中证鹏元
CSCI Pengyuan

# 广州岭南商旅投资集团有限公司2026年主体信用评级报告

中鹏信评【2026】第 Z【1468】号 01



让 评 级 彰 显 价 值

# 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 广州岭南商旅投资集团有限公司2026年主体信用评级报告

## 评级结果

| | |
|---|---|
| 主体信用等级 | AAA |
| 评级展望 | 稳定 |
| 评级日期 | 2026-09-02 |

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：广州岭南商旅投资集团有限公司（以下简称“岭南集团”或“公司”）是广州市属唯一的商贸流通业务资产整合主体及广东省内最大的商旅产业集团，且所处的广州市经济发展水平较高，服务业发达，居民消费意愿及能力较强，为公司的发展提供了良好的外部环境；公司核心业务在区域内具有较好的品牌知名度及客户口碑，部分业务在行业内排名前列，具有一定市场竞争力；此外，近年公司持续在政策支持、股东注资和政府补助方面获得较大力度的外部支持，公司战略地位及综合实力得以明显提升；与此同时，公司杠杆水平较低，多家核心子公司为上市公司，融资渠道多样，获取流动性资源的能力非常强。但中证鹏元也关注到，公司核心业务均与居民消费紧密相关，易受宏观经济及行业政策影响，2025 年商贸板块业绩下滑较大，同时行业竞争较为激烈；此外，近年投资收益及政府补贴对公司利润贡献较高，核心主业盈利能力仍有较大提升空间。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2026.6 | 2025 | 2024 | 2023 |
|---|---|---|---|---|
| 总资产 | 335.17 | 326.53 | 335.93 | 335.38 |
| 归母所有者权益 | 158.24 | 157.45 | 153.23 | 148.10 |
| 总债务 | 76.50 | 68.00 | 81.27 | 82.83 |
| 营业收入 | 94.91 | 164.62 | 156.44 | 143.86 |
| 净利润 | 2.57 | 5.02 | 4.57 | 3.27 |
| 经营活动现金流净额 | -0.14 | 1.29 | 17.74 | 13.09 |
| 净债务/EBITDA | -- | -0.15 | -0.42 | -0.19 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 6.03 | 5.15 | 5.10 |
| 总债务/总资本 | 28.61% | 26.39% | 30.51% | 31.51% |
| FFO/净债务 | -- | -256.10% | -138.34% | -324.24% |
| EBITDA 利润率 | -- | 7.13% | 9.38% | 10.12% |
| 总资产回报率 | -- | 2.87% | 2.79% | 2.55% |
| 速动比率 | 1.02 | 1.04 | 1.10 | 1.15 |
| 现金短期债务比 | -- | 1.81 | 1.88 | 2.17 |
| 销售毛利率 | 15.15% | 16.16% | 18.50% | 19.33% |
| 资产负债率 | 43.04% | 41.91% | 44.89% | 46.33% |

注：2023-2025 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**王皓立
wanghl@cspengyuan.com

**项目组成员：**陈欣蔚
chenxw@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 正面

- **广州市经济发展水平较高，消费市场较大，为公司业务发展提供了较好的外部环境。**广州市是我国四大“一线城市”之一，经济发展水平较高，服务业发达，2025 年人均可支配收入及城镇居民人均消费支出分别排名全国第五及第十五位，居民消费意愿及能力较强，为公司的商贸、旅游、食品三大业务板块的发展均提供了良好的外部环境。
- **公司是广东省最大的商旅产业集团，核心业务在区域内及行业内具备一定的市场竞争力。**公司商贸百货旗下的广百股份（002187.SZ）在广州市核心商圈拥有多家门店，区域品牌影响力很强；大旅游板块中的“广之旅”旅行社为我国著名旅行社品牌，常年位列全国前十、广东省第一，具备较好的知名度和客户口碑；同时，2025 年公司在中国饭店集团 60 强名单中排名第 13 位，自主经营的酒店在区域内知名度极高，经营情况良好，具备一定市场竞争力。同时，公司名下的粮油、酱料品牌在区域内知名度较高，部分细分产品市场竞争力较强。
- **公司杠杆水平较低，获取流动性资源的能力非常强。**公司资产负债率不高，债务规模可控，且现金类资产较为充足，整体杠杆水平较低；同时，作为拥有两家主板上市公司及一家新三板挂牌公司的广州市属国企，公司具备多元化的融资渠道，同时剩余授信额度充沛，具有非常强的财务弹性。
- **公司近年持续获得较大力度的外部支持。**2021 年，广州市政府将广州岭南国际企业集团有限公司（以下简称“岭南国际”）通过整合重组方式注入公司，公司新增大旅游业务板块，与商贸、食品等业务板块形成较好的协同效益；重组后，公司成为广州市属唯一的商贸流通资产整合主体及广东省内最大的商旅产业集团，战略地位及综合实力得到极大提升；同时，公司粮油子公司承担一定粮油储备任务及军粮供应任务，近年持续收到较大规模的各类政府补贴，有效提升了公司的利润水平。

## 关注

- **公司经营情况易受宏观及行业环境影响，且行业竞争较大。**公司三大核心业务均与居民日常消费密切相关，整体易受宏观经济发展及消费政策影响；同时，目前线下商贸业务受线上电商业态冲击较大，其中 2025 年营收业绩出现大幅下滑，同时旅游、酒店、食品加工业务参与门槛相对较低，市场竞争者众多且不乏众多国内及国外知名品牌，行业竞争较为激烈，需持续关注宏观经济及行业竞争变化对公司经营的影响。
- **公司利润主要来源于投资收益及政府补助，核心主业盈利能力仍有较大提升空间。**近年公司投资收益及政府补贴合计对公司利润总额的贡献率分别为 106.85%、89.71%和 70.63%，占比逐年下降但整体水平仍较高；同时公司销售毛利率连续两年下滑，主业经营面临一定利润增长压力，同时对公司利润的贡献仍偏低，未来仍有较大提升空间。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是广东省最大的商旅产业集团，在区域内具备较好的品牌知名度和市场竞争力；同时杠杆水平较低，财务弹性很大，预计公司未来业务及财务情况均将较为稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 重庆百货 | 王府井 | 武商集团 | 岭南集团 |
|---|---|---|---|---|
| 总资产 | 198.1 | 388.44 | 303.87 | 326.53 |
| 营业收入 | 146.98 | 101.5 | 60.80 | 164.62 |
| 净利润 | 10.45 | -0.10 | 1.80 | 5.02 |
| 销售毛利率 | 28.59% | 38.82% | 50.40% | 16.16% |
| 资产负债率 | 59.86% | 48.62% | 64.10% | 41.91% |

注：以上数据均为 2025 年末/年度数据
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---|---|
| 零售企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2025V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 指标 | 评分等级 | 评分要素 | 指标 | 评分等级 |
|---|---|---|---|---|---|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 8/9 |
| | 行业&经营风险状况 | 5/7 | | 杠杆状况 | 9/9 |
| | 行业风险状况 | 3/5 | | 盈利状况 | 中 |
| | 经营状况 | 5/7 | | 流动性状况 | 7/7 |
| 业务状况评估结果 | | 5/7 | 财务状况评估结果 | | 8/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| **个体信用状况** | | | | | **aa** |
| **外部特殊支持** | | | | | **2** |
| **主体信用等级** | | | | | **AAA** |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

# 一、 主体概况

公司前身为广州市第一商业局，1996年6月原广州市第一商业局撤销后，组建广州百货企业集团有限公司，初始注册资本3.78亿元。2019年，公司名称变更为“广州商贸投资控股集团有限公司”。2021年，根据《广州市国资委关于印发整合市属资源打造广州商贸旅游产业龙头企业的工作方案的通知》（穗国资改革〔2021〕13号），广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）对公司和岭南国际实施联合重组，2022年，广州市人民政府和广东省财政厅将其所持有的岭南国际全部股权无偿划转至公司，至此，公司完成联合重组，名称变更为现名。

整合完成后，公司成为广东省内最大的商旅产业集团，业务覆盖大商贸、大旅游、大食品三大主业，截至2025年末，公司合并范围内直接及间接控制主板上市公司广百股份（002187.SZ、46.48%）、岭南控股（000524.SZ、60.84%）和新三板挂牌公司广百展贸（870079.NQ、100%）。截至2026年6月末，公司注册及实收资本均为7.46亿元，控股股东及实际控制人均为广州市人民政府。

目前，公司主营业务涉足商业零售、物流、展贸、酒店运营、旅行社、粮食贸易等板块。截至2025年末，公司纳入合并范围的一级子公司共28家（主要一级子公司详见附录三）。

# 二、 运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2026年上半年经济平稳增长，但内需仍待强化；宏观政策发力提效，用好存量政策，及时谋划增量政策，推动新旧动能转换**

2026年上半年经济顶压前行、前高后低，实际GDP同比增长4.7%，低于2025年同期0.6个百分点。宏观政策靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，投资和消费增速回落，出口保持高景气，价格水平持续改善。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望下半年，外部形势严峻复杂，地缘扰动仍存，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策发力提效，用好用足存量政策，及时谋划出台增量政策，加大逆周期调节力度，推动经济持续向新向优向好发展。财政政策将加快资金拨付进度，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构。货币政策适度宽松，适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策，降准降息仍有空间。加快建设全国统一大市场，优化产能与供给结构。探索多渠道盘活存量商品房，加快公积金政策优化调整，推动房地产市场稳定发展。我国经济转型将继续推进，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，坚持投资于物和投资于人紧密结合，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，为“十五五”开局夯实内循环基础。

## 区域环境

**广州市是我国重要的中心城市及粤港澳大湾区核心枢纽，依托“制造业立市”战略构建先进制造、现代服务双轮驱动的现代化产业体系，凭借战略性新兴产业集群的强劲动能和服务业的发展，实现经济高质量发展，近年广州市经济总量稳居全国前列，财政实力较强，且财源基础较好；同时2025年广州市人均可支配收入及城镇居民人均消费支出分别排名全国第五及第十五位，居民消费意愿及能力较强**

**区位特征：广州市是我国重要的中心城市及粤港澳大湾区核心枢纽，依托临海毗港澳区位、立体化国际交通网络和人口集聚优势，成为链接“一带一路”与国内国际双循环战略节点。**广州市是广东省省会，位于珠江三角洲北缘，濒临南海，邻近香港和澳门，是广东省政治、经济、文化和教育、医疗中心。作为国家重要中心城市，广州市依托“空铁港”立体化交通体系，构建起辐射全球与区域协同的双重枢纽网络，使其成为中国连接世界各地的国际商贸中心和综合交通枢纽。铁路方面，广州市汇聚京广、广深港、贵广、南广等国家高铁干线及广茂、广珠城际等区域铁路网络，形成华南地区最大铁路枢纽，1小时覆盖大湾区主要城市，3小时直达长江中游城市群。航空方面，广州白云国际机场是国内三大航空枢纽之一，开通有国内外200多个通航点，航线超过400条，旅客吞吐量位居世界前列。海运方面，广州港是华南地区最大的综合性主枢纽港，亦是国家重点发展的国际枢纽海港，连接“一带一路”主要港口，联动中欧班列实现“海铁联运”双向贯通。广州市总面积7,434.40平方千米，下辖11个区，2024年末全市常住人口1,897.80万人，人口吸附能力较强，且城镇化率达87.24%。

**经济发展水平：广州市经济发展水平较高，经济总量稳居全国前列。**依托良好的区位优势及雄厚的工业基础，近年广州市经济稳健发展，2025年GDP增至3.20万亿元，经济总量居全国第五位，人均GDP达到中等发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。投资方面，在产业转型升级战略推动下，广州市固定资产投资呈现结构性调整。2025年广州市房地产开发投资同比下降2.8%，基础设施投资同比下降5.9%；同期工业投资虽然在过去3年高速增长的基数上同比下降2.3%，但产业投资向优向新聚集，两业融合加速推进，赋能产业转型的动力不断积蓄。消费方面，在提振消费政策与业态创新双重驱动下，2025年广州市商务会展文旅活动蓬勃开展，消费市场热度持续升温，社会消费品零售总额保持增长，同期人均可支配收入及城镇居民人均消费支出分别排名全国第五及第十五位，居民消费意愿及能力较强。进出口方面，2025年广州市出口商品竞争力持续提升，“新三样”产品出口同比增长68.3%，拉动全年外贸进出口总值增速大幅提升，对全市经济发展形成较好助力。2026年上半年，广州市实现地区生产总值1.60万亿元，同比增长5.8%，全市经济运行稳中有进。

**表1 广州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2025 年 | | 2024 年 | | 2023 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 32,039.46 | 4.0% | 31,032.50 | 2.1% | 30,355.73 | 4.6% |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 固定资产投资 | 8,061.62 | -6.7% | 8,638.1 | 0.2% | 8,623.66 | 3.6% |
| 规模以上工业增加值 | -- | 1.2% | -- | -3.0% | -- | 1.4% |
| 社会消费品零售总额 | 11,032.38 | 5.5% | 11,055.77 | 0.03% | 11,012.62 | 6.7% |
| 进出口总额 | 12,407.20 | 10.4% | 11,238.38 | 3.0% | 10,914.28 | 0.1% |
| 人均 GDP（元） | | 168,824 | | 164,171 | | 161,634 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 169.39% | | 171.46% | | 180.88% |

注：1）“--”表示未获取相关数据；2）上表中 2025 年人均 GDP=2025 年 GDP/2024 年末常住人口数。
资料来源：2023-2024 年广州市国民经济和社会发展统计公报、2025 年广州经济运行情况、广州市人民政府网站，中证鹏元整理

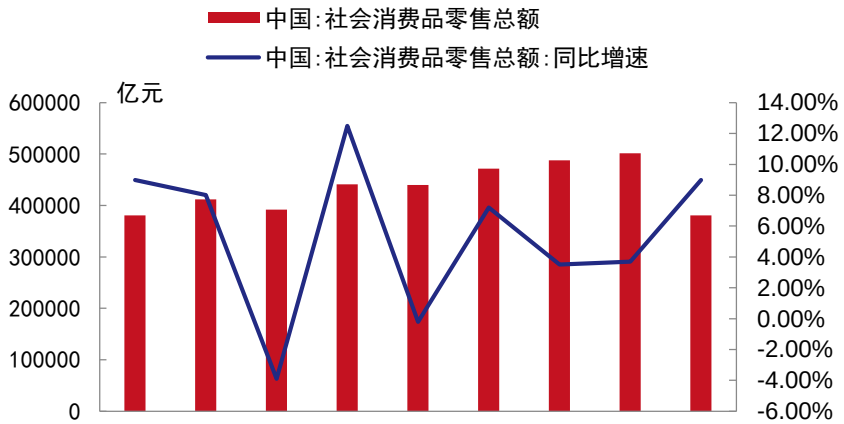
## 行业环境

### 零售百货行业

**近年我国居民消费总额呈现稳步修复、持续扩容态势，但线上零售对线下零售的冲击仍较大，传统线下实体业态增速较慢，经营压力仍客观存在，政策端国家及地方持续出台扩内需促消费相关举措，但效果仍有待观察**

近年我国社会消费品零售总额呈现稳步修复、持续扩容态势。2023年以来国内消费市场迎来复苏持续回暖，2024年全年社会消费品零售总额达48.8万亿元，同比增长3.5%；2025年社零总额首次突破50万亿元，达到50.12万亿元，同比增长3.7%，增速较2024年进一步加快，消费复苏动能持续巩固。

**图1 近年我国社会消费品零售总额持续增长（单位：亿元）**




资料来源：Wind，中证鹏元整理

从消费领域来看，基本生活类消费保持稳健，食品烟酒、居住等基础性消费占比维持稳定，交通通信、教育文化娱乐等发展型消费增速相对更快。从商贸板块业态来看，限额以上单位中便利店、超市、专业店零售额分别增长5.5%、4.3%、2.6%；百货店零售额小幅增长0.1%，品牌专卖店零售额同比下降

0.6%，传统线下实体业态经营压力仍客观存在。

零售行业集中度持续提升，头部企业通过业务拓展、资源整合以及数字化改造巩固自身市场地位。王府井、大商股份等线下零售企业，依托免税业务布局、供应链优化以及线上线下渠道融合，稳步扩大经营规模。线上赛道竞争格局持续演变，淘天、拼多多依旧占据网络零售市场主要份额，抖音电商依托直播、内容电商实现业务快速扩张，持续分流传统线下零售客流。整体上，线上零售包括直播电商对实体百货、线下门店的分流影响仍然较为突出。政策层面，国家及地方持续出台扩内需促消费相关举措，通过制度引导、财政试点、场景改造等方式加大对线下实体商贸的支持力度，但效果仍有待观察。

## 旅游行业环境

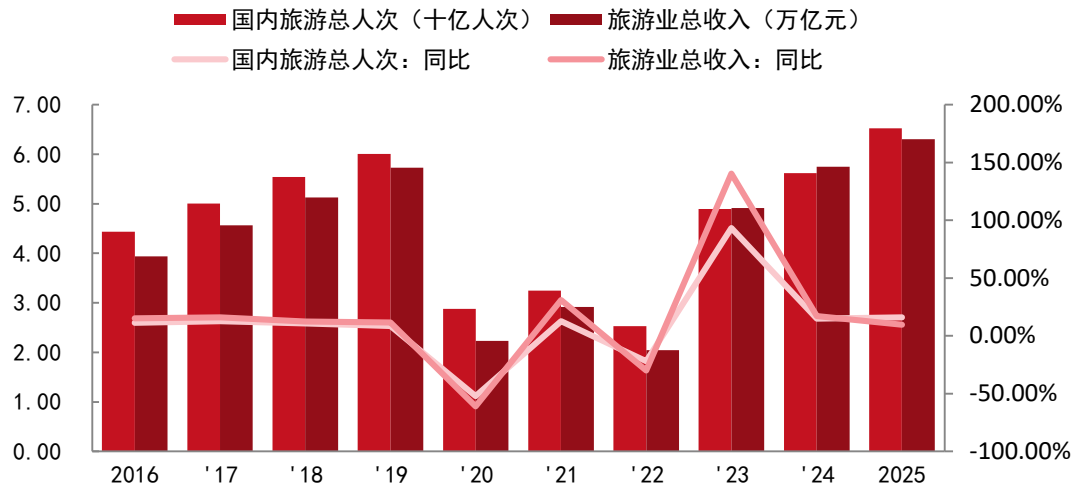
**2025年旅游业保持增长势头，旅游人次和总花费均创历史新高，政策层面相关部门围绕文旅消费提振、新业态培育扩容、行业规范化监管等维度出台多项扶持政策，叠加市场端旺盛且多元化的出行消费需求，预计2026年行业整体呈稳步发展态势**

伴随居民人均可支配收入的提高、休假制度的逐步完善（全国法定假期+地方探索中小学春秋假与雪假等）、消费观念的变革，旅游大众化、常态化特征愈加凸显。2023年以来国内旅游市场持续扩容，2024-2025年旅游业保持稳健增长势头。2025年国内旅游业收入达6.30万亿元，同比增长9.5%；国内居民出游人次65.22亿，超越2019年的60.06亿人次，同比增长16.2%，旅游人次和总花费均创历史新高。从消费结构来看，国内旅游人次增速高于国内旅游收入增速，国内旅游人均每次旅游消费966.26元，同比下滑5.56%，反映出居民在旅游消费选择上更趋谨慎，高端休闲消费有所收缩。

全年旅游市场呈现“旺季更旺、淡季不淡”特征，季度客流分布更为均衡。从2025年各季度国内旅游接待人数情况来看，第一季度以17.94亿人次居首位，同比增长26.4%，春节假期的贡献度提升，春节8天国内出游人次约5亿人次；其次，第三季度以暑期旅游为支撑，出游人次约17亿人次，依旧为全年核心出行高峰。体育赛事游、演唱会旅游、冰雪游与避寒游、民俗文化体验游、科技新潮游等多元文旅业态持续扩容，传统旅游市场季节性壁垒逐步消融，各季度客流差距持续收窄，整体由过去“单季旺”向“四季热”转变。

入境旅游方面，依托国家免签政策持续放宽优化，行业增长动能充足。截至2025年末中国已同29个国家实现全面互免，对48个国家试行单方面免签政策，对55个国家实施过境免签政策，2025年入境游客15,450万人次，入境游客总花费1,311亿美元，分别较上年增长17.1%和39.2%，通过免签入境外国人3,008万人次，增长49.5%，免签政策对入境游市场拉动效应显著。

**图2 近十年国内旅游总人次及旅游业总收入情况**




资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

从政策环境看，2025年以来，文化和旅游部、国务院办公厅等部门出台多项政策，围绕文旅消费提振、新业态培育创新、行业市场规范监管等维度，为文旅产业发展提供全方位支撑。展望2026年，“十五五”规划开局，全国及各省纷纷确立旅游发展的重点与目标，以文旅深度融合为主线，锚定旅游强国、旅游强省、旅游品牌建设目标，全面开启高质量发展新征程。市场需求端，受惠于扩大消费的政策刺激、文旅供给的迭代创新、交通设施便利化等因素，居民出游热情将持续攀升，同时中国持续扩大高水平对外开放，签证便利化政策及入境游利好持续加码，预计2026年行业整体呈稳步发展态势。

**我国酒店行业规模保持扩张，行业内部结构分化态势持续凸显**

国内酒店行业是旅游产业链的核心配套环节，近年来整体规模稳步扩容，行业内部结构分化态势持续凸显。2025 年国内酒店住宿市场规模保持增长，行业供给总量再度刷新历史记录。截至 2025 年末，全国在营酒店设施达 37.47 万家、客房总量 1,873.64 万间，整体行业规模已明显超越 2018-2019 年行业高点，行业发展由过去的增量扩张逐步转入存量竞争阶段。

相较于 2024 年行业整体“量升价跌”的特征，2025 年行业运行呈现总量稳步增长、结构明显分化的特点。供给端方面，国内酒店市场整体趋于饱和，行业新增供给速度有所放缓，大规模新建扩容的模式逐步减少，行业增长更多依靠存量门店升级改造、品牌连锁化整合实现。其中，中高端酒店扩容态势明显，头部连锁品牌市场份额持续提升，而大量中小单体酒店受制于硬件条件、管理能力不足，经营压力持续加大。

需求端方面，国内旅游市场整体保持复苏增长态势，但需求结构出现明显变化。休闲旅游需求持续回暖、支撑行业基本盘，而商务差旅需求恢复节奏相对平缓，整体需求增量难以完全匹配持续走高的行业供给。在此背景下，行业经营表现分化显著，品牌化、中高端酒店凭借产品与服务优势，出租率、房价保持稳定；多数经济型及单体酒店竞争激烈，客房价格持续承压。

从宏观环境看，消费端与投资端的双重变化重塑了酒店及旅游行业格局。消费端呈现“出行人次增长、人均客单价承压”的特征，居民消费更重性价比，直接抑制了整体房价的提升空间；投资端则告别粗放扩张，新建项目明显收缩，市场重心转向存量物业改造与轻资产加盟。行业竞争正全面回归至产品品质、运营效率及差异化服务等核心能力。

### 粮油及调味品加工行业环境

**我国粮油及调味品整体供给充裕，下游需求稳定但存在明显分化，同时行业竞争力较为激烈，中小企业经营压力持续加大**

我国原粮产出稳中有升，但油料压榨高度依赖进口，工业产能呈现区域集约与结构性产能富裕。我国粮食年产量已连续稳定在 1.3 万亿斤以上，玉米、稻谷与小麦三大主粮占比超 90%，为基础米面加工提供了坚实基础；但大豆等油料作物严重依赖外部供应，年粮食进口中近八成由大豆构成。受此资源禀赋与物流成本驱动，国内粮油与调味品生产呈现极高的区域集中度——大宗油脂压榨高度集聚于沿海港口及主产区，基础酱油醋酿造则集中于华南、华东与川渝等发酵集群。由于多年资本扩张，国内初级压榨与大众酱油产能已相对充裕甚至面临局部产能冗余，生产端竞争正全面转向依靠大型基地摊薄单吨加工费用的集约化阶段。

国内粮食产销区域错配催生了大规模跨区流通需求，高人口密度与低自给率地区构成了核心消费市场。黑龙江、吉林、内蒙古等 13 个北方主产区粮食产量占全国 70%以上，而广东、浙江、上海及北京粮食自给率均低于 30%，呈现显著的“北粮南运”特征。2025 年全国社会消费品零售总额超过 50 万亿元，餐饮收入规模接近 5.8 万亿元，庞大的日常食品消费支出为米面油和基础调味品提供了稳定的市场规模底盘，但仍存在一定内部分化，在强化食品安全治理及需求多样化的大背景下，高品质、健康属性及复合深加工品类的市场规模增速显著跑赢基础品类。

粮油调味品行业市场竞争激烈，大型企业依托规模与合规壁垒对中小企业造成持续挤压，市场分化不断加深。国有大型企业以中储粮、中粮集团为代表，依托政策性储备、庞大库容和全国性调运网络锁定源头优质粮源；外资及合资巨头以益海嘉里等企业为代表，凭借全球油籽贸易掌控力与沿海万吨级压榨深加工园区摊薄单吨加工成本；本土民营龙头如海天味业、千禾味业等在规模效应、品质品控和终端布局上亦有明显优势。整体来看，中小企业竞争与经营压力持续加剧。

## 三、 经营与竞争

公司是国内大型综合商贸旅游流通投资国有企业，同时也是广东省最大的商旅产业集团，业务涵盖零售、旅游、酒店、食品、物流、会展和展贸等领域。近年来，公司收入主要来源于上市公司广百股份、岭南控股以及大食品板块的广州市粮食集团有限责任公司（以下简称“粮食集团”）和广州市致美斋酱园有限公司（以下简称“致美斋”），近年公司营业收入逐年增长，其中2024年主要受大旅游板块营收

快速恢复影响，而2025年则主要受益于大食品板块业务扩张，大食品板块已成为公司收入占比第一大业务，但需注意的是，大商贸板块2025年受消费市场结构调整及线上零售模式的冲击影响较大，营收出现明显下滑，而国内商旅出行市场亦面临增长压力，同期大旅游板块业务收入增速回落较快。毛利率方面，近年公司毛利率逐年走低，其中大商贸、大旅游板块毛利率水平相对稳定，而随着2025年以来毛利率较低的大食品板块收入占比快速提升，公司毛利率出现一定下滑。

**表2 收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

| 项目 | 2026年1-6月 | | | 2025年 | | | 2024年 | | | 2023年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 大商贸板块 | 19.46 | 20.50 | 35.92 | 51.40 | 31.22 | 22.83 | 68.76 | 43.95 | 21.42 | 65.82 | 45.75 | 22.56 |
| 大旅游板块 | 26.15 | 26.25 | 20.15 | 53.71 | 32.63 | 20.85 | 50.89 | 32.53 | 21.52 | 41.22 | 28.65 | 23.00 |
| 大食品板块 | 46.06 | 48.53 | 4.32 | 57.95 | 35.20 | 5.70 | 37.74 | 24.12 | 7.95 | 37.27 | 25.91 | 8.13 |
| 其他 | 3.24 | 3.42 | 4.01 | 1.56 | 0.95 | 23.30 | -0.95 | -0.61 | -26.32 | -0.45 | -0.31 | -100.00 |
| **合计** | **94.91** | **100.00** | **15.15** | **164.62** | **100.00** | **16.16** | **156.44** | **100.00** | **18.50** | **143.86** | **100.00** | **19.33** |

注：其他收入负数主要是集团内部收入抵销数的影响。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）大商贸板块

**广百股份位列中国连锁百强第39位，各主力门店分布于广州市核心商圈，区域品牌影响力很强，业态多样化程度较高，但受消费结构转型及线上百货冲击影响，2025年公司百货业务收入有所下滑，未来需持续关注公司大商贸板块核心门店的经营情况及整体业务转型情况**

公司大商贸板块主要为商业零售业务，主要由广百股份经营，所有门店均为直营门店，在广东省内布局较广泛且业态多元。2026年，公司获评中国商业零售百强企业第15位，旗下广百股份位列中国连锁百强第39位，品牌知名度较强。广百股份拥有广百百货、广州友谊、新大新百货和广百超市等知名零售品牌，是广东省的大型综合性商业企业集团之一，截至2025年末，广百股份共拥有门店26家，其中综合百货店15家、购物中心5家、超市专业店5家、钟表专业店1家；广州市外门店包括综合百货店3家、购物中心1家、超市专业店1家；经营面积合计约60万平方米，2024-2025年分别减少4万平方米和5万平方米。

业务模式方面，公司商业零售业务主要采用联销、购销和物业出租等模式，具体情况见下表。

**表3 广百股份业务模式情况（单位：亿元）**

| 业务类型 | 业务模式 | 收入确认方式 | 主要合作业态 | 2025年收入 | 2024年收入 | 2023年收入 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 联销 | 广百股份营业员及供应商共同负责销售 | 净额法，仅确认返利部分为收入 | 百货：鞋服、家具用品<br>电器：3C、数码产品<br>超市：滋补、烟酒品牌 | 4.42 | 5.74 | 7.23 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 购销 | 广百股份先向供应商下订单采购商品、办理入库，由公司负责商品销售，即自营模式 | 总额法 | 百货黄金珠宝、化妆品<br>电器：家用电器<br>超市：自有品牌及节令性商品 | 24.14 | 43.46 | 40.97 |
| 物业出租 | 第一类：配合门店零售业务，直接面向商家出租；<br>第二类：按公司统一规划租赁给其他品牌供应商或代理商用于商品零售及其他服务，购物中心模式 | 总额法 | 第一类：银行、餐饮、电影院、娱乐项目等<br>第二类：不限业务 | 3.31 | 3.52 | 2.93 |

资料来源：公司提供

近三年公司自营（购销）模式收入占比较高，但整体毛利贡献低于联销模式，同时需关注公司购销模式下的库存周转压力。此外，近年随着消费者线下就餐、娱乐需求仍较为旺盛，广百股份物业出租收入相对稳定，且毛利率保持在60%以上。

在消费结构改变、电商分流等因素的影响下，近年来公司客单价和坪效下行趋势明显。近年公司持续对线下门店进行优化、改造、升级，大力发展首发经济，引入首店、首品、首展、首秀，积极扩大品牌供应商资源储备；同时把握政府“以旧换新”政策红利、创新营销方式，展开系列促销活动，但在宏观经济、电商分流等因素的影响下，客单价及坪效改善效果仍不佳。

**表4 近年来公司商业零售业务经营情况（万元/平方米/年、元/单）**

| 项目 | 2026年1-6月 | 2025年 | 2024年 | 2023年 |
|---|---|---|---|---|
| 广州百货坪效 | 0.46 | 1.06 | 1.06 | 1.10 |
| 广州友谊坪效 | 0.63 | 1.26 | 2.70 | 2.77 |
| 广州百货客单价 | 702 | 620 | 667 | 689 |
| 广州友谊VIP客单价 | 629 | 883 | 1,160 | 1,313 |

注：坪效是经常拿来计算商场经营效益的指标，公式为门店营业额/门店面积。
资料来源：公司提供

公司主力门店主要分布于广州北京路、天河及环市东等核心商圈，区位优势显著。门店入驻品牌结构良好，覆盖高端品牌、国际一二线品牌及国内潮流品牌。其中，广百北京路店1991年开业，为广百股份旗舰店，是集购物、饮食于一体的大型购物中心，连续十多年获广州市单间零售大店销售第一。广百天河中怡店于2006年9月开业，位于有“华南第一商圈”之称的天河CBD天河路与体育西路的交汇处，是广州市最具规模的单体百货公司之一。广州友谊环市东店成立于1978年，位于广州高档品牌购物休闲的核心商圈——环市东中央商务区，主要经营国际一、二线品牌和潮流的百货精品、高端产品和优势品牌，吸引了多个世界奢华品牌的进驻。

公司核心门店面临较大的转型及竞争压力。2023-2025年，得益于极佳的区位优势和品牌覆盖，公司广百北京路店仍实现10亿元以上收入，但广州友谊环市东店因退租使得经营面积缩减等原因导致收入大幅下降。此外，公司其他各门店也面临不同程度的营收下滑压力。预计未来核心门店仍能凭借其较好的区位优势及口碑保持一定竞争力，但公司目前商业布局以百货商场为主，随着居民消费习惯的不断变化

及购物中心等新商业地产模式的持续布局，公司现有的百货店业态面临较大的竞争及转型压力，未来需持续关注公司各门店经营业绩变化情况及转型升级进展。

**表5 近年来广百股份主要门店收入情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2025 年 | 2024 年 | 2023 年 |
|---|---|---|---|
| 广百北京路店 | 12.86 | 17.00 | 10.44 |
| 广州友谊环市东店 | 3.61 | 14.41 | 17.51 |
| 广百天河中怡店 | 2.19 | 3.26 | 3.01 |
| 广州友谊正佳店 | 1.10 | 1.39 | 1.58 |
| 广州友谊国金店 | 0.35 | 0.89 | 1.13 |
| 智慧城广百广场 | 0.75 | 2.17 | 0.07 |
| 广百新市店 | 0.27 | 0.66 | 0.62 |
| 海珠广百广场 | 0.44 | 0.53 | 0.62 |
| 广百花都店 | 0.46 | 0.50 | 0.54 |
| 荔胜广百广场 | 0.42 | 0.41 | 0.41 |

注：广百新市店 2025 年已不属于前十大门店。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司持续加大线上销售渠道拓展，客户粘性及品牌知名度仍有较大提升空间。近年来电商的迅速发展对零售行业带来了较大的冲击，在此背景下，公司紧跟趋势拓展线上渠道。截至2025年末，广百、广州友谊会员人数合计超346万，其中电子会员292万。自建线上销售平台包括“广百荟”和“友谊网乐购”，2025年在自建销售平台以及第三方销售平台实现线上销售交易额43,296万元，营业收入30,249万元，其中交易额小幅提升，营业收入有所下滑。广百荟平台加力推进广百美妆精细化运营，美妆频道销售倍增。广百抖音官方旗舰店顺利运营，构建“直播+达人”“员工自播+联动抖音资源置换”传播矩阵，实现抖音本地生活平台曝光超5,000万次。以“实体商业数字化转型”为突破口，创新举办“66电商节”，实现线上线下深度联动，严选多款“超值爆品”及品牌直供商品，依托数字化工具进行精准曝光，线下门店同步启动“品牌直播矩阵”扩大活动声量。尽管如此，公司与行业头部电商平台仍有较大差距，客户粘性及品牌知名度仍有较大提升空间，未来需持续关注公司线上零售业务拓展情况。

### （二）大旅游板块

**“广之旅”为我国著名旅行社品牌，具有较好的品牌知名度和客户口碑，目前已经实现全球化业务及网点布局，同时在广东省内保有极强的区域竞争力；此外，公司自主经营核心酒店主要位于广州市核心地段，品牌效益较强，经营状况较好，同时公司在酒店管理上通过并购形式实现扩张管理规模，目前已跻身全国饭店集团前15强**

公司大旅游板块以旅行社业务和酒店业务为主，主要由上市子公司岭南控股负责运营，其中旅行社业务主要由岭南控股下属的广之旅经营，广之旅是广东省首批5A旅行社，连续7年入选中国旅行社协会行业榜单“旅行社品牌20强”，具备较好的品牌知名度和客户口碑。

广之旅主要经营国内游、出境游、入境游业务，目前已完成全球性布局。2025年末，广之旅在全国开设门店共202家，其中广东省内开设门店共122家，已构建完成由华南总部、华北运营中心、华中运营中心、西北运营中心、海峡西岸运营中心、华东运营中心和西南运营中心组成的全国运营体系，在马来西亚、香港、澳门、北京、上海、云南、四川、湖南、湖北、陕西、山西、新疆、福建、海南等地设有分支机构，业务遍及全球100多个国家和地区；拥有超百家营业厅、线下门店、分子公司与线上B2C网站、B2B网站、微商城、APP以及天猫旗舰店等第三方渠道共同构成华南地区最具规模的实体销售网络。

受旅游业景气度提升，以及居民国内外出境游意愿提高等因素影响，近年广之旅旅行社业务接待人数快速复苏，带动旅行社业务收入及利润持续提升。2023-2025年，公司分别实现旅行社收入22.46亿元、31.18亿元和33.07亿元，毛利率稳定在13%左右。

**表6 近年来公司旅行社业务人数情况（单位：万人次）**

| 项目 | 2026年1-6月 | 2025年 | 2024年 | 2023年 |
|---|---|---|---|---|
| 出境游 | 11.67 | 17.07 | 34.86 | 17.19 |
| 入境游 | 0.35 | 1.88 | 0.89 | 0.60 |
| 国内游 | 69.05 | 138.57 | 110.40 | 105.41 |
| **合计** | **81.07** | **157.52** | **146.15** | **123.20** |

资料来源：公司提供

岭南酒店是国内领先的住宿业品牌服务运营商，酒店经营及管理规模在行业内靠前。公司酒店业务主要包括自有酒店经营及酒店管理两部分，主要由广州岭南国际酒店管理有限公司（以下简称“岭南酒店”）及部分公司直属子公司负责运营。公司自主经营酒店业集中于粤港澳大湾区，在运营包括“广州花园酒店”“中国大酒店”等广州知名五星酒店。同时，公司在运营品牌包括“岭南花园”、“岭南东方”、“岭居创享公寓”、“岭业”等核心品牌，此外，2023年公司完成了对山东星辉都市酒店管理集团有限公司[1]（以下简称“都市酒店集团”）70%股权的收购事项，主要从事对都市酒店集团旗下酒店的受托管理业务，都市酒店以1,468间门店数在2022年中国酒店集团规模前50强中位列第10，其门店遍及全国主要省市，特别在北方下沉市场中具有较强的市场竞争力，与公司形成较好互补，极大地提升了公司酒店住宿业在全国布局的深度和广度。基于此，公司在管理酒店数量及客房规模上实现快速扩张，岭南酒店也凭借强劲的发展势头在中国旅游饭店业协会2025年发布的“中国饭店集团60强”名单中排名第13位，较2022年度的31位实现大幅提升。

公司自主经营酒店主要位于广州市核心区域，具备较高的知名度及较好的市场竞争力，运营情况较好。公司自主经营酒店业集中于粤港澳大湾区，核心高星级酒店（四星级及以上）约30%以上为自有物业，自有物业面积大且位于广州市核心地段，物业质量较好。2023-2025年，公司酒店经营业务[2]收入分别为9.59亿元、9.48亿元和9.35亿元，收入较为稳健，同期毛利率分别为34.32%、35.62%和36.73%，毛利率逐年上

[1] 2024年3月更名为山东岭南都市酒店管理集团有限公司。

[2] 此处收入为岭南控股下酒店业务收入，不含流花宾馆及广州宾馆。

升且保持较好水平。广州花园酒店是中国创建白金五星级饭店首批三家酒店中唯一的本土品牌酒店；广州东方宾馆、中国大酒店均是中国首批五星级酒店。近年公司自有产权酒店凭借深厚的运营经验及良好的口碑持续斩获各类奖项，广州花园酒店获得“2024世界旅游及酒店大赏”榜单“年度地标酒店”，中国大酒店获得2024酒店业大赏颁奖典礼“年度最具影响力酒店”，广州东方宾馆获评2025中国民族品牌饭店“至樽”称号。面对较为激烈的市场竞争环境，公司核心自营酒店保持着较好的出租率水平，但2025年平均房价均有所下行，未来营收及利润存在一定业绩压力。

**表7 近年公司主要自营酒店经营情况**

| 产品 | 项目 | 2025 年 | 2024 年 | 2023 年 |
|---|---|---|---|---|
| 广州花园酒店（白金五星） | 平均出租率 | 81% | 76% | 77% |
| | 平均房价（元/间/天） | 851 | 887 | 848 |
| | 营业收入（亿元） | 4.53 | 4.58 | 4.64 |
| 中国大酒店（五星） | 平均出租率 | 63% | 63% | 62% |
| | 平均房价（元/间/天） | 594 | 608 | 589 |
| | 营业收入（亿元） | 2.88 | 2.98 | 2.94 |
| 东方宾馆（五星） | 平均出租率 | 68% | 59% | 59% |
| | 平均房价（元/间/天） | 512 | 539 | 509 |
| | 营业收入（亿元） | 1.96 | 1.95 | 2.05 |
| 流花宾馆（四星） | 平均出租率 | 61% | 47% | 50% |
| | 平均房价（元/间/天） | 343 | 379 | 374 |
| | 营业收入（亿元） | 0.85 | 0.79 | 0.77 |
| 广州宾馆（四星） | 平均出租率 | 80% | 82% | 77% |
| | 平均房价（元/间/天） | 549 | 572 | 552 |
| | 营业收入（亿元） | 0.90 | 0.96 | 0.87 |

资料来源：公司提供

近年公司酒店管理业务规模快速扩张，已经形成多品类及定位的全国性布局。公司以轻资产委托管理为主，部分项目采用合资与委托管理结合的模式，其中对高端品牌的管理费普遍在2%-6%，经济及连锁品牌管理费相对更低。随着公司完成对都市酒店集团的收购，公司管理规模持续扩张，2023-2025年，酒店管理收入分别为1.81亿元、2.27亿元和2.46亿元，毛利率则受新增管理酒店的品牌和档次以及市场竞争持续加剧影响，分别为35.50%、27.29%和22.99%，呈逐年下降趋势。截至目前，公司旗下在管理品牌主要有“岭南花园”、“岭南东方”、“岭居创享公寓”、“岭业”等核心品牌及收购的都市酒店集团的全系列品牌，主要覆盖精品文旅、休闲度假、城央商务、城市连锁和非标住宿等细分领域。截至2026年6月末，公司持有权益并自行管理酒店36家，客房数8,210间，归第三方拥有而由公司管理的酒店1,019家，客房数量总计60,702间。

**表8 截至 2026 年 6 月末公司酒店运营相关情况（单位：家、间）**

| 项目 | 公司持有权益并自行管理 | | 归第三方拥有而由公司管理 | |
|---|---|---|---|---|
| | 酒店数 | 客房数 | 酒店数 | 客房数 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 五星级及以上标准 | 8 | 4,273 | 29 | 8,904 |
| 四星级标准 | 15 | 2,507 | 53 | 8,102 |
| 三星级标准 | 10 | 1,099 | 348 | 17,952 |
| 经济或连锁 | 3 | 331 | 589 | 25,744 |
| **合计** | **36** | **8,210** | **1,019** | **60,702** |

资料来源：公司提供

整体来看，公司酒店经营收入较为稳定且利润水平较高，对收入贡献较大，而酒店管理业务收入随着管理酒店数量的增加而同步增长，但对收入及利润的贡献仍较小，未来仍需关注居民消费增速及行业竞争加剧等因素对公司酒店业务的影响。

### （三）大食品板块

**公司大食品板块业务发展较快，旗下部分粮油品牌在广东省内具有较强的品牌效益和市场竞争力，持续为公司营业收入提供有力支撑，但需考虑产品拓展不及预期及产能增长过快可能对公司经营业绩的影响；此外，公司承担广州市部分粮油储备任务及军粮供应任务，有一定战略地位，持续获得较好的外部支持**

公司在粮油加工领域具备一定市场竞争力，其中部分品牌在细分行业及特定区域具有较好的市占率及客户口碑。公司大食品板块主要由广州市粮食集团有限责任公司（以下简称“粮食集团”）和广州市致美斋酱园有限公司经营，经营范围包括粮油储备贸易、粮油制品、调味品等连锁零售业务。粮食集团是国家粮食和物资储备局首批认定的国家级粮食应急保障企业、“全国放心粮油示范工程示范企业”“中国粮油企业100强”以及“广东省粮食行业龙头企业”。公司粮油制品以“岭南穗粮”品牌为引领，主要产品以加工面粉“红牡丹”“白玉兰”牌特级精面粉为主，公司专用面粉在广东省内行业排名前三，在专用面粉领域具有较强的竞争优势。

公司当前粮油加工生产线产能利用率偏低，且未来仍有产线增加计划，需关注产能消化压力。粮油加工方面，公司拥有各类面粉加工、大米加工、面制品加工和食用油加工生产线11条，粮油产品年产能达36.33万吨。其中面粉加工生产线可生产符合客户需求的中高档专用粉。在上游优质粮源布局方面，公司分别在山东、江苏等粮食主产区建立了7个超过45万亩的优质粮源基地，与国内粮食主产区30余家区域粮食龙头企业和东南亚国际粮商建立长期稳固的战略合作关系。销售区域主要集中在广州，辐射广东省和全国，销售品种主要为面粉、大米、小麦和稻谷等，主要销售渠道为经销商、超市、大卖场、直供客户以及部分零售终端。2025年，公司加大了产品产销力度，大米、食用油、小麦等产品销量及收入大幅增长，带动公司粮食板块收入快速提升，但受行业竞争等因素影响，毛利率进一步下降。目前，广州市粮油食品产业园（广清园）一期工程项目正积极建设中，预计2027年实现投产，届时公司粮油加工产能将实现大幅提升，但考虑到粮油食品加工行业竞争较为激烈，且目前公司部分产品产线产能利用率偏低，尽管新的产线可提升生产效率，但仍需关注产能消化压力。

**表9 公司粮油经营业务情况（单位：万元、吨）**

| 科目 | 2025 年 | 2024 年 | 2023 年 |
|---|---|---|---|
| **营业收入** | **451,523.09** | **324,426.08** | **344,805.34** |
| 其中：面粉 | 68,687.84 | 65,439.54 | 69,955.78 |
| 面制品 | 7,103.16 | 7,189.17 | 6,278.00 |
| 大米 | 59,494.25 | 45,538.49 | 44,511.27 |
| 食用油 | 20,436.35 | 9,230.84 | 11,486.42 |
| 小麦饲料 | 183,371.13 | 112,743.54 | 70,850.78 |
| 稻谷 | 9,701.50 | 834.87 | 2,879.75 |
| 糖 | 22,498.03 | 7,389.70 | 36,197.61 |
| 酒 | - | - | 7,583.17 |
| 零售商品 | 12,771.86 | 11,848.78 | 11,006.46 |
| 其他（含储备） | 67,458.97 | 64,211.15 | 84,056.10 |
| **销售量** | **1,448,826.60** | **914,832.07** | **831,071.20** |
| 其中：面粉 | 219,265.91 | 199,125.66 | 202,982.73 |
| 面制品 | 9,200.89 | 9,225.10 | 7,399.58 |
| 大米 | 140,882.37 | 102,321.36 | 101,961.43 |
| 食用油 | 20,334.69 | 8,855.14 | 9,434.81 |
| 小麦饲料 | 804,819.73 | 434,444.84 | 244,610.62 |
| 稻谷 | 39,321.16 | 2,846.63 | 10,608.71 |
| 糖 | 41,670.04 | 12,606.20 | 58,860.81 |
| 酒 | - | - | - |
| 零售商品 | - | - | - |
| 其他（含储备） | 173,331.81 | 145,407.14 | 195,212.51 |
| **销售均价（元/吨）** | - | - | - |
| 其中：面粉 | 3,132.63 | 3,286.34 | 3,446.39 |
| 面制品 | 7,720.08 | 7,793.05 | 8,484.27 |
| 大米 | 4,222.97 | 4,450.54 | 4,365.50 |
| 食用油 | 10,049.99 | 10,424.27 | 12,174.51 |
| 小麦饲料 | 2,278.41 | 2,595.12 | 2,896.47 |
| 稻谷 | 2,467.25 | 2,932.84 | 2,714.51 |
| 糖 | 5,399.09 | 5,861.96 | 6,149.70 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

粮食集团承担一定区域粮食储存及安全调控职能，具有一定战略地位。粮食集团拥有华南地区综合规模最大的粮食储备加工基地，储备粮食品种有稻谷、小麦、大米、食用油等，自有仓库6个，有效仓容52.61万吨，租赁仓库5个，有效仓容6.38万吨，承担超过50万吨的广州市粮油储备任务和超过三分之一的军粮供应任务，是广州市综合规模最大、承储任务最多的国有粮食企业，亦是广州市粮食主渠道供应商和粮食安全调控主体，具有一定战略地位，每年均可获得一定的政府补贴。其中储备粮补贴分中央、省、地方三级，广州市补贴依据经营实际成本，涵盖储备费用、利息及轮换价差补贴，其中价差补贴变动较大，与市场价格及轮换价格相关。未来广清园项目投产后公司将新增50万吨储备能力，但实际储备

量仍需要通过招标取得，未来需持续关注公司储备粮规模的变化。

公司拥有“四大酱园”之一的“致美斋”品牌，部分产品在广东地区竞争力较强，但需关注产能增加后的产品推广及销售不及预期的消化风险。公司调味品以“致美斋”品牌为主，“致美斋”酱园是“中国四大名酱园”之一，主要产品包括酱油、食醋、蚝油、南腐乳、调味酱、调味汁、调味粉等七大类调味品，共有200多个规格品种，先后获得中国驰名商标、“中华老字号”等荣誉称号。其核心产品致美斋天顶头抽、糯米甜醋、中南鲍鱼汁等广式经典风味调味品在广东省内具有较高市场知名度和产品竞争力。2025年公司致美斋阳西生产基地项目（一期）已实现投产，产能水平得到较大提升，重点新增较多酱油产品，同时公司持续拓展营销网络，经销商数量持续增长，综合影响下，致美斋2025年营收增幅近4成，但考虑到调味品行业市场竞争者众多，公司部分产品地域特征明显，新产品推广及销售情况面临较大不确定性，可能面临一定产能消化风险。

### （四）资本运作板块

**公司是广州市属唯一的商贸流通资产整合主体及资本投资运营管理平台，近年资本运作成果显著，持续获得较好的投资收益**

公司是广州市属唯一的商贸流通资产整合主体、资本投资运营管理平台，近年持续在项目收购、产业基金投资与管理等方面进行布局，2023-2025年，公司分别实现投资收益1.79亿元、1.96亿元和1.80亿元。

截至2025年末，公司自主管理产业基金主要为广州商贸产业投资基金管理有限公司管理的四支基金，截至2026年6月末，广州商贸产业投资基金合伙企业（有限合伙）认缴规模为23亿元，实缴8.15亿元，其中，由公司、广州产业投资控股集团有限公司和广州开发区投资集团有限公司共同出资设立，主要投向为商贸领域的收并购项目，例如广百股份收购广州友谊、广百物流二期、三期项目投资等。此外，2025年度公司完成了对广州尚好菜食品有限公司35%股权的收购，交易对价约为8,792万元，并通过接受其他股东合计16%表决权委托，表决权比例合计为51%，该项目由岭南资本进行管理，原经营团队负责运营，公司正式进军预制菜行业。

截至2025年末，公司参投基金项目亦较多，其中计入其他非流动金融资产的主要包括广州国资产业发展并购基金合伙企业（有限合伙）、广州国资产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）等8支基金，合计账面价值15.55亿元，投向分布较广。

此外，截至2026年6月末，公司亦持有广州农村商业银行股份有限公司5.32亿股（持股比例3.69%，含间接持股），以及通过广百股份控制中邮消费金融有限公司3.5%股权等多项股权投资。

**作为广东省及广州市属最大的商旅产业集团，近年公司在政策扶持、股东注资和政府补助等方面获得了较大力度的外部支持**

公司是广州市人民政府控股的国有全资企业，同时也是广东省内及广州市最大的商旅产业集团，入

选国务院国资委“双百企业”名单，近年在资源整合、政策扶持、股东注资和政府补助等方面持续获得了较大力度的外部支持。

2021年，广州市政府将岭南国际通过整合重组方式注入公司，公司新增大旅游业务板块，与商贸等业务板块形成较好的协同效益，公司资本实力亦获得较大提升，重组后，公司成为广州市属唯一的商贸流通资产整合主体、资本投资运营管理平台及广东省内最大的商旅产业集团。

股东注资方面，近年公司持续收到政府拨付的各类项目资本金及股权，2022-2025年资本公积增加17.56亿元。同时，公司粮油子公司承担一定粮油储备任务及军粮供应任务，近年持续收到较大规模的各类政府补贴，2023-2025年公司收到的政府补贴分别为4.08亿元、3.97亿元和3.56亿元，有效提升了公司的利润水平。

# 四、 财务分析

## 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-6月财务报表。

## 资本实力与资产质量

**随着经营的不断积累及政府的持续支持，近年公司资本实力稳步提升，资产结构较为稳定，现金类资产较为充裕，非流动资产以主业形成的不动产及对外投资为主，受限资产比例较低，融资弹性较好**

近年公司资本实力稳步增长，主要来自于经营积累形成的未分配利润及政府注入的各类资本金。负债规模则受公司对外融资力度影响波动下降，综合影响下，公司产权比率波动下降，但整体杠杆水平稳定，所有者权益对负债的覆盖程度尚可。所有者权益则主要由政府注入的股权及资本金、经营积累以及少数股东权益为主。

**图3 公司资本结构**

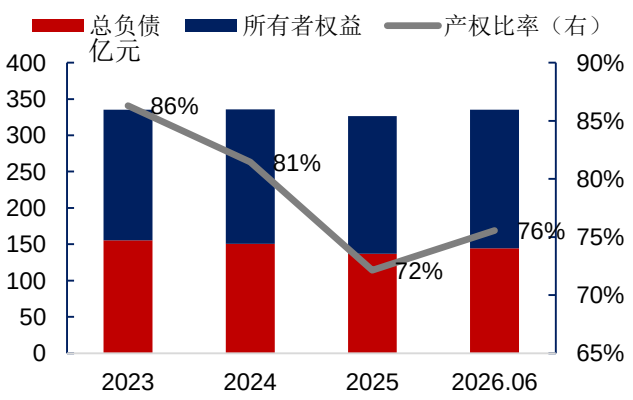
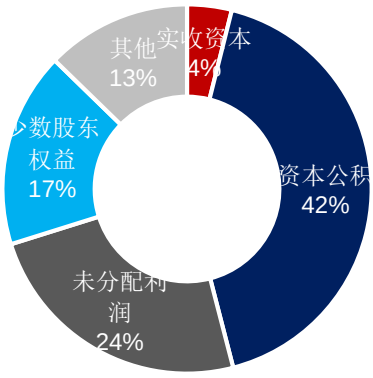



**图4 2026年6月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产构成较为分散，但均主要围绕核心业务与资本运作展开，其中流动资产以货币资金为主，非流动资产主要为公司拓展零售百货、酒店、食品业务所必须的物业、厂房等各类实物资产以及资本运作形成的股权类资产为主。

具体来看，流动资产主要为货币资金及存货，其中公司货币资金较为充裕，非定期存款类受限货币规模很小。存货主要为零售百货及粮食业务形成的库存商品，规模逐年有所波动，整体跌价风险较为可控。

公司投资性房地产、固定资产、使用权资产主要为开展零售百货、酒店以及食品生产业务形成的自有物业、酒店和厂房设备，近年总体规模及占比保持稳定，其中2025年投资性房地产大幅增长主要系其他非流动资产中公司与越秀集团合作的商业地产项目（公司持股2%）完成验收后计入投资性房地产，2026年6月末有所减少系该资产重分类计入固定资产，同时需注意的是，截至2025年末公司投资性房地产及固定资产分别有12.31亿元和4.90亿元资产尚未办妥权证。此外，随着广百股份关闭租赁门店，2025年使用权资产亦大幅减少。其他非流动资产主要为部分政府项目投入。资本运作相关资产方面，公司系广州市核心国有企业之一，承担了部分产业投资职能，其中长期股权投资主要为公司持有的广州农村商业银行股份有限公司3.69%股权，近年投资收益较为稳定；其他非流动金融资产主要为公司自主管理及参投的各类产业基金。

受限资产方面，截至2025年末，公司除货币资金外受限资产规模为13.43亿元，受限比例较小，融资弹性较大。

**表10公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2026 年 6 月 | | 2025 年 | | 2024 年 | | 2023 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 72.88 | 21.74% | 74.88 | 22.93% | 91.68 | 27.29% | 90.62 | 27.02% |
| 存货 | 25.98 | 7.75% | 21.29 | 6.52% | 16.60 | 4.94% | 17.56 | 5.24% |
| **流动资产合计** | **122.65** | **36.59%** | **112.54** | **34.47%** | **121.58** | **36.19%** | **119.85** | **35.73%** |
| 长期股权投资 | 26.75 | 7.98% | 26.56 | 8.13% | 27.59 | 8.21% | 26.27 | 7.83% |
| 投资性房地产 | 29.92 | 8.93% | 41.24 | 12.63% | 27.93 | 8.31% | 28.55 | 8.51% |
| 固定资产 | 68.71 | 20.50% | 58.33 | 17.86% | 56.42 | 16.79% | 53.18 | 15.86% |
| 使用权资产 | 9.35 | 2.79% | 11.47 | 3.51% | 16.16 | 4.81% | 19.68 | 5.87% |
| 其他非流动资产 | 21.84 | 6.52% | 22.26 | 6.82% | 31.92 | 9.50% | 32.13 | 9.58% |
| **非流动资产合计** | **212.52** | **63.41%** | **213.99** | **65.53%** | **214.35** | **63.81%** | **215.53** | **64.27%** |
| **资产总计** | **335.17** | **100.00%** | **326.53** | **100.00%** | **335.93** | **100.00%** | **335.38** | **100.00%** |

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

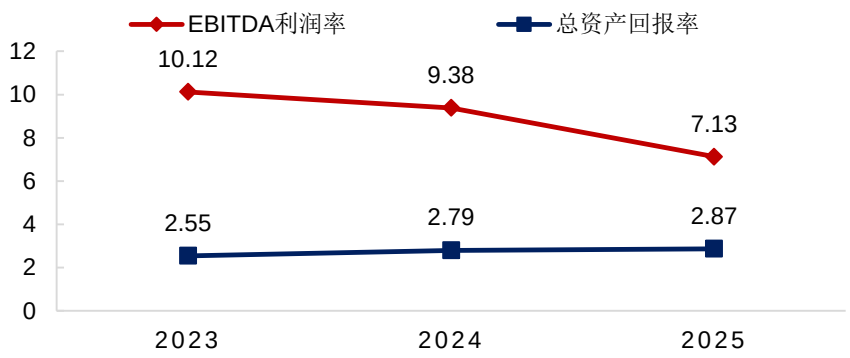
**随着盈利水平较低的大食品板块收入及占比的快速提升，公司盈利能力有所下降，同时公司主业**

**所处行业竞争较为激烈，业务盈利能力一般，利润规模受政府补贴及投资收益影响较大，预计未来公司仍能凭借其在各业务板块的区域影响力、品牌口碑及竞争力维持一定的盈利水平**

近年公司大商贸、大旅游板块毛利率水平相对稳健，而盈利水平较低的大食品板块随着业务规模的扩张，2025年收入及占比快速提升，带动当期EBITDA利润率有所下滑。整体来看，公司主业盈利能力一般，盈利受政府补贴和投资收益影响较大，随着近年上述收益的持续下降，亦拉低了公司盈利指标表现；此外，资产处置收益对公司利润的贡献亦较大，其中2025年受处置土地收益大幅增长影响，公司资产处置收益大幅增长至4.65亿元。与此同时，受公司总资产规模稳中有降但营收持续增长的影响，公司总资产收益率仍保持增长。

整体来看，公司主业盈利能力较为有限，政府补贴及投资收益占公司利润总额比例较大，但近年占比呈逐年缩小趋势，尽管核心主业仍能凭借其在各业务板块的区域影响力、品牌口碑及竞争力维持现有盈利水平，但考虑到公司所处行业竞争较为激烈，预计盈利水平增长空间较为有限。

**图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**




资料来源：公司 2023-2025 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**近年公司债务规模尚可且期限结构较为合理，同时公司获取流动性资源的能力非常强，债务压力可控**

近年公司对外融资需求有所波动，融资方式以银行借款和经营租赁为主。银行借款方面，近年公司短期银行借款规模占比较高，长期借款规模逐年下降，主要系公司当前项目长期投入资金需求有限，因此更倾向于选择成本较低的短期借款且主要为信用借款。租赁负债则主要来自子公司广百股份的经营租赁，近年规模逐年下降。发行债券方面，公司目前存续债券规模为10亿元，分别为“22广州商贸MTN001”及2026年上半年新发行的“26岭南商旅MTN001”，其中最新发行的债券票面利率仅为1.68%。整体来看，尽管公司短期债务占比偏高，但考虑到实际资金需求情况，公司债务期限结构相对合理。

经营性债务方面，公司应付账款及合同负债主要为公司开展零售百货及旅游业务形成的应付货款及预收购物卡款项及旅游款，近年规模相对稳定；其他应付款则主要为应付往来款及其他业务形成的各类

应付保证金及押金、应付工程及材料款等各类款项，近年规模波动减少。

**表11公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2026年6月 | | 2025年 | | 2024年 | | 2023年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 34.38 | 23.84% | 35.39 | 25.87% | 36.04 | 23.90% | 30.50 | 19.63% |
| 应付账款 | 12.40 | 8.60% | 11.04 | 8.07% | 12.90 | 8.55% | 11.47 | 7.38% |
| 合同负债 | 13.14 | 9.11% | 12.29 | 8.98% | 11.84 | 7.85% | 11.50 | 7.40% |
| 其他应付款 | 13.85 | 9.60% | 15.48 | 11.31% | 13.67 | 9.06% | 18.25 | 11.75% |
| 一年内到期的非流动负债 | 10.13 | 7.02% | 5.10 | 3.72% | 11.57 | 7.68% | 9.49 | 6.11% |
| **流动负债合计** | **94.79** | **65.71%** | **88.11** | **64.39%** | **95.33** | **63.22%** | **89.24** | **57.44%** |
| 长期借款 | 9.20 | 6.38% | 11.34 | 8.29% | 12.42 | 8.24% | 18.04 | 11.61% |
| 应付债券 | 10.00 | 6.93% | 5.00 | 3.65% | 5.00 | 3.32% | 5.00 | 3.22% |
| 租赁负债 | 8.53 | 5.91% | 10.41 | 7.61% | 14.86 | 9.85% | 18.44 | 11.87% |
| 长期应付款 | 10.94 | 7.58% | 10.88 | 7.95% | 10.88 | 7.21% | 10.88 | 7.00% |
| **非流动负债合计** | **49.46** | **34.29%** | **48.73** | **35.61%** | **55.47** | **36.78%** | **66.12** | **42.56%** |
| **负债合计** | **144.25** | **100.00%** | **136.84** | **100.00%** | **150.79** | **100.00%** | **155.37** | **100.00%** |
| 总债务 | 76.50 | 53.03% | 68.00 | 49.69% | 81.27 | 53.90% | 82.83 | 53.32% |
| 其中：短期债务 | 48.77 | 63.75% | 41.24 | 60.65% | 49.00 | 60.29% | 41.36 | 49.93% |
| 长期债务 | 27.73 | 36.25% | 26.75 | 39.35% | 32.28 | 39.71% | 41.47 | 50.07% |

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-6月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，受商贸板块经营主体广百股份零售利润减少及跨年支付货款等因素影响，公司2025年经营活动现金流净额及FFO均大幅下降，现金生成能力有所下滑。整体来看，考虑到公司固定资产规模较大，折旧摊销对公司现金流情况影响较大，FFO/净债务能更好地体现杠杆比率波动性，尽管2025年公司净债务不再为负，但整体规模仍较小，公司现金流对净债务的覆盖情况较好。与此同时，公司资产负债率逐年下降，同时EBITDA利息保障倍数、总债务/总资本等杠杆及偿债指标表现均较好，整体来看，公司偿债能力处于较好水平，债务压力较为可控。

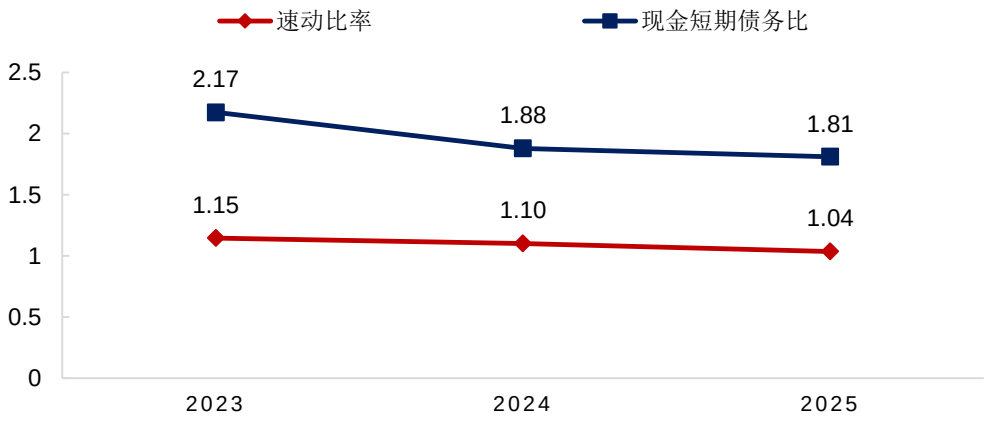
**表12公司偿债能力指标**

| 指标名称 | 2026年6月 | 2025年 | 2024年 | 2023年 |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流净额（亿元） | -0.14 | 1.29 | 17.74 | 13.09 |
| FFO（亿元） | -- | 4.60 | 8.57 | 9.12 |
| 资产负债率 | 43.04% | 41.91% | 44.89% | 46.33% |
| 净债务/EBITDA | -- | -0.15 | -0.42 | -0.19 |
| EBITDA利息保障倍数 | -- | 6.03 | 5.15 | 5.10 |
| 总债务/总资本 | 28.61% | 26.39% | 30.51% | 31.51% |
| FFO/净债务 | -- | -256.10% | -138.34% | -324.24% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -- | -71.92% | -286.17% | -465.32% |
| 自由现金流/净债务 | -- | 532.64% | -118.02% | 110.49% |

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-6月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，近年公司短期债务及现金流资产规模均有所波动，现金类资产仍较为充裕，现金短期债务比有所表现有所下滑但仍较好，速动比率较为稳定，短期债务压力尚可。同时公司拥有两家上市子公司，具备较强的股权融资能力。此外，截至2026年3月末，公司作为广州市重要的国有企业之一，获得国内各家银行综合授信额度209.35亿元，尚未使用额度150.06亿元，剩余授信额度充沛。综合来看，公司流动性指标表现较好，授信额度充沛、融资渠道丰富，获取流动性资源的能力非常强。

**图6 公司流动性比率情况**




资料来源：公司 2023-2025 年审计报告，中证鹏元整理

# 五、 其他事项分析

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日，公司本部（2026年6月8日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司及子公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年8月31日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

# 六、外部特殊支持分析

公司是广州市政府下属重要企业，广州市人民政府为公司实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与广州市政府的联系非常紧密。公司接近由广州市政府全资拥有，公司主要领导由广州市政府任命；近年公司在广州市政府的支持下完成整合重组，且在资产注入及政府补贴上受到较大力度的政府支持，使得公司战略地位及综合实力得到显著提升，政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对

控制权。

（2）公司对广州市政府非常重要。公司核心运营资产均位于广州市，同时子公司亦是广州市粮食主渠道供应商和粮食安全调控主体，因此公司在推动广州市经济发展及公共服务方面重要性很高；同时，公司是广东省最大的商贸产业集团，在税收、就业等方面对政府贡献很大，政府若要取代公司，也需付出一定努力和成本；此外，公司为发债主体，若公司债务违约会对广州地区金融环境和融资成本产生实质影响。

# 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

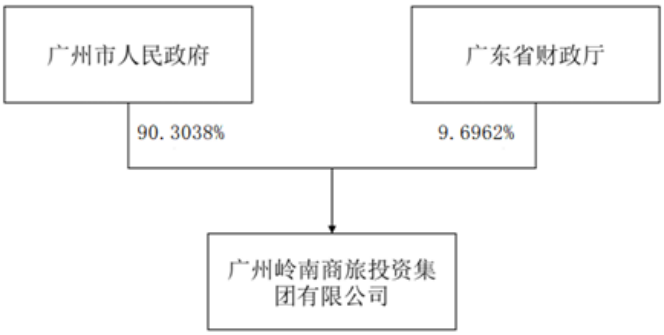
# 附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2026 年 6 月 | 2025 年 | 2024 年 | 2023 年 |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 72.88 | 74.88 | 91.68 | 90.62 |
| 存货 | 25.98 | 21.29 | 16.60 | 17.56 |
| 流动资产合计 | 122.65 | 112.54 | 121.58 | 119.85 |
| 长期股权投资 | 26.75 | 26.56 | 27.59 | 26.27 |
| 投资性房地产 | 29.92 | 41.24 | 27.93 | 28.55 |
| 固定资产 | 68.71 | 58.33 | 56.42 | 53.18 |
| 其他非流动资产 | 21.84 | 22.26 | 31.92 | 32.13 |
| 非流动资产合计 | 212.52 | 213.99 | 214.35 | 215.53 |
| 资产总计 | 335.17 | 326.53 | 335.93 | 335.38 |
| 短期借款 | 34.38 | 35.39 | 36.04 | 30.50 |
| 应付账款 | 12.40 | 11.04 | 12.90 | 11.47 |
| 合同负债 | 13.14 | 12.29 | 11.84 | 11.50 |
| 其他应付款 | 13.85 | 15.48 | 13.67 | 18.25 |
| 一年内到期的非流动负债 | 10.13 | 5.10 | 11.57 | 9.49 |
| 流动负债合计 | 94.79 | 88.11 | 95.33 | 89.24 |
| 长期借款 | 9.20 | 11.34 | 12.42 | 18.04 |
| 应付债券 | 10.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 租赁负债 | 8.53 | 10.41 | 14.86 | 18.44 |
| 长期应付款 | 10.94 | 10.88 | 10.88 | 10.88 |
| 非流动负债合计 | 49.46 | 48.73 | 55.47 | 66.12 |
| 负债合计 | 144.25 | 136.84 | 150.79 | 155.37 |
| 总债务 | 76.50 | 68.00 | 81.27 | 82.83 |
| 其中：短期债务 | 48.77 | 41.24 | 49.00 | 41.36 |
| 长期债务 | 27.73 | 26.75 | 32.28 | 41.47 |
| 所有者权益 | 190.92 | 189.69 | 185.14 | 180.01 |
| 营业收入 | 94.91 | 164.62 | 156.44 | 143.86 |
| 营业利润 | 3.45 | 7.80 | 6.64 | 5.32 |
| 净利润 | 2.57 | 5.02 | 4.57 | 3.27 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.14 | 1.29 | 17.74 | 13.09 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.88 | 14.72 | -11.53 | -20.43 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.10 | -13.83 | -11.17 | 5.47 |
| **财务指标** | **2026 年 6 月** | **2025 年** | **2024 年** | **2023 年** |
| EBITDA（亿元） | -- | 11.74 | 14.67 | 14.56 |
| FFO（亿元） | -- | 4.60 | 8.57 | 9.12 |
| 净债务（亿元） | -- | -1.79 | -6.20 | -2.81 |
| 销售毛利率 | 15.15% | 16.16% | 18.50% | 19.33% |
| EBITDA 利润率 | -- | 7.13% | 9.38% | 10.12% |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 总资产回报率 | -- | 2.87% | 2.79% | 2.55% |
| 资产负债率 | 43.04% | 41.91% | 44.89% | 46.33% |
| 净债务/EBITDA | -- | -0.15 | -0.42 | -0.19 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 6.03 | 5.15 | 5.10 |
| 总债务/总资本 | 28.61% | 26.39% | 30.51% | 31.51% |
| FFO/净债务 | -- | -256.10% | -138.34% | -324.24% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -- | -71.92% | -286.17% | -465.32% |
| 速动比率 | 1.02 | 1.04 | 1.10 | 1.15 |
| 现金短期债务比 | -- | 1.81 | 1.88 | 2.17 |

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

# 附录二　公司股权结构图（截至 2026 年 6 月末）




资料来源：公司资料，中证鹏元整理

# 附录三　2025 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：亿元）

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|---|---|---|---|
| 广州市广百股份有限公司 | 7.01 | 46.48% | 百货零售业 |
| 广州岭南集团控股股份有限公司 | 6.70 | 60.84% | 旅游饭店 |
| 广州市粮食集团有限责任公司 | 2.90 | 100.00% | 主副食品销售业 |
| 广州市致美斋酱园有限公司 | 1.10 | 100.00% | 主副食品销售业 |
| 广州白云国际会议中心有限公司 | 5.64 | 100.00% | 会展服务业 |
| 广州市广百物流有限公司 | 7.31 | 100.00% | 仓储服务 |
| 广州市广百展贸股份有限公司 | 1.76 | 100.00% | 物业管理及房产租赁 |
| 广州国际会展集团有限公司 | 1.00 | 100.00% | 会展服务业 |
| 广州市岭南资本管理有限公司 | 9.00 | 100.00% | 投资、咨询 |
| 广州羊城食品有限公司 | 0.88 | 100.00% | 食品销售 |

资料来源：公司 2025 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

# 附录四　主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
| --- | --- |
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+经调整所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出） |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流（FCF） | 经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出 |
| 毛利率 | （营业收入-营业成本）/营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA/营业收入×100% |
| 总资产回报率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | （流动资产-存货）/流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

# 附录五　信用等级符号及定义

| 债务人主体信用等级符号及定义 | |
|---|---|
| **符号** | **定义** |
| **AAA** | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| **AA** | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| **A** | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| **BBB** | 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。 |
| **BB** | 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** | 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** | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| **CC** | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| **C** | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 债务人个体信用状况符号及定义 | |
|---|---|
| **符号** | **定义** |
| **aaa** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| **aa** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。 |
| **bb** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| **ccc** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| **cc** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 展望符号及定义 | |
|---|---|
| **类型** | **定义** |
| **正面** | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| **稳定** | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| **负面** | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

中证鹏元公众号

中证鹏元视频号

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com