

利群商业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100690】

**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/2020年6月28日

**前次跟踪:** -

**首次评级:** AA/稳定/AA/2019年6月20日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	2.76	13.89	1.27	1.46
刚性债务	5.71	15.92	22.15	21.01
所有者权益	43.74	44.02	46.36	46.32
经营性现金净流入量	-1.79	-4.23	-2.84	2.32
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	78.21	128.63	120.35	119.21
总负债	32.83	82.92	73.52	73.09
刚性债务	13.34	25.65	33.29	32.43
所有者权益	45.37	45.70	46.83	46.13
营业收入	105.54	114.14	124.41	24.10
净利润	3.94	2.02	2.67	-0.68
经营性现金净流入量	9.37	0.21	3.22	4.68
EBITDA	8.23	7.47	9.64	-
资产负债率[%]	41.98	64.47	61.09	61.31
权益资本与刚性债务 比率[%]	340.08	178.21	140.70	142.23
流动比率[%]	90.79	71.52	60.51	57.80
现金比率[%]	17.59	29.86	6.27	9.09
利息保障倍数[倍]	10.95	7.03	4.71	-
净资产收益率[%]	10.86	4.44	5.78	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	25.77	0.40	4.55	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-8.88	10.15	-27.96	-
EBITDA/利息支出[倍]	14.81	12.05	8.11	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.38	0.33	-

注:根据利群股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

熊桦 xh@shxsj.com

翁斯喆 wsz@shxsj.com

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

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对利群商业集团股份有限公司(简称利群股份、发行人、该公司或公司)及其发行的“利群转债”的跟踪评级反映了2019年以来利群股份在品牌及区域市场地位、业务规模、主业现金回笼等方面继续保持优势,同时也反映了公司在市场竞争、疫情短期冲击、门店培育及经营业绩、项目投融资、业务运营管控等方面面临一定压力。

#### 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,随着公司2018年收购乐天购物(香港)控股有限公司旗下资产,业务延伸至江苏、安徽、上海等华东区域市场,经营范围进一步扩大。
- **经营业态呈现多元化,规模不断扩大。**利群股份现已形成全品类、多业态的零售业务结构,加之品牌代理及物流配送业务的共同发展,公司业务之间能形成良好协同。跟踪期内,公司稳步推进主业内生式及外延式发展,经营规模继续有所扩大。
- **零售主业现金回笼及自有物业资产能为偿债提供保障。**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,公司拥有一批自有商业物业资产,资产质量较好,能为偿债提供进一步支撑。此外,作为上市公司,公司具备资本市场融资能力,融资渠道较为畅通。

#### 主要风险:

- **零售业务运营面临外部压力。**零售行业增速放

缓、电商冲击及激烈竞争等因素使得近年来实体零售商持续面临较大的运营压力。2020年以来新冠肺炎疫情使得零售商面临的外部压力进一步有所加大，利群股份一季度经营业绩出现阶段性亏损。

- **门店培育及业绩增长压力。**利群股份2018年收购的原乐天门店资产通过一年多时间的整合调改，亏损幅度已有所收窄，但由于整体仍处于培育阶段，后续盈利能力仍有待持续关注。此外，公司零售业务持续面临门店培育、租赁及人工等运营成本控制压力。
- **项目投融资压力。**利群股份规划建设的商业综合体及物流等项目的总投资规模较大，后续存在较大的资本性支出需求。
- **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，一定程度上将增加公司债务偿付压力。
- **业务运营管控压力。**随着外部竞争压力加大以及利群股份业务规模的扩大，跨区域、跨业务领域发展带来的内部管控压力及流动性管理压力增加，同时对公司提升运营能力及效率、扩大品牌影响力等方面提出了更高的要求。

## ➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“利群转债”或“可转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据利群商业集团股份有限公司（简称“利群股份”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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%。本次发行的可转债转股期自 2020 年 10 月 8 日起，跟踪期内尚未进入转股期。

该公司本次可转债募集资金将用于 3 个商业综合体项目和 1 个物流供应链项目，具体为“利群百货集团总部及商业广场项目”、“利群广场项目”、“蓬莱利群商业综合体项目”以及“利群智能供应链及粮食产业园二期项目”，项目总投资额合计为 33.39 亿元。跟踪期内，上述项目仍在建设中。

**图表 1. 本次债券募集资金拟投资项目概况**

序号	募集资金投资项目	项目实施地点	投资额 (亿元)	拟使用募集资金 金额(亿元)
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	6.00
2	利群广场项目	烟台莱州市	7.08	3.00
3	蓬莱利群商业综合体项目	烟台蓬莱市	3.87	2.00
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
合计			33.39	18.00

资料来源：利群股份

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向

金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，尽管受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速有所下滑，但仍维持在较好水平。2019 年，零售行业继续保持着平稳发展，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。2020 年初以来，新冠肺炎疫情爆发，对消费市场短期冲击影响较大。但在国家加强疫情防控力度及政策支持的综合影响下，疫情结束后零售行业整体上预期可实现较快速恢复。同时，具备线上线下及到家服务能力、供应链整合能力的龙头零售商在疫情期间竞争优势得到进一步凸显。

长期来看，随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，以及在国家鼓励消费的政策支持下，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

### A. 行业概况

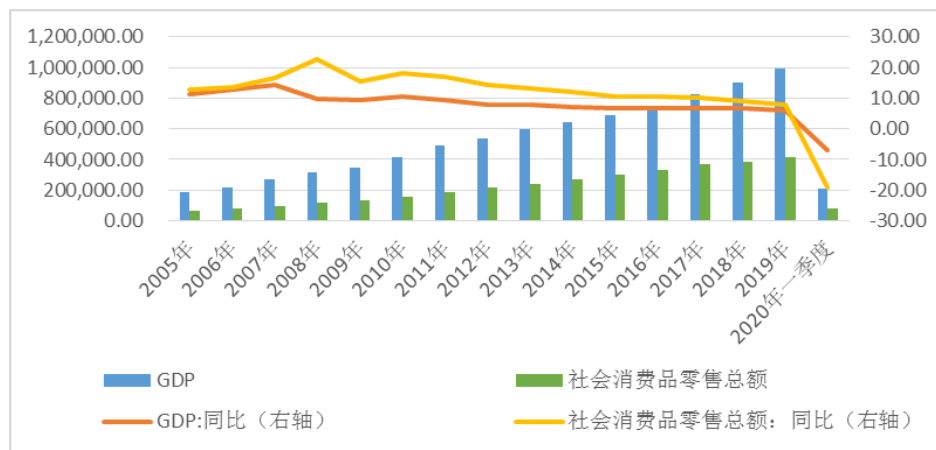
我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。近年



来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速连续多年出现下滑，但总体仍维持在较好水平。经初步核算，2019年国内完成生产总值（GDP）99.09万亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，增速比上年减少0.5个百分点。同期，我国社会消费品零售总额41.16万亿元，同比增长8%，增速较上年下降约1个百分点。当年增速放缓主要因素包括，受优惠政策到期等影响，汽车销售同比大幅放缓，扣除汽车以外的消费品零售额为37.23万亿元，同比增长9%。此外，汽车销售量下滑及成品油价回落等因素导致石油类商品零售额增速比上年大幅回落12.1个百分点；以及受房地产市场总体放缓影响，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额增速分别回落3.3、5.0和5.3个百分点。据测算，石油类和居住类商品共拉低社会消费品零售总额增速约0.8个百分点。2019年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为57.8%；最终消费拉动GDP增长3.5%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

2020年以来，新冠肺炎疫情爆发及在全国范围内蔓延，1月下旬起国内各地通过实施临时交通管制、鼓励居民减少外出、居家隔离、延长春节假期、延迟复工等措施，以避免疫情更广范围的传播扩散。此次疫情爆发正逢春节假期，属于传统的假日消费旺季，受疫情防控影响，大量零售门店暂停营业，居民外出减少以及享乐型消费意愿降低，对零售市场的短期冲击较大。受疫情影响，2020年一季度，国内经济出现负增长，当期社会消费品零售总额为7.86万亿元，同比名义下降19.0%。短期来看，居民消费需求受疫情影响暂时被抑制，但我国消费市场规模大、潜力足、韧性强的基本特点没有改变，国内居民消费意愿和能力并未消失。随着国内疫情防控成效的不断显现，复工复产进程的加快，以及正常生产生活秩序的不断恢复，消费能力在逐步恢复中。其中3月份社会消费品零售总额降幅较1-2月收窄4.7个百分点，出现恢复态势。后期待疫情因素消除，受抑制的消费预期可实现较快速恢复，我国消费市场预计仍能保持平稳增长。

**图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）**

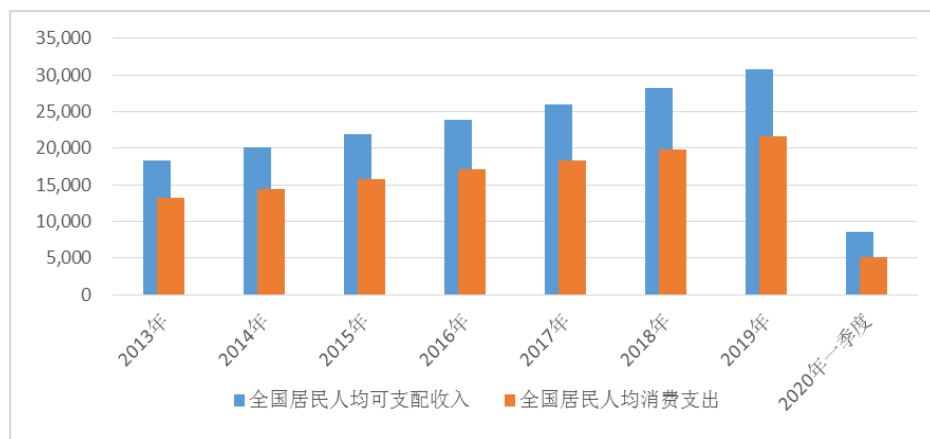


资料来源：Wind、国家统计局

需求方面，我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的平稳发展提供了基本支撑。2019 年末全国大陆总人口为 140,005 万人，比上年末净增加 467 万人，其中城镇常住人口 84,843 万人，常住人口城镇化率为 60.60%，比上年末提高 1.02 个百分点。同时，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高。2019 年，全国居民人均可支配收入 30,733 元，扣除价格因素影响，比上年实际增长 5.8%。加之政府“减税降费”政策实施，个人所得税的减少，直接增加了居民收入，有助于进一步提升居民消费力。且自 2001 年国内人均 GDP 首次超过 1,000 美元之后，我国开始步入消费升级阶段，即由生存型消费向发展型和享受型消费过渡；2015 年国内人均 GDP 超过 8,000 美元，我国消费结构开始步入快速升级阶段。国内居民收入水平的提高，购买力的提升，以及消费水平的升级，推动了消费支出的持续增长。2019 年全国居民人均消费支出 21,559 元，扣除价格因素，比上年实际增长 5.5%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位，其中 2019 年全国居民人均食品烟酒消费支出占消费支出的比重继续降低，为 28.2%，比上年下降 0.14 个百分点，恩格尔系数进一步降低，消费结构不断升级。此外，随着“80、90 后”成为国内消费的主力人群，消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为零售市场发展提供了助力，信贷消费意愿的提升也进一步助推消费的增长。

2020 年一季度，疫情影响下，国内经济活跃度降低，居民名义收入增加，实际收入减少，当期全国居民人均可支配收入 8,561 元，比上年同期名义增长 0.8%，扣除价格因素，实际下降 3.9%。同时，当期全国居民人均消费支出 5,082 元，比上年同期名义下降 8.2%，扣除价格因素，实际下降 12.5%，消费支出受疫情抑制。

图表 3. 全国居民人均收支情况（单位：元）



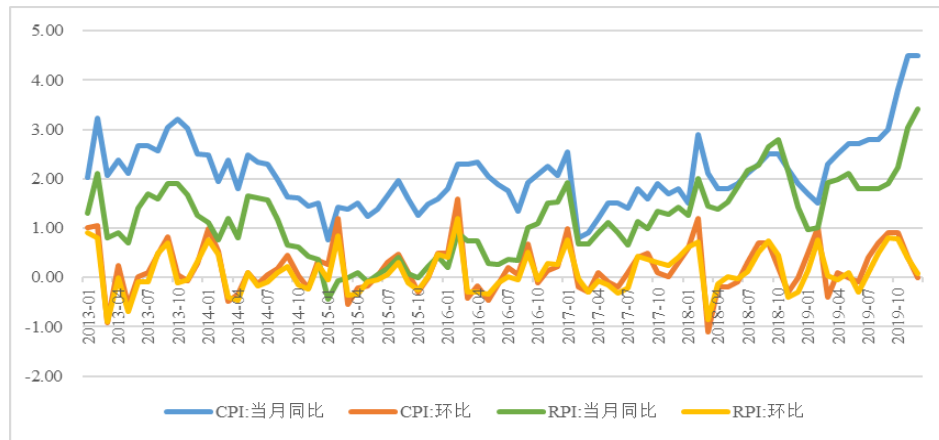
数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2019 年全国居民消费价格（CPI）上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，仍控制在温和上涨水平。其中猪肉、鲜果等价格上涨推高了食品价格，当年食品价格上涨 9.2%，涨幅比上年扩大 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，一季度全国居民消费价格比去年同期上



涨 4.9%，涨幅扩大。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

**图表 4. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）**



资料来源：Wind、国家统计局

## B. 政策环境

零售行业开放程度高。且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。2016 年国家发布“十三五”规划纲要，提出要实施创新驱动发展战略，其中重点之一是通过促进消费升级，拓展发展动力新空间。根据《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出我国在“十三五”期间要从流通大国走向流通强国，要通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速 10% 左右的目标。2018 年以来，政府进一步出台一系列完善促进消费体制机制、减税降费等政策，有助于激发居民消费潜力，为零售行业发展带来利好。2019 年 8 月，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出了促进流通新业态新模式发展、推动传统流通企业创新转型升级等 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。

具体到零售细分行业，多年来在电商领域，国家相继出台了《关于促进电子商务应用的实施意见》（2013 年）、《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（2015 年）、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》（2015 年）等多项政策，并明确从准入门槛、税负、金融服务支持等方面支持电商/跨境电商发展。在支持电商发展的同时，政府也在对其逐步进行规范，并促进电商及实体零售之间的公平有序竞争，2019 年 1 月 1 日《中华人民共和国电子商务法》正式实施。实体零售方面，为促进实体零售创新转型，2016 年国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发〔2016〕78 号），提出了要推动商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持等意见，以加快对实体零售转型的推动。同时，在推动线上线下融合发展方面，国务院办公厅也于 2015 年出台了《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》。

总体来看，政府持续鼓励促进消费，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，对零售行业发展而言存在长期政策利好。此外，2020年以来，在新冠肺炎疫情期间，国家出台专项政策在金融领域对企业给予扶持，同时针对商贸领域印发了《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》、《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》等政策，多地政府通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，政府支持力度有所加大。零售行业在疫情期间承担着一定的居民生活物资供应保障职能，同时消费作为疫情后经济增长的重要引擎，零售行业有望在政策中持续获益。

**图表 5. 近年来零售行业相关政策颁布情况**

政府部门	政策名称	发布时间
国务院	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	2015年5月
国务院办公厅	《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	2015年6月
国务院办公厅	《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》	2015年9月
国务院办公厅	《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》	2016年4月
国务院办公厅	《关于推动实体零售创新转型的意见》	2016年11月
中共中央、国务院	《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	2018年9月
国务院办公厅	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》	2018年9月
全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	发布日期2018年08月31日；实施日期2019年1月1日
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	2019年1月
国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	2019年8月
商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	2020年2月
国家发展改革委等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020年2月

注：新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

从市场竞争格局来看，零售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。根据国家统计局数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至2018年末，我国零售业经营单位共有2,080万个，同比增长7.8%，增速比上年加快0.9个百分点。其中，法人企业单位数量为397.3万个，同比增长23.7%。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重仅在20%左右。

多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方

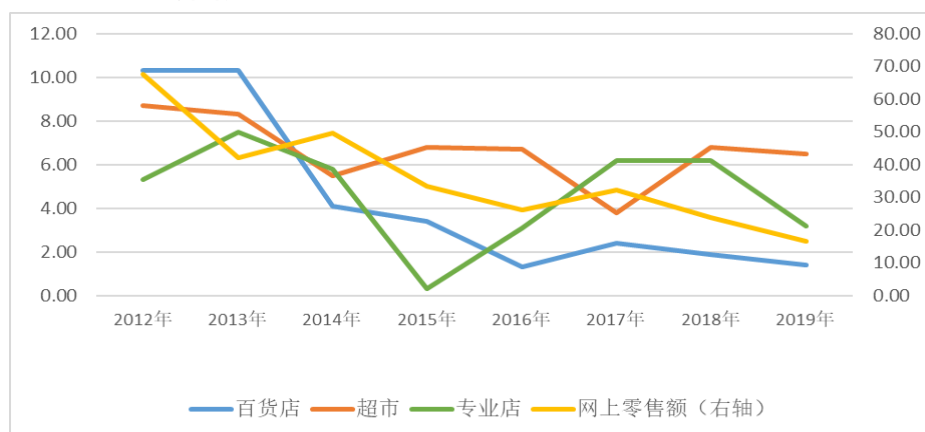
面，随着电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。近年来，随着“新零售”的发展，线上线下呈现一定融合态势。

实体零售方面，近年来受电商冲击及消费升级等影响，传统零售商销售增速出现放缓，部分零售商甚至出现负增长，经营业绩压力有所加大。为应对行业市场变化发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新，包括积极进行业态调整及创新，开发新业态模式；加强品类调整，提升自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式；开展线上业务，布局移动端，通过微信、手机 APP 等方式推进 O2O 模式，通过线上线下的融合及多渠道发展，以吸引客源，增强客户体验，增强竞争力等等。与此同时，随着电商人口红利的逐步减弱和获客成本的增加，以及考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁易购（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。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，如无人零售等新型业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

从零售行业各业态数据来看，近年来电商总体仍维持着较快的发展速度，但增速有所放缓，据国家统计局数据，2019 年全国网上零售额为 106,324 亿元，比上年增长 16.5%；其中实物商品网上零售额 85,239 亿元，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点。实体零售方面，随着企业的持续升级调整，近两年行业总体也有所回暖。2019 年限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2% 和 1.5%。

图表 6. 零售行业各业态<sup>1</sup>近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内对零售行业造成冲击，但针对零售各细分业态，此次疫情的影响会有所分化。其中经营以必需消费品为主的超市业态、相关线上零售所受影响相对较小；以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态所受短期冲击影响较大。在疫情期间，受疫情防控影响，居民主动减少外出频率，线下消费意愿，尤其是对可选消费及体验类消费意愿显著降低，对相关实体零售商会形成较大冲击。但同时，居民日常生活物资保障的刚性需求并未受影响，大量需求依旧存在，且对防护用品等产品需求激增。此时，具备线上线下及到家服务能力、供应链整合能力的龙头零售商的竞争优势凸显，可通过线上业务的开展，缓解对线下业务的冲击影响，同时通过自身供应链能力，广泛获取货源，保障日常必需物资及紧缺物资的供应，以获取更多消费者信赖，增加消费粘性。具备较强综合实力的零售龙头企业有望在此轮疫情过程中，进一步增强自身品牌影响力、巩固市场地位。此次疫情影响亦或进一步推动零售企业加强全渠道布局。

#### 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，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。此外，2020 年以来新冠肺炎疫情爆发，短期消费需求受到一定抑制，零售行业亦面临一定突发事件引发的外部风险。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，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

<sup>1</sup> 2012-2017 年为商务部重点监测零售企业数据；2018 年及 2019 年数据为限额以上零售业单位数据。

进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或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。2018年，公司通过收购原乐天在华东区域相关资产，业务运营规模及市场范围得到进一步扩大。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务，业务之间能形成良好协同。跟踪期内，公司稳步推进业务拓展，同时通过加强业务整合及调整，2019年收入及利润同比均实现增长。2020年以来，受新冠肺炎疫情及会计政策变更影响，公司一季度营业收入同比出现较明显下滑，且当期发生亏损，需关注疫情影响下公司后续盈利改善情况。此外，公司收购的利群时代门店（原乐天门店）仍处于培育期，跟踪期经营效益有所改善，但仍需关注后续培育情况。

该公司成立以来立足于零售主业发展，以“百货+超市+电器”全品类经营为主进行连锁发展，经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店等实体业态，以及利群网商、利群采购平台等线上业态。公司零售主业立足于山东青岛，以山东半岛为中心市场进行发展，区域内市场知名度较高。公司2017年完成IPO上市（股票代码：601366）；2018年通过收购乐天购物（香港）控股有限公司（简称“乐天”）相关资产<sup>2</sup>（后更名为利群时代），将业务范围进一步拓展至江苏、浙江、安徽及上海等华东市场，经营规模不断扩大。根据中国连锁经营协会2020年6月发布的《2019年中国连锁百强》排名，公司名列第23位。

此外，围绕零售主业，该公司还开展品牌代理和商业物流配送业务，主要为自身主业运营提供支撑，业务间协同性较好。

图表 7. 公司主业基本情况

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

资料来源：利群股份

<sup>2</sup> 包括受让乐天所持有的12家法人公司（含其直接或间接控制的其他企业）的100%股权，以及上述12家法人公司拥有的15处房产和72家门店的经营性商业资产。15处房产建筑面积合计30余万平方米。相关收购交割日为2018年7月31日，自8月1日起并表。此次转让总价款为18.68亿元，截至2020年3月末，公司已陆续支付转让款合计15.97亿元。



## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计		105.54	114.14	124.41	24.10	35.94
其中：主营业务收入	金额	99.88	106.94	115.29	22.25	33.48
	占比	94.64	93.70	92.66	92.32	93.13
其中：（1）百货	金额	45.64	47.38	46.10	3.11	14.58
	占比	45.70	44.30	39.99	13.97	43.55
（2）超市	金额	40.61	46.18	54.71	16.78	15.58
	占比	40.66	43.18	47.46	75.40	46.54
（3）电器	金额	13.62	13.39	14.48	2.36	3.32
	占比	13.64	12.52	12.56	10.63	9.91

资料来源：利群股份

2017-2019 年，该公司营业收入分别为 105.54 亿元、114.14 亿元、124.41 亿元，保持增长态势。公司主业从事零售连锁业务，主营业务收入主要由百货、超市及电器形成的销售收入构成。公司其他业务收入主要包括租赁收入、服务费和管理费收入、加盟收入等，亦与零售业务开展紧密相关，2017-2019 年公司其他业务收入分别为 5.66 亿元、7.20 亿元和 9.13 亿元，毛利率均在 98% 左右。从各业态来看，2019 年公司百货业态未有新增门店，同时因运营调整关闭门店 1 家，加之门店调改及经营模式调整（部分经营面积由联营改租赁模式等）的影响，当年收入同比小幅下滑 2.70%；超市业态主要得益于利群时代门店培育的推进及不断调整，当年收入同比增长 18.47%；电器业态同比增长 8.14%。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 24.10 亿元，同比下降 32.94%。一方面，公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，联营模式下的收入按照净额法进行核算，影响当期营业收入约 7.60 亿元。剔除此因素影响，公司营业收入实际下降 11.80%，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响。疫情期间，公司百货、家电业态因受暂停营业、营业时间缩短等影响，客流下滑较明显，加之百货业态因执行新收入准则受影响较大，一季度百货及家电业态收入同比出现不同程度下降。同时，公司疫情期间为与中小商户共渡难关，一季度主动减免租金等费用，影响约 0.62 亿元。超市业态方面，公司在疫情期间重点保障民生用品的供给，加大消毒用品采购和供给力度，超市业态运营相对稳定，收入同比继续保持增长。目前来看，随着国内疫情的逐步控制，公司经营不断恢复，门店中除影院及个别餐饮区域外，基本均已恢复正常营业，客流也在逐步回升，但业绩情况仍将取决于疫情后续防控以及消费复苏情况。

业务模式方面，该公司跟踪期内主要的经营模式仍以经销模式、联营模式为主，此外还包括租赁模式、加盟模式等。公司多年来致力于打造以自营为主的商业模式，目前收入中经销模式占比较大，2019 年在主营业务收入中的占

比为 64.64%。

**图表 9. 公司主要经营模式收入构成情况（单位：亿元）**

主要经营模式	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
主营业务收入	99.88	106.94	115.29	22.25
其中：经销	61.72	65.59	74.52	21.25
联营	38.15	41.35	40.77	1.00
其他业务收入	5.66	7.20	9.13	1.85
其中：租金收入	1.96	3.10	4.10	0.68

资料来源：利群股份

经销模式下，该公司需先采购商品，取得商品的所有权后再行销售，利润主要来源于商品的进销差价。该模式下公司需承担相应的存货风险，对商品判断及采购能力提出了更高的要求。公司采用经销模式的主要为电器、超市类商品，以及百货类的家居及部分服饰、鞋帽、化妆品、首饰等商品。其中电器、超市类商品中通过经销方式的比重近年来在 90% 以上；家居服饰、鞋帽、珠宝首饰、化妆品等品类商品的经销比率达到 40% 以上。该模式下，公司主要通过下属批发类子公司进行采购，并销售给旗下门店。且除了为自身零售业务提供采购服务外，公司批发类子公司亦对外开展业务，客户主要为区域内的零售、批发类企业。

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

经销及联营模式以外，该公司还通过租赁及加盟模式开展业务，相关收入计入其他业务收入。其中租赁模式主要是将部分门店场地提供给租户自主经营，公司依据合同约定，根据承租方的销售金额收取一定比例或固定金额的租赁费用，利润主要来源于租金收入。公司租赁模式主要涉及部分小商品零售柜台租赁，以及品牌餐饮、儿童娱乐、美容健身、电影院等体验及配套业态商户。此外，公司开展以社区便利店为主的加盟连锁业务，利润主要来自加盟费收入。公司截至 2020 年 3 月末共有 65 家便利店。

招商采购方面，该公司设立采购中心，统一制定采购计划，负责商品采购和零售门店的整体招商工作。在超市百货类商品、电器、家居服饰、鞋帽、珠宝首饰、化妆品等品类上，公司主要通过下属批发类子公司统一进行采购并销售给公司旗下门店。随着在山东地区多年的运营积累，公司已取得众多知名品牌的区域代理权，主要代理品牌包括花王、蓝月亮、雅培、郎酒、茅台酱香酒、喜旺、佰草集、谢瑞麟、李宁、海尔、海信、华为等。2019 年以来公司新增代理品牌数量 121 个，公司目前通过旗下 24 家批发类子公司代理销售国内外百货、超市和家电知名品牌超过 600 个，渠道合作品牌近 3,000 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，直采占比约 85%。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。

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，2019 年前五大供应商占年度采购总额的比重为 9.88%。

物流配送方面，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。截至 2020 年 3 月末，公司已在青岛、胶州、淮安、南通等地拥有 6 个物流中心，其中 3 个位于山东区域。公司期末物流中心仓储面积合计约 34 万平方米，其中常温仓储面积合计约 28 万平方米，冷链仓储面积约 6 万多平方米。同时公司拥有配送车辆 300 余辆，配送区域辐射山东、江苏、上海、安徽等地区。公司物流中心采用现代化智能管理，使用立体式高位仓储货架和全自动分拣系统存储商品，对库存商品实行电子化标签管理。公司运营商品品类众多，物流中心能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。同时，物流中心下设生鲜加工配送中心，能够对采购的蔬果、畜牧水产、烘焙面食等短保质期商品进行一定深加工。除为自身业务提供物流服务外，公司还可为区域内的其他商业企业提供商品供应和中转配送等第三方物流服务，客户涵盖多家知名零售连锁企业。此外，公司还是政府应急物资储备、农产品定点储备指定单位，2018 年上合峰会期间，福兴祥物流承担了独家总仓配送服务。

业态及品牌方面，该公司经营业态较为多元，并不断根据市场发展需求，尝试新业态。目前公司经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店、品类集合店、利群网商、利群采购平台等。公司根据业态及业务定位，实体业态采用的品牌包括“利群”、“利群便利”、“福记农场”、“利群时代”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，同时公司也在通过“利群网商”和“利群采购平台”开展 O2O 及 B2B 业务。

**图表 10. 公司实体零售业态概况**

业态	使用的品牌	门店规模
综合商场	利群	平均 3-4 万平
购物中心	利群	平均 5 万平
综合超市	利群、利群时代	平均 1.8 万平
家电商场	利群	8000 平左右
生鲜社区店	利群 福记农场	300-500 平
便利店	利群便利	100 平左右

资料来源：利群股份

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，近年来总体发展较为平稳。而随着 IPO 上市的完成，公司发展步伐有所加快，2018 年 8 月公司收购乐天华东区相关资产，并以此为契机设立华东区域总部，正式布局华东区域。公司收购原乐天 72 家门店时门店已全部停业，公司通过对门店地理位置、商圈情况、物业条件等综合评估，选择重新开业 44 家门店<sup>3</sup>，截至 2018 年末已陆续全部开业，并更名为“利群时代”，经营业态为综合超市。2018-2019 年和 2020 年第一季度利群时代门店分别实现收入 6.07 亿元、14.53 亿元和 3.82 亿元，净利润分别为-2.33 亿元、-3.64 亿元和-0.73 亿元。其中 2019 年以来，公司根据地域特点及门店现状，不断调整商品结构，优化库存结构，受培育期影响，利群时代门店年内仍处于亏损状态；但同时，随着市场培育的不断推进，利群时代门店经营效益已逐步有所改善，2020 年第一季度亏损同比收窄 0.30 亿元。总体来看，利群时代门店目前仍处于培育阶段，仍需关注后续经营业绩改善情况。2019 年及 2020 年第一季度，公司根据经营发展需要，新开超市 3 家，关闭 1 家；关闭商场 1 家，跟踪期内以加强业务整合调整为主。

**图表 11. 公司主要开店及关店情况（单位：家）**

门店 (按单一物理体计算)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
开店数	2	46	3	0
关店数	4	0	2	0

资料来源：利群股份

截至 2020 年 3 月末，按业态来看，该公司共拥有综合商场 25 家、购物中心 6 家、综合超市 56 家、家电商场 1 家；期末门店主要分布在山东（包括青岛、烟台、威海、日照、东营、淄博、潍坊、枣庄等城市），以及江苏（包括连云港、扬州、南通、江阴、淮安、无锡、泰州、盐城、宿迁、海门等城市）、安徽（包括芜湖、宿州等城市）、上海等华东区域省市，期末分别为 46 家、38 家、3 家和 1 家。从门店物业性质来看，公司拥有一定量的自有物业门店，2020 年 3 月末建筑面积合计 79.74 万平方米；租赁物业门店建筑面积合计 139.26 万平方米。公司租赁物业门店的租赁期限不等，包括 5 年、10 年、15 年、20 年

<sup>3</sup> 其余门店，根据公司与乐天的协议约定，由乐天方面协助公司完成门店的闭店及注销程序并承担相关费用。

等，公司会在合同中约定同等条件下的优先续租权，2017-2019 年和 2020 年一季度，公司门店物业租赁相关支出（含税）分别为 2.06 亿元、2.99 亿元、4.78 亿元和 1.14 亿元。相对而言，租赁模式前期投入量少，有助于加快开店速度，但面临着租期内租金支出不断上涨、租期到期后无法续租、物业租赁纠纷等风险。而自有物业门店前期投入量大，但不受租期及租金上涨等的影响，能够保证门店的持续稳定经营。

**图表 12. 截至 2020 年 3 月末公司已开业门店分布情况（单位：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	17	54.94
	购物中心	4	15.92	1	9.05
	综合超市	2	4.25	16	18.20
	家电商场	1	0.87	-	-
江苏	综合超市	10	22.03	28	50.10
	购物中心	1	5.32	-	-
安徽	综合超市	1	2.64	2	4.40
上海	综合超市	-	-	1	2.57
合计	-	29	79.74	65	139.26

注：1、综合商场、购物中心中细分业态包含公司自营超市、自营家电卖场、百货业态以及餐饮娱乐业态。2、有 6 家门店既有自有物业，又有租赁物业。

资料来源：利群股份

从门店收入贡献来看，2019 年该公司前十门店收入合计占营业收入的比重为 43.82%，单一门店占收入比重不高。公司核心门店主要位于青岛市，开业时间普遍较长，运营态势总体尚平稳。分区域来看，2019 年公司山东区域实现主营业务收入 103.43 亿元，同比增长 1.95%；同时，随着 2018 年下半年利群时代门店的陆续开业，2019 年华东区域收入同比增长 115.01%。2020 年第一季度，公司收入因疫情和新收入准则实行的影响下降较为明显，剔除新收入准则影响，公司山东和华东区域主营业务收入同比分别下降 10.19% 和 15.35%。

**图表 13. 公司收入前十门店基本情况（单位：万平方米、亿元）**

门店名称	区域位置	成立时间	建筑面积	物业情况	收入	
					2018 年	2019 年
利群商厦	青岛市	2004	2.69	租赁	12.69	11.56
即墨商厦	青岛市	1999	3.72	租赁	6.17	6.23
城阳购物广场	青岛市	2008	4.58	租赁	5.62	6.13
长江购物广场	青岛市	2006	3.41	租赁	5.71	5.36
金鼎广场	青岛市	2016	9.05	租赁	4.93	5.32
四方购物广场	青岛市	2000	2.72	自有、租赁	4.55	4.33
胶南购物中心	青岛市	2008	3.16	租赁	4.04	4.05
莱州购物广场	烟台市	2001	4.77	自有、租赁	3.82	3.96
胶州购物广场	青岛市	2009	6.93	租赁	3.78	3.88
蓬莱购物广场	烟台市	2003	4.21	自有	3.59	3.71
合计	-	-	45.24	-	54.90	54.53

资料来源：利群股份

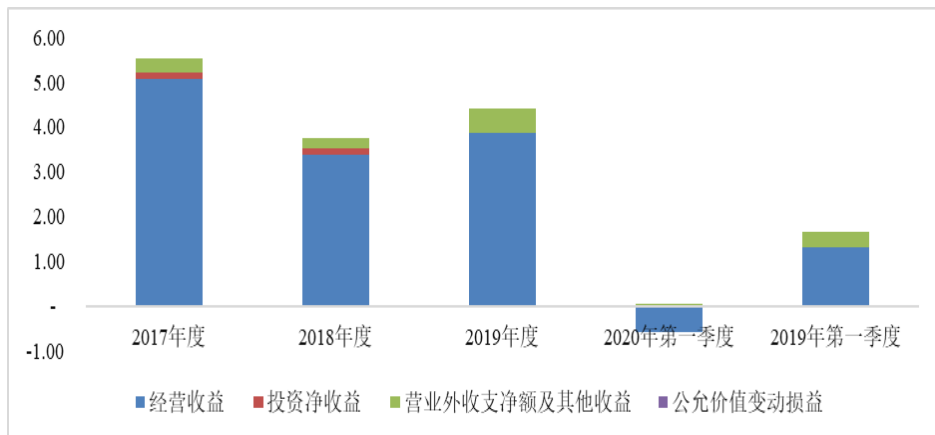


该公司线上业务主要分为 O2O 和 B2B 两个部分。其中 O2O 主要通过利群网商开展，依托线下门店资源，顾客可通过 APP、微信公众号、PC 端实现网上下单、配送等服务。B2B 方面，公司通过利群采购平台，为便利店、专卖店、企事业单位等 B 端客户提供一站式采购服务。2019 年公司线上业务（利群网商和利群采购平台）共计实现销售收入 8.83 亿元，同比增长 23.32%，其中利群网商实现销售收入 6.17 亿元，同比增长 23.15%。整体来看，公司线上业务主要以与线下业务形成协同，加强客户服务能力为目标。2020 年疫情期间，公司加大了线上业务拓展及推广力度，利用线上平台，结合社交软件群组及直播功能发展线上下单、送货上门服务模式，为疫情期间稳定经营提供保障。

运营管理方面，该公司不断加强门店的精细化管理，通过多元化营销，提升已有门店硬件设施，改善购物环境等方式提升服务能力。同时公司不断加强零售业态多元化探索，其中依靠已有的自营供应链优势，结合市场需求，公司推出了休闲零食类、美妆化妆类、家电潮品类、玩具类、家居用品类、文体用品类、黄金珠宝类、内衣袜品类等细分品类集合店，丰富了门店自营品类结构。此外，面对零售行业数字化转型趋势，公司近年来与知名科技企业合作，全面部署数字化转型，旨在通过信息化系统的重构，建立以数字化平台为基础的新型 IT 架构，实现业务管理流程重构，进一步提升公司精细化管理水平与精准决策能力。

## (2) 盈利性

图表 14. 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

该公司利润主要来自主业运营形成的经营收益，非经常性损益对利润的影响相对较小。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	105.54	114.14	124.41	24.10	35.94
毛利（亿元）	21.06	25.62	29.21	5.74	8.41

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
其中：百货	7.76	8.37	8.12	1.04	2.60
超市	6.26	8.39	10.25	2.79	2.94
电器	1.48	1.81	1.85	0.09	0.43
期间费用率（%）	14.02	18.21	19.38	24.84	18.46
其中：财务费用率（%）	0.69	0.64	1.07	1.55	0.80
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	0.56	0.62	1.19	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2017-2019 年和 2020 年一季度，该公司营业毛利分别为 21.06 亿元、25.62 亿元、29.21 亿元和 5.74 亿元。其中 2019 年，公司百货业态受门店调改等因素影响，毛利同比有所下滑；超市及电器业态毛利同比实现增长，其中超市业态受利群时代门店并表影响，同比增长较多。2020 年第一季度，受疫情影响，公司百货及家电业态受短期冲击影响较大，客流下滑，收入及毛利同比均出现下降；超市业态，受疫情影响，商品进价有所上升，为保供应、稳物价，公司采取限价、低价销售政策，毛利率降低，当期超市业态在收入增长的同时，毛利反而有所下降；加之公司主动对中小商户进行租金减免等影响，公司第一季度毛利同比减少 31.78%。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司期间费用分别为 14.80 亿元、20.79 亿元、24.11 亿元和 5.99 亿元；同期期间费用率分别为 14.02%、18.21%、19.38% 和 24.84%。从期间费用构成来看，销售费用及管理费用所占比重较高，2019 年分别为 62.07% 和 32.39%，主要为职工薪酬、租赁费、水电费、折旧摊销等。随着利群时代门店的重开，公司租赁费用支出增加较快，加之门店目前仍处于培育期，对主业经营收益形成一定影响。此外，随着公司有息债务规模的增长，跟踪期内公司财务费用支出同比也出现增加。

**图表 16. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.14	0.14	0.004	0.01	-
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.32	0.24	0.53	0.04	0.36
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司近年来投资收益主要来自于理财投资及权益法核算的长期股权投资收益等；营业外净收支及其他收益主要受政府补助、盘盈\亏、资产处置\报废等因素影响。总体来看，跟踪期内非经常性损益对公司盈利的影响不大。

2017-2019 年，该公司净利润分别为 3.94 亿元、2.02 亿元和 2.67 亿元，受利群时代门店培育影响，公司净利润有所波动。2020 年第一季度，公司净利润为-0.68 亿元，受疫情影响，公司出现阶段性亏损。需关注利群时代门店培育、疫情等对公司后续利润表现的影响。

### (3) 运营规划/经营战略

战略方面，该公司将通过征地自建商业综合体，租赁第三方物业或与第三方合作开发开设类购物中心、综合超市等方式，在不断巩固优势区域市场占有率的同时，门店逐步向空白区域市场辐射。同时在全国范围内寻求符合公司发展战略的并购标的，通过全资收购、控股收购、参股经营等方式实现在全国的合理化扩张，逐步实现跨多省区布局。同时，公司将继续巩固供应链资源优势，强化供应链深度和广度，实现供应链立体化布局；全面实施智慧供应链升级、改造建设，提升数字化综合管理能力。

从投融资规划来看，该公司跟踪期内继续在商业零售项目、物流项目方面存在投资需求。其中物流方面，随着公司业务进一步拓展至华东地区，以及为进一步提升生鲜产品运营能力，公司规划分别在青岛胶州和江苏淮安投资物流基地，规划建设两处大型现代化物流中心，打造集供应链交易、常温仓储、冷链加工、中央厨房、豆制品生产、成品粮库、智能化立体存储及分拣、全品类商业物流配送及电子商务等功能于一体的综合性物流基地。零售项目方面，公司存在持续开店需求，除了在青岛西海岸新区、烟台莱州市和烟台蓬莱市投资建设三座商业综合体外，还将继续通过租赁等方式增加门店布局。总体来看，公司后续仍面临着较大的投资需求。资金方面，公司计划通过自有资金、2017年IPO募集资金<sup>4</sup>、本此可转债募集资金等满足项目资金需求。关注后续项目推进情况及投融资压力变化。

**图表 17. 截至 2020 年 3 月末，公司主要重大在\拟建项目投资规划（单位：亿元）**

项目名称	规划投资总额	截至 2020 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	1.40	自有资金、可转债募集资金
荣成新广场工程	2.75	1.28	自有资金、IPO 募集资金
莱州新广场项目（利群广场项目）	7.08	0.75	自有资金、可转债募集资金
淮安物流项目	2.00	1.81	自有资金、IPO 募集资金
淮安物流二期项目	4.00	1.51	自有资金、IPO 募集资金
胶州地区物流项目	10.83	1.79	自有资金、IPO 募集资金、可转债募集资金
蓬莱鼎峰综合体工程（蓬莱利群商业综合体项目）	3.87	0.31	自有资金、可转债募集资金
合计	46.75	10.41	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，该公司股权关系保持稳定。截至 2020 年 3 月末，公司第一大股东仍为利群集团股份有限公司（简称“利群集团”），持有公司 17.95% 的股

<sup>4</sup> 扣除发行费用后，募集资金净额为 14.97 亿元。

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 14.20% 的股份；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 4.88% 的股份。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。

该公司实际控制人仍为自然人徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽<sup>5</sup>，其中三人分别直接持有公司 2.46%、0.70% 和 0.49% 股份。同时徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽分别直接持有钧泰基金 18.25%、8.38% 和 14.07% 股权，为其前三大股东<sup>6</sup>；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。

截至 2020 年 4 月末，该公司实际控制人及其一致行动人（利群集团、钧泰基金及利群投资）合计持有公司股份 349,980,797 股，占公司总股本的 40.67%，期末实际控制人及其一致行动人累计质押股份数量为 60,000,000 股，占其持股数量的 17.14%，质押融资资金主要用于认购此次可转债<sup>7</sup>。

该公司第一大股东利群集团为投资控股型企业，对外投资较为广泛，除公司外，还投资酒店、医药批发零售、汽车出租、典当、影院、房地产等多个领域企业。截至 2019 年末，利群集团合并口径资产总额为 77.38 亿元，其中长期股权投资为 10.65 亿元（为对公司的投资）；其年末净资产为 20.74 亿元。2019 年利群集团合并口径实现营业收入 25.28 亿元、净利润 1.92 亿元。

该公司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。2019 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 5.18 亿元；向关联方销售商品或提供劳务，合计金额为 1.73 亿元；确认关联方租赁收入合计 0.15 亿元、承租关联方资产确认的租赁费合计为 1.77 亿元。总体来看关联交易比重不大。

根据公开信息查询及该公司提供的资料，公司跟踪期内无实质不良行为。

**图表 18. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）**

信息类别	信息来源	查询日期	大股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2020-05-19、 2020-05-18、 2020-03-26	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息	2020-5-25	不涉及	正常	不涉及
重大诉讼	公开信息、审计报告	2020-5-25	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2020-5-25	正常	正常	正常
质量	公司说明	2020-5-25	无	无	无

<sup>5</sup> 徐恭藻、赵钦霞为配偶关系，徐瑞泽为徐恭藻和赵钦霞之女。

<sup>6</sup> 另有 20 名自然人股东持有剩余 59.30%。

<sup>7</sup> 公司实际控制人及其一致行动人共计配售利群转债 4,016,130 张，占发行总量的 22.31%，经减持后，截至 2020 年 4 月末，还持有 416,130 张，占发行总量的 2.31%。

信息类别	信息来源	查询日期	大股东	母公司	核心子公司
安全	公司说明	2020-5-25	无	无	无

资料来源：根据利群股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

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

## 财务

跟踪期内，受支付乐天资产并购价款等影响，该公司资产及负债规模均有所减少，公司负债经营程度整体下降，目前处在可控水平。公司零售主业现金回笼能力较强，且公司拥有一批自有商业物业资产，可为债务的偿付提供基本保障。后续来看，公司规划项目投资规模较大，面临一定投融资压力，需关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

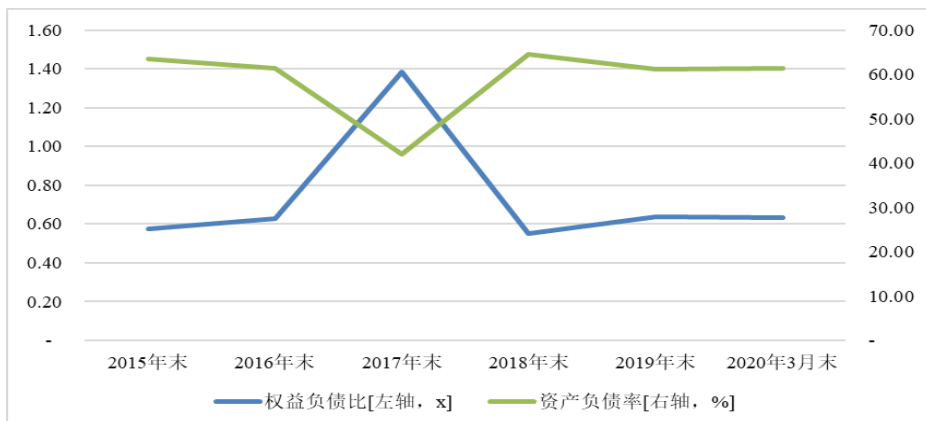
### 1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 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。2019 年，根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）、《财政部关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号）和企业会计准则的要求，公司对财务报表格式进行了相应调整。同时公司自 2019 年起执行新金融工具准则。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。公司自 2020 年起执行新收入准则。

### 2. 资本结构

#### （1）财务杠杆

图表 19. 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。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司负债总额分别为 32.83 亿元、

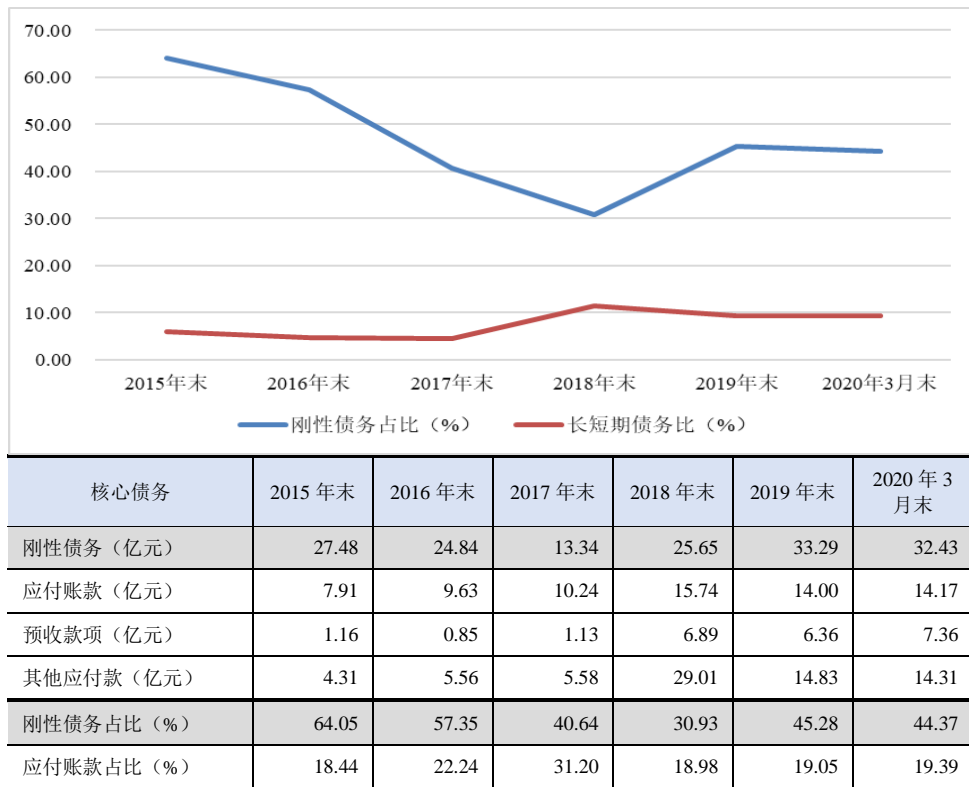


82.92 亿元、73.52 亿元和 73.09 亿元，资产负债率分别为 41.98%、64.47%、61.09%和 61.31%，波动较大。其中 2018 年，公司为收购乐天相关资产增加并购贷款，加之新开门店流动资金需求增加，导致借款规模增长较快；此外，至年末，由于乐天股权款尚未支付，使得其他应付款也大幅增加，上述因素综合导致年末负债增长较快，资产负债率上升。2019 年以来，随着股权转让款的陆续支付，公司负债规模相应减少，加之经营积累使得权益资本增强，公司资产负债率又有所下降。后续来看，公司规划项目投资规模较大，需关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

资本方面，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 45.37 亿元、45.70 亿元、46.83 亿元和 46.13 亿元。跟踪期内，受经营业绩变化影响，公司权益规模有所波动，但总体较 2018 年末仍有所增强。公司 2017-2019 年度均实施了现金分红，金额（含税）分别为 1.72 亿元、1.72 亿元和 1.29 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司未分配利润为 15.91 亿元，占归属于母公司所有者权益的比重为 34.54%。公司制定了三年股东回报规划（2019 年-2021 年），在公司实现盈利、不存在未弥补亏损、有足够现金实施现金分红且不影响公司正常经营的情况下，公司将实施现金股利分配方式。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 10%。关注未来股利分配安排对权益规模的影响。

## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务<sup>8</sup>



<sup>8</sup> 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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
预收款项占比 (%)	2.71	1.97	3.46	8.31	8.65	10.07
其他应付款占比 (%)	10.04	12.85	16.99	34.99	20.17	19.59

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，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 4.54%、11.40%、9.36% 和 9.44%。跟踪期内，公司长短期债务比有所下降，债务仍主要集中在流动负债。

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、预收款项等经营性负债，以及其他应付款和刚性债务。其中受运营资金需求增加影响，公司 2019 年以来刚性债务规模继续有所增长，当年末和 2020 年 3 月末分别为 33.29 亿元和 32.43 亿元。公司应付账款主要是应付供应商货款；预收款项主要为预付卡预收款、预收货款及租金，跟踪期内总体变化不大。同时，随着公司支付乐天股权转让款，2019 年末其他应付款降至 14.83 亿元，其中年末余额中剩余应付乐天相关资产的股权转让款等款项 1.54 亿元<sup>9</sup>、应付工程款或设备款 3.89 亿元、应付关联方款项 5.09 亿元、应付押金及保证金 1.92 亿元等。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	25.27	23.02	12.04	19.58	29.44	28.59
其中：短期借款	20.38	17.42	6.80	11.60	22.63	23.19
一年内到期长期借款	0.39	0.39	0.35	1.63	1.28	1.28
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	4.46	5.18	4.88	6.32	5.53	4.11
其他短期刚性债务	0.04	0.03	0.01	0.03	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	2.21	1.82	1.30	6.07	3.85	3.84
其中：长期借款	2.21	1.82	1.30	6.07	3.85	3.84
应付债券	-	-	-	-	-	-
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司跟踪期内刚性债务仍主要为银行借款及应付票据。2019 年末，公司短期刚性债务增至 29.44 亿元，主要是随着运营资金需求增加，短期借款融资增至 22.63 亿元，其中年末抵押借款、保证借款和信用借款分别为 6.01 亿元、6.91 亿元和 9.47 亿元。公司中长期刚性债务全部为长期借款，其中 2018 年公司收购乐天相关资产增加了 6.40 亿元并购贷款，期限为 5 年，同时根据合同约定，每半年还本 0.64 亿元。随着长期借款的陆续偿付或转入流动负

<sup>9</sup> 其中包括诉讼保证金 1.13 亿元，该保证金用于支付乐天相关资产收购前诉讼需支付赔偿款项。

债，2019 年末公司长期借款为 3.85 亿元。

2020 年 3 月末，该公司短期刚性债务及中长期刚性债务分别为 28.59 亿元和 3.84 亿元，较 2019 年末变化不大。公司期末借款合计 28.31 亿元，利率区间为 3.40%-5.23%。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	67.41	67.55	62.02	73.24	84.46	-
营业收入现金率（%）	114.96	112.65	113.07	111.84	107.61	112.16
业务现金收支净额（亿元）	10.91	12.12	12.24	6.03	2.50	3.23
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.51	-2.86	-2.86	-5.82	0.72	1.45
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	7.40	9.26	9.37	0.21	3.22	4.68
EBITDA（亿元）	8.14	8.05	8.23	7.47	9.64	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.31	0.43	0.38	0.33	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.85	8.02	14.81	12.05	8.11	-

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较强，2017-2019 年和 2020 年第一季度营业收入现金率分别为 113.07%、111.84%、107.61% 和 112.16%。2018 年，公司收购乐天相关资产后重装开业超市门店，集中开业导致门店备货增加，同时门店运营支付的租金、人工费成本增加，由于相关门店尚处于培育阶段，短期内对经营环节现金流造成影响，当年经营性现金净流入量大幅减少。跟踪期内，公司经营活动净现金流有所改善，主要受业务调改；收回预付卡保证金；预收款增加；往来款收支；备货节奏等因素综合影响，2019 年和 2020 年第一季度经营环节产生的现金流量净额分别为 3.22 亿元和 4.68 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，受盈利改善影响，2019 年 EBITDA 为 9.64 亿元，较上年增长 29.01%。但受刚性债务增长影响，当年对刚性债务及利息支出的保障程度总体仍有所下滑。

#### (2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.08	-	-5.46	5.10	-13.31	0.02

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
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	-1.72	-2.04	-7.59	-6.03	-7.78	-2.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-0.80	0.30	6.59	-4.01	-
投资环节产生的现金流量净额	-1.80	-2.84	-12.76	5.66	-25.09	-2.55

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2017-2019年和2020年第一季度，该公司投资活动现金净流量分别为-12.76亿元、5.66亿元、-25.09亿元和-2.55亿元。公司年度间存在一定量新开业门店，加之存量门店升级改造、物流中心建设等，公司存在持续的资本性支出需求。同时理财产品收支、股权并购等活动也会对投资环节现金流产生一定影响。2018年受收回前期理财产品，以及收购乐天相关资产支付现金扣除并购日现金及现金等价物差额增加6.59亿元，公司2018年投资活动现金流实现净流入。2019年以来，主要受支付收购乐天相关资产价款，推进物流及商业项目建设等影响，公司投资活动现金流均呈现净流出状态。公司规划项目投资规模较大，后续仍将面临一定资本性支持压力。

### (3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
权益类净融资额	-1.03	-1.03	14.23	-1.72	-1.80	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-3.31	-4.36	-11.85	10.26	7.28	0.25
其中：现金利息支出	1.42	1.00	0.57	0.60	0.90	0.31
筹资环节产生的现金流量净额	-4.34	-5.39	2.37	8.54	5.48	0.25

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2017-2019年和2020年第一季度，该公司筹资活动现金流净额分别为2.37亿元、8.54亿元、5.48亿元和0.25亿元。公司跟踪期内筹资环节现金流主要受现金分红、借款融入及偿还等因素影响。

## 4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	24.75	26.79	28.51	53.23	40.68	38.60
	36.62%	37.96%	36.46%	41.38%	33.80%	32.38%
其中：货币资金（亿元）	5.40	6.74	5.43	22.20	4.17	6.02
应收票据及应收账款（亿元）	1.12	1.38	1.39	1.53	1.67	1.46
预付款项（亿元）	2.80	2.73	2.00	3.98	6.59	5.69

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其他应收款 (亿元) <sup>10</sup>	0.44	1.36	0.64	1.09	1.16	1.39
存货 (亿元)	14.99	13.88	12.75	20.60	21.06	18.11
其他流动资产 (亿元)	-	0.71	6.31	3.83	6.02	5.93
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	42.83	43.79	49.69	75.40	79.67	80.61
	63.38%	62.04%	63.54%	58.62%	66.20%	67.62%
其中: 投资性房地产 (亿元)	0.95	3.82	3.68	3.55	3.43	3.40
固定资产 (亿元)	26.02	25.62	29.71	52.24	53.22	52.90
在建工程 (亿元)	8.29	6.95	8.13	2.56	5.54	7.07
无形资产 (亿元)	6.68	5.86	5.75	11.12	12.06	11.97
长期待摊费用 (亿元)	0.66	1.28	1.19	4.22	5.11	5.01

资料来源: 根据利群股份所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年 3 月末, 该公司资产总额分别为 78.21 亿元、128.63 亿元、120.35 亿元和 119.21 亿元。跟踪期内, 受支付收购乐天相关资产价款, 消耗货币资金等影响, 公司资产规模总体有所减少。

该公司 2019 年末非流动资产为 79.67 亿元, 仍主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用等构成。公司年末固定资产及投资性房地产 (成本模式计量) 合计为 56.65 亿元, 主要为房屋及建筑物, 合计为 49.04 亿元, 公司拥有一定规模商业物业用于主业经营; 年末合计 6.12 亿元资产的产权证书尚在办理中。公司在建工程主要为商业及物流项目, 随着项目的推进, 2019 年末在建工程增长 116.67% 至 5.54 亿元。公司无形资产主要为所拥有的土地使用权; 长期待摊费用主要为待摊的门店装修费用。跟踪期内, 非流动资产构成总体变化不大。

跟踪期内, 该公司流动资产仍主要由货币资金、预付款项、存货、其他流动资产等构成。其中 2019 年, 随着乐天股权转让款的支付、项目建设投入及备货, 年末货币资金降至 4.17 亿元 (其中受限 2.39 亿元, 为票据保证金等); 2020 年第一季度, 随着主业现金回笼, 3 月末货币资金增至 6.02 亿元。受利群时代门店集中开业, 且经营业态为综合超市影响, 公司日常备货需求相应增加, 加之受 2020 年春节在 1 月份, 公司于 2019 年底提前备货等影响, 2019 年末公司预付款项及存货分别增长 65.77% 和 2.26% 至 6.59 亿元和 21.06 亿元。针对部分热销的酒类、电器类商品, 公司需提前支付货款。2020 年第一季度, 随着销售的推进, 以及疫情影响下, 公司加强备货调控, 3 月末, 预付款项及存货均有所减少。2019 年末公司应收票据及应收账款、其他应收款分别为 1.67 亿元和 1.16 亿元, 主要为批发类业务外销应收款、应收银联等第三方收款、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。

截至 2019 年末, 该公司所有权或使用权受到限制的资产为 7.35 亿元, 占

<sup>10</sup> 其他应收款不包括应收利息、应收股利。



资产总额的比重为 6.11%；其中除受限货币资金外，主要为固定资产和无形资产，受限金额分别为 4.71 亿元和 0.18 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 26. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	61.11	64.82	90.79	71.52	60.51	57.80
速动比率 (%)	17.18	24.66	43.83	38.50	19.37	22.17
现金比率 (%)	13.42	16.49	17.59	29.86	6.27	9.09

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司经销业务模式占比较高，债务大量集中在流动负债，导致流动性整体不高。跟踪期内，随着债务的进一步短期化，流动性指标均有所下滑，2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 57.80%、22.17% 和 9.09%。

## 6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司无重大或有负债事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为上市公司，通过本部及下属企业从事主业运营。公司本部对下属企业管控及资源调度能力强。公司本部 2019 年营业收入为 7.36 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，2019 年形成投资收益 3.76 亿元，公司本部当年实现净利润 4.07 亿元。2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-2.84 亿元，主要受合并口径内企业间资金往来影响。

2019 年末该公司本部资产总额为 88.83 亿元，其中其他应收款 46.21 亿元（为与子公司的资金往来）、对子公司的长期股权投资 31.26 亿元。同期末，公司本部负债为 42.47 亿元，其中刚性债务为 22.15 亿元，年末资产负债率为 47.81%，债务负担相对适中。

## 外部支持因素

### 国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 55.72 亿元，其中已使用额度为 28.28 亿元；公司获得的工农中建交五大商业银行的授信占比较高，已使用额度中大型国有金融机构占比为 79.84%。

**图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	已使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	55.72	28.28	3.25%-5.23%	抵质押/保证/信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2.00	2.00	3.4%- 3.97%	抵押/保证
工农中建交五大商业银行（亿元）	29.62	20.58	3.25%-5.23%	抵押/保证/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.75	79.84	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

该公司发行的“利群转债”为可转换公司债券，期限为 6 年，转股期自 2020 年 10 月 8 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。跟踪期内“利群转债”尚未到转股期。

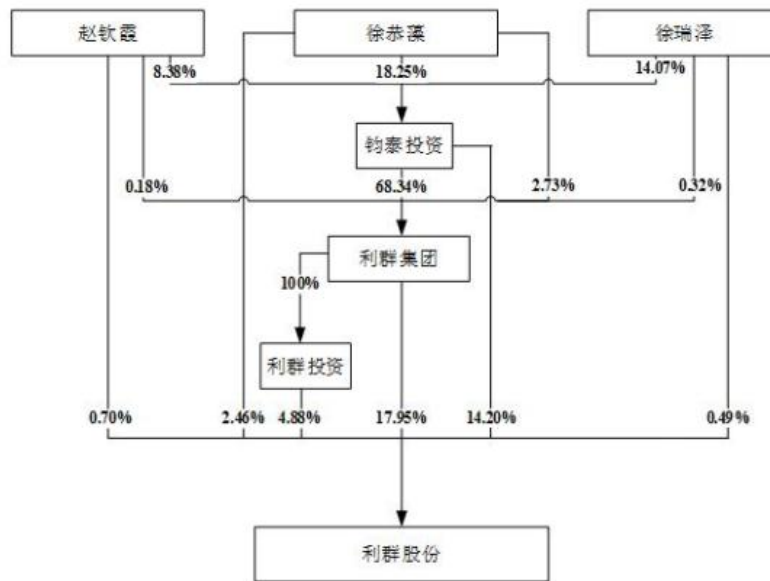
## 跟踪评级结论

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。2018 年，公司通过收购原乐天在华东区域相关资产，业务运营规模及市场范围得到进一步扩大。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务，业务之间能形成良好协同。跟踪期内，公司稳步推进业务拓展，同时通过加强业务整合及调整，2019 年收入及利润同比均实现增长。2020 年以来，受新冠肺炎疫情及会计政策变更影响，公司一季度营业收入同比出现较明显下滑，且当期发生亏损，需关注疫情影响下公司后续盈利改善情况。此外，公司收购的利群时代门店（原乐天门店）仍处于培育期，跟踪期经营效益有所改善，但仍需关注后续培育情况。

跟踪期内，受支付乐天资产并购价款等影响，该公司资产及负债规模均有所减少，公司负债经营程度整体下降，目前处在可控水平。公司零售主业现金回笼能力较强，且公司拥有一批自有商业物业资产，可为债务的偿付提供基本保障。后续来看，公司规划项目投资规模较大，面临一定投融资压力，需关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

附录一：

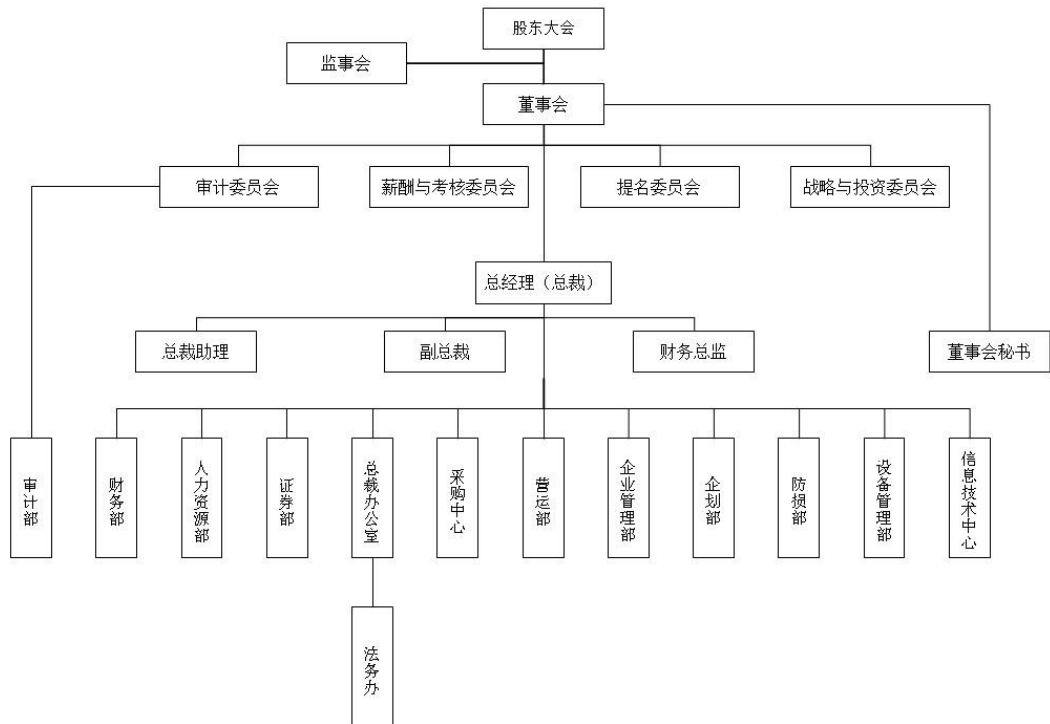
公司与实际控制人关系图



注：根据利群股份提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019 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	17.95	商业	11.14	20.74	25.28	1.92	5.30	4.46	
利群商业集团股份有限公司	利群股份	本部	-	零售	22.15	46.36	7.36	4.07	-2.84	5.26	
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	3.50	5.27	21.53	1.31	1.32	2.17	母公司口径
利群集团青岛利群商厦有限公司	青岛利群商厦	子公司	100.00	零售	1.50	4.18	14.50	0.32	1.64	1.07	母公司口径

注：根据利群股份 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

## 附录四：

### 主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	78.21	128.63	120.35	119.21
货币资金 [亿元]	5.43	22.20	4.17	6.02
刚性债务[亿元]	13.34	25.65	33.29	32.43
所有者权益 [亿元]	45.37	45.70	46.83	46.13
营业收入[亿元]	105.54	114.14	124.41	24.10
净利润 [亿元]	3.94	2.02	2.67	-0.68
EBITDA[亿元]	8.23	7.47	9.64	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.37	0.21	3.22	4.68
投资性现金净流入量[亿元]	-12.76	5.66	-25.09	-2.55
资产负债率[%]	41.98	64.47	61.09	61.31
权益资本与刚性债务比率[%]	340.08	178.21	140.70	142.23
流动比率[%]	90.79	71.52	60.51	57.80
现金比率[%]	17.59	29.86	6.27	9.09
利息保障倍数[倍]	10.95	7.03	4.71	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	62.02	73.24	84.46	—
毛利率[%]	19.96	22.45	23.48	23.80
营业利润率[%]	4.98	3.13	3.14	-2.23
总资产报酬率[%]	8.18	4.22	4.49	—
净资产收益率[%]	10.86	4.44	5.78	—
净资产收益率*[%]	10.87	4.44	5.78	—
营业收入现金率[%]	113.07	111.84	107.61	112.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	25.77	0.40	4.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.88	10.15	-27.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.81	12.05	8.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.38	0.33	—

注：根据利群股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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



## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

## 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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《零售行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。