



内部编号: 2026050008

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

2025 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: 翁斯喆  wsz@shxsj.com
项目组成员: 黄梦姣  hmj@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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（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、出售或以任何方式外传。

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(2026)100007】

评级对象：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

25 豫园 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AAA/稳定/AAA/2026 年 5 月 8 日

前次跟踪：AAA/稳定/AAA/2025 年 5 月 7 日

首次评级：AAA/稳定/AAA/2025 年 3 月 6 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 品牌优势。豫园股份业务结构多元化，品牌资源丰富，业务实现协同发展，规模优势显著。公司旗下“老庙”、“亚一”、“南翔”、“童涵春”等品牌市场知名度很高。
- 珠宝时尚业务品牌及规模优势。豫园股份珠宝时尚业务板块拥有“老庙”和“亚一”两个悠久历史的连锁经营品牌，销售布局较广。2025 年上海国际珠宝时尚功能区揭牌落地，在未来一段时间有望进一步提升公司珠宝时尚品牌的影响力，拓展销售渠道，并且提升豫园商圈整体消费需求。
- 债务偿付能力较强。豫园股份主业现金回笼情况较好，经营性现金流持续保持净流入状态。此外，公司还通过退出非核心业务及出售较多资产回笼大量资金。公司拥有一定的可用货币资金及所处区位良好的物业资产，可用授信规模仍较大，可对债务偿付形成较好保障。
- 股东支持。豫园股份在复星的整体战略定位中有重要作用，可在资金、资源、战略方向和管理架构等方面得到股东的支持和指导。同时公司第二大股东为黄浦区国资委，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产，并能在政策支持、资源整合等多个方面对公司提供支持。

主要风险：

- 主业经营压力持续加大。近年来，黄金消费需求持续减弱导致豫园股份珠宝时尚业务收入和毛利持续下降；地产行业持续低迷致使部分房产销售价格降低，地产板块收入和毛利同比持续减少，此外还计提大额存货减值准备，投资性房地产市场价值重估也导致出现较大的公允价值变动损失。整体看，公司主业经营压力持续加大，净利润亏损加剧。
- 地产板块对公司造成深度拖累。2025 年豫园股份净利润亏损加剧，主要受地产板块深度影响。地产行业持续低迷，目前豫园股份地产项目去化压力较大，合作项目出现亏损。后续公司仍有一定规模的在建和拟建项目投入，持续面临投融资风险和去化压力。此外，公司部分参股及控股房地产项目公司因工程欠款、买卖合同纠纷等存在被执行记录，公司房地产业务经营总体承压。
- 受限资产规模较大。豫园股份受限资产占总资产比例高，2025 年末受限货币资金占货币资金比重 41.71%，主要交易性金融资产已质押，对流动性产生一定影响。
- 股权质押风险。豫园股份控股股东及其一致行动人的股份质押比例很高，或对豫园股份股权稳定性产生一定影响。

跟踪评级结论

通过对豫园股份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，评级展望为稳定，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计豫园股份信用质量在未来 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 公司地产业务板块去化效果不佳，后续仍计提大额资产减值损失，经营压力持续加大，利润持续亏损。

- ② 公司融资受限或融资成本大幅提升，财务风险和流动性风险显著上升。
- ③ 公司股东信用质量明显弱化，对公司的支持能力和力度明显减弱。

主要财务数据及指标			
项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
母公司口径数据:			
货币资金（亿元）	10.93	12.01	6.00
刚性债务（亿元）	206.98	226.13	255.41
所有者权益（亿元）	252.19	255.51	245.60
经营性现金净流入量（亿元）	48.37	1.49	-22.63
合并口径数据及指标:			
总资产（亿元）	1240.45	1206.92	1148.92
总负债（亿元）	843.85	818.51	818.36
刚性债务（亿元）	481.92	478.48	509.77
所有者权益（亿元）	396.60	388.40	330.56
营业收入（亿元）	581.47	469.24	363.73
净利润（亿元）	18.18	-4.29	-54.30
经营性现金净流入量（亿元）	47.47	42.53	24.51
EBITDA（亿元）	50.05	32.53	-30.34
毛利率[%]	14.11	13.60	13.34
总资产报酬率[%]	3.06	1.80	-3.73
营业周期[天]	354.68	378.35	439.06
资产负债率[%]	68.03	67.82	71.23
权益资本/刚性债务[倍]	0.82	0.81	0.65
EBITDA/利息支出[倍]	2.17	1.28	-1.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.07	-0.06
流动比率[%]	124.86	121.80	111.46

注：根据豫园股份经审计的 2023~2025 年财务数据整理、计算。

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（2026.1）		
评级要素		结果
个体信用	业务风险	2
	财务风险	4
	初始信用级别	
	调整因素	合计调整（子级数量）
		其中：①ESG 因素
		②科技赋能
		③跨业多元化
		④流动性因素
		⑤表外因素
		⑥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：（/）

无。

支持因素：（↑ 2）

该公司是复星高科旗下唯一 A 股商业文化板块上市公司，在复星高科的整体战略定位中有重要作用。复星高科在资金、资源、战略方向和管理架构等方面给予公司支持和指导。此外，公司第二大股东为黄浦区国资委，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产，对公司的支持力度大。

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（2026.1）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35447&mid=4&listype=1
《有色金属行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35389&mid=5&listype=1
《零售行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35597&mid=5&listype=1
《房地产行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35413&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（简称“豫园股份”）及其发行的 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“25 豫园 01”）的跟踪评级安排，本评级机构根据豫园股份提供的经审计的 2025 年财务报表及相关经营数据相关经营数据，对豫园股份的财务状况、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。

经中国证券监督管理委员会证监许可【2025】317 号文注册，该公司获准向专业投资者公开发行面值总额不超过 12.13 亿元（含）的公司债券，公司于 2025 年 3 月发行“25 豫园 01”，发行规模为 6.00 亿元，票面利率为 4.84%，期限为 2 年，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金用于置换“19 豫园 01”到期支付的自有资金。根据 2026 年 3 月公司公告，25 豫园 01 回售金额 2.28 亿元，已全部完成转售。

图表 1. 截至本评级报告出具日公司存续债券基本情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
26 豫园商城 SCP001	3.00	3.00	240 天	4.00	2026-1-23	2026-9-23	未到付息日
26 豫园商城 MTN001	2.00	2.00	2 年（1+1）	3.90	2026-1-8	2028-1-9	未到付息日
25 豫园 01	6.00	6.00	2 年（1+1）	4.84	2025-3-7	2027-3-10	正常付息
25 豫园 03	2.00	2.00	3 年（2+1）	4.90	2025-4-17	2028-4-18	正常付息
25 豫园 02	4.00	4.00	2 年（1+1）	4.00	2025-4-17	2027-4-18	正常付息
25 豫园商城 SCP006	3.00	3.00	240 天	3.00	2025-11-21	2026-7-22	未到付息日
25 豫园商城 MTN005	5.00	5.00	2 年（1+1）	3.20	2025-10-21	2027-10-22	未到付息日
25 豫园商城 MTN004B	4.00	4.00	3 年（2+1）	3.60	2025-8-8	2028-8-11	未到付息日
25 豫园商城 MTN004A	2.00	2.00	2 年（1+1）	3.30	2025-8-8	2027-8-11	未到付息日
25 豫园商城 MTN003B	3.00	3.00	3 年（2+1）	4.00	2025-7-3	2028-7-4	未到付息日
25 豫园商城 MTN003A	3.00	3.00	2 年（1+1）	3.40	2025-7-3	2027-7-4	未到付息日
25 豫园商城 MTN002	5.00	5.00	2 年（1+1）	3.70	2025-6-5	2027-6-6	未到付息日
25 豫园商城 MTN001	5.00	5.00	2 年（1+1）	3.90	2025-5-21	2027-5-22	未到付息日
24 豫园商城 PPN003（资产担保）	3.60	3.60	3 年	4.38	2024-10-17	2027-10-18	-
24 豫园商城 PPN002（资产担保）	9.40	9.40	3 年	4.30	2024-8-13	2028-8-14	-
合计	60.00	60.00	-	-	-	-	-

注：根据 Wind 数据整理。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2023-2025 年财务报表，以及相关经营数据。上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023-2025 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和财务报表格式修订通知。

截至 2025 年末，该公司合并范围子公司共计 536 家，当年新设立子公司 18 家，新增 2 家非同一控制下企业合并，分别为上海复皓实业发展有限公司（简称“复皓实业”）和上海复毓投资有限公司（简称“复毓投资”）及其

附属公司 10 家，处置子公司 2 家并清算终结子公司 12 家，合并范围变化对公司财务数据影响较小。

2. 业务

该公司以珠宝时尚业务和物业开发与销售业务为两大主要业务板块，目前合计贡献收入超过营业收入的 80%。近年来金价快速上涨导致公司珠宝时尚业务收入规模减少；公司物业开发与销售业务以住宅和商业为主，主要分布在一、二线城市，以存量项目的持续开发与去化为主，近年来公司加快去化存量地产项目，受宏观环境和政策影响，公司去化压力较大，部分项目销售价格下降，也导致大额减值准备的计提，净利润亏损加大。公司其他业务涉及餐饮、酒业、医药、表业、化妆品等，形成多元化的业务布局。此外，公司战略布局逐步聚焦主业，对部分非核心业务退出使得公司获得较多投资收益以及持续回笼资金。

（1）外部环境

宏观因素

2026 年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026 年我国经济有望继续保持稳定增长：深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持的制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

行业因素

零售行业

2025 年，在国内经济运行承压稳步前行，以及政府促消费、扩内需政策持续发力的带动下，消费市场总体呈现弱势增长。年内国内就业形势相对稳定，全国居民可支配收入保持稳步增长。得益于各地消费场景的不断拓展、促消费政策的驱动等，当年居民消费支出继续增加，其中服务性消费、升级类商品及“以旧换新”类商品消费继续保持较好增长。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向趋于理性等背景下，居民消费信心依然偏弱，有效消费需求仍显不足。

展望 2026 年，国内消费市场基本面仍较稳，升级消费、多元化消费仍存在需求增长空间，同时，政府对于消费领域的政策支持力度深入延续，有望为零售行业的稳步发展提供基本支撑。但居民消费意愿及消费信心的复苏进程、政府补贴实际落地力度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。但零售行业内部延续激烈竞争态势，各业态表现预计继续分化。分业态来看，得益于供应链及渠道建设、流量获取等方面的优势，预计 2026 年电商线上零售规模仍将保持增长，但增速放缓；实体零售总体仍承压，其中得益于体验类消费及商品“质价比”需求的增强，奥特莱斯、折扣类超市、购物中心等业态运行表现或相对平稳，传统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下行压力。

详见：《零售行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

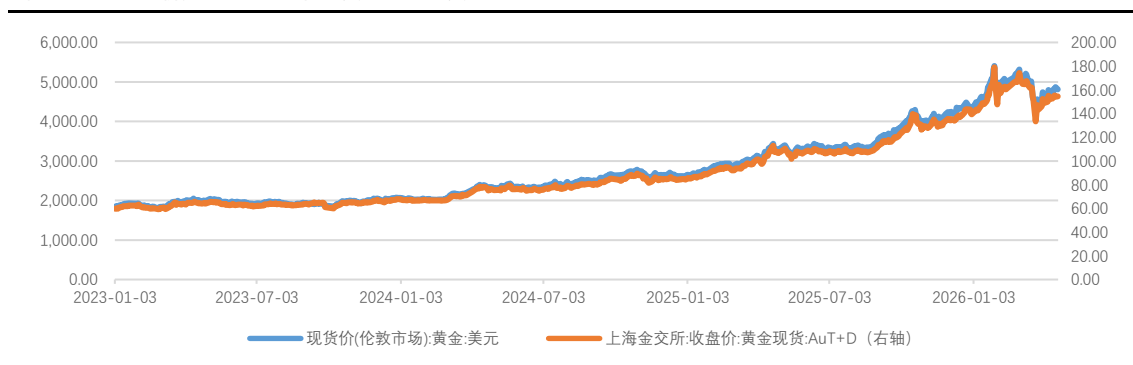
贵金属行业

2025 年国内原料黄金产量为 381.339 吨，同比增长 1.09%，进口原料产金 170.681 吨，同比增长 8.81%。国内原料和进口原料共计生产黄金 552.020 吨，同比增长 3.35%。

我国黄金需求主要包括黄金首饰、储备与投资（金币金条）、工业及其他等。受金价高企、税收新政落地等多重因素叠加影响，市场需求呈现多元化发展态势，涵盖高端化、轻量化、高性价比等不同定位的黄金产品。随着消费者对黄金投资属性的认知不断深化，2025 年我国金条及金币消费量首次超越黄金首饰消费量。此外，随着电子、新能源等新兴产业的快速迭代发展，工业领域对黄金的需求稳步释放。根据中国黄金协会统计，2023-2025 年，我国黄金消费量分别为 1,089.69 吨、985.31 吨和 950.10 吨，呈下降趋势。2025 年黄金首饰 363.836 吨，同比下降 31.61%；金条及金币 504.238 吨，同比增长 35.14%；工业及其他用金 82.022 吨，同比增长 2.32%。

价格方面，近年来地缘政治冲突持续，全球经济复苏乏力，黄金避险保值功能重新受到重视，黄金价格持续强势上涨。全球央行持续增持黄金，从 2024 年 11 月至 2025 年 12 月，我国已连续 14 个月增持黄金。2025 年 12 月末，伦敦现货黄金定盘价为 4307.95 美元/盎司，较年初 2644.60 美元/盎司上涨 62.90%；上海黄金交易所 Au9999 黄金收盘价为 974.90 元/克，较年初开盘价 614.00 元/克上涨 58.78%。

图表 2. 近年金价变化情况（单位：美元/盎司、美元/克）



资料来源：Wind。

详见：《有色金属行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

房地产行业

房地产行业是我国经济的重要组成部分。作为资本密集型行业，房地产投资规模大且集中于住宅领域。2025 年以来楼市交易呈惯性缩量状态，但降幅同比呈现收敛。行业深度收缩下商品住宅待售量持续下降，但去化周期

仍处在相对高位。与此同时，各线城市呈现“以价换量”，房价呈现趋势性下调。

政策方面，2024 年 9 月中央提出“促进房地产市场止跌回稳”，2025 年则延续稳楼市总基调，围绕“控增量、去库存、优供给”布局。保交楼工作在房地产融资协调机制设立后有效推进，帮助市场信心修复与企稳；收储专项债的启动在盘活闲置土地和消化存量商品房上取得一定积极效果。保障性住房再贷款政策持续优化，下半年以来加速落地。政策着眼于长期，聚焦民生保障，“好房子”建设将是未来行业发展进入新阶段的重要变量。此外，年末商业不动产 REITs 清单扩容或能改善部分房企现金流，缓解其债务压力并调整经营模式，推动行业新发展模式提速构建。

展望 2026 年，政策的持续优化和发力将进一步夯实国内房地产市场筑底企稳的基础。但也需看到，将财政与金融资源更多投向吸纳就业能力强的服务业等领域，显著改善就业与居民收入预期及各类市场主体经营预期。进而提升居民收入与房价匹配度，是实现国内房地产市场中期企稳和长期高质量发展的前提。老龄化和少子化带来的人口结构变化以及人口总量的递减趋势，将对国内房地产供需关系形成长期的总量抑制，人口流动因素则将持续分化各能级城市的房地产市场表现。预计在市场实现中期企稳后，结合房屋养老金制度的建立及房产税的推进，我国房地产发展新模式将加速构建。

详见：《房地产行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况¹（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2023 年度	2024 年度	2025 年度
营业收入合计	581.47	469.24	363.73
其中：（1）珠宝时尚业务	367.27	299.77	227.34
在营业收入中占比	63.16	63.88	62.50
（2）物业开发与销售	135.58	100.38	80.49
在营业收入中占比	23.32	21.39	22.13
毛利率	14.11	13.60	13.34
其中：（1）珠宝时尚业务	7.68	8.25	8.34
（2）物业开发与销售业务	11.29	3.89	0.42

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司是一家综合性商业上市公司，依托具有悠久历史的上海豫园商圈资源²，已发展形成了以珠宝时尚和复合功能地产业务³为主，文化餐饮、医药、百货、商旅文等产业共同发展的多元化经营格局。2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 581.47 亿元、469.24 亿元和 363.73 亿元，持续减少主要是珠宝时尚和物业开发与销售业务收入下降导致。珠宝时尚业务和物业开发与销售业务收入为公司最主要的收入来源，2025 年两者收入占营业收入的比重分别为 62.50%和 22.13%；其余收入主要来源于餐饮管理与服务、食品、百货及工艺品、商业综合运营与物业综合服务等业务板块，2025 年上述板块收入分别为 8.29 亿元、9.75 亿元和 22.59 亿元。

从主要业务板块来看，2023-2025 年，该公司珠宝时尚业务收入同比分别增长 11.05%、下降 18.38%和下降 24.16%，2024 年以来黄金价格持续高涨并在高位震荡，持续抑制消费者购买黄金饰品的需求。同期，物业开发与销售业务收入同比分别增长 48.72%、下降 25.96%和下降 19.82%，主要是房地产市场供需关系变化和房产项目去化不畅所致。

根据《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于公司 2026 年第一季度经营情况的公告》，该公司 2026 年第一季度经营情况有所好转，当期实现营业收入 96.49 亿元，同比增长 9.87%，实现净利润 1.89 亿元，实现扭亏。其中，珠宝时尚业务收入为 61.00 亿元，同比增长 17.79%，主要系公司黄金饰品销售业务跟随市场趋势和消费者需求及偏好变化，加快海外市场拓展，以及调整业务布局所致；毛利率为 8.66%，较上年同期变动不大。物业开发与销售收入为 20.08 亿元，同比增长 3.90%，主要系不同物业开发项目结盘所致；毛利率为 20.41%，同比提

¹ 公司各业务板块毛利率在计算时扣除营业税金及附加（与公司披露的年报数据保持一致），公司综合毛利率未扣除营业税金及附加。

² 在豫园商圈内圈拥有约 10 万平方米的自有商业物业。

³ 2018 年 7 月，公司通过重大资产重组发展复合功能地产业务，作为公司构建快乐时尚产业集群、线下时尚地标业务的重要支撑。公司在原有业务的基础上，新增房地产开发业务、物业经营管理与租赁业务。

升 18.41 个百分点。

① 经营状况

A. 珠宝时尚业务

珠宝时尚业务是该公司的支柱产业，主要由子公司上海豫园珠宝时尚集团有限公司（简称“珠宝时尚集团”）负责运营。公司 2024 年 5 月 30 日发布公告，筹划子公司珠宝时尚集团以增资扩股方式引入外部投资者暨融资事项，计划融资金额最高不超过人民币 20 亿元，外部投资者数量合计不超过 40 家。本次交易完成后，外部投资者持有的珠宝时尚集团股权比例合计不超过 20%。根据公司 2025 年 6 月 14 日发布的公告，参与本次交易的 36 名外部投资者与珠宝时尚集团签署投资协议，同意对合伙平台（平台名称：菏泽珠盈企业管理合伙企业（有限合伙））出资，然后通过合伙平台对珠宝时尚集团增资的形式入股珠宝时尚集团，珠宝时尚集团新增注册资本 2.42 亿元，由合伙平台以总计人民币 9.80 亿元的对价全额认购和缴付本次增资金额，投资交割后合伙平台获得珠宝时尚集团增资完全稀释后 9.8196% 的股权。此外，交银金融资产投资有限公司（简称“交银投资”）和中银金融资产投资有限公司（简称“中银资产”）分别向珠宝时尚集团投资 6.00 亿元和 4.00 亿元，分别持有其 5.4059% 和 3.5596% 股权。本次增资已完成，珠宝时尚集团注册资本和实收资本增至 27.07 亿元。截至 2025 年末，公司直接持有珠宝时尚集团 81.28% 股权，间接持有其 9.75% 股权。

黄金价格的波动、产品结构变化等会对业务毛利水平的稳定性造成一定影响，2023-2025 年该公司珠宝时尚业务实现收入分别为 367.27 亿元、299.77 亿元和 227.34 亿元；业务毛利率分别为 7.68%、8.25% 和 8.34%，2024 年金价快速上涨，终端市场金银珠宝类需求出现波动，公司珠宝时尚业务收入同比下降 18.38%；2025 年国际金价持续高位震荡上涨，黄金消费需求进一步受到抑制，批发业务收入大幅减少，公司珠宝时尚业务收入同比下降 24.16%，但由于公司持续提升一口价产品的销售占比，2025 年珠宝时尚业务毛利率上升。

品牌方面，该公司拥有“老庙”和“亚一”两个悠久历史的连锁经营品牌。近年来，公司继续深耕产品打造和创新，其中“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，“亚一”定位于年轻群体，产品主要为婚庆用珠宝饰品。近年来公司通过收购和增资持有法国时尚品牌 DJULA100% 股权，目前 DJULA 收入仍主要由海外市场贡献。

采购方面，该公司珠宝时尚业务经营所需现货黄金主要通过上海黄金交易所进行采购。为了更好地规避黄金价格波动风险，降低采购环节的资金成本，公司主要采用黄金租赁和黄金 T+D 模式降低经营风险，其中黄金租赁可在完成销售的同时买回现货黄金归还银行，通过缩短采购及销售的时间差以抵御价格波动风险，并有助于缓解公司业务扩张中采购环节的资金压力；黄金 T+D 可以配套黄金现货采购和黄金租赁（买回阶段），通过空头交易（黄金现货采购时采用）或多头交易（黄金租赁时采用），以锁定价格。总体来看，黄金租赁等工具的采用有助于公司抵御价格波动风险，稳定中长期经营业绩，但黄金租赁业务开展过程中，也会部分冲减金价波动所带来的利润。

图表 4. 公司黄金租赁情况（单位：公斤）

年度	黄金租赁量	至期末尚未归还量
2023 年	29,792	11,944
2024 年	29,887	10,775
2025 年	17,646	7,717

资料来源：豫园股份。

图表 5. 公司黄金 T+D 情况（单位：万元）

年度	多头合约价值	空头合约价值
2023 年末	281,198.00	28,324.59
2024 年末	404,284.82	10,418.61
2025 年末	381,973.63	13,400.59

资料来源：豫园股份。

销售方面，该公司形成了以上海市场为核心，覆盖全国大部分省市的门店布局，近年来公司根据区域市场情况对网点进行调整，提升整体效益，关闭了部分经营效益不佳的加盟店，截至 2025 年末公司珠宝时尚业务网点数

量合计 3,963 个，“老庙”和“亚一”网点达到 3,952 个，其中 247 个直营网点，3,705 家加盟店，较 2024 年减少品牌营业网点 663 个；DJULA 直营网点 10 个；LUSANT 直营网点 1 个。加盟商管理方面，加盟店向公司采购黄金后自行销售并自负盈亏，公司定期对加盟商评级打分和调整信用等级，并根据信用等级给予相应的授信额度。直营店管理方面，公司直营店主要分布在上海及华东地区，以租赁物业为主。此外，公司继续拓展“互联网+”销售渠道，以天猫、京东等传统平台为基础，拓展抖音、快手、拼多多等新媒体平台，加大网络宣传力度。

图表 6. 公司“老庙”和“亚一”实体渠道网点情况（单位：个）

年度	直营连锁店	加盟店	合计
2023 年末	261	4,733	4,994
2024 年末	253	4,362	4,615
2025 年末	247	3,705	3,952

资料来源：豫园股份。

该公司黄金销售以批发为主、零售为辅，同时发展电商、新零售等渠道。零售模式下公司通过下属的黄金销售企业将黄金饰品批发给直营门店，直接对接最终消费者；批发业务是加盟店的主要经营模式，加盟商从公司下属的黄金企业批发黄金饰品，门店租赁、装修、人员配备以及日常运营费用均由加盟商支付。2023-2025 年，公司黄金珠宝饰品零售收入分别为 56.62 亿元、52.87 亿元和 88.26 亿元，批发收入分别为 306.64 亿元、245.31 亿元和 138.83 亿元。近年来金价快速上涨致使销量减少，2023-2025 年黄金销量分别为 83,500 千克、69,721 千克和 40,410 千克，同比分别增长 0.83%、下降 16.50%和下降 42.04%。

总体看，该公司珠宝时尚业务已形成较好的品牌及规模优势，但黄金珠宝行业竞争日趋激烈、金价的波动、消费市场需求和消费结构的变化等对公司业务发展带来一定压力。2025 年 3 月 25 日，上海市人民政府办公厅印发《关于支持黄浦区建设上海国际珠宝时尚功能区的若干措施》的通知（沪府办规【2025】2 号），支持在黄浦区打造上海国际珠宝时尚功能区（简称“功能区”），力争至 2030 年，实现年销售总额超千亿元、零售总额超百亿元，构建黄金珠宝时尚产业新格局。功能区范围以大豫园地区为核心，占地面积合计为 4.13 平方公里。功能区的建设有助于公司的老庙、亚一等品牌提升国际知名度，吸引更多消费者，功能区也将成为黄金珠宝的交易中心，进一步拓展公司的销售渠道，并且提升豫园商圈消费需求。

B. 物业开发与销售

该公司物业开发与销售主要为住宅、商业和办公等开发与销售，多数分布在上海、北京、武汉、南京、杭州等一二线城市，经营主体为各房地产项目公司，数量众多。从业务管理来看，主要由子公司上海复地产业发展集团有限公司（简称“复地产业发展”）负责管理各项目公司。公司拥有的物业资产主要包括 2018 年通过资产重组获得的原属复星集团的“蜂巢城市”复合功能地产资产和原属上海市黄浦区国有资产监督管理委员会（简称“黄浦区国资委”）的豫园商圈毗邻核心物业资产，公司在此基础上进一步开发复合功能型地产，并构建家庭消费快乐产业集群和线下城市产业地标。

近年来，该公司物业开发与销售业务规模波动大，2023-2025 年，公司物业开发与销售业务收入分别为 135.58 亿元、100.38 亿元和 80.49 亿元，毛利率分别为 11.29%、3.89%和 0.42%，2024 年结转收入面积同比下降 7.87%，且结算单价受需求波动和项目区位变化影响有所下降，导致项目结转收入同比下降 25.96%；2025 年行业景气度仍然低迷，公司加速去化库存以回笼现金，销售价格降低，业务收入和毛利率均呈下降态势。

a. 物业开发销售情况

图表 7. 公司近年来物业开发和销售情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新开工面积（万平方米）	12.44	5.69	36.73
期末在建面积（万平方米）	648.11	586.70	483.95
竣工面积（万平方米）	192.43	76.90	91.76
签约销售金额（亿元）	105.27	97.68	47.73
签约销售面积（万平方米）	77.15	67.71	36.69
结转销售收入（亿元）	135.58	100.38	80.49

项目	2023 年	2024 年	2025 年
结转收入面积（万平方米）	62.38	57.47	59.47
结转单价（元/平方米） ⁴	21,734.53	17,466.50	13,534.56

资料来源：豫园股份。

近年来，该公司放缓拿地，主要专注存量地产项目去化，2023-2025 年，房地产新开工面积分别为 12.44 万平方米、5.69 万平方米和 36.73 万平方米，2025 年新开工主要是三亚超级地中海项目和成都武侯簇锦项目；竣工面积分别为 192.43 万平方米、76.90 万平方米和 91.76 万平方米。2025 年公司房地产销售签约项目主要来自上海、成都、天津、苏州和南京等城市，销售区域相对分散。2023-2025 年，公司房地产签约销售金额分别为 105.27 亿元、97.68 亿元和 47.73 亿元，签约销售面积分别为 77.15 万平方米、67.71 万平方米和 36.69 万平方米，2025 年受宏观环境及居民购房意愿低迷等因素影响，签约销售面积和金额均同比大幅下降。

图表 8. 公司物业开发与销售业务的主要区域分布（单位：亿元）

地区	2023 年		2024 年		2025 年	
	签约金额	占比	签约金额	占比	签约金额	占比
上海	27.81	26.42%	27.63	28.29%	8.30	17.39%
北京	5.99	5.69%	12.11	12.39%	2.80	5.87%
南京	2.11	2.01%	6.24	6.39%	5.38	11.27%
武汉	4.39	4.17%	3.40	3.48%	1.46	3.06%
杭州	0.04	0.04%	-0.32 ⁵	-0.33%	-	-
天津	11.22	10.66%	3.99	4.08%	6.39	13.39%
济南	9.49	9.01%	5.92	6.06%	-	-
长沙	5.77	5.48%	6.77	6.93%	0.84	1.76%
成都	3.88	3.68%	12.74	13.04%	7.76	16.26%
苏州	7.16	6.80%	8.22	8.41%	6.00	12.57%
宁波	0.53	0.51%	1.25	1.27%	2.29	4.80%
合肥	2.75	2.62%	0.79	0.81%	0.17	0.36%
佛山	0.96	0.91%	1.76	1.80%	1.05	2.20%
台州	0.46	0.43%	0.07	0.07%	0.36	0.75%
泉州	5.55	5.27%	0.08	0.08%	0.04	0.08%
南通	0.06	0.05%	0.08	0.08%	0.01	0.02%
重庆	1.34	1.28%	1.21	1.24%	0.10	0.21%
昆明	4.20	3.99%	0.26	0.27%	-	-
长春	0.37	0.35%	0.01	0.01%	0.09	0.19%
珠海	4.34	4.12%	3.91	4.00%	3.07	6.43%
西安	5.16	4.90%	0.87	0.89%	0.66	1.38%
其他	1.69	1.61%	0.72	0.73%	0.96	2.01%
合计	105.27	100.00%	97.68	100.00%	47.73	100.00%

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

2023-2025 年，该公司有复地大华里、如豫苑、金山 G10 等主要已完工项目，截至 2025 年末主要完工项目剩余货值合计 25.84 亿元。

图表 9. 2023-2025 年公司物业开发与销售板块主要完工项目情况（单位：亿元）

项目主体	项目名称	地区	经营业态	未完成销售原因	出资比例	剩余货值
西安复地房地产开发有限公司	复地大华里	西安	公寓	-	100%	销售完毕
泉州星浩房地产发展有限公司	泉州星光耀	泉州	住宅、商业、酒店、办公	尾盘按计划去化	100%	4.70
南通星豫实业发展有限公司	如豫苑	南通	住宅、商业、办公	区位原因，逐步去化	100%	6.23

⁴ 结转单价=结转销售收入/结转收入面积。

⁵ 负数系退房项目所致。

项目主体	项目名称	地区	经营业态	未完成销售原因	出资比例	剩余货值
南京复地明珠置业有限公司	宴南都	南京	住宅、商业	商办按计划去化	66%	0.41
武汉中北房地产开发有限公司	东湖国际	武汉	住宅	-	100%	销售完毕
上海复海置业有限公司	金山	上海	住宅	按计划去化	100%	8.19
南京复宸置业有限公司	大鱼山居	南京	住宅、酒店	-	100%	销售完毕
长沙复地房地产开发有限公司	崑玉国际	长沙	住宅、商业、办公	按计划去化	100%	1.73
昆明复地房地产开发有限公司	复地云极	昆明	住宅、商业、公寓	-	57%	销售完毕
西安复裕房地产开发有限公司、西安复华房地产开发有限公司	丝路项目	西安	住宅、商业、办公、公寓	按计划去化	商业 51%、住宅 49%	4.35
山东复地房地产开发有限公司	复星国际	山东	住宅、商业、办公、公寓	按计划去化	100%	0.23
合计	-	-	-	-	-	25.84

资料来源：豫园股份。

b. 主要在建/拟建项目

图表 10. 截至 2025 年末公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	区域	业态	出资比例	总投资	累计投资额	建设进度	投资计划		
							2026 年	2027 年	2028 年
徐汇滨江复星中心	上海	住宅、商业、办公	100%	78.55	71.43	90.94%	1.80	1.68	1.68
金山项目	上海	住宅、商业	100%	12.97	10.07	77.62%	1.21	0.37	0.09
豫园二期项目（含金豫阁）	上海	商业	100%	84.44	63.16	74.80%	10.20	7.60	3.48
复地时代中心	北京	办公、商业、公寓	50%	46.17	28.45	61.61%	2.05	1.57	8.76
中央公园	重庆	住宅、商业、车位、医院	100%	18.26	14.98	82.02%	0.35	0.32	0.02
御钟山	南京	住宅、商业	100%	70.08	64.58	92.16%	0.36	0.48	3.14
明日之城	南京	住宅、商业、办公、公寓	100%	62.00	50.97	82.20%	1.84	1.31	7.88
云谷名庭/智慧金融城	合肥	别墅、住宅、商铺、办公	99%	66.00	56.15	85.07%	2.69	1.62	1.90
复创云城	杭州	商业、办公、酒店	40%	25.95	15.78	60.82%	2.20	2.60	3.20
壹号湾	天津	住宅、商服	50%	32.98	27.04	82.00%	2.94	1.00	2.00
悦诚花园	天津	住宅、商业	100%	41.74	19.92	47.73%	2.44	5.47	2.50
林与里	天津	住宅、产业用房	100%	35.10	24.51	69.82%	3.98	3.39	1.00
滨江悦府	长沙	住宅、商业、办公、公寓	51%	29.31	25.91	88.39%	1.54	0.95	0.65
星愉湾	珠海	住宅、商业	100%	37.10	31.45	84.77%	3.44	1.03	1.19
卡伦湖生态城	长春	住宅、商业、酒店	100%	40.80	11.69	28.65%	0.06	0.03	5.43
鹿溪雅园	苏州	住宅、商业	65%	40.10	33.12	82.60%	1.62	1.63	1.63
三亚超级地中海项目	三亚	住宅	100%	53.97	29.68	54.99%	19.33	4.96	0.00
复地·金融岛	成都	住宅、商业	66%	81.90	58.23	71.10%	1.10	4.95	7.55

项目名称	区域	业态	出资比例	总投资	累计投资额	建设进度	投资计划		
							2026年	2027年	2028年
武侯簇锦项目	成都	住宅、商业、办公	100%	36.17	29.11	80.49%	2.14	2.72	1.05
天府湾	成都	住宅、商铺	100%	78.64	51.92	66.02%	2.38	3.65	1.43
青岛崂山 Club Med	青岛	酒店	100%	7.66	1.94	25.35%	1.86	1.49	2.37
合计	—	—	—	979.89	720.08	—	65.52	48.81	56.95

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

截至 2025 年末，该公司主要在建项目 21 个，计划总投资 979.89 亿元，累计已投资 720.08 亿元，主要集中在成都、天津、南京及上海等地区。拟建项目方面，同期末公司主要拟建项目 3 个，业态涉及住宅、商业和办公等，计划总投资 259.56 亿元，累计已投资 163.39 亿元，已投资额主要为土地成本，公司计划 2026-2028 年 3 年内投资 56.38 亿元。公司在建及拟建项目尚需投资较多资金，存在一定投融资压力。

图表 11. 截至 2025 年末公司主要拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	区域	业态	可售面积	出资比例	计划总投资	累计已投资
福佑路项目 ⁶	上海	住宅/商业/办公	22.15	50%	208.77	140.29
抚仙湖一期	昆明	联排、合院、别墅、洋房、商业	18.27	100%	22.20	12.07
横大路项目	澄江	洋房、合院、叠墅、商业独栋/双拼	-	100%	28.59	11.03
合计	—	—	40.42	—	259.56	163.39

资料来源：豫园股份。

c. 土地储备情况

土地储备方面，2023 年该公司在云南省澄江市取得 4 块土地，土地储备面积合计 15.04 万平方米，价款合计 4.96 亿元，其中 3 块土地为城镇住宅-普通商品住房用地（土地成本分别为 1.44 亿元、1.29 亿元和 0.94 亿元），一块土地为零售商业用地（土地成本为 1.29 亿元）。2024 年 6 月，公司全资子公司三亚复信投资有限公司以 17.94 亿元竞得三亚海棠湾国家海岸休闲园区控规 HT06-14-03 地块国有建设用地使用权，土地面积 9.36 万平方米，用于三亚超级地中海项目的住宅开发，公司拥有项目 100%权益，目前该项目在建中。此外，公司 2025 年以来未新拿地。

C. 其他业务

该公司其他业务主要包括商业经营管理与物业租赁服务、酒业、餐饮、医药和时尚表业等。

a. 商业经营管理与物业租赁服务

该公司商业经营管理与物业租赁服务主要包括度假村和物业经营管理与租赁业务两部分。2023-2025 年，公司商业经营管理与物业租赁服务实现收入分别为 28.95 亿元、28.52 亿元和 22.59 亿元，同期毛利率分别为 39.94%、42.46%和 42.37%，2025 年收入同比下降主要系公司出售部分度假村项目所致。

该公司度假村业务经营主体为日本星野 Resort Tomamu 公司⁷、Napier Tokutei Mokuteki Kaisha（简称“Napier TMK”）及 GK Kiroro Management（简称“GK KM”）。Resort Tomamu 公司主要经营性资产为位于北海道 Tomamu 的滑雪场度假村。公司于 2023 年收购了 Napier TMK 和主要资产为日本北海道 Kiroro 的滑雪场、度假村及所有土地。该度假村内有 2 家酒店，共 392 间房、23 条雪道的滑雪场（最长雪道 4,050 米）、温泉、高尔夫球场等设施。酒店及相关设施建筑面积约 10 万平米。GK KM 主要负责日本北海道 Kiroro 滑雪场、度假村的日常运营。为进一步集中发展核心产业，2024 年 6 月，公司计划出售持有的 49,999 股新雪集团股份，占新雪集团总股份的 99.9980%（新雪及其下属子公司株式会社 Tomamu Property（新雪设立的子公司）和株式会社星野 Resort Tomamu 统称“新

⁶ 2022 年 9 月，该公司全资子公司上海复祐实业发展有限公司与蚂蚁集团全资子公司上海云均企业管理咨询有限公司在该项目公开遴选评审中被确定为联合实施主体，双方均不并表，上述两家公司各出资 50%。截至 2025 年末，公司对该项目的权益占比约为 50%，按股权比例投资。

⁷ 2015 年 10 月，公司以 5,276 元现金收购新雪股份；2015 年 12 月，公司通过新雪以 9.61 亿元现金对价收购株式会社星野 Resort Tomamu 公司 100%股权。

雪集团”)。根据 2024 年 10 月《上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司关于全资子公司出售株式会社新雪股权的进展公告》,基于交割日 2024 年 6 月 28 日为基准日的资产负债表,调整最终交割价格为 41,213,192,613 日元,交易款项(含尾款)已全部收讫,公司不再持有新雪集团股份。2025 年度度假村业务收入为 4.58 亿元,同比减少 47.00%。

该公司物业租赁主要为商铺对外出租,集中在上海、沈阳、北京、南京、宁波等地区。2023-2025 年,公司物业经营管理与租赁收入分别为 19.51 亿元、19.88 亿元和 18.01 亿元,公司商业地产项目出租率较高,2025 年收入有所下降,毛利率同比上升 9.00 个百分点。

b. 餐饮

该公司餐饮品牌资源较为丰富,拥有“南翔馒头店”、“上海老饭店”、“绿波廊”等多个中华老字号及上海市著名商标。此外,2018 年公司投资 16.38 亿元收购苏州松鹤楼及旗下松鹤楼餐饮 100%股权,进一步扩大了餐饮业务规模。公司餐饮业务经营区域发源于豫园商圈,门店主要包括上海老饭店、绿波廊酒楼、和丰楼等 9 家门店。豫园商圈大量的客流量能对公司餐饮业务经营形成持续较好的客源支撑,同时为适应消费升级,公司近年来对豫园商圈内的经营主体进行了涉及商业业态、物业、服务等方面的升级调整,对绿波廊酒楼、松月楼、和丰楼等门店装修,优化和提升了硬件设施。同时,公司还对产品进行升级和新品开发。

近年来餐饮行业经营承压,2025 年该公司加速关停亏损及盈利不佳的非核心门店,聚焦老字号品牌的经营。截至 2025 年末,公司餐饮门店数量为 93 家,其中上海老饭店、绿波廊、南翔馒头店、和丰楼、松月楼等主要门店集中于豫园商圈内部,当期末公司餐饮门店较上年末减少 73 家。

总体来看,该公司餐饮板块品牌及资源优势较突出,但近年来经营承压,2024-2025 年收入同比分别减少 18.28% 和 28.62%,毛利率同比分别下降 1.22 个百分点和 0.09 个百分点。2023-2025 年,餐饮业务收入分别为 14.21 亿元、11.61 亿元和 8.29 亿元,毛利率分别为 66.83%、65.61%和 65.26%。

c. 医药

该公司医药业务品牌——“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标,作为上海本土知名中医药品牌之一,在长三角地区具有一定的市场认可度。公司的医药业务涵盖药品生产、流通和门诊服务等环节,业务链较为完整,主要制药企业为上海童涵春堂中药饮片有限公司(简称“饮片公司”);主要流通企业为上海童涵春堂药业连锁经营有限公司。目前,饮片公司主要加工、生产冬虫夏草、铁皮枫斗、野山人参、参茸贵细药材等精制优质饮片品牌系列产品。

该公司医药业务主要经营产品定位于中医药及参茸滋补品特色品牌,自主核心产品有各类中药饮片参茸及膏方等。在经营自主产品的同时,公司持续拓展医药产品的总代理,引进优势品种。目前公司已经取得了漳州片仔癀、江西济民系列品种、福牌阿胶福胶系列、天津中新药业股份速效救心丸,清咽滴丸,清肺消炎丸等,精华制药正柴胡系列药品等产品的代理权。

童涵春堂医药销售网络主要集中在上海地区,截至 2025 年末拥有 26 家零售网点,包括医保定点零售药店 10 家,中医门诊部 2 家。2023-2025 年,该公司医药业务收入分别为 4.97 亿元、4.39 亿元和 4.72 亿元,业务毛利率分别为 22.18%、32.10%和 35.25%,公司医药业务收入规模较为稳定,由于零售及中医药养生业务规模增加,医药业务毛利率持续提升。

d. 时尚表业

该公司时尚表业由子公司天津海鸥表业集团有限公司(简称“海鸥表业”)、上海汉辰表业集团有限公司(简称“汉辰表业”)和上海表业有限公司(简称“上海表业”)经营。海鸥表业及上海表业均定位为中高端手表,汉辰表业作为业务管理平台旨在管理品牌群的定位、整合和营销。截至 2025 年末,公司时尚表业板块共拥有直营网点 74 家,其中海鸥表业 33 家。2023-2025 年,公司时尚表业板块实现营业收入分别为 7.22 亿元、6.91 亿元和 6.14 亿元;实现毛利率分别为 32.08%、39.54%和 40.76%。

e. 酒业

2023-2025 年,该公司酒业实现收入分别为 0.59 亿元、0.40 亿元和 0.30 亿元,实现毛利率分别为 40.52%、25.49%

和 27.15%，规模很小。2022 年公司的酒业收入主要来源于 2020 年 8 月收购的子公司金徽酒股份有限公司⁸（简称“金徽酒”，股票代码“603919.SH”）。2022 年以来，公司持续处置金徽酒部分股权（详见“并购及出售股权事项”章节）。截至 2025 年末，公司持有金徽酒 20%股权，所持股权均已质押，金徽酒为公司的联营企业，后续公司预计继续处置金徽酒股权。

此外，该公司于 2020 年 12 月以 45.30 亿元价格竞得四川沱牌舍得集团有限公司（简称“舍得集团”）70%股权，并于 2021 年 1 月完成股权登记变更，舍得集团其余 30%股权由射洪市人民政府持有。截至 2025 年末，舍得集团持有舍得酒业股份有限公司（简称“舍得酒业”，股票代码“600702.SH”）30.26%股权，全部未质押。2025 年末舍得酒业总资产 126.15 亿元、净资产 71.99 亿元，2023-2025 年实现营业收入分别为 70.81 亿元、53.57 亿元和 44.19 亿元，净利润分别为 17.72 亿元、3.40 亿元和 2.11 亿元，2025 年白酒行业整体仍处于深度调整期，市场竞争加剧，消费动力不足，产业下行压力增大，白酒产品销售持续承压，舍得酒业收入和净利润同比下降。目前，舍得集团仍暂未纳入公司合并范围⁹，按权益法确认投资收益，2025 年末公司持有舍得集团 70%股权账面价值 54.61 亿元，2023-2025 年公司确认股权投资收益分别为 4.26 亿元、1.68 亿元和 0.41 亿元。

f. 并购及出售股权事项

近年来，该公司完成了部分对外股权收购事项，能够与公司珠宝时尚、房地产、餐饮等业务开展形成一定的协同效应。对部分非核心业务退出，通过出售了多个子公司股权实现资金回笼，提升整体流动性。

产业运营板块中，并购方面，（1）2023 年 11 月，上海豫园宠物用品有限责任公司收购从事宠物食品生产、研发、销售的有鱼有品（深圳）生物技术有限公司，持股比例为 84.57%；（2）2025 年 8 月，公司下属子公司复星津美（上海）化妆品有限公司以 800 万美元的对价收购杨蔚及\或其关联方合计持有的蔚伊思美容品（武汉）有限公司和 Wei Holding, Inc. 32% 的股权，交易完成后公司持有蔚伊思美容品（武汉）有限公司股份比例为 99.86%，持有 Wei Holding, Inc. 股份比例为 100.00%。股权出售方面，（1）2022 年 9 月，全资子公司海南豫珠企业管理有限公司（简称“海南豫珠”）将其持有的金徽酒 8% 股份以 29.38 元/股的价格，合计 11.92 亿元转让给甘肃亚特投资集团有限公司（简称“甘肃亚特”）；2022 年 11 月，公司将其持有金徽酒 13% 的股份转让给陇南科立特投资管理中心（有限合伙）（简称“陇南科立特”）。交易完成后，公司持有金徽酒 25% 的股份，不再是金徽酒控股股东。2023 年 7 月，公司拟通过协议转让方式向济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）出售金徽酒 25,363,000 股股份，占金徽酒总股份的 5%，标的股份的拟转让价格为人民币 23.61 元/股，交易总价款为 5.99 亿元。2023 年 9 月，公司转让的金徽酒 5% 股份已办理完成过户手续，公司对金徽酒直接持有 20% 股份。2025 年 2 月公司公告与济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）签署《股份转让协议之补充协议（二）》，就交易期限和方式、投资收益分配、投资收益支付和预付相关税费、预警线和回购安排等进行变更和补充，关注后续影响。（2）2023 年，公司向 BCP Asia 出售 IGI 比利时 600 股、IGI 荷兰 800 股和 IGI 印度 315,848 股，占 IGI 总股份的 80.00%，交易总价款为 4.55 亿美元。（3）2023 年 5 月，公司以 0.62 亿元对价向湖北中吉顶昇企业管理有限公司转让武汉顺康食用菌有限公司 100% 股权。（4）2024 年 10 月，公司以 41,213,192,613 日元出售新雪集团股份，交易款项（含尾款）已全部收讫。

房地产业务板块中，并购方面，2023 年 1 月，该公司子公司上海高地物业管理有限公司以 1 元总对价受让上海复星爱必依旅游发展有限公司所持有上海复星爱必依物业管理有限公司 100% 股权；2025 年 1 月，公司以 8 亿元对价购入新元房地产 49.8% 股权，交割完成后公司持有新元房地产 100% 股权；2025 年 11 月，子公司复地产发以总价款 50 万元向合作方武汉森粤企业管理咨询有限公司收购复毓投资 50% 股权，交割完成后公司持有复毓投资 100% 股权。股权出售方面，2024 年 7 月，全资子公司上海星耀房地产发展有限公司（简称“星耀公司”）向上海汇融东方科技发展有限公司（简称“汇融东方”）出售星光耀广场二期 1 号楼及部分车位所有权/使用权，交易总金额为 15.15 亿元，交易款项（含尾款）已全部收讫；2025 年 12 月，公司及其下属公司向宁波塑料有限公司转让持有的宁波星健资产管理有限公 100% 股权及截至 2025 年 11 月 20 日对宁波星健的债权，交易对价共计人民币 1.50 亿元，其中股权转让对价为人民币 91,788,138.18 元，债权转让价款为人民币 58,211,861.82 元，截至本评级报告出具日，此次交易交割已完成。

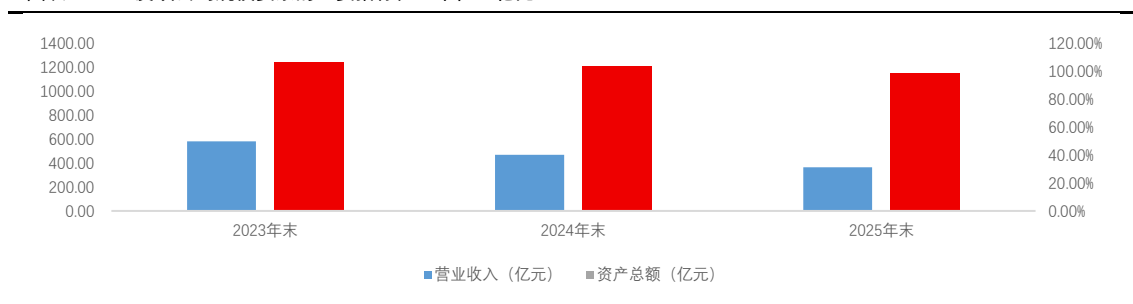
⁸ 2020 年 8 月，公司以 18.37 亿元对价受让金徽酒 29.99998% 股权，同年 10 月又以 7.15 亿元对价要约收购其 8.00% 股权，公司共持有金徽酒约 38% 股权，成为其控股股东。

⁹ 根据舍得集团公司章程：公司设立、注销子分公司；审议批准年度预决算、利润分配、弥补亏损方案；向控股子公司以外的第三方购买/出售重大资产、发生重大关联交易、进行投资超过上年度合并净资产 5% 以上；向控股子公司以外的第三方出借公司资金；公司增减资、合并、分立、解散、清算、变更公司形式的决议；修改公司章程等均需股东会 100% 投票通过。公司与射洪市人民政府双方共同控制舍得集团。

② 竞争地位

2023-2025 年该公司资产规模分别为 1,240.45 亿元、1,206.92 亿元和 1,148.92 亿元，随着近年来出售资产，聚焦核心主业，规模有所下降；营业收入分别为 581.47 亿元、469.24 亿元和 363.73 亿元，呈下降态势。

图表 12. 反映公司规模要素的主要指标值（单位：亿元）



注：根据豫园股份所提供数据整理、绘制。

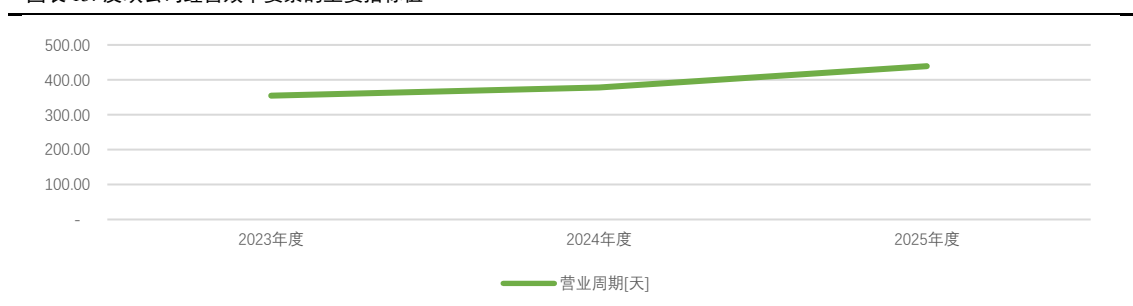
行业地位及品牌影响力方面，该公司珠宝时尚、餐饮服务、医药健康、时尚表业等业务均拥有自身特色和知名品牌，其中珠宝时尚业务板块是公司第一大收入贡献来源。公司黄金销售有“老庙”和“亚一”两个连锁品牌，均为具有充分知名度和美誉度的老字号品牌，“老庙”近年来先后被评为中国珠宝品牌龙头企业、亚洲品牌 500 强、中华老字号等。公司品牌价值的不断提升将有助于推动珠宝时尚业务的持续增长，截至 2025 年末，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到 3,952 家。此外，公司拥有南翔馒头店、上海老饭店、绿波廊酒楼、松鹤楼、童涵春堂、海鸥表、上海表等众多老字号品牌，公司的“豫园新春民俗等会”被国家文化部列入“国家级非物质文化遗产项目”，品牌资源对公司的市场影响力和差异化经营起到支撑作用。

该公司业务呈多元化态势，覆盖珠宝时尚、物业开发与销售、餐饮服务、医药健康、时尚表业、酒业、商业综合运营与物业综合服务。核心商业物业主要位于上海市中心的豫园商圈内圈，在豫园内圈拥有约 10 万平方米的商业物业（已建成）。主要的珠宝时尚业务形成了以上海市场为中心，覆盖全国大部分省市的市场网络布局，地域覆盖面广泛。

③ 经营效率

2023-2025 年，该公司营业周期分别为 354.68 天、378.35 天和 439.06 天，公司存货主要为房地产业务的开发产品和开发成本，去化周期长，致使公司营业周期较长。

图表 13. 反映公司经营效率要素的主要指标值



注：根据豫园股份所提供数据整理、绘制。

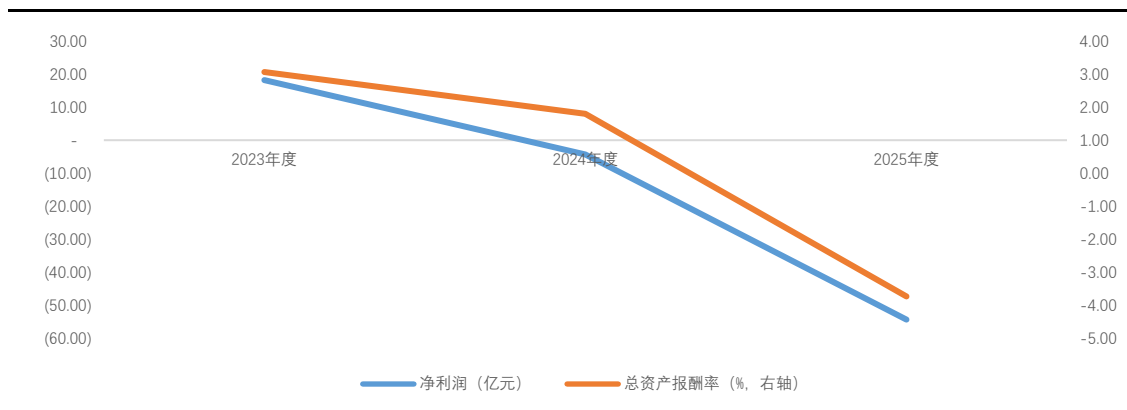
人才组织方面，该公司推进“职能取舍、横向整合、纵向扁平”的组织架构，持续提升人效，优化人工成本，聚焦核心业务，2025 年管理费用同比减少 19.54%。同时，公司总部层面强化人才与组织保障，重点延揽 AI 人才，并成立海外业务相关支撑部门，组建海外业务专职团队，设定人才保障及中长期发展计划。

产品方面，近年来该公司推出“古韵金作”、“马上有米”、“一串好运 2.0”系列，联名“天官赐福”IP 并成立“东家金造”高端品牌，持续提升产品差异化，从计克类向计件类产品转型以降低金价波动风险。产品供应链方面，公司通过数智化增强供应链与运营能力，优化仓网布局，提升订单履约时效；聚焦重点产业库存优化，精细化梳理库存情况，提升运营效率。

该公司近年来持续优化产业板块的渠道布局，珠宝时尚业务方面主动淘汰低效加盟店，拓展抖音等线上渠道，推动智选门店布局，完善会员系统；文化饮食方面优化松鹤楼、南翔加盟模式，拓展线下消费场景；汉辰表业进驻各大跨境平台，发展免税渠道与海外经销合作。

④ 盈利能力

图表 14. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：亿元）



注：根据豫园股份所提供数据整理、绘制。

2023-2025 年，该公司实现营业毛利分别为 82.06 亿元、63.80 亿元和 48.52 亿元，毛利率分别为 14.11%、13.60% 和 11.36%，其中珠宝业务毛利分别为 30.04 亿元、26.49 亿元和 20.81 亿元；物业开发与销售业务持续承压，销售价格下降，毛利持续减少，同期分别为 19.63 亿元、7.48 亿元和 4.73 亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2023 年度	2024 年度	2025 年度
营业收入合计（亿元）	581.47	469.24	363.73
毛利（亿元）	82.06	63.80	48.52
期间费用率（%）	13.54	15.96	17.79
其中：财务费用率（%）	2.61	4.11	4.58
全年利息支出总额（亿元）	23.19	25.41	22.69
其中：资本化利息数额（亿元）	7.51	6.58	5.68

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

从期间费用来看，2023-2025 年，该公司期间费用分别为 78.74 亿元、74.90 亿元和 64.70 亿元，期间费用率分别为 13.54%、15.96% 和 17.79%。其中，公司销售费用分别为 30.74 亿元、27.68 亿元和 25.50 亿元，主要是销售人员薪酬、中介及代理服务费和推广宣传费等；管理费用分别为 32.02 亿元、27.47 亿元和 22.11 亿元，2024-2025 年管理人员职工薪酬支出减少较多使得管理费用同比下降；财务费用分别为 15.15 亿元、19.27 亿元和 16.65 亿元，2025 年利息支出减少，财务费用下降；公司研发费用较少，同期分别为 0.83 亿元、0.49 亿元和 0.44 亿元。此外，同期公司资产减值损失分别为 3.79 亿元、9.51 亿元和 14.62 亿元，主要为物业开发与销售业务板块产生的存货跌价损失，2025 年房地产行业持续下行，公司加快推进库存去化和资金回流，地产销售价格下降，存货减值加大，其中开发产品存货跌价损失 8.58 亿元，主要包括南京明日之城复邑置业有限公司项目、天津复地鑫宏置业发展有限公司项目、长沙复地房地产开发有限公司项目等；开发成本存货跌价损失 4.16 亿元，主要包括苏州复地豫泓置业有限公司项目和合肥复地复润房地产投资有限公司项目。同期信用减值损失分别为 1.39 亿元、0.15 亿元和 4.27 亿元，主要包括应收账款坏账损失和其他流动资产减值损失，2025 年受房地产市场交易量缩小、价格持续下降、去化压力较大的影响，公司对部分合营项目公司的股东借款计提减值，信用减值损失同比增加。受上述因素综合影响，同期公司经营收益¹⁰分别为-8.96 亿元、-27.14 亿元和-42.27 亿元。

¹⁰ 经营收益=营业利润-其他经营收益。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2023 年度	2024 年度	2025 年度
投资净收益	29.80	19.68	-12.14
其中：权益法核算的长期股权投资收益	6.32	1.10	-11.54
处置长期股权投资产生的投资收益	22.30	16.24	-0.72
交易性金融资产在持有期间的投资收益	0.41	1.27	0.65
处置交易性金融资产的投资收益	0.15	0.01	0.48
营业外收入及其他收益	1.95	2.45	1.42
其中：政府补助	1.46	1.96	1.07
公允价值变动损益	0.37	8.94	-4.02
其中：交易性金融资产	0.64	9.16	3.99
按公允价值计量的投资性房地产	0.17	-0.17	-7.68

资料来源：根据豫园股份所提供数据整理。

近年来，该公司投资收益对利润影响大。2023-2025 年，公司实现投资收益分别为 29.80 亿元、19.68 亿元和-12.14 亿元，其中同期处置长期股权投资产生的投资收益分别为 22.30 亿元、16.24 亿元和-0.72 亿元，2023 年主要是处置 IGI 和金徽酒等长期股权投资产生的投资收益；2024 年投资收益主要来源于公司出售日本星野度假村，其所持长期股权的处置收益；2025 年权益法核算的长期股权投资收益为-11.54 亿元，主要系地产联合营项目亏损所致，亏损主要包括复毓投资 3.06 亿元、上海复屹实业发展有限公司（简称“复屹实业”）2.69 亿元、上海复璧实业发展有限公司 4.29 亿元和宁波复星锐正创业投资合伙企业（有限合伙）2.20 亿元。同期营业外收入及其他收益合计分别为 1.95 亿元、2.45 亿元和 1.42 亿元，主要为政府补助；同期公允价值变动损益分别为 0.37 亿元、8.94 亿元和-4.02 亿元，主要是持有的交易性金融资产价值及投资性房地产公允价值波动所致，2024 年公允价值变动收益较大主要来源于公司所持百联股份、重庆农商行和泰康保险等股权公允价值的上升；2025 年公允价值损失主要系房地产市场持续低迷，部分投资性房地产市场价值下降所致，主要包括上海滩商厦和天津复悦里等。

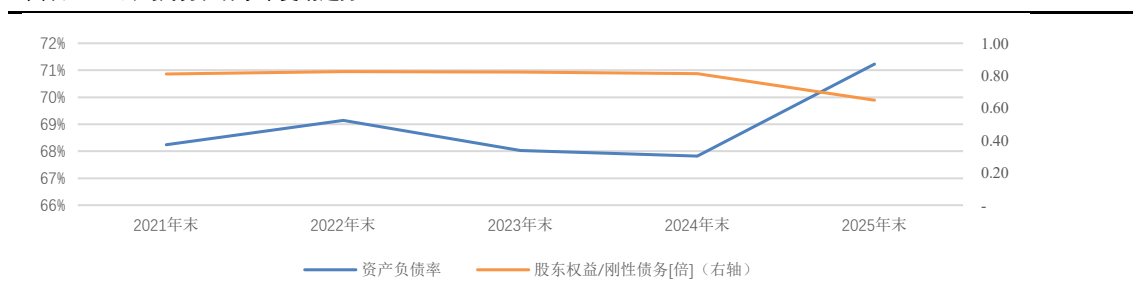
受上述因素综合影响，2023-2025 年该公司盈利能力持续下滑，营业利润分别为 23.37 亿元、3.68 亿元和-55.88 亿元；净利润分别为 18.18 亿元、-4.29 亿元和-54.30 亿元；总资产报酬率分别为 3.06%、1.80%和-3.37%，2025 年利润亏损导致总资产报酬率为负。2026 年第一季度公司营业收入同比增长，净利润实现扭亏。

3. 财务

近年来，该公司整体负债规模有所下降，受亏损导致权益资本下降，资产负债率波动上升。公司刚性债务规模较大，期限结构偏向于短期，即期债务偿付压力加大。公司持续保持贷款回收力度，控制土地购买支出，经营性现金流整体呈净流入状态。公司目前拥有一定量的可用货币资金，可用授信规模仍较大，能够对即期债务偿付提供一定支撑。

（1）财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据豫园股份所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末，该公司负债总额分别为 843.85 亿元、818.51 亿元和 818.36 亿元，资产负债率分别为 68.03%、67.82% 和 71.23%。若剔除合同负债，公司资产负债率分别为 65.96%、66.45% 和 70.80%，2025 年末主要受亏损导致所有者权益减少影响，公司负债经营程度明显上升。同期末公司权益资本/刚性债务分别为 0.82 倍、0.81 倍和 0.65 倍。

① 资产

图表 18. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	742.73	707.20	621.53
	59.88	58.60	54.10
其中：现金类资产（亿元）	110.13	134.44	139.23
存货（亿元）	430.87	369.56	349.94
其他流动资产（亿元）	157.15	147.12	82.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	497.72	499.72	527.40
	40.12	41.40	45.90
其中：长期股权投资（亿元）	148.36	155.68	139.16
投资性房地产（亿元）	231.17	233.80	281.43
固定资产（亿元）	39.92	30.47	28.24
递延所得税资产（亿元）	30.41	33.72	38.75
期末全部受限资产账面金额（亿元）	499.19	461.51	499.61
受限资产账面余额/总资产（%）	40.24	38.24	43.49

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

近年来，该公司出售较多资产和股权，2023-2025 年末资产总额分别为 1,240.45 亿元、1,206.92 亿元和 1,148.92 亿元，以流动资产为主。2025 年末，公司流动资产 621.53 亿元，主要由现金类资产、存货和其他流动资产等构成，其中现金类资产 139.23 亿元，主要为货币资金 110.51 亿元（受限货币资金为 46.09 亿元，主要用于预售物业款、银行借款和保证金），以及交易性金融资产 28.72 亿元，主要为持有的百联股份、重庆农村商业银行和泰康保险的股权¹¹，同期交易性金融资产持有期间收益和处置收益分别为 0.65 亿元和 0.48 亿元；同期末存货余额 349.94 亿元，主要为房地产业务形成的开发成本（205.39 亿元）和开发产品（87.95 亿元）等，其余为库存商品（50.98 亿元），其中开发成本包括北京复地时代中心（16.02 亿元）、成都天府湾（18.73 亿元）、上海徐汇滨江复星中心（40.82 亿元）、成都武侯簇锦项目（19.19 亿元）、昆明抚仙湖一期（14.26 亿元）、三亚超级地中海项目（27.63 亿元）等在建房地产项目，预计竣工时间集中于 2026-2029 年；公司其他流动资产余额 82.23 亿元，主要是给予合营公司的股东借款，较上年末大幅减少主要是 2025 年公司收购复毓投资，将武汉复星汉正街房地产开发有限公司纳入合并范围，公司对其的借款抵消所致，2025 年末给予合营公司的股东借款 71.71 亿元，其中给上海豫芸实业发展有限公司借款 48.12 亿元、给上海复屹实业借款为 1.77 亿元、给上海复地复融实业发展有限公司借款 15.23 亿元、给昆明复地房地产开发有限公司借款 6.58 亿元（计提 2.58 亿元坏账准备），公司上述对合营公司及其子公司的借款未超过公司所占股比，小于合营公司另一方股东资金投入，需关注后续资金归还情况。

2025 年末，该公司非流动资产为 527.40 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产等构成。其中年末长期股权投资 139.16 亿元，主要包括对舍得集团（54.61 亿元）、上海豫芸实业发展有限公司（25.00 亿元）、西安复裕房地产开发有限公司（5.51 亿元）和宁波复星锐正创业投资合伙企业（有限合伙）（9.13 亿元）和上海复星高科技集团财务有限公司（4.92 亿元）等的股权投资；公司投资性房地产采用公允价值模式计量，年末余额为 281.43 亿元，包括房屋建筑物 191.87 亿元和在建工程 89.56 亿元，公司投资性房地产主要位于一、二线等城市的核心位置，区位优势较好；公司固定资产余额 28.24 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备；同期末商誉为 9.17 亿元，其中主要为 WEI（2.49 亿元）、苏州松鹤楼饮食文化有限公司（2.42 亿元）、AHAVA-Dead Sea Laboratories Ltd.（1.08 亿元）、新元房地产（1.19 亿元）和如意情生物科技股份有限公司（简称“如意情”，0.43 亿元），商誉较上年末下降 14.24%，主要由于公司当期对如意情、AHAVA-Dead Sea Laboratories Ltd. 和新元房地产分别计提商誉减值 0.21 亿元、0.57 亿元和 0.56 亿元所致；同期末无形资产 11.96 亿元，主要包括牌誉 5.39 亿元和土地

¹¹ 交易性金融资产中的权益工具投资均已受限。

使用权 5.68 亿元等。此外，2025 年末公司在建工程 0.95 亿元，主要包括如意情连云港项目、豫园商城一期整改项目、童涵春堂中药饮片基地项目等。

从资产受限情况看，2025 年末该公司所有权或使用权受限资产总额为 499.61 亿元，占资产总额比重为 43.49%，主要包括受限货币资金 46.09 亿元、存货 138.41 亿元和投资性房地产 183.28 亿元，主要系受限制的预售物业款及用于质押借款、抵押借款、保证金等用途。

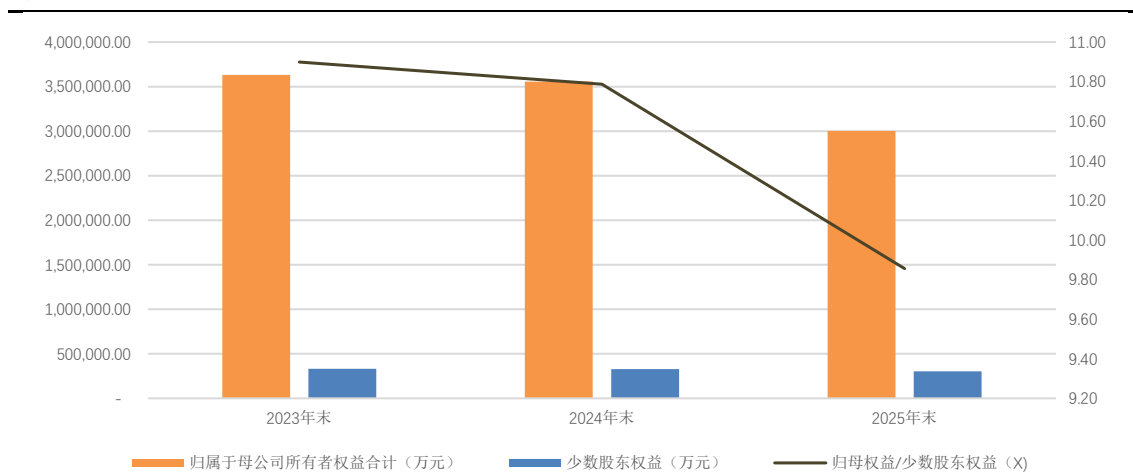
图表 19. 2025 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

主要数据及指标	账面余额	账面价值	受限原因
货币资金	46.09	46.09	受限制的预售物业款、以定期存单提供质押取得银行借款、其他各项履约保证金、承兑汇票保证金、银行保函保证金、借款保证金等
存货	143.25	138.41	借款抵押
固定资产	29.57	18.60	借款抵押
无形资产	4.15	3.99	借款抵押
在建工程	0.02	0.02	借款抵押
投资性房地产	183.28	183.28	借款抵押
长期股权投资	32.89	32.89	质押取得借款
交易性金融资产	28.21	28.21	质押取得借款
其他流动资产	48.12	48.12	质押取得借款
合计	515.59	499.61	--

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

② 所有者权益

图表 20. 公司所有者权益构成及其变动趋势



2023-2025 年末，该公司所有者权益分别为 396.60 亿元、388.40 亿元和 330.56 亿元，2024 年公司出售股权使得资本公积和少数股东权益有所下滑；2025 年公司利润亏损致使所有者权益进一步减少。2025 年末公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 38.92 亿元、89.55 亿元和 138.15 亿元，分别占所有者权益的 11.78%、27.09%和 41.79%。2023-2025 年公司现金分红金额（含税）分别为 7.40 亿元、7.38 亿元和 1.77 亿元。

③ 负债

图表 21. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
刚性债务	481.92	478.48	509.77

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
其中：短期刚性债务	271.50	281.90	288.80
中长期刚性债务	210.42	196.59	220.96
应付账款	92.23	83.33	70.80
合同负债	75.41	49.11	16.98
其他应付款	66.35	77.92	94.09
综合融资成本（年化，%）	4.97	4.70	4.33

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司债务以流动负债为主，2023-2025 年末长短期债务比分别为 41.86%、40.97%和 46.75%。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。2023-2025 年末，刚性债务占负债总额的比重分别为 57.11%、58.46%和 62.29%。应付账款主要为黄金珠宝业务应付供应商的费用和房地产项目应付工程款，期末余额分别为 92.23 亿元、83.33 亿元和 70.80 亿元；合同负债主要为预收房地产项目款及珠宝时尚业务订货款，近年来物业签约销售额下滑，同期末合同负债分别为 75.41 亿元、49.11 亿元和 16.98 亿元；其他应付款余额分别为 66.35 亿元、77.92 亿元和 94.09 亿元，其中 2025 年末主要包括购房意向金（52.56 亿元）、合作公司往来及其他（11.08 亿元）、联营合营企业及其他关联方往来款（3.67 亿元）、押金及保证金（8.21 亿元）和预提费用（7.67 亿元）等。

2023-2025 年末，该公司刚性债务分别为 481.92 亿元、478.48 亿元和 509.77 亿元，近年来刚性债务期限结构逐步转为以短期为主，即期债务偿付压力持续增大。同期末公司短期刚性债务余额分别为 271.50 亿元、281.90 亿元和 288.80 亿元，主要由短期借款、交易性金融负债、一年内到期的长期借款和应付短期债券等构成。其中，同期末短期借款分别 101.31 亿元、86.99 亿元和 90.51 亿元；交易性金融负债分别为 57.28 亿元、66.24 亿元和 75.21 亿元，主要为尚未归还的租赁黄金的期末公允价值；一年内到期的长期借款分别为 67.13 亿元、64.57 亿元和 66.12 亿元；应付短期融资券分别为 12.73 亿元、18.26 亿元和 6.04 亿元，2025 年末为公司发行的 25 豫园商城 SCP005 和 25 豫园商城 SCP006；其他短期刚性债务分别为 23.92 亿元、34.77 亿元和 41.82 亿元，主要为一年内到期的长期应付款、一年内到期的应付债券和短期非金融机构借款，2025 年末分别为 10.47 亿元、30.00 亿元和 8.62 亿元，其中一年内到期的应付债券包括 25 豫园 01、25 豫园 02、25 豫园商城 MTN001、25 豫园商城 MTN002、25 豫园商城 MTN003A、25 豫园商城 MTN004A 和 25 豫园商城 MTN005。

2023-2025 年末，该公司中长期刚性债务分别为 210.42 亿元、196.59 亿元和 220.96 亿元，主要以长期借款为主，同期末分别为 189.38 亿元、161.41 亿元和 164.57 亿元；应付债券分别为 2.01 亿元、13.87 亿元和 23.11 亿元，其中 2025 年末应付债券主要为 2024 年 8 月发行的本金 9.40 亿元、期限 3 年的“24 豫园商城 PPN002（资产担保）”、2024 年 10 月发行的本金 3.60 亿元、期限 3 年的“24 豫园商城 PPN03（资产担保）”、2025 年 4 月发行的本金 2.00 亿元、期限 3 年的“25 豫园 03”、2025 年 7 月发行的本金 3.00 亿元、期限 3 年的“25 豫园商城 MTN003B”和 2025 年 8 月发行的本金 4.00 亿元、期限 3 年的“25 豫园商城 MTN004B”。其他中长期刚性债务分别为 19.03 亿元、21.31 亿元和 33.28 亿元，其中应付售后回租融资款分别为 2.31 亿元、2.10 亿元和 3.95 亿元（计入“长期应付款”），2023-2025 年末长期非金融机构借款（计入“长期应付款”）分别为 16.71 亿元、11.22 亿元和 21.35 亿元，主要是其他项目公司的借款，2025 年末公司不可避免回购义务 7.99 亿元为公司对投资人向珠宝时尚集团的增资款及投资回报附有回购义务的余额确认为金融负债所形成。

从借款方式看，2025 年末，该公司银行借款中信用类借款和担保类借款¹²占比分别约为 30%和 70%，担保类借款中，抵押借款的抵押物主要为存货和投资性房地产。利率方面，公司银行借款利率范围为 1.0-7.5%，发债利率范围为 3.0-4.9%，应付售后回租融资款利率范围为 3.8-8.0%，其他融资利率范围为 3.5-10.0%。2025 年公司综合融资成本为 4.33%，较上年略有下降。从债务期限结构来看，公司刚性债务中期限为“2 年以内”的债务占比较高，即期债务偿付压力较大。

¹² 包括抵押借款、质押借款和保证借款。

图表 22. 公司 2025 年末存续刚性债务期限结构¹³（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	288.80	76.32	51.73	23.40	61.53	501.78
母公司口径	168.31	52.57	34.52	-	-	255.41

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

在投融资管理方面，该公司对外投资须按有关程序进行报批，提供项目可行性报告、合作意向等相关材料，并按照相关的职责权限经股东会审议后负责实施；公司及各下属企业的银行贷款均由本部的融资管理部统一安排，并列入资金平衡计划，按相关权限经批准后实施。年度融资额度计划需经董事会审议并经股东会批准。

在资金管理方面，该公司建立了内部资金集中管理制度，在资金管理上采用年度资金预算管理和收支两条线原则，对资金实行分级管理和分类管理，以控制资金管理风险。资金管理部负责定期分析公司现金流入、流出及现金收支平衡情况，根据公司发展和营运中资金需求情况，拟订资金筹措和使用方案，平衡资金计划，实施公司资金筹措方案。公司严禁下属企业对外拆借资金，下属企业需要资金时向公司本部资金管理部提交月度资金用款计划，按相关权限经批准后实施。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 23. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	47.47	42.53	24.51
其中：业务现金收支净额（亿元）	96.12	43.50	5.82
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	26.56	3.88	6.87
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）	6.82	12.32	8.47
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-91.24	-38.22	-26.06
其中：现金利息支出（亿元）	21.94	20.23	22.31

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司主业获现能力较强，2023-2025 年营业收入现金率分别为 103.02%、108.75%和 101.45%。同期经营活动现金流净额分别为 47.47 亿元、42.53 亿元和 24.51 亿元，近年来公司加强货款回收，且地产板块土地项目储备支出较少，经营活动现金流呈净流入状态，但 2025 年公司珠宝时尚和地产销售板块业务销售受到影响，经营活动现金净流入同比减少。

投资活动方面，2023-2025 年，该公司投资活动现金净流量分别为 26.56 亿元、3.88 亿元和 6.87 亿元，近年来公司持续处置金徽酒、IGI 等股权形成较大的投资活动现金流入，并且对外投资规模较少，使得公司投资性现金流呈净流入状态。同期公司收回及支付的投资现金净额分别为 0.32 亿元、-3.00 亿元和 11.82 亿元，2025 年主要为出售老铺黄金股票收到的现金；同期处置子公司及其他经营单位收到的现金分别为 31.10 亿元、14.35 亿元和 0.25 亿元。同期购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 6.82 亿元、12.32 亿元和 8.47 亿元，2024 年主要为公司支付的土地出让金，2025 年主要为豫园二期项目支出。

近年来，该公司将主业经营回款和出售股权及资产等回款用于较多债务偿付，2023-2025 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-91.24 亿元、-38.22 亿元和-26.06 亿元。其中，取得和偿付债务现金流量净额分别为-75.85 亿元、-19.85 亿元和-8.11 亿元；同期支付其他与筹资活动有关的现金分别为 26.91 亿元、27.69 亿元和 44.41 亿元，主要为受限制的保证金的增加、支付同一控制下的企业合并股权款、支付租赁款的现金、有限寿命主体少数股东份额利润分配和支付非金融机构借款及利息等。

¹³ 未包括不可避免回购义务。

② 偿债能力

图表 24. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度
EBITDA（亿元）	50.05	32.53	-30.34
EBITDA/利息支出（倍）	2.17	1.28	-1.34
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.07	-0.06

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，近年来主要由于利润总额的减少，公司 EBITDA 呈下降态势，2023-2025 年分别为 50.05 亿元、32.53 亿元和-30.34 亿元。受此影响，公司 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度持续下降。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
流动比率（%）	124.86	121.80	111.46
速动比率（%）	50.74	56.21	46.37
现金比率（%）	18.07	23.15	24.97

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司流动性一般，2023-2025 年末，公司流动比率分别为 124.86%、121.80%和 111.46%；速动比率分别为 50.74%、56.21%和 46.36%，公司流动资产中存货占比大，速动资产对流动负债的覆盖程度一般。

截至 2025 年末，该公司合并口径银行授信 655.29 亿元，尚未使用额度为 264.04 亿元，其中工农中建交授信额度约 170 亿元，尚未使用的授信约为 55 亿元。

（2）ESG 因素

近年来，该公司股权结构稳定。截至 2025 年末上海复地投资管理（简称“复地投资管理”）直接持有公司 26.29% 股权，为公司第一大股东；浙江复星商业发展有限公司（简称“浙江复星”）直接持有公司 9.38% 股权，为公司第二大股东，郭广昌通过复地投资管理、浙江复星、复星产业投资及上海复星高科技（集团）有限公司等 18 名复星系对象直接及间接持有公司 61.91% 股权，为公司实际控制人。根据公司公告，截至本评级报告出具日，复星高科及其一致行动人合计累计质押公司股票 24.10 亿股用于借款融资，占其所持公司股份的 75.02%，质押比例很高。此外，2025 年末黄浦区国资委合计持有公司 8.66% 股权，其中直接持有 0.58% 股权，通过上海市黄浦区房地产开发实业总公司（简称“黄房公司”）、上海豫园（集团）有限公司、上海豫园商场和上海市黄浦区国有资产总公司等合计间接持有公司 8.08% 股权，近年来持股比例稳定。

该公司于 2025 年 12 月及 2026 年 1 月进行了董事会换届选举，根据《公司章程》，公司第十二届董事会由 15 人组成，其中董事长 1 人，联席董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 5 人，职工代表董事 1 人。董事会的人数和人员构成符合法律、法规和《公司章程》的规定。公司董事会下设发展战略与投资、提名与人力资源、薪酬与考核、审计与财务四个专门委员会，审计与财务委员会行使《公司法》规定的监事会的职权。

近年来，该公司高管团队变动较大。2025 年 1 月，鉴于个人职业发展考虑，邹超辞去公司董事会秘书职务，继续担任执行总裁和 CFO，公司聘任王瑾为董事会秘书；冉飞辞去公司执行总裁职务；2025 年 2 月，鉴于个人发展原因，左墨之辞去公司副总裁职务。根据 2025 年 3 月 25 日《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于监事辞任及补选监事的公告》，鉴于个人发展原因，徐隽辞去公司监事会监事职务，由于徐隽的辞职将导致公司监事会人数低于法定人数，在新监事就任前，徐隽仍继续履行其监事职责。公司于 2025 年 3 月 24 日审议通过了《关于补选公司第十一届监事会监事的议案》，监事会同意选举蔡玉敏女士为公司监事候选人，任期自股东大会

会审议通过之日起至第十一届监事会任期届满之日止。2025 年 6 月，钱顺江、张剑因工作调整原因辞去总裁（轮值）职务，公司聘任黄震为公司总裁，聘任张剑为公司执行总裁；2025 年 11 月，经公司第十一届董事会第四十七次会议、2025 年 12 月公司第三次临时股东大会审议通过了《关于取消监事会并修订<公司章程>的议案》，公司不再设置监事会，由董事会审计与财务委员会行使《公司法》规定的监事会职权；公司于 2025 年 12 月 29 日召开第十一届董事会第四十九次会议、于 2026 年 1 月 20 日召开第一次临时股东会，审议通过了《关于董事会换届选举的议案》，公司第十一届董事会于 2025 年 12 月月末任期届满，根据《公司章程》，公司第十二届董事会由十五人组成，其中独立董事五人、职工代表董事一人。石琨、朱立新、沈顺辉、周文一、陈春林、陈毅杭、徐晓亮、郝毓鸣、黄震为公司第十二届董事会非独立董事，王鸿祥、叶乐磊、孙岩、芮勇、宋航为公司第十二届董事会独立董事。2026 年 1 月，公司召开职工代表大会，经民主讨论、表决，同意选举周波先生为公司第十二届董事会职工代表董事，与公司 2026 年第一次临时股东大会选举产生的十四名董事共同组成公司第十二届董事会；2026 年 1 月 20 日，经公司第十二届董事会第一次会议审议通过，选举黄震为公司第十二届董事会董事长、选举石琨为公司第十二届董事会联席董事长、选举朱立新为公司第十二届董事会副董事长；聘任陈毅杭为公司总裁，聘任王瑾为公司董事会秘书；聘任邹超先生、周波先生、茅向华先生、倪强先生为公司执行总裁，其中：邹超先生兼任 CFO。陈毅杭、邹超、周波、茅向华、倪强、王瑾为公司现任高级管理人员。

（3）表外事项

截至 2025 年末，该公司不存在重大未决诉讼。

截至 2025 年末，该公司除房地产业务为商品房承购人提供的按揭担保外，不存在对外担保。公司及下属子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公开信息¹⁴，2025 年以来该公司部分参股及控股企业存在被执行记录，金额 1,000.00 万元以上的共 7 笔，主要系房地产项目公司工程款、买卖合同纠纷所致，需关注公司房地产业务经营及现金流情况。

（4）其他因素

该公司与关联方交易主要为关联购销和关联担保。2025 年公司合计向关联方采购药品、珠宝货品、系统服务支出等合计 1.49 亿元，向复星高科、佛山复星禅诚医院有限公司等关联方出售药品、珠宝、化妆品、食品饮料等以及进行销售代理服务、商业咨询服务等合计 14.64 亿元，相关交易价格均采用市场定价方式。关联资金拆借方面，截至 2025 年末，公司获得关联方资金拆入余额合计 1.65 亿元；资金拆出余额合计 71.71 亿元，主要为给予上海豫芸实业发展有限公司（48.12 亿元）、上海复地复融实业发展有限公司（15.23 亿元）、昆明复地房地产开发有限公司（6.58 亿元）等的股东借款，到期日为 2026 年 12 月 31 日，计入其他流动资产。此外，2025 年末公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）的存款余额为 19.27 亿元，利率范围为 0.25%-2.25%；公司从复星财务公司取得的贷款余额为 2.14 亿元，利率范围为 3.50%-4.35%。

截至 2025 年末，本部资产总额为 708.18 亿元，较上年末增长 9.76%，股东权益为 245.60 亿元，较上年末略有减少；本部口径的营业收入主要为租赁费和向子公司收取的牌誉费，2025 年实现营业收入 2.59 亿元，同比下降 13.05%，净利润-1.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-22.63 亿元。截至 2025 年末，公司本部刚性债务合计 255.41 亿元，货币资金余额 6.00 亿元，本部面临较大的偿债压力。公司本部对子公司控制力较强。

根据该公司提供的 2026 年 4 月 7 日《企业信用报告》，近三年公司本部不存在因自身原因造成的欠款欠息记录。根据公开资料，截至本评级报告日，公司本部及下属核心子公司无重大不良行为记录。

除此之外，该公司近三年信息透明度不存在重大缺陷，财务报表未延期披露，且未出现重大会计差错，未有监管机构对信息披露处罚的情况。公司不存在因违法行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、社会影响恶劣等并被处以罚款的情形。

5. 外部支持

该公司是复星高科旗下唯一 A 股商业文化板块上市公司，在复星高科的整体战略定位中有重要作用。复星高科

¹⁴ 数据来源为企业预警通。

可在资金、资源、战略方向和管理架构等方面给予公司支持和指导。公司第二大股东为黄浦区国资委，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产，并在政策支持、资源整合等多个方面对公司提供支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取老凤祥股份有限公司（简称“老凤祥”）和广东潮宏基实业股份有限公司（简称“潮宏基”）为同业比较对象，主要基于老凤祥、潮宏基及该公司主业均为黄金珠宝业务，公司之间具有可比性。业务方面，公司资产和收入规模较大，整体总资产报酬率较低。财务方面，公司刚性债务规模较大，资产负债率高，EBITDA 对利息和刚性债务的保障程度较低。三者 2025 年经营性现金流量均呈净流入状态，公司营业现金率较高，回款情况良好。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

该公司发行的 25 豫园 01 设置票面利率调整选择权和投资者回售选择权。

票面利率调整选择权方面：1、发行人有权在本期债券存续期的第 1 年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率。2、发行人决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，本期债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。3、发行人承诺不晚于票面利率调整实施日前的 1 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告。发行人承诺前款约定的公告将于本期债券回售登记期起始日前披露，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。4、发行人决定不行使票面利率调整选择权的，则本期债券的票面利率在发行人行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变债券。截至本评级报告出具日，25 豫园 01 票面利率未变动。

投资者回售选择权方面：1、债券持有人有权在本期债券存续期的第 1 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。2、为确保投资者回售选择权的顺利实现，发行人承诺履行如下义务：（1）发行人承诺将以适当方式提前了解本期债券持有人的回售意愿及回售规模，提前测算并积极筹备回售资金。（2）发行人承诺将按照规定及约定及时披露回售实施及其提示性公告、回售结果公告、转售结果公告等，确保投资者充分知悉相关安排。

（3）发行人承诺回售登记期原则上不少于 3 个交易日。（4）回售实施过程中如发生可能需要变更回售流程的重大事项，发行人承诺及时与投资者、交易场所、登记结算机构等积极沟通协调并及时披露变更公告，确保相关变更不会影响投资者的实质权利，且变更后的流程不违反相关规定。（5）发行人承诺按照交易场所、登记结算机构的规定及相关约定及时启动债券回售流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项。（6）如本期债券持有人全部选择回售的，发行人承诺在回售资金划付完毕且转售期届满（如有）后，及时办理未转售债券的注销等手续。根据 2026 年 3 月公司公告，25 豫园 01 回售金额 2.28 亿元，已全部完成转售，注销未转售金额 0.00 元。

2. 偿债保障措施跟踪分析

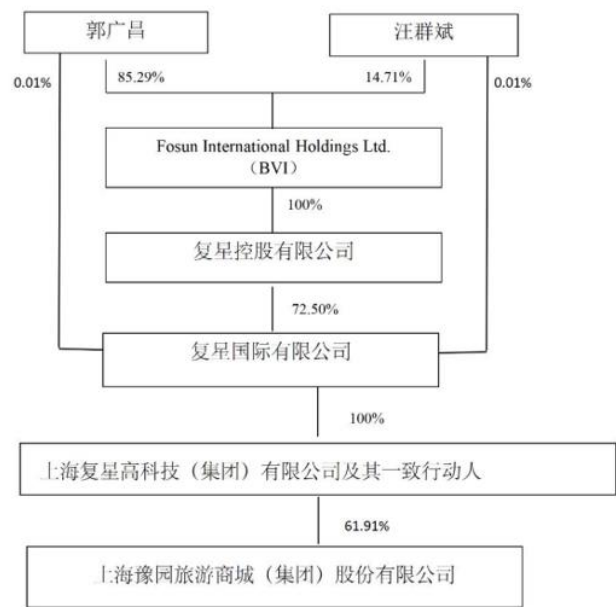
该公司经营收现能力较强且较为稳定，2025 年公司营业收入现金率为 101.45%，经营获现能力较强，经营性现金流净额为 24.51 亿元。公司有一定规模的未受限货币资金，2025 年末为 64.41 亿元，另外还有较大规模未使用银行授信，可为公司即期债务偿付提供基本支撑。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定豫园股份主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA。

附录一：

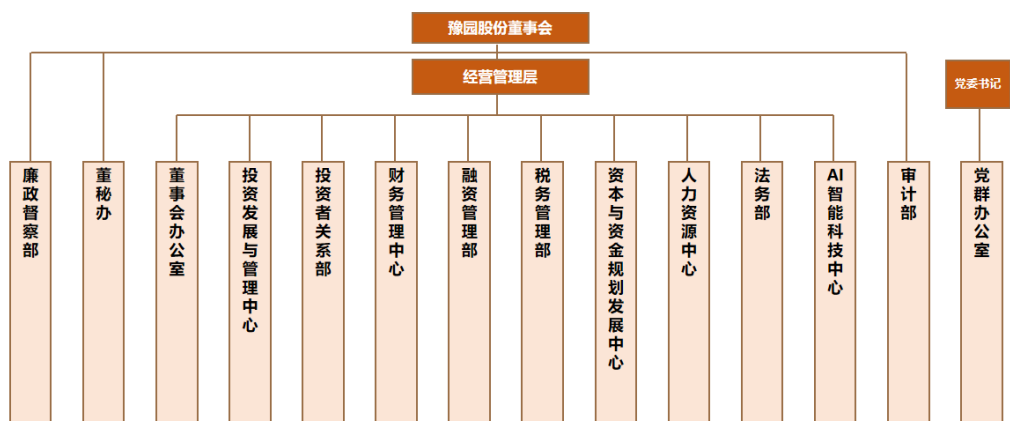
公司与实际控制人关系图



注：根据豫园股份提供的资料整理绘制（截至 2025 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据豫园股份提供的资料整理绘制（截至本评级报告出具日）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2025 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海复星高科技（集团）有限公司	复星高科	公司股东	——	产业运营投资	1,378.66 ¹⁵	1,398.90	917.51	-171.94	128.90	合并口径
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	豫园商城	本级/母公司	——	黄金珠宝、餐饮、医药、商旅文	255.41	245.60	2.59	-1.32	-22.63	母公司口径
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	珠宝时尚集团	核心子公司	91.03% ¹⁶	商业零售、批发，投资管理	84.77	63.82	229.87	4.31	15.66	合并口径

注：根据豫园股份 2025 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁵ 刚性债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+长期借款+应付债券+其他短期刚性债务+其他长期刚性债务。

¹⁶ 直接持股 81.28%，间接持股 9.75%。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：黄金珠宝 归属行业：零售行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2025 年度经营数据				2025 年（末）财务数据/指标				
		总资产 （亿元）	收入 （亿元）	净利润 （亿元）	总资产报酬率 （%）	权益资本与刚性债 务比率（%）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
老凤祥股份有限公司	--	207.26	528.23	22.59	14.78	566.04	25.10	34.73	17.76	1.33
广东潮宏基实业股份有限公司	--	75.61	93.18	4.72	37.27	147.81	49.50	8.03	20.73	0.31
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	--	172.49	229.87	4.31	4.69	75.28	63.00	-	-	-
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	AAA/稳定	1,148.92	363.73	-54.30	-3.73	64.85	71.23	-30.34	-1.34	-0.06

注：标杆企业是公开市场融资企业但并非本评级机构客户，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]	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
资产总额 [亿元]	1240.45	1206.92	1148.92
货币资金 [亿元]	91.71	106.90	110.51
刚性债务[亿元]	481.92	478.48	509.77
所有者权益 [亿元]	396.60	388.40	330.56
营业总收入[亿元]	581.47	469.24	363.73
净利润 [亿元]	18.18	-4.29	-54.30
EBITDA[亿元]	50.05	32.53	-30.34
经营性现金净流入量[亿元]	47.47	42.53	24.51
投资性现金净流入量[亿元]	26.56	3.88	6.87
资产负债率[%]	68.03	67.82	71.23
权益资本与刚性债务比率[%]	0.82	0.81	0.65
流动比率[%]	124.86	121.80	111.46
现金比率[%]	18.07	23.15	24.97
利息保障倍数[倍]	1.68	0.87	-1.75
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	354.68	378.35	439.06
毛利率[%]	14.11	13.60	13.34
营业利润率[%]	4.02	0.78	-15.36
总资产报酬率[%]	3.06	1.80	-3.37
净资产收益率[%]	4.59	-1.09	-15.11
净资产收益率*[%]	5.62	0.35	-14.94
营业收入现金率[%]	103.02	108.75	101.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.97	7.24	4.31
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.55	5.58	3.83
EBITDA/利息支出[倍]	2.17	1.28	-1.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.07	-0.06

注：表中数据依据豫园股份经审计的 2023~2025 年度财务数据财务数据整理、计算。

指标计算公式

EBITDA（亿元）=报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出+报告期固定资产折旧+报告期无形资产及其他资产摊销
刚性债务（亿元）=期末短期借款+期末应付票据+期末一年内到期的长期借款+期末应付短期融资券+期末应付利息+期末长期借款+期末应付债券+期末其他刚性债务
营业周期（天）=报告期应收账款周转天数+报告期存货周转天数
毛利率（%）=（1-报告期营业成本/报告期营业收入）×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/[（期初归属于母公司所有者权益合计+期末归属于母公司所有者权益合计）/2] ×100%
资产负债率（%）=期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本/刚性债务（×）=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额
EBITDA/刚性债务（×）=报告期 EBITDA/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]
EBITDA/利息支出（×）=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)
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+期末交易性金融资产+应收银行承兑票据）/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+资本化利息）×100%
担保比率（%）=期末未清对外担保余额/期末所有者权益合计×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）/[（期初资产合计+期末资产合计）/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%
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%

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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	2007 年 8 月 6 日	A+/稳定	石渭、高正桥	-	报告链接
	评级结果变化	2008 年 10 月 20 日	AA+/稳定	高正桥、石渭	-	报告链接
		2010 年 4 月 27 日	AA/稳定	高正桥、刘婷婷	-	报告链接
		2012 年 4 月 24 日	AA/正面	熊桦、朱侃	新世纪评级方法总论（2012）	报告链接
		2012 年 9 月 6 日	AA+/稳定	熊桦、朱侃	新世纪评级方法总论（2012）	公告链接
		2017 年 9 月 18 日	AAA/稳定	翁斯品、江帆	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 零售行业信用评级方法（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2026 年 4 月 30 日	AAA/稳定	翁斯品、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（2026.1）	-
债项评级	本次评级	2026 年 5 月 8 日	AAA/稳定	翁斯品、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（2026.1）	-
	历史首次评级	2025 年 3 月 6 日	AAA	翁斯品、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
	前次评级	2025 年 5 月 7 日	AAA	翁斯品、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	2026 年 5 月 8 日	AAA	翁斯品、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（2026.1）	-

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。