

标普信评

S&P Global

China Ratings

债项评级报告：

评定义乌中国小商品城控股集团有限公司 2026 年 面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期） 信用等级为 AAA_{spc}

评定日期：2026 年 4 月 13 日

债项名称：	义乌中国小商品城控股集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）
主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
债项信用等级：	AAA _{spc}

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定义乌中国小商品城控股集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA_{spc}。本期债券的发行人是义乌中国小商品城控股集团有限公司（以下简称“商城控股”或“发行人”或“公司”），标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc}，展望稳定。

本期债券基本情况：

本期债券发行总额不超过人民币 5.00 亿元（含 5.00 亿元），债券面值为 100 元，按面值平价发行，本期债券不设定增信措施。本期债券基础期限为 3 年。本期债券采用单利计息，在发行人不行使递延支付利息权的情况下，付息频率为按年付息。本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务。

条款分析：

1、续期选择权和递延支付利息选择权：

本期债券以每个基础期限为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人续期选择权的行使不受次数的限制。

本期债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。

本期债券基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在票面利率重置日不可得，当期基准利率沿用票面利率重置日之前一期基准利率。

基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

标普信评认为，商城控股的主体信用质量极强，对可续期公司债券行使续期选择权或递延支付利息的可能性极低。

2、破产清算偿付顺序条款：

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。

标普信评认为，商城控股的主体信用质量极强，发生破产清算的可能性极低。

综上所述，标普信评认为本期债券的债项信用等级为 AAA_{spc}，等同于发行人主体信用等级。

相关评级方法

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究

无。

相关模型

无。

相关主体信用质量分析

报告后附。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。本评级报告所示信用等级在债券存续期内或我们进一步更新并出具前（两者孰早）有效。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

标普信评关于义乌中国小商品城控股集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员：

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn



项目负责人

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn



项目组成员

王宇飞

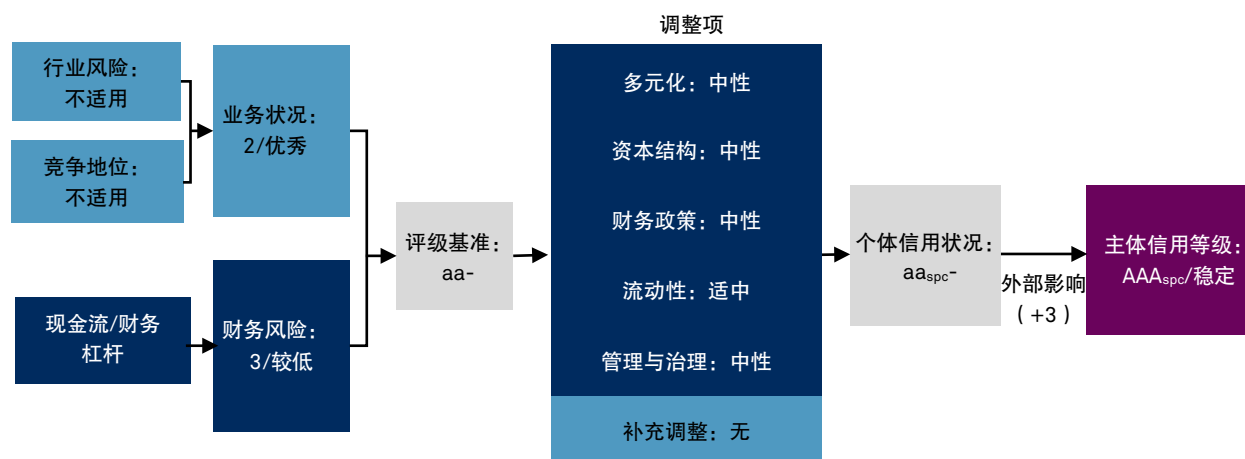
北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	展望/观察
义乌中国小商品城控股集团有限公司	商业物业持有运营及 REITs/房地产开发	主体信用等级	AAA _{spc}	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定义乌中国小商品城控股集团有限公司（以下简称“商城控股”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评认为，义乌市优秀的贸易基础和营商环境为公司提供了有利的外部条件，其运营的义乌小商品城具有全球影响力，经营状况优秀，盈利能力很强。得益于小商品城良好的现金流产生能力，公司杠杆水平较低，并且融资渠道畅通、再融资能力强。作为小商品城的运营主体，公司能够持续获得政府在政策、资源和资金方面的大力支持。标普信评也关注到，国际贸易环境和地缘政治局势波动对小商品城部分商户的经营造成一定冲击，或间接影响公司业务，同时公司房地产项目的去化周期偏长、部分项目去化压力较大。

主要优势与风险

优势	风险
义乌市拥有优秀的贸易基础和营商环境，较好的外部环境有利于公司的业务开展。	国际贸易环境与地缘政治局势波动对部分小商品市场商户的经营状况形成冲击，间接对公司的市场经营业务构成影响。
义乌国际商贸城具备很强的知名度及全球影响力，市场经营情况优秀且稳定性高，盈利能力很强。	受房地产行业低迷影响，公司房地产项目的去化周期总体偏长，部分项目去化压力较大。
公司在义乌市的职能定位很重要，其所运营的义乌小商品城是义乌市实施“兴商建市”经济战略的核心载体，能够持续获得义乌市政府在政策倾斜、业务资源及资金注入方面的大力支持。	
公司的杠杆水平较低，融资渠道畅通，融资成本较低，再融资能力强。	

评级展望

义乌中国小商品城控股集团有限公司的评级展望为稳定。稳定的展望反映了未来 24 个月内，商城控股凭借现有市场的稳定经营及新建市场的增量贡献，行业竞争地位进一步夯实。房地产开发业务将保持相对审慎的经营风格，聚焦存量项目去化，控制新增投资。义乌全球数字自贸中心（以下简称“全球数贸中心”）投入运营将带动商位使用费及选位费增

长，公司的利润和现金流将不断改善，以“经调整总债务/EBITDA”衡量的杠杆水平呈下降趋势，财务风险维持较低。我们认为，义乌市政府对商城控股的外部支持为“极高”，义乌市政府的支持能力极强。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、义乌市政府对公司的外部支持下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位明显下降，如核心资产被划出；2) 政府对公司的管控力度显著降低；2、义乌市政府的支持能力下降。

上调情形：不适用。

标普信评对商城控股的最近一次主体评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA _{spc}	稳定	2025年5月26日	2026年5月25日

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

一、宏观经济与行业环境

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们认为，中国商业地产市场已进入以存量竞争为主的阶段。商业地产行业主要指通过持有并经营房地产资产组合，以租赁收入为主要利润来源的产业。按业态划分，可分为商业营业用房和办公楼两大类，其中商业营业用房又可细分为物流地产、IDC、长租公寓等多种类型。从供给端看，商业营业用房和办公楼建设规模持续收缩。商业营业用房新开工面积于 2013 年见顶，建设及竣工高峰出现在 2017 年；办公楼周期相对滞后，新开工面积曾出现阶段性回升。批发环节作为连接生产与消费的关键枢纽，在商品集散、降低交易成本、促进就业及保障物资供应等方面发挥着不可替代的作用。批发市场作为其主要载体，可分为综合市场和专业市场两大类，其中综合市场进一步细分为生产资料、工业消费品、农产品等四类。根据《2020 年中国商品交易市场统计年鉴》，综合市场占全国市场营业面积约 28%。

图1



我们认为，义乌市具备优秀的贸易基础和营商环境，贸易对义乌市乃至浙江省经济发展贡献显著。得益于先发优势及持续的政策支持，义乌市进出口贸易成熟度高，已形成完善的物流配套、高效的行政服务等核心竞争力。作为全球小商品之都，商贸物流对义乌市经济的拉动作用尤为突出，其经济总量长期位居全国县域前列。2025 年，义乌全市实现进出口总额 8365.0 亿元，比上年增长 25.1%。其中，出口总额 7307.0 亿元，增长 24.1%；进口总额 1058.0 亿元，增长 32.3%。进出口、出口和进口值占全省份额分别为 15.1%、17.4%和 7.8%，占比较上年分别提升 2.4 个、2.3 个和 1.9 个百分点。我们认为，国际贸易摩擦对义乌市构成的负面影响可控。2020—2025 年数据显示，义乌市出口市场分散度高，受单一国家波动影响较小，对美国出口占比约在 10%-15%之间。此外，义乌市出口模式以市场采购贸易为主，关税风险由采购商承担。中国制造业的高性价比优势仍将支撑采购需求，当地市场从业者也将积极拓展全球市场业务，进一步分散风险。

表1

义乌市主要出口目的地情况						
2024 年			2025 年			
序号	国家和地区	出口额 (亿元)	占比 (%)	国家和地区	出口额 (亿元)	占比 (%)

1	美国	835.70	14	美国	1,045.06	14
2	印度	284.21	5	巴西	299.64	4
3	墨西哥	240.11	4	印度	286.46	4
4	巴西	212.87	4	伊拉克	209.68	3
5	伊拉克	179.01	3	沙特阿拉伯	204.34	3
6	沙特阿拉伯	164.16	3	墨西哥	186.06	3
7	阿联酋	162.27	3	阿联酋	180.83	2
8	智利	129.71	2	马来西亚	170.20	2
9	希腊	113.69	2	智利	157.06	2
10	菲律宾	110.46	2	德国	152.32	2
	前 10 小计	2,432.19	41	前 10 小计	2,891.65	40
	合计	5,889.54		合计	7,306.88	

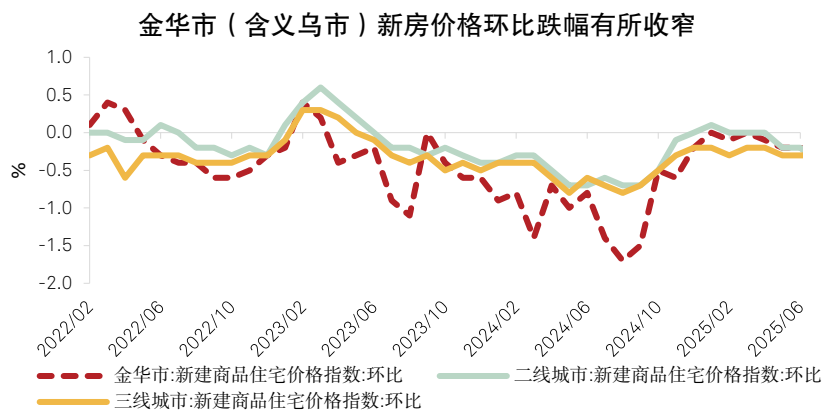
数据来源：义乌市商务局，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，“十五五”规划建议为房地产行业指明了方向，行业要回归民生保障与居住属性。大规模改善基本居住条件的历史阶段已基本完成，行业下一阶段将聚焦高质量发展，核心任务是构建新的发展模式，增加保障性与改善性住房供给，建设人民需要的“好房子”。我们预计，2026 年全国商品房销售将延续 2025 年的下行态势，销售额预计同比下降 10%左右。市场进入存量房主导的新阶段后，新房销售规模自然回落成为行业发展的客观趋势。中央政府明确以稳定房地产市场为目标，若市场出现超预期下滑，现有政策工具箱具备加力空间，但大规模强力刺激的可能性低。我们预计，行业转型过渡期内，产品、城市能级的分化将进一步加剧。产品供需错配的情况在加剧，需求呈“冰火两重天”：新推出的高品质“好房子”备受青睐、需求旺盛，而大量与当下需求不符的存量库存依旧去化艰难。稳住新房销售下降趋势，核心还是在于激活高能级城市需求，这将取决于政策对购房限制的解除，以及对预期的提振效果。低能级城市人均居住面积已充足，叠加住房投资属性显著弱化，库存去化缺乏持续支撑，对常规刺激政策反应明显钝化。

义乌市作为浙江省经济强市，产业基础扎实、人口集聚效应显著、居民购买力较强，购房需求具备真实支撑，但库存压力仍制约市场恢复。义乌市房地产市场对政策刺激的敏感度较高。例如，2025 年 3 月，义乌市出台的《关于支持刚性和改善性需求购房的通知》市场反响热烈，该政策推出包括首套住房补贴、多孩家庭购房优惠及公积金政策优化等一揽子措施，8,000 万元补贴款次日即申领完毕。我们认为，义乌市楼市企稳有赖于区域供需格局的改善及政策支持力度的加大，后续重点关注需求端刺激、存量房收储等政策的实施效果。

图2



资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二、评级基准

公司概况

义乌中国小商品城控股集团有限公司（原名“义乌中国小商品城控股有限责任公司”，以下简称“商城控股”或“公司”）成立于2019年10月，注册资本10亿元，系由义乌市市场发展集团有限公司（以下简称“市场集团”）全额出资设立的国有控股公司，实际控制人为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“义乌市国资办”）。2020年，公司完成两项重大资产重组：2月26日，经义乌市国资办批复，市场集团将其持有的上市公司浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“商城集团”）55.82%股权无偿划转至商城控股；7月16日，商城集团将其下属义乌中国小商品城房地产开发有限公司（以下简称“商城房产”）和浦江绿谷置业有限公司各51%股权有偿转让至商城控股。经上述重大资产重组，公司形成现有的经营格局。

公司建立了由董事会、经营管理层组成的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构较为完善。公司设董事会，成员为3人，其中非职工代表董事2人。非职工代表董事由股东决定或聘任产生，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生。董事会设董事长1人，由股东从非职工代表董事中指定。董事长为公司法定代表人，对公司股东负责。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。根据公司法及公司章程有关规定，公司不设监事，由企业内部审计等机构（综合办）根据实际行使监事相关职责。目前，公司董事人数为3人，总经理1人，高级管理人员的设置与公司章程规定相符，无人员缺位，公司治理与业务经营保持正常运转。

公司所经营的义乌小商品市场创立于改革开放初期，市场成交额始终稳居全国综合市场领先地位，是全球最大的小商品集散地。公司的主营业务涵盖市场经营、商品销售及房地产销售三大板块。市场经营及配套服务（包括酒店服务、展览广告、仓储物流及金融服务等）由商城集团运营；商品销售由公司本部和商城集团经营；房地产销售主要由商城房产经营。市场经营板块为公司最主要的利润来源，2024年及2025年1-9月，该板块毛利润占主营业务毛利润比重分别为78%、67%。

表2

主营业务收入构成（单位：亿元，%）								
业务板块	2022年		2023年		2024年		2025年1-9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市场经营	14.93	45.64	32.39	66.33	46.33	81.28	40.33	80.01
商品销售	67.53	0.66	88.78	0.38	118.62	0.54	104.99	0.57
房地产销售	21.84	34.25	28.81	23.03	14.00	21.18	22.44	11.06
其中：住宅地产	20.52	34.32	20.23	15.24	10.08	19.68	19.91	10.15
商业地产	1.31	33.11	8.58	41.41	3.92	25.05	2.53	18.24
酒店服务	1.80	14.44	2.98	12.7	2.98	8.51	2.24	8.33
展览广告	0.78	19.91	1.68	42.86	1.50	21.46	1.37	49.00
其他	4.13	55.66	5.98	75.92	7.29	90.68	12.66	92.54
合计	111.01	15.72	160.63	21.23	190.73	25.40	184.03	26.04

资料来源：公司提供，标普信评整理。

公司市场经营业务板块的收入总体上由商位使用费和选位费两部分构成。公司不进行商位销售，采取商位出租模式，按照商位面积收取商位使用费，商户只拥有商位使用协议中约定的商位使用期限内的商位使用权。商位使用费采用预收模式，即商户预付商位使用期内全部的使用费（目前主要为两年一付），公司在商位使用期限内分期确认收入。自2024年始，公司新签商位使用协议时将商位使用费进一步分为商位租赁费和运营服务费。选位费收入来源于商户通过竞价方式选择特定商位所缴纳的费用。选位费采用一次性收取，并于首次签订商位使用协议中约定的商位使用期限内摊销计入收入。商位来源于新市场开业以及原有市场通过场地整理优化后新增的商位。我们认为，相较于商位使用费收入，选

位费收入虽然更多体现为阶段性收入，但是由于市场可租面积占建筑面积的比例仍有优化空间，选位费收入仍具备一定可持续性。

业务状况

标普信评认为，商城控股的业务状况“优秀”。公司所经营的义乌小商品市场具备很强的知名度及全球影响力，经营状况优秀且稳定性高，盈利能力很强，业务规模处于商业物业持有运营及 REITs 行业平均水平。虽然所经营物业类型较为单一且区域集中度高，但经营品类丰富且租户分散度高，一定程度上缓解了上述风险。公司的房地产开发业务在义乌市建立了较强的品牌认可度和产品力，经营风格相对审慎，良好的再融资能力为稳健经营提供支撑。但是房地产开发业务的销售体量较小，项目区域集中度高，库存去化周期总体偏长。

我们认为，公司所经营的义乌小商品市场具备很强的知名度及全球影响力。其中核心的国际商贸城是义乌市作为全球小商品之都的核心载体，被联合国、世界银行等权威机构称为“全球最大的小商品批发市场”。国际商贸城所销售的商品种类涵盖 210 万种，已辐射 230 多个国家和地区，吸引超过 2 万名常驻外商和近 9,000 家外资主体。义乌小商品市场已成为中国商品走向世界和世界商品走向中国的重要桥梁之一。我们预计，义乌小商品市场的综合竞争实力将因即将投入运营的全球数贸中心项目（国际商贸城六区）得到进一步巩固。

表3

全球数贸中心项目（国际商贸城六区）概况					
序号	项目主要技术经济指标	面积（平方米）	预计投运或交付时间	计划总投资（亿元）	截至 2025 年 9 月末 已完成投资（亿元）
1	用地面积	374,379			
2	总建筑面积	1,236,415			
3	地上建筑面积	860,439			
3.1	MALL（市场）	391,820	2025 年 10 月		
3.2	写字楼	306,576	部分 2026 年 4 月	83	55
3.3	商业街区	65,076	2026 年		
3.4	公寓	84,944	待定		
3.5	中心大脑	12,023	待定		
4	地下建筑面积	375,976			

资料来源：公司提供，义乌全球数贸中心项目可行性研究报告，标普信评整理。

我们认为，义乌小商品市场的经营状况优秀。凭借优秀的营商环境和强大的商业吸引力，小商品市场的出租率及续租率保持很高，商位使用费稳定，市场运营能力扎实，综合盈利能力很强。受益于义乌市商贸物流的区位优势以及公司对商户服务的持续改善，除生产资料市场外，公司主要市场的出租率长期保持在 95%以上，整体出租率很高；同时主要市场续租率达到 100%。2021-2024 年期间（除 2022 年实施租金减免外），市场经营收入保持稳定在 20 亿元以上。公司高度重视安全生产，通过设立安全生产委员会及专职管理部门，将安全工作纳入绩效考核；制定实施《防汛防台抗旱应急预案》和《火警、火灾应急处置预案》，规范各类风险处置流程；开展常态化安全检查和员工、商户培训演练，连续 30 余年保持市场安全稳定运行，未发生重大安全事故，为市场高效运营提供了坚实保障。2022-2024 年，公司下属商城集团剔除商品销售业务后的 EBITDA 利润率（2022 年将免租影响还原，下同）和资本回报率分别约为 69%和 12%，均显著高于商业物业持有运营及 REITs 行业平均水平。作为义乌市重要的国有企业，公司积极落实“兴商建市”发展战略，在维护良好营商环境的同时对商位使用费调整采取审慎态度，收费标准低于商位的实际市场价值。基于市场持续向好的发展态势，公司自 2024 年起在商位续约时将使用费标准上调 5%。我们预计，随着全球数贸中心主要部分投入运营，公司的盈利能力将进一步提升。全球数贸中心已于 2025 年 10 月开业，市场板块招商热度高、整体去化表现优秀。目前，项目已开业的 1-3 层约 3700 个商位招商去化率达到 99%，商户入驻情况良好。公司下属主要经营数据详见附录 1。

我们认为，公司所经营的物业规模处于行业中等水平，物业类型以批发市场为主且区域集中度较高，但经营品类丰富与租户分散度高有效缓解了相关风险。截至 2025 年 9 月末，公司所运营的市场可租面积 158.13 万平方米（包括海城小商品城，不包括迪拜义乌中国小商品城），市场商位 67,000 余个。目前所有物业均集中在商贸物流领域，除迪拜及海城市场外均位于义乌市，国际商贸城各区域相互连通，地理集中特征显著。得益于市场经营品类丰富且租户分布广泛，公司有效缓解了物业类型单一和区域集中度较高的经营风险。小商品城经营品类覆盖 26 个大类、210 万种商品，商户数量众多且分布广泛。公司通过完善的商户培训和管理体系持续优化商位配置，成熟的商户轮换系统确保退租商户能及时被新商户替代。同时，两年期的商位使用费预收制度为可能出现的空置情况提供了缓冲期。这些系统性措施共同保障了高出租率和稳定的商位使用费收入。

我们认为，公司市场配套业务经营状况良好，对市场经营主业构成有益补充。作为“全球知名国际贸易综合服务商”，公司在市场经营主业之外，还积极拓展酒店、会展、广告、仓储物流、跨境支付、线上平台及消费品进口贸易等配套服务。尽管这些业务主要服务于义乌本地市场，在各自细分领域的规模优势尚不突出，但由于能够与市场经营主业形成有效协同和互补，取得了较好的经营成效，对公司整体业务发展起到了积极的支撑作用。

我们认为，公司的房地产开发业务在义乌市建立了较强的品牌认可度和产品力，经营风格相对审慎，再融资渠道通畅。但是销售体量在房地产行业较小，区域集中度高，库存去化周期偏长，义乌周边乡镇项目的去化压力较大。公司是深耕义乌本地的开发商，全部项目均位于义乌市。截至 2025 年末，在手房地产开发项目 23 个，其中并表项目 18 个。2023-2025 年，公司并表口径合约销售金额为 44 亿元、29 亿元、34 亿元，销售规模在房地产开发行业内较小。作为义乌本地国有开发商，公司的经营风格相对审慎，反映在其业务布局聚焦于优势区域义乌，不做盲目扩张或下沉；控股开发项目占绝对主导，待售项目的合作方均为义乌市本地国企，主要包括市场集团、义乌市城市建设集团有限公司等。2022-2024 年，房地产销售板块的毛利率分别为 34.3%、23.0%、21.2%，在房地产开发行业内处于较好水平。这主要得益于其地方国企背景带来的通畅融资渠道，使其在行业低谷期未采取激进降价方式去化库存。公司近年来也调整经营策略，加大库存去化力度，项目销售价格和盈利能力将呈下降趋势。公司整体库存去化周期偏长，位于义乌周边乡镇的项目去化压力较为突出。截至 2025 年末，公司并表项目待售货值约 200 亿元，以近年的销售水平估算去化周期在 5-7 年，存货周转效率在行业内偏弱。公司已完工住宅项目中嘉悦澜庭、嘉圆小筑、绿谷云溪三期、荷塘名邸的去化率（以“1-待售面积/规划计容建筑面积”衡量）不足 60%，前三个项目均位于义乌周边乡镇。2025 全年，公司未新获取土地，策略上聚焦存量去化。公司也在探索通过存量房转做安置房或保租房的方式盘活去化难度较大的库存，在嘉悦澜庭、嘉圆小筑等项目开始实践，但目前实施规模不大。我们预计，义乌市房地产市场的企稳仍有待于区域供需格局的再平衡，特别是陈旧库存的消化进展。结构上，义乌市主城区中高端项目的销售去化有一定保障，但周边乡镇的去库存挑战依然严峻。产品定位及区域布局与当下购房需求错位的项目仍将面临较大去化压力。存量房转做安置房或保租房的方式有利于加快去化，但公司在利润层面可能会承担一定损失，我们将对该类方式的实施范围和资金回笼情况保持关注。公司房地产开发项目情况详见附录 2。

财务风险

核心假设

2025 年，我们对公司主要财务指标的基础假设如下：

- 得益于全球数贸中心新增商位招商及商品销售收入增长的综合影响，公司营业收入同比增长 30%以上。
- 房地产并表项目合约销售 34 亿元，建安支出 15-20 亿元，无新增拿地。
- EBITDA 利润率保持在 22%-27%之间。
- 资本开支约 20-25 亿元，主要投向以全球数贸中心为主的重大项目建设。

标普信评认为，公司的财务风险“较低”。义乌小商品市场经营稳健，盈利能力强，商位使用费能够对经营性现金流构成稳定支撑。随着全球数贸中心投入运营，公司能够通过预收选位费、商位使用费及物业销售快速回笼一部分资金，带动杠杆水平稳步下降。公司的房地产开发业务将聚焦存量去化，待开发项目资金投入压力可控，预计合约销售和投资支出将保持相对平衡，不会明显增加债务负担。作为义乌市重要的国有企业之一，公司与当地金融机构保持良好的关系，融资渠道畅通，融资成本较低，再融资能力强。

我们预计，新市场全球数贸中心的投入运营将带动公司的现金流显著增长，令杠杆水平稳步下降。市场经营板块的商位使用费和新商位选位费构成公司最主要的现金流来源，采用预收机制，在商位使用期限内分期确认收入。其中商位使用费每年相对稳定，而选位费属于一次性的现金流入，会随着新商位释放及新市场投入运营产生波动。全球数贸中心投入

运营将带动上述两部分现金流在 2025-2026 年增长，其中选位费将出现阶段性的显著增长。相关收入及利润的增长将在 2026 年及以后年份随商户稳定入驻逐步体现。截至 2025 年 9 月末，公司已通过全球数贸中心的商位招商预收入入场资格费 74 亿元，商位使用费 3 亿元；预收写字楼物业销售房款 18 亿元。该项目预计总投资 83 亿元，截至 2025 年 9 月末，已投资 55 亿元，上述预收的入场资格费和物业销售款已经能够很好地平衡公司的资本开支。

此外，公司仍将围绕促进市场繁荣这一主题拓展物流仓储、展览、进口贸易等相关业务。作为主业配套，这部分业务的收入规模将保持相对平稳。利润率方面，全球数贸中心招商产生的选位费收入将推高整体利润率，EBITDA 利润率将呈上升态势。

我们预计，公司的房地产开发业务将聚焦存量去化，新增项目投资趋缓，房地产相关债务呈逐步收敛态势。房地产开发业务的债务负担导致公司的杠杆水平高于上市公司商城集团，我们估算房地产开发相关债务在商城控股的带息债务中占比约 40%-50%。我们预计，在尚未有效去化现有库存的情况下，公司不会大规模铺开新项目投资，将重点聚焦存量去化。2025 年，公司房地产项目合约销售 34 亿元，存量项目建安支出 15-20 亿元，全年未新获取土地，房地产板块的现金流能够保持自平衡。

我们预计，公司的主要资本开支将重点投向全球数贸中心等重大项目建设。同时，公司还将持续投入仓储物流、数字化平台搭建等服务于市场主体的项目，在建项目资本开支规模约 20-25 亿元。2025 年 11 月，公司以 32 亿元竞得义乌国际商贸城五区市场南侧地块，拟建设商业综合体项目，该项目尚未进入实际落地阶段，我们将对后续项目进展保持关注。

我们认为，公司作为义乌市重要的国有企业，与金融机构保持良好的关系，融资渠道通畅且多样，再融资能力很强。截至 2025 年 9 月末，公司获得银行机构授信 214 亿元，未使用授信 116 亿元，其中国有大型商业银行及政策性银行授信额度占比约 60%。

表4

公司调整后主要财务数据及指标 (单位: 百万元)					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	11,415	16,506	19,840	2025 年, 得益于全球数贸中心新增商位招商及商品销售收入增长的综合影响, 公司营业收入同比增长 30%以上。 2025 年, EBITDA 利润率保持在 22%-27%之间。	
EBITDA	2,390	3,472	5,087		
利息支出	570	773	858		
经调整总债务	16,444	20,108	18,826		
资本开支	4,098	2,605	1,474		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA (倍)	6.9	5.8	3.7	2.5-4.5	2.5-4.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	4.2	4.5	5.9	6.0-8.5	6.0-8.5
EBITDA 利润率 (%)	20.9	21.0	25.6	22.0-27.0	22.0-27.0

注: 以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值, E 表示估计值, F 表示预测值。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理和调整。

表5

商城控股财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)					
	总债务	EBITDA	利息支出	所有者权益合计	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
报告值	20,952	4,835	490	21,780	1,503
标普信评调整					

盈余现金	-3,326	-	-	-	-
其他权益工具	1,200	-	-	-1,200	-
对外担保和诉讼	-	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	213	-	-	-
资本化研发费用	-	-29	-	-	-29
当期所得税	-	-	-	-	-
资本化利息	-	-	368	-	-
营业成本中的资本化利息	-	22	-	-	-
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-	-
现金利息支出	-	-	-	-	-
其他调整	-	46	-	-	-
标普信评调整值	-2,126	252	368	-1,200	-29
	经调整总债务	EBITDA	利息支出	所有者权益	资本开支
调整后	18,826	5,087	858	20,580	1,474

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮革城”）、临沂商城控股集团有限公司（以下简称“临沂商城”）和浙江中国轻纺城集团股份有限公司（以下简称“轻纺城集团”）作为公司的可比企业。上述主体为中国开展批发型市场建设运营的主要企业，这些公司在业务范围、经营模式等方面与公司有相似性，具备较强可比性。

我们认为，相较可比企业，公司的市场经营业务具备更为显著的规模优势、更强的盈利能力以及经营稳定性。公司作为综合性批发市场运营商，拥有数量更多的市场，并创造了多倍于可比企业的业务收入，市场经营业务毛利率在可比企业中较高。与此同时，除海宁皮革城外，公司与其他可比企业的市场基本实现满租，经营稳定性均较强。

我们认为，在批发市场中，经营区域集中度高是普遍情形，但相较可比企业，公司具备相对更强的应对能力。公司通过构建融合国内国际贸易、覆盖多元商品品类的综合市场体系，有效拓展了市场辐射半径，降低了经营区域集中度风险。

我们认为，公司的财务风险在可比公司中处于中等。公司的收入和债务规模均显著高于同业，杠杆及 EBITDA 利息覆盖倍数处于可比公司中等水平。可比公司中，临沂商城除市场经营业务外，也开展了规模较大的房地产、公用事业等重资产业务，杠杆水平显著高于同业。除临沂商城外，公司与其他可比公司的杠杆水平相对较低。

表6

经营情况				
	商城控股	海宁皮革城	临沂商城	轻纺城集团
主要市场名称	国际商贸城一区-五区 (含扩展区)、篁园市场	海宁中国皮革城、辽宁佟二堡海宁皮革城、江苏沭阳海宁皮革城、哈尔滨海宁皮革城、四川成都海宁皮革城、济南海宁皮革城	临沂小商品城、中国教育用品采购基地、鲁南家具城、华丰国际副食城、华强建材物流城、华东胶合板市场、华东装饰材料市场	轻纺城老市场、轻纺城北市场、轻纺城天汇市场、轻纺城东市场、轻纺城联合市场、轻纺城服装市场、东升路市场、北联市场、服装服饰市场、柯北坯布市场

主要市场涉及地区	义乌	全国多地	临沂	柯桥
市场数量	12	9	7	10
市场类型	综合性	专业性	综合性	专业性
商品品类	日用百货、工艺品、玩具、美容化妆、办公文教、钟表眼镜、服装鞋靴、纺织品、皮革箱包、数码家电、建材家装、机械五金等	皮革制品	小商品、日用百货、建材、板材、副食等	纺织品
商铺获益方式	租赁	租赁及销售	租赁	租赁
主要租期	2年	1年	1年	6年
市场经营相关收入（2024年，亿元）	46.3	6.5	1.9	8.5
主要市场出租率（%）	95%以上	83	100	99
单位商位使用费情况（元/平方米/年）	约1,300	337	80-560	未取得
市场资产后续计量方式	成本法	成本法	公允价值法	成本法
市场经营业务毛利率（2024年，%）	81.3	26.8	65.8	40.7
其他业务	展览广告、仓储物流、商品销售、酒店、支付	酒店、物业管理、健康医疗、贸易、资金撮合、融资租赁、担保	贸易、酒店、土地一级开发、产业园运营、物业管理、会展	物业管理、物流
整体毛利率（2024年，%）	26.0	31.6	13.1	43.8
控股股东	义乌市市场发展集团有限公司	海宁市潮升科技产业投资集团有限公司	临沂城市发展集团有限公司	绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司
实际控制人	义乌市人民政府国有资产监督管理办公室	海宁市人民政府国有资产监督管理办公室	临沂市国有资产监督管理委员会	绍兴市柯桥区人民政府

注：对于主要市场出租率指标，海宁皮革城、轻纺城集团基于2023年经营数据，商城控股、临沂商城基于2024年经营数据。对于单位商位使用费情况，海宁皮革城基于2023年经营数据，商城控股、临沂商城基于2024年经营数据。

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

表7

财务情况比较（2024年，单位：百万元）				
	商城控股	海宁皮革城	临沂商城	轻纺城集团
营业收入	19,840	1,037	1,609	950
经调整总债务	18,826	812	4,475	2,028
EBITDA	5,087	496	116	344
经营性现金流	4,099	348	-315	499
营运现金流	3,203	406	-47	335

资本支出	1,474	129	11	972
EBITDA 利润率 (%)	25.6	47.9	7.2	36.2
经调整总债务/EBITDA (倍)	3.7	1.6	38.4	5.9
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	5.9	10.8	0.6	3.4

资料来源：公司提供，ifind，标普信评整理和调整。

三、个体信用状况

个体信用状况

标普信评认为，商城控股的个体信用状况主要反映了公司所经营的义乌小商品市场具备很强的知名度及全球影响力，经营状况优秀且稳定性高，盈利能力很强。公司的房地产开发业务聚焦义乌本地市场，经营风格相对审慎，但库存去化周期偏长。小商品城的商位使用费能够对公司的经营性现金流构成稳定支撑。随着全球数贸中心投入运营，公司能够通过预收选位费、商位使用费及物业销售快速回笼一部分资金，带动杠杆水平稳步下降。房地产开发业务将聚焦存量去化，投资压力可控，预计不会增加债务负担。作为义乌市重要的国有企业，公司融资渠道畅通，再融资能力强。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。未来 12 个月，公司主要的资金用途是债务还本付息、重大项目建设资本开支、新项目拿地支出；主要的资金来源是营运资金净流入、未使用金融机构授信及公开市场融资等。作为义乌市重要的国有企业，公司与当地金融机构保持良好的关系，再融资渠道通畅，融资成本较低。

表8

流动性来源	流动性用途
货币资金约 93 亿元	偿还到期债务本金及利息支出约 100 亿元
营运资金净流入约 40-50 亿元	全球数贸中心等项目资本开支约 20-25 亿元
可循环使用的金融机构授信、公开市场融资约 110-130 亿元	义乌国际商贸城五区市场南侧地块拿地支出约 32 亿元
	公司向股东分红 10-15 亿元

注：数据截至 2025 年 9 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表9

债务到期分布（单位：亿元）

期限	金额
2025	28
2026	70
2027	29
2028	55
2029	10
2030 及以后	17
合计	209

注：截至 2025 年 9 月末，到期金额为债务本金。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

截至 2025 年 9 月末，公司因房地产业务为购房人办理抵押贷款提供担保约 13 亿元。除此以外，公司没有其他对外担保。上述担保属于房地产行业购房流程中的惯常操作，相关担保义务将在购房人房屋产权证办理完毕后解除，截至目前未发生代偿事件。

截至 2025 年 9 月末，公司不存在影响其正常经营的重大未决诉讼。

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，截至 2026 年 3 月 25 日，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，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，义乌市经济实力很强，财政平衡能力极佳，债务负担可控，综合支持能力极强。义乌市政府对商城控股的外部支持为“极高”，主要体现在以下方面：

- 公司在股权结构和管理机制方面与义乌市政府的紧密度很高。义乌市国资办通过义乌市国有资本运营有限公司和市场集团间接持有公司 75.78% 的股权。义乌市政府在公司的管理层任命、战略规划制定和日常运营管理等方面能够对公司施加重大影响。虽然形式上公司与义乌市国资办之间存在两级股东架构，但实际经营中的重大事项均需直接向义乌市国资办汇报。义乌市国资办对公司的项目投资、资本运作、债务融资等重要事项实施全面的监督管理。
- 公司的职能定位对义乌市很重要。公司运营的义乌小商品城是义乌市实施“兴商建市”经济战略的核心载体，肩负着建设高质量“世界小商品之都”的重要任务，对推动义乌市经济产业高质量发展具有战略支撑作用。小商品城的稳定运营在吸引人口、构建产业集群、促进就业等方面也发挥着关键作用。义乌市场带动全国 210 万家中小微企业成长，创造了 3,200 万个就业岗位，具有很强的经济和社会价值。
- 公司是义乌市重要的市场化国企，业务竞争实力强，对国资体系的利润贡献度很高。公司所经营的义乌小商品市场是全球知名的小商品贸易中心，市场成交额多年稳居全国综合市场领先地位。截至 2025 年 9 月末，公司总资产占义乌市属国有企业总量的 19%；2025 年 1-9 月，公司营业收入、利润总额分别占义乌市属国有企业同期总量的 52%、141%。
- 公司持续获得义乌市政府在政策扶持、业务资源和资金注入等方面的有力支持。2024 年 12 月，国务院批复《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，明确支持义乌市在完善市场采购贸易、创新进口贸易、发

挥综保区功能、优化跨境电商规则等重点领域先行先试。作为国贸改革进口贸易创新发展的首批独家试点企业，公司下属商城集团已率先开展进口正面清单业务，充分享受政策支持。在资金支持方面，2023 年公司获股东市场集团 14 亿元增资；2022-2024 年及 2025 年 1-9 月，公司获得政府补助金额 4,109 万元、3,303 万元、4,596 万元、731 万元。

综上，我们认为，商城控股的主体信用质量极强，并评定商城控股的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1:

公司下属主要市场经营情况（截至 2025 年 9 月末）

市场名称	开业时间	可租面积 (万平方米)	经营商品类型	商位使用费及运营服务费收入 (亿元)			出租率 (%)		
				2023	2024	2025.1-9	2023	2024	2025.1-9
篁园市场	2011	10	牛仔裤、男女装、童装、服装定制	1.2	1.1	1.0	97	97	97
国际商贸城一区	2002-2003	11	饰品、饰品配件、珠宝首饰、花类、花类配件、玩具、工艺品	2.8	2.6	2.1	100	100	100
国际商贸城一区东扩	2016	5	饰品、饰品配件	0.8	0.8	0.7	99	100	100
国际商贸城二区	2004	17	箱包、伞具、雨披袋、礼品包装、五金工具配件、电工产品、锁具、车类、五金厨卫、小家电、电讯器材、电子仪器仪表、钟表、生产企业直销中心、外贸采购、特色商品展示区	3.2	2.5	2.5	99	99	99
国际商贸城二区东扩	2022	2	家装五金产品、新能源系列产品、智能五金电器	0.3	0.3	0.3	97	100	100
国际商贸城三区	2005-2007	15	办公学习用品、体育休闲用品、笔墨用品/纸制品、眼镜、喜庆用品（年画挂历对联）、化妆品（化妆品、洗涤护肤用品、彩妆、镜梳、美容美发器具）、服装辅料（纽扣/拉链/服装辅料）、画类（装饰画、画框等）	2.3	1.7	1.8	99	99	99
国际商贸城四区	2008-2010	31	袜类、打底裤、手套、帽子、日用百货、线带、鞋子、毛巾、毛线、文胸内衣、围巾、皮带	5.1	4.2	4.3	95	98	98
国际商贸城五区	2011	14	床上用品、发制品、宠物（水族）用品、针纺布、窗帘布、婚庆用品、针织原材料、酒店用品、汽车用品及配件	1.1	1.0	0.8	96	97	96
国际商贸城五区进口馆	2011	3	进口商品	0.1	0.2	0.1	99	99	100
生产资料市场	2013-2015	26	皮革及辅料、机械设备、创意装饰（软装）用品及灯具、花类配件	0.6	0.6	0.2	83	80	69
国际商贸城六期	2025	16	时尚珠宝、时尚服饰面料、护肤及医美用品、家庭生活用品/健康医疗用品、无人机及无人化装备/机器人及人工智能装备/AR·VR 装备、智能科技用品、创意潮流玩具、婴幼儿生活用品、旅行好物、IP 潮品	--	--	--	--	--	--

注：出租率按商铺数口径统计。国际商贸城六期于 2025 年四季度开业，披露期间暂无经营数据，以“--”列示。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录2:

公司房地产开发项目情况（截至 2025 年末）

序号	项目名称	持股比例 (%)	建设进度	建设周期	规划计容建筑面积 (万平方米)	计划总投资 (亿元)	累计已投资 (亿元)	累计回笼资金 (亿元)	待售面积 (万平方米)	待售货值 (亿元)
并表项目										
1	嘉美广场	78.14	完工	2018-2020	10.0	13.4	13.4	16.0	-	-
2	嘉澜小庐	78.14	完工	2020.12-2022.01	1.5	2.2	2.2	3.0	-	-
3	嘉悦澜庭	78.14	完工	2021.09-2024.01	21.6	28.4	28.4	6.6	9.6	19.0
4	苏悦里 (原名: 紫竹苑)	78.14	完工	2022.07-2024.05	1.7	1.8	1.7	0.9	0.5	0.8
5	锦绣朝阳	78.14	完工	2021.03-2023.10	13.1	15.3	15.1	10.7	4.6	7.2
6	朝阳万象	78.14	完工	2020.09-2022.12	11.2	14.6	14.5	20.0	-	-
7	嘉园小筑	78.14	完工	2022.03-2024.03	1.7	2.1	1.8	0.4	1.1	1.7
8	嘉瑞华庭	78.14	完工	2022.07-2025.06	13.5	26.0	22.8	18.1	4.7	8.0
9	荷塘名邸	46.88	完工	2022.09-2025.09	36.9	71.5	62.4	23.8	20.1	49.6
10	苏溪印象	67.94	完工	2019.03-2021.12	20.7	13.4	13.4	19.4	-	-
11	大陈印象	39.85	完工	2023.03-2025.06	7.8	6.3	5.0	4.3	2.2	2.2
12	佛堂印象	54.70	在建	2023.08-2026.03	18.4	20.2	17.2	2.4	12.7	20.5
13	福田印象	54.70	在建	2023.08-2026.05	16.1	23.1	19.0	19.3	3.7	8.1
14	宾王里	78.14	在建	2023.11-2027.09	23.6	27.2	17.7	6.6	10.6	17.4
15	丹溪印象	78.14	在建	2024.07-2027.02	14.9	26.4	19.4	5.4	8.6	19.0
16	绿谷云溪三期	78.14	完工	2021.02-2024.05	19.4	10.0	9.9	6.7	10.2	8.0
17	义乌跨境电商产业园	100.00	完工	2021.11-2024.12	27.7	25.0	15.8	3.3	20.9	14.8
18	秦塘枢纽地块一 (秦塘和颂)	78.14	在建	2025.06-2028.01	6.4	23.2	16.3	2.3	6.0	22.7
并表项目合计					266.2	349.9	296.1	169.2	115.5	199.2
非并表项目										
18	义乌壹号院 C、E 地块	49.00	完工	2019-2021	37.5	71.1	59.5	80.7	-	-
19	义乌壹号院 B 地块	24.00	完工	2019-2022	27.1	40.6	42.4	54.7	-	-
20	望辰府 (义乌市稠城街道车站 01、02、03 地块)	49.00	完工	2020.04-2022.05	33.1	55.6	55.6	67.8	-	-
21	都汇文澜 (稠州北路 17、18#地块)	49.00	完工	2020.12-2023.03	29.7	56.0	56.0	63.1	-	-
22	秦塘名邸	29.00	在建	2023.06-2027.06	10.9	33.4	29.7	35.5	2.6	6.8
非并表项目合计					138.3	256.7	243.2	301.8	2.6	6.8

注: 持股比例为商城控股对房地产项目的最终股权比例, 根据商城控股对商城集团、商城房产、浦江绿谷置业有限公司、房地产项目公司的持股比例计算。部分并表项目股比低于 50% 因合作开发方持有项目公司少数股权所致, 并表项目的合作开发方包括市场集团、义乌市城市投资建设集团有限公司、义乌市双江湖开发集团有限公司。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理。

附录3： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025.1-9
货币现金和交易性金融资产	2,813	4,601	6,986	9,317
固定资产	5,240	4,948	6,005	7,820
资产总计	47,931	57,698	63,627	71,118
短期借款	3,333	4,150	2,660	4,458
一年内到期的非流动负债	538	1,456	6,921	2,262
长期借款	3,876	4,648	4,239	5,697
应付债券	5,296	7,276	2,640	4,496
所有者权益合计	14,973	18,773	21,780	23,177
营业总收入	11,415	16,506	19,840	18,920
营业成本	9,499	12,835	14,678	13,867
销售费用	240	302	377	196
管理费用	626	637	651	381
财务费用	345	376	418	292
利润总额	1,235	3,233	3,729	4,162
净利润	1,046	2,599	2,758	3,221
经营活动现金流入小计	12,609	18,502	25,439	27,999
经营活动现金流出小计	15,288	18,087	20,666	19,791
经营活动产生的现金流量净额	-2,680	415	4,773	8,208
投资活动现金流入小计	3,528	1,274	1,623	1,893
投资活动现金流出小计	6,779	5,134	2,481	4,807
投资活动产生的现金流量净额	-3,250	-3,860	-858	-2,914
筹资活动现金流入小计	26,248	18,176	15,262	12,989
筹资活动现金流出小计	22,427	13,339	16,800	15,454
筹资活动产生的现金流量净额	3,821	4,837	-1,538	-2,465

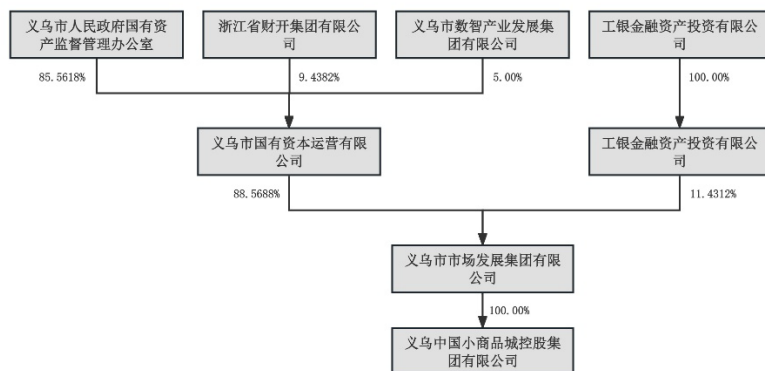
调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-9
EBITDA	2,390	3,472	5,087	--
利息支出	570	773	858	--
经调整总债务	16,444	20,108	18,826	--
资本开支	4,098	2,605	1,474	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	6.9	5.8	3.7	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	4.2	4.5	5.9	--
EBITDA 利润率（%）	20.9	21.0	25.6	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-9 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

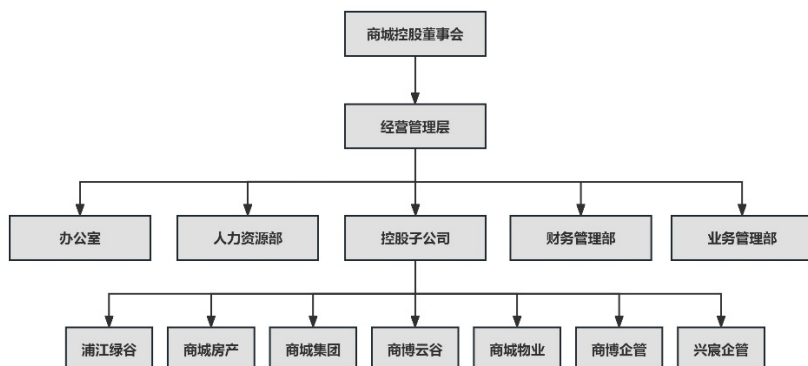
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录4： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录5： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录6： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁商位使用费调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整

折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整

EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁商位使用费调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整

营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息

资本回报率 = EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录7： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。