



内部编号: 2023060366

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

分析师: 熊梓  xh@shxsj.com
陈婷婷  ctt@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100313】

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/2023年6月25日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2022年6月23日

首次评级：AA/稳定/AA/2019年6月20日



跟踪评级观点

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。公司业务发展以青岛为中心，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。利群股份零售业务现已形成全品类、多业态的业务架构，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。
- 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，外部融资渠道总体较为畅通。

主要风险：

- 业绩压力。跟踪期内，在外部因素影响下，利群股份主业经营面临较大的外部压力，同时公司华东区域门店仍处于调整培育阶段，拖累主业表现；加之新开门店培育，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2022年出现亏损。2023年一季度，随着外部消费市场环境改善，公司当期实现盈利，仍需关注公司后续业绩持续改善情况。
- 即期偿债压力。利群股份债务负担加重，且债务结构偏短期，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，关注项目后续推进节奏以及投融资压力。
- 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。随着外部竞争压力的加大，利群股份跨区域、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、加强商品质量安全管理等提出了更高的要求。

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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	4.59	1.29	2.09	2.80
刚性债务 (亿元)	35.29	43.67	46.85	45.28
所有者权益 (亿元)	47.91	49.41	49.13	49.08
经营性现金净流入量 (亿元)	-6.50	-12.63	1.45	2.51
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	130.99	169.50	174.69	167.41
总负债 (亿元)	83.33	124.30	132.18	124.71
刚性债务 (亿元)	46.38	55.87	61.40	60.21
所有者权益 (亿元)	47.66	45.20	42.51	42.69
营业收入 (亿元)	83.89	80.84	78.60	22.74
净利润 (亿元)	1.43	0.80	-1.73	0.18
经营性现金净流入量 (亿元)	5.74	6.29	5.74	5.17
EBITDA (亿元)	7.47	11.43	8.17	—
资产负债率[%]	63.61	73.33	75.67	74.50
权益资本与刚性债务比率[%]	102.77	80.91	69.23	70.91
流动比率[%]	64.06	56.59	56.44	55.81
现金比率[%]	14.12	9.29	8.26	10.33
利息保障倍数[倍]	2.24	2.06	0.16	—
净资产收益率[%]	3.02	1.72	-3.95	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.84	8.78	6.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.37	-5.63	-0.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.05	6.24	3.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.22	0.14	—

注：根据发行人利群股份经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由： 无		
主体信用级别		AA	

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产报酬率 (%)	资产负债率 (%)	经营活动现金流量净额 (亿元)
东百集团	144.97	0.67	2.95	71.53	2.14
利群股份	174.69	-1.73	0.19	75.67	5.74

注：东百集团全称为福建东百集团股份有限公司。

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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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 2023 年 3 月末累计 20.50 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。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 年部分开业或投入使用，剩余项目受外部环境影响有所延后，其中蓬莱利群商业综合体项目目前计划于 2023 年 9 月开业，利群广场项目将延期至 2024 年。

图表 1. 本次债券募集资金拟使用项目概况

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2022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	5.52
2	利群广场项目	烟台莱州市	7.08	3.00	2.25
3	蓬莱利群商业综合体项目	烟台蓬莱市	3.87	2.00	0.86
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	7.02
合计			33.39	17.89	15.65

资料来源：利群股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

2022 年零售行业运行面临的外部压力及不确定性有所加大，消费市场表现总体承压；2023 年一季度，国内零售消费市场呈现复苏态势。零售行业内部总体维持着激烈竞争态势，且各业态表现持续存在一定分化。

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，政府将持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，促进消费市场有序竞争，对零售行业而言能形成长期政策利好。

A. 行业概况

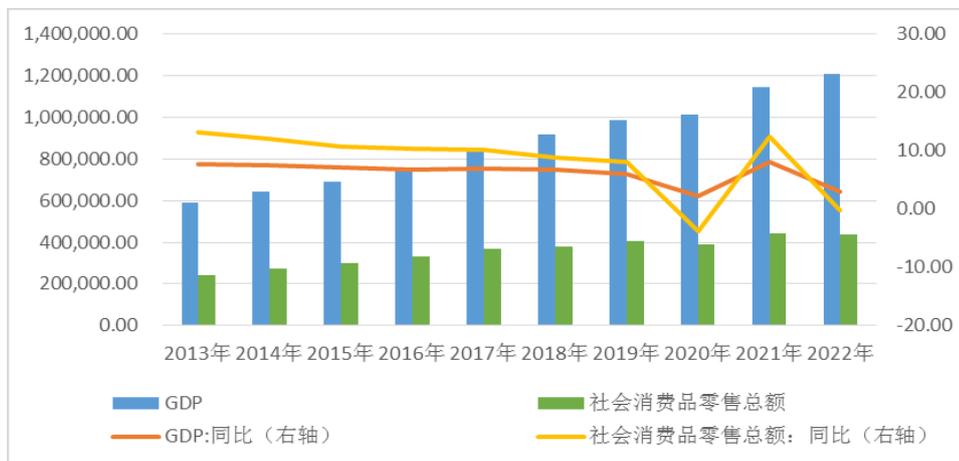
我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。多年来得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的增长以及城市化进程带来的消费需求提升，我国零售行业总体保持着良好的发展态势，但同时近年来受宏观经济、外部因素扰动等影响，行业运行波动性加大。

2022 年，国内经济发展面临着多重超预期因素冲击，经济运行压力有所加大，全年完成国内生产总值 1,210,207 亿元，比上年增长 3.0%，增幅放缓。消费市场方面，受外部因素扰动影响，表现总体承压，全年完成社会消费品零售总额 439,733 亿元，较上年下降 0.2%。分季度看，一季度社会消费品零售总额同比实现 3.3% 增长；二季度，受外部因素扰动，社会消费品零售总额同比下降 4.6%；三

¹ 本节所涉及数据来源于国家统计局。

季度，随着一系列促消费政策落地，市场销售增速转正，同比增长 3.5%；四季度，外部因素扰动再次对消费市场造成一定冲击，当季社会消费品零售总额同比下降 2.7%。2023 年以来，在国内消费场景有序恢复，以及促消费政策显效等影响下，消费市场恢复态势明显，一季度完成社会消费品零售总额 114,922 亿元，同比增长 5.8%。

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

需求方面，庞大的人口基数、居民收入及消费水平的提升，为我国零售行业的持续发展提供支撑。截至 2022 年末我国人口数量达 14.12 亿，其中城镇常住人口 9.21 亿；常住人口城镇化率为 65.22%，比 2021 年提高 0.50 个百分点。收入方面，2022 年全国居民人均可支配收入 36,883 元，比上年增长 5.0%，扣除价格因素，实际增长 2.9%。消费支出方面，同期全国居民人均消费支出 24,538 元，比上年增长 1.8%，扣除价格因素，实际略降 0.2%。2023 年一季度，全国居民人均可支配收入 10,870 元，比上年同期名义增长 5.1%；扣除价格因素，实际增长 3.8%；全国居民人均消费支出 6,738 元，比上年同期名义增长 5.4%，扣除价格因素，实际增长 4.0%。一季度全国居民收入平稳增长，消费支出加快恢复。

价格方面，2022 年全国 CPI 涨幅呈先扩后落走势，一、二、三、四季度同比分别上涨 1.1%、2.3%、2.6%、1.8%。全年来看，CPI 上涨 2.0%，涨幅比 2021 年扩大 1.1 个百分点。2023 年一季度 CPI 同比上涨 1.3%，继续呈现温和上涨态势。

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，鼓励行业升级转型，零售行业面临的政策面较好。

2020 年以来，在外部因素扰动情况下，零售行业承担着一定的居民生活物资供应保障职能，国家多次出台专项政策在金融、商贸领域对企业给予扶持，并不断通过发放“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。2022 年 5 月，国务院印发《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，提出将批发和零售业纳入按月全额退还增量留抵税额、一次性全额退还存量留抵税额政策范围，并继续对零售业实施阶段性缓缴三项社保费用的政策。

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，国务院办公厅发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》。2022 年 12 月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，明确了坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，是加快构建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必然选择，提出要全面促进消费，加快消费提质升级。

在鼓励消费的同时，政府也在不断规范消费市场行为。2021 年以来，多部委颁布实施了《网络直播营销管理办法（试行）》《网络交易监督管理办法》等法律法规，压实平台主体责任，规范市场交易行为。税务部门也持续强化对电商直播行业偷逃税问题的监管和处罚。2022 年 3 月，国家互联网信息办

公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局三部门联合印发《关于进一步规范网络直播盈利行为促进行业健康发展的意见》，针对网络直播行业存在的偷逃缴纳税款、带货营销不规范等问题出台相关举措，推动行业规范发展。

图表 3. 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
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
国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局	《关于进一步规范网络直播盈利行为促进行业健康发展的意见》	2022年3月
国务院	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	2022年12月

注：新世纪评级整理

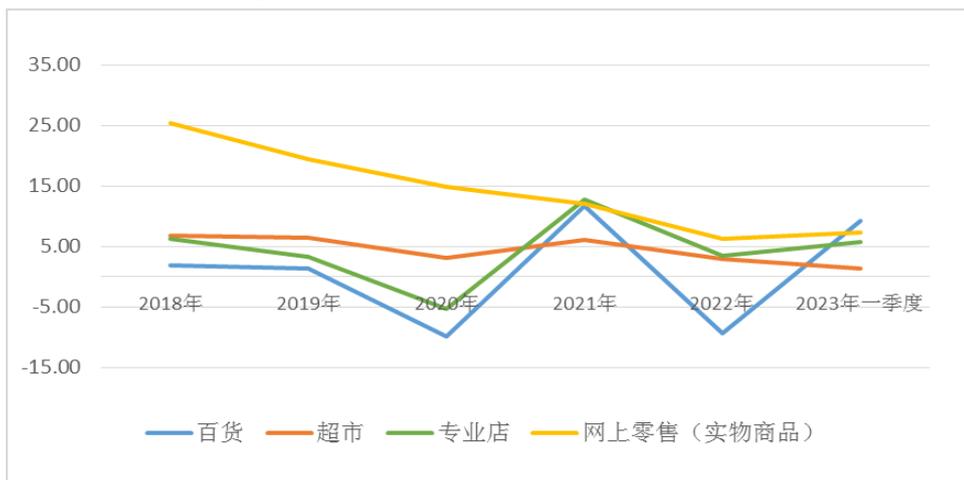
C. 竞争格局/态势

从市场竞争格局来看，我国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行业，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，行业集中度始终不高。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，目前比重超过25%。

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。

2022年消费市场出现负增长，但针对零售各细分业态，影响存在一定分化，其中经营以必需消费品为主的超市业态、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影响较大。当年限额以上零售业实体店商品零售额较上年小幅增长1%，其中超市、专业店和专卖店零售额同比分别增长3.0%、3.5%和0.2%，百货店同比下降9.3%。同时，网上消费继续呈现较快增长，当年实物商品网上零售额同比增长6.2%。2023年以来，随着消费市场的整体恢复，各零售业态均呈现增长态势。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长3.6%，其中超市、百货店、专业店、专卖店商品零售额分别增长1.4%、9.2%、5.7%和0.2%；实物商品网上零售额同比增长7.3%。

图表 4. 零售行业各业态近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

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，公共卫生突发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不高，业内企业间竞争压力持续较大，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。此外，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。在近年来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，以及品牌代理及城市物流配送共同发展的经营格局，业务之间能形成良好协同。

跟踪期内，在外部因素扰动、消费市场需求变化及市场竞争等影响下，该公司面临的外部经营压力仍较大，加之新开门店培育、折旧摊销等费用增加、闭店等因素综合影响下，公司 2022 年净利润出现亏损。2023 年以来，随着消费市场的复苏，公司一季度主业实现扭亏，仍需关注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、品类集合店等实体业态，以及利群网商（O2O）、利群采购平台（B2B）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，区域市场品牌知名度较高。同时，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²，将业务范围进一步拓展至江苏、

² 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（建筑面积合计 30 余万平方米）和 72 家门店的经营性商业资产。转让总价款为 18.68 亿元。目前运营主体为利群商业集团华东商贸有限公司（简称“华东商贸”）。

浙江、安徽及上海等华东市场。

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。公司业务竞争核心驱动因素包括规模、品牌、管理等。

（1） 主业运营状况/竞争地位

2021-2022 年和 2023 年第一季度，该公司营业收入分别为 80.84 亿元、78.60 亿元和 22.74 亿元。公司 2022 年和 2023 年一季度营业收入同比分别下降 2.76% 和增长 2.78%，存在波动，主要是外部因素扰动导致跟踪期消费市场需求波动，以及受零售市场竞争、闭店等因素综合影响所致。2023 年以来，消费市场复苏回暖，下游需求有所改善，公司一季度营业收入同比有所提升。

该公司主要从事零售业务，跟踪期主营业务收入仍主要由百货、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，2022 年受外部因素影响，公司百货、家电业态收入同比分别减少 32.09% 和 2.33%；而超市业态收入有所增长，同比增加 8.51%。2023 年第一季度，随着消费市场复苏，百货和电器收入均有所增长，超市略降。

图表 5. 公司营业收入构成及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务		2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计		83.89	80.84	78.60	22.74	22.12
其中：主营业务收入	金额	76.09	71.45	70.24	20.43	19.74
	占比	90.71	88.38	89.37	89.84	89.21
其中：（1）百货	金额	13.05	14.53	9.86	3.20	2.73
	占比	17.15	20.33	14.04	15.66	13.86
（2）超市	金额	50.83	44.16	47.92	14.05	14.06
	占比	66.80	61.81	68.21	68.77	71.26
（3）电器	金额	12.21	12.76	12.46	3.18	2.94
	占比	16.05	17.86	17.75	15.56	14.88

资料来源：利群股份

销售模式方面，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。公司 2022 年经销收入 65.05 亿元。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。该模式下，公司主要通过下属批发类子公司进行采购，再供货给旗下各家门店进行销售。同时，除了为自身零售业务提供采购服务外，公司批发类子公司还对外开展外销业务，面向对象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。随着公司不断拓宽外销渠道，跟踪期外销业务实现持续增长，2021-2022 年和 2023 年第一季度，外销规模分别为 20.56 亿元、21.34 亿元和 5.99 亿元。跟踪期内，公司部分批发类子公司外销业务比重已超过 50%，外销业务成为公司重要的增长点。

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。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，公司以净额法对联营模式进行核算。公司 2022 年联营收入 5.19 亿元。

经销及联营模式以外，该公司还通过租赁、加盟等模式开展业务，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，利润主要来自租金收入。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 2022 年实现租金收入 3.64 亿元。同时，公司当年对下游租户商户减免租金管理费共计 0.37 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。

招标采购管理方面，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 2023 年 3 月末，公司合作代理品牌共 811 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 94%。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，2022 年前五大供应商占年度采购总额的比重为 16.14%。

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，公司不断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，加之 2022 年租赁城阳双埠物流中心（建筑面积 9 万平方米），公司目前在青岛市区、城阳区、胶州市，以及淮安市等地共计拥有 5 个物流基地（其中自有物流基地 4 个），合计建筑面积 60 余万平方米、仓储面积 50 余万平方米，配送车辆 300 余辆。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³。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。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。

同时，该公司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、豆制品等商品进行一定深加工。2022 年依托自身供应链体系，公司继续强化食品生产加工业务的发展，建立多品牌发展战略，推出福兴、麦谷仟仟、郦可麦、祺祺有、极致和美等多个品牌，覆盖豆制品、烘焙面点、卤味熟食、预制菜等多个品类。当年公司生产加工端出库量近 7,000 吨，通过旗下零售门店销量近 2,000 吨，其余为外销，实现外销收入约 0.30 亿元。

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。目前公司零售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

³ 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，截至 2022 年末已收到全部补偿款，其中 2021 年收到 5.88 亿元、2022 年收到 2.52 亿元。

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。公司零售业态及销售渠道呈现多元化。

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；并以前期收购的乐天相关资产为基础发展华东区域市场。跟踪期内，公司分别在山东烟台和江苏泰州新开门店各 1 家，均为超市业态，分别为蓬莱锦泰超市（租赁物业，建筑面积 0.67 万平方米）和泰州凤凰广场店（租赁物业，建筑面积 0.22 万平方米）。华东区域方面，2020-2022 年和 2023 年第一季度，华东商贸门店分别实现收入 11.41 亿元、9.80 亿元、8.16 亿元和 1.96 亿元，净利润分别为-2.57 亿元、-3.97 亿元、-1.58 亿元和-0.35 亿元。跟踪期内华东商贸继续处于调改阶段，亏损额总体有所收窄。跟踪期内，面对外部市场压力，华东商贸继续针对各家门店进行优化调改，因房租成本较高、经营不达预期等原因，关闭芜湖店、滁州店、池州店等 5 家门店⁴，并通过优化品类布局结构、调整经营模式等方式，提升存量门店经营质量。其中 2022 年关闭的池州店（面积 2.64 万平方米）为公司自有物业，现已整租给第三方使用。关注华东商贸后续经营业绩改善情况。

图表 6. 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）	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
开店数	2	2	2	0
关店数	0	9	5	0

资料来源：利群股份

总体来看，2022 年和 2023 年第一季度，该公司共计新开 2 家门店、关闭 5 家门店，均为超市业态门店，截至 2023 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，2023 年 3 月末，公司自有物业门店建筑面积合计 86.50 万平方米，租赁物业门店建筑面积合计 130.53 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，2020-2022 年和 2023 年第一季度，公司门店物业租赁相关支出（含税）分别为 4.06 亿元、4.18 亿元、4.28 亿元和 1.10 亿元。2023-2024 年，公司大型零售门店中共计 11 家门店存在物业租赁合同到期，目前 3 家正在积极沟通、暂未签约，其余 8 家为股东旗下物业房产，无续约障碍。大型零售门店以外，公司截至 2023 年 3 月末还有便利店及生鲜社区店共 102 家，面积共计约 2.90 万平方米；品类集合店 95 家。

图表 7. 公司大型零售门店布局及物业持有情况（单位：家）

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
山东	综合商场	10	28.71	16	48.03
	购物中心	5	27.91	5	30.04
	综合超市	2	4.25	15	14.91
	家电商场	1	0.87	-	-
江苏	综合超市	9	19.44	18	32.29
	购物中心	1	5.32	-	-
安徽	综合超市	-	-	1	2.69
上海	综合超市	-	-	1	2.57
合计	-	28	86.50	56	130.53

资料来源：利群股份

注：有 5 家门店既有自有物业，又有租赁物业

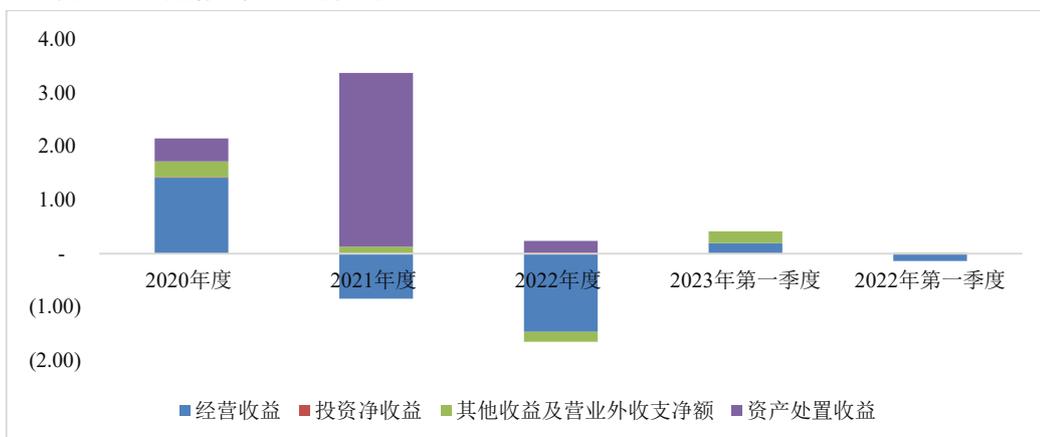
该公司线上业务主要分为 O2O 和 B2B 两个部分。其中 O2O 主要通过利群网商开展，依托线下门店资源，顾客可通过 APP、微信公众号、PC 端实现网上下单、配送等服务。B2B 方面，公司通过利群采购平台，为便利店、专卖店、企事业单位等 B 端客户提供一站式采购服务。2022 年和 2023 年第一季度，公司线上业务分别实现收入 5.15 亿元和 1.11 亿元。此外，跟踪期公司还推进了外贸出口和跨境

⁴ 5 家门店经营面积共计 9.37 万平方米，2022 年收入合计 0.48 亿元、净利润合计-0.004 亿元。当年闭店门店因租赁房产提前解约发生赔偿损失 0.48 亿元。

电商业务。

(2) 盈利能力

图表 8. 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

2022 年，在外部因素扰动、零售市场激烈竞争等因素影响下，该公司主业经营面临的外部压力仍较大，当年收入出现下滑。加之新店开业及门店培育，折旧摊销等各费用支出增加等因素综合影响，公司 2022 年主业盈利继续弱化，且亏损有所增加。2023 年以来，随着零售市场复苏，公司主业利润有所恢复，一季度实现经营收益 0.20 亿元，同比扭亏。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	83.89	80.84	78.60	22.74	22.12
毛利（亿元）	23.27	24.07	23.56	6.93	6.67
其中：百货	5.39	6.32	5.85	1.78	1.18
超市	9.00	7.11	7.94	2.48	2.79
电器	1.25	1.39	1.59	0.40	0.36
期间费用率（%）	24.86	29.37	30.59	27.85	29.28
其中：财务费用率（%）	1.70	3.60	4.05	3.71	3.52
全年利息支出总额（亿元）	1.48	1.83	2.12	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.32	0.59	0.38	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司营业毛利分别为 23.27 亿元、24.07 亿元、23.56 亿元和 6.93 亿元。2022 年毛利收窄，同比减少 2.09%；2023 年第一季度，收入回升带动当期毛利同比增加 3.85%。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司期间费用分别为 20.86 亿元、23.74 亿元、24.04 亿元和 6.33 亿元；期间费用率分别为 24.86%、29.37%、30.59%和 27.85%。从期间费用构成来看，销售费用及管理费用所占比重较高，2022 年分别为 57.20%和 29.58%，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。2022 年度，公司管理费用同比增加 2.39%，主要系当期确认股权激励计划，新增 0.34 亿元股份支付费用等所致；同期，公司销售费用同比略减 0.96%，主要系部分租赁物业门店获得租金减免所致。同期，公司财务费用同比增加 9.17%，主要系利息支出增加以及部分可转债项目完工后资本化利息转为费用化核算导致。

图表 10. 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	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.01	0.001	0.02	-	0.001
营业外收支净额及其他收益 (亿元)	0.29	0.13	-0.19	0.22	0.01
资产处置收益 (亿元)	0.43	3.25	0.21	-0.001	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2022 年，非经营性损益对该公司利润影响总体不大，其中营业外收支净额及其他收益合计为-0.19 亿元，主要受关店提前解约赔偿的影响。2023 年一季度，公司营业外收支净额及其他收益合计为 0.22 亿元，主要为政府补助收益。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司净利润分别为 1.43 亿元、0.80 亿元、-1.73 亿元和 0.18 亿元。公司 2022 年主业利润下滑并发生亏损，2023 年一季度随着外部消费市场回暖，盈利转正。仍需要关注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“全产业链+自营”为主的供应链整合型商业运营模式，以“零售是基础，供应链整合是方向”为导向，注重零售业务拓展提升，推动线上业务转型升级，以满足消费者需求为中心，不断创新经营业态；持续推动公司智慧供应链建设升级，加强供应链整合，强化社会配送职能；加大上游食品生产加工拓展力度；加速推进外贸发展，构建内外贸一体化的发展格局。

跟踪期内，该公司继续推进原有在建零售项目，无新增项目。其中，黄岛综合体项目中西海岸金鼎广场已于 2021 年开业，剩余部分于 2022 年底也已基本完工，后续计划采用出售+对外租赁相结合的方式进行运营，经初步测算，可售部分货值约 4.08 亿元。2023 年，公司计划开业项目为蓬莱利群商业综合体项目。

图表 11. 跟踪期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 2023 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	14.04	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	4.05	自有资金、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	1.41	自有资金、可转债募集资金
合计	29.92	22.33	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理

此外，2022 年 9 月，该公司下属青岛市胶州福昌旅游开发有限公司 (简称“福昌旅游开发”) ⁵通过竞拍取得了位于胶州市三里河办事处杭州路西侧、澳门路南侧地块和三里河办事处澳门路南侧、规划路东侧地块的国有建设用地使用权，成交价款共计 5.10 亿元，目前规划土地用途为住宅用地。该项目仍处于前期规划阶段，启动时间存在不确定性。

⁵ 公司与关联方青岛建设房地产开发有限公司分别持有 65.62%和 34.38%股权。

管理

2022 年以来，该公司股权关系总体保持稳定。公司完成董事会及监事会换届，人员变动不大。同时，公司对内控管理制度进行修订完善。公司关联交易规模不大，无重大不良行为。

截至 2023 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”），持有公司 20.14% 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”），持有公司 14.38% 股份；第三大股东为青岛利群投资有限公司（简称“利群投资”），持有公司 6.79% 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。期末上述股东所持公司股份均无质押或冻结情况。

该公司实际控制人仍为自然人徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽，其中三人分别直接持有公司 2.49%、0.71% 和 0.50% 股份。同时徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽分别直接持有钧泰基金 18.25%、8.38% 和 14.07% 股权，为其前三大股东；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，公司股权关系总体稳定。

该公司于 2022 年完成董事会、监事会换届选举，第九届成员与第八届成员无较大变动。同时，跟踪期内，公司对关联交易决策制度、募集资金管理制度、对外担保决策制度等管理制度，以及相关议事规则等进行了修订。

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。2022 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 1.33 亿元；向关联方销售商品或提供劳务，合计金额为 0.46 亿元；确认关联方租赁收入合计 0.10 亿元、向关联方支付租金合计为 2.30 亿元；向关联方购买物业房产金额合计 0.14 亿元。总体来看关联交易比重不大。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2023 年 5 月 15 日），公司跟踪期内无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

财务

受执行新租赁准则影响，该公司近年来负债经营程度明显上升。跟踪期内，公司债务规模有所波动，但负债率总体仍有所上升。且公司债务结构偏短期，面临较大即期债务偿付压力。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，仍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。

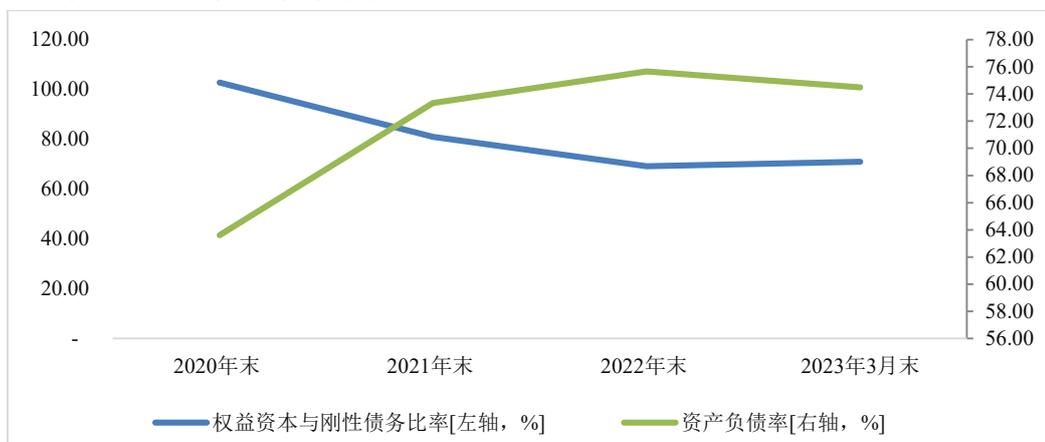
1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 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 2023 年一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



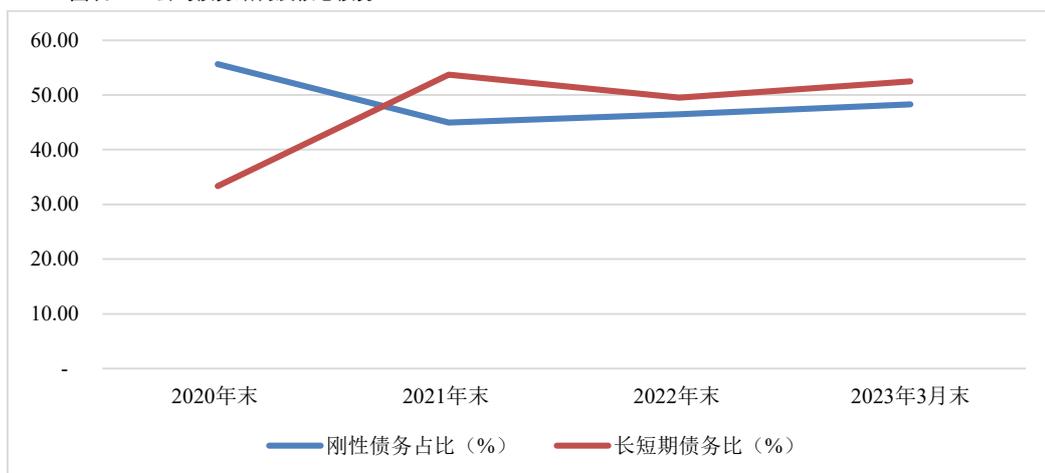
资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 83.33 亿元、124.30 亿元、132.18 亿元和 124.71 亿元，资产负债率分别为 63.61%、73.33%⁶、75.67%和 74.50%。2021 年以来受执行新租赁准则影响，公司资产负债率出现较明显上升。2022 年，为补充日常运营资金，公司有息债务有所增加，债务规模增长导致年末资产负债率继续上升。2023 年一季度，随着销售回款，公司债务有所减少，负债率又有所下降。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，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 47.66 亿元、45.20 亿元、42.51 亿元和 42.69 亿元，跟踪期出现减少，主要受 2022 年发生亏损、限制性股票回购注销导致股本减少等综合影响。公司 2023 年 3 月末未分配利润为 10.72 亿元。公司 2022 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），拟派发现金红利 0.85 亿元（含税）。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务⁷



⁶ 执行新租赁准则导致公司 2021 年末资产负债率上升约 6.66 个百分点。

⁷ 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。

核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
刚性债务（亿元）	46.38	55.87	61.40	60.21
应付账款（亿元）	11.93	11.81	10.99	9.73
预收款项及合同负债（亿元）	6.19	6.26	6.38	7.08
其他应付款（亿元）	13.81	18.90	21.52	16.40
租赁负债（亿元）	-	23.37	23.73	23.00
刚性债务占比（%）	55.66	44.94	46.45	48.28
应付账款占比（%）	14.31	9.50	8.31	7.81
预收款项及合同负债占比（%）	7.42	5.03	4.83	5.68
其他应付款占比（%）	16.57	15.20	16.28	13.15
租赁负债（%）	-	18.80	17.95	18.44

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，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 33.37%、53.70%、49.49% 和 52.49%。跟踪期内，公司债务结构仍偏短期。

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等影响，公司 2022 年以来刚性债务在负债中占比仍较高，2022 年末和 2023 年 3 月末分别为 46.45% 和 48.28%。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，受业务运营影响有所波动。公司 2022 年末其他应付款主要包括应付关联方款项 10.16 亿元⁸、应付工程款或设备款 7.15 亿元、应付押金及保证金 1.34 亿元、股权激励回购义务款 0.61 亿元等。公司 2022 年末其他应付款较上年末增长 13.86%，主要系应付关联方款项增加所致，2023 年 3 月末随着相关款项减少，期末其他应付款又有所减少。此外，受执行新租赁准则影响，公司 2022 年末和 2023 年 3 月末租赁负债分别为 23.73 亿元和 23.00 亿元。

图表 14. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	27.79	38.04	43.79	42.67
其中：短期借款	22.83	31.67	37.74	37.78
一年内到期长期借款	1.28	1.28	1.32	0.68
应付票据	3.68	5.09	4.73	4.21
中长期刚性债务合计	18.59	17.83	17.61	17.54
其中：长期借款	2.56	1.28	0.57	0.52
应付债券	16.03	16.55	17.05	17.02

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，随着短期借款进一步增加，2022 年末该公司短期刚性债务增至 43.79 亿元；中长期刚性债务略降至 17.61 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 37.74 亿元，其中主要是信用借款，年末余额为 16.11 亿元；保证借款 11.31 亿元，担保方为并表范围内企业；抵押借款 9.69 亿元，抵押物主要为固定资产等。2023 年 3 月末，公司短期刚性债务略降至 42.67 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 2.4%-4.725%。

⁸ 包括应付青岛建设房地产开发有限公司 4.48 亿元，主要系股东同比例向福昌旅游开发提供的借款、购房尾款、工程款等；青岛裕兴昌投资咨询有限公司 5.16 亿元，主要系公司经营所使用的利群购物卡由利群集团发行，为杜绝因预付卡消费导致利群集团占用公司资金的情况发生，公司、利群集团、青岛裕兴昌投资咨询有限公司已于 2017 年签订《预付卡合作协议之补充协议》形成的相关资金往来。

3. 现金流量

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	121.52	124.96	162.22	-	-
营业收入现金率（%）	112.22	109.16	109.01	137.65	146.20
业务现金收支净额（亿元）	12.75	5.67	1.99	3.32	-1.63
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.01	0.62	3.75	1.85	2.28
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.74	6.29	5.74	5.17	0.65
EBITDA（亿元）	7.47	11.43	8.17	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.22	0.14	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.05	6.24	3.85	-	-

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、外销业务增长等因素影响，公司营业收入现金率指标存在一定波动。2022 年和 2023 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 5.74 亿元和 5.17 亿元。2022 年国家出台税收政策支持，公司申请增值税留抵退税，当年“收到的税费返还”增加 2.13 亿元。

2022 年，受经营亏损影响，该公司 EBITDA 同比减少。叠加刚性债务增长，当年 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度均下滑。

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.20	0.001	0.05	-	-
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	-11.52	-6.08	-7.22	-0.98	-1.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.37	-6.05	0.91	-	0.03
投资环节产生的现金流量净额	-13.08	-12.13	-6.26	-0.98	-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，加之在建项目推进等，公司存在持续的资本性支出需求。2022 年和 2023 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-6.26 亿元和-0.98 亿元。公司在建项目后续还存在一定投入需求，关注项目推进速度。

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	15.07	1.36	-1.69	-	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-2.09	2.68	1.86	-2.83	1.56
其中：现金利息支出	0.89	1.30	1.72	0.53	0.45
筹资环节产生的现金流量净额	12.98	4.04	0.17	-2.83	1.56

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2022 年和 2023 年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为 0.17 亿元和-2.83 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、分红、股权激励、租赁负债相关支出等因素综合影响。其中，受执行新租赁准则影响，同期在筹资环节核算的租赁负债支出分别为 3.86 亿元和 1.09 亿元。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	40.02	45.77	49.90	45.64
	30.55%	27.00%	28.57%	27.26%
其中：货币资金（亿元）	8.76	7.45	7.26	8.45
应收账款及应收款项融资（亿元）	1.92	2.76	4.39	4.35
预付款项（亿元）	5.47	5.74	6.10	4.60
其他应收款（亿元）	1.01	4.02	1.69	2.17
存货（亿元）	16.79	18.89	25.11	21.44
其他流动资产（亿元）	6.08	6.91	5.35	4.63
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	90.97	123.74	124.78	121.77
	69.45%	73.00%	71.43%	72.74%
其中：投资性房地产（亿元）	4.94	4.96	4.93	4.84
固定资产（亿元）	54.37	60.05	63.39	62.77
在建工程（亿元）	12.88	11.31	10.24	9.44
无形资产（亿元）	12.19	12.10	11.89	11.61
长期待摊费用（亿元）	5.46	6.05	5.60	5.30
使用权资产（亿元）	-	21.87	22.23	21.39
其他非流动资产（亿元）	0.27	6.25	5.20	5.13

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 130.99 亿元、169.50 亿元、174.69 亿元和 167.41 亿元。跟踪期内，公司资产规模有所波动，总体变化不大。从资产结构来看，公司主业发展资产偏重，非流动资产占比较高。

该公司 2022 年末非流动资产为 124.78 亿元，仍主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、使用权资产等构成。公司年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）合计为 68.32 亿元，主要为房屋及建筑物，合计为 57.23 亿元，公司拥有一定规模商业物业用于主业经营。年末固定资产中 4.39 亿元资产的产权证书尚在办理中。2022 年以来随着胶州、淮安物流基地等项目转固，公司年末固定资产较上年末增长 5.56%；在建工程较上年末下降 9.51%至 10.24 亿元。同年末，公司无形资产 11.89 亿元，主要为所拥有的土地使用权；长期待摊费用 5.60 亿元，主要为待摊的门店装修费用；公司使用权资产 22.23 亿元；其他非流动资产为 5.20 亿元，主要为拟开发土地前期土地一级整理费 4.97 亿元。2023 年 3 月末，非流动资产构成变化不大。

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。2022 年末，公司货币资金为 7.26 亿元，其中受限金额 2.03 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，2023 年春节较早，公司年底提前备货，加之子公司福昌旅游开发新增土地使用权（计入开发成本），当年末存货增至 25.11 亿元，至 2023 年 3 月末存货降至 21.44 亿元。2022 年末和 2023 年 3 月末，公司应收账款及应收款项融资合计分别为 4.39 亿元和 4.35 亿元，主要为外销外贸业务应收款等，随着销售增长而余额增加，公司年末应收账款账龄 95.53%在一年以内。公司 2022 年末其他应收款较上年末大幅减少主要系搬迁补偿款到位；年末余额主要为应收银联等第三方代收、保证金等。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，2022 年末同比减少 22.55%，主要系国家出台留抵退税政

策，公司申请增值税留抵退税所致。

截至 2022 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产为 10.34 亿元，占资产总额的比重为 5.92%；其中受限货币资金 2.03 亿元（主要为 1.73 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 8.30 亿元，用于借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率 (%)	64.06	56.59	56.44	55.81
速动比率 (%)	28.44	26.14	21.14	23.98
现金比率 (%)	14.12	9.29	8.26	10.38

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。2023 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 55.81%、23.98%和 10.38%。公司即期债务偿付压力仍较大。

6. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司因闭店提前终止租赁合同，房屋出租方与公司产生诉讼纠纷，法院判令公司支付违约金及房屋实际交付前租金等，公司已按照法院二审判决金额计提预计负债共计 0.24 亿元。

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 2022 年营业收入为 3.28 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，2022 年形成投资收益 0.95 亿元，公司本部当年实现净利润 0.63 亿元。

2022 年末，该公司本部资产总额为 117.41 亿元，其中其他应收款 69.79 亿元（69.51 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 32.36 亿元。同期末，公司本部负债为 68.28 亿元，其中刚性债务为 46.85 亿元，年末资产负债率为 58.16%，债务负担相对适中。

外部支持

截至 2023 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 55.20 亿元，其中已使用额度为 39.09 亿元，未使用授信额度 16.11 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

本次公司发行的“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 2023 年 3 月末，累计有 20.50 万元“利群转债”已转股。当期有效转股价格为 6.90 元/股。

跟踪评级结论

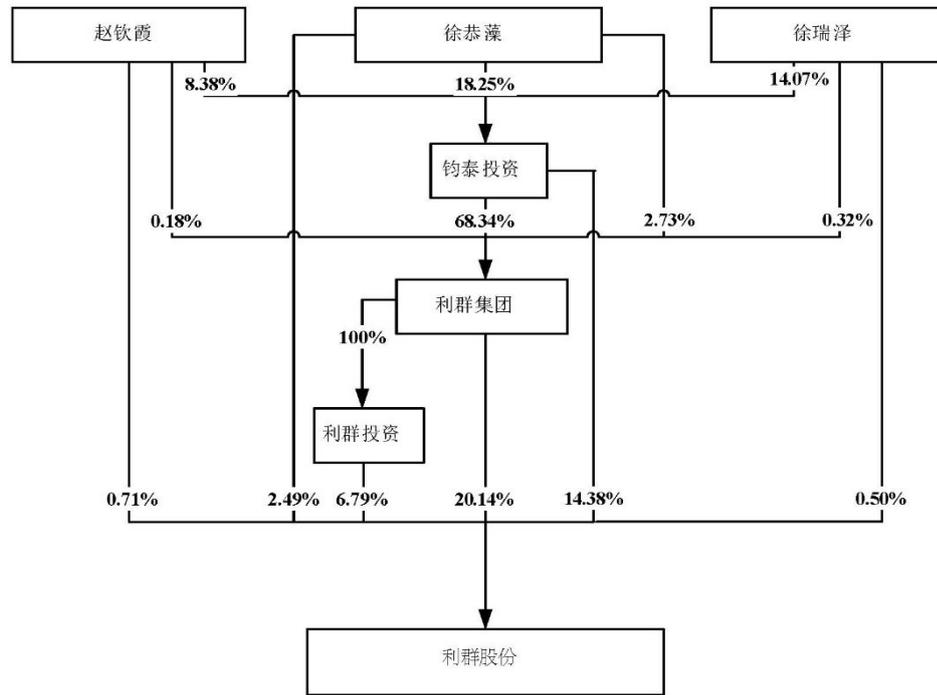
该公司为民营零售类上市公司。公司零售业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，通过多年运营积累，已在区域内形成了较高的品牌认知度，较强的区域市场竞争力；同时通过外延式并购也已在华东地区形成了一定的业务布局。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，以及品牌代理及城市物流配送共同发展的经营格局，业务之间能形成良好协同。

跟踪期内，在外部因素扰动、消费市场需求变化及市场竞争等影响下，该公司面临的外部经营压力仍较大，加之新开门店培育、折旧摊销等费用增加、闭店等因素综合影响下，公司 2022 年净利润出现亏损。2023 年以来，随着消费市场的复苏，公司一季度主业实现扭亏，仍需关注公司后续主业调改及盈利改善情况。

受执行新租赁准则影响，该公司近年来负债经营程度明显上升。跟踪期内，公司债务规模有所波动，但负债率总体仍有所上升。且公司债务结构偏短期，面临较大即期债务偿付压力。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，仍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：

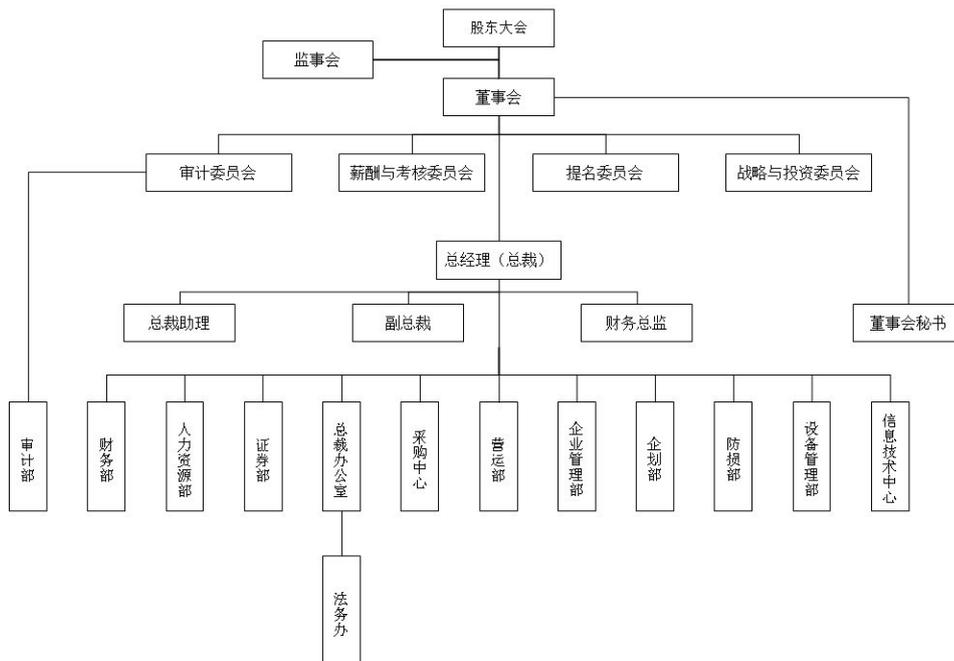
公司与实际控制人关系图



注：根据利群股份提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 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	2022 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	20.14	商业	16.60	19.67	23.68	1.38	2.27	4.35	
利群商业集团股份有限公司	利群股份	本部	-	零售	46.85	49.13	3.28	0.63	1.45	2.39	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	3.33	10.18	11.10	0.34	1.84	0.91	

注：根据利群股份 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	130.99	169.50	174.69	167.41
货币资金 [亿元]	8.76	7.45	7.26	8.45
刚性债务[亿元]	46.38	55.87	61.40	60.21
所有者权益 [亿元]	47.66	45.20	42.51	42.69
营业收入[亿元]	83.89	80.84	78.60	22.74
净利润 [亿元]	1.43	0.80	-1.73	0.18
EBITDA[亿元]	7.47	11.43	8.17	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.74	6.29	5.74	5.17
投资性现金净流入量[亿元]	-13.08	-12.13	-6.26	-0.98
资产负债率[%]	63.61	73.33	75.67	74.50
权益资本与刚性债务比率[%]	102.77	80.91	69.23	70.91
流动比率[%]	64.06	56.59	56.44	55.81
现金比率[%]	14.12	9.29	8.26	10.38
利息保障倍数[倍]	2.24	2.06	0.16	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	121.52	124.96	162.22	—
毛利率[%]	27.73	29.77	29.98	30.46
营业利润率[%]	2.39	3.21	-1.20	1.04
总资产报酬率[%]	2.63	2.51	0.19	—
净资产收益率[%]	3.02	1.72	-3.95	—
净资产收益率*[%]	3.03	1.74	-3.97	—
营业收入现金率[%]	112.22	109.16	109.01	137.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.84	8.78	6.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.37	-5.63	-0.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.05	6.24	3.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.22	0.14	—

注：表中数据依据利群股份经审计的2020-2022年度及未经审计的2023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+使用权资产折旧+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、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。

发行人历史评级

附录六：

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	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)	报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA/稳定	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(零售行业)FM-GS009(2022.12)	-
债项评级 (和群转债)	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	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)	报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(零售行业)FM-GS009(2022.12)	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。