

大悦城控股集团股份有限公司相 关债券2026年跟踪评级报告（22 大悦01，23大悦01，22大悦02）

中鹏信评【2026】跟踪第【228】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。

大悦城控股集团股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告 (22大悦01, 23大悦01, 22大悦02)

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
22大悦01	AAA	AAA
23大悦01	AAA	AAA
22大悦02	AAA	AAA

评级日期

2026年6月22日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
 gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉
 liyl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”或“公司”，股票代码：000031.SZ）持续深耕年轻消费赛道，商业地产品牌价值领先，房地产开发业务土储较为充足，在售项目所处区位较好，产品竞争力强，融资渠道通畅，抗风险能力稳定。同时中证鹏元也关注到，公司短期内销售和结算预计将持续承压，需持续关注公司重点项目入市节奏及去化情况，公司盈利能力仍偏弱，杠杆指标弱化，仍面临一定的资金压力。

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	1,518.39	1,570.16	1,785.75	1,980.61
归母所有者权益	102.27	102.81	105.96	138.43
总债务	661.21	634.08	674.34	738.95
营业收入	75.02	308.92	357.91	367.83
净利润	0.48	-22.23	-25.59	1.21
经营活动现金流净额	-6.05	30.23	66.17	106.42
销售毛利率	24.17%	31.80%	21.76%	26.47%
EBITDA 利润率	--	19.36%	16.21%	31.45%
总资产回报率	--	1.03%	1.35%	2.90%
剔除预收款项的资产负债率	75.09%	75.00%	72.88%	72.24%
净负债率	--	124.49%	99.85%	99.21%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.28	1.73	2.84
总债务/总资本	65.18%	63.99%	61.87%	61.58%
OCF/净债务	--	6.80%	15.95%	23.27%
速动比率	0.65	0.60	0.59	0.55
现金短期债务比	--	1.33	1.50	1.36

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

- **公司仍具有很强的综合竞争能力和品牌影响力。**公司持续打造年轻力的商业地产品牌，购物中心运营表现良好，销售额和客流量持续增长，品牌价值进一步强化。公司土储仍较为充足，在售项目主要位于一二线城市，产品竞争力强。
- **融资渠道通畅，抗风险能力稳定。**公司银行融资、公开市场债券融资、ABS、CMBS、REITs 等多样化融资渠道畅通，资本市场认可度较高。

关注

- **预计短期内销售及结算持续承压，盈利能力仍偏弱。**2025 年公司以存量项目销售为主，全口径销售额大幅下滑。房地产市场仍在筑底回稳阶段，公司存量项目去化周期较长，经营性业务利润承压；同时存货跌价损失、合作项目投资损失持续侵蚀利润，需持续关注公司盈利改善情况。
- **杠杆指标弱化，公司仍面临一定的资金压力。**因子公司私有化、经营亏损，公司资本实力有所降低，杠杆指标趋弱。截至 2025 年末，公司主要在建房地产项目预计尚需投资 430.17 亿元（剔除累计已投资大于预计总投资的项目）仍存在一定的资金压力。
- **需关注公司或有负债风险。**截至 2025 年末，公司对外担保余额 32.17 亿元（不包括向商品房承购人因银行抵押贷款提供担保），主要为对合联营企业的担保。根据公司提供的企业信用报告（查询日期 2026 年 6 月 16 日），公司其他借贷交易关注类余额 4.37 亿元、不良类余额 3.74 亿元，主因对合作项目公司的担保。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在售项目主要位于一二线城市，商业地产运营能力较强，融资渠道通畅，抗风险能力稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	金茂投资	大悦城	滨江集团	金融街
全口径合同销售金额	1,135.13	160.40	1,017	72.53
总资产	3,839.91	1,570.16	2,082.34	1,151.76
营业收入	493.43	308.92	828.88	79.98
净利润	37.88	-22.23	36.40	-61.11
销售毛利率（%）	17.19	31.80	13.22	10.39
剔除预收款项的资产负债率（%）	66.71	75.00	59.93	80.80
流动资产周转率（次）	0.18	0.27	0.41	0.11
总资产周转率（次）	0.13	0.18	0.35	0.07

注：（1）金茂投资为上海金茂投资管理集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2025 年数据。

资料来源：Wind，公开资料，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
房地产开发企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2026V1.0
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	3/9
	行业&经营风险状况	7/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	7/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		7/7	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					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：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
22 大悦 01	15.00	15.00	2025-12-29	2027-10-27
23 大悦 01	20.00	10.00	2025-12-29	2028-01-19
22 大悦 02	15.00	7.40	2025-12-29	2027-12-19

一、 债券募集资金使用情况

22大悦01募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2025年12月31日，“22大悦01”募集资金专项账户余额为0.00万元。

22大悦02募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2025年12月31日，“22大悦02”募集资金专项账户余额为0.00万元。

23大悦01募集资金扣除发行费用后，原计划用于偿还到期债务。截至2025年12月31日，“22大悦01”募集资金专项账户余额为0.96万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构未发生变化。截至2026年3月末，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）直接持有公司20.00%股权，通过全资子公司明毅有限公司间接持有49.28%股权，合计持有公司69.28%股权。公司控股股东仍为中粮集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，2026年3月末，公司产权及控制结构关系如附录二所示。

公司系中粮集团旗下以住宅地产和商业地产为核心板块，涵盖酒店、写字楼、长租公寓等多业态的综合地产开发平台。2025年重要子公司大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”）以协议安排的方式回购除公司和关联方外其他所有股东股份，大悦城地产自2025年11月27日下午四时起于香港联交所撤销上市地位，公司对大悦城地产的持股比例由59.59%变更为86.19%¹。2025年末，大悦城地产仍主要负责商业地产建设及运营。

表1 2025年末大悦城地产主要财务数据（单位：亿元）

子公司简称	持股比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
大悦城地产	86.19%	1,266.5	525.3	163.4	6.8

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

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

¹ 该笔交易现金对价 26.66 亿元，按取得的股权比例计算子公司净资产份额 45.65 亿元，公司合并报表会计处理上，资本公积增加 18.99 亿元，少数股东权益减少 45.65 亿元。

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、投资于人、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

（一）房地产行业

政策端持续发力，核心城市有望率先筑底，房企维持审慎投资，呵护现金流稳定性，缓慢修复经营能力

2026年一季度全国商品房销售面积、销售额同比分别下滑10.4%、16.7%，但3月单月销售表现边际改善，上海、苏州等高能级城市韧性尚可。2026年二季度中央政治局会议定调“努力稳定房地产市场”，上海、广州、深圳等城市政策端持续发力，呵护市场稳定。预计2026年全年商品房销售延续调整态势，但降幅有望收窄；核心城市房地产市场情绪持续改善，市场进入筑底阶段。

房地产企业仍以审慎投资，加快去化为主，呵护现金流稳定性，在外部融资环境未发生重大变化及房企自身经营相对审慎的背景下，房企已逐步走出违约阴霾，目标从“活下去”走向“提升修复经营能力”。

详见《[信用展望2026|房地产行业：乍暖还寒时，L型复苏阶段的分化与机遇](#)》

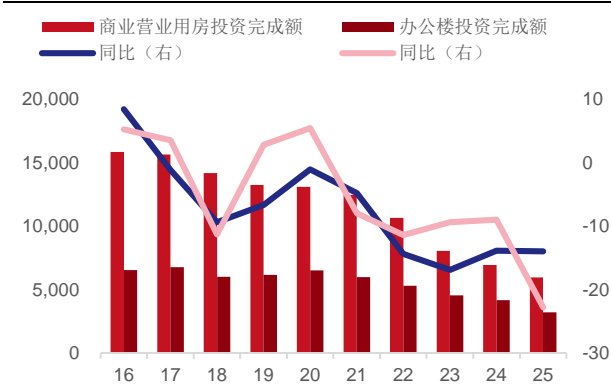
（二）商业地产行业

商业地产供需两端边际修复，但整体仍偏弱，行业从规模扩张转向存量精耕；商业不动产REITs试点拓宽退出渠道，资产盘活有望加速

商业地产新增供给下滑，但库存仍在高位，销售去化表现不佳。2025年商业营业用房、写字楼投资同比分别下滑14%、22.80%，新开工面积持续下滑。但早年间商业地产投资整体增速较快，积累了较大规模的库存，叠加2025年度销售面积持续下滑，致使2025年末商业营业用房、办公楼狭义去化周期

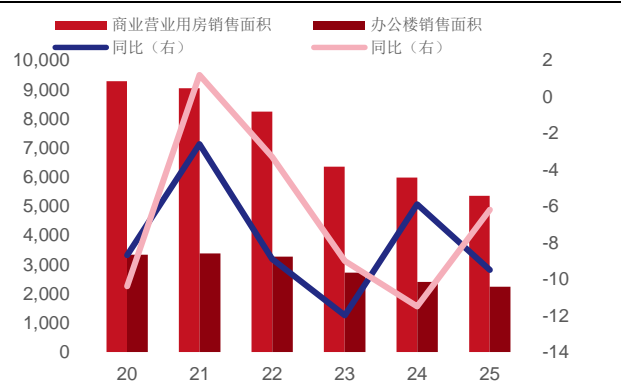
拉长至 31.94 个月、28.56 个月，行业整体库存压力较大。2025 年大宗交易活跃度下降，但大额交易落地拉动大宗交易金额增长。

图1 商业地产投资完成额持续下降（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 商业地产销售持续下滑（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

租赁需求结构性提振，但租金仍有下滑，预计商办楼宇市场持续承压。在 TMT、服务业等行业结构性扩张的推动下，2025 年国内商办楼宇租赁需求有所回暖，北京、广州、深圳空置率小幅回落，上海、成都空置率仍有增长；商办楼宇租金仍处于下跌通道，但租金下跌幅度趋缓，整体需求依旧偏弱。受益于促消费等政策红利释放，2025 年线下零售物业稳定修复，出租率呈现一定的改善迹象，但租金仍有小幅下滑，以价换量仍是主要趋势。预计 2026 年商办楼宇租赁市场仍将持续承压，零售物业预计将向高品质、具有内容创新精神的项目倾斜。

商业地产市场已从“增量开发”转向“存量运营”阶段，运营商审慎投资。2025 年商业地产头部企业规模扩张放缓，以轻资产输出、定制化服务及存量改造为主要增长点，根据中指研究院数据，2025 年全国新开业 3 万方以上集中式商业中，存量改造项目占比近 20%。部分头部企业在营项目租金与出租率保持稳定，但因平均租金承压、增量收入有限，部分头部企业商业租赁经营业绩止增转降。未来商业地产市场将向品质化转型，核心城市核心区域优质资产仍保持较强韧性，而符合产业升级趋势、贴合终端需求变化的细分领域，有望成为市场增长的新引擎。

商业不动产 REITs 试点启动，退出渠道进一步打通。2025 年底商业不动产 REITs 试点标志着我国公募 REITs 市场正式进入“基础设施+商业不动产”双轮驱动阶段，而与消费 REITs 政策对比，商业不动产 REITs 对净回收资金用途等要求相对宽松，政策灵活性、包容性更强。从已申报的产品看，民营企业申报热情显著提升，当前我国商业不动产存量规模大、盘活需求旺盛，未来或将有更多企业获益。

四、经营与竞争

公司主要从事房地产开发、商业地产开发及运营业务，跟踪期内房地产开发销售持续承压，2025 年结算收入下滑，毛利率随着结算项目差异有所波动；依托品牌效应和良好的运营管理能力，商业地产运

营较为稳健，仍可为公司贡献现金流和利润，业务重要性提升。

2025年酒店经营收入同比增长，主因消费旅游热度回升，酒店出租率、平均房价双增长。公司积极推行轻资产运营模式，跟踪期内成功中标上海滴水湖国际中心项目，管理输出收入有所增长。

表2 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品房销售及一级土地开发	232.74	75.34%	26.40%	283.86	79.31%	14.26%
投资物业及相关服务	53.36	17.27%	55.93%	52.43	14.65%	59.53%
酒店经营	8.88	2.88%	32.79%	8.69	2.43%	31.49%
管理输出	2.50	0.81%	82.83%	2.07	0.58%	80.32%
物业及其他管理	10.25	3.32%	11.53%	9.74	2.72%	11.60%
其他业务	1.19	0.38%	66.50%	1.11	0.31%	59.03%
合计	308.92	100.00%	31.80%	357.91	100.00%	21.76%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

（一）房地产开发业务

公司在售项目仍主要位于一二线城市，产品竞争力强，但因无明星项目新入市叠加存量产品销售放缓，跟踪期内销售下滑，预计短期内销售及结算仍将持续承压

2025年公司投资仍较为谨慎，新开工面积减少，竣工端因存量项目持续推进仍维持一定的韧性。2025年新增地块4宗，分别位于三亚市吉阳区、成都市青羊区（2宗）、青岛市市北区，拿地力度降低。

跟踪期内公司以存量项目销售为主，合同销售面积及销售额下滑幅度较大。2025年销售主要贡献区域为西安市、深圳市、北京市、成都市，均为公司重点布局城市，整体分布较为均匀。

截至2025年末，公司主要在售项目的待售面积合计623.56万平方米；公司待售面积中一线城市、二线城市、三四线城市占比分别为10%、68%、22%，其中待售面积前五大城市分别为武汉市、成都市、西安市、昆明市、眉山市。公司待售项目区域布局相对分散但以二线城市为主，同时公司新增项目亦主要位于二线城市，在一线城市虽有布局但待售面积占比不大，考虑到当前房地产市场仍处于筑底阶段，预计公司销售仍承压。结算方面，2025年公司主要结算深圳中粮悦章·凤凰里、厦门云玺壹号、成都天府时区等项目，毛利率同比增长；2025年末合同负债余额139.51亿元，合同负债对收入覆盖倍数较低。

表3 公司全口径房地产开发业务主要经营指标

指标名称	2025年	2024年
新开工面积（万平方米）	17.87	30.54
竣工面积（万平方米）	202.22	230.06
结算面积（万平方米）	173.79	198.24
结算金额（亿元）	331.23	392.72
结算均价（元/平方米）	19,059.38	19,810.33

合同销售面积（万平方米）	95.21	166.91
合同销售金额（亿元）	160.40	369.00
销售均价（元/平方米）	16,847.59	22,107.72

注：全口径项目包含公司并表及全部权益持股项目。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

表4 公司新增项目情况

项目	2025 年	2024 年
新增项目数量（个）	4	5
新增土地计容建筑面积（万平方米）	48.17	55.86
新增土地总价款（亿元）	38.45	84.26
权益对价（亿元）	36.44	33.16
楼面均价（万元/平方米）	0.80	1.51
新增项目所处区域	三亚、成都、青岛	杭州、西安、三亚

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

土储仍相对充裕，需持续关注公司在华东、华南区域补库存情况。2025年末公司土地储备规模剩余可开发计容建筑面积665.19万平方米，同比降低19.04%，其中北方、华东、华南、西南占比分别为34.43%、11.64%、6.13%、47.80%。虽然公司土储仍较为充沛，但华东大区、华南大区的占比有所下滑，或对公司未来开发建设造成一定影响。

截至2025年末，公司主要在建房地产项目预计尚需投资430.17亿元（剔除累计已投资大于预计总投资的项目），以西安、武汉、南京项目为主，公司仍面临一定的资金压力。公司在建项目以住宅项目为主，商办亦有较大体量，部分商业及办公产品未来可能存在一定的去化压力。

（二）地产运营业务

公司持续深耕年轻消费赛道，商业板块品牌价值领先，经营表现优良

公司深化“大悦城、大朋友”核心理念，不断焕新品牌活力，夯实商业核心竞争力，全年落地近2,000场年轻力主题活动，持续打造大悦嗨新节、大悦疯抢节等原创经营档期IP，举办超300场特色活动及IP快闪；有效提升客流转化与消费体验，会员总量近2,478万人，会员销售额突破100亿元。

购物中心运营表现良好，销售额和客流量持续增长，出租率仍较高。2025年，公司南昌大悦城、深圳大悦城开业，开业当日出租率均突破94%；2025年末，公司在营项目37个（含轻资产和非标准化产品），商业建筑面积约470万平方米。

表5 公司购物中心运营情况

项目	2025 年		2024 年	
	规模	同比增长	规模	同比增长
销售额（亿元）	463.7	15.5%	401.3	16%
客流量（亿人次）	4.49	22.7%	3.66	22%
平均出租率	94%	--	95.1%	--

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

公司写字楼、产业地产整体经营较为稳健。公司办公及产业物业位于北京、深圳、香港，所处区位优势优良，2025年写字楼平均出租率90.3%，深圳在运营项目整体平均出租率98.5%。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

跟踪期内公司盈利能力有所下滑，公司持续优化债务结构，因资产减值致使公司资产规模仍有降低，在手资产质量尚可，再融资渠道通畅，偿债压力可控

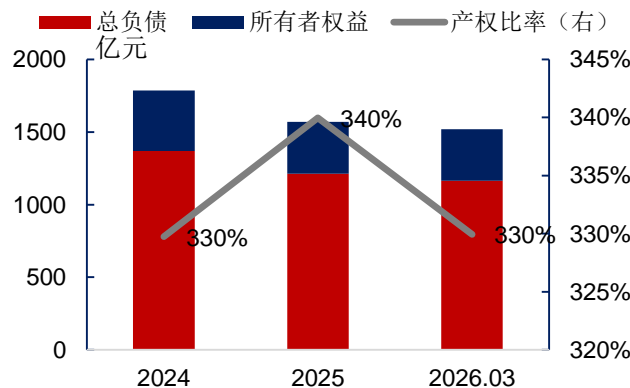
资本实力与资产质量

受子公司私有化、公司持续压降负债且产生经营亏损、项目结转等因素影响，跟踪期内公司资本实力、资产总额、总负债等均有下降，产权比率表现仍较弱。

存货仍是公司资产的主要构成，跟踪期内主要对三亚悦玺壹号、上海北外滩壹号、深圳祥云国际等项目投入建设，公司在建及已完工项目主要位于一二线城市，资产质量尚可；同期随着较大规模的项目结转，公司存货有所减少。长期股权投资规模小幅下降，主因权益法下确认的投资损益。

截至2025年末，公司受限资产账面价值476.90亿元，较上年末大幅增长，主因公司置换债务新增重大资产抵质押。公司受限资产主要为因借款抵押的存货和投资性房地产，其中因法院冻结资金及履约保证金受限的货币资金3.72亿元。公司另有使用范围受限的货币资金71.08亿元，主因售房监管、贷款监管、募集资金专用账户监管，使用受限资金随着建设进度逐步解除限制。

图3 公司资本结构



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

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

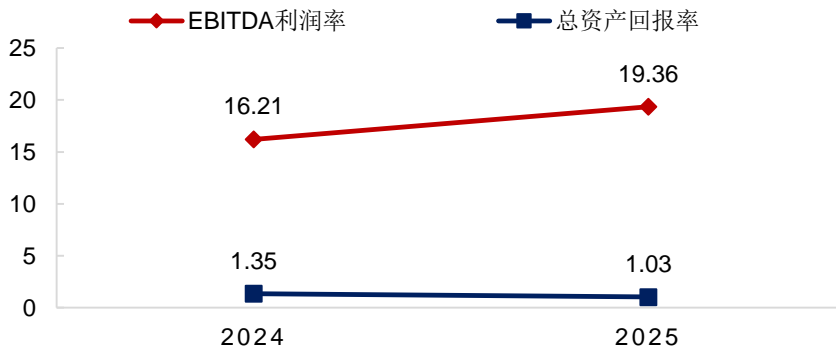
项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	192.19	12.66%	200.75	12.79%	270.89	15.17%
存货	564.04	37.15%	604.72	38.51%	767.85	43.00%
流动资产合计	951.00	62.63%	1,002.32	63.84%	1,251.73	70.10%
长期股权投资	137.04	9.03%	137.42	8.75%	140.70	7.88%
投资性房地产	357.65	23.55%	356.47	22.70%	308.55	17.28%
非流动资产合计	567.39	37.37%	567.84	36.16%	534.02	29.90%
资产总计	1,518.39	100.00%	1,570.16	100.00%	1,785.75	100.00%

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

2025年结转房地产项目质量较高提振公司毛利率水平，当期经营性业务利润提升，但存货跌价损失、合作项目投资损失持续侵蚀利润，公司仍出现较大亏损。公司房地产销售及结算依然承压，待结转资源不足，地产运营业务表现稳健但规模不大，需持续关注公司项目销售及去化情况。

图4 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

公司持续优化债务结构，降低综合融资成本。截至2025年末，公司获批“白名单”项目12个，经营性物业贷款项目14个，跟踪期内经营性物业贷获批规模大幅增长。公司公开市场融资滚续渠道通畅，跟踪期内发行多只债券，直接融资占比提升。

表7 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	39.89	3.42%	24.55	2.02%	23.90	1.74%
应付账款	122.03	10.47%	134.19	11.06%	131.69	9.61%
合同负债	97.98	8.41%	139.51	11.50%	249.96	18.24%

其他应付款	179.44	15.40%	198.32	16.35%	200.26	14.62%
一年内到期的非流动负债	113.88	9.77%	123.30	10.16%	155.07	11.32%
流动负债合计	597.19	51.25%	666.62	54.94%	814.06	59.41%
长期借款	402.64	34.55%	368.75	30.39%	403.55	29.45%
应付债券	104.81	8.99%	117.49	9.68%	91.82	6.70%
非流动负债合计	568.03	48.75%	546.67	45.06%	556.14	40.59%
负债合计	1,165.23	100.00%	1,213.29	100.00%	1,370.20	100.00%
总债务	661.21	56.74%	634.08	52.26%	674.34	49.21%
短期有息债务	153.76	23.26%	147.84	23.32%	178.97	26.54%
长期债务	507.44	76.74%	486.24	76.68%	495.37	73.46%

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

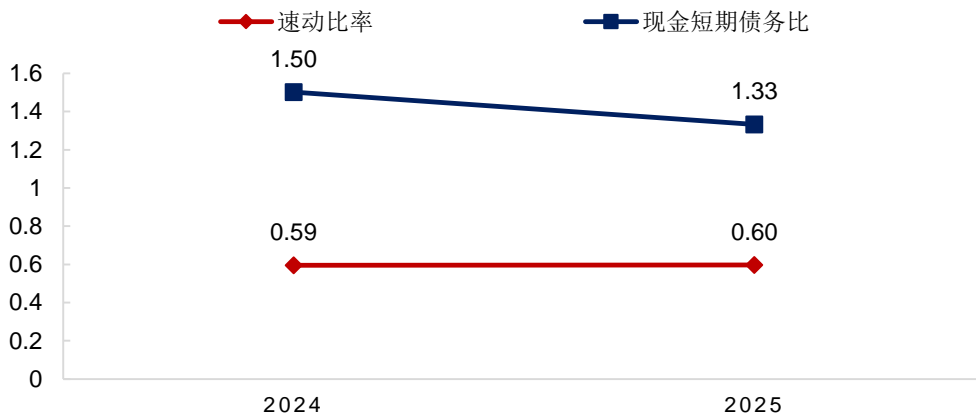
公司融资渠道通畅，偿债压力仍可控。因子公司私有化、经营亏损，公司资本实力有所下降，杠杆状况指标趋弱，且销售承压致使OCF下滑，现金流对债务覆盖程度减弱。因现金类资产减少，公司现金短债比有所下滑，但现金类资产对短期债务覆盖程度仍较好。截至2025年末，公司尚未使用银行授信额度为1,671.65亿元，公开市场发债、ABS、CMBS、REITs等多元化融资渠道畅通。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
剔除预收款项的资产负债率	75.09%	75.00%	72.88%
净负债率	--	124.49%	99.85%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.28	1.73
总债务/总资本	65.18%	63.99%	61.87%
OCF/净债务	--	6.80%	15.95%
自由活动现金流/净债务	--	5.24%	12.29%

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5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，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6月16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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2026年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2025年末，公司对外担保余额32.17亿元（不包括向商品房承购人因银行抵押贷款提供担保），主要为对合联营企业的担保。根据公司提供的企业信用报告（查询日期2026年6月16日），公司相关还款责任中关注类余额4.37亿元、不良类余额3.74亿元，主因对合作项目公司的担保。

公司涉诉风险可控。2026年3月末公司重大未决诉讼事项四笔，其中公司作为原告已胜诉案件2宗，目前正处于执行阶段；作为被告二审已结案案件1宗，由项目合作开发方的债务纠纷，公司已履行完毕担保责任，原告方正申请撤回对公司起诉；公司作为原告审理中案件1宗，为土地出让相关纠纷。

七、 外部特殊支持分析

公司是中粮集团的重要子公司，截至 2025 年末，中粮集团及其全资子公司明毅有限公司合计持有公司 69.28% 股权。中粮集团作为国务院国资委直属的以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，资本实力雄厚，且在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面具有显著优势。

中证鹏元认为公司对中粮集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中粮集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）中粮集团是国资委首批确定的 16 家以房地产为主业的中央企业之一，公司业务范围覆盖商业、住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域，属于中粮集团四大板块业务中的产业和消费服务业务，承担着资产保值增值和业务品牌协同功能。

（2）公司对中粮集团总资产规模贡献较大。截至 2025 年末，中粮集团总资产规模为 7,216.01 亿元，公司资产总额占中粮集团的比重达 21.76%。2025 年中粮集团实现营业收入 5,890.64 亿元，同期公司营业收入占中粮集团的比重为 5.24%。

(3) 公司为中粮集团旗下综合地产开发业务经营主体，亦为中粮集团旗下重要的境内债券发行主体，若公司违约会对中粮集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

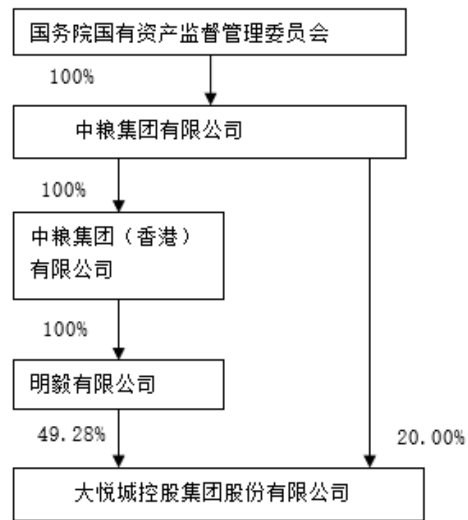
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	192.19	200.75	270.89	300.85
存货	564.04	604.72	767.85	919.41
流动资产合计	951.00	1,002.32	1,251.73	1,449.76
投资性房地产	357.65	356.47	308.55	314.88
非流动资产合计	567.39	567.84	534.02	530.85
资产总计	1,518.39	1,570.16	1,785.75	1,980.61
短期借款	39.89	24.55	23.90	9.60
应付账款	122.03	134.19	131.69	159.81
其他应付款	179.44	198.32	200.26	187.72
一年内到期的非流动负债	113.88	123.30	155.07	205.89
流动负债合计	597.19	666.62	814.06	957.85
长期借款	402.64	368.75	403.55	405.03
应付债券	104.81	117.49	91.82	102.48
长期应付款	0.00	0.00	0.00	17.14
非流动负债合计	568.03	546.67	556.14	561.81
负债合计	1,165.23	1,213.29	1,370.20	1,519.66
总债务	661.21	634.08	674.34	738.95
短期有息债务	153.76	147.84	178.97	214.30
长期债务	507.44	486.24	495.37	524.65
所有者权益	353.16	356.87	415.54	460.95
营业收入	75.02	308.92	357.91	367.83
净利润	0.48	-22.23	-25.59	1.21
经营活动产生的现金流量净额	-6.05	30.23	66.17	106.42
投资活动产生的现金流量净额	-2.71	-7.87	4.91	64.45
筹资活动产生的现金流量净额	0.34	-93.73	-93.14	-243.29
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
销售毛利率	24.17%	31.80%	21.76%	26.47%
EBITDA 利润率	--	19.36%	16.21%	31.45%
总资产回报率	--	1.03%	1.35%	2.90%
产权比率	329.94%	339.98%	329.74%	329.68%
剔除预收款项的资产负债率	75.09%	75.00%	72.88%	72.24%
净负债率	--	124.49%	99.85%	99.21%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.28	1.73	2.84
总债务/总资本	65.18%	63.99%	61.87%	61.58%
OCF/净债务	--	6.80%	15.95%	23.27%
经营活动现金流/净债务	--	6.80%	15.95%	23.27%
速动比率	0.65	0.60	0.59	0.55

现金短期债务比	--	1.33	1.50	1.36
---------	----	------	------	------

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 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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%
剔除预收款项的资产负债率	(总负债-预收款项-合同负债)/(总资产-预收款项-合同负债)*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
期间费用	销售费用+财务费用+管理费用
存货周转率	营业成本/[(本年存货总额+上年存货总额)/2]
流动资产周转率	营业收入/[(本年流动资产总额+上年流动资产总额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]

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