资产</b>	<b>4,298.38</b>	<b>4,217.28</b>	<b>4,045.67</b>	<b>4,030.45</b>
<b>总负债</b>	<b>2,717.79</b>	<b>2,571.54</b>	<b>2,432.78</b>	<b>2,417.23</b>
短期债务	712.26	723.27	751.32	719.69
<b>总债务</b>	<b>1,356.92</b>	<b>1,350.78</b>	<b>1,309.77</b>	<b>1,301.39</b>
未分配利润	664.81	695.49	695.92	696.20
少数股东权益	685.69	724.83	693.96	691.64
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,580.60</b>	<b>1,645.74</b>	<b>1,612.89</b>	<b>1,613.22</b>
资产负债率(%)	63.23	60.98	60.13	59.97
总资本化比率(%)	46.19	45.08	44.81	44.65
经营活动产生的现金流量净额	35.29	0.56	154.41	60.14
投资活动产生的现金流量净额	201.28	143.60	-31.54	-5.27
筹资活动产生的现金流量净额	-236.14	-183.79	-107.43	-57.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司盈利能力下降令相关偿债指标趋弱，但持有上市公司股权及银行授信可为债务偿付提供一定保障。**

偿债指标方面，净利润下滑令相关偿债指标同比有所弱化，获现能力好转令 FFO 由负转正，但仍无法对债务本息形成有效覆盖，且货币等价物对短期债务覆盖程度一般，公司仍存在一定短期债务压力。此外，公司控股及参股上市公司较多，尚未质押市值同比提升，能为其债务偿付提供一定保障。截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2,443.89 亿元，其中尚未使用额度为 1,345.88 亿元，具有一定备用流动性。资金管理方面，母公司通过“所有权独立、管理权集中”的方式对集团内子公司实施有效的财务管控。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.47	0.01	2.18	--
EBITDA 利息保障倍数	3.69	2.93	2.31	--
FFO/总债务	-0.002	-0.02	0.01	--
总债务/EBITDA	4.90	6.86	8.03	--
货币等价物/短期债务	0.56	0.45	0.44	0.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 15：近年来公司关联方交易情况（亿元）

关联交易类型	2022	2023	2024
销售商品/提供服务	67.88	75.71	59.86
其中：国药控股	57.20	64.31	55.79
重药控股	8.56	10.23	-
接受借款担保	52.21	39.40	34.74
其中：复星国际	52.21	31.40	23.88
提供贷款	24.32	10.85	7.46
其中：长沙复豫	0.05	1.43	0.12
复屹	14.65	0.37	0.14
武汉汉正街	8.12	7.11	5.07
吸收存款增加	127.71	44.82	13.58
其中：南钢联合	34.37	-	-
台州杭绍台	24.38	7.44	0.38
南京南钢	12.33	-	-
天津捷威	35.43	25.28	2.86
虹口广信	7.68	7.51	6.82
其他应收款	56.39	136.90	113.49
其中：复星经贸	15.93	81.68	38.13
武汉汉正街	13.22	3.64	1.30
Wealth and Happiness	-	22.43	40.60
其他应付款	73.89	62.30	88.82
其中：Sparkle	30.14	31.56	51.86
复星国际	19.17	2.46	8.48
上海地杰	-	0.22	1.25
长期应付款	123.00	118.31	119.43
其中：复星国际	15.80	15.80	15.80
海南复星矿业	14.31	14.31	14.31
Sparkle	46.14	46.81	47.83
其他流动资产	106.60	140.22	132.83
复屹	26.21	23.70	23.67
武汉汉正街	25.32	27.42	25.11
上海豫芸	22.33	57.91	46.53

资料来源：公司财务报表

## 母公司情况

母公司利润受投资收益情况影响较大，2024 年以来投资收益增加令利润总额有所提升。同期，母公司收到子公司分红，陆续偿付有息债务，财务杠杆水平持续下降但仍处于较高水平，且短期债务占比仍较高，面临一定的短期偿债压力，需持续关注其再融资和偿债资金平衡等情况。

母公司利润主要来源于投资收益，2024 年复星产投分红大幅增加带来的投资收益增加，利润总额同比有所提升，2025 年 1~3 月处于阶段性亏损状态。

长期股权投资和以对下属子公司拆借款为主的其他应收款是母公司总资产的重要组成部分，2024 年以来持续下降令总资产规模亦随之下降。母公司继续通过资产处置实现的资金回收、子公司分红等偿还债务，总债务规模持续下降。受益于利润积累及海南矿业同一控制下股权划入，母公司所有者权益有所提升，财务杠杆持续下降，但债务期限结构仍需优化。

母公司经营活动净现金流受往来款收支影响较大，投资活动现金呈净流入态势，2024 年以来母公司筹资活动现金流均呈净流出。偿债指标方面，2024 年以来，母公司货币等价物对债务的覆

盖情况仍然较弱。此外，公司下属子公司复星医药、海南矿业和豫园股份均为上市公司，股权融资渠道相对畅通，截至 2025 年 3 月末，母公司直接持有的上市公司市值合计 319.77 亿元，其中，未质押或未受限市值 97.54 亿元，可对其债务偿付提供一定保障。综合来看，母公司直接或间接持有的上市公司股权再融资空间有限，债务偿付资金主要依赖于银团贷款、下属子公司分红和非核心资产退出回收的资金，母公司未来仍面临债务接续和偿付压力，需持续关注其再融资和偿债资金平衡等情况。

表 16：近年来公司母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
<b>营业总收入</b>	<b>5.95</b>	<b>1.40</b>	<b>0.85</b>	<b>0.08</b>
管理费用	9.92	9.38	6.75	1.08
财务费用	23.65	18.22	17.22	4.08
资产减值损失	-	-	-7.71	-
信用减值损失	-	-2.18	-8.18	-
投资收益	106.53	28.41	59.94	-0.54
<b>利润总额</b>	<b>81.42</b>	<b>3.37</b>	<b>21.48</b>	<b>-5.40</b>
其他应收款	376.70	423.21	401.69	355.09
长期股权投资	268.93	294.60	281.03	277.62
<b>总资产</b>	<b>868.40</b>	<b>855.84</b>	<b>797.27</b>	<b>748.58</b>
短期债务	344.04	290.21	254.16	247.17
<b>总债务</b>	<b>405.35</b>	<b>373.92</b>	<b>300.70</b>	<b>292.78</b>
<b>总负债</b>	<b>642.26</b>	<b>626.01</b>	<b>522.21</b>	<b>477.31</b>
资本公积	4.00	4.61	26.63	26.64
未分配利润	152.06	155.18	176.07	172.27
<b>所有者权益合计</b>	<b>226.14</b>	<b>229.84</b>	<b>275.06</b>	<b>271.27</b>
总资本化比率（%）	64.19	61.93	52.23	51.91
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>47.57</b>	<b>-13.01</b>	<b>63.87</b>	<b>-11.62</b>
收回投资收到的现金	36.43	42.27	23.51	23.14
取得投资收益收到的现金	36.39	13.17	8.98	1.73
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>106.49</b>	<b>46.07</b>	<b>25.40</b>	<b>22.60</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-95.30</b>	<b>-63.23</b>	<b>-89.47</b>	<b>-9.37</b>
货币等价物/短期债务（X）	0.36	0.31	0.23	0.24
货币等价物/总债务（X）	0.31	0.24	0.20	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 17：截至 2025 年 3 月末母公司直接持股上市股权市值及质押情况

股权名称	持股比例（%）	持股数（万股）	已质押或受限股数（万股）	未质押或未受限股数（万股）	持有市值（亿元）	未质押或未受限市值（亿元）
复星医药	33.31	88,989.10	70,830.00	18,159.10	220.96	45.09
复星医药(H股)	2.68	7,153.35	-	7,153.35	9.88	9.88
豫园股份	2.10	8,164.58	7,457.00	707.58	4.59	0.40
海南矿业	47.48	94,905.65	35,000.00	59,905.65	66.81	42.17
万盛股份	29.56	17,430.59	17,430.59	-	17.54	-
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>319.77</b>	<b>97.54</b>

注：1、各公司股票价格采用 2025 年 3 月 31 日收盘价，人民币和港币汇率为 1 港元=0.92283 人民币；2、截至 2025 年 3 月末，公司直接持有复星医药 961,424,455 股股份（其中：A 股 889,890,955 股、H 股 71,533,500 股），约占复星医药股份总数的 35.99%，公司累计质押复星医药（均为 A 股）数量为 70,830 万股，约占其所持股份的 73.67%，占复星医药股份总数的 26.51%，质押融资资金用途为偿还债务；3、豫园股份质押主要用于银行融资；4、2024 年 11 月，复星高科通过协议转让的方式受让其全资子公司复星产投持有的海南矿业 597,286,433 股股份，直接持股比例明显增加；5、公司于 2022 年 3 月发行上海复星高科技（集团）有限公司 2022 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）（以下简称“22 复星 EB”），发行规模 20 亿元，并将其合法拥有的海南矿业 A 股股票作为质押财产并办理质押登记，以保障 22 复星 EB 持有人交换标的股票和 22 复星 EB 本息按照约定如期足额兑付。2025 年 4 月，22 复星 EB 到期偿付摘牌，相关股份解除质押，截至 2025 年 4 月 2 日，公司累计质押 350,000,000 股，占其所持有海南矿业股数的 36.88%，占海南矿业总股本的 17.51%；5、受四舍五入影响，合计数与各项加总略有差异。

资料来源：公司提供、公开资料，中诚信国际整理

## 风控及资源协调能力

公司建立了较为完善的内部控制制度及风险管理体系；母公司通过“所有权独立、管理权集中”的方式对集团内子公司实施有效的财务管控<sup>19</sup>，同时通过上海复星高科技集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）为各板块业务发展提供了较强的金融资源支持，财务公司的融资功能可为公司下属各子公司提供资金交流的平台，股权融资渠道亦较为通畅，整体来看公司具备很强的金融资源协调能力。

## 其他事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,135.40 亿元，占总资产的 28.17%，主要系用于获得抵质押借款的存货、投资性房地产等资产、各项保证金以及受限制的预售房款等。同期末，母公司受限资产为受限货币资金及持有的子公司股权。

截至 2025 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼及仲裁情况<sup>20</sup>；2024 年末，公司对外担保余额为 75.30 元，其中 20.56 亿元为关联方担保<sup>21</sup>，54.74 亿元为复地集团等为商品房承购人提供的按揭贷款担保，该部分担保有购房人的房产作为抵押，偿付风险较小。

**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，2022~2025 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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>22</sup>

### 假设

- 2025 年，复星高科主要业务板块稳健发展。
- 2025 年，复星高科技按计划退出部分非核心资产，投资收益对利润形成补充。
- 2025 年，复星高科母公司无控股型并购，主要板块围绕产业建设保持一定规模的资本支出，继续压降债务规模。

### 预测

表 18：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	45.08	44.81	41.32~44.80
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.93	2.31	3.31~3.66

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

<sup>19</sup> 公司设立财务公司（公司直接持股 51%，豫园股份、复星医药、海南矿业和舍得集团分别持有 20%、20%、4.5%和 4.5%股权）把资金管理的范围从板块管理进一步下延至二、三级子公司和合营、联营企业。

<sup>20</sup> 公司为参股企业天津市捷威动力工业有限公司（以下简称“天津捷威”，持股比例 16.30%）的 5 亿元借款提供股权质押担保。由于天津捷威未按期清偿借款，2024 年 5 月，公司与天津捷威均被列为被执行人，执行标的金额为 5.20 亿元。根据（2024）皖民终 43 号民事判决书，安徽中辰投资控股有限公司对公司持有的天津捷威股权拍卖或变卖所得价款享有优先受偿。

<sup>21</sup> 主要为对北京荷华明城实业有限公司、武汉复星汉正街房地产开发有限公司、天津市捷威动力工业有限公司、浙江东阳中国木雕文化博览城有限公司提供的 7.24 亿元、6.73 亿元、3.42 亿元、3.18 亿元融资性担保。

<sup>22</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其他事项和假设因素，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。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司具备一定的备用流动性，银企关系较好，持有多家上市公司股权，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。**

公司经营获现情况有所波动，通过退出非核心资产实现资金回收，但非受限货币资金对短期债务覆盖程度仍偏低。公司具有一定的备用流动性，银企关系良好，部分到期的公开债务可用银行授信补充，公司核心子公司均为上市公司，股权融资渠道通畅；且公司参股多个上市公司股权，该部分资产可为其流动性提供一定支撑。此外，公司持有有一定规模的优质股权及物业资产，可继续通过资产处置等作为流动性补充，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

母公司经营获现水平波动较大，且短期债务占比较高，货币资金无法对短期债务覆盖形成有效覆盖。2025 年 3 月末母公司直接持有上市公司未质押或未受限市值为 97.54 亿元，且考虑到母公司可继续获得子公司分红、进一步退出部分非核心资产并使用银团贷款偿付公开市场到期债务，其目前流动性风险相对可控，但待退出资产多为非上市公司股权，流动性偏弱且退出时间具有一定不确定性，需关注退出资金回收与债务偿还时间可能错在错配的风险。

### ESG 分析<sup>23</sup>

**中诚信国际认为，公司各行业板块环保指标已达标，且节能减排方面持续增加投入，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，下属子公司业务涉及医药、铁矿石、油气、消费等领域，日常生产中可能会产生废水、废气、废渣等环节污染；针对相关情况，公司主要业务板块均制定了相应的环保及安全生产制度和管控指标。截至目前，各行业板块环保指标已达标，且节能减排方面持续增加投入，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，2024 年以来公司高管团队未发生影响公司经营情况的变动。同期，公司未发生工亡类或其他重大安全生产事故。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构<sup>24</sup>和运行等方面综合考察公司治理情况。公司战略方面，未来公司将继续作为复星国际境内产业运营和控股平台，以“创新和全球化”为增长引擎，坚定推进聚焦主业战略，围绕全球家庭生活中的“健康、快乐、富足、智造”领域的需求，秉持让全球家庭生活更幸福的使命，继续致力于服务全球十亿家庭客户，战略聚焦健康、快乐、富足的幸福生态系统。

## 外部支持

**公司在吸纳就业、创造税收方面可发挥重要作用，医药板块发展战略符合国家科技创新方向，在资源、政策**

<sup>23</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。

<sup>24</sup> 公司董事会由 3 名成员构成，其中董事长 1 名。

### 方面可获得一定支持。

公司控股股东复星国际持续推行本地化雇佣政策，截至 2024 年末，员工人数超 10.4 万人，2024 年新进员工约 2.4 万人，具有较大社会影响力。复星高科为控股股东复星国际境内产业运营和控股平台，2024 年以来保持“健康、快乐、富足、智造”的多元化布局，资产规模较大，2022~2024 年创造税收金额分别为 47.95 亿元、53.70 亿元和 46.17 亿元<sup>25</sup>，税收贡献度较高；此外，公司下属医药板块坚持自主创新与全球合作相结合，持续推动创新药物行业器械产品落地，获得 2024 中国药品研发实力排行榜研发综合实力第四名、化药研发实力第三名、生物药研发实力第四名等多项荣誉。总体来看，公司在吸纳就业、创造税收方面可发挥重要作用，医药板块发展战略符合国家科技创新方向，在资源、政策方面可获得一定支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“上海复星高科技（集团）有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（高成长产业债）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，评定“上海复星高科技（集团）有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（高成长产业债）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

<sup>25</sup> 数据来源为合并口径支付的各项税费。

## 附一：上海复星高科技（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



产业集团/投资事业部				职能条线																
健康控股	健康险与健康 管理集团	复星蜂巢	健康控股	产业运营条线	智能科技条线	财务条线	人力资源条线	战略赋能条线	风控条线	战略及董事办	质量运营流程 AT部									
母婴与家庭产 业集团	复星金融服务 集团	康复养老产业 发展集团	资源集团	产品发展中心	智能科技事业 群	财务管理部	组织发展部	全球公共事务 部	审计部	董事会办公室										
星未来资本	复星保险板块	基础设施产业 发展集团	汽车科技集团	全球供应链中 心	智能科技共享 中心	税务管理部	人才发展部	品牌与企业传 播部	法律事务部	C2M战略规划 推进部										
复星酒业发展 委员会	创新金融产业 集团	商业流通产业 发展集团	自动化及机器 人产业集团	市场营销中心		资金管理部	企业家合伙 人发展部	企业社会责任 部	董秘办											
影视文化集团	全球科创发展 集团	高地城市服务 产业集团	区块链产业发 展部	用户运营中心		资本市场与投 资者关系部	复星全球领 导力学堂	行政卓越中心	风险管理部											
健康消费产业 集团	复星创富	国风文化产业 集团	.....	企业客户运营 中心		战略资本部	生态激励发展 部		廉政督察部											
				数字化项目推 进小组			人才延揽部		安全环保质量 督察部											
									知识产权管理 部											

资料来源：公司提供

## 附二：上海复星高科技(集团)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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	3,565,538.30	3,374,672.30	3,524,024.50	3,593,097.70
应收账款	1,172,171.00	1,353,633.60	1,260,749.00	1,204,201.90
其他应收款	1,454,672.10	2,171,910.50	2,024,941.20	1,762,875.30
存货	9,056,973.00	8,076,225.50	6,297,054.00	6,124,976.60
长期投资	7,183,795.40	7,366,798.20	7,612,916.50	7,782,356.20
固定资产	2,410,134.00	2,975,229.90	3,169,553.90	3,158,619.40
在建工程	604,596.10	828,648.20	618,065.30	689,998.60
无形资产	2,798,055.20	3,089,114.10	3,190,706.90	3,207,418.50
资产总计	42,983,843.30	42,172,811.60	40,456,662.90	40,304,476.20
其他应付款	2,542,005.60	2,295,478.80	2,800,919.30	2,959,597.10
短期债务	7,122,622.20	7,232,689.20	7,513,229.40	7,196,933.90
长期债务	6,446,619.00	6,275,097.10	5,584,492.20	5,816,997.30
总债务	13,569,241.20	13,507,786.30	13,097,721.60	13,013,931.20
净债务	10,567,629.90	10,966,868.50	10,583,488.30	10,538,298.49
负债合计	27,177,879.60	25,715,385.10	24,327,798.20	24,172,311.20
所有者权益合计	15,805,963.70	16,457,426.50	16,128,864.70	16,132,165.00
利息支出	751,148.70	671,921.90	706,899.80	--
营业总收入	11,493,150.10	12,253,833.00	11,430,417.50	2,155,337.10
经营性业务利润	-22,684.50	-369,181.60	-80,332.50	-64,010.00
投资收益	1,313,678.50	1,110,909.60	665,191.70	170,580.00
净利润	994,014.00	668,186.10	243,310.50	74,939.70
EBIT	2,225,566.00	1,387,898.80	1,044,783.80	--
EBITDA	2,768,929.70	1,968,074.80	1,631,319.50	--
经营活动产生的现金流量净额	352,919.80	5,635.20	1,544,101.50	601,357.30
投资活动产生的现金流量净额	2,012,814.90	1,435,955.90	-315,369.50	-52,661.90
筹资活动产生的现金流量净额	-2,361,389.10	-1,837,906.20	-1,074,327.60	-574,375.10
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	31.22	26.42	27.85	31.48
期间费用率(%)	30.07	28.83	28.68	33.67
EBIT 利润率(%)	19.36	11.33	9.14	--
总资产收益率(%)	5.38	3.26	2.53	--
流动比率(X)	1.18	1.13	1.05	1.05
速动比率(X)	0.64	0.62	0.64	0.64
存货周转率(X)	0.97	1.05	1.15	0.95*
应收账款周转率(X)	10.73	9.70	8.74	7.00*
资产负债率(%)	63.23	60.98	60.13	59.97
总资本化比率(%)	46.19	45.08	44.81	44.65
短期债务/总债务(%)	52.49	53.54	57.36	55.30
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.03	-0.05	0.07	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.06	-0.09	0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.47	0.01	2.18	--
总债务/EBITDA(X)	4.90	6.86	8.03	--
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.27	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.69	2.93	2.31	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.96	2.07	1.48	--
FFO/总债务(X)	-0.002	-0.02	0.01	--

注：1、2025 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：上海复星高科技（集团）有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	856,190.00	673,165.90	660,115.60	660,734.80
应收账款	7,165.40	7,679.30	7,716.70	7,716.70
其他应收款	3,767,008.20	4,232,095.30	4,016,862.60	3,550,882.10
存货	466.50	466.50	465.90	477.30
长期投资	2,941,164.10	3,209,173.90	3,125,344.00	3,093,060.50
固定资产	2,764.90	3,214.60	2,775.80	2,595.60
在建工程	-	-	-	-
无形资产	755.80	441.50	772.40	713.90
资产总计	8,684,033.10	8,558,442.30	7,972,708.50	7,485,795.60
其他应付款	1,179,114.60	1,768,611.80	1,501,290.20	1,103,290.20
短期债务	3,440,425.20	2,902,101.20	2,541,598.60	2,471,738.10
长期债务	613,061.60	837,108.50	465,429.80	456,057.90
总债务	4,053,486.80	3,739,209.70	3,007,028.40	2,927,796.00
净债务	3,197,296.80	3,185,778.70	2,455,953.40	2,362,155.50
负债合计	6,422,603.10	6,260,062.30	5,222,099.00	4,773,068.10
所有者权益合计	2,261,430.00	2,298,380.00	2,750,609.50	2,712,727.50
利息支出	223,414.70	182,880.50	170,448.30	--
营业总收入	59,466.30	13,988.00	8,542.50	795.40
经营性业务利润	-276,482.00	-264,309.60	-229,981.60	-50,767.90
投资收益	1,065,275.00	284,146.70	599,399.00	-5,433.80
净利润	806,753.30	34,705.50	232,064.60	-37,974.20
EBIT	1,037,363.30	218,013.50	385,376.70	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	475,722.40	-130,148.30	638,726.90	-116,185.60
投资活动产生的现金流量净额	1,064,927.20	460,720.40	253,954.40	226,026.10
筹资活动产生的现金流量净额	-953,037.80	-632,263.50	-894,655.90	-93,675.40

财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	100.00	86.90	94.85	100.00
期间费用率(%)	564.56	1,973.05	2,805.74	6,482.56
EBIT 利润率(%)	1,744.46	1,558.58	4,511.29	--
总资产收益率(%)	12.55	2.53	4.66	--
流动比率(X)	1.11	1.12	1.17	1.18
速动比率(X)	1.11	1.12	1.17	1.18
存货周转率(X)	0.00	3.93	0.94	-
应收账款周转率(X)	8.53	1.88	1.11	0.41*
资产负债率(%)	73.96	73.14	65.50	63.76
总资本化比率(%)	64.19	61.93	52.23	51.91
短期债务/总债务(%)	84.88	77.61	84.52	84.42
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	--	--	--	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.13	-0.71	3.75	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.64	1.19	2.26	--
FFO/总债务(X)	--	--	--	--

注：1、2025 年一季报未经审计，母公司口径各期均未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、带“\*”指标已经年化处理。

## 附四：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
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
总资产化比率	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
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
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
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
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[2023]65 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。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，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。



## 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