

利群商业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022) 100489】

评级对象: 利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

利群转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2022年6月23日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月24日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年6月20日

主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.27	4.59	1.29	1.96
刚性债务	22.15	35.29	43.67	43.37
所有者权益	46.36	47.91	49.41	49.42
经营性现金净流入量	-2.84	-6.50	-12.63	1.86
合并口径数据及指标:				
总资产	120.35	130.99	169.50	165.82
总负债	73.52	83.33	124.30	120.93
刚性债务	33.29	46.38	55.87	57.18
所有者权益	46.83	47.66	45.20	44.90
营业收入	124.41	83.89	80.84	22.12
净利润	2.67	1.43	0.80	-0.25
经营性现金净流入量	3.22	5.74	6.29	0.65
EBITDA	9.64	7.47	8.21	—
资产负债率[%]	61.09	63.61	73.33	72.93
权益资本与刚性债务 比率[%]	140.70	102.77	80.91	78.51
流动比率[%]	60.51	64.06	56.59	53.61
现金比率[%]	6.27	14.12	9.21	10.52
利息保障倍数[倍]	4.71	2.24	2.06	—
净资产收益率[%]	5.78	3.02	1.72	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	4.55	8.84	8.78	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-27.96	-9.37	-5.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.11	5.05	4.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.19	0.16	—

注:根据利群股份经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

熊桦 xh@shxsj.com

翁斯喆 wsz@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对利群商业集团股份有限公司(简称利群股份、发行人、该公司或公司)及其发行的“利群转债”的跟踪评级反映了2021年以来利群股份在品牌及区域市场地位、经营业态多元化、主业现金回笼等方面继续保持优势,同时也反映了公司在业绩改善、即期偿债、项目投资融资、业务运营管控等方面继续面临压力或风险。

主要优势:

- **品牌及区域市场竞争优势。**利群股份是山东省商业零售龙头企业之一。公司业务以青岛为中心,辐射山东半岛零售市场,已在区域内形成了较高的品牌认知度及区域市场竞争力。同时,公司在江苏、安徽、上海等华东区域市场也有所布局。总体来看,公司主业所属区域市场经济实力及消费能力较强。
- **经营业态呈现多元化。**利群股份现已形成全品类、多业态的零售业务结构,加之品牌代理及物流配送业务的共同发展,公司业务之间能形成良好协同。
- **搬迁补偿收益对利润形成支撑。**2021年利群股份全资子公司福兴祥物流集团有限公司与胶州市三里河街道办事处签署搬迁协议,对公司原物流基地相关资产进行搬迁,搬迁补偿金额共计8.40亿元,截至2022年3月末公司已累计收到7.56亿元。2021年,公司对此事项确认收益共计4.50亿元,对当年利润形成支撑。
- **主业现金回笼、自有物业资产等能为偿债提供保障。**利群股份零售主业现金回笼较为及时,能为偿债提供基本保障。同时,公司拥有一批未受限自有商业物业资产,资产质量较好,能为偿债提供进一步支撑。此外,作为上市公司,公司具备资本市场融资能力,融资渠道较为畅通。

主要风险：

- **业绩改善压力。**跟踪期内，在疫情反复、新零售业态冲击影响下，利群股份主业经营面临的外部压力加大。公司华东区域门店仍处于调整培育阶段，跟踪期内调改力度较大，因关店共计产生约1.9亿元一次性损失，拖累业绩表现；加之门店培育，新物流基地投入运营及执行新租赁准则增加相关费用支出等因素综合影响，公司主业盈利弱化并出现亏损。疫情影响下，公司业绩改善压力大。
- **即期偿债压力。**利群股份债务结构偏短期，面临较大即期债务偿付压力。
- **项目投融资压力。**利群股份在建商业类项目后续仍存在进一步投入需求，关注疫情影响下，公司项目推进节奏，以及后续投融资压力。
- **可转债转股风险。**利群股份拟使用本次可转债募集资金满足相关商业综合体及物流项目的投入需求，需关注未来转股情况，以及公司负债经营程度控制情况。若后续可转债未能成功转股，公司仍需进行还本付息，将增加公司债务偿付压力。
- **业务运营管控压力。**随着外部竞争压力加大以及利群股份业务规模的扩大，跨区域、跨业务领域发展带来的内部管控压力及流动性管理压力增加，同时对公司提升运营能力及效率、扩大品牌影响力、加强商品质量安全等方面提出了更高的要求。

➤ 未来展望

通过对利群股份及其发行的利群转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述可转换公司债券还本付息安全性很强，并维持上述可转换公司债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



利群商业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“利群转债”或“可转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据利群商业集团股份有限公司（简称“利群股份”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对利群股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2020 年 2 月，经中国证监会《关于核准利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2020]44 号）核准，该公司获准公开发行 18 亿元可转换公司债券。公司于 2020 年 4 月 1 日发行 18 亿元“利群转债”，并于 2020 年 04 月 21 日起在上海证券交易所上市交易。本次发行的可转债期限为 6 年；票面利率设定为：第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。本次可转债转股期自 2020 年 10 月 9 日起，截至 2022 年 3 月末，累计 20.40 万元“利群转债”已转股。

该公司本次可转债净募集资金 17.89 亿元，规划用于 3 个商业综合体项目和 1 个物流供应链项目，具体为“利群百货集团总部及商业广场项目”、“利群广场项目”、“蓬莱利群商业综合体项目”以及“利群智能供应链及粮食产业园二期项目”，项目总投资额合计为 33.39 亿元。跟踪期内，公司继续推进上述项目建设，其中利群百货集团总部及商业广场项目、利群智能供应链及粮食产业园二期项目已于 2021 年内部分开业或投入使用，剩余项目仍在建设中，将根据市场情况适时推进。

图表 1. 本次债券募集资金拟投资项目概况

序号	募集资金投资项目	项目实施地点	投资额 (亿元)	拟使用募集 资金金额 (亿元)	截至2021年末 已投入募集 资金(亿元)
一	商业综合体项目				
1	利群百货集团总部及商业广场项目	青岛西海岸新区	14.51	5.89	3.99
2	利群广场项目	烟台莱州市	7.08	3.00	1.86
3	蓬莱利群商业综合体项目	烟台蓬莱市	3.87	2.00	0.81
二	物流供应链项目				
1	利群智能供应链及粮食产业园二期项目	青岛胶州市	7.93	7.00	5.99
合计			33.39	17.89	12.64

资料来源：利群股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素¹

2021年，得益于常态化疫情防控的推进，国内宏观经济不断复苏，消费市场亦出现较明显反弹。从零售各业态来看，受益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态增速表现存在一定分化。其中线上零售得益于疫情期间消费者购买路径的转变及线上消费习惯的培养，继续保持了较好的增长态势；线下百货等业态反弹较为明显；超市业态由于2020年同期基数较高，增速明显弱于其他实体业态。零售行业内部继续呈现着激烈竞争态势。总体来看，国内消费市场长期发展的内在动力未发生根本性变化，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业复苏态势的影响。2022年一季度末以来受国内疫情反复影响，零售市场消费复苏面临压力。

在国家推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，政府将继续以消费作为推动经济增长的主要内生动力，不断推进消费升级，激发消费活力，对零售行业而言能继续形成长期政策利好，同时2021年以来政府加强对行业监管力度，有助于促进行业健康有序发展。

A. 行业概况

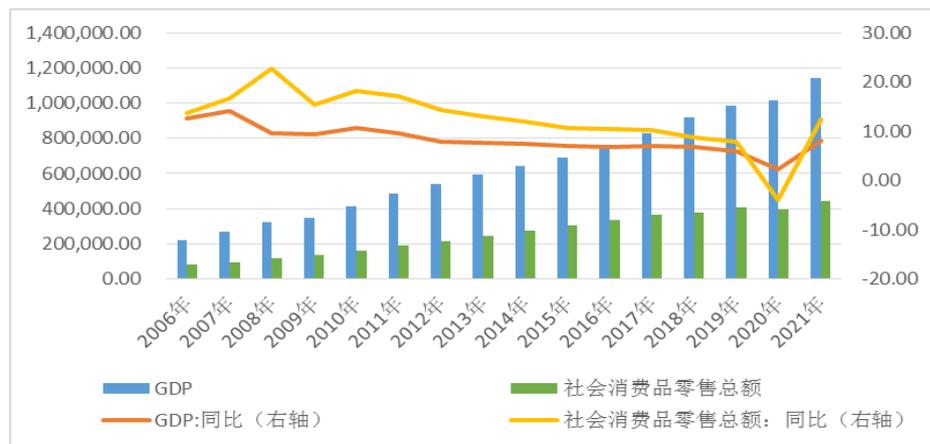
我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。多年来得益

¹ 本节所涉及数据来源于国家统计局。

于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求提升，我国零售行业总体保持着持续增长的发展态势，但同时受宏观经济波动、新冠疫情等因素影响，近年来增速有所波动。

2020年，新冠疫情的爆发对国际经贸形势及消费市场带来显著冲击影响，一季度国内经济出现负增长，二季度以来，随着国内疫情防控形势的逐步向好，以及复工复产复商复市的稳步推进，经济逐步回暖。2021年，得益于常态化疫情防控成果显现，国民经济稳定恢复，消费市场持续复苏。根据国家统计局数据，经初步核算，2021年国内生产总值为114.37万亿元，比上年增长8.1%，两年平均增长5.1%。同期国内社会消费品零售总额为44.08万亿元，同比增长12.5%，比2019年增长8%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长10.7%。消费继续是国内经济增长的核心动力，当期最终消费支出对经济增长的贡献率为65.4%，拉动GDP增长5.3个百分点。2022年一季度，国内生产总值27.02万亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%；社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.3%，当期最终消费支出对经济增长贡献率为69.4%，拉动GDP增长3.3个百分点。一季度，消费市场总体保持平稳增长，但3月以来，国内疫情多发频发，部分地区发生聚集性疫情，居民出行和消费活动减少，又对消费市场产生较大冲击。

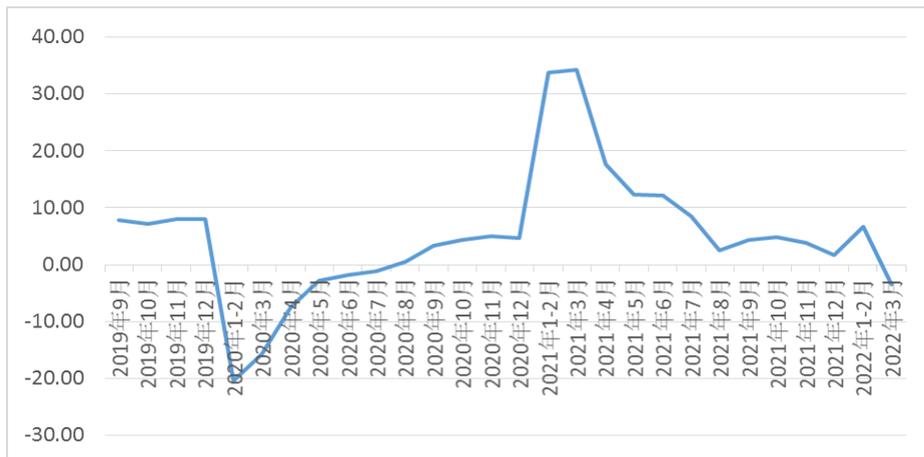
图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

从趋势上看，国内社会消费品零售总额在2020年1-2月达到20.5%的跌幅后，单月跌幅呈现逐步收窄趋势，至当年8月开始单月社会消费品零售总额增速开始恢复增长。2021年以来月度继续保持着恢复增长势头，但受基数逐渐上升，以及局部地区散发疫情、极端天气等因素影响，月度增速亦呈现放缓态势。2022年3月开始本土疫情呈现点多面广频发，又对消费市场产生较大影响，当月社会消费品零售总额同比下降3.5%。总体来看，2021年以来国内消费市场呈现着复苏态势，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业持续复苏的影响。

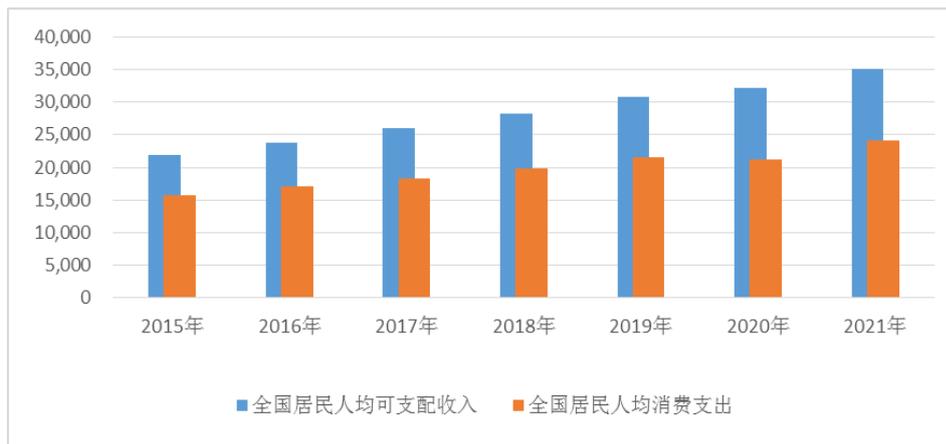
图表 3. 社会消费品零售总额月度变化数据（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

总体来看，此次疫情影响具有外在性和突发性，并未对国内消费市场长期发展的内在推动因素产生根本性影响。需求方面，根据 2021 年 5 月公布的第七次全国人口普查数据，我国人口数量已达 14.12 亿；截至年末达到 14.13 亿。人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的持续发展提供了良好支撑。收入方面，2021 年全国居民人均可支配收入 35,128 元，比上年名义增长 9.1%；扣除价格因素实际增长 8.1%。消费支出方面，同期全国居民人均消费支出 24,100 元，比上年名义增长 13.6%；扣除价格因素实际增长 12.6%。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 10,345 元，比上年名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 5.1%；全国居民人均消费支出 6,393 元，比上年名义增长 6.9%，扣除价格因素影响，实际增长 5.7%。随着居民收入持续增长以及疫情形势总体可控，居民消费需求逐步复苏，消费支出恢复增长。

图表 4. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局

从消费者信心指数来看，受疫情影响，2020 年疫情影响下消费者信心指数一度跌至 6 月的 112.6，至 2021 年 12 月消费者信心指数回升至 119.8，2022 年 3 月又降至 113.2。

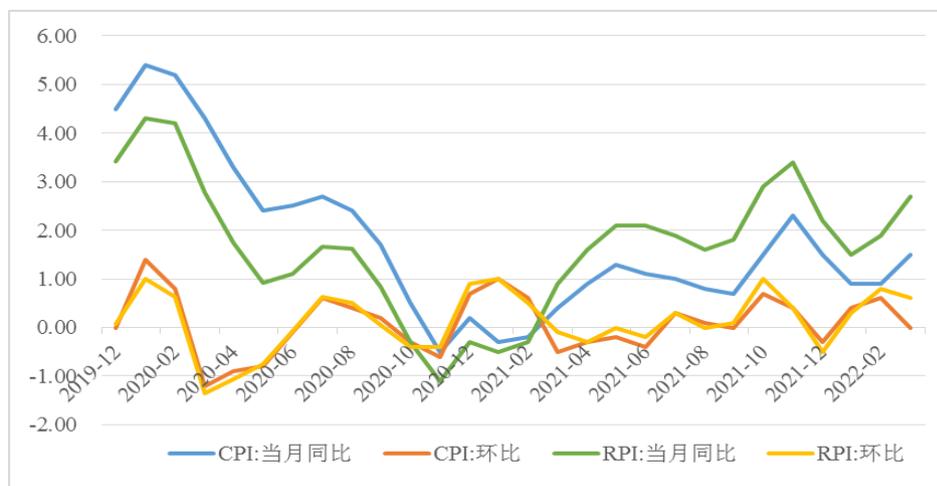
图表 5. 消费者信心指数



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2021年消费市场供给相对充足，CPI总体上涨0.9%，涨幅比上年回落1.6个百分点，总体运行在合理区间，消费领域价格总体稳定。分月看，前两个月受上年同期基数较高影响，CPI同比下降；随着高基数效应逐渐减弱，3月开始同比由降转涨；6月起，在猪肉等价格下降带动下，涨幅逐月回落；10月，受特殊天气、上游价格持续上涨及低基期等因素叠加影响，CPI同比涨幅再次回升。2022年一季度居民消费价格温和上涨，CPI同比上涨1.1%。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

图表 6. CPI与RPI走势变化情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

B. 政策环境

从政策方面来看，我国零售行业开放程度高。作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。近年来政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业转型升级，零售行业面临的政策面较好。

2020年以来，在新冠疫情期间，零售行业承担着一定的居民生活物资供应

保障职能，国家出台专项政策在金融、商贸领域对企业给予扶持，还通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，政府支持力度进一步有所加大。同时，近年来政府不断鼓励零售行业线上线下融合，通过创新推进消费升级。2020年9月，国务院办公厅进一步发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》，提出了要以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，坚持问题导向和目标导向，补齐基础设施和服务能力短板，规范创新监管方式，持续激发消费活力，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

在鼓励消费的同时，政府也在不断规范消费市场行为、促进行业有序发展。2021年以来，随着电子商务法制建设进一步深入，针对不正当竞争、税务、数据安全等方面的监管有所强化。年内国内陆续出台了《网络交易监督管理办法》《网络直播营销管理办法（试行）》等政策办法，压实平台主体责任；同时针对疫情以来发展迅猛的社区团购、直播电商等，政府也加大了在价格、市场竞争、税收环节的监管清查力度，以规范企业经营行为，维护公平、健康的零售市场环境。

图表 7. 近年来零售行业相关政策颁布情况

发布机关	政策名称	发布时间
全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	发布日期 2018 年 08 月 31 日；实施日期 2019 年 1 月 1 日
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	2019 年 1 月
国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	2019 年 8 月
商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	2020 年 2 月
国家发展改革委等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020 年 2 月
国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020 年 9 月
国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	2021 年 5 月 1 日起施行
国家互联网信息办公室、公安部、商务部等 7 部门	《网络直播营销管理办法（试行）》	2021 年 5 月 25 日起施行

注：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

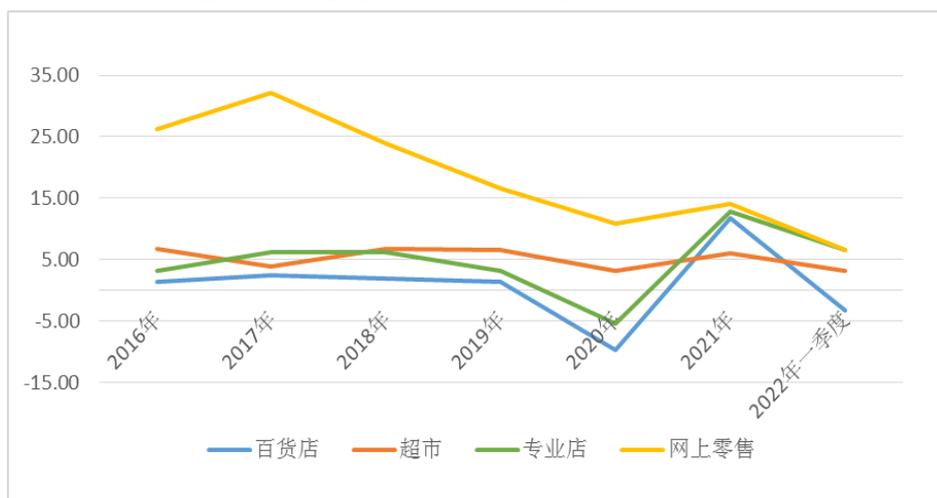
从市场竞争格局来看，零售行业市场化程度高，企业数量众多。同时，零售行业属于规模经济和范围经济显著的产业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于相对较低水平。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重也仅在 25% 左右。

多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商持续通过扩大门店数量、并购重组等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方

面，随着国内电商的发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。近年来，在行业变革加剧，线上线下融合发展风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度，电商企业向线下发展实体到店业务，实体零售商触网发展线上业务及到家业务，呈现融合发展态势。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，新型零售业态形式、新型购物场景模式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。此外，线上与线下零售商在竞争发展的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

2020年新冠疫情对零售行业造成冲击，导致行业出现负增长，但针对零售各细分业态，疫情的影响存在分化。其中经营以必需消费品为主的超市业态、相关线上零售所受影响相对较小；以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态所受短期冲击影响较大。2021年以来，得益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态表现继续存在一定分化。当年限额以上零售业单位中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长6.0%、11.7%、12.8%和12.0%，其中百货等业态增速反弹明显，超市业态由于上年基数较高，增速弱于其他实体业态。线上方面，同期网上零售额为130,884亿元，同比增长14.1%。其中，实物商品网上零售额108,042亿元，同比增长12.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%，网上零售额继续保持快速增长。2022年一季度，限额以上零售业单位中，超市、专业店和专卖店零售额同比分别增长3.2%、6.6%和1.0%，百货店同比下降3.3%；网上零售额继续同比增长6.6%。总体来看，疫情影响之下，居民消费路径转变，线上消费需求增长以及消费习惯的进一步养成，带动线上零售规模增长。

图表 8. 零售行业各业态²近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

² 2016-2017年为商务部重点监测零售企业数据；2018-2021年数据为限额以上零售业单位数据。

图表 9. 按业态分部分零售企业数据概览（单位：亿元，%）

企业名称	核心经营指标（合并口径）				核心财务数据（合并口径）		
	核心业态	营业收入	毛利率	净利润	总资产	资产负债率	经营性净现金流
王府井集团股份有限公司	百货、购物中心、奥特莱斯等	127.53	42.14	13.78	391.51	48.65	27.72
上海百联集团股份有限公司	超市、百货、购物中心、奥莱等	346.50	26.73	6.33	578.45	64.61	37.23
武汉商贸集团有限公司	购物中心、超市等	284.08	27.47	12.71	826.35	63.84	50.01
山东省商业集团有限公司	百货、超市、家电、购物中心等	298.96	31.29	2.84	1,327.59	81.13	38.56
利群股份	百货、超市、家电、购物中心等	80.84	29.77	0.80	169.50	73.33	6.29

注：新世纪评级根据公开资料整理；此为 2021 年数据。

D. 风险关注

从行业风险来看，宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，诸如新冠肺炎疫情等公共卫生事件也为行业发展带来不确定性因素。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续加大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。同时，随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。在零售行业变革及线上线下双向融合发展的趋势下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，持续增强运营实力及提升服务质量，将影响企业的长期发展。此外，零售企业还持续面临着商品质量、安全经营等方面的运营监管压力。

2. 业务运营

该公司零售业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，通过多年运营积累，已在区域内形成了较高的品牌认知度，较强的区域市场竞争力；同时通过外延式并购也已在华东地区形成了一定的业务布局。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务，业务之间能形成良好协同。

跟踪期内，受新冠疫情多点散发、消费市场需求变化及竞争等影响，该公司面临的外部经营压力总体较大，在疫情闭店、关闭经营不达预期门店形成大量关店损失、新开门店培育、执行新租赁准则等因素综合影响下，公司主业盈利明显弱化并发生一定亏损。公司 2021 年主要依靠胶州物流基地搬迁补偿实

现盈利。需关注疫情反复情况下，公司后续主业调改及盈利改善情况。

该公司成立以来立足于零售主业发展，以“百货+超市+电器”全品类经营为主进行连锁发展，经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店等实体业态，以及利群网商、利群采购平台等线上业态。公司零售主业立足于山东青岛，以山东半岛为中心市场进行发展，区域内市场知名度较高。公司 2017 年完成 IPO 上市（股票代码：601366）；2018 年通过收购乐天购物（香港）控股有限公司（简称“乐天”）相关资产³，将业务范围进一步拓展至江苏、浙江、安徽及上海等华东市场⁴。

此外，围绕零售主业，该公司还开展品牌代理和城市物流配送业务，为自身主业运营提供支撑的同时，积极拓展供应链社会化业务，品牌代理外销业务规模稳步增长。公司逐步打造以“源头批量直采+品牌代理运营+仓储物流配送+自营终端零售（电子商务）”为一体的零售及平台运营商，业务间协同性较好。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
零售\百货、超市、电器	国内\山东、江苏等华东区域	规模、品牌、资产、管理、资本等

资料来源：利群股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计		124.41	83.89	80.84	22.12	23.99
其中：主营业务收入	金额	115.29	76.09	71.45	19.74	21.77
	占比	92.66	90.71	88.38	89.21	90.75
其中：（1）百货	金额	46.10	13.05	14.53	2.73	4.78
	占比	39.99	17.15	20.33	13.86	21.97
（2）超市	金额	54.71	50.83	44.16	14.06	13.75
	占比	47.46	66.80	61.81	71.26	63.18
（3）电器	金额	14.48	12.21	12.76	2.94	3.23
	占比	12.56	16.05	17.86	14.88	14.85

资料来源：利群股份

2020-2021 年和 2022 年第一季度，该公司营业收入分别为 83.89 亿元、80.84 亿元和 22.12 亿元。公司 2021 年和 2022 年一季度收入同比分别下降 3.64% 和 7.77%，主要系受跟踪期内新冠疫情多点散发、消费市场需求波动、以及直播

³ 包括受让乐天所持有的 12 家法人公司（含其直接或间接控制的其他企业）的 100% 股权，以及上述 12 家法人公司拥有的 15 处房产和 72 家门店的经营性商业资产。15 处房产建筑面积合计 30 余万平方米。相关收购交割日为 2018 年 7 月 31 日，自 8 月 1 日起并表。转让总价款为 18.68 亿元。门店后更名为利群时代。

⁴ 跟踪期内，运营主体利群时代商贸有限公司更名为利群商业集团华东商贸有限公司（简称“华东商贸”）。

电商、社区团购等新业态带来竞争压力加大等因素的综合影响。2021 年和 2022 年一季度，受外部经营环境变化影响，公司共计关闭 12 家业绩不达预期的综合超市门店，调整力度较大，关店导致收入减少。同时，2022 年 3 月以来，国内疫情多点散发，公司零售门店所在部分区域，如青岛、威海、烟台、连云港、南通、上海等地均受到了不同程度的影响，多家门店因疫情封控存在停业，进而导致一季度收入下滑。

该公司主业从事零售连锁业务，主营业务收入主要由百货、超市及电器形成的销售收入构成；公司其他业务收入主要包括租赁收入、服务费和管理费收入、加盟收入等，亦与零售业务开展紧密相关。从各业态来看，2021 年以来随着疫情形势较 2020 年缓解，公司百货、家电业态收入同比分别上升 11.32% 和 4.50%；而超市业态收入有所回落，同比下降 13.13%，主要系直播电商、社区团购等新零售业态的发展，对线下实体超市业态带来很大竞争压力；同时，公司加强业务调整，2021 年一次性关闭了 9 家综合超市门店，从而对当年超市业态收入造成较大影响。2022 年第一季度，受青岛等地门店因散发疫情封控停业影响，当期百货及家电业态收入同比又出现下滑；超市业态当期虽进一步关闭 3 家门店，但收入同比略有上升。

业务模式方面，该公司跟踪期内仍以经销模式、联营模式为主，此外还包括租赁模式、加盟模式等。经销模式下，公司需先采购商品，取得商品的所有权后再行销售，利润主要来源于商品的进销差价。该模式下公司需承担相应的存货风险，对商品判断及采购能力提出了更高的要求。公司采用经销模式的主要为电器、超市类商品，以及百货类的家居及部分服饰、鞋帽、化妆品、首饰等商品。其中电器、超市类商品中经销比例在 90% 以上；家居服饰、鞋帽、珠宝首饰、化妆品等品类商品的经销比例在 40% 以上。该模式下，公司主要通过下属批发类子公司进行采购，并销售给旗下门店。且除了为自身零售业务提供采购服务外，公司批发类子公司亦对外开展业务，客户主要为区域内的零售、批发类企业以及企事业单位、部队、学校等客户。

联营模式下，该公司为供应商提供营业场地，供应商设立品牌专柜，由双方人员共同负责销售。联营模式特征是在实现销售后，公司在确认商品销售收入的同时，根据与供应商的协议确认商品采购成本和相应的毛利，利润主要来源于销售的扣点分成。对公司而言，该模式下无存货积压、跌价等风险。公司主要在百货类业态中采用联营模式。2020 年执行新收入准则后，公司改为以净额法进行收入核算，导致相关收入规模减少。

经销及联营模式以外，该公司还通过租赁及加盟模式开展业务，相关收入计入其他业务收入。其中租赁模式主要是将部分门店场地提供给租户自主经营，公司依据合同约定，根据承租方的销售金额收取一定比例或固定金额的租赁费用，利润主要来源于租金收入。公司租赁模式主要涉及部分小商品零售柜台租赁，以及品牌餐饮、儿童娱乐、美容健身、电影院等体验及配套业态商户。公司 2021 年实现租金收入 3.66 亿元。此外，公司还开展以社区便利店为主的加盟连锁业务，利润主要来自于加盟费收入等，相关收入规模小。

招标采购方面，该公司设立采购中心，统一制定采购计划，负责商品采购和零售门店的整体招商工作。在超市百货类商品、电器、家居服饰、鞋帽、珠宝首饰、化妆品等品类上，公司主要通过下属批发类子公司统一进行采购并销售给公司旗下门店。随着在山东地区多年的运营积累，公司已取得众多知名品牌的区域代理权，主要代理品牌包括花王、蓝月亮、雅培、郎酒、茅台酱香酒、喜旺、佰草集、谢瑞麟、李宁、海尔、海信、华为等。截至 2022 年 3 月末，公司合作代理品牌共 759 个，渠道合作品牌 5,000 余个。生鲜品类方面，公司主要采用基地直采模式进行采购，全国生鲜采购基地 300 余个，分布在山东、海南、河北、甘肃、新疆、广东、广西、四川等二十多个省市，直采占比已超过 90%。同时，公司通过在自身物流基地配套生鲜加工中心、中央厨房、豆制品厂、豆芽厂等方式，提高公司生鲜产品深加工及配送能力。总体来看，公司注重供应链建设，稳定的供应商资源和品牌代理运作能力有助于保障门店的稳定运营及服务能力提升。

供应商管理方面，该公司与供应商签订合同前，要求供应商提供产品情况，包括价格、产地、规格、登记、主要成分等，并要求提供产品质量合格证明等必要资料和相关证照，经评审委员会综合评估通过后，签订采购合同。公司对供应商实施动态管理，定期对供应商商品进行销售分析，并综合货品进价、零售价、销量等指标，对供应商实施“末位淘汰制”。结算方面，联营模式下，公司一般按月结算，根据不同商品类型对应合同约定的扣点与供应商进行结算。经销模式下，公司与供应商的货款结算方式包括先款后货、货到付款等，支付方式包括支票、电汇等。不同商品采购的账期存在差异，以食品和百货类商品为例，账期通常在 30-45 天左右；部分酒类、家电等商品存在预付。公司零售业务合作供应商数量较多，集中度较低，2021 年前五大供应商占年度采购总额的比重为 10.43%。

物流仓储方面，主要由该公司下属全资企业福兴祥物流集团有限公司（简称“福兴祥物流”）负责运营，其为 AAAA 级物流企业。近年来，公司持续推进青岛胶州以及华东淮安两地物流基地项目建设，随着 2020-2021 年两个物流基地先后启用，公司目前在胶州、淮安等地共计拥有 4 个自有物流基地，合计建筑面积 51.78 万平方米、仓储面积 43.60 万平方米，能满足日常运营需要。随着胶州新物流基地的启用，原物流中心已整体搬迁至新基地⁵。公司新建物流中心采用现代化智能管理，具备“自动立库+环形穿梭车+3D 视觉识读拆垛机器人”的自动化无人作业系统。公司运营商品品类众多，物流中心能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。同时，物流基地配套设有中央厨房、生鲜加工配送中心、豆制品产业园，能够对蔬果、畜牧水产、烘焙面食、豆制品等短保质期商品进行一

⁵ 2021 年 7 月，福兴祥物流集团有限公司与胶州市三里河街道办事处签订《三里河街道办事处福兴祥物流集团有限公司房屋搬迁补偿协议书》，公司将坐落在香港路以北、杭州路以西、三里河以南、梧州路以东的房屋建筑物以及设施进行搬迁，搬迁补偿总金额约 8.40 亿元，公司分别于 2021 年 9 月、11 月以及 2022 年 1 月收到搬迁补偿款 2.52 亿元、3.36 亿元、1.68 亿元。

定深加工。除为自身业务提供物流服务外，公司还可为区域内的其他商业企业以及政府事业单位、部队、学校等客户提供商品供应和中转配送等第三方物流服务。

业态及品牌方面，该公司经营业态较为多元，并不断根据市场发展需求，尝试新业态。目前公司经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店、品类集合店、利群网商、利群采购平台等。公司根据业态及业务定位，实体业态采用的品牌包括“利群”、“利群便利”、“福记农场”等。总体来看，公司形成了以中高端商业综合体为旗舰，购物广场为中心店，综合超市、便利店、生鲜社区店、各品类集合店为补充的线下商业零售格局，同时公司也通过“利群网商”和“利群采购平台”开展 O2O 及 B2B 业务。

实体门店规模及资产方面，该公司多年来立足于山东青岛及其它省内城市进行深耕发展。跟踪期内，公司在青岛新开 2 家大型门店，分别为 4 月开业的胶南德信超市（租赁物业，建筑面积 1.81 万平方米）；12 月开业的西海岸金鼎广场（自有物业，建筑面积 11.92 万平方米）。华东区域方面，公司主要通过前期收购乐天相关资产经营综合超市业务。2019-2021 年和 2022 年第一季度，华东商贸门店分别实现收入 14.53 亿元、11.41 亿元、9.80 亿元和 2.44 亿元，净利润分别为-3.64 亿元、-2.57 亿元、-3.97 亿元和-0.39 亿元。跟踪期内，华东商贸门店仍处于调改及培育阶段，根据经营情况进行综合判断后，公司共计关闭 12 家经营不达预期门店⁶，形成关店损失合计约 1.9 亿元，对公司经营业绩产生较大影响。经过此轮调整，公司后续将重点提升华东在营门店盈利水平，在持续调整商品品类结构，优化库存，加大毛利率管控，提升门店经营质量的同时，开拓线上及到家业务，提升线上销售收入。同时，随着淮安物流基地的启用，公司依托物流供应链资源，计划加快推进社区店、便利店等小业态门店，覆盖下沉市场需求。关注华东商贸后续经营业绩改善情况。

总体来看，2021 年及 2022 年第一季度，该公司新开 2 家门店、关闭 12 家门店，截至 2022 年 3 月末公司共拥有 79 家大型零售门店（商场及超市）。门店物业所有权来看，同期末，公司自有物业门店建筑面积合计 89.14 万平方米，租赁物业门店建筑面积合计 131.12 万平方米。公司租赁物业期限不等，包括 5 年、10 年、15 年、20 年等，公司会在合同中约定同等条件下的优先续租权，2019-2021 年和 2022 年第一季度，公司门店物业租赁相关支出（含税）分别为 4.78 亿元、4.06 亿元、4.18 亿元和 0.91 亿元，2020 年支出减少主要是疫情期间获得物业方租金减免相对较多。2021-2022 年，公司大型零售门店中共计 8 家门店存在物业租赁合同到期，目前已完成 6 家续约，剩余门店续约在推进中。大型零售门店以外，公司截至 2022 年 3 月末还有便利店及生鲜社区店共 101 家，面积共计约 3 万平方米。

⁶ 12 家门店 2021 年收入合计 1.22 亿元、净利润合计-2.11 亿元。

图表 12. 公司大型零售门店开店及关店情况（单位：家）

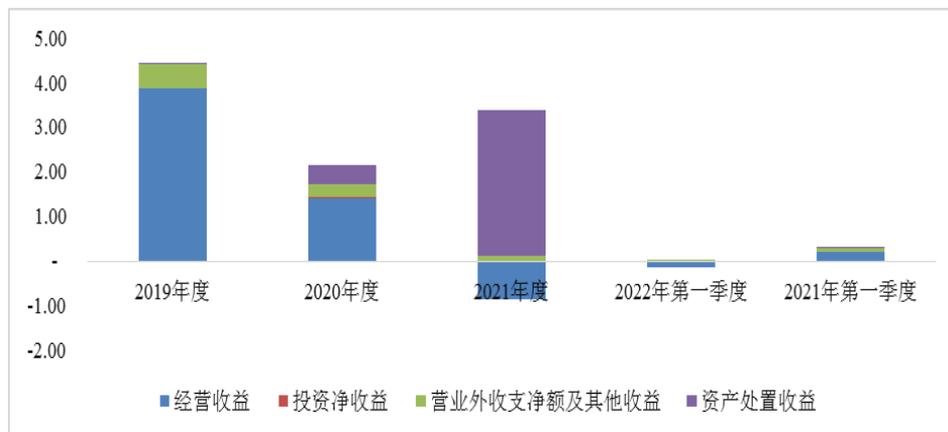
门店（按单一物理体计算）	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
开店数	3	2	2	0
关店数	2	0	9	3

资料来源：利群股份

该公司线上业务主要分为 O2O 和 B2B 两个部分。其中 O2O 主要通过利群商网开展，依托线下门店资源，顾客可通过 APP、微信公众号、PC 端实现网上下单、配送等服务。B2B 方面，公司通过利群采购平台，为便利店、专卖店、企事业单位等 B 端客户提供一站式采购服务。2021 年，公司 O2O 业务、B2B 业务及外部平台到家业务累计实现订单量近 80 万笔，实现收入 6.46 亿元。

（2）盈利性

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，在疫情反复、新零售业态冲击影响下，该公司主业经营面临的外部压力加大。公司受关店损失、门店培育，新物流基地投入运营及执行新租赁准则增加相关费用支出等因素综合影响，公司主业盈利弱化并出现亏损。2021 年，公司利润主要来自拆迁补偿。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	124.41	83.89	80.84	22.12	23.99
毛利（亿元）	29.21	23.27	24.07	6.67	6.90
其中：百货	8.12	5.39	6.32	1.18	1.68
超市	10.25	9.00	7.11	2.79	2.70
电器	1.85	1.25	1.39	0.36	0.35
期间费用率（%）	19.38	24.86	29.37	29.28	26.62
其中：财务费用率（%）	1.07	1.70	3.60	3.52	2.27
全年利息支出总额（亿元）	1.19	1.48	1.83	-	-

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.32	0.59	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业毛利分别为 29.21 亿元、23.27 亿元、24.07 亿元和 6.67 亿元。2021 年公司百货及家电业态经营有所恢复，毛利同比均有所上升；超市业态，受直播电商及社区团购等新零售渠道冲击以及业务调整存在闭店等影响，毛利同比收窄。综合而言，公司 2021 年毛利同比小幅增加 3.44%。2022 年第一季度，受疫情反复影响，公司多地门店存在封控，客流下滑，当期百货毛利同比减少 29.42%；电器及超市毛利基本持平或略有增长。综合来看，疫情对公司造成一定影响，一季度毛利同比减少 3.34%。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 24.11 亿元、20.86 亿元、23.74 亿元和 6.49 亿元；期间费用率分别为 19.38%、24.86%、29.37% 和 29.28%。从期间费用构成来看，销售费用及管理费用所占比重较高，2021 年分别为 58.48% 和 29.25%，主要为职工薪酬、租赁费及使用权资产折旧费、水电费、折旧摊销等。跟踪期内，新项目开业及物流基地投入使用导致费用增加，同时 2020 年度针对新冠疫情存在租金、水电费减免政策等，而本期无相关减免政策，综合导致当年管理费用和销售费用同比分别增加 10.03% 和 5.82%。此外，2021 年公司财务费用同比增长 104.76% 至 2.91 亿元，一方面公司有息债务增加，利息支出相应增长；另外，受执行新租赁准则影响，公司当年新增确认租赁融资费用 1.39 亿元，从而导致财务费用规模明显增长。

图表 15. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.004	0.01	0.00	0.00	-
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.53	0.29	0.13	0.01	0.10
资产处置收益（亿元）	0.00	0.43	3.25	-	0.0003

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2021 年，该公司因原胶州物流基地拆迁补偿形成一次性收益 4.50 亿元，根据款项性质，分别计入资产处置收益及营业外收入，导致当年相关科目金额增长；同时也因闭店形成一次性损失，导致当期营业外支出也较多。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司净利润分别为 2.67 亿元、1.43 亿元、0.80 亿元和 -0.25 亿元。跟踪期内，公司主业利润下滑并发生亏损，2021 年利润主要依靠搬迁补偿收益。关注疫情反复影响下，公司门店培育情况，以及后续主业改善情况。

(3) 运营规划/经营战略

发展战略方面，该公司将坚持“以自营模式为主、线上线下协同发展”的经营理念，深入推进“全产业链+自营”为主的供应链整合型商业运营模式，

发力自有品牌建设，加强源头生产力度，深化生产加工及配送，以更好地服务消费者。

跟踪期内，该公司继续推进原有在建零售及物流项目，无新增项目。其中，截至 2022 年 3 月末，胶州物流项目已基本完成投入，预计在 6-7 月份完成转固；黄岛综合体项目中西海岸金鼎广场已于 2021 年开业，剩余酒店写字楼部分等土建已基本完成，进入装修阶段；剩余商业类项目将结合市场环境变化情况进行推进。公司在建项目资金通过自有资金、2017 年 IPO 募集资金⁷、本次可转债募集资金等满足。2022 年，公司暂无新开大型门店计划，将主要以青岛胶州、江苏淮安两大物流基地 300 公里为辐射半径，布局超市、便利店、生鲜社区店等中小型门店。关注后续项目推进情况及投融资压力变化。

图表 16. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	规划投资总额	截至 2022 年 3 月末已投资额	(规划)资金来源
文登购物广场二期	1.71	1.56	自有资金
黄岛综合体工程（利群百货集团总部及商业广场项目）	14.51	9.00	自有资金、可转债募集资金
荣成新广场工程	2.75	1.27	自有资金、IPO 募集资金
莱州新广场项目（利群广场项目）	7.08	2.27	自有资金、可转债募集资金
胶州地区物流项目	10.83	9.66	自有资金、IPO 募集资金、可转债募集资金
蓬莱鼎峰综合体工程（蓬莱利群商业综合体项目）	3.87	1.43	自有资金、可转债募集资金
合计	40.75	25.19	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司股权关系保持稳定。公司继续完善内控管理制度；关联交易规模不大，无重大不良行为。

截至 2022 年 3 月末，该公司第一大股东为利群集团股份有限公司（简称“利群集团”），仍持有公司 19.89% 股份；第二大股东为青岛钧泰基金投资有限公司（简称“钧泰基金”），仍持有公司 14.20% 股份；第三大股东为青岛利群投资有限公司（简称“利群投资”），仍持有公司 6.71% 股份。其中，钧泰基金持有利群集团 68.34% 的股权，利群集团持有利群投资 100% 的股权。期末所持公司股份均无质押或冻结情况。跟踪期内，公司股权关系总体保持稳定。

该公司实际控制人仍为自然人徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽⁸，其中三人分别直接持有公司 2.46%、0.70% 和 0.49% 股份。同时徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽分别

⁷ 扣除发行费用后，募集资金净额为 14.97 亿元。

⁸ 徐恭藻、赵钦霞为配偶关系，徐瑞泽为徐恭藻和赵钦霞之女。

直接持有钧泰基金 18.25%、8.38% 和 14.07% 股权，为其前三大股东⁹；三人另直接持有利群集团 2.73%、0.18% 和 0.32% 股权。目前徐恭藻担任公司董事长、徐瑞泽担任公司副董事长及总裁。

跟踪期内，因换届、人员轮岗导致该公司董监高人员存在一定变动，但总体影响不大。同时，跟踪期内，公司对三会议事规则、募集资金管理、对外担保决策等制度进行了修订。

该公司近年来日常经营中关联交易主要为商品购销、提供和接受劳务，以及物业出租/承租等，关联交易定价一般根据公允价格确定，关联交易往来对象包括股东方其它下属企业、公司联营企业及其参控股的企业等。2021 年，公司关联交易主要包括向关联方采购商品或接受劳务，合计金额为 3.78 亿元；向关联方销售商品或提供劳务，合计金额为 0.55 亿元；确认关联方租赁收入合计 0.11 亿元、承租关联方资产确认的租赁费合计为 2.07 亿元；向关联方购买物业房产金额合计 0.11 亿元。总体来看关联交易比重不大。

根据公开信息查询及该公司提供的资料，公司跟踪期内无重大不良行为。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	大股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2022/05/07、 2022/03/29	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息	2022/05/18	不涉及	正常	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台、审计报告	2022/05/18	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2022/05/18	正常	正常	正常
质量	公司	2022/05/14	无	无	无
安全	公司	2022/05/14	无	无	无

资料来源：根据利群股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，受有息债务规模增长以及执行新租赁准则等影响，该公司债务规模扩大，负债经营程度总体有所上升。且公司债务结构偏短期，面临较大即期债务偿付压力。但公司零售主业现金回笼能力仍较强，且公司拥有一定量未受限自有物业资产及未使用授信，可为债务偿付提供基本保障。后续来看，仍需关注公司在建项目投资节奏及投融资需求；以及本次可转债转股情况对公司债务偿付压力的影响。

⁹ 另有 20 名自然人股东持有剩余 59.30%。

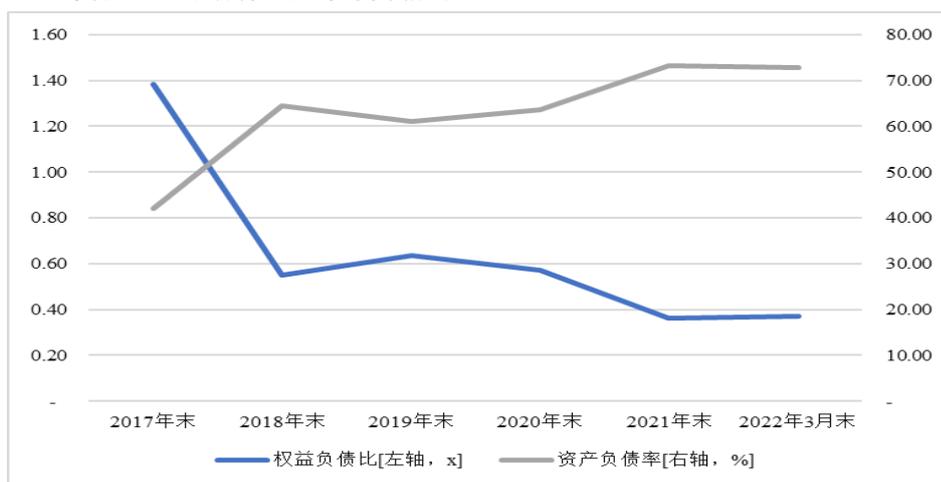
1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年度的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年一季度财务报表未经审计。公司自 2021 年起执行新租赁准则。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



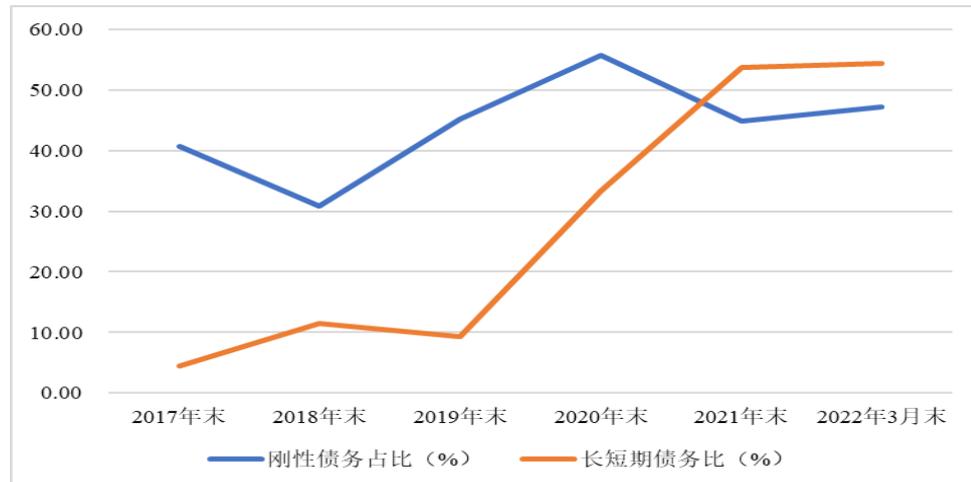
资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 73.52 亿元、83.33 亿元、124.30 亿元和 120.93 亿元，资产负债率分别为 61.09%、63.61%、73.33%和 72.93%。2021 年以来公司有息债务增加，以及执行新租赁准则新增确认租赁负债等，导致跟踪期内债务规模出现较明显增长，资产负债率出现较快上升。其中，执行新租赁准则导致公司 2021 年末资产负债率上升约 6.66%，剔除该影响，公司当年末债务负担仍有所上升。后续来看，公司在建项目仍存在一定投入需求，关注融资压力，以及本次可转债未来转股情况对公司整体债务负担的影响。

资本方面，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 46.83 亿元、47.66 亿元、45.20 亿元和 44.90 亿元，跟踪期内权益规模减少，主要是 2021 年执行新租赁准则，调减期初未分配利润 3.58 亿元，导致未分配利润减少。公司 2022 年 3 月末未分配利润 13.34 亿元。公司 2021 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税），拟派发现金红利 1.29 亿元（含税）。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务¹⁰



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	13.34	25.65	33.29	46.38	55.87	57.18
应付账款 (亿元)	10.24	15.74	14.00	11.93	11.81	10.16
预收款项及合同负债 (亿元)	1.13	6.89	6.36	6.19	6.26	5.60
其他应付款 (亿元)	5.58	29.01	14.83	13.81	18.90	17.09
租赁负债 (亿元)	-	-	-	-	23.37	23.16
刚性债务占比 (%)	40.64	30.93	45.28	55.66	44.94	47.29
应付账款占比 (%)	31.20	18.98	19.05	14.31	9.50	8.40
预收款项及合同负债占比 (%)	3.46	8.31	8.65	7.42	5.03	4.63
其他应付款占比 (%)	16.99	34.99	20.17	16.57	15.20	14.13
租赁负债 (%)	-	-	-	-	18.80	19.15

资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 9.36%、33.37%、53.70% 和 54.35%。跟踪期内，随着执行新租赁准则新增确认较多租赁负债，导致公司长短期债务比有所上升。

从债务构成看，该公司负债主要为日常经营活动中形成的应付账款、预收款项及合同负债等经营性负债，以及其他应付款和刚性债务。其中受短期借款增多影响，公司 2021 年以来刚性债务规模持续增长，2021 年末和 2022 年 3 月末分别为 55.87 亿元和 57.18 亿元。公司应付账款主要是应付供应商货款；预收款项及合同负债主要为预付卡预收款、预收货款及预收租金等，跟踪期内总体变化不大。公司 2021 年末其他应付款主要包括应付工程款或设备款 7.58 亿元、应付关联方款项 6.54 亿元、应付保证金 1.20 亿元、股权激励回购义务款 1.03 亿元¹¹等。公司 2021 年末其他应付款较上年末增长 36.84%，主

¹⁰ 其他应付款不含应付股利及应付利息，应付利息计入刚性债务。

¹¹ 经股东大会授权及董事会决议通过，2021 年公司向 96 名激励对象授予限制性股票

要系公司就股权激励回购义务确认其他应付款，以及应付工程款增加所致。2021年以来，因执行新租赁准则，公司年末新增租赁负债 23.37 亿元。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	12.04	19.58	29.44	27.79	38.04	39.95
其中：短期借款	6.80	11.60	22.63	22.83	31.67	34.30
一年内到期长期借款	0.35	1.63	1.28	1.28	1.28	1.28
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	4.88	6.32	5.53	3.68	5.09	4.38
其他短期刚性债务	0.01	0.03	-	-	-	-
中长期刚性债务合计	1.30	6.07	3.85	18.59	17.83	17.23
其中：长期借款	1.30	6.07	3.85	2.56	1.28	0.64
应付债券	-	-	-	16.03	16.55	16.59
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司刚性债务结构偏短期化，跟踪期内，该公司短期借款进一步增加，导致 2021 年末短期刚性债务增至 38.04 亿元；中长期刚性债务略降至 17.83 亿元，年末余额仍主要为本次可转债。公司年末短期借款增至 31.67 亿元，当年新增借款主要是信用借款，年末为 14.83 亿元；其它短期借款主要包括保证借款 8.59 亿元，担保方包括公司股东及并表范围内企业；抵押借款 8.03 亿元，抵押物主要为公司固定资产等。2022 年 3 月末，公司短期刚性债务进一步增至 39.95 亿元，中长期刚性债务规模变化不大。公司期末借款利率区间为 2.7%-4.93%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	62.02	73.24	84.46	121.52	124.96	-
营业收入现金率（%）	113.07	111.84	107.61	112.22	109.16	146.20
业务现金收支净额（亿元）	12.24	6.03	2.50	12.75	5.67	-1.63
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.86	-5.82	0.72	-7.01	0.62	2.28
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	9.37	0.21	3.22	5.74	6.29	0.65
EBITDA（亿元）	8.23	7.47	9.64	7.47	8.21	-

26,480,342 股。截至 2021 年 2 月 4 日止，公司收到 96 名激励对象认购资金人民币 103,273,333.80 元，所有认购资金均以货币资金形式投入。

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.43	0.38	0.33	0.19	0.16	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	14.81	12.05	8.11	5.05	4.48	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司零售业务经营活动收现能力总体较强，但受春节等假日备货节点及销售款跨期回笼等因素影响，公司营业收入现金率指标存在一定波动。2021年和2022年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为6.29亿元和0.65亿元。其中2021年和2022年第一季度，受执行新租赁准则影响，公司转入筹资环节核算的租赁负债支出分别为4.45亿元和0.54亿元。

2021年该公司EBITDA为8.21亿元，受折旧及利润总额增加影响，较上年增加9.91%。但受刚性债务增长影响，当年对刚性债务及利息支出的保障程度总体继续有所下滑。

（2）投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.46	5.10	-13.31	-0.20	-	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.59	-6.03	-7.78	-11.52	-6.08	-1.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.30	6.59	-4.01	-1.37	-6.05	-
投资环节产生的现金流量净额	-12.76	5.66	-25.09	-13.08	-12.13	-1.17

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

近年来，该公司年度间存在一定量新开业门店，加之存量门店升级改造、物流中心建设等，公司存在持续的资本性支出需求。2021年和2022年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-12.13亿元和-1.17亿元，主要受项目建设推进，资本性支出增加影响。2021年，公司实现一定搬迁补偿款现金流入，但同时拟开发建设项目前期土地一级整理费支出也造成一定现金流出¹²。关注公司后续项目推进情况及面临的压力。

（3）筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	14.23	-1.72	-1.80	15.07	1.36	-

¹² 子公司因拟受让相关土地使用权，支付前期土地一级整理费共计5.88亿元。

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-11.85	10.26	7.28	-2.09	2.68	1.56
其中：现金利息支出	0.57	0.60	0.90	0.89	1.30	0.45
筹资环节产生的现金流量净额	2.37	8.54	5.48	12.98	4.04	1.56

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2021年和2022年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为4.04亿元和1.56亿元。公司跟踪期内筹资环节现金流主要受借款融入及偿还、股权激励、租赁负债相关支出等因素综合影响。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	28.51	53.23	40.68	40.02	45.77	42.00
	36.46%	41.38%	33.80%	30.55%	27.00%	25.33%
其中：货币资金（亿元）	5.43	22.20	4.17	8.76	7.45	8.24
应收票据、应收账款及应收款项融资（亿元）	1.39	1.53	1.67	1.92	2.76	2.94
预付款项（亿元）	2.00	3.98	6.59	5.47	5.74	5.22
其他应收款（亿元） ¹³	0.64	1.09	1.16	1.01	4.02	2.48
存货（亿元）	12.75	20.60	21.06	16.79	18.89	16.41
其他流动资产（亿元）	6.31	3.83	6.02	6.08	6.91	6.71
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	49.69	75.40	79.67	90.97	123.74	123.83
	63.54%	58.62%	66.20%	69.45%	73.00%	74.67%
其中：投资性房地产（亿元）	3.68	3.55	3.43	4.94	4.96	5.11
固定资产（亿元）	29.71	52.24	53.22	54.37	60.05	59.43
在建工程（亿元）	8.13	2.56	5.54	12.88	11.31	10.91
无形资产（亿元）	5.75	11.12	12.06	12.19	12.10	11.95
长期待摊费用（亿元）	1.19	4.22	5.11	5.46	6.05	5.95
使用权资产（亿元）	-	-	-	-	21.87	21.59

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2019-2021年及2022年3月末，该公司资产总额分别为120.35亿元、130.99亿元、169.50亿元和165.82亿元。跟踪期内，受项目推进、新租赁准则下新增确认使用权资产等影响，公司资产规模总体有所增长。

该公司2021年末非流动资产为123.74亿元，仍主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用等构成。公司年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）合计为65.01亿元，主要为房屋及建筑物，合计为55.24亿元，公司拥有一定规模商业物业用于主业经营。年末固定资

¹³ 其他应收款不包括应收利息、应收股利。

产及投资性房地产中受限规模共计 8.46 亿元；此外，共计 14.39 亿元资产的产权证尚在办理中，截至目前已有部分资产（涉及 3.77 亿元）拿到产证，剩余部分预计年末或明年初可办妥。2021 年以来随着胶州物流基地以及西海岸金鼎广场等项目推进以及逐步转固，公司年末固定资产较上年末增长 10.44%；在建工程较上年末下降 12.18% 至 11.31 亿元。公司无形资产主要为所拥有的土地使用权；长期待摊费用主要为待摊的门店装修费用。此外，2021 年末因执行新租赁准则，公司新增使用权资产 21.87 亿元；因增加拟开发项目前期投入，公司年末其他非流动资产增至 6.25 亿元；公司其它的非流动资产构成总体变化不大。

跟踪期内，该公司流动资产仍主要由货币资金、预付款项、存货、其他流动资产等构成。2021 年末，公司货币资金为 7.45 亿元，其中受限金额 1.86 亿元。公司存货及预付款项规模受门店以及节假日备货需求影响存在一定波动。针对部分热销的酒类、电器类商品，公司需提前支付货款。其中，2021 年春节较早，公司年底提前备货，存货增至 18.89 亿元，至 2022 年 3 月末存货降至 16.41 亿元。2021 年末公司应收账款及应收款项融资、其他应收款分别为 2.76 亿元和 4.02 亿元，主要为批发类业务外销应收款、应收银联等第三方代收款、保证金等。另外，2021 年末其他应收款大幅增长主要系截至年末搬迁补偿款尚有 2.52 亿元未到位。此外，公司其他流动资产主要是待认证进项税额、增值税留抵税额等。

截至 2021 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产为 10.44 亿元，占资产总额的比重为 6.16%；其中受限货币资金 1.86 亿元（主要为 1.58 亿元银行承兑汇票保证金等），固定资产、无形资产和投资性房地产受限金额合计 8.58 亿元，用于借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	90.79	71.52	60.51	64.06	56.59	53.61
速动比率 (%)	43.83	38.50	19.37	28.44	26.14	26.00
现金比率 (%)	17.59	29.86	6.27	14.12	9.21	10.52

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司经销业务模式占比较高，债务大量集中在流动负债，导致流动性整体不高。跟踪期内，随着公司短期借款进一步增加，流动性有所下滑。2022 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 53.61%、26.00% 和 10.52%。公司即期债务偿付压力仍较大。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无重大或有负债事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为上市公司，通过本部及下属企业从事主业运营。公司本部对下属企业管控及资源调度能力强。公司本部 2021 年营业收入为 3.85 亿元，主要来自长江商厦、长江购物广场的运营收入，同时公司主业运营大量通过下属子公司开展，2021 年形成投资收益 1.11 亿元，公司本部当年实现净利润 1.64 亿元。

2021 年末，该公司本部资产总额为 113.07 亿元，其中其他应收款 67.32 亿元（67 亿元为与并表子公司的资金往来）、对子公司的长期股权投资 31.92 亿元。同期末，公司本部负债为 63.66 亿元，其中刚性债务为 43.67 亿元，年末资产负债率为 56.30%，债务负担相对适中。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 62.50 亿元，其中已使用额度为 36.10 亿元，未使用授信额度 26.40 亿元；公司获得的工农中建交五大商业银行的授信占比较高，已使用额度中大型国有金融机构占比为 65.15%。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	62.50	36.10	2.70%-4.93%	抵押/保证/信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2.00	2.00	3.70%	抵押/保证
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.50	21.52	3.65%-4.93%	抵押/保证/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.00	65.15	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

该公司发行的“利群转债”为可转换公司债券，期限为 6 年，转股期自 2020 年 10 月 9 日起，初始转股价格为 7.16 元。“利群转债”设置了转股价格向下修正条款、赎回条款及回售条款。截至 2022 年 3 月末，累计有 20.40 万元“利群转债”已转股。当期有效转股价格为 7.01 元/股。

跟踪评级结论

该公司为民营零售类上市公司。公司零售业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，通过多年运营积累，已在区域内形成了较高的品牌认知

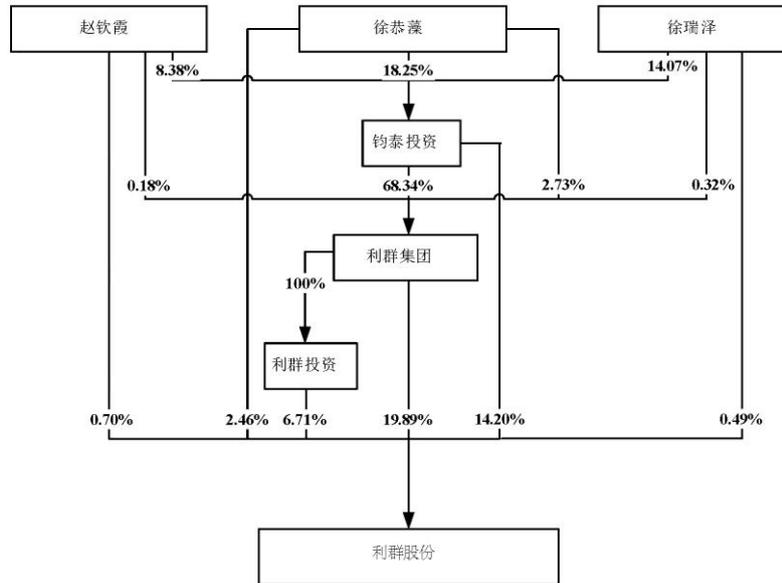
度，较强的区域市场竞争力；同时通过外延式并购也已在华东地区形成了一定的业务布局。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务，业务之间能形成良好协同。

跟踪期内，受新冠疫情多点散发、消费市场需求变化及竞争等影响，该公司面临的外部经营压力总体较大，在疫情闭店、关闭经营不达预期门店形成大量关店损失、新开门店培育、执行新租赁准则等因素综合影响下，公司主业盈利明显弱化并发生一定亏损。公司 2021 年主要依靠胶州物流基地搬迁补偿实现盈利。需关注疫情反复情况下，公司后续主业调改及盈利改善情况。

跟踪期内，受有息债务规模增长以及执行新租赁准则等影响，该公司债务规模扩大，负债经营程度总体有所上升。且公司债务结构偏短期，面临较大即期债务偿付压力。但公司零售主业现金回笼能力仍较强，且公司拥有一定量未受限自有物业资产及未使用授信，可为债务偿付提供基本保障。后续来看，仍需关注公司在建项目投资节奏及投融资需求；以及本次可转债转股情况对公司债务偿付压力的影响。

附录一：

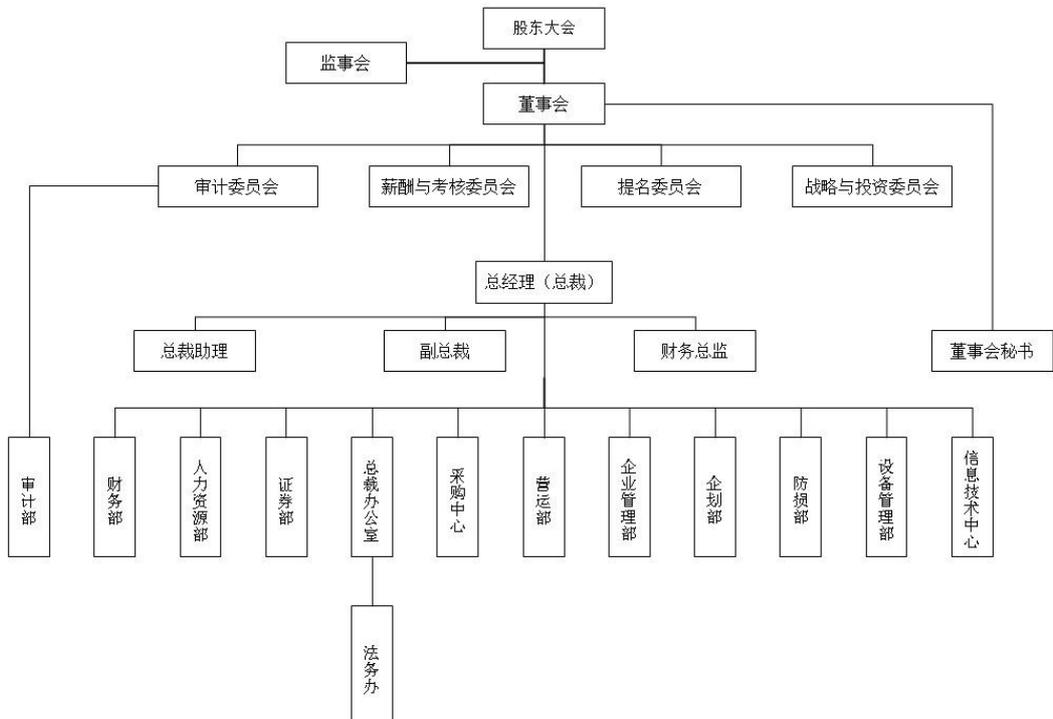
公司与实际控制人关系图



注：根据利群股份提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据利群股份提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司直接持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
利群集团股份有限公司	利群集团	第一大股东	19.89	商业	15.69	19.18	22.88	1.35	0.30	4.53	
利群商业集团股份有限公司	利群股份	本部	-	零售	43.67	49.41	3.85	1.64	-12.63	3.04	本部
福兴祥物流集团有限公司	福兴祥物流	子公司	100.00	物流、批发	2.91	9.85	11.57	3.10	0.87	3.84	

注：根据利群股份 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	120.35	130.99	169.50	165.82
货币资金 [亿元]	4.17	8.76	7.45	8.24
刚性债务[亿元]	33.29	46.38	55.87	57.18
所有者权益 [亿元]	46.83	47.66	45.20	44.90
营业收入[亿元]	124.41	83.89	80.84	22.12
净利润 [亿元]	2.67	1.43	0.80	-0.25
EBITDA[亿元]	9.64	7.47	8.21	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.22	5.74	6.29	0.65
投资性现金净流入量[亿元]	-25.09	-13.08	-12.13	-1.17
资产负债率[%]	61.09	63.61	73.33	72.93
权益资本与刚性债务比率[%]	140.70	102.77	80.91	78.51
流动比率[%]	60.51	64.06	56.59	53.61
现金比率[%]	6.27	14.12	9.21	10.52
利息保障倍数[倍]	4.71	2.24	2.06	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	84.46	121.52	124.96	—
毛利率[%]	23.48	27.73	29.77	30.15
营业利润率[%]	3.14	2.39	3.21	-0.58
总资产报酬率[%]	4.49	2.63	2.51	—
净资产收益率[%]	5.78	3.02	1.72	—
净资产收益率*[%]	5.78	3.03	1.74	—
营业收入现金率[%]	107.61	112.22	109.16	146.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.55	8.84	8.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.96	-9.37	-5.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.11	5.05	4.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.19	0.16	—

注：根据利群股份经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	3
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	7
		负债结构与资产质量	3
		流动性	10
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年6月20日	AA/稳定	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 零售行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA/稳定	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月23日	AA/稳定	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)	-
债项评级 (利群转债)	历史首次评级	2019年6月20日	AA	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 零售行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月23日	AA	熊桦、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。