

# 广州市嘉诚国际物流股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【455】号 01



让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

# 广州市嘉诚国际物流股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	AA-
评级展望	稳定	稳定
嘉诚转债	A+	AA-

## 评级日期

2026年6月26日

## 联系方式

**项目负责人：**张睿婕  
 zhangrj@cspengyuan.com

**项目组成员：**陈刚  
 cheng@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 本次等级的下调是考虑到：广州市嘉诚国际物流股份有限公司（以下简称“嘉诚国际”或“公司”，股票代码 603535.SH）2025 年主业盈利能力下滑，受大额信用减值计提和财务费用侵蚀等影响，净利润显著回落，供应链分销执行业务因家电国补政策退坡和竞争加剧出现经营承压；公司物流仓储基地扩张节奏较快，杠杆水平持续抬升，在建项目面临一定的资金压力，且后续业务开展与跨境外贸政策相关度较高，收益可能存在不及预期的风险；公司及相关负责人收到监管警示函，公司信息披露质量和内部控制管理水平有待改善。此外，本期债券累计转股率较低，需持续关注转股进展。同时中证鹏元考虑到，公司主业服务于大型制造类企业和主流跨境电商物流领域，仓储基地布局具有区位优势，主要客户资源资质良好，跟踪期内公司自有仓库实现扩容，业务布局趋于完善，业务增长具有一定支撑。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	49.38	49.30	47.03	43.32
归母所有者权益	25.93	25.75	25.68	24.08
总债务	17.94	17.55	17.55	14.55
营业收入	2.18	11.28	12.70	11.86
净利润	0.18	0.39	1.83	1.50
经营活动现金流净额	0.39	2.14	1.48	1.65
净债务/EBITDA	--	4.56	3.53	4.03
EBITDA 利息保障倍数	--	4.61	5.63	6.60
总债务/总资本	41.88%	41.52%	41.61%	38.72%
FFO/净债务	--	12.60%	20.42%	18.81%
EBITDA 利润率	--	25.56%	29.29%	23.53%
总资产回报率	--	1.99%	5.74%	4.88%
速动比率	1.07	0.98	1.30	0.99
现金短期债务比	1.09	0.93	0.93	0.75
销售毛利率	28.09%	27.15%	32.68%	29.18%
资产负债率	47.32%	47.60%	45.23%	44.25%

注：2025 年公司对 2022 年至 2024 年年度、2025 年第三季度合并资产负债表、合并利润表中多个项目进行会计更正及追溯调整，表格中 2023、2024 年数据均采用追溯调整后的数据，全文同。

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **跨境电商物流行业持续增长叠加政策红利释放，公司主业具有增长空间。**2025 国内跨境电商进出口总值同比增长约 15%，带动跨境电商物流市场保持增长，叠加海南全岛封关运作落地释放政策红利，为跨境电商及相关物流业态提供较好发展环境。依托粤琼两地联动的区位优势，公司不断完善跨境电商物流网络布局，同时凭借稳固的客户合作壁垒，有望受益于跨境物流需求提升与免税产业发展，业务增长具有一定支撑。
- **跟踪期内公司自有仓储规模扩大，主要客户资质良好。**2025 年末公司（海南）多功能数智物流中心竣工投入运营，自有仓库面积增至 70 万平方米，具备前置仓、集运仓、备货仓、发货仓+关务、国际干线、海运一体化全链路服务能力，综合物流业务附加值较高，客户覆盖松下控股株式会社（以下简称“松下”）等大型制造类企业和 Temu、SHEIN 等主流跨境电商平台，主要合作客户资质良好。

## 关注

- **公司及相关责任人收到监管警示函。**根据 2026 年 6 月 25 日《关于对广州市嘉诚国际物流股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》的公告，因收入成本核算不规范及长期资产核算不准确，上海证券交易所对公司及有关责任人监管警示；6 月 26 日，中国证券监督管理委员会广东监管局（以下简称“广东证监局”）对公司采取责令改正的行政监管措施，对段容文、黄艳婷、黄艳芸、杜书升、陈继明采取出具警示函的行政监管措施。
- **公司信息披露质量和内部控制管理方面存在改进空间。**2026 年 4 月公司对前期财务报表进行复核，发现 2022-2024 年度及 2025 年第三季度的财务报表核算存在更正，公司对上述会计差错采用重述法进行更正，并对财务报表相关数据进行追溯调整，其中 2022-2024 年营业收入调减幅度分别为 0.35%、3.21% 和 5.63%，净利润调减幅度分别为 8.58%、8.80% 和 10.57%。
- **主业盈利能力下滑，仍面临欠款回收风险。**受下游合作客户回款不确定性抬升影响，2025 年公司计提大额信用减值，同时公司收紧综合物流业务收入确认标准，对拼多多等客户业务延后确认收入，加之高额财务费用持续挤占营利润，当期公司净利润同比下滑 78.69%，2026 年一季度延续下滑态势。此外，公司欠款客户集中度较高，2025 年末部分应收账款账龄偏长，尽管公司已采取措施加强欠款回收，但回款进度存在不确定性，需持续关注回款风险。
- **受国补退出和市场竞争加剧，供应链分销执行业务承压。**公司主要代销松下电器产品，品牌单一，受家用电器类国补政策退坡和市场竞争加剧影响，2025 年以来公司供应链分销执行业务持续下滑，毛利率下降至较低水平。目前家用电器行业仍面临内需疲软和品牌间竞争加剧的挑战，公司代销业务面临收缩风险。
- **综合物流业务客户集中度较高，需关注业务运营稳定性。**公司主业聚焦大型制造类企业和主流跨境电商平台一体化综合物流服务，业务集中度较高，2025 年综合物流业务前五大客户收入占比合计超 85%，公司虽与核心客户建立较稳定合作关系，但若大客户无法续签业务或变更合同时，公司业务稳定性易受冲击。
- **在建项目投资规模较大，业务受下游经营周期及政策影响较大，存在收益不及预期风险。**物流仓储基地具有前期资金投入大、投资回收周期较长的特征，公司海南项目布局虽有望获益于自贸港封关红利，但随着公司不断拓展物流节点，整体资金统筹与运转面临相应压力；同时跨境电商物流业务对外贸环境依存度较高，关税规则、监管要求及行业政策发生调整时，将直接影响下游客户订单规模与货物出运节奏。目前全球经济复苏放缓、贸易保护态势加剧，叠加多地地缘冲突频发，外贸出口及全球供应链运行稳定性弱化，公司项目运营及收益兑现后续存在不确定性。
- **嘉诚转债余额规模较大，累计转股率较低。**嘉诚转债将于 2028 年 8 月到期，截至本报告出具日，其转股比例较低；本期债券余额规模较大（债券余额为 7.9987 亿元），当前公司股价低于转股价格，若后续本期债券持续转股不畅，将对公司资金周转带来压力。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用展望。**公司综合物流基地位于广东和海南区域，区位优势良好，目前公司与主要客户合作稳固，随着跨境电商行业政策利好逐步落地和在建项目逐步投入运营，公司整体物流布局趋于完善，后续业务有望实现增长。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	东方嘉盛	上海雅仕	飞力达	嘉诚国际
总资产	48.50	32.80	42.10	49.30
营业收入	37.34	29.11	64.49	11.28
净利润	1.13	0.36	0.23	0.39
销售毛利率	10.29%	8.88%	7.13%	27.15%
期间费用率	5.21%	6.47%	6.62%	14.90%
资产负债率	47.13%	54.24%	59.84%	47.60%
应收账款周转天数	102.09	48.26	71.17	175.74
净营业周期（天）	74.57	67.21	31.74	49.94

注：以上数据为截至 2025 年末/2025 年财务数据。嘉诚国际应收账款周转天数偏高，主要系综合物流业务部分大客户回款周期较长所致。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>A+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A+</b>

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
嘉诚转债	8.00	7.9987	2026-6-1	2028-9-1

注：表格中债券余额为截至 2026 年 6 月 9 日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于跨境电商智慧物流中心及配套建设（即嘉诚国际港三期）、补充流动资金。根据公司2025年4月发布的《关于变更募集资金投资项目公告》：鉴于原募投项目“跨境电商智慧物流中心及配套建设”已结项，除预留募集资金5,185.35万元用于原募投项目待支付部分合同尾款及质保金外（不足部分由公司自筹解决），将该项目剩余募集资金23,988.82万元（最终金额以销户结转时专户资金余额为准）变更调整用于“自贸港云智国际分拨中心”项目。截至2025年末，嘉诚转债的募集资金余额为0.16亿元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变动。2025年公司实施资本公积转增股本1.66亿元。截至2025年末，公司注册资本及股本均为5.11亿元，控股股东仍为自然人段容文女士，持有公司31.91%股份，实际控制人仍为段容文女士、黄艳婷女士、黄平先生、黄艳芸女士，其中段容文系黄艳婷、黄平、黄艳芸的母亲，黄艳婷、黄平、黄艳芸相互之间为兄弟姐妹关系，四位实际控制人已签署《一致行动协议》，共持有公司59.02%的股份，无被质押或冻结的情形。2026年5月，黄平先生暂时辞去公司董事、董事会提名委员会委员、总经理职务，辞职后黄平先生不再担任公司任何职务。公司聘任黄艳婷女士为公司董事长兼任总经理。

根据2026年6月25日《关于对广州市嘉诚国际物流股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》的公告，因收入成本核算不规范及长期资产核算不准确，上海证券交易所对公司及时任董事长段容文、时任副董事长黄艳婷、时任董事会秘书黄艳芸、时任财务总监杜书升、陈继明予以监管警示；公司在收到决定书后1个月内，向上海证券交易所上市公司管理一部提交经全体董事、高级管理人员签字确认的整改报告。

公司2026年6月26日披露《广州市嘉诚国际物流股份有限公司关于公司及相关责任人收到广东证监局警示函的公告》，广东证监局对公司采取责令改正的行政监管措施，对段容文、黄艳婷、黄艳芸、杜书升、陈继明采取出具警示函的行政监管措施；同时公司应对相关责任人员进行内部问责，于收到决定书30日内向广东证监局报送公司整改报告、内部问责情况报告，并抄报上海证券交易所。

## 三、 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格

水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

**2025 年国内物流行业规模稳步增长，内部结构分化加剧，行业发展模式逐步转型，高端工业物流成为主要增长动力，跨境物流需求持续提升**

2025 年国内物流行业整体呈现总量稳健增长、结构持续优化的特征，行业告别粗放式规模扩张，转向降本增效、供应链升级与数字化转型。根据中国物流与采购联合会官方数据，2025 年全国社会物流总额达 368.2 万亿元，同比增长 5.1%。细分赛道结构性分化显著，传统基础物流需求趋于饱和，新兴细分需求快速崛起。2025 年工业品物流总额同比增长 5.3%，其中高技术制造、新能源、电子精密零部件、锂电材料等产业物流需求增速领跑行业，制造业产线物流、厂仓一体化、JIT 配送等定制化供应链需求持续放量。消费物流保持平稳，快递包裹体量维持高位，但同质化电商件利润持续承压。同时，跨境物流、冷链物流等细分赛道需求扩容明显，实体经济降库存、提周转的诉求，推动物流需求从单一运输仓储，向一体化供应链、库存管理、数字化履约等增值服务升级，高端定制物流供给缺口凸显。

**2025 年国内跨境电商物流行业规模持续增长，业态与市场结构持续升级，行业集中度稳步提升；政策红利与合规压力并存，叠加地缘及成本扰动，长期具备全链路布局与合规优势的头部企业有望受益**

2025 年行业增长动能强劲，据海关总署及行业数据，全年跨境电商进出口总值达 2.75 万亿元，同比增长约 15%，带动跨境电商物流市场规模突破 2.7 万亿元。其中，海外仓模式成为核心增长极，截至 2025 年底，国内企业在全球布局海外仓超 1800 个、总面积超 2200 万平方米，市场规模达 3200 亿元，年复合增长率 25%。需求端呈现“欧美刚需稳固、新兴市场爆发”特征，欧美市场仍是核心目的地，占跨境物流订单量 60% 以上；东南亚、中东、拉美等新兴市场增速超 30%，成为行业增量核心来源。供给端加速向智能化、绿色化、多式联运转型，头部企业自动化仓配渗透率超 70%，AI 路径优化、区块链

溯源等技术广泛应用，同时新能源车辆、可降解包装推广提速，行业 ESG 合规能力持续增强。但行业仍存结构性痛点：国际运输成本占比达 35%，受油价波动、地缘冲突影响显著；海外仓区域分化明显，欧美仓租金高企、东南亚仓供给紧缺，部分中小仓空置率超 20%；末端配送“最后一公里”时效不稳、丢损率偏高，制约服务体验提升。

2025 年行业集中度持续抬升，马太效应持续强化，已形成头部平台物流、专业跨境物流服务商、国际物流巨头分层竞争的稳定格局，其中菜鸟国际、京东物流、顺丰国际等头部企业依托资本优势、全球仓网布局、干线运力资源及数字化系统能力，占据行业核心市场份额，具备全链路履约、多区域覆盖、标准化服务的综合壁垒；递四方、纵腾集团等专业第三方跨境物流企业深耕垂直赛道，凭借灵活的定制化服务与海外本地化资源，持续深耕中小卖家及新兴市场需求，占据细分市场重要份额；而传统中小货代及小型物流主体仍高度依赖低价竞争，服务同质化严重、合规能力薄弱，叠加成本压力持续出清，行业资源加速向头部优质主体集中。

政策环境层面，2025 年行业延续“扶持扩容+从严规范”的双向政策基调，国内持续扩容跨境电商综试区范围、优化通关申报、出口退税、外汇结算便利化举措，持续释放产业红利，同时大力支持海外仓建设、多式联运发展与跨境物流数字化升级，助力企业降本增效、拓展海外市场；但监管端持续趋严，国内数据安全、绿色低碳、行业合规标准不断完善，海外欧美等主流市场税收征管、知识产权、通关查验、消费者权益监管持续收紧，贸易壁垒与合规成本系统性上行。综合来看，国内跨境电商物流行业发展势头向好，需求扩容与结构升级逻辑明确，行业格局持续优化，短期受地缘扰动、成本波动及合规压力影响存在阶段性波动，长期具备全球网络布局、全链路服务能力与强合规优势的头部企业将持续受益。

## 四、经营与竞争

公司主营一体化综合供应链物流，深耕大型制造类企业和主流跨境电商平台领域。2025 年公司收紧业务收入确认标准，使得对拼多多等客户部分综合物流业务收入当期未确认收入，使得综合物流收入较上年下滑；由于仓储场地运营成本具有刚性，毛利率亦同步回落。2025 年 6 月起家用电器国补逐步退坡，叠加品牌商之间竞争加剧，2025 年供应链分销执行业务收入同比减少 12.09%，盈利空间收窄，2026 年 1-3 月该业务表现继续走弱。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2026 年 1-3 月			2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
综合物流	1.73	79.36%	34.33%	6.69	59.31%	38.96%	7.46	58.73%	46.49%
供应链分销执行	0.45	20.64%	2.91%	4.58	40.60%	9.97%	5.21	41.03%	12.83%
其他	0.00	-	-	0.01	0.09%	2.85%	0.03	0.24%	48.55%

合计	2.18	100.00%	28.09%	11.28	100.00%	27.15%	12.70	100.00%	32.68%
----	------	---------	--------	-------	---------	--------	-------	---------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）综合物流业务

公司综合物流仓储基地位置较优，出租率表现良好，下游客户以大型制造类企业和核心跨境电商平台为主，客户资质较好且客户集中度较高；因收入确认标准收紧，2025年综合物流业务收入下滑，毛利率水平减弱，同时公司持续加码投资扩大自有仓储，但面临一定的资金压力

公司综合物流业务包括物流及仓储服务，根据服务对象可分为原材料物流、生产物流、成品物流、逆向物流和跨境电商物流。其中原材料物流、生产物流、成品物流及逆向物流主要为制造业企业服务，跨境电商物流主要为电商企业服务，公司参与跨境电商的保税仓储、通关、配送、出口退税等全过程，业务附加值较高。其中大型制造类企业主要包括松下和广州工业投资控股集团有限公司旗下企业等；跨境电商平台覆盖Temu、SHEIN、速卖通和TikTok等，合作关系较为稳定。

公司仓储物流基地出租情况良好，同时持续扩大基地布局，自有仓库规模实现扩容，并加大对头部家电制造业客户的拓展力度。2025年公司运营的物流仓储基地仍为天运物流中心、嘉诚国际港（二、三期），总体出租情况良好。其中，天运物流中心位于南沙保税区内，入驻客户以大型制造类企业、头部跨境电商企业为主；嘉诚国际港（二期）、（三期）位于广州南沙区，合计仓储物流面积约为52.49万平方米，主要用于向Temu提供跨境电商仓储服务及出口一体化服务。2025年末，海南省海口市的嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心竣工并投入运营，该项目位于海口综合保税区，为海南单体面积最大的现代化智慧物流建筑。依托海南自贸港及综保区政策优势，该项目重点布局离岛免税品分拨、跨境电商全链路服务、保税加工与国际分拨等业务，为免税运营商、跨境电商平台及制造业企业提供“仓、关、配”一体化供应链解决方案。

**表2 截至 2025 年末公司核心物流仓库经营情况（单位：万平方米、元/月/平方米）**

项目名称	可出租面积	出租率	租金单价	主要客户
天运物流中心	12.26	100.00%	34.55	广东沃天下供应链管理有限公司（菜鸟系）等
嘉诚国际港（二期、三期）	52.49	89.48%	22.76	上海禹璨信息技术有限公司（拼多多系）等
嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心	5.17	100.00%	22.80	中建铁投华南建设有限公司等
<b>合计</b>	<b>69.92</b>	-	-	

资料来源：公司提供

相较于传统物流服务商，公司主要聚焦大型制造企业、跨境电商领域一体化综合供应链物流，通过定制化深度合作使得客户资源集聚，但公司客户集中度处于较高水平，2025年综合物流业务前五大客户收入占比合计超85%，若大客户受自身经营调整、供应链布局变更等因素影响，出现合同到期无法续期、合作规模大幅缩减情形，公司经营稳定性将受到不利影响。此外，近年来国内金税四期强化全流程联审，推高财税数据合规成本；海外多国收紧免税、加征税费，叠加准入、环保、知识产权等新规落地，跨境电商运营成本上行，可能对物流服务收费水平形成一定压制，需持续关注对公司业务运营的影响。

公司持续推进海南区域物流项目建设，助力跨境物流业务扩张。嘉诚国际（三亚）超级云智世界港等项目建成后，将进一步扩充公司高标仓储库容。同时公司加快对外拓展步伐，拟于泰国、越南投建高标准海外仓，配套一体化物流服务，并设立新加坡子公司统筹东南亚市场，同步规划波兰仓储项目。中证鹏元注意到，剔除尚未动工的大湾区（华南）国际电商港项目，其余在建项目尚需投入11.75亿元，加之后续海外项目落地实施，公司面临一定的资金压力。同时跨境电商物流业务对外贸环境依存度较高，关税规则、监管要求及行业政策发生调整时，将直接影响下游客户订单规模与货物出运节奏。目前全球经济复苏放缓、贸易保护态势加剧，叠加多地地缘冲突频发，外贸出口及全球供应链运行稳定性弱化，公司项目运营及收益兑现后续存在不确定性。

**表3 截至 2025 年末公司主要在建及拟建项目投资情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	项目进展
大湾区（华南）国际电商港	27.62	7.24	已缴纳土地出让金、尚未动工
嘉诚国际（三亚）超级云智世界港	8.00	1.37	建设中
天运国际（海南）数智加工流通中心	6.40	1.28	2024 年开工、建设中
<b>合计</b>	<b>42.02</b>	<b>9.89</b>	-

注：“自贸港云智国际分拨中心”项目为嘉诚国际（三亚）超级云智世界港的子项目。  
 资料来源：公司提供

## （二）供应链分销执行

**公司主要代销松下电器产品，对单一供应商依赖度高；受国补政策退坡和市场竞争加剧影响，2025年以来业务表现持续承压，回款风险需持续关注**

公司供应链分销执行业务系采取买断销售的形式，向上游产品生产企业采购货品，再将货品转销给下游分销商等赚取差价，产品主要是松下产品，包括家用空调、中央空调、环境产品、嵌入式厨房产品和小家电等。公司为松下电器全系列产品在广州、清远、佛山地区的销售代理，并通过京东等线上电商平台销售。公司供应链分销执行业务采购主要依赖松下，2025年相关采购占比维持在80%以上，对单一供应商依赖度高，若品牌方渠道策略调整、新增区域代理商或拓展直营渠道，将对公司业务稳定性带来不利影响。

2025年公司供应链分销执行业务营收同比下降12.09%，板块毛利承压。受地产行业筑底传导，家居家电终端换新及购房配套需求偏弱；叠加2025年6月家电国补政策退坡，行业转入存量竞争，厂商降价让利压缩分销毛利，公司供应链分销执行业务盈利空间持续收窄，同时面临一定的存货跌价风险。当前家电内需疲软、行业竞争加剧，该项业务经营压力仍存。客户方面，公司主要通过线上和线下结合方式，客户集中度不高，其中线上渠道主要通过京东和天猫销售，线下合作经销商较分散。中证鹏元注意到，2025年末公司供应链分销执行业务产生的应收账款账龄有所延长，需关注业务回款风险。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

根据《企业会计准则第28号——会计政策、会计估计变更和差错更正》、中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》等相关文件的规定，公司对2022年至2024年、2025年前三季度会计差错进行更正，并对2022年至2024年，2025年第三季度报告相关数据进行追溯调整。上述财务差错更正反映出公司在信息披露质量把控以及内部控制管理方面可能存在改进空间，公司已针对上述问题完成多项治理类内控制度的修订，包括独立董事工作、对外担保、关联交易、职务授权及代理等内部控制手册的更新完善，中证鹏元将持续关注相关改进和落实情况。

表4 公司主要财务报表项目追溯调整变动情况（单位：万元）

科目	2024年		2023年	
	调整后金额	调整金额	调整后金额	调整金额
应收账款	58,394.60	-5,954.28	44,072.50	-3,786.69
流动资产	137,863.14	-5,712.40	112,579.83	-4,033.44
应交税费	8,243.99	-1,522.45	7,226.00	-932.28
营业收入	127,003.03	-7,581.86	118,607.90	-3,935.99
营业成本	85,493.83	-4,861.59	83,996.53	-1,864.99
净利润	18,337.14	-2,168.22	14,988.10	-1,445.54

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司持续推进跨境电商物流布局投入，财务杠杆水平有所抬升，但核心偿债能力表现尚可，债务压力可控，需持续关注本期债券的转股进度；受较大规模信用减值计提等影响，2025年净利润出现较大下滑，应收账款回款风险犹存

### 资本实力与资产质量

跟踪期内公司推进海外业务布局，工程建设、智能物流设备采购相关应付款项有所增加，带动负债规模增速较快，产权比率随之抬升，但所有者权益仍可实现对负债的完全覆盖。

图1 公司资本结构

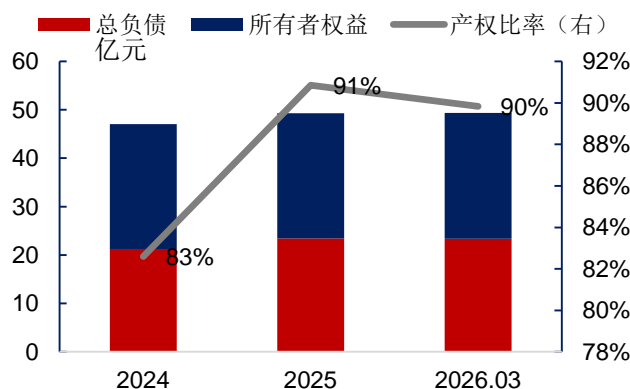
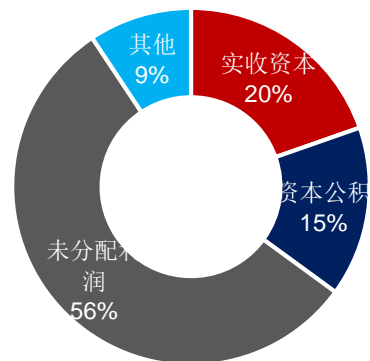


图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主业为综合物流行业，账面资产主要由物流仓储基地及配套建筑物构成。跟踪期内公司资产总额随项目持续投入小幅增长。固定资产主要系嘉诚国际港、天运物流中心的仓库等建筑物。随着（海南）多功能数智物流中心项目竣工转入固定资产，2025年末在建工程规模减少。应收账款主要系综合物流及代销松下电器产生，前五大客户应收账款余额占比为58.09%，主要客户包括松下、拼多多、国企及政府相关单位；账龄方面，2年及以上欠款占比由2024年末的16.52%提升至23.36%，2025年公司按组合计提坏账准备比例为22.64%，计提比例大幅上升，合计新增计提坏账准备0.66亿元，需持续关注回款风险。公司保有一定的货币资金用于日常经营周转和债务偿付，其中，2025年末0.28亿元的货币资金系票据保证金使用权受限。

**表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.88	7.87%	2.34	4.75%	4.22	8.96%
交易性金融资产	1.02	2.07%	2.12	4.31%	0.03	0.07%
应收账款	4.87	9.87%	5.18	10.50%	5.84	12.42%
<b>流动资产合计</b>	<b>12.99</b>	<b>26.31%</b>	<b>12.91</b>	<b>26.20%</b>	<b>13.79</b>	<b>29.32%</b>
固定资产	21.06	42.65%	21.22	43.05%	14.48	30.80%
在建工程	2.90	5.87%	2.66	5.39%	5.94	12.62%
其他非流动资产	7.26	14.71%	7.26	14.73%	7.27	15.45%
<b>非流动资产合计</b>	<b>36.38</b>	<b>73.69%</b>	<b>36.38</b>	<b>73.80%</b>	<b>33.24</b>	<b>70.68%</b>
<b>资产总计</b>	<b>49.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>49.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.03</b>	<b>100.00%</b>

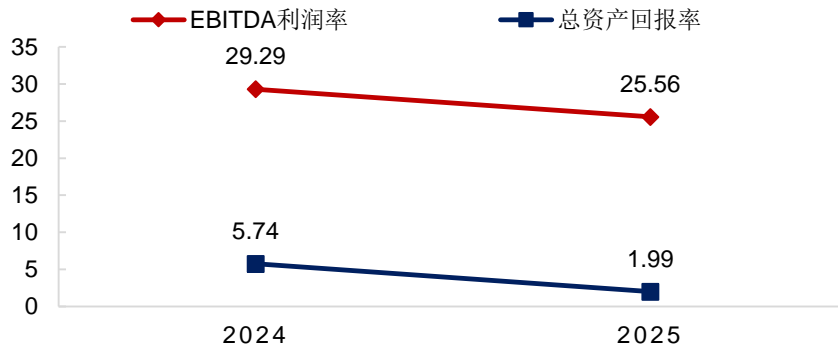
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期内，公司主业盈利能力下滑。2025年公司收紧业务收入确认标准，使得对松下、拼多多等客户的部分综合物流业务当期暂未确认收入，而物流仓储基地运营等成本具有刚性，公司综合物流业务毛利率下滑；供应链分销执行业务在家电国补退坡和竞争加剧背景下利润空间受到挤压。利润方面，2025年公司计提大幅信用减值损失，同时高额财务费用挤占经营利润。综合影响下，2025年公司总资产回报率和EBITDA利润率均下滑。2026年1-3月公司营业收入同比减少19.20%，归属于上市公司股东的净利润同比下滑59.76%，主要系供应链分销执行业务收缩规模，叠加全球化海外业务拓展支出增加所致。

公司主业服务聚焦大型制造企业与主流跨境电商平台，物流节点区位优势显著，有望受益于行业政策支持；同时下游合作客户资质整体良好，伴随仓储配套与业务体系持续完善，后续业务发展具有较好支撑，且综合物流业务附加值较高，整体盈利能力有望实现稳定，但仍需持续关注下游行业周期波动和相关政策变动对业务带来的影响。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司债务规模较上年保持稳定，债务主要由银行借款和本期债券构成，截至2026年3月末规模为17.94亿元，其中长期债务占比为72.93%，债务期限结构尚可。本期债券于2023年3月进入转股期，当前转股价格为10.35元/股，2026年6月8日公司股票收盘价为6.86元/股。截至本报告出具日，本期债券累计转股率不足1%。经营性负债方面，应付账款主要系应付工程款及质保金等。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.85	16.48%	3.60	15.32%	3.20	15.04%
应付账款	4.89	20.92%	5.39	22.99%	3.03	14.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>11.15</b>	<b>47.71%</b>	<b>11.82</b>	<b>50.39%</b>	<b>9.62</b>	<b>45.20%</b>
长期借款	3.43	14.69%	2.94	12.53%	2.91	13.69%
应付债券	8.16	34.92%	8.03	34.22%	7.60	35.74%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.22</b>	<b>52.29%</b>	<b>11.64</b>	<b>49.61%</b>	<b>11.66</b>	<b>54.80%</b>
<b>负债合计</b>	<b>23.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.27</b>	<b>100.00%</b>
总债务	17.94	76.78%	17.55	74.76%	17.55	82.52%
其中：短期债务	4.86	27.07%	5.03	28.67%	5.02	28.61%
长期债务	13.08	72.93%	12.52	71.33%	12.53	71.39%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

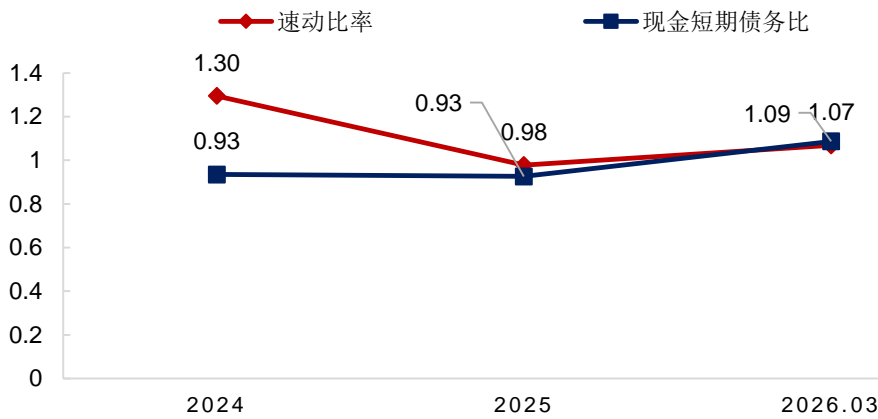
2025年公司支付的业务保证金及押金同比减少，经营活动现金保持净流入。受利润下滑影响，2025年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，但经营收益仍对利息支出保障良好。公司推进海南仓储基地等项目建设，资金需求量较大，或将推升公司杠杆水平。流动性方面，公司现金短期债务比表现一般。公司作为上市公司，对外融资渠道畅通，2025年末尚未动用银行授信余额17.76亿元，备用流动性相对充足。此外，公司资产抵质押受限比例低，具有一定的融资弹性空间。

表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.39	2.14	1.48
FFO（亿元）	--	1.66	2.68
资产负债率	47.32%	47.60%	45.23%
净债务/EBITDA	--	4.56	3.53
EBITDA 利息保障倍数	--	4.61	5.63
总债务/总资本	41.88%	41.52%	41.61%
FFO/净债务	--	12.60%	20.42%
经营活动现金流净额/净债务	3.07%	16.23%	11.29%
自由现金流/净债务	-1.58%	9.29%	-9.94%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2026年6月8日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人员名单。

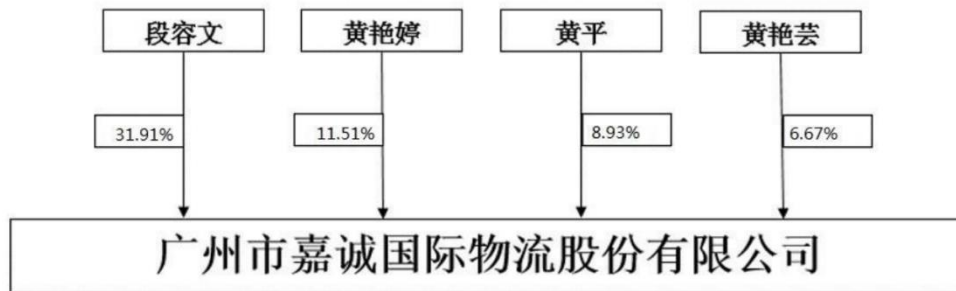
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	3.88	2.34	4.22	3.05
流动资产合计	12.99	12.91	13.79	11.26
固定资产	21.06	21.22	14.48	14.82
其他非流动资产	7.26	7.26	7.27	8.87
非流动资产合计	36.38	36.38	33.24	32.06
资产总计	49.38	49.30	47.03	43.32
短期借款	3.85	3.60	3.20	2.28
应付账款	4.89	5.39	3.03	3.91
一年内到期的非流动负债	0.53	0.53	0.21	0.09
流动负债合计	11.15	11.82	9.62	10.15
长期借款	3.43	2.94	2.91	1.45
应付债券	8.16	8.03	7.60	7.17
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.22	11.64	11.66	9.02
负债合计	23.37	23.47	21.27	19.17
总债务	17.94	17.55	17.55	14.55
其中：短期债务	4.86	5.03	5.02	4.79
长期债务	13.08	12.52	12.53	9.76
所有者权益	26.01	25.83	25.75	24.15
营业收入	2.18	11.28	12.70	11.86
营业利润	0.22	0.38	2.04	1.73
净利润	0.18	0.39	1.83	1.50
经营活动产生的现金流量净额	0.39	2.14	1.48	1.65
投资活动产生的现金流量净额	0.52	-3.09	-3.07	-9.47
筹资活动产生的现金流量净额	0.77	-0.27	2.19	1.81
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.88	3.72	2.79
FFO（亿元）	--	1.66	2.68	2.12
净债务（亿元）	12.72	13.16	13.15	11.25
销售毛利率	28.09%	27.15%	32.68%	29.18%
EBITDA 利润率	--	25.56%	29.29%	23.53%
总资产回报率	--	1.99%	5.74%	4.88%
资产负债率	47.32%	47.60%	45.23%	44.25%
净债务/EBITDA	--	4.56	3.53	4.03
EBITDA 利息保障倍数	--	4.61	5.63	6.60
总债务/总资本	41.88%	41.52%	41.61%	38.72%
FFO/净债务	--	12.60%	20.42%	18.81%

经营活动现金流净额/净债务	3.07%	16.23%	11.29%	14.64%
速动比率	1.07	0.98	1.30	0.99
现金短期债务比	1.09	0.93	0.93	0.75

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2025 年末）



资料来源：公开资料

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录四 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

### 债务人主体信用等级符号及定义

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

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

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

### 展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-82872897

W: [www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)