

2022 年广州市嘉诚国际物流股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【64】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年广州市嘉诚国际物流股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
嘉诚转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：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）的主要客户资质良好，新增物流中心的陆续投产有助于公司发展。同时，中证鹏元也关注到本期债券变更了募集资金投资项目，受制于跨境电商市场增速的减缓以及关税冲击，相应物流需求或受影响等因素。此外，公司回款弱化，公司客户及应收账款集中度仍较高，项目建设资金需求较大，未来仍需持续关注上述因素。

评级日期

2025 年 5 月 14 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024	2023	2022
总资产	47.37	43.73	38.18
归母所有者权益	26.28	24.46	23.01
总债务	17.21	14.55	11.11
营业收入	13.46	12.25	12.78
净利润	2.05	1.64	1.71
经营活动现金流净额	1.48	1.65	1.72
净债务/EBITDA	3.24	3.80	-0.26
EBITDA 利息保障倍数	6.05	7.01	13.03
总债务/总资本	40.55%	38.33%	33.59%
FFO/净债务	22.87%	20.34%	-292.45%
EBITDA 利润率	29.43%	24.18%	20.18%
总资产回报率	6.25%	5.29%	6.21%
速动比率	1.35	1.02	2.25
现金短期债务比	0.93	0.75	3.88
销售毛利率	32.86%	29.93%	26.28%
资产负债率	44.37%	43.90%	39.56%

注：公司 2022 年净债务为负数。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：吴灏平
wuhp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **主要客户资质良好，经营保持稳定。**公司为制造业企业提供的全程供应链一体化综合物流服务，为跨境电商客户提供出口物流服务，且主要客户资质良好。跟踪期内，公司与主要客户 Temu、松下电器、万力轮胎、菜鸟系企业等合作关系稳定。
- **新增物流中心的逐渐投入使用有助于公司发展。**2024 年自有物流中心嘉诚国际港已全面投入使用，嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心已开始试运营工作。随着新增物流中心的逐渐完工投入使用，未来综合物流业务收入规模有望进一步增长。

关注

- **本期债券变更了募集资金投资项目。**根据公司公告，本期债券剩余募集资金 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。
- **受制于跨境电商市场增速的减缓以及关税冲击，相应物流需求或受影响。**自 2020 年以来，跨境电商交易规模增速从 2020 年的 19.04% 下降至 2023 年的 7.56%，已创下十年来增速的新低。自 2025 年美国特朗普总统上任后，关税冲击致使中美直接贸易额大幅下降。在关税冲击的大背景下，短期内跨境电商行业将产生波动，未来需持续关注关税冲击的进一步发展情况。
- **公司客户及应收账款集中度仍较高，未来仍需关注应收账款回收情况。**公司各业务客户集中度均较高，大客户过度集中容易使公司产生业务依赖，当与大客户无法续签业务合同时，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。此外，公司应收账款集中度也较高，应收对象主要为公司已有的大客户。账龄方面，账龄 2 年以上的应收账款余额占比有所上升，应收账款周转率进一步下滑，2024 年公司共计提信用减值损失 0.29 亿元，未来仍需关注应收账款回收情况。
- **公司债务增长较快，项目建设资金需求较大。**2024 年末，公司总债务规模为 17.21 亿元，同比增长 18.29%。公司各项在建、拟建项目总投资合计 52.02 亿元，主要的资金来源为银行借款及公司自筹，未来项目建设资金需求较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司与主要客户合作关系保持长期稳定，提供的综合物流服务、销售的松下产品在市场上具有一定的竞争力。目前公司自有仓库利用率较高，收入规模具有一定保障。且随着新增物流中心的逐渐完工投入使用，未来综合物流业务收入规模有望进一步增长。

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_2022V1.0

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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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					0
主体信用等级					AA-

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	7.9993	2024-6-19	2028-8-31

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《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¹。

此外，由于公司变更了募集资金投资项目，根据公司公告的《公开发行A股可转换公司债券募集说明书》（以下简称《募集说明书》）的约定，本期债券附加回售条款生效。根据公司公告的《广州市嘉诚国际物流股份有限公司关于“嘉诚转债”可选择回售的公告》，本次回售价格为100.53元/张（含当期利息），回售期2025年4月30日至2025年5月9日，回售期间停止转股。

（一）自贸港云智国际分拨中心基本情况

1、项目概况

项目总投资额3.66亿元，其中拟投入本期债券募集资金2.40亿元，项目实施主体为公司全资子公司嘉诚国际网络科技供应链（三亚）有限公司，计划建设期30个月。

2、项目建设内容

公司计划将募集资金2.40亿元用于建设自贸港云智国际分拨中心，项目用地为自有土地，位于海南省三亚市三亚梅村产业园，毗邻三亚凤凰机场，总建筑面积约为5.96万平方米，主要建设内容为2幢仓库及其配套基础设施建设，同时购买仓储设备及信息系统。目前项目已开工，项目建成后主要收入来自跨境电商物流业务新增收入。

3、项目经济效益评价

根据公司公告，本项目达产后预计可实现年收入约2.20亿元，年利润预计约0.46亿元（具体以实际为准）。

同时中证鹏元关注到，若未来市场需求不及预期，则项目收益能否达到预期存在一定的不确定性。

（二）募集资金专项账户情况

截至2024年12月31日，嘉诚转债募集资金专项账户余额为308.01万元，暂时补充流动资金的资金余额为2.89亿元。

¹ “自贸港云智国际分拨中心”为在建项目“嘉诚国际（三亚）超级云智世界港”的首期部分。

二、 发行主体概况

2024年，公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年末，公司控股股东仍为自然人段容文女士，持有公司31.91%股份，实际控制人仍为自然人段容文女士、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。2024年，公司实施资本公积转增股本1.12亿元，截至2024年末公司注册资本及股本均为3.45亿元。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

详见《[变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望](#)》。

行业环境

2024年物流需求规模仍有所增长，行业集中度仍较低且竞争较为激烈，关税冲击下部分依赖出口的企业经营状况将出现下滑，从而影响物流需求

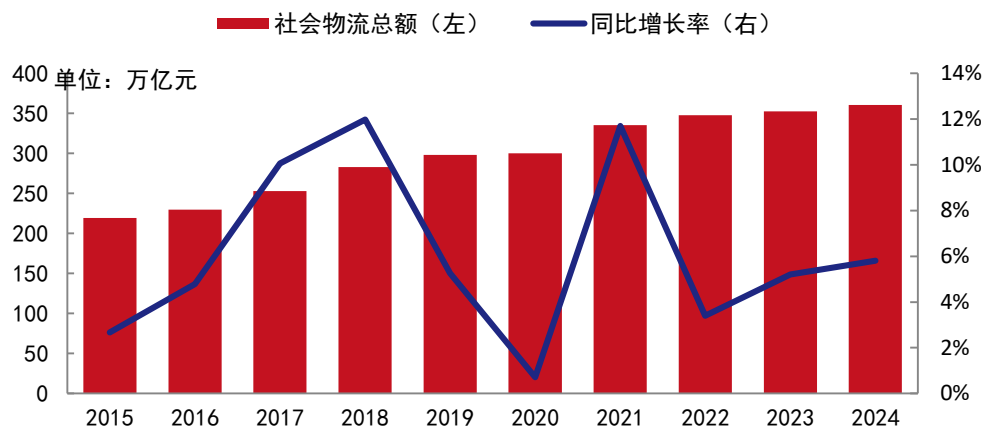
物流行业是集商贸、运输、仓储、代理及信息服务等多种形态的复合型服务产业。作为国民经济的重要组成部分，物流业已成为国民经济的基础性及先导性产业，在促进生产、拉动消费、调整结构等方

面发挥着重要作用。

由于经济持续恢复，物流需求规模有所增长。2024年全国社会物流总额为360.6万亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%。从构成上看，工业品物流系社会物流总额的主要组成部分及主要增长来源，2024年工业品物流总额为318.4万亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%；再生资源物流增速最快，2024年同比增长15.7%。

由于我国物流运输需求以工业品运输需求为主，物流运输总额受制造业发展状况影响较大，而出口是制造业发展不可或缺的组成部分。自2025年美国特朗普总统上任后，关税冲击对制造业的影响愈发强烈：2025年2月起，美国取消原“800美元以下小包裹免税”政策；2025年4月，美国对从中国进口的部分商品加征245%关税，中国反制措施也大超预期，致使中美直接贸易额大幅下降。制造业中如家电、电子设备等行业出口占比较高，关税冲击对此类外销占比高的企业影响很大，短期内此类企业的经营状况将出现一定程度的下滑，从而影响物流需求，未来需持续关注关税冲击对依赖出口的制造业企业的影响。

图1 近年来我国物流总额有所增长，但增速波动较大



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

表1 社会物流总额主要构成（单位：亿元、%）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	增速	金额	增速
工业品物流	318.4	5.8	312.6	4.2
进口货物物流	18.4	4.0	18.0	13.0
单位与居民物品物流	13.9	3.9	13.0	8.2
农产品物流	5.5	6.7	5.3	4.1
再生资源物流	4.4	15.7	3.5	17.4
总计	360.6	5.8	352.4	5.2

资料来源：2023-2024年全国物流运行情况通报，中证鹏元整理

此外，我国物流行业的市场集中度仍较低，市场竞争日益激烈。根据中国物流与采购联合会发布的2024年度中国物流企业50强排名，上榜的50强物流企业2023年物流业务收入合计2.1万亿元，同期物流业总收入13.8万亿元，2023年50强物流企业物流业务收入占全行业的收入比重仅为15.91%，物流行业市场集

中度较低。

国家持续出台扶持政策支持物流企业发展

从政策环境看，国家一系列扶持政策的出台为我国物流业发展提供了良好的政策环境，同时多个部门出具了支持性的细化政策与规划，有利于物流业的健康持续发展。

表2 2024 年我国新增物流行业政策法规情况

时间	相关政策	主要内容
2024 年 12 月	关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见	加强城市物流配送设施的规划、建设、改造
2024 年 11 月	海关总署：《关于进一步促进跨境电商出口发展的公告》	简化跨境电商出口监管流程，提高通关效率，降低企业成本
	财政部等 3 部门：《关于<扩大启运港退税政策实施范围>的通知》	2024 年 12 月 1 日起，对符合条件的出口企业从启运地启运报关出口，由中国国家铁路集团有限公司及其下属公司承运，从铁路转关运输直达离境地离境的集装箱货物，实行启运港退税政策
	国务院办公厅《印发<有效降低全社会物流成本行动方案>》	1、鼓励大型制造企业与物流企业建立长期战略合作关系 2、支持有条件的地区建设国际物流枢纽中心，加大物流仓储用地要素支持
2024 年 10 月	交通运输部等 2 部门《关于印发<交通物流降本提质增效行动计划>的通知》	1、提升口岸通关效率和便利化水平 2、持续推进交通物流减税降费 3、加大金融政策支持力度
	《关于<加强自然资源要素保障促进现代物流高质量发展>的通知》	做好重大物流基础设施等建设项目用地用海需求保障

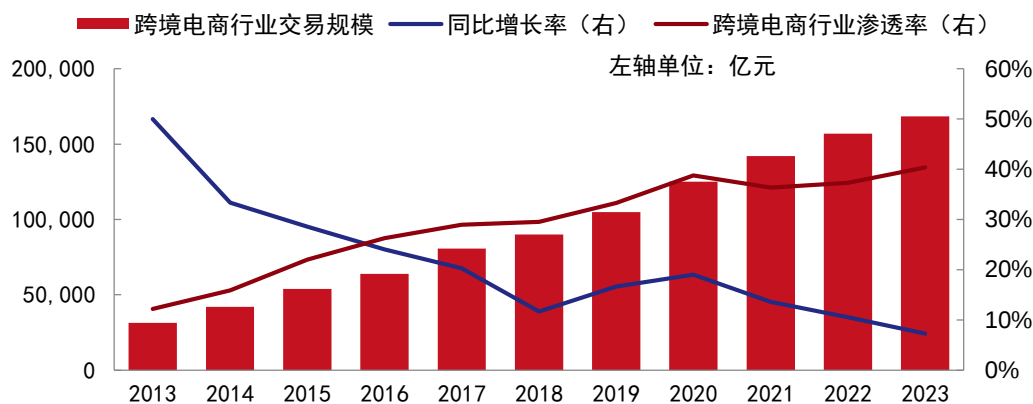
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

跨境市场交易规模增速持续下降，受制于跨境电商市场增速的减缓以及关税冲击，相应物流需求或受影响

跨境电商物流行业受制于跨境电商市场增速的减缓，需求可能受到影响。2013-2023 年，跨境电商发展迅猛，全国各地政府均高度重视跨境电商发展，跨境电商行业交易规模持续上升。但自 2020 年以来，跨境电商从高速发展期逐渐转变为调整期，交易规模增速从 2020 年的 19.04% 下降至 2023 年的 7.32%，已创下十年来增速的新低。跨境电商市场经过近十年的快速增长，2023 年交易规模已达 16.85 万亿元人民币，是 2013 年的 5.35 倍，叠加近年来跨境电商行业渗透率²趋于稳定，2024 年跨境市场交易规模增速或将进一步下降。跨境电商物流行业受制于跨境电商市场增速的减缓，需求可能受到影响。

² 跨境电商行业渗透率=跨境电商行业交易规模/当年我国贸易进出口总额*100%

图2 自 2020 年起，跨境电商行业交易规模增速持续下降



资料来源：网经社电子商务研究中心，Wind，中证鹏元整理

在跨境电商快速发展的大背景下，贸易关税同样也对跨境电商影响重大，短期内跨境电商行业将产生波动，未来需持续关注关税冲击的进一步发展情况。

四、 经营与竞争

公司业务仍围绕综合物流及供应链分销执行开展，主要为制造业客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流服务，以及为电子商务企业特别是跨境电商企业提供个性化全链路物流服务。其中，综合物流业务的经营模式业务附加值高，存在一定竞争优势，2024年受益于嘉诚国际港的全面投入使用及国家补贴，公司业务规模及盈利能力均有所提升，主要客户仍保持稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
综合物流	7.76	57.64%	47.67%	6.64	54.23%	45.27%
供应链分销执行	5.67	42.13%	12.53%	5.58	45.52%	11.60%
其他	0.03	0.23%	48.55%	0.03	0.25%	41.64%
合计	13.46	100.00%	32.86%	12.25	100.00%	29.93%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）综合物流业务

公司综合物流运营经验丰富，仓储物业布局和客户资源良好，2024年公司嘉诚国际港的全面投入使用带动公司综合物流业务规模扩大，但在建项目面临较大的资本支出压力

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。

2024年公司实现综合物流收入7.76亿元，同比增长16.74%，主要原因为嘉诚国际港（三期）全面投入运营，且2024年公司新增希音公司（Shein）及旗下子公司、字节跳动等重要客户，毛利率较高的仓储收入进一步上升。

公司持续布局高标仓，提升运营效率。截至2024年末，公司自有仓库包括天运物流中心、嘉诚国际港（二期）、（三期）及海南省海口市嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心。其中，天运物流中心位于南沙保税区内，仓储物流面积约为12万平方米；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；海南省海口市的嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心截至2024年末已开始试运营工作，预计将于2025年竣工，但未来需关注新增物流中心利用率。随着嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心的逐步投入使用，公司自有仓库面积将进一步上升，未来可满足更多客户的仓储需求。

除上述项目外公司尚有3个在建项目。其中位于广州市番禺区的大湾区（华南）国际电商港项目（智慧物流园）目前尚未动工，土地权证尚未办理；位于三亚市天涯区梅村产业园嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目已于2025年3月动工建设；位于海南省洋浦经济开发区的天运国际（海南）数智加工流通中心于2024年已动工，目前仍在建设中。

截至2024年末，公司各项在建、拟建项目总投资合计52.02亿元，主要的资金来源系银行借款及公司自筹，未来项目建设资金需求较大。

表4 截至2024年末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资 ³	已投资	工程进度
大湾区（华南）国际电商港	27.62	7.23	预计2025年内开工
天运国际（海南）数智加工流通中心	6.40	0.60	已于2024年开工，正在建设中
嘉诚国际（三亚）超级云智世界港	8.00	1.62	已于2025年3月开工，正在建设中
嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心	10.00	6.05	正在建设中，预计2025年内竣工
合计	52.02	15.50	-

资料来源：公司提供

（二）供应链分销执行

受益于国家补贴，2024年公司供应链分销执行业务规模及盈利略有提升，但销售品牌及供应商单一，且未来仍需关注应收账款回收情况

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及散货商，赚取差价。

公司供应链分销执行业务销售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、卫浴产品、冰箱、小家电等，公司已成为松下电器全系列产品在广州、清远、佛山地区的销

³ 天运国际（海南）数智加工流通中心、嘉诚国际（三亚）超级云智世界港总投资有所减少，主要系公司调整项目建设规划所致。

售代理。此外，公司亦通过京东等线上电商渠道直接销售松下产品。

2024年9月以来，全国各地开展“以旧换新”家电补贴活动（以下简称“国家补贴”），公司销售的主要产品如空调等可享受国家补贴，补贴比例根据品类、地区不同在10%-20%之间。国家补贴提升了公司销售的松下产品的销量及利润率，2024年公司供应链分销执行业务实现营业收入5.67亿元，收入及毛利率略有上升。

截至2025年3月31日，国家补贴仍在持续进行。但长时间的国家补贴可能导致消费者对优惠的敏感度下降，未来若国家补贴政策产生变化，可能对松下产品的销量及销售额产生影响，未来需持续关注国家补贴政策的变化情况。

此外，中证鹏元关注到，2024年公司供应链分销执行业务产生的应收账款规模及账龄均有所延长，未来仍需持续关注应收账款回收情况。

公司客户集中度较高，但主要客户资质良好，跨境电商业务占比较高，未来需持续关注关税冲击对公司业务的影响

公司主要客户群仍为万力轮胎、松下电器等制造业企业及Temu、菜鸟、希音等电商企业，客户资质良好。2024年公司前五大客户销售占比为43.52%，客户集中度高且持续上升。综合物流业务客户集中度较高系由于公司主要面向大型制造类企业提供供应链一体化综合物流服务，并不广泛承接基础物流业务，此种经营模式容易形成集中服务主要客户的业务格局。此外，公司跨境电商物流服务发展迅速，主要是与Temu及其关联公司、菜鸟系客户、希音及旗下子公司合作较多，供应链分销执行业务主要进行松下产品的采购与销售。

公司主要采购的产品为松下产品及外协运输服务。供应商仍主要为松下电器相关企业及外协第三方运输公司，2024年公司向前五名供应商采购额4.54亿元，占年度采购总额49.87%，前五名供应商采购金额及占采购总额的比重仍处于较高水平。

公司推行供应链一体化管理，以现有的经营模式形成集中服务主要客户的业务格局，大客户集中容易使公司产生一定程度的业务依赖，若未来主要客户或供应商因自身经营不善或行业发展速度下滑导致经营情况发生不利变化，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。

此外，公司为Temu、菜鸟、希音等公司提供出口物流服务，跨境电商业务占比较高。但目前国内出口贸易形势尚不明朗，关税冲击覆盖面广且持续时间暂未明确，若关税冲击长时间持续，将对公司主要客户的业务量产生一定的不利影响，进而影响到对公司出口物流服务的需求量及仓库利用率，未来需持续关注关税冲击进一步发展情况。

五、 财务分析

财务分析基础说明

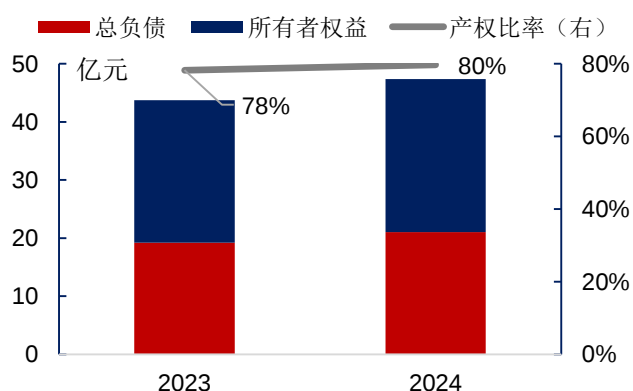
以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2024年公司综合物流业务规模扩大且运营情况良好，供应链分销执行业务表现稳定，整体经营业绩实现提升，新增物流项目逐步投入使用有望促进综合物流业务收入增长，但未来需持续关注关税冲击对公司业务的影响；随着业务规模的持续扩张及利润积累，公司资产规模及资本实力均持续提升，资产主要以自有仓库、在建项目及土地、应收账款为主，整体资产质量尚可，但需关注应收账款回收情况以及信用减值对利润的侵蚀；因项目建设持续投入资金，公司杠杆水平及总债务持续增长，债务压力上升

资本实力与资产质量

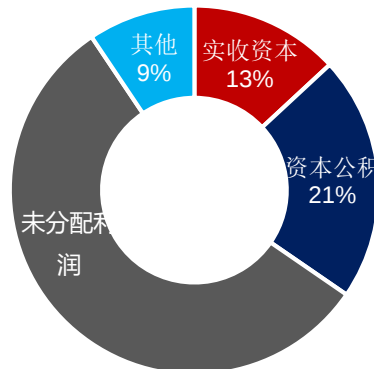
近年公司业务规模不断扩张，负债和所有者权益规模均持续增长，负债增速更快导致所有者权益对负债的保障程度持续降低，但权益结构仍保持稳定，截至2024年末所有者权益主要为留存的未分配利润。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2024 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

从资产构成看，货币资金、应收账款、固定资产、在建工程、其他非流动资产占比较大。

公司应收账款规模持续增长，且增速超出营业收入增速，主要系公司业务规模上升及部分款项结算期较长所致。公司应收账款集中度仍较高，2024年末前五大应收对象余额合计3.39亿元，占比46.06%。账龄方面，账龄2年以上的应收账款余额占比从2023年末的11.50%上升至2024年末的16.97%，应收账款周转率进一步下滑，2024年公司共计提信用减值损失0.29亿元，未来仍需关注应收账款回收情况。

货币资金主要为银行存款，截至2024年末使用权受限的资金为0.94亿元，主要系票据保证金。固定资产为公司主要经营性资产，主要系公司自有的嘉诚国际港、天运物流中心的仓库、办公楼等建筑物及相关设施。在建工程主要为嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心项目，截至2025年3月末项目已开始试运营，预计于2025年内竣工。

其他非流动资产主要系公司缴纳大湾区（华南）（智慧物流园）地块及嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目地块的土地出让金，截至2024年末嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目地块已获取权证，

大湾区（华南）国际电商港项目（智慧物流园）地块尚在办理权证中。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.22	8.90%	3.05	6.97%
应收账款	6.43	13.59%	4.79	10.94%
流动资产合计	14.36	30.31%	11.66	26.67%
固定资产	14.59	30.81%	14.82	33.88%
在建工程	5.94	12.53%	5.73	13.11%
其他非流动资产	7.27	15.34%	8.87	20.28%
非流动资产合计	33.01	69.69%	32.07	73.33%
资产总计	47.37	100.00%	43.73	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

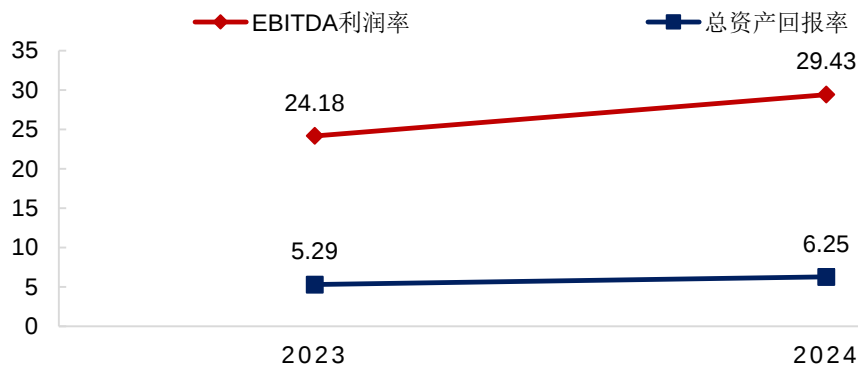
盈利能力

2024年公司收入仍来自综合物流业务及供应链分销执行业务，其中综合物流业务收入上升较多且毛利率持续上升，主要原因为2024年嘉诚国际港（三期）全面投入运营，且公司新增希音公司（Shein）及旗下子公司、字节跳动等重要客户，毛利率较高的仓储收入进一步上升，占综合物流业务收入比例也有所上升所致。受益于国家补贴，供应链分销执行业务收入及毛利率略有上升。由于公司毛利上升，2024年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所提高。

随着嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心的逐步投入使用，公司自有仓库面积将进一步上升，综合物流业务收入有望增长。但考虑到2024年公司计提信用减值损失0.29亿元，对利润总额形成一定侵蚀，未来仍需关注信用减值对利润的侵蚀。

此外，公司为Temu、菜鸟、希音等公司提供出口物流服务，跨境电商业务占比持续上升。但目前国内出口贸易形势尚不明朗，关税冲击覆盖面广且持续时间暂未明确，若关税冲击长时间持续，将对公司主要客户的业务量产生一定的不利影响，进而影响到对公司出口物流服务的需求量，影响公司收入规模及盈利能力，未来需持续关注关税冲击进一步发展情况。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受项目建设持续投入影响，公司债务规模有所上升，新增债务主要为长期债务。公司债务主要由银行借款及应付债券构成，其中银行借款利率区间为2.46%-5.0%，应付债券为本期债券。由于公司变更了募集资金投资项目，本期债券附加回售条款生效，回售价格为100.53元/张（含当期利息）。截至2025年5月9日，“嘉诚转债”回售期已结束。2024年末公司短期借款上升较多，主要系当期公司业务规模扩大，营运资金需求上升所致。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.20	15.22%	2.28	11.85%
流动负债合计	9.70	46.16%	10.18	53.03%
长期借款	2.91	13.86%	1.45	7.57%
应付债券	7.60	36.17%	7.17	37.33%
非流动负债合计	11.31	53.84%	9.02	46.97%
负债合计	21.01	100.00%	19.20	100.00%
总债务	17.21	81.91%	14.55	75.80%
其中：短期债务	5.02	29.17%	4.79	32.95%
长期债务	12.19	70.83%	9.76	67.05%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流方面，2024年公司经营活动现金流净额有所下降，主要系当年应收账款回款弱化所致。受项目建设付现较多影响，公司投资活动现金持续产生大额净流出，2024年末公司在建、拟建项目尚需投资36.52亿元，未来随着在建项目的持续投入，预计公司投资活动现金流仍将持续净流出。2024年公司筹资活动现金流入主要来自新增的银行借款。

公司主业持续发展使得EBITDA持续上升，债务规模上升带动利息支出增加，EBITDA利息保障倍数虽有所下降，但仍表现较好。2024年FFO上升较多，主要系当年利润增长所致。自由现金流/净债务连续两年为负主要系公司持续进行项目建设，资本开支超过经营活动现金流净额所致。因2024年项目建设投入下降，当年自由现金流/净债务指标下降。

随着未来公司在建项目持续开工建设，资金需求量上升，现金流对净债务的覆盖程度可能将有所下降。

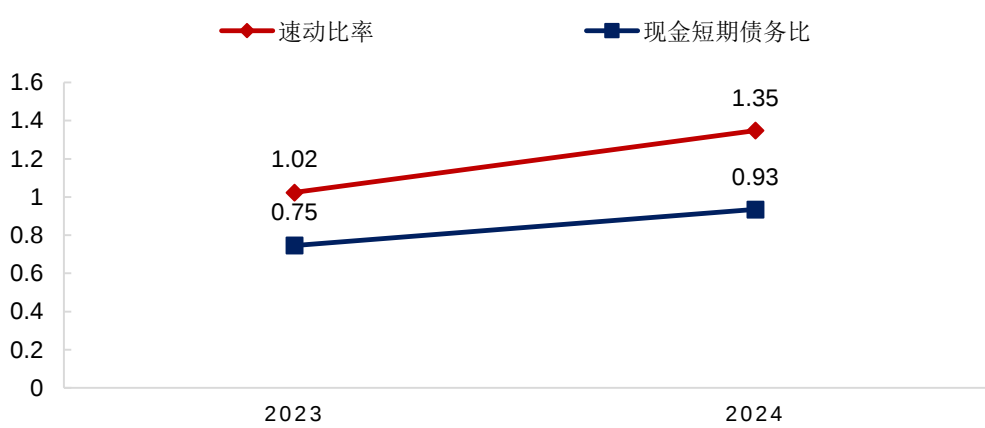
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.48	1.65
FFO（亿元）	2.93	2.29
资产负债率	44.37%	43.90%
净债务/EBITDA	3.24	3.80
EBITDA 利息保障倍数	6.05	7.01
总债务/总资本	40.55%	38.33%
FFO/净债务	22.87%	20.34%
经营活动现金流净额/净债务	11.57%	14.63%
自由现金流/净债务	-10.20%	-91.48%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，2024年公司现金短期债务比表现尚可。作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，且受限资产规模小，具备一定融资弹性。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 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2022年1月1日至报告查询日（2025年4月1日），公司本部、子公司广州市大金供应链管理有限公司、子公司广州市三景电器设备有限公司、子公司广州市亚玛讯网络科技有限公司均不存在未结清不良类信贷记录。公司公开发行的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，截至查询日（2025年4月22日），未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

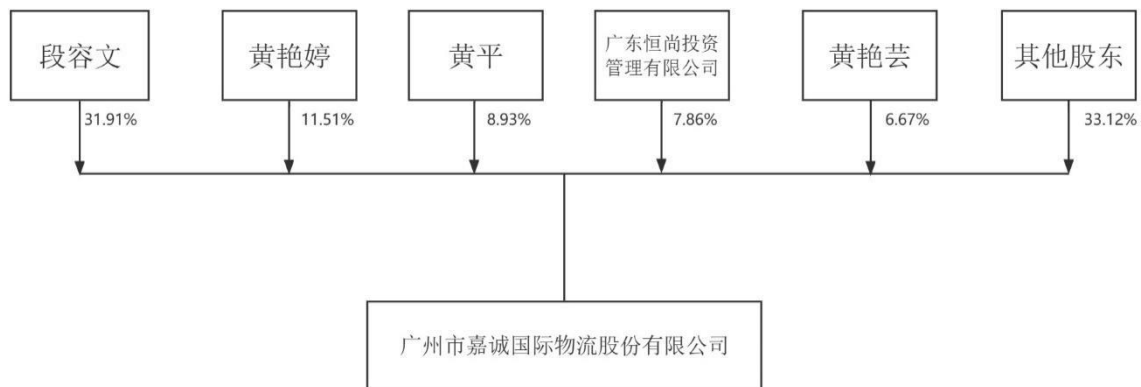
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	4.22	3.05	9.06
应收账款	6.43	4.79	4.38
流动资产合计	14.36	11.66	18.85
固定资产	14.59	14.82	10.45
在建工程	5.94	5.73	6.20
其他非流动资产	7.27	8.87	0.04
非流动资产合计	33.01	32.07	19.33
资产总计	47.37	43.73	38.18
短期借款	3.20	2.28	1.75
一年内到期的非流动负债	0.21	0.09	0.13
流动负债合计	9.70	10.18	7.82
长期借款	2.91	1.45	0.00
应付债券	7.60	7.17	6.75
非流动负债合计	11.31	9.02	7.29
负债合计	21.01	19.20	15.10
总债务	17.21	14.55	11.11
其中：短期债务	5.02	4.79	3.12
长期债务	12.19	9.76	7.99
所有者权益	26.35	24.53	23.08
营业收入	13.46	12.25	12.78
营业利润	2.30	1.91	1.98
净利润	2.05	1.64	1.71
经营活动产生的现金流量净额	1.48	1.65	1.72
投资活动产生的现金流量净额	-3.07	-9.47	-2.32
筹资活动产生的现金流量净额	2.19	1.81	7.50
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	3.96	2.96	2.58
FFO（亿元）	2.93	2.29	1.95
净债务（亿元）	12.82	11.26	-0.67
销售毛利率	32.86%	29.93%	26.28%
EBITDA 利润率	29.43%	24.18%	20.18%
总资产回报率	6.25%	5.29%	6.21%
资产负债率	44.37%	43.90%	39.56%
净债务/EBITDA	3.24	3.80	-0.26
EBITDA 利息保障倍数	6.05	7.01	13.03
总债务/总资本	40.55%	38.33%	33.59%

FFO/净债务	22.87%	20.34%	-292.45%
经营活动现金流净额/净债务	11.57%	14.63%	-258.29%
速动比率	1.35	1.02	2.25
现金短期债务比	0.93	0.75	3.88

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州市大金供应链管理有限公司	89,000.00	100.00%	供应链管理业务
广州市亚玛讯网络科技有限公司	80,000.00	100.00%	国际电商业务
广州市三景电器设备有限公司	3,000.00	100.00%	供应链分销执行业务

资料来源：公司提供、公开资料

附录四 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+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

附录五 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