




内部编号: 2024060085

利群商业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

分析师: 熊梓  xh@shxsj.com
翁斯喆  wsz@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.

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、出售或以其他方式外传。

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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100053】

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/2024年6月13日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023年6月25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。
- 经营业态多元化，产业链不断完善。利群股份零售连锁业务板块已形成全品类、多业态发展，加之物流供应链板块品牌代理及仓储配送业务的共同发展，以及对食品工业板块的开拓，公司产业链不断完善，业务之间能形成协同效应。
- 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，公司外部融资渠道总体较为畅通。

主要风险：

- 业绩改善压力仍较大。跟踪期内，国内零售市场弱势复苏，行业竞争依然激烈，利群股份主业经营面临的外部压力持续较大。公司华东区域门店整体仍处于调整培育阶段，亏损幅度虽不断收窄，但现阶段仍对主业业绩形成拖累。需关注公司后续业绩持续改善情况。
- 财务杠杆水平较高，即期偿债压力较大。利群股份债务负担偏重，财务杠杆处于较高水平，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一定投入需求，关注项目后续推进节奏以及投融资压力。
- 可转债转股风险。“利群转债”目前转股量较少，并已于2024年4月开始进入回售阶段，公司于5月下修了转股价。若后续可转债未能成功转股，并触发回售等条款，将大幅增加公司即期债务偿付压力。
- 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、加强商品质量安全等方面提出了更高的要求。

跟踪评级结论

通过对利群股份主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述可转换公司债券 AA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计利群股份信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级及其评级展望被下调：

- ① 公司主业调改或运营不及预期，业绩难以改善或出现进一步弱化；

- ② 公司负债水平进一步提升，且即期偿债压力显著加大；
 遇下列情形，公司主体信用等级及其评级展望或将获得上调：
- ① 公司市场地位攀升，经营规模显著扩大，经营业绩和现金流状况得到显著提升；
 ② 公司债务规模得以明显压降，财务杠杆降至低水平。

主要财务数据及指标				
项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	1.29	2.09	2.21	1.94
刚性债务（亿元）	43.67	46.85	41.65	41.24
所有者权益（亿元）	49.41	49.13	50.40	50.57
经营性现金净流入量（亿元）	-12.63	1.45	8.73	0.60
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	169.50	174.69	165.98	163.38
总负债（亿元）	124.30	132.18	123.65	120.92
刚性债务（亿元）	55.87	61.40	60.31	58.28
所有者权益（亿元）	45.20	42.51	42.32	42.46
营业收入（亿元）	80.84	78.60	77.03	22.60
净利润（亿元）	0.80	-1.73	0.23	0.12
经营性现金净流入量（亿元）	6.29	5.74	13.37	4.28
EBITDA（亿元）	11.43	8.17	10.73	—
资产负债率[%]	73.33	75.67	74.50	74.01
权益资本与刚性债务比率[%]	80.91	69.23	70.18	72.85
流动比率[%]	56.59	56.44	59.44	59.54
现金比率[%]	9.29	8.26	8.91	9.19
利息保障倍数[倍]	2.06	0.16	1.21	—
净资产收益率[%]	1.72	-3.95	0.55	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.78	6.79	15.86	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.63	-0.40	7.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.24	3.85	5.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.14	0.18	—

注：根据利群股份经审计的2021~2023年及未经审计的2024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		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG因素	/
		③表外因素	/
④其他因素	/		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA	
调整因素：/			

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	结果
------	----

支持因素： /

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26752&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年零售行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29964&mid=5&listype=1

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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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%。截至 2024 年 3 月末仅 20.60 万元“利群转债”完成转股，尚未转股的“利群转债”金额为 179,979.40 万元。

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”，截至 2023 年末已累计使用募集资金 16.92 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；蓬莱利群商业综合体项目于 2023 年 9 月开业；受外部环境等因素影响，利群广场项目有所延期，将视市场情况择机开业。

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2023年末已 使用募集资金 (亿元)	2023年度实 现的效益 (万元)
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	5.91	798.16
2	利群广场项目	烟台莱州市	7.08	3.00	2.32	不适用
3	蓬莱利群商业综合体项目	烟台蓬莱市	3.87	2.00	1.66	不适用
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	不适用
合计			33.39	17.89	16.92	-

资料来源：利群股份

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则》及其应用指南、解释及其他相关规定，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2023 年修订）的披露相关规定编制报表。此外，公司自 2023 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 16 号》（财会[2022]31 号）中“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”相关规定。跟踪期，公司并表范围无重大变化，变动主要为根据业务需要新设及处置子公司。

2. 业务

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；同时通过前期外延式并购发展也已在华东地区形成了一定的业务布局。跟

踪期内，公司推动“零售连锁、物流供应链及食品工业”三位一体的产业链布局，加强经营调改及业务协同发展，提升整体竞争力。2023年以来，公司主业仍面临着市场消费信心偏弱，竞争激烈等外部压力，通过零售业务持续调改，以及扩大物流供应链等业务外销规模，公司盈利能力同比有所改善。但同时，公司华东区域零售业务仍对公司利润存在一定拖累，后续仍需要关注门店调改、培育情况以及主业盈利持续改善情况。

(1) 外部环境

宏观因素

2023年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计2024年我国经济增长有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

物价方面，2023年消费者物价水平增长较弱，大宗商品及工业领域价格以下跌为主。2024年，消费者物价水平保持温和增长，海内外补库周期“共振”、以及基建和“三大工程”的推进有望带动工业领域价格水平企稳并取得一定幅度的回升。消费方面，2023年的消费在三大需求中表现相对较好，基数效应的褪去及居民偏向于多存少贷将会导致消费增速回落。数字消费、绿色消费、健康消费，智能家居等新的消费增长点保持较快增长，传统消费保持稳定或小幅扩大是未来消费增长表现的基本格局。货币政策方面，保持流动性合理充裕，2024年稳健货币政策基调由“精准有力”调整为“灵活适度，精准有效”，降准降息操作仍有，社会综合融资成本稳中有降；央行将灵活运用结构性货币政策工具对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济、“三大工程”、重点项目建设、重点领域风险化解等方面提供精准支持。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》。

行业因素

随着国内经济及社会运行恢复常态化，加之政府一系列促消费政策逐步发力显效，2023年消费市场活力得到一定程度释放，零售行业运行呈现恢复态势。但同时也需关注到，在外部经济形势仍复杂多变、理性消费偏好趋势等背景下，国内居民消费信心仍偏弱，消费潜力仍有待进一步释放。从主要零售业态来看，2023年线上零售继续保持较快增长，实体零售总体呈恢复态势，其中百货业态恢复态势相对较好，而超市业态主体经营压力仍待缓解。政策方面，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，规范消费市场行为，零售业面临的政策环境仍总体良好。

2024年，预计国内零售行业将保持复苏态势，行业整体信用质量预期持稳。但零售行业内部竞争压力将持续增大，各业态表现继续分化。其中，主要受益各大电商平台重点着力商品质量、售后服务及价格等领域的优化提升，并不断拓展商品品类等积极因素，预计线上零售规模继续保持较快增长，但平台之间竞争加剧或导致盈利增长存在不确定性；线下实体零售各业态中，百货、购物中心及奥特莱斯等业态总体运行表现或相对平稳，超市则预计将延续调整格局。

详见：《2023年零售行业信用回顾与2024年展望》

(2) 业务运营

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况¹ (亿元, %)

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	80.84	78.60	77.03	22.60	22.74
其中：核心业务营业收入合计	71.45	70.24	68.55	19.78	20.43
零售连锁	53.83	51.69	49.45	13.23	15.09
在核心业务营业收入中占比	75.34	73.58	72.14	66.89	73.87
物流供应链	17.21	17.86	18.26	6.32	5.14
在核心业务营业收入中占比	24.09	25.42	26.64	31.96	25.18
食品工业及其他	0.41	0.70	0.83	0.23	0.19
在核心业务营业收入中占比	0.57	1.00	1.22	1.15	0.95
毛利率	29.77	29.98	32.68	31.43	30.46
零售连锁	18.15	18.06	20.23	18.52	18.57
物流供应链	28.70	32.32	36.77	33.40	34.75
食品工业及其他	27.04	38.20	33.97	21.81	40.38

注：根据利群股份提供的数据整理、计算。

2021-2023 年和 2024 年第一季度，该公司营业收入分别为 80.84 亿元、78.60 亿元、77.03 亿元和 22.60 亿元。公司 2023 年和 2024 年一季度营业收入同比分别下降 2.00% 和 0.62%，略有下滑，主要是受零售市场竞争激烈、闭店等因素综合影响所致。同期公司毛利率分别为 29.77%、29.98%、32.68% 和 31.43%，跟踪期内总体有所提升，主要受物流供应链等较高毛利率业务收入占比提升影响。

跟踪期内，该公司持续推动“全产业链+自营”为主的供应链整合型商业运营模式发展，在持续优化调整零售业务发展的同时，延伸产业链布局，加强物流供应链及食品加工业务的规模化发展，发挥业务之间的协同效应。从跟踪期营业收入构成来看，核心业务收入主要来自于零售连锁和物流供应链业务所形成的销售收入，食品加工业务由于产能投入时间不久，现阶段收入贡献还较为有限。具体来看，2023 年和 2024 年第一季度，受外部市场竞争及闭店等影响，公司零售连锁业务收入同比分别减少 4.32% 和 12.32%。物流供应链及食品加工业务收入随着外销规模的增加而持续有所增长。其中，物流供应链业务收入同比分别增加 2.28% 和 22.91%，主要系公司跟踪期内继续寻找优质供应商，拓展品牌代理区域和代理权，同时加强政务采购业务开拓，持续为重点大型客户提供商品配送服务，业务规模实现进一步扩大；食品工业收入同比分别增加 18.80% 和 17.19%，主要是自有产品矩阵不断丰富，并开拓了企事业单位等新客户所致。此外，公司除核心业务收入以外，因经营零售连锁等业务还能形成一定物业租金、促销服务费等收入。

① 经营状况

该公司目前已形成“零售连锁、物流供应链、食品工业”三位一体的业务布局。其中，零售连锁业务的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。同时，公司围绕零售主业进行产业链延伸，持续深化物流供应链业务（主要包括品牌代理和城市物流配送业务），在为自身零售主业运营提供支撑的同时，积极拓展社会化业务，外销业务规模实现不断增长。此外，依托于自有物流中心，公司近年来建设了豆制品厂、豆芽厂、食品厂、粉丝厂等食品生产加工车间，推动食品工业发展，在为零售赋能，丰富旗下门店自有商品的同时，也积极开拓企事业单位食堂、餐饮、农贸市场等渠道客户，业务也实现了较快发展。公司主业之间协同性较好。

零售连锁

该公司零售连锁业务主要由公司本部及下属多家子公司负责运营。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，经营已形成一定规模及品牌优势。公司零售连锁业务采取线上线下多业态、全品类发展，经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生

¹ 跟踪期，该公司根据最新发展现状对业务收入构成进行了分类调整，本评级报告相应对前期收入构成进行了追溯调整。

鲜社区店、品类集合店等多种线下业态以及 O2O、B2B 等线上业态。

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，公司主要通过下属物流供应链板块的品牌运营子公司统一进行采购并供货给公司旗下门店。生鲜品类方面，公司主要采用基地直采模式进行采购，全国合作生鲜采购基地 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自治区，直采比重超过 93%。同时，随着公司自身食品工业的发展，开发的自有产品也在不断丰富门店商品种类。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零售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。公司合作供应商数量较多，集中度较低，2023 年前五大供应商占年度采购总额的比重为 11.98%。

大型门店变动方面，2023 年和 2024 年第一季度，该公司共计新开 1 家门店、关闭 9 家门店。其中新开业门店为本次可转债募投项目之一蓬莱利群商业综合体项目（蓬莱海情购物广场），项目为自持物业，建筑面积 6.54 万平方米，打造休闲娱乐与消费共生的多元化时尚体验式场景，开业时间为 2023 年 9 月。同时，受门店租约到期不再续约，以及公司着力提升零售连锁板块盈利能力，关闭部分亏损门店影响，公司跟踪期共计关闭 9 家门店，绝大部分为超市业态门店，上述已关闭门店 2023 年收入合计为 2.03 亿元、净利润合计为-0.37 亿元。

图表 3. 公司大型零售门店开店及关店情况（家）

门店（按单一物理体计算）	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
开店数	2	2	1	0	0
关店数	9	5	3	6	0

资料来源：利群股份

截至 2024 年 3 月末，该公司共拥有 71 家大型零售门店。从物业所有权来看，截至 2024 年 3 月末，公司大型零售门店中自有物业门店建筑面积合计 91.78 万平方米，租赁物业门店建筑面积合计 117.54 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，2021-2023 年和 2024 年第一季度，公司门店物业租赁相关支出（含税）分别为 4.18 亿元、4.28 亿元、4.12 亿元和 0.99 亿元。2024-2025 年，公司大型零售门店中共计 5 家门店存在物业租赁合同到期，目前 4 家已签约，剩余 1 家续约无实质性障碍。大型零售门店以外，公司截至 2024 年 3 月末还有便利店及生鲜社区店共 99 家，面积共计约 2.86 万平方米；以及品类集合店 93 家等实体零售网点。

图表 4. 公司 2024 年 3 月末大型零售门店布局及物业持有情况（家、万平方米）

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	15	46.10
	购物中心	6	34.46	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	8	18.17	12	23.80
	购物中心	1	5.32	-	-
安徽	综合超市	-	-	1	2.69
合计	-	28	91.78	48	117.54

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

该公司线上业务涉及 O2O 业务，主要通过利群网商开展，依托线下门店资源，顾客可通过 APP、微信小程序、PC 端实现网上下单、配送等服务；B2B 业务，主要通过利群采购平台，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；同时，公司还通过视频号、抖音等多样化方式引流，并实现直播等销售收入。2023 年和 2024 年第一季度，公司线上业务分别实现收入 5.11 亿元和 1.40 亿元。

2023 年以来，面对零售市场外部压力，该公司通过不断创新消费场景，抓住文旅经济发展契机，打造金鼎夜巷等创意街区，构建互动式社交、沉浸式娱乐平台；通过继续推进门店调改升级，丰富营销宣传策略和渠道等方式，推动零售板块经营稳健发展。同时，公司注重会员体系建设，截至 2023 年末，公司会员人数超 778 万人，同比增长 3.73%，利群网商会员数超 173 万，会员人数持续增长，会员销售占比超过 40%。

跟踪期内，该公司继续推进存量在建零售项目，无新增项目。截至 2024 年 3 月末，存量项目已完成大部分投资，其中莱州新广场项目（利群广场项目）期末商场主体已基本完工，后续待进行装修。受市场环境变化影响，公司将择机推进存量项目的装修/开业，关注项目后续进展。公司 2024 年拟开业大型零售门店为日照大唐购物中心，建筑面积 7.3 万平方米，为租赁物业门店，计划投资约 1400 万元；招商方面，目前百货以及影院、儿童青少年娱乐等配套服务类铺位已完成招商，餐饮类铺位已完成约 75% 的招商。同时，公司将继续围绕自身物流配送半径，不断寻找新的优质项目选址，铺设小型门店。

图表 5. 跟踪期内公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	规划投资总额	截至 2024 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
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	4.41	自有资金、可转债募集资金
合计	11.54	7.24	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理

物流供应链

该公司物流供应链业务主要由下属全资企业福兴祥物流集团有限公司（简称“福兴祥物流”）及多家品牌运营子公司负责运营。其中，福兴祥物流为 AAAA 级物流企业，2023 年荣获“通用仓储、冷链仓储全国百强”、“青岛市第三届物流企业综合实力 20 强”、“青岛市第二届冷链物流企业 10 强”等奖项。

该公司凭借多年积累的品牌代理资源和买手团队，向源头生产商采购商品并买断经营，依托自身智慧物流仓储体系，在满足公司旗下零售业态的内配需求的同时，为第三方商业企业、政府、部队、学校、企事业单位等外部客户供货。通过不断开拓外销业务，公司跟踪期物流供应链业务收入保持较好增长。公司外销业务根据客户情况采取账期、现款等结算方式。

物流设施方面，近年来该公司推进了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），以及 2023 年青岛胶州基地智慧物流三期家电库项目投入使用，公司物流中心运营能力进一步提升。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 4 个物流基地（其中自有物流基地 3 个），合计建筑面积 60 余万平方米、仓储面积 50 余万平方米、冷链仓储面积 10 余万平方米；另拥有配送车辆 300 余辆。

品牌代理方面，随着在山东地区多年的运营积累，该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 2024 年 3 月末，公司合作代理品牌共 822 个，渠道合作品牌 5,000 余个。

食品工业

该公司近年依托智慧物流供应链和渠道终端的协同优势，向上游产业链延伸，推进食品工业发展。公司主要通过下属全资企业青岛福昌食品科技有限公司（简称“青岛福昌”）、淮安福昌食品科技有限公司（简称“淮安福昌”）等开展食品加工业务。青岛福昌现已通过质量管理体系、环境管理体系、食品安全管理体系、职业健康安全管理体系、危害分析与关键控制点体系等五体系的复审认证并取得了认证证书；淮安福昌食品厂 CS 过审。

依托于胶州及淮安两大物流中心，该公司已同步建设了豆制品厂、豆芽厂、食品厂、粉丝厂等食品生产加工车间，总面积已超 11 万平米，主要生产品类涵盖豆制品、米面制品、肉制品、水产品、预制菜等品类。公司食品工业板块推进多品牌发展战略，不断丰富自有产品矩阵，已推出了福兴、麦谷仔仔、邛可麦、祺祺有、祥悠、谷

仁庄等多个自有品牌。2023 年食品工业板块研发 30 余种新品，首次投产 12 个系列、70 多个品种，目前已研发产品达 400 余种。2023 年公司食品生产加工车间合计出库量近 9,000 吨，其中外销售量超 5,200 吨。

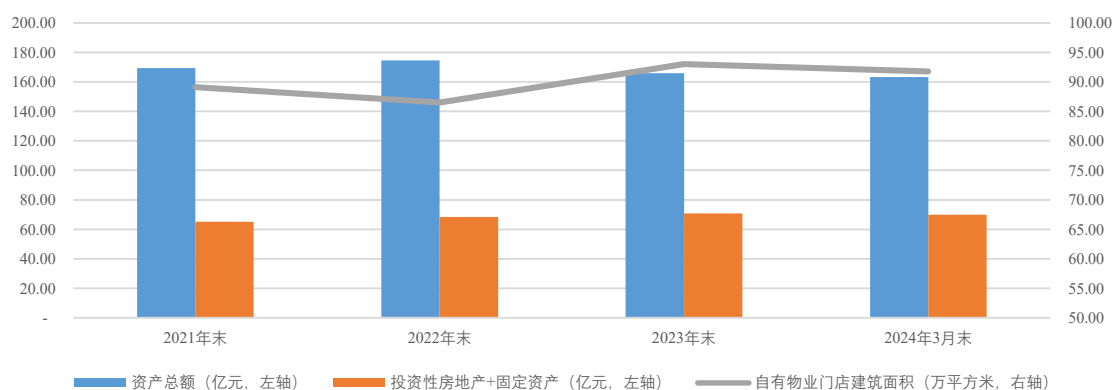
② 竞争地位

该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，2018 年收购乐天购物（香港）控股有限公司相关资产后，将业务范围进一步拓展至江苏等华东市场。通过多年运营积累，公司目前旗下各类经营网点数量超过 100 家，门店总经营面积超过 200 万平方米，经营区域涉及鲁、苏、皖等省市。

该公司零售板块采取多业态、全品类经营，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、利群采购平台等线上线下渠道。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、B2B 等线上业务。公司零售业态及销售渠道呈现多元化。

规模方面，2021-2023 年和 2024 年 3 月末，该公司总资产分别为 169.50 亿元、174.69 亿元、165.98 亿元和 163.38 亿元，跟踪期内，受超市业态闭店、偿付债务等因素影响，公司资产规模总体有所减少。公司主要运营资产包括实体门店及物流设施等，同期末投资性房地产及固定资产合计分别为 65.01 亿元、68.32 亿元、70.68 亿元和 69.81 亿元，跟踪期略有波动。2024 年 3 月末，公司自有物业门店建筑面积已达 91.78 万平方米。

图表 6. 反映公司经营规模要素的主要指标值



资料来源：根据利群股份所提供数据整理、绘制。

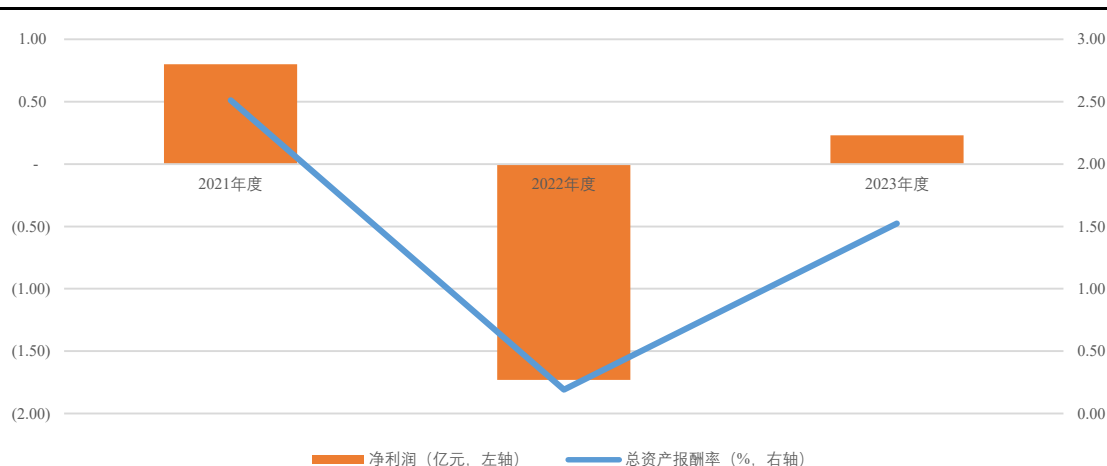
③ 经营效率

该公司坚持“全产业链+自营”的商业运营模式，已在食品生产加工、品牌代理、仓储配送、线上/线下零售渠道等产业链环节进行了布局及深耕发展。从运营效率上来看，公司零售板块整体上已形成全品类、多业态发展，品牌/商品资源及终端渠道资源不断丰富，整体运营能力较强。且物流供应链及食品工业的不断发展能为核心零售主业赋能，主业之间协同性较好。

该公司在山东区域经营多年，当地成熟门店相对较多。公司华东区域门店主要为前期收购门店，目前主要由利群商业集团华东商贸有限公司（简称“华东商贸”）负责运营。2021-2023 年和 2024 年第一季度，华东商贸门店分别实现收入 9.80 亿元、8.16 亿元、6.67 亿元和 1.69 亿元，净利润分别为-3.97 亿元、-1.58 亿元、-0.84 亿元和 -0.37 亿元。跟踪期内华东区域门店继续处于调改阶段，主要通过创新消费场景，提升门店软硬件水平，开拓单位采购、团体客户等方式提升门店运营效率，同时因经营不达预期到期关闭了 8 家门店，总体来看亏损额继续有所收窄，其经营业绩及经营效率仍有待进一步改善。

④ 盈利能力

图表 7. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据利群股份所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年和 2024 年第一季度，该公司营业收入分别为 80.84 亿元、78.60 亿元、77.03 亿元和 22.60 亿元；毛利分别为 24.07 亿元、23.56 亿元、25.18 亿元和 7.10 亿元。2023 年以来，在零售市场激烈竞争等因素影响下，公司主业经营面临的外部压力仍较大，当年收入继续出现下滑。但随着零售主业持续的调改，以及物流供应链等业务外销规模的扩大，公司毛利率改善，带动毛利同比实现增长，2023 年和 2024 年第一季度公司毛利同比分别增加 6.85% 和 2.52%。

2021-2023 年和 2024 年第一季度，该公司期间费用分别为 23.74 亿元、24.04 亿元、24.22 亿元和 6.49 亿元；期间费用率分别为 29.37%、30.59%、31.44% 和 28.74%。从期间费用构成来看，销售费用及管理费用所占比重较高，2023 年分别为 14.47 亿元和 6.55 亿元，占比分别为 59.74% 和 27.06%。当年公司管理费用同比减少 7.84%，主要系股权激励计划相关股份支付费用以及管理人员薪酬减少所致；销售费用同比增长 5.21%，主要是新投产厂房、商场的折旧费用、水电费用等增加所致。同期，公司财务费用为 3.20 亿元，同比微增 0.59%，变化不大。同期公司资产减值损失及信用减值损失合计分别为 -0.30 亿元、-0.28 亿元、-0.32 亿元和 -0.16 亿元，主要为计提的存货跌价、应收款坏账准备。

此外，2023 年非经常性损益对该公司利润存在一定补充。公司 2023 年实现其他收益 0.13 亿元，政府补贴包括“菜篮子”商品储备补贴资金、商贸流通创新发展专项资金等；资产处置收益 0.14 亿元，主要是使用权资产处置收益；营业外收支净额 0.61 亿元，主要为清理无法支付的应付款项及政府补助。2024 年一季度，非经常性损益对公司利润影响很小。

图表 8. 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	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.001	0.02	0.03	0.0002	-
其他收益 (亿元)	0.19	0.29	0.13	0.04	0.04
资产处置收益 (亿元)	3.25	0.21	0.14	-0.004	-0.001
营业外收支净额 (亿元)	-0.07	-0.47	0.61	0.05	0.18

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

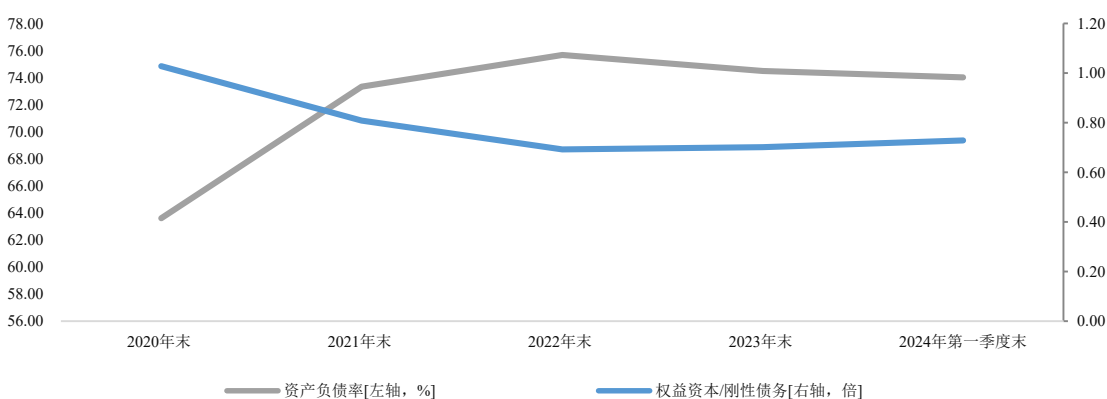
2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司利润总额分别为 2.53 亿元、-1.41 亿元、0.75 亿元和 0.29 亿元；净利润分别为 0.80 亿元、-1.73 亿元、0.23 亿元和 0.12 亿元。2021-2023 年，公司总资产报酬率分别为 2.51%、0.19% 和 1.52%。2023 年以来，随着主业盈利能力不断改善，公司总资产报酬率有所回升。总体来看，近年来受外部市场因素等影响，公司盈利波动性加大，后续仍需要关注公司门店调改培育情况以及主业业绩持续改善情况。

3. 财务

跟踪期内，该公司债务规模有所压缩，负债率总体有所下降。但自执行新租赁准则以来，公司负债经营程度总体仍维持在较高水平。公司债务期限结构仍偏短期，继续面临较大即期债务偿付压力。但公司零售连锁等主业现金回笼能力较强，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，仍需关注本次可转债转股情况对公司债务偿付压力的影响。

(1) 财务杠杆

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据利群股份所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 124.30 亿元、132.18 亿元、123.65 亿元和 120.92 亿元，资产负债率分别为 73.33%、75.67%、74.50% 和 74.01%。2023 年以来，受经营活动净流入现金增加以及压缩债务规模影响，跟踪期公司资产负债率有所下降。但受 2021 年以来执行新租赁准则影响，负债率总体仍处于较高水平。同时，随着刚性债务减少，跟踪期公司权益资本对刚性债务的覆盖倍数也有所提升。后续来看，需关注本次可转债转股情况对公司整体债务负担的影响。

① 资产

图表 10. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	45.77	49.90	47.66	45.93
	27.00%	28.57%	28.72%	28.11%
其中：货币资金（亿元）	7.45	7.26	7.14	7.08
应收账款及应收款项融资（亿元）	2.76	4.39	2.31	2.80
预付款项（亿元）	5.74	6.10	7.10	6.96
其他应收款（亿元）	4.02	1.69	1.44	1.53
存货（亿元）	18.89	25.11	25.62	23.52
其他流动资产（亿元）	6.91	5.35	4.04	4.04
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	123.74	124.78	118.31	117.45
	73.00%	71.43%	71.28%	71.89%
其中：投资性房地产（亿元）	4.96	4.93	4.87	4.81
固定资产（亿元）	60.05	63.39	65.81	65.00
在建工程（亿元）	11.31	10.24	4.64	4.71
无形资产（亿元）	12.10	11.89	10.52	10.42
长期待摊费用（亿元）	6.05	5.60	4.64	4.43
使用权资产（亿元）	21.87	22.23	19.17	19.39
其他非流动资产（亿元）	6.25	5.20	5.15	5.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	10.44	10.34	9.92	9.87

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
受限资产账面余额/总资产 (%)	6.16	5.92	5.97	6.04

注：根据利群股份所提供数据整理、计算。

从资产结构来看，该公司主业发展资产偏重，非流动资产占比较高，2023 年末和 2024 年 3 月末占比分别为 71.28% 和 71.89%。

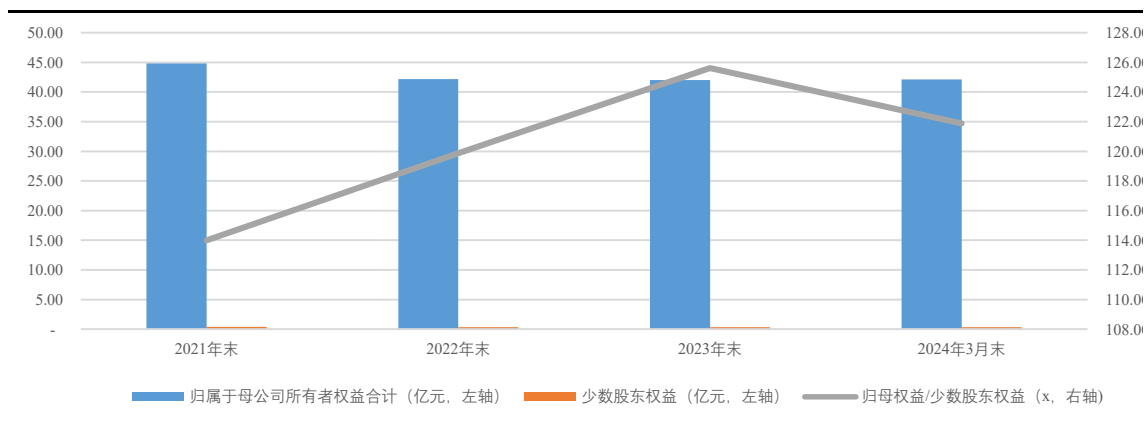
该公司 2023 年末非流动资产为 118.31 亿元，较上年末减少 5.19%，年末构成主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、使用权资产等构成。公司年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）合计为 70.68 亿元，主要为房屋及建筑物，合计为 59.15 亿元，公司拥有一定规模商业物业用于主业经营。年末固定资产中 2.15 亿元资产的产权证书尚在办理中。2023 年以来随着黄岛综合体工程、蓬莱海情综合体工程、利群智慧物流及供应链产业园三期项目等项目转固，公司年末固定资产较上年末增长 3.83%；同时年末在建工程较上年末下降 54.65% 至 4.64 亿元。同年末，公司无形资产 10.52 亿元，主要为所拥有的土地使用权；长期待摊费用 4.64 亿元，主要为待摊的门店装修费用；使用权资产 19.17 亿元，受关店及租赁变更等影响，较上年末减少 13.76%。公司年末其他非流动资产为 5.15 亿元，仍主要为拟开发土地前期土地一级整理费 4.97 亿元。2024 年 3 月末，非流动资产构成变化不大。

该公司跟踪期内流动资产主要由货币资金、预付款项、存货等构成。2023 年末，公司货币资金为 7.14 亿元，其中受限金额 2.11 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，2023 年末和 2024 年 3 月末预付款项分别为 7.10 亿元和 6.96 亿元。公司 2023 年末存货为 25.62 亿元，其中库存商品 16.90 亿元，已计提跌价准备 0.32 亿元；开发成本 5.29 亿元，主要为子公司福昌旅游的土地使用权²；开发产品 3.41 亿元，为黄岛综合体工程转入的写字楼部分。2024 年 3 月末随着存货去化及闭店等影响，存货降至 23.52 亿元。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司应收账款分别为 2.31 亿元和 2.80 亿元，仍主要为外销业务应收款等；年末应收账款账龄 91.50% 在一年以内，前五大应收账款占比为 16.64%。公司 2023 年末其他应收款年末余额主要为应收银联等第三方代收款、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，2023 年末同比减少 24.48%，主要系收到增值税留抵退税导致。

截至 2023 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产为 9.92 亿元，占资产总额的比重为 5.97%；其中受限货币资金 2.11 亿元（主要为 1.72 亿元票据保证金等）；固定资产、无形资产和投资性房地产受限金额合计 7.81 亿元，均用于借款抵押。2024 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产略降至 9.87 亿元。

② 所有者权益

图表 11. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据利群股份所提供的数据整理、绘制。

资本方面，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 45.20 亿元、42.51 亿元、42.32 亿元和 42.46 亿元，跟踪期略有减少，主要受分红影响，公司未分配利润有所减少所致。公司 2024 年 3 月末未分配利

² 2022 年 9 月，该公司控股子公司青岛市胶州福昌旅游开发有限公司（简称“福昌旅游”）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，规划土地用途为住宅用地。受房地产市场影响，项目启动时间存在较大不确定性。

润为 9.92 亿元，占期末所有者权益的 23.37%。公司 2023 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.3 元（含税），拟派发现金红利 0.25 亿元（含税）。

③ 负债

图表 12. 公司债务结构及核心债务（亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	55.87	61.40	60.31	58.28
其中：短期刚性债务	38.04	43.79	41.97	40.06
中长期刚性债务	17.83	17.61	18.34	18.22
应付账款	11.81	10.99	8.78	8.96
预收账款及合同负债	6.26	6.38	9.44	9.32
其他应付款	18.90	21.52	14.49	13.30
租赁负债	23.37	23.73	20.80	21.17

资料来源：利群股份

从债务期限结构来看，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 53.70%、49.49%、54.21% 和 56.75%。跟踪期内，公司债务期限结构总体仍偏短期。

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，公司 2023 年以来刚性债务有所减少，但在负债中占比仍较高，2023 年末和 2024 年 3 月末分别为 48.77%和 48.20%。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 2023 年末其他应付款主要包括应付关联方款项 5.55 亿元³、应付工程款或设备款 6.37 亿元、应付押金及保证金 1.50 亿元、股权激励回购义务款 0.30 亿元等。公司 2023 年末其他应付款较上年末减少 32.66%，主要系应付关联方款项以及应付工程款减少所致。此外，受执行新租赁准则影响，公司 2023 年末和 2024 年 3 月末租赁负债分别为 20.80 亿元和 21.17 亿元。

图表 13. 公司 2023 年末存续刚性债务期限结构（亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	41.97	0.14	17.63	0.40	0.17	60.31
母公司口径	24.16	-	17.49	-	-	41.65

资料来源：利群股份

该公司刚性债务以短期为主。跟踪期内，随着短期借款偿还，2023 年末公司短期刚性债务降至 41.97 亿元；中长期刚性债务略升至 18.34 亿元，年末余额仍主要为本次可转债。公司年末短期借款降至 36.86 亿元，其中主要包括信用借款 12.85 亿元、保证借款 12.23 亿元（担保方为并表范围内企业）、抵押借款 11.69 亿元（抵押物主要为固定资产等）。2024 年 3 月末，公司短期刚性债务及中长期刚性债务分别略降至 40.06 亿元和 18.22 亿元。公司期末借款利率区间为 2.3%-4.15%。2023 年和 2024 年第一季度公司综合融资成本为 3.92%和 3.97%。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 14. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.29	5.74	13.37	4.28	5.17
其中：业务现金收支净额（亿元）	5.67	1.99	16.74	4.76	3.32

³ 主要包括应付青岛建设房地产开发有限公司 3.23 亿元，主要系股东同比例向福昌旅游提供的借款、购房尾款、工程款等；青岛裕兴昌投资咨询有限公司 1.92 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》，规范相关资金往来。

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-12.13	-6.26	-3.98	-0.69	-0.98
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金（亿元）	9.55	7.27	3.82	0.70	0.98
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	4.04	0.17	-9.58	-3.66	-2.83
其中：现金利息支出（亿元）	1.30	1.72	1.83	0.64	0.53

资料来源：利群股份

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司零售业务经营活动收现能力总体较强，外销业务会存在一定账期，年度间经营环节现金净流量受春节等假日备货节点及销售款跨期回笼、零售业务及外销业务规模等因素影响。2023 年和 2024 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 13.37 亿元和 4.28 亿元，跟踪期经营活动现金净流量较为充沛。

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。2023 年和 2024 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-3.98 亿元和-0.69 亿元。随着公司在建项目逐渐进入尾声，投资环节现金净流出规模总体不断减少。

2023 年和 2024 年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为-9.58 亿元和-3.66 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、租赁负债相关支出（2023 年为 4.28 亿元）等因素综合影响，总体呈现净流出状态主要受偿债等影响。

② 偿债能力

图表 15. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	11.43	8.17	10.73
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.14	0.18
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.24	3.85	5.01

资料来源：根据利群股份所提供数据整理、计算。

2023 年，该公司在推动零售连锁板块经营布局及调改的同时，不断扩大物流供应链业务和食品工业板块外销规模，同时持续提升精细化管理，降本增效，提升盈利水平，公司利润总额同比实现增长，EBITDA 同比增加。叠加刚性债务有所下降，当年 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度均有所提升。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 16. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率（%）	56.59	56.44	59.44	59.54
速动比率（%）	26.14	21.14	18.63	20.03
现金比率（%）	9.29	8.26	8.91	9.19

资料来源：根据利群股份所提供数据整理、计算。

该公司整体资产偏重，且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。2024 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 59.54%、20.03%和 9.19%。公司即期债务偿付压力仍较大。

该公司零售主业现金回笼较为及时，跟踪期经营环节现金流量总体较为充沛，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，能为流动性提供进一步支撑。此外，截至 2024 年 3 月末，公司获得的金融机构授信总额为 58.19 亿元，其中尚有未使用额度 19.16 亿元。

(2) ESG 因素

截至 2024 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实业发展有限公司（简称“钧泰实业”）⁴，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，钧泰实业持有利群集团 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；同时合计直接持有钧泰实业 40.70% 股权、利群集团 3.23% 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。

2023 年 2 月，该公司召开第九届董事会第八次会议，审议通过了《关于公司高级管理人员变动的议案》，根据公司经营发展需要，免去公司副总裁王文女士兼任的采购总监职务，仍担任公司副总裁职务。跟踪期内，其他董监高人员无重大变化。同时，跟踪期内，公司对公司章程、股东大会议事规则，以及关联交易决策制度、募集资金管理制度、信息披露管理制度等内控管理制度进行了修订。

社会责任方面，作为商贸流通企业，该公司已在采购环节建立了基地直采模式，通过“农超对接”采购边远地区农产品等方式，助力乡村振兴。同时，在民生保供方面，公司依托自身物流供应链和仓储配送体系优势，近年来持续承接并完成青岛市“菜篮子”、“粮袋子”的储备和投放工作，发挥民生保供的市场主体作用，为提升区域应急保障能力及居民生活服务做贡献。公司 2023 年度承接商品储备规模约 4000 吨。

(3) 表外事项

该公司与荣成市金城建筑工程有限公司（简称“金城建筑”）签订《建设工程施工合同》，约定金城建筑负责荣成购物广场商场土建工程施工。2023 年 7 月，金城建筑将公司诉至荣成市人民法院，请求判令公司向金城建筑支付折价补偿款 0.25 亿元及利息。公司也已提起反诉。跟踪期内该案件尚处于一审法院开庭审理阶段，尚未出具判决书。

(4) 其他因素

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体系内企业、公司联营企业及其参控股的企业等。2023 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 1.56 亿元；向关联方销售商品或提供劳务，合计金额为 0.50 亿元；确认关联方租赁收入合计 0.16 亿元、向关联方支付租金合计为 2.39 亿元等。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》（2024 年 5 月 5 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示平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

5. 外部支持

该公司第一大股东利群集团主要从事批发零售、房地产、酒店、影院、医药流通等业务，除持有公司股份外，还直接持有新三板公司瑞朗医药（NEEQ: 835600）32.99% 股份。根据中国连锁经营协会 2023 年 6 月发布的《2022 年中国连锁 Top100》，利群集团排名 21 位。利群集团主业及其所拥有的物业、影院等资源，可与公司业务开展形成一定协同，为公司零售门店的稳定运营及招商提供一定支撑。2023 年 12 月，公司下属企业与利群集团及其子公司续签物业租赁合同，租赁项目主要涵盖购物中心、综合商场、超市、停车场及办公区等业态，租赁物业总建筑面积 65.44 万平方米，租赁期限为 2-3 年，年平均租金为 23,270.00 万元，租期内总租金合计 59,470.19 万元。

⁴ “青岛钧泰实业发展有限公司”原名为“青岛钧泰基金投资有限公司”，跟踪期更名，相关工商变更登记手续已完成。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了孩子王儿童用品股份有限公司、福建东百集团股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以零售为主业或核心主业之一，具有较高的可比性。

该公司资产规模在同业可比企业中相对较大，公司零售连锁业务采取全品类、多业态发展，零售业务以外还延伸布局了品牌代理、仓储物流、食品工业等板块，产业链相对较为完善，各业态及各主业间能够形成较好的协同发展。但受外部环境及主业调改培育等影响，公司利润水平相对较低。此外，公司整体负债水平偏高，刚性债务偿付压力相对较大。

债项信用跟踪分析

债项主要条款跟踪分析

该公司发行的“利群转债”为可转换公司债券，发行规模 18 亿元，期限为 6 年，转股期自 2020 年 10 月 9 日起。截至 2024 年 3 月末，仅有 20.60 万元“利群转债”已转股。“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。

“利群转债”初始转股价格为 7.16 元/股，因该公司先后实施 2019、2021、2022 年度利润分配方案及限制性股票回购注销，转股价先后调整至 7.01 元/股、7.05 元/股、6.90 元/股和 6.80 元/股。此外，根据“利群转债”转股价格向下修正条款，当公司股票在任意 20 个连续交易日中至少 10 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。2024 年 4 月 16 日，“利群转债”触发转股价格向下修正条款（即 5.78 元/股）。经董事会提议并经股东大会决议通过，公司转股价格下修至 4.90 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 5 月 8 日起生效。此外，因实施 2023 年度权益分派，“利群转债”调整转股价格至 4.87 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 6 月 11 日起生效。

此外，根据“利群转债”有条件回售条款，自本次可转债最后两个计息年度起，如果该公司股票收盘价任何连续 30 个交易日低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将全部或部分债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。“利群转债”于 2024 年 4 月 1 日开始进入回售阶段。

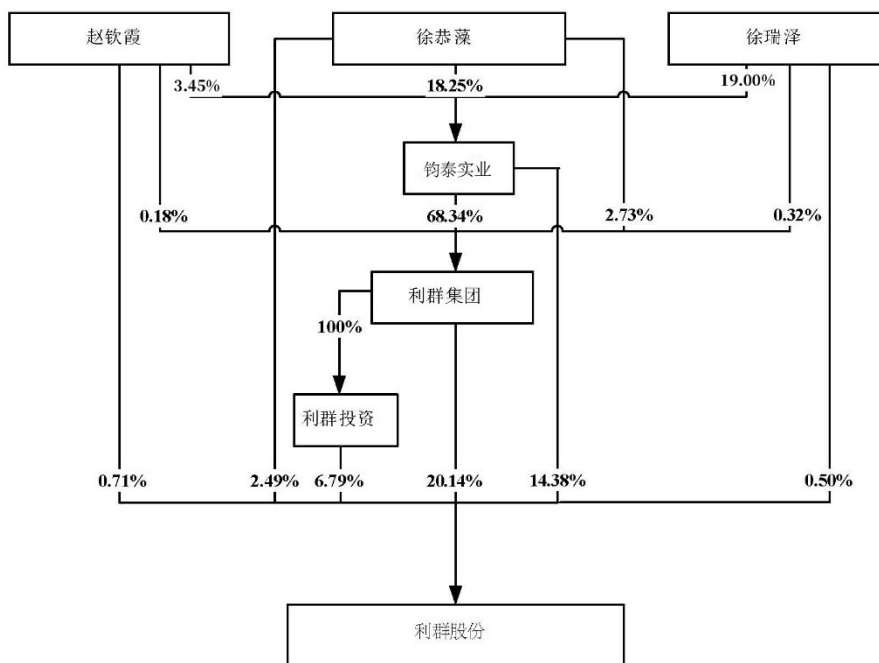
该公司“利群转债”目前转股量较少，若后续可转债未能成功转股，并触发回售等条款，将加大公司即期债务偿付压力。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定利群股份主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，利群转债信用等级为 AA。

附录一：

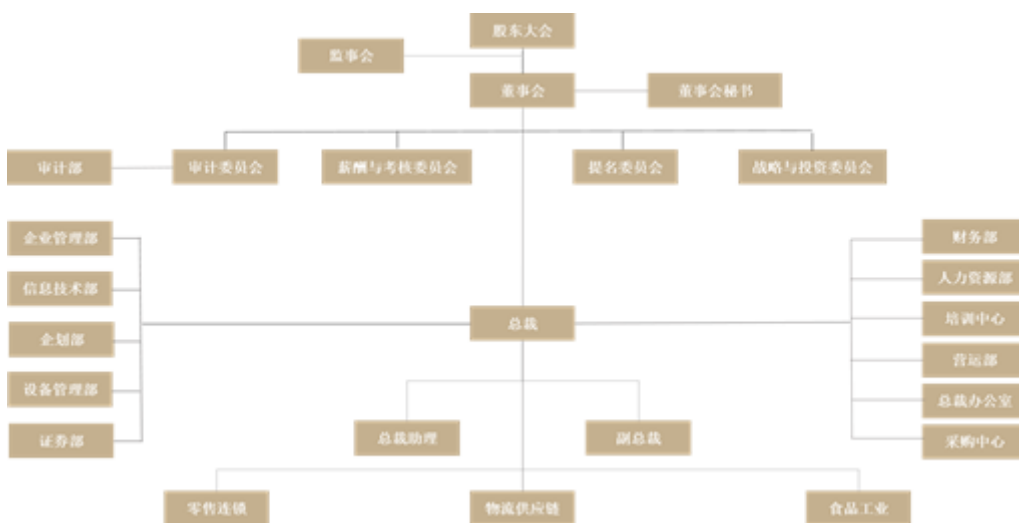
公司与实际控制人关系图



注：根据利群股份提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	14.23	20.20	24.64	1.38	3.05	4.40	
利群商业集团股份有限公司	利群股份	本部	-	零售连锁	41.65	50.40	3.20	1.73	8.73	3.46	母公司口径
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	7.73	10.28	10.32	0.54	-2.70	1.26	

注：根据利群股份 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：零售 归属行业：零售行业

企业名称（全称）	最近一次评级 主体信用等级/展望	2023 年度经营数据			2023 年（末）财务数据/指标			
		总资产（亿元）	净利润（亿元）	总资产报酬率（%）	权益资本/刚性债务（倍）	资产负债率（%）	EBITDA（亿元）	EBITDA/刚性债务（亿元）
孩子王儿童用品股份有限公司	AA/稳定	96.07	1.21	3.05	1.39	65.69	9.48	0.59
福建东百集团股份有限公司	AA/稳定	145.43	1.73	4.06	0.81	70.74	8.06	0.15
发行人	AA/稳定	165.98	0.23	1.52	0.70	74.50	10.73	0.18

注：部分相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	169.50	174.69	165.98	163.38
货币资金 [亿元]	7.45	7.26	7.14	7.08
刚性债务[亿元]	55.87	61.40	60.31	58.28
所有者权益 [亿元]	45.20	42.51	42.32	42.46
营业收入[亿元]	80.84	78.60	77.03	22.60
净利润 [亿元]	0.80	-1.73	0.23	0.12
EBITDA[亿元]	11.43	8.17	10.73	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.29	5.74	13.37	4.28
投资性现金净流入量[亿元]	-12.13	-6.26	-3.98	-0.69
资产负债率[%]	73.33	75.67	74.50	74.01
权益资本与刚性债务比率[%]	80.91	69.23	70.18	72.85
流动比率[%]	56.59	56.44	59.44	59.54
现金比率[%]	9.29	8.26	8.91	9.19
利息保障倍数[倍]	2.06	0.16	1.21	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	124.96	162.22	194.34	—
毛利率[%]	29.77	29.98	32.68	31.43
营业利润率[%]	3.21	-1.20	0.18	1.06
总资产报酬率[%]	2.51	0.19	1.52	—
净资产收益率[%]	1.72	-3.95	0.55	—
净资产收益率*[%]	1.74	-3.97	0.71	—
营业收入现金率[%]	109.16	109.01	109.86	118.44
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.78	6.79	15.86	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.63	-0.40	7.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.24	3.85	5.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.14	0.18	—

注：表中数据依据利群股份经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

$$\text{资产负债率}(\%) = \frac{\text{期末负债合计}}{\text{期末资产总计}} \times 100\%$$

$$\text{权益资本与刚性债务比率}(\%) = \frac{\text{期末所有者权益合计}}{\text{期末刚性债务余额}} \times 100\%$$

$$\text{流动比率}(\%) = \frac{\text{期末流动资产合计}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{现金比率}(\%) = \frac{\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{利息保障倍数}(\text{倍}) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出}}$$

$$\text{担保比率}(\%) = \frac{\text{期末未清担保余额}}{\text{期末所有者权益合计}} \times 100\%$$

$$\text{营业周期}(\text{天}) = 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业收入}}{[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]} \right\} + 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业成本}}{[(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2]} \right\}$$

$$\text{毛利率}(\%) = 1 - \frac{\text{报告期营业成本}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{营业利润率}(\%) = \frac{\text{报告期营业利润}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{总资产报酬率}(\%) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{[(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}(\%) = \frac{\text{报告期净利润}}{[(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}^*(\%) = \frac{\text{报告期归属于母公司所有者的净利润}}{[(\text{期初归属母公司所有者权益合计} + \text{期末归属母公司所有者权益合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{营业收入现金率}(\%) = \frac{\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{经营性现金净流入量与流动负债比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额}}{[(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{非筹资性现金净流入量与负债总额比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}}{[(\text{期初负债合计} + \text{期末负债合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{EBITDA/利息支出}(\text{倍}) = \frac{\text{报告期 EBITDA}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息}}$$

$$\text{EBITDA/刚性债务}(\text{倍}) = \frac{\text{EBITDA}}{[(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]}$$

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

$$\text{刚性债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{应付短期融资券} + \text{应付利息} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他具期债务}$$

$$\text{EBITDA} = \text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产及其他资产摊销}$$

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

发行人历史评级

附录七：

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	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)	报告链接
	本次评级	2024年6月13日	AA/稳定	熊桦、翁斯喆	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 (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	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)	报告链接
	本次评级	2024年6月13日	AA	熊桦、翁斯喆	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：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。