

广州岭南商旅投资集团有限公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【1129】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2025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	2025-9-2

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；同时，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，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	2025.3	2024	2023	2022
总资产	327.26	335.93	335.38	318.64
归母所有者权益	153.53	153.23	148.10	146.87
总债务	--	81.27	66.24	74.55
营业收入	41.19	156.44	143.86	107.88
净利润	1.01	4.57	3.27	0.74
经营活动现金流净额	-2.41	17.74	13.09	4.74
净债务/EBITDA	--	-0.42	-1.33	-0.89
EBITDA 利息保障倍数	--	5.15	5.10	3.11
总债务/总资本	25.04%	30.51%	26.90%	29.38%
FFO/净债务（%）	--	-138.34	-47.00	-27.24
EBITDA 利润率	--	9.38%	10.12%	9.61%
总资产回报率	--	2.79%	2.55%	1.55%
速动比率	1.12	1.10	1.15	1.27
现金短期债务比	--	1.88	2.17	2.80
销售毛利率	17.39%	18.50%	19.33%	14.83%
资产负债率	43.40%	44.89%	46.33%	43.75%
公司本部	2025.3	2024	2023	2022
总资产	206.49	205.19	178.28	156.60
所有者权益	145.07	144.86	141.29	121.99
营业收入	0.18	0.72	0.68	0.49
净利润	0.21	2.84	19.17	2.67
经营活动现金流净额	-0.58	-0.28	1.39	8.75
销售毛利率	73.62%	73.46%	68.23%	63.93%
资产负债率	29.74%	29.40%	20.75%	22.10%

注：2022-2024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2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：汪永乐
 wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
 wanghl@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，2024 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四及第十二位，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，公司在 2024 年中国饭店集团 60 强名单中排名第 14 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沛，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，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。
- 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逐年下降，但整体水平仍较高，主业经营带来利润贡献仍偏低，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	196.41	416.70	303.85	335.93
营业收入	171.39	113.72	67.04	156.44
净利润	13.36	2.57	2.15	4.57
销售毛利率	26.52%	40.16%	49.06%	18.50%
资产负债率	61.38%	51.37%	63.87%	44.89%

注：均为 2024 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_2022V1.0

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局将其所持有的岭南控股（000524.SZ）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6月末，公司合并范围内直接及间接持有主板上市公司广百股份（002187.SZ、49.1315%）、岭南控股（000524.SZ、60.09%）和新三板挂牌公司广百展贸（870079.NQ、100%）。截至2025年6月末，公司注册及实收资本为7.24亿元，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2024年末，公司纳入合并范围的一级子公司共30家（主要一级子公司详见附录三），重要子公司2024年财务指标见下表。

表1 重要子公司基本情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
广百股份	91.09	40.85	55.29	0.48
岭南控股	36.90	22.96	43.09	1.62

注：上表财务指标均为2024年度/末数据。

资料来源：上表中子公司2024年年报，中证鹏元整理

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观

政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

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

区位优势：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，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，广州市汇集京广、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，2023年末全市常住人口1,882.70万人，较2010年第六次全国人口普查结果增长近50%，人口吸附能力较强，且城镇化率高达86.76%。

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，2024年GDP增至3.10万亿元，经济总量居全国第五位，人均GDP显著高于全国平均水平，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，近年广州市固定资产投资呈现明显结构性特征，2024年房地产开发投资同比下降7.4%，扣除房地产开发投资后，建设改造投资增长4.9%；工业投资增长13.6%，高技术制造业投资增长14.3%，连续四年保持两位数增长。消费方面，广州市居民消费意愿及能力较强，2024广州市年人均可支配收入排名全国第四位，在以旧换新政策实施带动下，2024年广州市家居家装家电消费大幅增长，但受汽车等大宗商品消费低迷影响，全市消费市场增长承压，因此城镇居民人均消费支出排名下滑至第十二位，未来广州市通过以旧换新、商圈升级、文旅融合多措并举构建全域消费新格局，以消费场景激活“大市场”，提振经济发展。进出口方面，得益于出口形势明显改善，2024年广州市出口总值有所增长，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。

表2 广州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	31,032.50	2.1%	30,355.73	4.6%	28,839.00	1.0%
固定资产投资	8,638.1	0.2%	8,623.66	3.6%	--	-2.1%
规模以上工业增加值	--	-3.0%	--	1.4%	--	0.8%
社会消费品零售总额	11,055.77	0.03%	11,012.62	6.7%	10,298.15	1.7%
进出口总额	11,238.38	3.0%	10,914.28	0.1%	10,948.40	1.1%
人均 GDP（元）	164,830		161,634		153,625	
人均 GDP/全国人均 GDP	172.15%		180.88%		179.26%	

注：1）“-”表示未获取相关数据；2）上表中 2024 年人均 GDP=2024 年 GDP/2023 年末常住人口数。

资料来源：2022-2023 年广州市国民经济和社会发展统计公报、2024 年广州经济运行情况、2024-2025 年广州市政府工作报告、广州市人民政府网站，中证鹏元整理

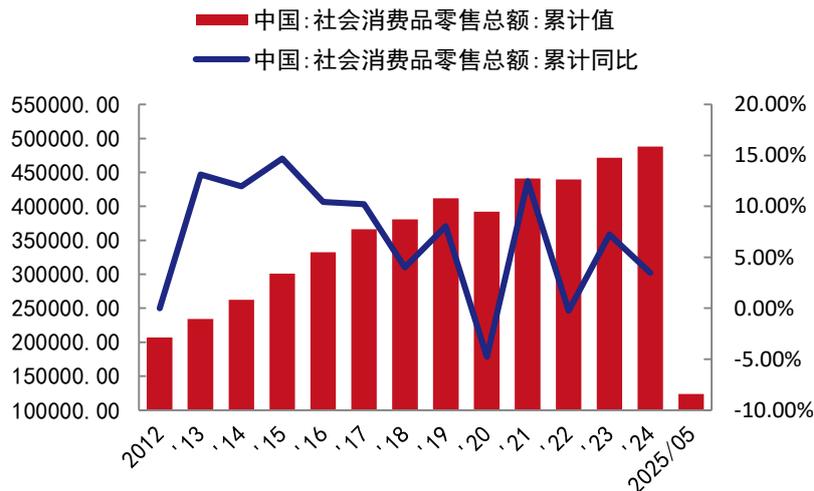
行业环境

零售百货行业

近年我国居民消费水平呈逐步恢复态势，线上零售对线下零售的冲击仍较大，传统百货业态面临较大压力，近期国家持续出台多项消费刺激政策，有望为商贸百货企业带来更多的销售机会

近年我国社会消费品零售总额经历了显著的波动与复苏。2023年起社会消费品零售随着宏观因素影响的消退而逐步恢复，2024年全年社会消费品零售总额达到48.8万亿元，同比增长3.5%，增速较2023年有所放缓但保持正向扩张。

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，基本生活类支出保持稳健，食品烟酒、居住等基础保障性消费占比稳定，而新兴消费如交通通信、教育文化娱乐等增速较快。服务消费成为重要增长极，2024年服务零售额增长6.2%，占居民消费支出比重提升至46.1%，旅游、文化娱乐等领域需求旺盛。分业态看，便利店、专业店、超

市零售额分别增长4.7%、4.2%、2.7%，而百货店、品牌专卖店零售额分别下降2.4%、0.4%，传统百货业态面临较大压力。下沉市场表现突出，乡村消费品零售额增长4.3%，高于城镇的3.4%，消费潜力向低线城市释放。

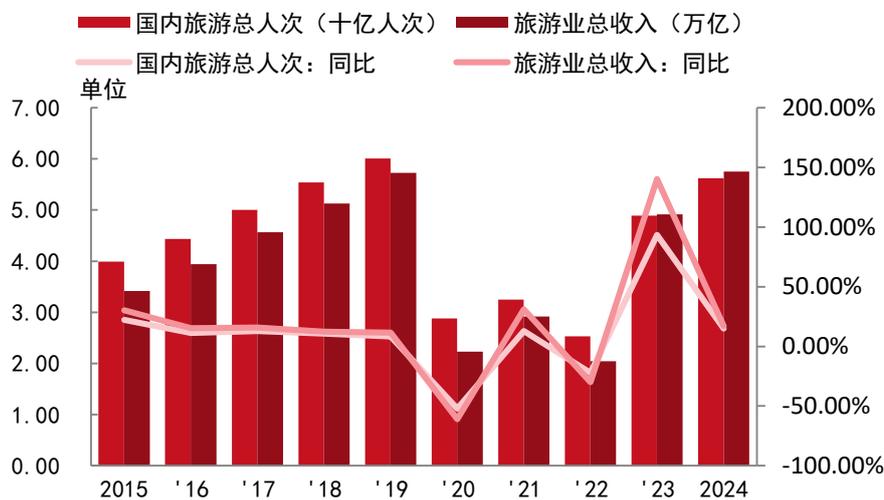
行业集中度逐步提升，头部企业通过并购重组和业态创新巩固优势。王府井、大商股份等企业通过免税业务、供应链整合和数字化转型扩大市场份额。线上平台竞争激烈，阿里淘天、拼多多分别占据前两位的市场份额，抖音电商等新兴平台通过直播带货快速崛起，分流传统零售流量。整体来看，传统电商及直播带货等线上零售对线下零售的冲击和分流仍较大。政策方面，近期国家及地方密集出台刺激消费政策，部分政策对线下零售的倾斜较大，商贸百货企业有望从中受益。

旅游及酒店业

2024年旅游业延续增长势头，入境游反弹显著，国家层面发布多项旅游行业利好政策，提升旅游基础设施和服务体验，预计2025年行业整体呈稳步发展态势

在宏观经济与居民可支配收入持续增长的背景下，人们消费水平不断提高、消费观念逐渐转变、旅游消费日趋大众化。2023年以来旅游业呈现出全面复苏态势，2024年延续增长势头。2024年国内旅游业收入达5.75万亿元，同比增长17.1%，为2019年的100.51%，创历史新高；国内旅游人数达56.15亿人次，同比增长14.8%，为2019年的93.49%；国内旅游人均每次旅游消费1,024.04元，同比增长1.9%。

图 1 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，国家一系列利好政策的出台为我国旅游业发展提供了良好的政策环境，多部门出具了支持性的细化政策与规划，从加大产品多样化供给、优化旅游基础设施投入、放宽优化过境免签政策等多方面给予指导及支持，推动旅游行业高质量发展。展望2025年，文旅消费需求有望在一系列政策刺激下继续增长，预计行业发展态势保持稳健。

我国酒店行业近年发展势头较好，但市场整体竞争加剧，“量升价跌”成为行业显著特征

国内酒店行业作为旅游产业链中的关键环节，在近年来呈现出一定的增长发展态势。2024年中国酒店住宿业市场规模达到6,000亿元，较上年增长8%。截至2024年底，中国酒店业门店数量达34.87万家，客房数1,764万间，均超过2018至2019年中国酒店业规模峰值。

2024年酒店市场整体竞争加剧，“量升价跌”成为显著特征。一方面，供给端增长超出预期，据中国饭店协会统计，2024年上半年国内新开业酒店2.3万家，是2019年同期的109%，新增房间量100万间，是2019年同期的103%。截至2024年第三季度末，国内在营酒店总量已超过36万家，客房存量突破1,714万间，达到了历史新高。另一方面，在需求端，旅游市场的增长并未能完全消化新增的供给，导致酒店平均房价下跌。

整体来看，宏观经济形势对酒店、旅社行业影响显著。2024年以来整体经济增长面临一定压力，居民可支配收入增长放缓，消费信心不足，导致旅游消费和商旅支出减少，酒店需求受到抑制。同时，经济形势不稳定也使得投资者对酒店项目的投资更加谨慎，一定程度上影响了行业的扩张和发展。

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下属两大上市公司广百股份、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”），其中大商贸依托广百股份的稳健经营，近年收入规模稳中有增，且毛利率表现较为稳定，而随着国内商旅出行市场的快速复苏与加速，公司大旅游板块业务收入自2023年起实现高速增长，同时收入占比亦快速提升。此外，公司大食品板块近年收入规模较为稳定，对公司营收形成稳定补充。毛利率方面，公司大商贸及大食品板块毛利率较为稳定，随着旅游业快速复苏，公司大旅游板块毛利率恢复至正常水平，带动整体毛利率上升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年			2022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	19.69	47.80	17.62	68.76	43.95	21.42	65.82	45.75	22.56	56.55	52.42	22.18
大旅游板块	11.24	27.29	23.67	50.89	32.53	21.52	41.22	28.65	23.00	15.32	14.20	9.86
大食品板块	9.90	24.03	9.80	37.74	24.12	7.95	37.27	25.91	8.13	35.57	32.97	7.98
其他	0.36	0.87	19.44	-0.95	-0.61	-26.32	-0.45	-0.31	-100.00	0.44	0.41	-202.27
合计	41.19	100.00	17.39	156.44	100.00	18.50	143.86	100.00	19.33	107.88	100.00	14.83

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40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，但坪效存在一定提升空间；但商贸行业竞争较为激烈且电商持续对线下商贸带来较大冲击，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，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。2024年，公司位居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40位，近年排名持续提升。截至2024年末，公司共拥有26家门店，其中广州市区综合百货店14家，购物中心4家，超市专业店2家，钟表专业店1家；广东省其他城市综合百货店4家，购物中心1家，经营面积合计约65万平方米。公司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。

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2 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	2024年收入/毛利率
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 电器：3C、数码产品 超市：滋补、烟酒品牌	5.74/100%
购销	广百股份先向供应商下单采购商品、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 电器：家用电器 超市：自有品牌及节令性商品	43.46/4.58%
物业出租	第一类：配合门店零售业务，直接面向商家出租； 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 第二类：不限业务	3.52/66.02%

资料来源：公司提供

近三年公司自营模式收入规模逐年提升，占比保持在84%-89%¹之间，但整体毛利贡献低于联销模式，同时需关注公司购销模式业务规模持续增长带来的库存周转压力。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保持较好增长，且毛利率保持在60%以上。

在宏观经济、电商分流等因素的影响下，近年来公司客单价和坪效有所波动，其中广州友谊门店经营效率优于广百股份门店，公司坪效有一定提升空间。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，综合影响下，公司坪效波动提升。但在宏观经济、电商分流等因素的影响下，公司客单价呈下降趋势。

表3 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	2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
广百股份坪效	0.35	1.06	1.10	1.00
广州友谊坪效	0.42	2.70	2.77	2.27
广百股份客单价	727	667	689	842
广州友谊VIP客单价	1,168	1,160	1,313	1,359

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

¹ 若考虑全额法，2024年公司百货类购销占比约45%，联销占比约55%；电器类代销占比约85%，联销占比约15%。

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。

公司核心门店营收表现稳定，但部分门店面临较大的转型及竞争压力。2022-2024年，得益于极佳的区位优势和品牌覆盖，公司广百北京路店保持较好的营业增速，广百天河中怡店亦保持稳定增长，而广州友谊环市东店营收水平存在一定波动。此外，公司于2023年收购的天河万科广场（现名智慧城广百广场）近年实现较快的收入增长，目前已经为公司营收第四大门店。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，公司部分门店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4 近年来广百股份前十大门店收入情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
广百北京路店	4.41	17.00	10.44	9.78
广州友谊环市东店	1.32	14.41	17.51	14.18
广百天河中怡店	0.92	3.26	3.01	2.40
广州友谊正佳店	0.35	1.39	1.58	1.56
广州友谊国金店	0.16	0.89	1.13	1.15
智慧城广百广场	0.59	2.17	0.07	不适用
广百新市店	0.13	0.66	0.62	0.58
海珠广百广场	0.15	0.53	0.62	0.56
广百花都店	0.14	0.50	0.54	0.53
荔胜广百广场	0.10	0.41	0.41	0.36

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，但与行业头部电商平台差距仍明显，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2024年末，广百、广州友谊会员人数合计超319万，其中电子会员超270万。公司自建线上销售平台包括“广百荟”和“友谊网乐购”，2024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42,489万元，营业收入30,993万元。截至2024年底，公司自建线上销售平台注册用户数量达268万人。广百股份旗下各门店持续深化直播带货、福利社群等线上线下结合的策略，成功推动了销售与品牌传播，2024年实现抖音本地生活平台曝光超3,000万次，抖音本地生活+抖音电商累计GMV超950万元，整单及会员连带销售近9,000万元。公司更通过全员分销激励机制、多店联动分享等策略，推动了门店流

量的持续增长。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；随着居民消费出行及消费意愿的恢复，公司大旅游业务板块实现快速复苏

公司大旅游板块主要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，在原国家旅游局最新公布的全国百强旅行社排名中，广之旅位列全国十强，广东第一；入选第七届（2024年）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，目前已完成全国性布局。2024年末，广之旅在全国开设门店共184家，其中广东省内开设门店共110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。2022-2024年，公司分别实现旅行社收入3.34亿元、22.46亿元及31.18亿元，其中2024年出境游（不含港澳）实现营收15.60亿元，国内游实现营收14.50亿元，入境游实现营收0.35亿元，实现净利润0.36亿元，毛利率方面，公司2023-2024年毛利率稳定在13.5%左右。

表5 近年来公司旅行社业务人数情况（单位：万人次）

项目	2025年 1-3月	2024年	2023年	2022年
出境游	7.80	34.86	17.19	0.00
入境游	0.05	0.89	0.60	0.01
国内游	20.22	110.40	105.41	23.61
合计	28.07	146.15	123.20	23.62

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“岭南五号酒店”“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（以下简称“都市酒店集团”）70%股权的收购事项，承担对都市酒店集团旗下酒店的受托管理职能，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发布的2024年中国饭店集团60强名单中排名第14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，目前运营情况较好。目前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。2022-2024年，公司酒店经营业务²收入分别为5.53亿元、9.59亿元和9.48亿元，收入恢复良好，同时毛利率已由2022年的6.96%恢复至2024年的35.62%。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”。自2023年居民旅游消费需求显著恢复以来，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，平均房价逐年增长，营业收入快速恢复后保持稳定。

表6 近年公司主要自营酒店经营情况

产品	项目	2024年	2023年	2022年
广州花园酒店 (白金五星)	平均出租率	76%	77%	76%
	平均房价(元/间/天)	887	848	796
	营业收入(亿元)	4.58	4.64	1.05
中国大酒店 (五星)	平均出租率	63%	62%	54%
	平均房价(元/间/天)	608	589	540
	营业收入(亿元)	2.98	2.94	0.56
东方宾馆 (五星)	平均出租率	59%	59%	62%
	平均房价(元/间/天)	539	509	540.01
	营业收入(亿元)	1.95	2.05	0.44
流花宾馆 (三星)	平均出租率	47%	50%	34%
	平均房价(元/间/天)	379	374	349
	营业收入(亿元)	0.79	0.77	0.17
广州宾馆 (三星)	平均出租率	82%	77%	72%
	平均房价(元/间/天)	572	552	485
	营业收入(亿元)	0.96	0.87	0.18

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。

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。公司主要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，2022-2024年，酒店管理收入分别为1.16亿元、1.81亿元和2.27亿元，毛利率则受新增管理酒店的品牌和档次影响，存在一定波动，分别为30.67%、35.50%和27.29%。截至目前，公司旗下在管理品牌主要有“岭南五号酒店”“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。

表7 近年公司酒店数量情况（单位：家、间）

项目	2024年	2023年	2022年
公司自营酒店数量	38	30	29
公司自营酒店客房数量	14,147	15,466	15,376
公司管理酒店数量	1,053	1,012	37
公司管理酒店客房数量	66,494	61,373	9,815

资料来源：公司提供

截至2025年3月末，公司酒店合计1,091家，其中持有权益并自行管理38家，客房数量总计14,147间；归第三方拥有而由公司管理的酒店1,053家，客房数量总计66,494间。酒店等级方面，公司拥有五星标准的酒店3家、三星酒店2家、经济型或连锁型酒店1,086家。

表8 截至2025年3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	3	2,568	-	-
三星级	2	521	-	-
经济或连锁型	16	8,094	1,070	69,458
合计	21	11,183	1,070	69,458

注：该表格不含部分自营未定星酒店。

资料来源：公司提供

整体来看，公司酒店经营收入及利润恢复情况较好，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稳健发展，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能力，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12条，粮油产品年产能达34.5万吨。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。目前，公司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。

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60万吨，租赁仓库5个，有效仓容6.7万吨，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。

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。目前致美斋阳西生产基地项目（一期）已部分投产，产能水平得到较大提升，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，未来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。

表9 公司粮油经营业务情况（单位：万元、吨）

科目	2024年	2023年	2022年
营业收入	349,073.78	344,805.34	329,568.44
其中：面粉	65,439.54	69,955.78	68,913.45
面制品	7,189.17	6,278.00	7,218.19
大米	45,538.49	44,511.27	57,495.85
食用油	9,230.84	11,486.42	5,706.38
小麦	89,139.94	70,850.78	65,462.15
稻谷	834.87	2,879.75	2,881.48
糖	22,222.39	36,197.61	34,602.19
酒	6,234.43	7,583.17	6,667.21
零售商品	11,848.78	11,006.46	10,955.56
其他（含储备）	91,395.33	84,056.10	69,665.98
销售量	932,971.02	831,071.20	821,841.25
其中：面粉	199,125.66	202,982.73	200,338.76
面制品	9,225.10	7,399.58	7,984.61
大米	102,321.36	101,961.43	150,708.09
食用油	8,855.14	9,434.81	4,086.38
小麦	320,937.89	244,610.62	221,895.66
稻谷	2,846.63	10,608.71	11,915.41
糖	30,745.15	58,860.81	67,401.00
其他（含储备）	258,914.09	195,212.51	157,511.34
销售均价（元/吨）	4,148.93	4,148.93	4,010.12
其中：面粉	3,286.34	3,446.39	3,439.85
面制品	7,793.05	8,484.27	9,040.13
大米	4,450.54	4,365.50	3,815.05
食用油	10,424.27	12,174.51	13,964.39
小麦	2,777.48	2,896.47	2,950.13
稻谷	2,932.84	2,714.51	2,418.28
糖	7,227.93	6,149.70	5,133.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（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，目前该板块主要由公司本部及各子公司负责。

截至2024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三只基金，截至2025年6月末，母基金认缴规模为23亿元，实缴10.1亿元，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、三期项目投资等等。此外，广百股份于2023年以8.8亿元完成对天河万科广场商业部分的收购，并将其更名为“智慧城广百广场”，目前已运营超一年，盈利表现良好。

截至2024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9支基金，合计账面价值15.77亿元，投向分布较广，项目退出及收益分配情况较好。

此外，截至2025年6月末，公司亦持有广州农村商业银行股份有限公司3.03亿股（持股比例2.11%），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。2022-2024年，公司分别实现投资收益2.42亿元、1.79亿元和1.96亿元。

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

公司是广州市国资委控股的国有独资企业，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，2022-2024年资本公积增加13.24亿元。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各类政府补贴，2022-2024年公司收到的政府补贴分别为7.13亿元、4.08亿元和3.97亿元，分别占当期利润总额的439.50%、74.35%和60.02%，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2022-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

随着经营的不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，其中现金类资产较为充裕，非流动资产主要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波动影响有所变动，综合影响下，公司产权比率有所波动，但整体杠杆水平稳定，公司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1 公司资本结构

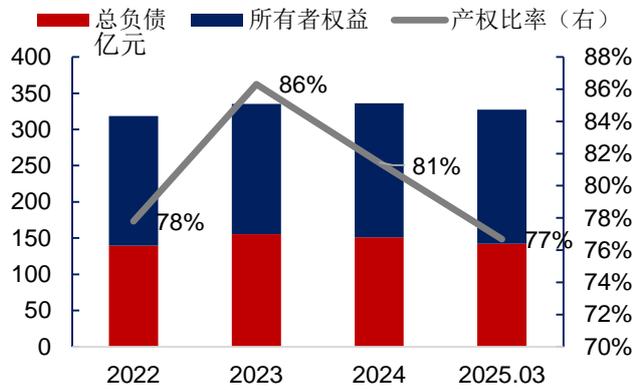
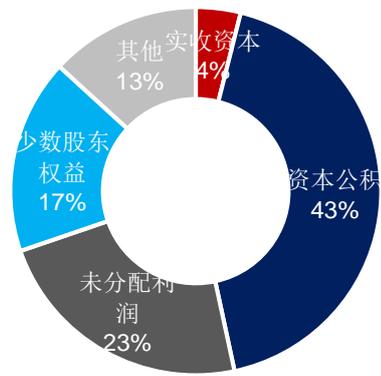


图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 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，其中流动资产主要以货币资金为主，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，规模逐年小幅下降，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，近年规模及占比保持稳定，但需要注意的是，截至2024年末公司投资性房地产及固定资产分别有2.58亿和6.60亿资产尚未办妥权证。此外，2024年末公司其他非流动资产主要包括公司与越秀集团合作的商业地产项目（公司持股2%），未来有望持续为公司带来投资收益。资本运作方面，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2.11%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2024年末，公司除货币资金外受限资产规模较小，为11.63亿元，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	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	82.50	25.21%	91.68	27.29%	90.62	27.02%	87.51	27.46%
存货	16.36	5.00%	16.60	4.94%	17.56	5.24%	18.38	5.77%

流动资产合计	111.33	34.02%	121.58	36.19%	119.85	35.73%	120.95	37.96%
其他非流动金融资产	15.76	4.82%	15.77	4.69%	16.26	4.85%	16.46	5.16%
长期股权投资	27.66	8.45%	27.59	8.21%	26.27	7.83%	24.07	7.55%
投资性房地产	29.32	8.96%	27.93	8.31%	28.55	8.51%	20.83	6.54%
固定资产	55.83	17.06%	56.42	16.79%	53.18	15.86%	55.88	17.54%
使用权资产	16.58	5.07%	16.16	4.81%	19.68	5.87%	22.31	7.00%
其他非流动资产	31.68	9.68%	31.92	9.50%	32.13	9.58%	28.39	8.91%
非流动资产合计	215.93	65.98%	214.35	63.81%	215.53	64.27%	197.69	62.04%
资产总计	327.26	100.00%	335.93	100.00%	335.38	100.00%	318.64	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

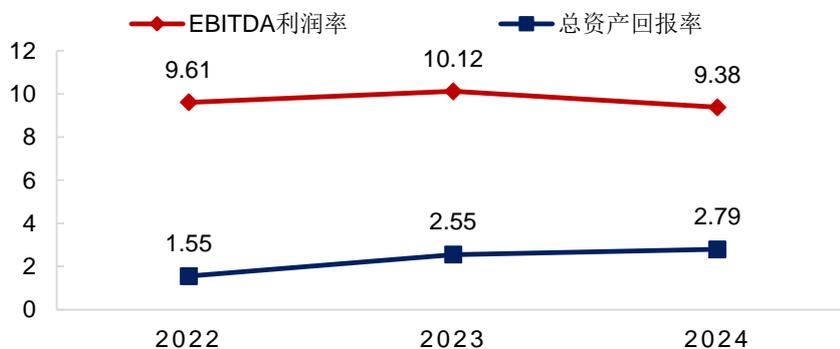
盈利能力

随着大旅游板块的复苏，公司主业盈利水平有所提升，但公司主业所处行业竞争较为激烈，自身盈利能力一般，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、大食品板块收入及利润贡献较为稳定，随着居民宏观影响消退、旅游业景气度提升等因素影响，大旅游板块2023年起收入及利润实现显著提升，带动公司盈利指标改善，但受政府补贴及投资收益下降的影响，公司EBITDA增速远低于营收增速，因此2024年EBITDA利润率小幅下滑，但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，预计随着国家刺激消费政策的持续出台，公司主业收入及利润存在进一步增长空间，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，但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现有盈利水平。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 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持续提升，长期借款规模及占比则整体有所下降，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，2022-2024年规模逐年下降。此外，公司目前存续债券规模仅有5亿元。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，目前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	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	36.35	25.59%	36.04	23.90%	30.50	19.63%	25.20	18.08%
应付账款	10.73	7.56%	12.90	8.55%	11.47	7.38%	10.41	7.46%
合同负债	10.69	7.53%	11.84	7.85%	11.50	7.40%	12.21	8.76%
其他应付款	14.56	10.25%	13.67	9.06%	18.25	11.75%	21.14	15.17%
一年内到期的非流动负债	6.52	4.59%	11.57	7.68%	9.49	6.11%	4.58	3.29%
流动负债合计	84.59	59.55%	95.33	63.22%	89.24	57.44%	80.55	57.78%
长期借款	12.96	9.13%	12.42	8.24%	18.04	11.61%	17.07	12.24%
应付债券	5.00	3.52%	5.00	3.32%	5.00	3.22%	5.08	3.64%
租赁负债	15.56	10.96%	14.86	9.85%	18.44	11.87%	21.20	15.20%
非流动负债合计	57.45	40.45%	55.47	36.78%	66.12	42.56%	58.86	42.22%
负债合计	142.03	100.00%	150.79	100.00%	155.37	100.00%	139.42	100.00%
总债务	--	--	81.27	53.90%	66.24	42.64%	74.55	53.47%
其中：短期债务	--	--	49.00	60.29%	41.36	62.44%	31.21	41.86%
长期债务	--	--	32.28	39.71%	24.88	37.56%	43.34	58.14%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本开支方面，目前公司主要在建项目为广州市粮油食品产业园（广清园）一期工程项目、致美斋阳西生产基地项目（一期）和广百物流南部物流枢纽项目二期，考虑到上述项目均有专项债等资金支持，综合来看，我们认为公司资本开支压力尚可，但需重点关注项目建设和运营情况及投资回报表现。

表12截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	预计投入运营时间
广州市粮油食品产业园（广清园）一期工程项目	14.82	2.15	2027年1月
致美斋阳西生产基地项目（一期）	12.00	6.61	2025年1月
广百物流南部物流枢纽项目二期	9.59	5.75	2025年7月
合计	36.41	14.51	-

资料来源：公司提供

现金流方面，随着2023年子公司岭南控股大旅游板块收入的快速复苏，公司现金流表现快速提升，主业现金生成能力较好。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，随着2023年公司FFO的大幅增长，且净债务规模持续为负，公司现金流对净债务的覆盖情况较好。与此同时，公司杠杆水平较为稳定，资产负债率波动不大且处于较低区间，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。

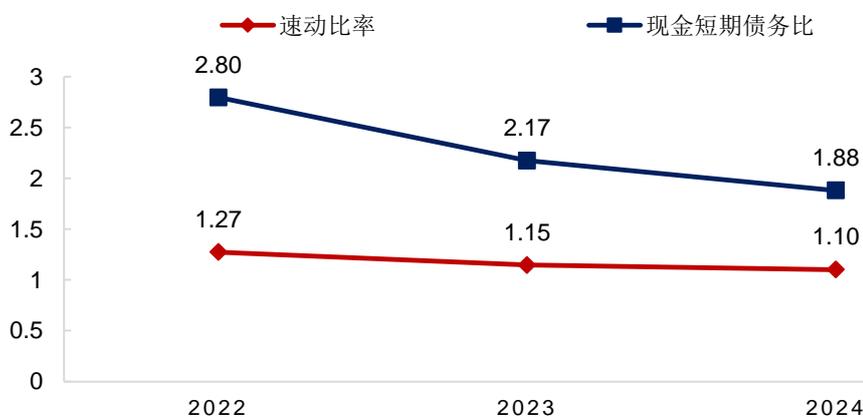
表13公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.41	17.74	13.09	4.74
FFO（亿元）	--	8.57	9.12	2.52
资产负债率	43.40%	44.89%	46.33%	43.75%
净债务/EBITDA	--	-0.42	-1.33	-0.89
EBITDA 利息保障倍数	--	5.15	5.10	3.11
总债务/总资本	--	30.51%	26.90%	29.38%
FFO/净债务	--	-138.34%	-47.00%	-27.24%
经营活动现金流净额/净债务	--	-286.17%	-67.44%	-51.29%
自由现金流/净债务	--	-118.02%	16.01%	9.47%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，尽管近年公司短期债务规模逐年增长，但基于公司较为充裕的现金类资产，公司现金短期债务比表现较好，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2024年末，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190.23亿元，尚未使用额度127.92亿元，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4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

母公司报表情况

公司经营性资产和主要经营成果集中于子公司，但同时也承担了一定投融资职能，整体来看，母公司资产负债率保持在较低水平，债务压力尚可

公司经营性资产集中于子公司。近年母公司资产规模持续增长，主要由现金类资产和长期股权投资构成。截至2025年3月末，母公司货币资金规模为29.94亿元，受限比例较低，现金类资产储备尚可。长期股权投资仍是母公司资产的最主要构成，主要以对上市子公司广百股份、岭南控股以及岭南国际、粮食集团、致美斋等各板块子公司的投资为主，由于公司的经营成果主要集中于子公司，母公司的收入规模不大，利润主要来源于投资收益。

尽管母公司经营性资产规模及收入有限，但仍承担了一定投融资职能，母公司债务主要由银行借款和发行债券构成，主要由于资本运作及项目投资及运营。截至2024年末，母公司总债务占合并口径总债务的比重为39.79%，资产负债率29.40%，杠杆水平较低。

表3 母公司主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	29.94	31.29	26.35	9.26
其他应收款	13.34	13.14	3.28	6.27
长期股权投资	127.67	126.67	115.50	122.54
资产总计	206.49	205.19	178.28	156.60
所有者权益	145.07	144.86	141.29	121.99
营业收入	0.18	0.72	0.68	0.49
总债务	--	32.34	26.38	22.77
短期债务	--	20.85	11.94	9.06
资产负债率	29.74%	29.40%	20.75%	22.10%
总资产/合并口径总资产	0.63	0.61	0.53	0.49
经营活动现金流净额	-0.58	-0.28	1.39	8.75
总债务/合并口径总债务	--	39.79%	39.82%	30.54%
营业收入/合并口径营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润/合并口径净利润	0.21	0.62	5.86	3.63

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，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2022年1月1日至报告查询日，公司本部（2025年5月13日）、子公司广百股份（2025年4月28日）、岭南控股（2025年4月29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（2025年7月21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，政府补贴对公司利润的贡献较大；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；因此，尽管公司从事业务基本为市场化运营，但部分收入仍来源于政府，且政府对公司的战略发展及经营方向起到决定性作用，因此广州市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，预计未来公司与广州市政府关系将大体上稳定。

（2）公司对广州市政府非常重要。公司从事的商贸、旅游、粮食业务主要为市场化运作，但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，具有一定战略地位；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。

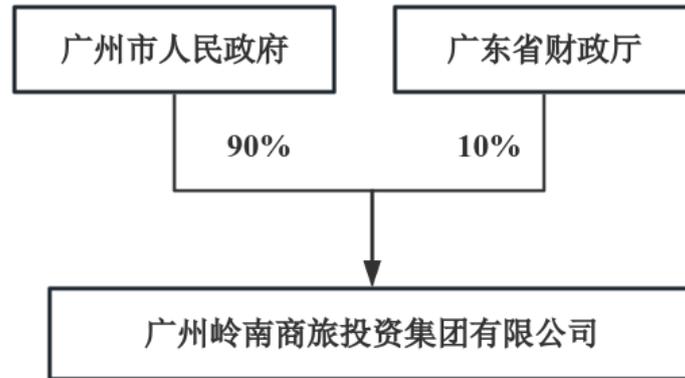
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	82.50	91.68	90.62	87.51
流动资产合计	111.33	121.58	119.85	120.95
固定资产	55.83	56.42	53.18	55.88
非流动资产合计	215.93	214.35	215.53	197.69
资产总计	327.26	335.93	335.38	318.64
短期借款	36.35	36.04	30.50	25.20
其他应付款	14.56	13.67	18.25	21.14
一年内到期的非流动负债	6.52	11.57	9.49	4.58
流动负债合计	84.59	95.33	89.24	80.55
长期借款	12.96	12.42	18.04	17.07
应付债券	5.00	5.00	5.00	5.08
租赁负债	15.56	14.86	18.44	21.20
长期应付款	10.89	10.88	10.88	6.52
非流动负债合计	57.45	55.47	66.12	58.86
负债合计	142.03	150.79	155.37	139.42
总债务	--	81.27	66.24	74.55
其中：短期债务	--	49.00	41.36	31.21
长期债务	--	32.28	24.88	43.34
所有者权益	185.23	185.14	180.01	179.22
营业收入	41.19	156.44	143.86	107.88
营业利润	1.32	6.64	5.32	1.54
净利润	1.01	4.57	3.27	0.74
经营活动产生的现金流量净额	-2.41	17.74	13.09	4.74
投资活动产生的现金流量净额	4.11	-11.53	-20.43	-27.53
筹资活动产生的现金流量净额	-5.61	-11.17	5.47	-10.87
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	14.67	14.56	10.36
FFO（亿元）	--	8.57	9.12	2.52
净债务（亿元）	--	-6.20	-19.41	-9.24
销售毛利率	17.39%	18.50%	19.33%	14.83%
EBITDA 利润率	--	9.38%	10.12%	9.61%
总资产回报率	--	2.79%	2.55%	1.55%
资产负债率	43.40%	44.89%	46.33%	43.75%
净债务/EBITDA	--	-0.42	-1.33	-0.89
EBITDA 利息保障倍数	--	5.15	5.10	3.11
总债务/总资本	--	30.51%	26.90%	29.38%
FFO/净债务	--	-138.34%	-47.00%	-27.24%

经营活动现金流净额/净债务	--	-286.17%	-67.44%	-51.29%
速动比率	1.12	1.10	1.15	1.27
现金短期债务比	--	1.88	2.17	2.80

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月）



资料来源：公司资料，中证鹏元整理

附录三 2024 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
广州岭南国际企业集团有限公司	20.20	100.00%	商务服务业
广州市岭南资本管理有限公司	9.00	100.00%	投资、咨询
广州岭南花园大角山酒店发展有限公司	8.60	100.00%	酒店服务业
广州市广百物流有限公司	7.33	100.00%	仓储服务
广州市广百股份有限公司	7.01	49.1315%	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
广州白云国际会议中心有限公司	5.64	100.00%	会展服务业
广州市东方酒店集团有限公司	4.56	100.00%	酒店服务业
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
广州岭南置业有限公司	0.57	100.00%	其他
广州副食品企业集团有限公司	1.59	100.00%	主副食品销售业
广州流花宾馆集团股份有限公司	1.23	82.96%	酒店服务业
广州市致美斋酱园有限公司	1.10	100.00%	主副食品销售业
广州市广百资本有限公司	1.00	86.68%	投资、咨询

资料来源：公司 2024 年审计报告、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+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