

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（第二期）信用等级为 AAA_{spc}

评定日期：2026 年 6 月 9 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（第二期）
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（第二期）（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 4.80 亿元（含 4.80 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。本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。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，或选择在该周期未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。如果发行人行使续期选择权，本期债券后续每个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利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

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，2026 年 4 月 23 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2026 年 4 月 23 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（第二期）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

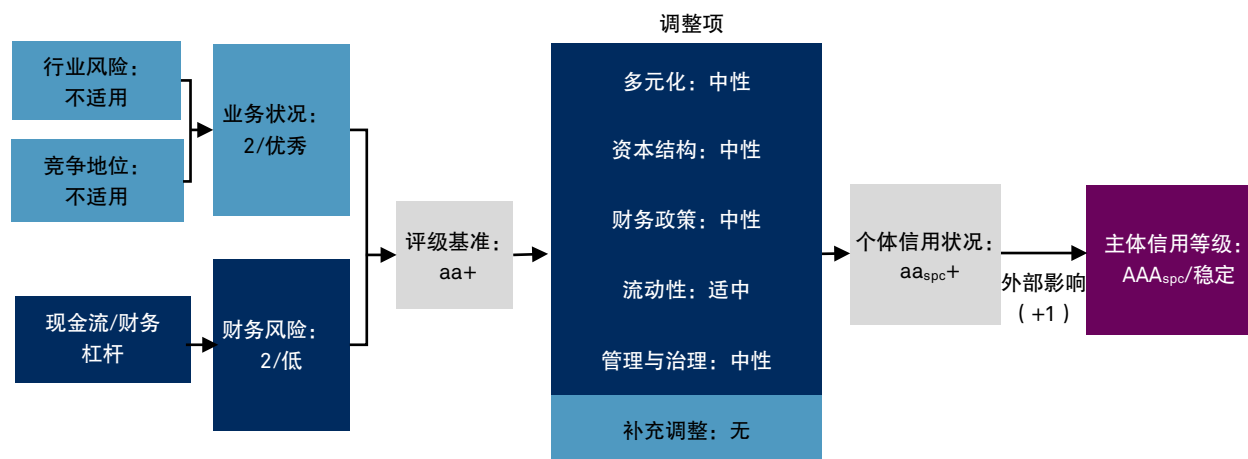
北京

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”）维持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，市场经营表现和盈利能力均保持优秀。随着 2025 年全球数贸中心投入运营，公司通过预入场资格费、商位使用费及物业销售已回收充裕现金流，带动 EBITDA 规模增加，杠杆水平明显下降，财务风险从“较低”改善至“低”。结合房地产板块聚焦存量去化的经营策略，以及新项目资本开支的规模情况，我们预计未来两年公司财务指标的改善具备可持续性。财务风险的缓释亦推动其个体信用状况由 aa_{spc}- 提升至 aa_{spc}+。外部支持方面，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。公司能够持续获得义乌市政府在政策、资源和资金方面的大力支持。此外，标普信评也关注到，国际贸易环境和地缘政治局势波动或对小商品城部分商户的经营造成一定冲击，间接影响公司业务，同时公司房地产项目的去化周期偏长、存量项目去化仍面临艰巨挑战。

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或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。
全球数贸中心投入运营令公司的杠杆水平降低，财务风险呈现改善。此外，公司融资渠道畅通，融资成本较低，再融资能力强。	
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。	

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，商城控股下属市场将维持稳定的经营状况及很强的盈利能力；全球数贸中心正式投入运营后，公司的行业竞争地位进一步夯实。公司的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。随着全球数贸中心投入运营，公司通过预收入场资格费、商位使用费及物业销售已回收充裕现金流，带动 EBITDA 规模增加，杠杆水平明显下降，财务风险的改善具备一定可持续性。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	2026 年 5 月 26 日	2027 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，2026 年 4 月 23 日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2026 年 4 月 23 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，新增物业投资总体将延续下降趋势。商业地产行业主要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批发和零售用房、宾馆用房屋、餐饮用房屋、商务会展用房屋和其他商业及服务用房。从供给端来看，商业营业用房与办公楼建设规模持续收缩。其中，商业营业用房新开工面积在 2013 年达到峰值，建设及竣工高峰则出现在 2017 年；办公楼行业周期相对滞后，其施工面积于 2021 年见顶，新开工面积自 2021 年起已连续五年呈现两位数下降。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。从发展趋势看，商品市场正加速向数字化转型和线上线下融合方向升级，全面提升综合服务能力和产销衔接效率，从而在现代流通体系建设中发挥更为重要的枢纽节点作用。

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

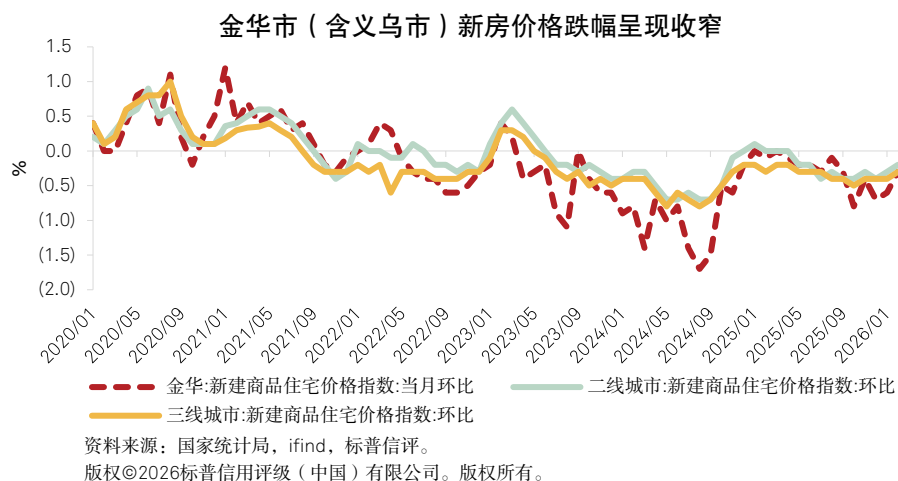
2	印度	284.21	5	巴西	299.64	4
3	墨西哥	240.11	4	印度	286.46	4
4	巴西	212.87	4	伊拉克	209.68	3
5	伊拉克	179.01	3	沙特阿拉伯	204.34	3
6	沙特阿拉伯	164.16	3	墨西哥	186.06	3
7	阿联酋	162.27	3	阿联酋	180.83	2
8	智利	129.71	2	马来西亚	170.20	2
9	希腊	113.69	2	智利	157.06	2
10	菲律宾	110.46	2	德国	152.32	2
	前 10 小计	2,432.19	41	前 10 小计	2,891.65	40
	合计	5,889.54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



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，该板块毛利润占主营业务毛利润比重分别为78%、70%。

表2

主营业务收入构成（单位：亿元，%）								
业务板块	2023年		2024年		2025年		2026年1-3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	32.39	66.33	46.33	81.28	53.19	80.49	11.95	71.79
商品销售	88.78	0.38	118.62	0.54	149.19	0.47	32.58	0.40
房地产销售	28.81	23.03	14.00	21.18	64.46	5.43	11.78	26.74
其中：住宅地产	20.23	15.24	10.08	19.68	41.64	0.88	4.08	-27.97
商业地产	8.58	41.41	3.92	25.05	22.82	13.72	7.70	55.75
酒店服务	2.98	12.7	2.98	8.51	3.28	7.71	0.89	-6.53
展览广告	1.68	42.86	1.50	21.46	2.19	31.60	0.25	59.76
其他	5.98	75.92	7.29	90.68	15.28	83.70	1.91	82.73
合计	160.63	21.23	190.73	25.40	287.59	21.12	59.37	22.79

注：1、“其他”收入主要来自商城集团的“贸易服务”业务。2、2025年房地产销售板块中，商业地产收入包含全球数贸中心物业销售所结转的收入，约14亿元。

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入场资格费两部分构成。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。入场资格费收入来源于商户通过竞

价方式为选择特定商位所缴纳的费用。入场资格费采用一次性收取，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。新增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产生的商位。我们认为，相较于商位使用费收入，入场资格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，该项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，缓解了集中度风险。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，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，公司运营的义乌小商品市场知名度高、全球影响力深厚，历经四十余年发展迭代，其行业竞争地位根基稳固。作为义乌打造全球小商品之都的核心载体，国际商贸城获评联合国、世界银行等权威机构认证的全球最小商品批发市场。市场经营品类超 220 万种，辐射全球 230 余个国家及地区，汇聚常驻外商超 3.9 万名、常驻侨商 11 万名、外资经营主体 1 万余家，已成为中外商品双向流通的重要枢纽。

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保持接近 100%。2023-2025 年期间，市场经营收入稳定在 30 亿元以上。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。商位使用费预收制度（主要为两年一付）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。公司下属主要市场经营数据详见附录 1。此外，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，连续三十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。2023-2025 年，公司下属商城集团剔除商品销售业务后的平均 EBITDA 利润率和资本回报率分别约为 65% 和 17%，均高于商业物业持有运营及 REITs 行业平均水平，盈利能力优秀。

我们认为，公司新投运的全球数贸中心实现了传统市场业态的升级，开业后商位招商表现良好，进一步夯实了义乌小商品市场的综合竞争力。相较于原有的国际商贸城一区至五区，全球数贸中心在商户经营空间和市场硬件设施上更加宽敞完善，同时聚焦品牌商户与新兴业态的发展。该项目从单一的商品交易场所，升级为集展示交易、设计研发、商务办公于一体的复合型“综合体”，使商户能够实现“楼下展示交易、楼上洽谈设计”的一体化经营。在市场形态上，它不再局限于传统的小商品批发模式，而是通过引入智能装备、IP 潮玩等新兴行业并实施场景化布局，助力商户从“低价走量”向“品牌化、高附加值”转型。该项目规划商位共计 5,000 余个，单个商位标准面积约 27 平方米，于 2025 年 10 月正式开业。截至 2025 年末，先期投用的一至三层 3,700 余个商位的招商去化率达到 99%，商户入驻态势良好。项目四层配套商位于 2026 年 1 月启动招商，首批通过定向招商引入 IP 潮品、智能科技用品两大业态，相关商位已于 2026 年 4 月进入试营业。

我们认为，公司所经营的物业规模处于行业中等水平，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布广泛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约 158 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。小商品城的经营品类覆盖 28 个大类、220 多万种商品，商户数量众多且分布广泛，有效分散了单一物业类型和区域高集中度带来的经营风险。

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。公司近年来调整经营策略，通过降价等方式加大库存去化力度，项目销售利润呈下降趋势。2023-2025 年，公司房地产销售板块毛利率分别为 23.0%、21.2%、5.4%。2025 年的板块毛利率包含全球数贸中心物业销售结转的影响，若剔除该部分，住宅地产板块毛利率仅为 0.9%，处于微利水平。这一趋势反映出公司现阶段更侧重库存去化而非追求项目利润，预计未来项目利润率将维持在很低水平。当前，公司整体库存去化周期仍然偏长，特别是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，存货去化效率在行业内偏弱。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，目前无待开发土地储备。响应地区行业政策，公司正探索通过将存量房转为安置房或保租房的方式，以盘活去化难度较大的库存，并在嘉悦澜庭、嘉圆小筑等项目启动实践，但目前实施规模有限。义乌市政府在城乡新社区集聚建设中向安置户派发“权益证”，安置户可凭此凭证等待未来分房或换购商品房。截至 2025 年末，公司其他非流动资产中包含约 5 亿元的权益证资产，系安置居民使用权益证换购公司旗下新房所产生。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，主城区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

2026-2027 年，我们对公司主要财务指标的基础假设如下：

- 随着全球数贸中心招商入场资格费逐年确认收入，公司市场经营板块的收入将保持增长，EBITDA 规模较 2025 年以前明显增加。兼顾考虑房地产及商品销售收入的波动，营业收入总体保持个位数增长。
- 由于较高利润率的市场经营收入上升，EBITDA 利润率呈现改善，保持在 23%-25%之间。
- 房地产并表项目合约销售保持约 30 亿元左右，建安支出 15-20 亿元，无新增拿地。
- 资本开支主要投向国际商贸城五期南侧地块项目等新建项目：2026 年约 50-55 亿元，包括新项目拿地支出约 37 亿元，2027 年约 20-25 亿元。

标普信评认为，公司的财务风险改善至“低”。随着全球数贸中心投入运营，公司通过预收入入场资格费、商位使用费及物业销售已回收可观的现金流，带动 EBITDA 规模增加，杠杆水平明显下降，财务风险从此前的“较低”改善至“低”。公司的房地产开发业务将聚焦存量去化，合约销售和支出可保持平衡，并不会增加债务负担。新建项目及房地产开发业务的资本支出压力总体可控，预计带息债务规模将保持平稳，财务风险的改善在未来 2 年内可持续。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 EBITDA 显著增长，令杠杆水平下降。公司市场经营板块的收入由商位使用费和入场资格费构成，采用预收机制，在商位使用期限内分期确认收入。入场资格费属于商位招商时所产生的的一次性现金流入，会随着新商位释放及新市场投入运营产生波动。2025 年第四季度，全球数贸中心招商开业，令公司预收较大规模的入场资格费，上述现金流入超出我们去年的预期。该一次性预收的入场资格费大部分将在 2026-2028 年内分期确认收入，从而使市场经营板块的收入出现明显增长。2029 年，随着入场资格费分摊完毕，该板块收入或将回落。截至 2025 年末，公司已通过全球数贸中心的商位招商预收入入场资格费约 94 亿元，商位使用费约 4 亿元；预收物业销售房款约 20 亿元。该项目预计总投资 83 亿元，截至 2025 年末，已投资 65 亿元，上述预收的入场资格费和物业销售款已经充分平衡前期的资本开支。我们预计，2026 年全球数贸中心超高层写字楼的预售以及市场四层配套商位的招商还将带来一定规模的现金流入。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稳步上升。

利润率方面，受低利润率的商品销售规模上升、房地产板块结转利润率大幅收窄的影响，2025 年公司 EBITDA 利润率有所回落。2026-2027 年，我们预计商品销售规模将保持平稳或小幅增长，房地产结转利润率维持在现有水平。同时，随着高利润率的市场经营收入上升，EBITDA 利润率将呈现改善，保持在 23%-25%之间。

我们预计，公司的房地产开发业务将聚焦存量去化，新增投资规模下降，房地产相关债务呈逐渐收敛态势。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%。2026-2027 年，公司房地产项目的合约销售或将保持在 30 亿元左右，存量项目建安支出 15-20 亿元。2025 年以来公司未再新获取土地，无待开发土地储备，板块待投资压力可控，现金流能够保持自平衡。

我们预计，随着全球数贸中心交付运营，公司的资本开支将转向以义乌国际商贸城五区市场南侧地块项目（以下简称“五区市场南侧地块项目”）为主的新项目投资，总体投资压力可控。2025 年 11 月，公司以 33 亿元竞得五区市场南侧地块，拟建设文商旅结合的商业综合体。该项目旨在为义乌市进口贸易创新发展提供体验陈列空间与场地保障，增强国际商贸城的文旅体验适配性，同时为现有市场的高成长性品类提供更大的业务发展空间。项目总投资约 79 亿元，建设周期为 2026 年至 2029 年，业态规划包括自持及对外销售的商业物业、商务办公物业等，预计先期通过对外销售物业平衡部分投资。此外，公司于 2026 年 4 月以 4 亿元竞得义乌市福田街道商城大道与商博路交叉口东北侧地块。该地块与五区市场南侧地块项目整体规划建设，总投资约 18 亿元，建设周期为 4 至 5 年。我们预计，2026 年公司各项资本开支约 50-55 亿元（含上述两个项目拿地款约 37 亿元），2027 年为 20-25 亿元。公司通过全球数贸中心项目回笼的资金非常充裕，新项目的资本开支并不会明显增加债务规模，经调整总债务规模将保持平稳。

我们也关注到，2026 年 4 月 8 日，公司下属上市公司商城集团发布公告称，商城集团于 2026 年 4 月 7 日召开第十届董事会第三次会议，审议通过了拟申请首次公开发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市的相关议案。此举旨在深化商城集团的国际化战略布局，持续吸引并集聚优秀的研发与管理人才，增强境外融资能力，进一步提升核心竞争力。H 股上市议案尚需提交股东会审议，并需要取得相关政府部门、监管机构的批准、核准或备案。我们认为，若商城集团 H 股上市顺利落地，将助力公司加快拓展国际业务，与主营业务形成良好协同效应，同时进一步拓宽融资渠道，我们将对该事项进展保持关注。

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 年末，公司获得银行机构授信 247 亿元，未使用授信 131 亿元，其中国有大型商业银行及政策性银行授信额度占比超过 60%。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
营业收入	16,506	19,840	29,513	得益于全球数贸中心投入运营，公司市场经营板块的收入规模将明显增长。营业收入总体保持个位数增长。由于较高利润率的市场经营收入上升，EBITDA 利润率小幅上升，保持在 23%-25%。	
EBITDA	3,472	5,087	6,624		
利息支出	773	858	787		
经调整总债务	20,108	18,826	18,293		
资本开支	2,605	1,474	2,142		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.8	3.7	2.8	2.0-3.0	2.0-3.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	4.5	5.9	8.4	8.5-10.5	8.5-10.5
EBITDA 利润率（%）	21.0	25.6	22.4	23.0-25.0	23.0-25.0

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4

商城控股财务数据调整-截至 2025 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	21,184	5,524	528	23,360	2,169
标普信评调整					
盈余现金	-4,691	-	-	-	-
其他权益工具	1,800	-	-	-1,800	-
对外担保和诉讼	-	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	857	-	-	-
资本化研发费用	-	-27	-	-	-27
当期所得税	-	-	-	-	-
资本化利息	-	-	228	-	-
营业成本中的资本化利息	-	211	-	-	-
其他权益工具股息或利息	-	-	32	-	-
现金利息支出	-	-	-	-	-
其他调整	-	58	-	-	-
标普信评调整值	-2,891	1,100	260	-1,800	-27
	经调整总债务	EBITDA	利息支出	所有者权益	资本开支
调整后	18,293	6,624	787	21,560	2,142

注: 总债务=短期债务+长期债务。数据尾差因四舍五入所致。

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”)、临沂商城国际贸易集团有限公司 (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。

表5

经营情况 (单位: 亿元, %)

	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-六区 (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
市场经营相关收入	53.2	7.2	1.9	8.1
市场经营业务毛利率	80.5	26.9	65.8	27.9
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委员会	海宁市人民政府国有资产监督管理委员会	临沂市国有资产监督管理委员会	绍兴市柯桥区人民政府
营业收入	295.1	10.2	14.2	8.8
资产总计	697.6	131.8	115.4	133.3
毛利率	20.9	35.3	13.5	31.5

注：上述经营及财务数据中，临沂商城市场经营相关收入、市场经营业务毛利率采用 2024 年数据，其余指标均采用 2025 年数据。

资料来源：公司提供，公开信息，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，公司通过预收入场资格费、商位使用费及物业销售已回收充裕的现金流，带动 EBITDA 规模上升，杠杆水平稳步下降，财务风险改善至“低”。新项目及房地产开发板块的投资支出整体可控，带息债务规模将保持平稳，财务指标的改善具有一定可持续性。财务风险的缓释亦推动公司个体信用状况由 aa_{spc-}提升至 aa_{spc+}。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、项目建设资本开支；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。

表6

流动性来源	流动性用途
货币资金及货币资金等价物约 94 亿元	偿还到期债务支出约 100 亿元
营运资金净流入约 40-65 亿元	在建项目资本开支约 50-55 亿元，包含项目拿地支出
可循环使用的金融机构授信、公开市场融资约 130 亿元	向股东分红 15-20 亿元（含子公司向少数股东分红）

注：数据截至 2025 年末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表7

债务到期分布（单位：亿元）

期限	金额
一年以内	101
一年以上	127
合计	228

注：截至 2025 年末，含永续债，到期日以行权日计。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

截至 2025 年末，公司因房地产业务为购房人办理抵押贷款提供担保约 12 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 年末，公司总资 产占义乌市属国有企业总量的 19%；2025 年全年，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 54%、136%。
- 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；2023-2025 年，公司获得政府补助金额 3,303 万元、4,596 万元、5,835 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、婴童生活用品、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，即全球数贸中心项目，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										
19	义乌壹号院 C、E 地块	49.00	完工	2019-2021	37.5	71.1	59.5	80.7	-	-
20	义乌壹号院 B 地块	24.00	完工	2019-2022	27.1	40.6	42.4	54.7	-	-
21	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	-	-
22	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	-	-
23	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）

	2023	2024	2025	2026.1-3
货币现金和交易性金融资产	4,601	6,986	10,422	8,953
固定资产	4,948	6,005	8,143	7,997
资产总计	57,698	63,627	69,761	71,173
短期借款	4,150	2,660	5,419	6,210
一年内到期的非流动负债	1,456	6,921	2,789	2,492
长期借款	4,648	4,239	5,634	6,022
应付债券	7,276	2,640	5,279	5,279
所有者权益合计	18,773	21,780	23,360	24,056
营业总收入	16,506	19,840	29,513	6,094
营业成本	12,835	14,678	23,332	4,647
销售费用	302	377	543	112
管理费用	637	651	695	148
财务费用	376	418	407	99
利润总额	3,233	3,729	4,684	1,050
净利润	2,599	2,758	3,389	777
经营活动现金流入小计	18,502	25,439	35,724	7,339
经营活动现金流出小计	18,087	20,666	25,789	6,847
经营活动产生的现金流量净额	415	4,773	9,935	492
投资活动现金流入小计	1,274	1,623	5,615	2,973
投资活动现金流出小计	5,134	2,481	13,164	4,570
投资活动产生的现金流量净额	-3,860	-858	-7,549	-1,597
筹资活动现金流入小计	18,176	15,262	16,664	3,239
筹资活动现金流出小计	13,339	16,800	19,695	2,496
筹资活动产生的现金流量净额	4,837	-1,538	-3,030	743

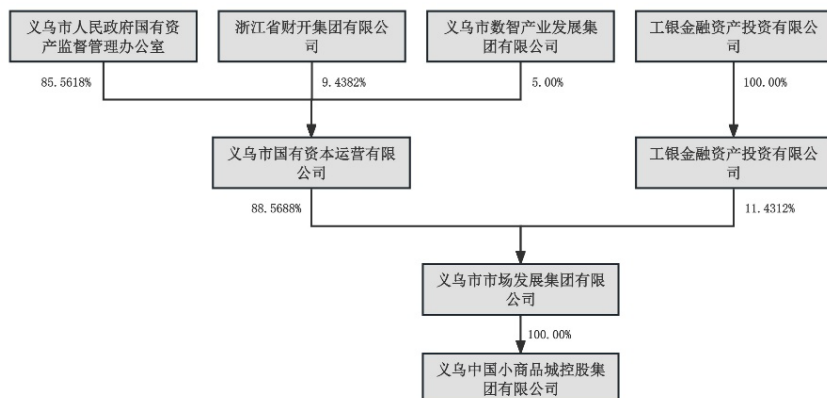
调整后财务数据及指标

	2023	2024	2025	2026.1-3
EBITDA	3,472	5,087	6,624	--
利息支出	773	858	787	--
经调整总债务	20,108	18,826	18,293	--
资本开支	2,605	1,474	2,142	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.8	3.7	2.8	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	4.5	5.9	8.4	--
EBITDA 利润率（%）	21.0	25.6	22.4	--

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 2023-2025 年审计报告及 2026 年 1-3 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。

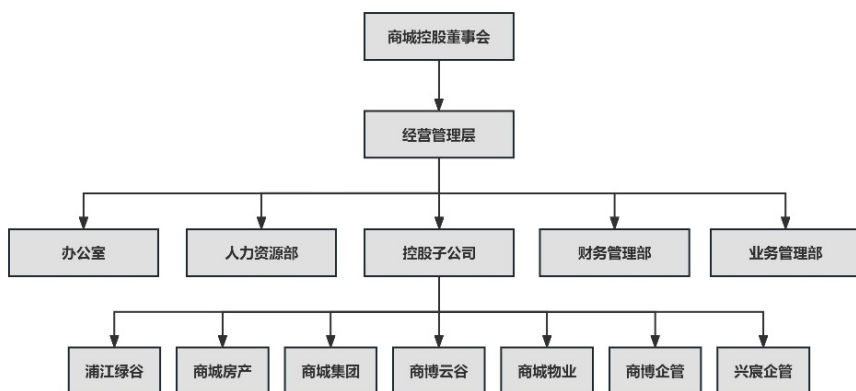
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录4： 评级对象股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

附录5： 评级对象组织结构图（截至 2026 年 3 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

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

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

$$折旧及摊销 = 折旧及摊销（报告值） + 经营租赁折旧摊销调整 + 其他调整$$

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

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

$$已付现金利息 = 现金利息支出 + 已付其他权益工具股利或利息 + 其他调整$$

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 级	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	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	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	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 级	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 级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 AA_{spc+}。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。

©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。