



内部编号: 2023060542

光明食品（集团）有限公司

及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

分析师： 蒋卫 蒋卫 jw@shxsj.com  
高珊 高珊 gs@shxsj.com

评级总监：张明海 张明海

联系电话： (021) 63501349  
联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站： www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100465】

评级对象：光明食品（集团）有限公司及其发行的公开发行债券

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 光明 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 9 月 7 日		
21 光明 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日		
21 光明 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 14 日		
21 光明债 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 30 日		

### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 政策环境较好。光明食品集团是上海市从事农业产业化经营的主要企业之一，各级政府对农业扶持力度大。国家支持农业产业化龙头企业发展的政策也有利于公司现代农业业务的发展。
- 业务多元化。光明食品集团主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，且主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。
- 主业竞争优势明显。光明食品集团食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务的区域竞争优势明显。
- 财务实力强。光明食品集团拥有雄厚的权益资本实力、较充裕的货币资金存量和丰富的可变现金融资产，能对即期债务的偿付提供有力的保障。

#### 主要风险：

- 食品质量安全压力。光明食品集团食品加工及现代农业等业务涉及环节众多，若其中某环节出现质量问题可能会对公司的相关业务产生不利影响。
- 部分业务受电商冲击较大。实体零售消费低迷，光明食品集团传统分销代理、连锁商贸等业务受电商冲击较大，业态转型相对滞后。
- 房地产业务风险。光明食品集团房地产业务投资规模较大，且三四线城市布局项目占比高，面临的市场风险较大；房地产业务开发的周期性也易对公司现金流造成影响。
- 商誉减值、坏账损失风险。光明食品集团通过并购形成的商誉规模较大，未来尚存在一定的减值风险；公司应收账款及其他应收款规模较大，若款项无法正常收回或对盈利造成负面影响。
- 刚性债务压力较重。光明食品集团业务运营及扩张对债务融资的依赖度高，刚性债务规模较大，偿债压力较重。

### 未来展望

通过对光明食品集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金 (亿元)	18.00	20.05	31.42	21.34
刚性债务 (亿元)	342.45	351.50	375.49	372.36
所有者权益 (亿元)	406.38	425.95	433.49	431.33
经营性现金净流入量 (亿元)	14.89	14.67	8.85	-4.47
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产 (亿元)	2,961.15	2,833.06	2,800.87	2,801.50
总负债 (亿元)	1,916.34	1,825.54	1,818.95	1,829.99
刚性债务 (亿元)	978.51	933.80	998.61	1,027.67
所有者权益 (亿元)	1,044.81	1,007.51	981.92	971.51
营业总收入 (亿元)	1,557.48	1,508.30	1,375.94	313.84
净利润 (亿元)	26.57	30.57	18.16	7.05
经营性现金净流入量 (亿元)	123.25	118.61	87.47	-44.69
EBITDA (亿元)	120.53	132.22	119.07	-
资产负债率[%]	64.72	64.44	64.94	65.32
权益资本与刚性债务比率[%]	106.78	107.89	98.33	94.54
流动比率[%]	122.36	139.12	131.97	137.51
现金比率[%]	24.55	29.63	29.93	29.07
利息保障倍数[倍]	1.77	2.13	1.75	-
净资产收益率[%]	2.64	2.98	1.83	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.65	10.48	8.45	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.00	4.91	2.94	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.86	3.78	3.48	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.12	-

注: 根据光明食品集团经审计的 2020~2022 年财务数据及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (食品饮料) FM-GS018 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa <sup>+</sup>
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
其他因素		0	
调整理由: 无			
个体信用级别		aa <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由: 公司为上海市最大的食品产业集团, 可获得当地政府和国资委的支持。		
主体信用级别		AAA	

### 同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年/末主要经营及财务数据				
	营业收入 (亿元)	营业利润率 (%)	总资产报酬率 (%)	资产负债率 (%)	EBITDA/利息支出
广西农垦	282.52	0.34	2.17	44.31	2.99
新希望	1,415.08	-0.41	-0.05	68.02	3.28
光明食品集团	1,373.39	2.46	2.12	64.94	3.48

注 1: 广西农垦全称为广西农垦集团有限责任公司, 新希望全称为新希望六和股份有限公司。

注 2: 广西农垦、新希望相关数据及指标来自 Wind, 或存在一定局限性。

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照光明食品（集团）有限公司（简称为“光明食品集团”、“该公司”或“公司”）2020年公开发行公司债券（第二期）、公开发行2021年公司债券（第一期）、公开发行2021年公司债券（第二期）与2021年第一期光明食品（集团）有限公司公司债券（分别简称“20光明02”、“21光明01”、“21光明02”与“21光明债01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据光明食品集团提供的经审计的2022年财务报表、未经审计的2023年第一季度财务报表及相关经营数据，对光明食品集团的财务状况、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。

截至2023年5月末，该公司本部在境内发行的待偿还债券本金余额为250.00亿元。

图表 1. 截至2023年5月末公司本部待偿还债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	到期时间
20光明02	10.00	3	3.80	2020年09月	2023年09月
21光明MTN001	30.00	3	3.35	2021年04月	2024年04月
21光明MTN002	15.00	3	3.35	2021年04月	2024年05月
21光明01	30.00	3	3.25	2021年07月	2024年07月
21光明02	20.00	3	3.13	2021年07月	2024年07月
21光明MTN003	20.00	3	2.99	2021年08月	2024年08月
21光明MTN004	20.00	3	2.99	2021年08月	2024年08月
21光明债01	15.00	3	3.16	2021年08月	2024年08月
22光明MTN001	20.00	3	2.86	2022年04月	2025年04月
22光明MTN002	20.00	3	2.86	2022年04月	2025年04月
22光明MTN003	20.00	3	2.47	2022年10月	2025年10月
23光明01	30.00	3	3.10	2023年4月	2026年4月

资料来源：光明食品集团

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2023年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事

冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产和盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

该公司主业涉及农业、食品行业、零售行业及房地产行业等多个业务领域。多年来公司在农业、食品行业多个细分领域及零售行业等保持了较突出的区域市场地位。

### A. 现代农业

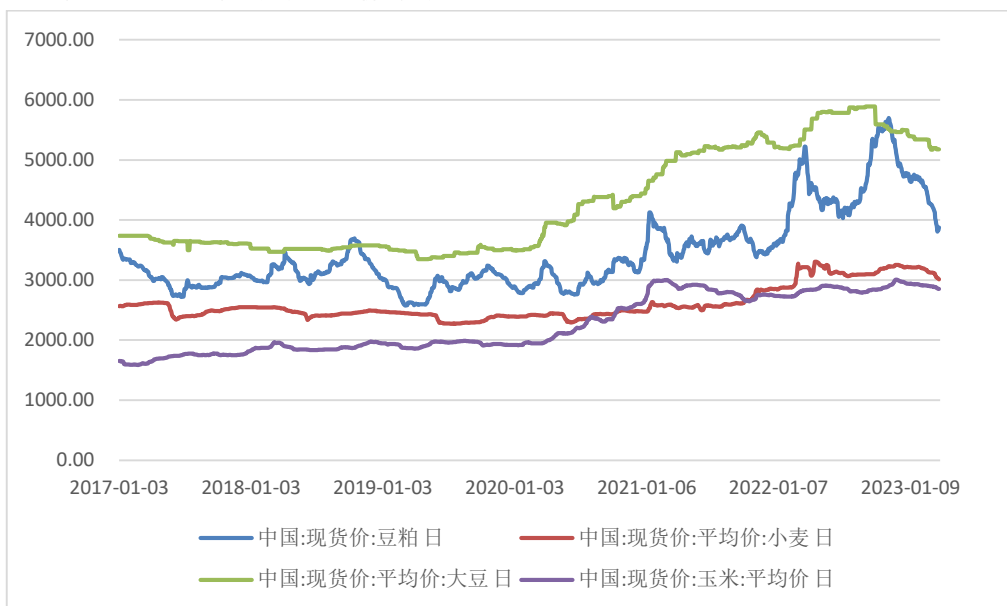
**国家支持农业产业化龙头企业发展，该公司作为上海市农业产业化龙头企业之一，能够获得支持；加之上海市农产品需求量大而自给率低，公司后续农业生产相关业务发展空间仍较大。**

在农业水利设施、农用机械等装备水平不断提高的推动下，我国粮食供应相对较充足。国家统计局数据显示，2020-2022年全国全年粮食播种面积分别为11,677万公顷、11,763万公顷及11,833万公顷，其中2022年同比增加70万公顷。同期，全国全年粮食产量分别为66,949万吨、68,285万吨及68,653万吨，其中2022年同比增加368万吨。2022年我国人均粮食占有量超480公斤，高于世界平均水平，能够满足社会对粮食的需求，保证粮食市场稳定。

粮食价格方面，受供需关系及政策调整等因素影响，我国粮食价格波动性较大，给粮食贸易企业的经营带来了一定的压力。具体看，近年来国家启动了以市场化为导向的粮食价格形成机制改革。玉米方面，2017年以来，在农业供给侧改革背景下，国家调减玉米种植面积，玉米产量逐年下滑，使得玉米价格呈上涨态势。根据《2023中国农业农村发展趋势报告》，2022年，玉米价格处于历史高位，其他主要原料价格高于2021年同期水平，推动了配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格同比增长。小麦方面，近年来小麦价格实施最低收购价政策，年初和年末由于余粮短缺，小麦价格较高，年中新陈麦交替期间小麦价格围绕托市价格有所波动，小麦价格季节性波动较为明显，2022年以来，国内小麦价格波动增长。豆粕方面，我国大豆主要依靠进口，受海外市场影响较大，2018年豆粕价格主要受中美贸易摩擦影响整体波动较大；2019年年初豆粕价格延续上年下滑态势，至5月美国政府宣布对从中国进口的2,000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，中美贸易形势恶化导致豆粕价格快速上升，5月至11月豆粕价格波动上涨，11月以来豆粕价格有所下滑。2022年，豆粕价格持续走高，2022年2

月份以来，豆粕期货开盘价均超过 4000 元/吨。未来豆粕仍较大幅度地受到市场供需的影响。

图表 2. 近年来我国主要粮食产品价格变动情况（元/吨）



资料来源：Wind

在行业政策方面，2020 年 1 月，中共中央、国务院印发《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》，提出保障重要农产品有效供给和促进农民持续增收的要求。在稳定粮食生产方面，提出“粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量。强化粮食安全省长责任制考核，各省（自治区、直辖市）粮食播种面积和产量要保持基本稳定。进一步完善农业补贴政策。调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，稳定农民基本收益。”2022 年 2 月，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，提出到 2025 年，粮食综合生产能力稳步提升，产量保持在 1.3 万亿斤以上，确保谷物基本自给。对稳定粮食播种面积、耕地保护与质量建设、重要农产品有效供给、农业生产布局、区域农业协同发展、农业抗风险能力、实施粮食等重要农产品安全保障工程等方面提出了具体要求。

近年来上海市农业总产值有所下降，农业总产值中种植业产值、渔业及畜牧业产值占比较高。从粮食生产状况看，2022 年，上海市农作物播种面积为 27.18 万公顷，比上年增长 1.9%。其中，粮食播种面积 12.28 万公顷，较上年增长 4.6%。2020-2022 年，上海市粮食产量分别为 91.44 万吨、93.96 万吨及 95.97 万吨。2022 年末上海市常住人口总数为 2,475.89 万人，按人均每天 0.3 千克计算，上海市 2022 年粮食自给率低。该公司作为上海市农业产业化龙头之一，现代农业仍有较大发展空间。

图表 3. 近年来全国及上海市农业情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
全国粮食产量（万吨）	65,789	66,384	66,949	68,285	68,653
上海农业总产值（亿元）	282.48	280.74	272.01	257.21	265.93
其中：种植业	147.54	143.48	134.93	139.78	144.69
渔业	55.90	53.89	50.39	46.23	51.25
畜牧业	46.34	48.42	54.27	45.26	45.11

资料来源：国家统计局、上海统计局

## B. 食品行业

近年来，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，我国食品行业规模总体呈增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷等影响，增速有所放缓。食品行业门类较多，产业链条较长，市场规模大，但企业数量多、规模小且以民营企业为主，市场竞争激烈，行业集中度不高。

食品行业作为生产和提供生活必需品的行业，具有刚性消费需求和重复消费的特征，属于弱经济周



期行业，其发展状况与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好紧密相连。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的提升等，食品行业经营规模总体呈增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷以及行业周期性波动等影响，行业规模和营业收入增速均呈现放缓态势，企业融资成本也有所上升。

食品行业门类多，产业链条长，包含上游农林牧渔和下游食品加工等子行业，但由于行业单位投资成本一般较低，品牌众多且产品具有同质化特征，行业进入门槛低，造成国内食品企业数量多且以民营企业为主、市场竞争程度较高、行业整体集中度不高。目前大中型企业偏少，规模化、集约化水平低，小、微型企业和小作坊仍然占全行业的 90%以上。食品行业企业主要竞争力体现为品牌实力、产品质量和产品的研发能力，良好品牌的企业往往具有良好的信誉，其产品质量获得认可，企业在供销环节的议价能力和账款结算等方面也更容易具有一定优势。此外，产品多样性及是否能够满足市场需求也是企业竞争力的重要体现。品牌和技术的累积对企业的资本实力和融资能力也提出了一定的要求。食品行业资本需求量相对较小且经营周转较快，整体负债经营程度不高。

整体看，我国食品行业运行保持平稳，行业经营环境和运营质量较好，受庞大人口基数支撑、居民可支配收入不断增加，行业需求基本稳定，信用质量能够维持稳定，但是细分行业信用质量变化情况不尽相同，农林牧渔行业受气候、供求关系变化影响周期性较强，企业盈利能力波动大，而食品加工行业需求较为稳定，行业信用质量相对稳定。

### 制糖业

**食糖是食品工业及下游产业的重要基础原料，需求弹性小，但生产周期性明显，原材料供应较易受糖料种植面积及种植区天气条件的影响，国内食糖行业景气度受国际糖价走势、食糖进口政策及国内食糖产量等因素影响，波动较大。**

食糖是我国农产品加工工业特别是食品工业及下游产业的重要基础原料，也是涉及国计民生的大宗农产品。近年来，我国食糖消费量整体呈波动增长态势，目前我国国内食糖消费量每年约为 1,500 万吨，但食糖人均年消费量仅为世界平均水平的一半，与发达国家人均消费量仍有较大差距。未来随着我国城镇化发展加速，以及人民生活水平的不断提高，食品工业、饮料业等用糖行业产品需求有望进一步得到提升，从而带动我国食糖消费量稳步上升。整体看，我国食糖消费仍有较大的增长潜力。

从食糖产量看，我国食糖产量呈现出大致为 3 年增产、3 年减产的周期性波动。2017/2018 榨季产糖量为 1,030 万吨，同比增长 11.96%；2018/2019<sup>1</sup>榨季产糖量为 1,070 万吨，同比增长 3.88%；2019/2020 榨季产糖量为 1,041 万吨，同比下降 2.71%；2020/2021 榨季产糖量为 1,067 万吨，同比增长 2.36%；2021/2022 榨季产糖量 956 万吨，同比下降 10.40%。我国制糖业以甜菜和甘蔗为原料制糖，其中主要以甘蔗制糖为主，甘蔗种植周期<sup>2</sup>是影响制糖业周期变化的根本原因。除甘蔗种植周期影响因素外，食糖产量也受糖料的种植面积以及天气状况变化的影响。从糖料种植面积看，食糖产糖量与糖料种植面积整体呈同向变动态势，年度糖料种植面积的增减会影响产糖量。此外，天气状况、自然灾害及地理条件等均易对甘蔗产量形成直接影响，比如台风易导致甘蔗出现折断、干旱天气会导致甘蔗出现缺水甚至枯死绝收、霜冻等低温天气会影响甘蔗的糖分和产量。从产地来看，我国甘蔗糖主产区主要分布在广西、云南及广东等地，上述地区产量合计占比长期超过 90%。

从食糖销售情况看，我国食糖销售量与产糖量趋势保持基本一致。2018/2019 榨季食糖销量为 666.77 万吨，同比增长 16.03%；2019/2020 榨季食糖销量为 631.09 万吨，同比下降 5.35%；2020/2021 榨季食糖销量为 961.80 万吨，同比增长 5.80%；2021/2022 榨季食糖销量为 827.52 万吨，同比下降 13.96%。食糖销售也呈现一定的季节性特征，一般情况下，10 月份全国新榨季开始，新增产量较少，基本以消耗库存糖为主，12 月~2 月为传统春节备货期，糖果、饮料等企业对象糖需求量变大导致食糖销售量达到高峰，3~6 月食糖销售量呈现逐步减少态势，7~9 月因中秋、国庆等节日备货需求增加将会导致销量上升。

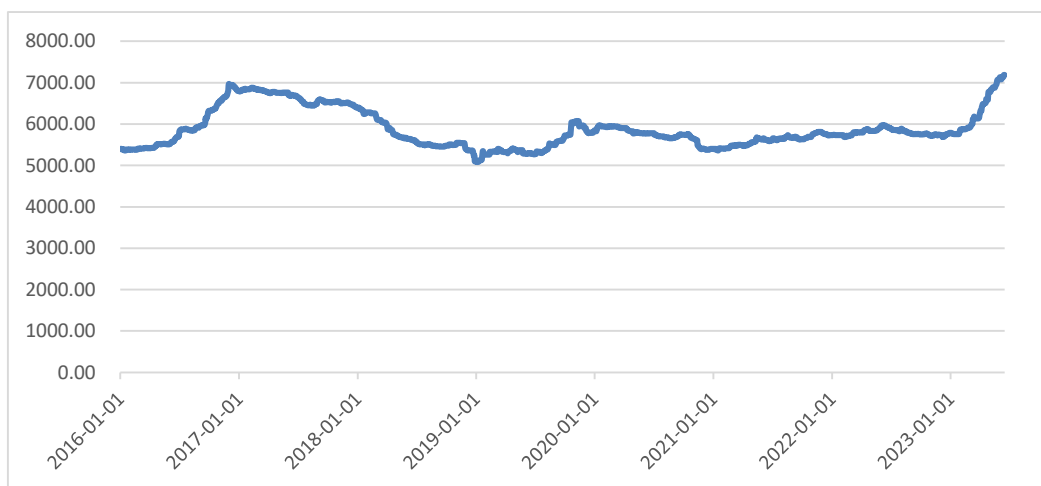
<sup>1</sup> 榨季一般为当年的 10 月到次年 5 月，如 2018/2019 榨季为 2018.10-2019.05，因此本文榨季数据采用当年 10 月至次年 5 月累计数据。

<sup>2</sup> 制糖业周期性主要是与甘蔗种植周期有关，一般甘蔗种植周期为 3 年。

从进口糖情况看，由于我国食糖大部分年份产不足需，主要通过进口糖弥补。根据我国加入世界贸易组织（WTO）的承诺，我国每年食糖进口配额为 194.50 万吨。2020 年进口糖 527 万吨，累计增长 55.50%；2021 年进口糖 383 万吨，较 2020 年减少了 144 万吨；2022 年进口糖 527 万吨。

从糖价来看，影响糖价变动的因素主要包括糖料产量、进口糖数量、国际糖价波动和汇率波动等。受食糖产量周期性波动的影响，糖价也呈现大致为 3 年上升、3 年下降的周期性波动，2017-2019 年食糖价格处于下行周期，国内食糖价格呈下降态势；2019 年以来，食糖价格小幅回升，2020 年初食糖价格涨至 5,800 元/吨左右，随后食糖价格有所回调，2021-2022 年食糖价格呈波动增长趋势，2023 年以来食糖价格迅速上升，至 2023 年 6 月上升至 7,100 元/吨左右。

图表 4. 2016 年以来国内糖价波动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

在政策方面，“2017 年中央一号文件”正式将糖列为与粮棉油同等重要的国家 4 类战略物资之一，食糖具有与粮食安全同等重要的特性。国家及地方政府为促进我国制糖行业长期稳定发展，2022 年 2 月出台的《“十四五”推进农业农村现代化规划》提出优化农业产业布局，巩固提升广西、云南糖料蔗生产保护区产能；粮食等重要农产品安全保证工程中提到建设一批规模化机械化、高产高效的优质糖料生产基地等相关政策，引导糖业企业规模化高效发展。

### 乳制品行业

近年来，我国乳制品消费群体快速扩张，带动乳制品消费市场较快增长，同时国家对乳制品行业的支持力度逐步加大，相关政策的出台将进一步促进行业整合，有利于运营相对规范的大型乳制品企业发展。我国乳制品行业发展仍有较大空间。

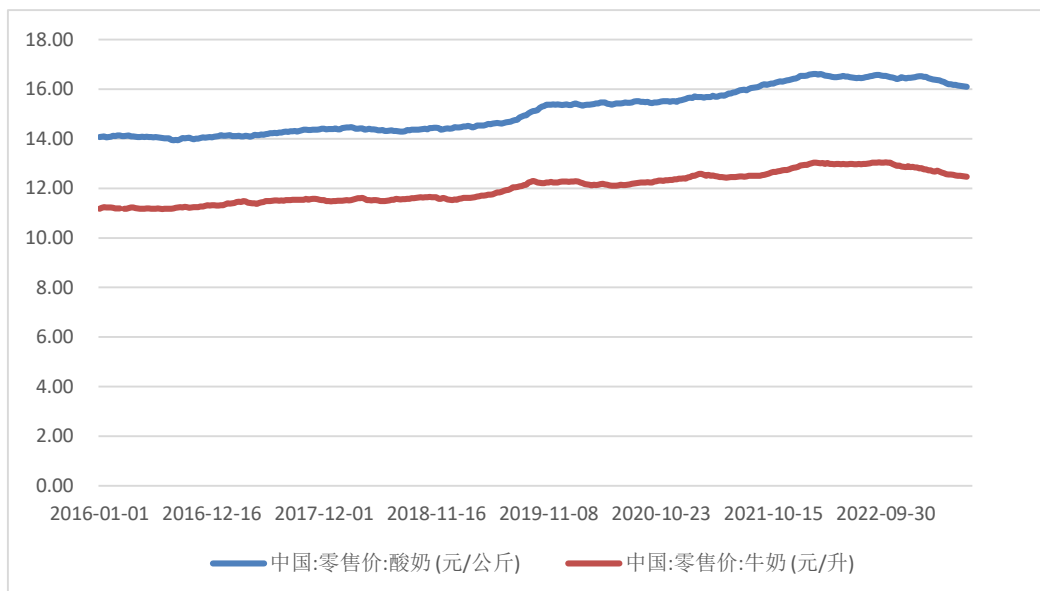
近年来国内乳制品行业发展迅速，我国已成为仅次于印度和美国的第三大牛奶生产国。同时，我国乳制品企业也从简单的规模扩张向产品结构优化和全面竞争性提升转变，其中液态奶产品品种日益丰富，也是行业竞争的重点。我国液态奶主要由巴氏奶（对低温存储和冷链运输要求高）和 UHT 奶等品种构成。由于 UHT 奶保质期较长，因此消费群的覆盖面更广，目前已经成为液态奶中市场份额最高的品种。从生产企业来看，巴氏奶的生产企业主要是以城市为产销基地的乳制品企业，如光明乳业股份有限公司（简称“光明乳业”）、三元股份等；UHT 奶的生产企业以基地型乳制品生产企业为主，如蒙牛乳业、伊利股份等。

从消费层面上看，目前我国人均乳制品消费量仍然较低，2022 年我国人均奶类消费量约 43 公斤，与 2010 年相比提高了 48.3%，但与国际水平差距较大。未来随着我国人均可支配收入的增长及城镇化进程的推进，我国牛奶产销量均有较大的成长空间。

我国乳制品生产企业大多采用“基地+奶农”的经营方式，2008 年之前大部分原奶向奶农采购。2008 年 9 月“三聚氰胺事件”曝光后，国内乳制品企业进一步规范了原、辅料的采购秩序，各主要乳

制品企业也加大了上游产业链的建设和管理力度，拥有牧场资源的乳制品企业具有较明显的经营优势。随着上述事件影响的消除，近年来全国乳制品发展态势良好。2020-2022 年，全国乳制品产量分别为 2,780.4 万吨、3,031.7 万吨及 3,117.7 万吨。近年，我国酸奶和牛奶零售价呈现波动上升趋势，2022 年下半年起有所回落。

图表 5. 近年来我国酸奶和牛奶零售价



资料来源：Wind

我国对乳制品行业管理日益完善，先后颁布《食品安全法》、《乳品质量安全监督管理条例》和《乳业整顿和振兴规划纲要》等有关文件规范乳制品行业的生产和销售。2010 年 3 月，食品安全国家标准审评委员会审查通过并正式公布了包括《生乳》在内的新的 66 项乳品标准。2020 年 12 月，《乳品质量安全提升行动方案》提出到 2023 年，乳制品质量安全监管法规体系更加完善，监督检查发现问题整改率达到 100%，乳制品监督抽检合格率保持在 99%以上，规模以上乳制品生产企业实施危害分析与关键控制点体系达到 100%，发现风险报告率达到 100%等一系列目标和要求。

2018 年 6 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，意见中提出到 2025 年奶业实现全面振兴。另外要发展标准化规模养殖，支持乳品企业自建、收购养殖场，提高自有奶源比例，促进养殖加工一体化发展。此外，国家还将修订《生乳》国家标准和灭菌乳等液态奶产品标准，建立生乳分级标准体系引导优质优价；制定发布复原乳检测方法食品安全国家标准和液态奶加工工艺标准，为复原乳监管提供依据，提升乳品质量安全水平。

2019 年 3 月 29 日，农业农村部办公厅印发关于《奶业品牌提升实施方案》的通知，通知中提出，力争到 2025 年，我国奶业品牌化水平显著提高，品牌市场占有率、消费者信任度明显提升，品牌带动产业发展和效益提升作用明显增强。奶业品牌建设与奶业振兴发展紧密结合，形成创品牌、推品牌、护品牌的品牌发展机制，培育出一批具有影响力的产品品牌、企业品牌和区域公用品牌，使国产奶业品牌深入人心。2019 年 5 月 23 日，国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、卫生健康委、市场监管总局、商务部、海关总署等国家七部委发布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，方案中提出，要大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，国产婴幼儿配方乳粉产量稳步增加，更好地满足国内日益增长的消费需求，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60%以上。

总体而言，行业整顿及国家相关政策出台提高了乳制品行业的行业标准，这将有利于促进优质的奶源资源和市场向规模较大、资金较雄厚、运营相对规范的企业集中，有利于规模化乳制品企业的发展。

### C. 房地产行业

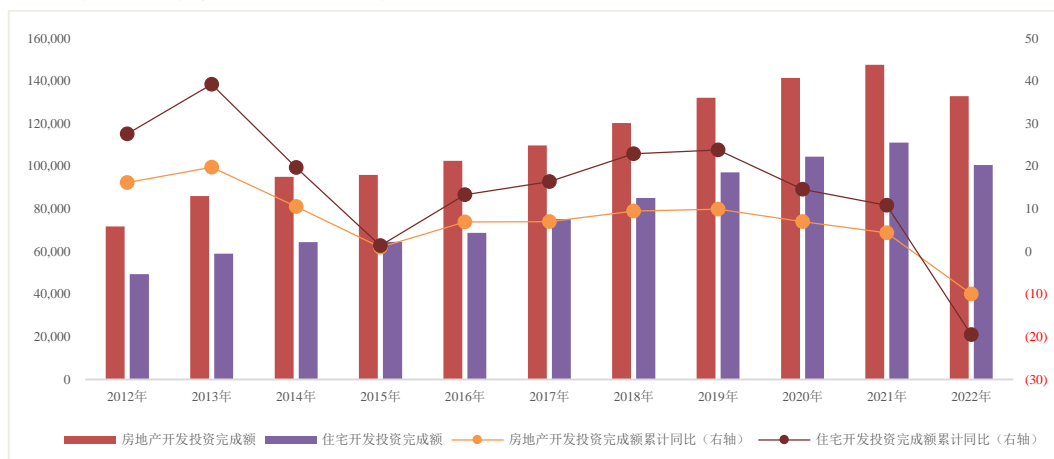
**2022 年我国房地产投资、融资与销售数据同比全面下行，土地市场呈现供需持续双缩。2022 年第**

四季度以来为保护房地产市场平稳运行，融资政策逐步放松，行业融资环境有较明显改善，行业内优质企业资金压力边际放缓，但销售端需求仍较为低迷。在销售端不确定性较大的情况下，总体流动性压力仍存在。长期看我国房地产行业高速扩张期已过，需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

### 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2012-2022 年我国房地产开发投资完成额从 7.18 万亿元升至 13.29 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.94 万亿元升至 10.06 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 7.0%、4.4%和-10.0%，放缓态势明显，2022 年为近二十年来首次负增长。

图表 6. 我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2018 年以来我国商品房销售面积变动明显趋缓。2020-2022 年商品房销售面积分别为 17.61 亿平方米、17.94 亿平方米和 13.58 亿平方米，2022 年同比下降 24.30%；同期商品房销售金额分别为 17.36 万亿元、18.19 万亿元和 13.33 万亿元，2022 年同比下降 26.70%。2022 年商品房销售面积与销售金额均较上年同期明显下降，主要系当年经济下行压力放大，房产购置意愿趋弱，加之地产行业风险事件较为频出。同期商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 11.46 亿平方米、11.67 万亿元和 10,184.59 元/平方米，同比降幅分别为 26.80%、28.30%和 2.03%。

土地市场方面，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。2022 年行业销售不畅，融资偏紧，房企拿地意愿低迷，加上集中供地政策持续，土地供需量继续下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2022 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 12.30 亿平方米，同比下降 9.90%，其中住宅类用地 3.51 亿平方米，同比下降 33.92%；全年各类建设用地成交 10.87 亿平方米，同比下降 3.65%，其中住宅建设用地成交 2.87 亿平方米，同比下降 28.48%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市推地 0.37 亿平方米，同比下降 21.66%，成交 0.35 亿平方米，同比下降 21.64%；二线城市推地 3.50 亿平方米，同比下降 23.12%，成交 3.14 亿平方米，同比下降 18.60%；三四线城市推地 8.43 亿平方米，同比下降 2.28%，成交 7.39 亿平方米，同比增长 5.73%。2022 年 300 城各类用地成交出让金为 4.14 万亿元，同比下降 27.53%；土地成交溢价率为 3.03%，持续回落。

### 政策环境

近年我国房地产行业调控政策保持“房住不炒”定位，同时强调“保交楼、保民生、保稳定”，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制。严调控背景下房地产行业规模拐点显现，行业总体资金紧张，流动性承压。自 2021 年末以来调控政策逐步放松，但“房住不炒”下宽松幅度较为有限。2022 年 1-9 月，中央层面主要的调整措施包括两次降准、三次下调 5 年期以上 LPR 共 35BP、允许部分城市下调或取消住房贷款利率下限、下调首套住房贷款公积金利率以及房屋置换可减免个税等。地方层面则继续以“因城施策”为原则，多地限购、限售、限贷、限价政策松绑，部分高能级城市亦放松和鼓励落户。但从行业数据看，宽松政策对改善行业现金流的作用较为有限。9 月以来政策集中从金融机构部门

发力，如指导政策性银行推出“保交楼”专项借款。11月央行、银保监会出台“金融十六条”，从融资端加大支持力度，并体现出“保项目”与“保企业”并行的特征。2023年2月自然资源部发布《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（简称“《通知》”），对当前集中供地政策进行优化完善，降低同批次地块入市的竞争强度，缓解房企资金压力。当前行业政策较为宽松，以稳地价、稳房价，改善房企资产负债状况和修复市场信心为侧重点，保护房地产市场的平稳运行。

### 竞争格局/态势

房地产开发行业是资金密集型产业，债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、快周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“快周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于2018年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中2021年出现明显下降。

### 风险关注

**去化压力较大。**近年来随着经济增速的逐步放缓、人口增长趋缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），房地产潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境较为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求大幅回升的难度较大。

**开发投资或放缓。**2021年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022年以来更是出现较大幅度下滑，土地成交量的减少将导致行业中短期内开工势能不足，行业增速或受限。2022年行业内新购置土地的主体以国有企业为主，项目开发周期或将大幅度延长，很大程度上将影响行业的运行效率。

**流动性压力仍存在。**房地产行业资金驱动特征极其明显。2022年第四季度以来行业融资环境得到大幅改善，部分经营相对稳健的优质房企得到一定资金救助，流动性压力有所缓解。但投资预期扭转下，项目销售压力仍存在，随着大额债务的陆续到期，部分以往采用快周转开发模式的房地产开发企业仍然面临着流动性压力，部分出险民营开发商或将随着项目层面的风险缓慢出清而逐步退出市场。长期看，行业需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

## 2. 业务运营

该公司主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。公司食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务区域竞争优势明显。公司房地产业务投资规模较大，易受房地产市场调整影响。近年来，公司着力强化内部产业整合和资本运作，并取得一定进展。

该公司业务围绕食品产业与供应链、城市食品保障服务与资产经营管理两大主业开展，公司核心业务突出，涵盖农业生产、食品加工、商贸流通、房地产及金融服务等行业领域，发展较为多元化。近年来公司着力强化内部产业整合和资本运作，打造“两大引擎+六大支柱+两大基础”的产业发展新优势。

该公司“两大引擎”业务板块涉及乳业和肉业两大高蛋白食品产业；“六大支柱”具体包括糖业、城市厨房、城市保供、海洋食品、品牌食品及花卉六大业务板块；“两大基础”为现代农业和资产经营管理业务板块。公司产业链较完整，且在上海市乃至全国的细分市场中具有较强的竞争力。近年来，公司大力整合存量资产及推动商业模式转型，总体经营较稳定。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
乳业、肉业、糖业、城市厨房、城市	农业、食品加工、	全球/欧美/亚非拉/澳新/亚	政策、资本、资源、品牌、

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
保供、品牌食品、现代农业、海洋食品、花卉	零售、渔业	洲/东亚/国内/华东/上海	规模、技术
资产经营管理	房地产、金融	华东/上海	政策、资本、品牌、规模

资料来源：光明食品集团

该公司业务开展的核心驱动因素主要包括政策、资本、资源、品牌、规模、技术等因素。国家和各地出台的农业产业政策对公司经营的现代农业、乳业、肉业、糖业等业务开展有直接的影响，公司是上海市粮食、蔬菜、水果、禽蛋等农副食品的主要生产供应企业之一，近年来受政策扶持力度较大；此外，公司房地产业务开展受宏观经济、金融及各地房地产调控政策影响大。作为综合型产业集团，资本实力的强弱决定了公司业务的规模、质量及研发实力。2022年末，公司所有者权益为981.92亿元。公司资本实力突出，融资能力强，对各项主营业务开展形成强有力的支持。在资源方面，公司拥有较丰富的耕地、林地、水产养殖水域面积资源，是相关食品业务开展基础；公司在国内拥有农工商超市、第一食品等分销零售渠道，通过海外并购拓展了澳大利亚、西班牙等海外地区的分销渠道资源，渠道资源较丰富。公司拥有大白兔、光明、冠生园、梅林、正广和、一只鼎、海丰、爱森、大赢、石库门、金枫、玉棠、天厨等大量长期得到消费者认可的知名商标、品牌，并可为产品创造较高的附加值，有利于提升主业的盈利能力。在技术研发方面，公司拥有乳业生物技术国家重点实验室、上海黄酒工程技术研究中心、上海光明荷斯坦牧业有限公司技术中心、上海梅林正广和股份有限公司技术中心、冠生园（集团）有限公司技术中心及光明米业（集团）有限公司技术中心等科研创新机构，通过新技术、新产品的不断研发推动主业的持续发展。

#### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）<sup>3</sup>

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
营业总收入合计	1,557.48	1,508.30	1,375.94	313.84
其中：核心业务营业收入	1,589.58	1,549.48	1,468.89	321.84
其中：（1）乳业	387.00	428.81	424.17	109.18
在营业收入中占比（%）	24.35	27.67	28.88	33.92
（2）肉业	270.40	268.47	295.06	61.35
在营业收入中占比（%）	17.01	17.33	20.09	19.06
（3）糖业	157.62	164.10	175.80	43.05
在营业收入中占比（%）	9.92	10.59	11.97	13.38
（4）城市厨房	86.16	37.92	52.54	13.76
在营业收入中占比（%）	5.42	2.45	3.58	4.27
（5）城市保供	157.03	53.45	43.34	8.81
在营业收入中占比（%）	9.88	3.45	2.95	2.74
（6）品牌食品	228.67	182.52	142.54	36.88
在营业收入中占比（%）	14.39	11.78	9.70	11.46
（7）现代农业	96.88	68.71	77.92	17.19
在营业收入中占比（%）	6.10	4.43	5.30	5.34
（8）海洋食品	33.78	32.46	29.57	5.67
在营业收入中占比（%）	2.12	2.09	2.01	1.76

<sup>3</sup> 文中该公司各业务的营业收入、营业成本为未内部抵销数据。

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
(9) 花卉	12.72	13.82	12.70	3.60
在营业收入中占比 (%)	0.80	0.89	0.86	1.12
(10) 资产经营管理	159.32	299.22	215.24	22.35
在营业收入中占比 (%)	10.02	19.31	14.65	6.95
毛利率 (%)	18.19	16.94	16.93	17.17
其中：乳业 (%)	27.10	20.71	20.13	21.18
肉业 (%)	8.77	8.63	10.48	9.18
糖业 (%)	9.01	7.08	7.41	9.63
城市厨房 (%)	17.87	23.14	22.10	23.92
城市保供 (%)	6.95	13.50	6.13	13.82
品牌食品 (%)	22.35	22.20	20.26	21.81
现代农业 (%)	12.06	16.58	13.30	13.53
海洋食品 (%)	27.89	31.01	28.79	22.71
花卉 (%)	27.87	28.28	25.73	40.19
资产经营管理 (%)	25.04	16.84	17.98	14.97

资料来源：光明食品集团

2020-2022 年该公司分别实现营业总收入 1,557.48 亿元、1,508.30 亿元及 1,375.94 亿元，2022 年较上年下降 8.78%。公司营业收入主要来源于乳业、肉业、品牌食品、糖业、城市保供和资产经营管理等业务，2022 年上述业务收入占核心业务收入的比例分别为 28.88%、20.09%、9.70%、11.97%、2.95%、和 14.65%。2023 年第一季度，公司实现营业总收入 313.84 亿元，较上年同期下降 7.84%。

### A. 乳业

该公司乳制品业务经营主体包括光明乳业及 Bright Food Singapore。主要经营主体光明乳业是我国大型乳制品制造企业之一，其巴氏奶、酸奶、乳酪等品种的市场份额、技术实力等连续多年处于全国领先地位。光明乳业以巴氏奶和酸奶等“新鲜”乳品为核心，在全国主要奶源地和部分大中型中心城市设立了 20 个生产基地，并按照 HACCP（指“危害分析关键控制点”控制管理）要求进行生产管理，逐步在奶源供应方面执行 HACCP 管理。

光明乳业目前拥有“乳业生物科技国家重点实验室”、“国家乳品加工技术研发分中心”、“国家级企业技术中心”及“上海乳业生物工程技术研究中心”四大科研平台。光明乳业在乳品加工工艺、技术和设备方面保持领先，于 2010 年开始导入世界级制造（WCM World Class Manufacturing）持续改善的生产管理系统，并于 2014 年逐步推广至旗下各生产基地。2017 年，光明乳业在国家奶业科技创新联盟的指导下，制定了严苛的光明乳业巴氏杀菌乳内控标准，完成了巴氏奶从 85℃ 到 75℃ 的杀菌工艺升级，实施“国家优质乳”工程，并通过了国家奶业科技创新联盟的全面验收。此外，公司还拥有先进的全程冷链保鲜系统，对产品贮存、运输、交接等过程中的实时情况进行有效监控，确保全过程冷链管控的有效性。

为了保障奶源供应的稳定性和安全性，光明乳业在华东地区设立了现代化和智能化的奶牛基地，如亚洲规模较大的金山荷兰奶牛基地等；同时，向经过无公害农产品产地认定的合同制规模牧场收购原奶。从 2008 年 10 月开始，光明乳业奶源的选取仅限于集团下属奶牛场和其他规范奶牛场。此外，光明乳业还于 2010 年通过增资的形式成功控股新西兰 Synlait Milk 公司<sup>4</sup>51% 的股权，迈出了国际化步伐。截至 2022 年末，公司 4 家牧场被评定为全国农垦标杆牧场；10 家牧场通过 GAP（农业良好规范）认证；5 家牧场通过 ISO9001 质量管理体系认证；2 家牧场通过 SQF（食品质量安全）；2 家牧场通过

<sup>4</sup> Synlait Milk 是一家在新西兰注册的以奶粉加工及销售为主的有限责任公司，产能 5 万吨。2013 年 7 月，Synlait Milk 在新西兰证券交易所主板挂牌上市，募集资金 7500 万新西兰元，光明乳业持股比例为 39%。

GGAP（全球农业良好规范）认证体系认证。

该公司主要按生产计划进行采购，由光明乳业总部统一制定供应商目录及价格目录，并下发下属公司执行。公司的采购资金结算模式主要为网上支付。公司主要采用长期定点生产、合同订购等生产模式，与基地农户建立稳定产供关系，建立“保底联动机制”，实行合同订购，按市场确定最低价。公司销售模式主要是采取直营与经销并重的方式，销售渠道主要包括连锁超市、经销商、社区通路（送奶上门、新鲜屋及传统奶站）以及部分特殊渠道（网购、团购等）。销售资金结算方式主要以现金结款为主。目前，光明乳业在华东地区的销售处于领先地位，各品类产品中新鲜牛奶市场占有率长期维持近 60% 的高水平，在上海地区的市场占有率达到 70% 以上。2022 年，光明乳业总产量 130.63 万吨、总销量为 129.93 万吨，较上年分别下降 11.74% 和 7.56%；前五大客户销售额 37.46 亿元，占光明乳业销售额比重的 13.28%。

2018 年 7 月，光明乳业董事会审议通过了《关于新莱特建设液态乳品生产线项目的议案》，光明乳业下属新西兰 Synlait Milk 公司拟投资 1.25 亿新西兰元在现有新西兰邓桑德尔（Dunsandel）生产基地建设液态乳品生产线及相关包装生产线。2022 年，新西兰新莱特主营业务稳步发展，当年实现营业收入 69.21 亿元，同比增长 2.64%，净利润 0.28 亿元；2023 年 1-3 月，实现营业收入 18.65 亿元，净利润 0.51 亿元。

2020-2022 年，该公司乳业板块分别实现营业收入 387.00 亿元、428.81 亿元及 424.17 亿元，2022 年同比下降 1.08%。2023 年第一季度，公司乳业板块实现收入 109.18 亿元，较上年同期增长 2.01%。

## B. 肉业

该公司肉业主要由上海梅林负责。上海梅林下属的联豪品牌在全国冷冻牛排市场份额排名领先；梅林品牌罐头肉制品市场份额排名第一，具有较高的品牌知名度。公司肉制品生产基地主要分布在上海、江苏、四川，分别由梅林罐头、苏食、联豪负责。

2016 年上海梅林通过下属子公司上海梅林（香港）有限公司以 2.67 亿新西兰元（合人民币 13.05 亿元）收购新西兰最大的牛羊肉企业银蕨农场公司 50% 的股权。银蕨农场公司总部位于新西兰南岛第二大城市达尼丁（Dunedin），是新西兰最大的肉类加工企业、市场领导者及牛肉、羊肉及鹿肉出口商。截至 2022 年末，银蕨农场 14 家牛羊鹿肉屠宰加工生产基地遍布新西兰南北岛，2022 年屠宰牛 78 万头、羊 414 万头、鹿 11 万头，产量占新西兰牛肉、羊肉、鹿肉总产量分别为 29.7%、19.5%、36.2%。

截至 2023 年 3 月末，该公司共拥有 46 家生猪养殖场，其中种猪场 6 家（包括种猪扩繁场 5 家）、种公猪站 3 家、商品猪场 37 家，3 座全价饲料加工厂，养殖规模达 220 万头。公司生猪屠宰业务主要集中在长三角地区，年生猪屠宰产能 47.58 万头。

截至 2023 年 3 月末，上海梅林下属上海爱森肉食品有限公司（简称“上海爱森”）在上海及江浙地区开设“爱森”牌冷却肉专柜及专卖店 345 家。2022 年，上海爱森冷却肉累计销售 16.56 万头，2023 年 1-3 月累计销售 3.63 万头。

2020-2022 年，该公司肉业板块分别实现营业收入 270.40 亿元、268.47 亿元及 295.06 亿元，2022 年同比增长 9.91%。2023 年第一季度，较上年同期下降 12.24% 至 61.35 亿元。

## C. 糖业

该公司糖业涵盖食糖的生产和流通环节，主要由糖酒集团及其下属子公司承担。截至 2022 年末，糖酒集团执行“上控资源，下控网络”的策略，在广西、云南建立了制糖基地，在全国建立了 10 个销售公司，并通过吸收整合国内各地原有糖烟酒系统企业的方式建立了较完善的营销网络，已发展成国内经营规模最大的糖业集团之一。目前糖酒集团主要拥有东方先导糖酒有限公司（简称“东方先导”）、云南英茂糖业有限公司（“云南英茂”）和广西凤糖生化股份有限公司（简称“广西凤糖”）三大糖业平台。

该公司糖业加工生产主要由东方先领导下属公司（广西上上糖业有限公司、广西田林和平糖业有限公司）、云南英茂和广西凤糖进行。截至 2022 年 12 月末，广西上上糖业有限公司拥有糖厂 1 家，控制甘



蔗资源 24 万亩，2021/2022 榨季产糖 15.3 万吨；广西田林和平糖业有限公司拥有糖厂 1 家，控制甘蔗资源 17.1 万亩，2021/2022 榨季产糖约 8.12 万吨；云南英茂拥有糖厂 11 家，控制甘蔗资源 109.4 万亩，2021/2022 榨季产糖 70 万吨；广西凤糖拥有糖厂 10 家，控制甘蔗资源 91 万亩，2021/2022 榨季产糖 50 万吨。

在销售渠道方面，该公司糖业主要通过东方先下属销售公司进行销售。2022 年公司糖业板块实现食糖销售量 296.21 万吨，其中终端销售占总销量的 28.90%。

食糖行业的产量受糖料种植区天气的影响较大，且作为大宗商品之一，食糖价格的波动性也较为明显。面对市场波动，公司将推进优化糖业资源布局，加强集中采购以降低成本，并通过期货市场的采购进行套期保值，以规避价格风险。

此外，糖酒集团作为上海市大型的糖业产业集团，承担了上海 1.5 万吨地方储备糖管理的职能，并享有仓储费用、储备资金贴息和保险费用等财政补贴；同时作为上海地区食糖销售的主体，糖酒集团约占上海食糖 50%的市场份额。

2020-2022 年，该公司糖业板块分别实现收入 157.62 亿元、164.10 亿元及 175.80 亿元，呈上升趋势。2023 年第一季度，公司糖业板块实现营业收入 43.05 亿元，较上年同期增长 16.70%。

#### D. 城市厨房

该公司城市厨房板块经营主体主要为农工商超市（集团）有限公司（简称“农工商超市”）和上海良友（集团）有限公司（简称“良友集团”）部分业务板块。农工商超市以上海为核心构建长三角地区的连锁商业网，形成了较强大的食品产业终端网络平台。农工商超市集团的业务形态包括标准超市业态的农工商连锁超市和便利店业态的好德便利、可的便利、伍缘杂货等小型自选超市，在“2022 年中国便利店 TOP 100”中位列第 64 名。截至 2023 年 3 月末，农工商超市集团共拥有农工商超市、好德便利、可的便利、伍缘折扣等合计 643 家门店。

围绕城市厨房板块，该公司致力于构建与城市厨房工程关联的多业态、多模式的终端服务，适应上海和长三角生活方式的变革，积极思考从中央厨房到城市厨房的链路贯通，充分运用农工商超市终端网点平台，通过门店改造和数字赋能相并进，探索嵌入城市厨房功能，在打磨“社区食堂”、“光明早餐”双品牌的基础上，优化供给模式，集合网订柜取、网订店取、到店即食等线上线下通路，为“光明城市厨房”品牌进里弄、进社区、进街道，探索多元化路径，为市民提供中西式一日三餐、咖啡西点下午茶等堂吃即食、配送到家服务。依托渤海集团，探索烘焙和煎炸业务，服务政府、机关、学校、企业、餐饮、酒店等客户。实现终端零售渠道转型升级，基本形成精选超市、社区生鲜超市、社区食品加强型超市和现代鲜食便利等业态布局，加快构建线上线下渠道、冷链、仓储等环节的联动体系和数字化营销体系。

截至 2022 年 12 月末，农工商超市集团资产总额 33.90 亿元，所有者权益总额 8.30 亿元。2022 年全年实现营业收入 36.50 亿元，净利润-2.33 亿元。

2020-2022 年，该公司城市厨房板块分别实现营业收入 86.16 亿元、37.92 亿元及 52.54 亿元，2022 年同比增长 38.56%。2023 年第一季度，公司城市厨房业务实现收入 13.76 亿元，较上年增长 37.74%。

#### E. 城市保供

该公司城市保供板块主要由上海蔬菜（集团）有限公司（简称“蔬菜集团”）和良友集团部分业务板块运营。城市保供板块主要包括城市蔬菜及粮油的生产、储运和配送等。

截至 2022 年末，蔬菜集团资产总额 55.35 亿元，所有者权益总额 30.05 亿元，2022 年全年实现营业收入 7.79 亿元，净利润-0.10 亿元。2022 年，蔬菜集团及其控股子公司西郊国际农产品交易有限公司共实现农产品交易额 495.82 亿元，同比下降 23.22%；完成批发成交量 348.14 万吨，同比下降 36.73%，其中，完成蔬菜批发 195.80 万吨，同比增下降 36.29%，占上海蔬菜批发交易量的 70%。公司农业产业化经营采取内循环（自有核心基地+生产加工销售）和外循环（收购外部农副产品进行加工销售）相结合的模式。

图表 9. 近年来公司农产品贸易概况

	2020 年	2021 年	2022 年
农产品交易额（亿元）	604	646	496
农产品批发交易量（万吨）	524	550	348
蔬菜批发规模（万吨）	304	307	196

资料来源：光明食品集团

为进一步整合上海市国有食用农产品相关资源，根据上海市国资委沪国资委改革【2015】121 号文，上海市国资委将所持良友集团 100% 股权无偿划转至该公司。良友集团是上海最大的从事粮食经营的国有企业，承担政府委托或指定职能，保障上海粮食安全和供给稳定。截至 2022 年末，良友集团资产总额 166.43 亿元，所有者权益 65.36 亿元。2022 年全年，良友集团实现营业收入 63.19 亿元，同比下降 28.26%；实现净利润 5.95 亿元，同比转负为正。

良友集团城市保供板块运营主体主要为下属上海市油脂公司、上海市粮食储运公司、绿都集团股份有限公司、上海良友物流集团股份有限公司。截至 2022 年末，主要粮油产品进入上海市各主流商超渠道和国内主流电商平台。同期末，良友集团拥有良友便利、光明便利、粮油平价店、光明城市厨房等 314 家，遍布上海主要城区。

2020-2022 年，该公司城市保供板块分别实现营业收入 157.03 亿元、53.45 亿元<sup>5</sup>及 43.34 亿元。其中，2022 年下降 18.92%。2023 年第一季度，公司城市保供业务实现收入 8.81 亿元，同比下降 3.19%。

#### F. 海洋食品

为进一步提升国有资本功能、优化上海食品行业国资布局，根据上海市国资委【2017】120 号文，上海市国资委将所持上海水产集团有限公司（简称“水产集团”）100% 股权以经审计的净资产值划转至该公司。

水产集团核心业务为远洋捕捞业务，截至 2022 年末拥有 71 艘远洋捕捞船只，培育业务为高端海产品销售及与水产品产业链相关业务。2022 年，水产集团实现远洋水产品捕捞产量为 13.11 万吨。其中，金枪鱼围网船队全年实现捕捞产量 9.55 万吨；大拖船队全年实现捕捞产量 0.92 万吨。2022 年水产集团各船队捕捞生产总体维持平稳态势。2022 年水产集团回国产品包括金枪鱼、鲑鱼、墨鱼、鱿鱼和红虾等品种，共实现各类产品回运 12.14 万吨。2023 年第一季度，水产集团实现各类产品回运 1.52 万吨。

图表 10. 近年来远洋水产品捕捞产量情况（单位：万吨）

船队	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
大拖	0.89	1.23	0.92	1.75
金枪鱼围网	10.60	10.99	9.55	1.41
其他	3.58	2.74	2.64	1.08
合计	15.07	14.96	13.11	4.24

资料来源：光明食品集团

图表 11. 近年来回国产品情况（单位：万吨）

产品类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
狭鳕	0.89	-	0.75	-
竹筴鱼	-	-	-	-
金枪鱼	9.21	11.89	9.57	1.03
头足类	1.59	1.26	1.61	0.49

<sup>5</sup> 其中，2021 年该板块收入大幅下降，主要系蔬菜集团本期改为净额法确认收入。

产品类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
阿根廷红虾	0.03	0.06	0.15	-
鲑鱼	-	1.23	0.06	-
其他	0.02	-	-	-
<b>合计</b>	<b>11.74</b>	<b>14.44</b>	<b>12.14</b>	<b>1.52</b>
<b>占渔捞生产总量的比例 (%)</b>	<b>77.90</b>	<b>96.52</b>	<b>92.60</b>	<b>35.85</b>

资料来源：光明食品集团

2016 年，水产集团下属上市公司上海开创国际海洋资源股份有限公司（简称“开创国际”）投资 6100 万欧元收购了西班牙 HIJOS DE CARLOS ALBO SL（简称“ALBO 公司”）100% 股权。ALBO 公司的知名度和市场占有率位居西班牙国内罐头品牌前列，其主导产品为金枪鱼罐头和罐头方便食品，主要销售地在西班牙，主要分销渠道遍布西班牙 17 个行政区，同时在欧洲其他国家及北美和非洲亦有少量销售。2022 年，ALBO 公司实现罐头总产量 4,609 万罐，同比下跌 18.27%；实现营业收入 9,641 万欧元，同比增长 11.56%；净利润 19 万欧元。2023 年 1-3 月，ALBO 公司实现罐头总产量 1,269 万罐，同比增长 28.69%。

2020-2022 年，该公司海洋食品分别实现营业收入 33.78 亿元、32.46 亿元及 29.57 亿元。2023 年第一季度，公司海洋食品实现收入 5.67 亿元，同比增长 27.13%。

#### G. 品牌食品

该公司品牌食品业务主要由上海益民食品一厂（集团）有限公司（简称“益民集团”）、上海金枫酒业股份有限公司（简称“金枫酒业”）、四川全兴酒业有限公司（简称“四川全兴”）、光明食品全球分销有限公司、上海第一食品连锁发展有限公司（简称“第一食品”）及上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司（简称“上海捷强”）负责。

益民集团作为一家综合性大型食品集团，已形成包括食品加工和制造、食品服务和贸易、非食品投资的三大业务板块，拥有包括光明牌、梅林、正广和、冠生园、大白兔、一只鼎、96858 七大品牌在内的多个中国驰名商标和上海市著名商标。

经过多年发展，该公司的酒业已经成为品牌食品业务板块的重要利润来源之一，主要由金枫酒业及四川全兴经营。金枫酒业是国内大型黄酒生产企业之一，已经具有八十多年的黄酒酿造历史，并建立有上海黄酒工程技术研究中心、上海市级企业技术中心。金枫酒业产品包括“金枫”系列黄酒和“和酒”系列黄酒<sup>6</sup>。金枫酒业拥有全国黄酒行业单体最大的酿造基地，2022 年，金枫酒业黄酒产量 65,270 千升，产能利用率<sup>7</sup>为 42.94%；当年实现黄酒销量 65,979 千升，“石库门”和“和酒”在上海黄酒市场的占有率为 25.50%。当期金枫酒业实现营业收入 6.62 亿元，净利润 0.02 亿元。

2011 年，糖酒集团完成了对四川全兴 67% 的股权收购后，该公司酒业业务范围拓展至白酒领域。2012 年 3 月，四川全兴相继推出“井藏”（壹号、贰号、叁号）及“青花瓷”产品，此外四川全兴产品还包括原有润藏系列、全兴大曲系列以及老字号系列等数十款高、中、低档产品。2022 年，四川全兴白酒成品酒产量为 0.86 万吨，其中自产成品酒 0.50 万吨，委外加工成品酒 0.35 万吨，成品酒产能利用率为 112.00%；基酒产量为 0.17 万吨，基酒产能利用率为 97.00%。当年实现白酒销量 0.79 万吨，其中自销比例为 3.86%，代理商销售比例为 96.14%。当期四川全兴实现营业收入 5.43 亿元，净利润 0.37 亿元。

2015 年，糖酒集团通过下属全资公司在开曼群岛设立全球分销公司。全球分销公司先与玛纳森食品控股有限公司（简称“玛纳森公司”）<sup>8</sup>进行内部重组，重组后全球分销公司持有玛纳森 100% 股份。

<sup>6</sup> “金枫”系列黄酒拥有“金枫”、“石库门”等系列产品，多次被评为上海名牌产品；“和酒”系列产品拥有“金色年华”、“和酒三年陈”等产品。

<sup>7</sup> 产能利用率=当期实际产量/设计年产能。

<sup>8</sup> 2011 年，糖酒集团以 2.8125 亿澳元的价格收购了澳大利亚领先的综合食品运营商和经销商玛纳森公司 75% 股权。2011 年 11 月，糖酒集团通过在境外设立的子公司完成了该交易的交割，成为玛纳森公司的控股股东，公司成为玛纳森公司的实际控制人。玛纳森公司自有和代理 70 多种食品品牌，在澳大利亚干果/果脯、调味酱、奶酪等细分市场处于领先地位，拥有零售、餐饮等

同时，全球分销公司通过增发新股的方式，引入两方战略投资者深圳市东华通贸易发展有限公司和建投投资有限责任公司。至此，糖酒集团通过其香港公司持有全球分销有限公司 75% 股份。2022 年玛纳森公司实现营业总收入 35.56 亿元，实现净利润 0.75 亿元。

第一食品是食品零售行业首家同时通过 HACCP 食品安全管理体系和 ISO9001:2000 质量管理体系认证的企业，多年来第一食品致力于发展专业、特色食品零售大店，在上海、江苏拥有多家食品零售专业店。截至 2022 年末第一食品资产总额为 8.09 亿元，所有者权益为 1.89 亿元；2022 年实现营业总收入 4.91 亿元，净利润-0.61 亿元。

上海捷强是华东地区主要的食品代理商之一，主要代理金枫、五粮液、剑南春、康辉、雅可、瑞士莲、利口乐、渔夫之宝等品牌，并开始进入中高档食品品牌代理市场。品牌代理经营的盈利模式是进驻大卖场、连锁超市、便利店、综合商厦、餐饮、酒店等销售代理商品，从货源代理中收取代理费。该公司的食品代理业务已经较为成熟，上海捷强已发展成为华东地区最大的烟酒专业零售商，截至 2022 年 12 月末在上海市内拥有捷强 Joymax 烟酒专业连锁门店 216 家。2022 年，上海捷强实现营业总收入 18.85 亿元，同期实现净利润 4.09 亿元。

2014 年 12 月，该公司出资 1.23 亿欧元收购意大利橄榄油企业 Salov 集团 90% 股权，Salov 集团专业生产及销售橄榄油，总部位于意大利托斯卡纳地区，旗下的橄榄油品牌 Filippo Berio 至今已有近 150 年的历史，橄榄油产品意大利、美国和英国市场中处于领导地位。2022 年，Salov 公司营业收入 34.88 亿元，同期实现净利润 0.71 亿元。

2020-2022 年，该公司品牌食品业务分别实现收入 228.67 亿元、182.52 亿元及 142.54 亿元，2022 年同比下降 21.90%。2023 年第一季度，公司品牌食品业务实现收入 36.88 亿元，较上年同期增长 7.55%。

## H. 现代农业

该公司现代农业经营主体分别为光明食品集团上海五四有限公司（简称“五四公司”）、光明食品集团上海崇明农场有限公司（简称“崇明农场”）、光明食品集团上海农场有限公司（简称“上海农场”）和光明农业发展（集团）有限公司（简称“光明农发”）。

该公司现代农业重点发展种源、生态、装备和标准化农业，主要产品包括蔬菜、水产、禽类、药用植物、鲜果、生态森林等，已实现生产、加工、销售一体化经营。各类产品主要通过农贸市场、超市、园区等供应给华东地区消费者。公司的现代农业业务大多通过公司化方式统一运作，公司根据农场的客观条件和近年农作物市场的实际状况，统一安排机械化种植生产，在生产过程中统一提供技术支持、农机和农业生产资料的调拨。经过多年经营和发展，公司的农业产业化模式较为成熟，已经形成了农业生产规模化、集约化和标准化的管控模式。

五四公司前身是上海市五四农场，创建于 1954 年。主要从事蔬菜、瓜果、草坪、茶叶等的开发、生产和加工出口业务。近几年，五四农场围绕“50 万吨蔬菜销售”这一核心，在推进转型发展，拓展通道布局，强化基地建设，目前已成为以现代蔬果为主业的农业产业化国家重点龙头企业。截至 2022 年末，五四农场自有 2.38 万亩标准化设施菜田（0.39 万亩设施大棚、1.99 万亩露地）。2022 年度五四农场产蔬果量为 21.98 万吨，实现蔬菜上市量 21.96 万吨。2022 年五四农场实现营业收入 10.13 亿元、净利润 0.87 亿元。

2011 年 4 月，该公司对光明食品集团上海跃进有限公司（简称“跃进公司”）、光明食品集团上海长江总公司（简称“崇明农场公司”）和光明食品集团上海海丰总公司（简称“海丰公司”）的米业生产业务进行整合，组建了光明米业。2021 年 11 月，光明米业更名为光明农业发展（集团）有限公司。光明农发以现代粮食生产经营为主业，已经形成了稻麦种植、加工、销售为一体的产业链。在销售渠道方面，光明农发已覆盖上海市易初莲花、华联、沃尔玛等商超网点，销售渠道也已扩展至全国十余个省市，同时推出多个网上购物平台；批发渠道覆盖到大场、广粤路等上海市多个标准化菜场、批发市场。近年来光明农发发展态势良好，但光明农发的盈利主要依靠种植环节，在土地资源有限的情况下，米

业继续拓展盈利的空间将非常困难。目前，光明农发收入增长主要来源于粮食贸易业务，但由于贸易业务毛利率较低，占用资金较大，需进一步加强风险控制。崇明农场公司主要经营林果、畜牧、水产、禽业及休闲食品四项核心产业，崇明农场公司建设用地面积为 0.80 万亩。截至 2022 年末，光明农发在苏北、安徽拥有 2 个粮源基地，可控制播种面积 28.68 万亩，并拥有 1 个中国驰名商标（安徽槐祥）。目前，光明农发拥有耕地面积 28.68 万亩，主要分布在上海崇明、江苏大丰农业基地公司，年粮食产量约 22 万吨。2022 年，光明农发实现营业收入 45.74 亿元、净利润 2.00 亿元。

上海农场于 2009 年 9 月正式划归公司管理，实施企业化、产业化经营。主要经营粮业、猪业、渔业及林业四大核心业务，并探索培育禽蛋养殖业、菌菇种植业、上海营销等三个新兴产业。2014 年，原川东农场、原海丰总公司先后与上海农场实行政归并。归并整合后，截至 2022 年末，上海农场占地总面积为 46 万亩，其中林地 6 万亩、水产养殖面积 8 万亩。

2020-2022 年，该公司分别实现现代农业收入 96.88 亿元、68.71 亿元及 77.92 亿元。2023 年第一季度，公司现代农业板块实现收入 17.19 亿元，较上年同期增长 23.67%。

### I. 花卉

该公司花卉板块运营主体为上海花卉园艺（集团）有限公司（简称“花卉集团”），由光明食品（集团）有限公司投资组建，原名光明食品集团上海东海农场有限公司，于 2019 年 8 月变更为现名。

花卉集团主要业务板块为现代农业、现代制造业和都市服务业，其中：现代农业板块产品包括花卉和石斛，涉及的企业为鲜花港、种业集团、云南石斛和九斛堂企业。截至 2023 年 3 月末，花卉集团现有现代化智能温室群 33.33 万平方米，连栋大棚 36.46 万平方米，花卉新品展示和科普休闲园 48 公顷，花卉新品科技研发中心 8800 平方米，已形成年产种苗 1.5 亿株、切花 1200 万支、盆花 220 万盆的生产能力，年吸引游客超过 2.5 万人次。

截至 2022 年末，花卉集团资产总额 61.13 亿元，所有者权益总额 25.54 亿元；2022 年实现营业收入 12.68 亿元，净利润 2.79 亿元，其中现代农业实现营业收入 5.17 亿元。

### J. 资产经营管理

该公司资产经营管理业务板块经营主体主要为光明房地产集团股份有限公司（简称“光明地产”）、光明食品集团资产管理有限公司、光明食品集团财务公司及光明生态岛投资发展有限公司等。

#### a. 房地产

该公司房地产业务经营实体为光明地产。其中，房地产业主要由光明地产旗下的农房集团经营管理，包括普通商品住宅及其配套商业地产、综合商务楼的开发、销售和服务及上海城中村改造。

2022 年该公司房地产新开工面积为 19.81 万平方米，较上年末下降 89.29%；竣工面积为 254.81 万平方米，同比下降 34.05%。当年公司实现签约金额为 118.65 亿元，同比下降 64.00%；签约面积为 112.23 万平方米，同比下降 51.17%。

图表 12. 公司近年房地产开发情况

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
新开工面积（万平方米）	210.61	184.95	19.81	0
竣工面积（万平方米）	263.04	386.36	254.81	92.23
签约销售金额（亿元）	362.68	329.59	118.65	16.16
签约销售面积（万平方米）	241.55	229.85	112.23	14.15

资料来源：光明食品集团

2022 年末，光明地产在建项目 19 个，总投资合计为 430.98 亿元，已完成投资 336.22 亿元。在建房地产项目主要分布在长三角地区，大多位于三四线城市。同期末，光明地产在建项目已回笼资金为 121.40 亿元，回笼速度相对较慢，受项目所在地房地产限购政策影响，后续仍将面临一定库存去化压力。

图表 13. 截至 2022 年末光明地产主要在建项目情况

项目名称	项目性质	项目所在地	总投资 (亿元)	截至 2022 年末已完成投资规模 (亿元)	资金回笼 (亿元)	规划建筑面积 (万平方米)	土地面积 (万平方米)
农房-索河湾三期	住宅	河南省郑州市	22.89	16.28	6.37	41.00	16.82
金山 G6 项目	住宅	上海市金山区	92.42	92.40	31.27	51.40	17.25
烟台项目	住宅	山东省烟台市	10.25	10.15	5.81	23.95	13.60
金山海光项目	住宅	上海市金山区	66.32	50.88	0.00	34.64	9.39
湖州图影 16 号地块	住宅	浙江省湖州市	11.04	8.32	0.29	15.24	5.95
常州三毛项目	住宅	江苏省常州市	38.97	38.16	42.60	32.26	10.85
重庆市渝北区两路组团分区项目	住宅	重庆市渝北区	12.94	12.75	4.86	13.82	6.55
川沙六灶 03-01	征收安置房	上海市浦东新区	9.63	6.98	4.17	11.66	4.37
川沙六灶 08-01	征收安置房	上海市浦东新区	7.91	6.71	5.69	9.56	3.56
竹海岭上 G 块	商服	江苏省宜兴市	3.84	3.53	0.00	2.48	1.86
竹海岭上 H 号地块	商服	江苏省宜兴市	6.62	5.27	0.00	5.76	4.77
竹海岭上 F、L 号地块	住宅	江苏省宜兴市	8.80	1.23	0.00	7.10	4.10
菏泽三期	住宅	山东省菏泽市	21.00	3.30	0.64	11.06	3.93
临港 K07-05 地块	商办	上海市浦东新区	6.32	4.68	0.00	4.48	0.90
上海市自贸区临港新片区重装备产业区 04PD-0303 单元 H04-02 地块 (芦潮港农场环境整治配套项目)	住宅	上海市浦东新区	53.13	34.91	6.36	48.52	13.93
上海市自贸区临港新片区重装备产业区 04PD-0303 单元 H06-01、H16-04 地块(芦潮港农场环境整治配套项目)	住宅	上海市浦东新区	36.62	24.07	5.94	32.84	9.85
上海浦东“十二五”保障房三林基地 03-03 地块	征收安置房	上海浦东	5.82	3.92	0.00	6.39	2.27
上海浦东大团镇中部社区 PDS5-0101 单元 15-05 地块	征收安置房	上海浦东	6.77	4.01	0.24	9.29	3.33
杨浦 118 二期	动迁房	上海市杨浦区	9.69	8.67	7.16	2.81	0.65
<b>合计</b>	-	-	<b>430.98</b>	<b>336.22</b>	<b>121.40</b>	<b>364.80</b>	<b>133.93</b>

资料来源：光明食品集团

截至 2022 年末，该公司拟建项目 5 个，计划总投资规模为 55.01 亿元，已投资金额合计 7.16 亿元。公司在建项目及拟建项目后续仍需投资金额合计 142.61 亿元，面临较大的投资压力。

图表 14. 光明地产主要拟建房地产项目情况表

项目名称	项目性质	地理区位	计划项目建设期	计划总投资规模 (亿元)	截至 2022 年末已投资金额 (亿元)	规划建筑面积 (万平方米)	土地面积 (万平方米)
湖州图影 15 号地块	住宅	浙江省湖州市	2023.4-2024.12	5.50	2.30	4.00	3.90
邯郸项目	住宅	河北省邯郸市	待定	20.68	0.33	47.10	12.97
杭州湾项目	商住	浙江省杭州市	待定	15.03	3.15	19.92	3.00
竹海岭上 B 地块	住宅	江苏省宜兴市	待定	11.23	0.27	14.19	8.94
湖州图影 12 号地块	住宅	浙江省湖州市	待定	2.57	1.11	4.76	0.87
<b>合计</b>	-	-	-	<b>55.01</b>	<b>7.16</b>	<b>89.97</b>	<b>29.69</b>

资料来源：光明食品集团（截至 2022 年末）

在土地储备方面，光明地产主要通过招拍挂方式获取土地。2022 年，光明地产竞得上海市浦东新区川沙新镇六灶社区 03-04 地块，项目出让面积为 3.65 万平方米，计容建筑面积为 7.30 万平方米，成交价为 6.83 亿元，土地用途为征收安置房。截至 2022 年末，光明地产土地储备共计 6 幅，面积合计 33.84 万平方米，应交土地出让金 13.92 亿元，并已全部支付完毕。

图表 15. 公司土地储备情况表

地块	所在地	项目类型	权益比例 (%)	土地出让金 (亿元)	已交出让金 (亿元)	土地面积 (万平方米)	获取年份
扬州华利项目 A 地块	江苏省扬州市	商业	75.00	0.79	0.79	1.85	2013
竹海岭上 E 号地块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	1.28	1.28	6.34	2017
竹海岭上 J 号地块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	0.23	0.23	1.14	2018
竹海岭上 MK 号地块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	2.06	2.06	10.44	2019
云南省昆明市 KCC2011-63-A1 地块	云南省昆明市	住宅	51.00	2.73	2.73	10.41	2020
川沙新镇六灶社区 03-04 地块	上海浦东新区	征收安置房	100.00	6.83	6.83	3.65	2022
<b>合计</b>	-	-	-	<b>13.92</b>	<b>13.92</b>	<b>33.84</b>	-

资料来源：光明食品集团（截至 2022 年末）

## b. 其他业务

该公司物流业主要由光明地产下属的海博物流（集团）公司（简称“海博物流”）经营管理。海博物流是上海市大型物流企业之一，具有国际货代、危险品运输和海关监管车辆运输资质。海博物流以上海西郊国际农产品交易中心建设为契机，开展与后者相配套的冷链物流及辅助项目。另外，海博物流还在洋山深水港物流保税区建有综合基地，并与多家国内外企业建立了物流合作关系。

此外，该公司于 2013 年通过资本运作收购香港万安集团（主营冷冻食品进口业务）70% 股权，主动布局冷冻食品进口贸易和食品物流业务。2014 年 12 月，公司以港币 7.5 亿元收购东方投资集团有限公司持有的东方物流中心物业项目，该项目为普通货仓，共 13 层，地处香港新界葵涌区嘉定街 1-11 号。由于冷链物流产业拥有较大的市场空间，此次收购为公司培育优质的冷链物流业务提供良好条件。另外，海博物流还在洋山深水港物流保税区建有综合基地，并逐步与多家国内外企业建立了物流合作关系。公司在洋山自贸区、大虹桥等重点发展地区拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园；在市内其他区域还拥有大型冷库、常温仓库、码头岸线、BH 城市货运出租车、冷藏车辆等经营性资源。截至 2022

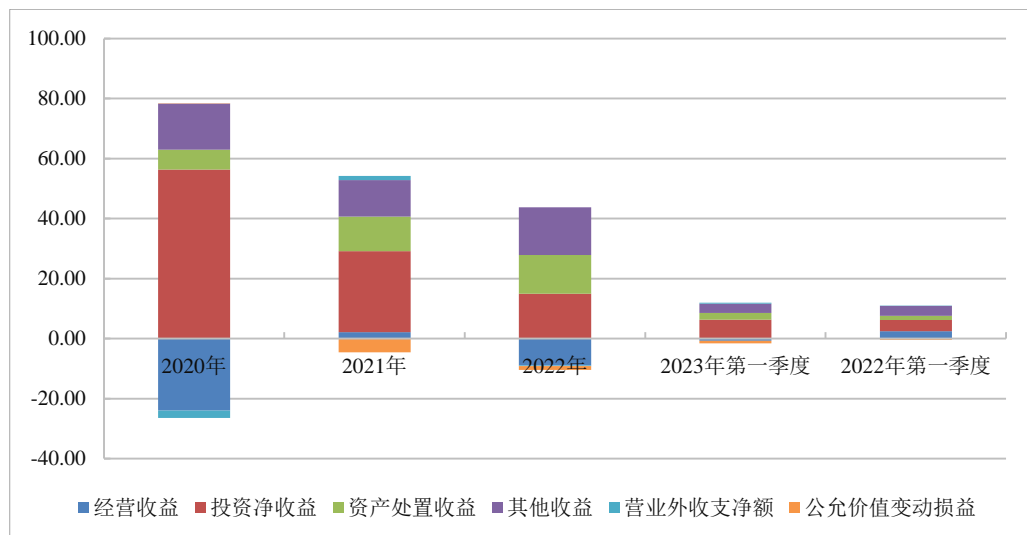
年末，香港万安资产总额 17.05 亿元，所有者权益总额 3.40 亿元；当年实现营业收入 13.98 亿元，净利润 0.36 亿元。

该公司出租车业务主要由旗下光明食品集团资产经营管理有限公司（简称“光明资管”，原名上海海博投资有限公司）经营管理。光明资管下属的上海海博出租有限公司是上海市四大出租企业之一，具有出租车、租赁车营运资质。近年来受网约车影响，驾驶员流失，因缺人而出现搁车现象导致出租车业务收入有所下滑。截至 2022 年末，公司拥有出租车车辆为 5,636 辆。2022 年及 2023 年第一季度，海博出租分别实现营业总收入 10.10 亿元和 1.77 亿元，净利润分别为-1.66 亿元和-0.40 亿元。

为提高资金集中度，增强集团的资金募集、资金供应等功能，实现食品产业和金融资本的有效融合，经中国银监会上海监管局批准，光明食品集团财务有限公司（简称“财务公司”）于 2014 年 12 月成立，是该公司全资设立的非银行金融机构，通过资金归集、同业存款、账务挂接等业务，实现食品产业和金融资本的有效融合。财务公司于 2015 年 1 月正式开业。2016 年 9 月，公司获得国家外汇管理局关于开展外汇资金集中运营管理业务许可，参与上海市跨国公司总部外汇资金集中运营管理试点业务。截至 2022 年末，财务公司资产总额为 323.44 亿元，所有者权益为 35.65 亿元；2022 年实现营业总收入 6.80 亿元，净利润 2.30 亿元。

## (2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

受营业毛利、营业税金及附加、期间费用及资产减值损失规模变化影响，该公司经营收益有所波动。近年来投资收益、营业外净收入、其他收益及资产处置收益已成为公司盈利的重要补充。

2020-2022 年，该公司分别实现营业总收入 1,557.48 亿元、1,508.30 亿元及 1,375.94 亿元。同期，公司综合毛利率<sup>9</sup>分别为 18.19%、16.94%及 16.93%，2022 年与上年基本持平。当期，各业务中，乳业、海洋食品、城市厨房、品牌食品及花卉毛利率较高，现代农业、肉业及资产经营管理毛利率水平居于其次，糖业及城市保供毛利率相对较低。其中，2022 年肉业毛利率提升，主要系当年国际市场牛肉价格处于高位，且新西兰元汇率整体走弱；城市保供毛利率下降，主要系上海地区几个大市场较长时间暂停营业，市场交易手续费收入及市场摊位手续费收入下降所致。2020-2022 年，公司营业毛利<sup>10</sup>分别为 283.36 亿元、255.51 亿元及 232.91 亿元，公司营业毛利逐年下滑。

<sup>9</sup> 综合毛利率=1 - (营业成本+利息支出+手续费及佣金支出) / 营业总收入 × 100%。

<sup>10</sup> 营业毛利=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出。



图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业总收入合计（亿元）	1,557.48	1,508.30	1,375.94	313.84	340.55
毛利（亿元）	283.36	255.51	232.91	53.88	57.75
期间费用率（%）	17.08	15.05	16.38	17.01	15.92
其中：财务费用率（%）	1.65	1.56	2.04	2.06	1.99
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>42.14</b>	<b>34.96</b>	<b>34.19</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>17.32</b>	<b>10.70</b>	<b>8.07</b>	-	-

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

近年来，该公司期间费用维持在较大规模。2020-2022 年，期间费用分别为 266.04 亿元、226.94 亿元及 225.32 亿元，主要来源于销售费用、管理费用。近三年公司期间费用率分别为 17.08%、15.05%及 16.38%。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益（亿元）	56.33	27.01	14.95	6.34	3.73
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.06	9.76	8.21	-	-
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元） <sup>11</sup>	3.12	4.92	-0.06	-	-
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	8.53	-	-	-	-
丧失控制权后，剩余股权按公允价值计量产生的利得（亿元）	5.02	-	-	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	3.29	-	-	-	-
处置交易性金融资产取得的投资收益（亿元）	-0.00	5.16	-0.03	-	-
其他权益工具投资持有期间的投资收益（亿元）	-	5.45	5.53	-	-
其他收益（亿元）	15.34	12.10	15.91	3.10	3.34
其中：政府扶持款（亿元）	8.14	10.78	14.64	-	-
项目补助款（亿元）	1.93	0.79	0.85	-	-
农业补助款（亿元）	2.04	0.25	0.28	-	-
税收返还（亿元）	1.44	0.21	0.11	-	-
营业外收入（亿元）	4.54	4.97	4.08	0.67	0.40
其中：政府补助（亿元）	0.85	0.53	0.73	-	-
资产处置收益（亿元）	6.68	11.49	12.94	2.25	1.35
公允价值变动损益（亿元）	0.10	-4.54	-1.31	-0.81	-0.35

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

投资净收益为该公司盈利的重要补充，投资收益主要来源于长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益、持有其他权益工具投资及处置交易性金融资产等取得的投资收益。2020-2022 年，公司分别取得投资净收益 56.33 亿元<sup>12</sup>、27.01 亿元及 14.95 亿元。其中 2022 年投资净收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益 8.21 亿元及其他权益工具投资持有期间的投资收益 5.53 亿元，主要来自持有宁波明科置业有限公司、上海海烟物流发展有限公司、海通证券股份有限公司、江苏洋河酒厂股份

<sup>11</sup> 含处置子公司股权取得的投资收益。

<sup>12</sup> 2020 年投资收益中有 36.02 亿元系当年公司对海通证券追加投资后，将原持有的股权投资的公允价值加上新增投资成本作为改按权益法核算的初始投资成本，原持有的股权投资分类为可供出售金融资产的公允价值与账面价值之间的差额，及原计入其他综合收益的累计公允价值变动金额转入当期损益导致。

有限公司、大金（中国）投资有限公司等公司股权所获得的收益。2020-2022年，公司资产处置收益分别为6.68亿元、11.49亿元及12.94亿元，主要是处置其他非流动资产和固定资产所获得的收益。2020-2022年，公司公允价值变动损益分别为0.10亿元、-4.54亿元及-1.31亿元，2022年主要是交易性金融资产公允价值变动损失2.03亿元。2022年，公司确认资产减值损失7.60亿元，主要为存货跌价损失。

该公司营业外收入主要来源于政府补助、动迁补偿等补偿款及非流动资产处置利得等。公司下属子公司从事的农业、出租车等业务每年可以获得一定政府补贴。根据财会[2017]15号要求，公司将与日常经营活动相关的政府补助按照经济业务实质计入“其他收益”，2020-2022年，公司分别实现其他收益15.34亿元、12.10亿元及15.91亿元，2022年包括14.64亿元的政府扶持款、0.85亿元的项目补助款及0.28亿元的农业补助款等。同期营业外收入分别为4.54亿元、4.97亿元及4.08亿元。

受以上因素的共同影响，2020-2022年，该公司净利润分别为26.57亿元、30.57亿元及18.16亿元。

2023年第一季度，该公司实现营业总收入313.84亿元，较上年同期下降7.84%；同期公司毛利率为17.17%，较上年同期增加0.21个百分点。主要受投资净收益增加、所得税费用减少等因素，2023年第一季度公司实现净利润7.05亿元，较上年同期增长10.82%。

### （3）运营规划/经营战略

该公司将牢固树立五大发展理念，坚持发展第一要务，坚持稳中求进的基本要求，坚决落实国企改革和农垦改革的决策部署，紧紧围绕“五年再造新光明、十年打造实力光明”的总体目标，严格遵循“总部强、平台优、农场实、终端活”的发展原则，扎实推进殷实农场建设和崇明世界级生态岛建设，努力构建“一体两翼”产业发展格局，创新实施“融合与协同、品牌与渠道、平台与国际化、人才和信息”四大战略，深入推进“盘土地、盘资源、盘人才、盘资金、盘规则”工作，努力做强、做优、做精、做长、做大企业。

十四五期间，该公司将聚焦“食品产业与供应链、城市食品保障服务与资产经营管理”两大核心主业，提升高蛋白产品的比重和市场份额，进一步夯实底板功能，在中高端消费、健康产业、休闲体验、现代供应链等方面，建立资产资源增值体系，打造“两大引擎+六大支柱+两大基础”的产业发展新优势；积极融入“一带一路”、乡村振兴、长三角一体化、自贸区临港新片区等国家战略。

该公司将主动服务上海城市更新、世界级生态岛建设、“四大品牌”打响、“四大功能”提升、“五个中心”建设等重大项目，拓展未来发展新空间；优化冷链布局空间，把握消费变革升级趋势，进一步弥补光明产业链短板，推动食品产业向高品质转型创新，加强线上线下、海内外平台融合，进一步打通集团食品供应链体系；坚持稳中求进的工作总基调，深入推进“实力光明”建设，优化调整布局结构，深化国有企业改革，提升党的建设质量，坚定不移地做强、做优、做大核心主业，努力打造具有国际竞争力和品牌影响力的世界一流综合食品企业。

## 管理

**该公司是上海市属国有大型企业，公司实际控制人为上海市国资委。公司已根据相关法律法规建立了较完整的法人治理结构。公司管理运作较规范，但集团下属企业较多，行业跨度较大，总部管控压力较大。**

截至2022年末，公司实收资本为50.08亿元，上海市国资委持股比例为2.87%，上海国盛持股比例为42.65%，上海城投持股比例为39.17%，久事集团出资比例为14.87%，上海市财政局持股0.43%。上海市国资委仍为公司实际控制人。

该公司设立了股东会、董事会和监事会，并就股东权利与义务、董事会和监事会的人员组成、职责权限及议事规则等做出了明确的规定。截至目前，公司实际有董事会成员9名，其中董事长1名，董事8名（其中股东方董事2名，外部董事3名），应由上海市国资委委派的董事6名，职工董事1名；

公司监事会目前由 4 人组成，尚有 1 名监事缺任。

该公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置职能部门，并通过制度建设和落实明确各部门的权责分工。公司下属企业数量较多，行业跨度较大。根据现阶段实际经营和发展需要，公司主要采取分级管理模式对下属子公司进行管理。作为整个集团的管理总部，母公司制定了集团整体发展战略，并通过产权、投资、财务、人员、法务等多种管理方式对下属子公司进行分級管控，从而促进集团整体发展战略的落实。为了对子公司的经营活动进行监管和控制，公司还建立了必要的内部控制制度，强化公司各部门在产权、担保、投资、财务等方面的管理职能，在集团范围内基本构筑了较为规范有效的业务管理架构。

关联交易方面，2022 年该公司购买商品、接受劳务支付给关联方金额合计 19.65 亿元，主要包括从糖酒集团的联营及合营企业采购货物金额 8.10 亿元、从光明乳业的联营及合营企业采购货物金额 5.95 亿元、从光明国际的联营及合营企业采购货物金额 5.44 亿元；出售商品、提供劳务收到关联方金额合计 11.98 亿元，主要包括向光明国际的联营及合营企业销售商品金额 8.08 亿元、向光明乳业的联营及合营企业销售商品金额 2.89 亿元。同期公司作为拆出方向光明地产的联营及合营企业进行资金拆借金额为 26.23 亿元。截至 2022 年末，公司应收关联方款项余额为 33.55 亿元，应付关联方款项余额为 23.77 亿元。

跟踪期内，根据该公司提供的 2023 年 3 月 17 日《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。根据公司 2022 年审计报告，截至 2022 年末，公司金额超过 1000 万的有息债务逾期金额为 2.69 亿元。主要为下属四级子公司上海光明饲料有限公司（简称“光明饲料”）借款逾期，因光明饲料原负责人涉及刑事诉讼，光明饲料已进入司法破产程序，后续清偿事宜在法院主持下由破产管理人负责。

## 财务

**该公司拥有雄厚的资本实力，主业获现能力较强，但由于房地产业务等投资规模较大，公司资金需求大，刚性债务规模较大。但公司负债经营程度仍稳健，现金类资产存量较充裕，并持有大量金融资产，融资渠道畅通，公司偿债能力极强。**

### 1. 数据与调整

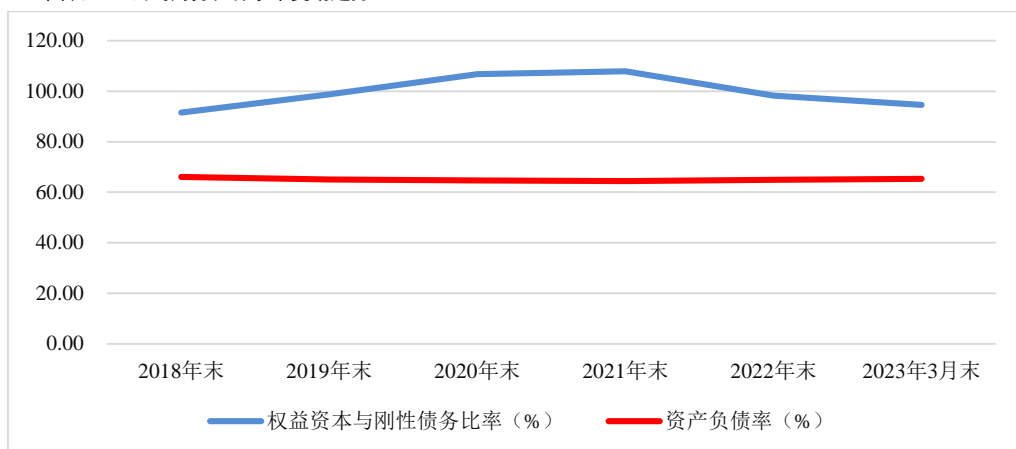
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。2022 年，公司开始执行《企业会计准则解释第 15 号》和《企业会计准则解释第 16 号》等。

2022 年，该公司纳入合并范围的二级子公司共 29 家。此外，当期公司新设上海市健康养老发展（集团）有限公司及上海光明粮油储备管理有限公司两个二级子公司并纳入合并范围。

## 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



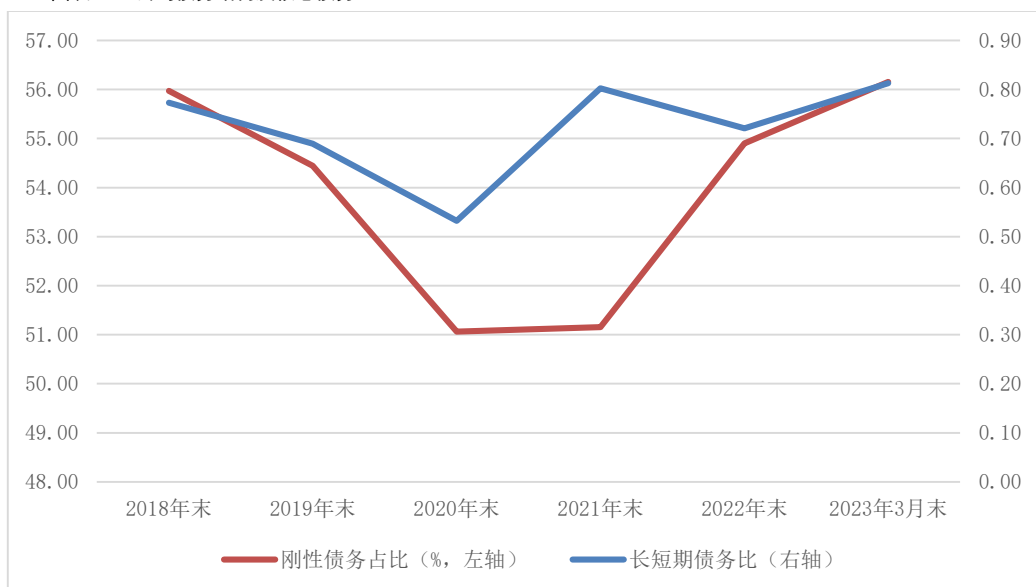
资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制。

该公司为上海市规模最大的食品产业集团，权益资本补充能力强，近年来上海市国资委陆续对公司进行增资。2020-2022 年末，公司所有者权益分别为 1,044.81 亿元、1,007.51 亿元及 981.92 亿元，资本实力较强。2022 年末所有者权益下降主要由其他综合收益及少数股东权益下降导致。2020-2022 年末，公司资产负债率分别为 64.72%、64.44%及 64.94%，公司负债经营程度较为稳定。同期末公司股东权益与刚性债务比率分别为 106.78%、107.89%及 98.33%，覆盖程度尚可。

2023 年 3 月末，该公司资产负债率为 65.32%，股东权益与刚性债务比率为 94.54%。

### (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	978.51	51.06	933.80	51.15	998.61	54.90	1,027.67	56.16
应付账款	218.45	11.40	229.99	12.60	247.69	13.62	226.85	12.40

核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
合同负债	195.62	10.21	155.25	8.50	108.50	5.96	93.19	5.09
其他应付款 <sup>13</sup>	203.45	10.62	200.08	10.96	210.76	11.59	219.27	11.98
长期应付款	55.93	2.92	56.02	3.07	61.95	3.41	62.41	3.41

资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司债务期限结构与其食品生产、加工和流通主业特性基本相符。2022 年末长短期债务比为 72.07%。公司债务以刚性债务、应付账款、长期应付款、合同负债和其他应付款为主，截至 2022 年末上述五项占负债总额的比例分别为 54.90%、13.62%、3.41%、5.96%及 11.59%。公司合同负债主要为预收房款和货款，2022 年末余额分别为 59.05 亿元和 44.93 亿元，其中预收房款较上年末下降 47.30%，主要系子公司光明地产预收房款减少所致；其他应付款主要包括往来款、押金保证金、代收代付款、农业补贴及相关基金款，2022 年末余额分别为 84.12 亿元、17.90 亿元、8.65 亿元和 7.97 亿元。2022 年末长期应付款余额为 61.95 亿元，主要为专项应付款，具体为应付基建项目、土地补偿等款项。

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>524.12</b>	<b>346.85</b>	<b>418.31</b>	<b>385.80</b>
其中：短期借款	231.32	203.46	239.11	268.35
一年内到期的长期借款	95.29	59.91	83.83	76.97
应付短期债券	37.59	30.00	6.06	11.50
应付票据	7.20	15.43	12.92	14.49
其他短期刚性债务	152.72	38.05	76.38	14.49
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>454.38</b>	<b>586.95</b>	<b>580.31</b>	<b>641.88</b>
其中：长期借款	229.57	239.88	205.87	214.35
应付债券	224.82	343.02	344.74	396.74
其他中长期刚性债务	-	4.05	29.70	30.78
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.31</b>	<b>3.66</b>	<b>3.54</b>	<b>-</b>

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]。

2020-2022 年末，该公司刚性债务余额分别为 978.51 亿元、933.80 亿元及 998.61 亿元，由银行借款及待偿还的债券等构成。公司整体刚性债务仍处于较大规模，债务压力较大。

银行借款为该公司主要的融资方式之一。截至 2022 年末，公司银行借款余额合计 528.81 亿元，包括短期借款 239.11 亿元、一年内到期的长期借款 83.83 亿元及长期借款 205.87 亿元。当年末，公司银行借款余额较上年末增长 5.08%。

该公司直接债务融资渠道较为畅通，于 2009 年起先后发行了多期（超）短期融资券、中期票据及公司债券等。2022 年末，公司刚性债务中待偿还债券合计 416.51 亿元，包括短期应付债券 6.06 亿元、一年内到期的应付债券 65.71 亿元及应付债券 344.74 亿元。截至 2023 年 5 月末，公司及下属子公司尚有本金合计 315.50 亿元的人民币债务融资工具仍处于存续期。

2023 年 3 月末，该公司负债总额为 1,829.99 亿元，与年初基本持平；刚性债务余额为 1,027.67 亿

<sup>13</sup>为避免重复计算，2020-2022 年末应付利息计入了刚性债务，未包含在其他应付款中。

元。当期末，公司预收款项余额为 12.66 亿元，较年初增长 358.05%；合同负债 93.19 亿元，较年初下降 14.11%；其他流动负债 23.09 亿元，较年初增长 36.58%。除此外，公司主要债务构成较年初未发生重大变化。

### 3. 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	276.43	271.61	276.22	-	-
营业收入现金率（%）	111.79	107.69	105.23	101.45	121.70
业务现金收支净额（亿元）	155.89	159.26	92.46	-39.67	-16.53
其他因素现金收支净额（亿元）	-32.64	-40.65	-4.98	-5.01	1.70
<b>经营环节产生的现金流量净额（亿元）</b>	<b>123.25</b>	<b>118.61</b>	<b>87.47</b>	<b>-44.69</b>	<b>-14.84</b>
EBITDA（亿元）	120.53	132.22	119.07	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.14	0.12	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.86	3.78	3.48	-	-

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

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。

该公司商贸流通业务及出租车业务主要以现金结算，收入现金回笼能力强；现代农业、食品加工等业务经过多年发展销售经营较为稳定，现金回款情况较为正常；房地产等业务受项目开发周期影响，现金回笼具有一定的波动性。公司现金获取能力总体较强，营业收入现金率变化不大。其他因素现金收支净流出主要系公司支付的各项管理费用、销售费用。2020-2022 年，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 123.25 亿元、118.61 亿元及 87.47 亿元。其中，2022 年经营活动现金净流入下降，主要因销售商品、提供劳务收到的现金下降。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出构成。近年来，公司 EBITDA 规模大致稳定。2022 年，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖倍数分别为 0.12 倍和 3.48 倍。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.19	21.52	11.16	2.98	3.69
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	-77.44	-58.79	-42.66	-19.53	-15.47
其他因素对投资环节现金流量影响净额	28.67	10.59	-2.43	-0.40	-1.06
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-48.95</b>	<b>-26.68</b>	<b>-33.94</b>	<b>-16.94</b>	<b>-12.84</b>

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

该公司投资环节现金流主要包括支付和回收投资现金的流出流入、购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流动等。2020-2022 年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-48.95 亿元、-26.68 亿元及-33.94 亿元。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-47.35</b>	<b>-109.46</b>	<b>-21.13</b>	<b>36.02</b>	<b>69.38</b>

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

该公司筹资资金来源主要为吸收股东投资、银行借款及发行债券。2020年，主要受公司吸收投资收到的现金减少影响，当年筹资环节现金净流量为-47.35亿元。2021年，筹资活动现金净流量-109.46亿元，较上年同期净流出规模增长主要系当期偿还债务净流出规模较上年增加。2022年，主要由于取得借款现金增加及偿债支付现金减少，筹资活动现金净流出下降。

2023年第一季度，该公司经营环节现金净流出44.69亿元，投资环节现金净流出16.94亿元，筹资环节现金净流入36.02亿元。

#### 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	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1,530.63	1,408.86	1,395.09	1,387.93
其中：现金类资产（亿元） <sup>14</sup>	51.69	49.73	49.81	49.54
应收款项（亿元）	87.85	91.81	105.48	102.73
预付款项（亿元）	52.98	63.12	68.93	73.39
存货（亿元）	912.64	802.62	763.47	789.05
其他应收款（亿元）	113.10	96.99	92.38	92.53
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1,430.52	1,424.20	1,405.78	1,413.56
其中：可供出售金融资产（亿元）	220.49	-	-	-
其他权益工具投资（亿元）	0.02	156.31	148.58	151.60
长期股权投资（亿元）	192.70	182.79	185.14	189.03
固定资产（亿元）	434.37	444.26	430.26	420.35
在建工程（亿元）	75.95	83.20	70.88	88.58
无形资产（亿元）	366.85	372.36	371.38	368.46
使用权资产（亿元）	-	42.20	38.78	38.26
商誉（亿元）	54.78	53.86	52.84	50.70
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>422.44</b>	<b>260.84</b>	<b>235.10</b>	<b>-</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>14.27</b>	<b>9.21</b>	<b>8.39</b>	<b>-</b>

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

该公司2020-2022年末资产总额分别为2,961.15亿元、2,833.06亿元及2,800.87亿元。公司流动资产以现金类资产、存货、应收账款、预付款项和其他应收款为主。公司现金类资产规模相对较大，现金类资产主要分布于光明地产、糖酒集团、益民集团、良友集团等企业集团，较充裕的现金类资产存量为公司偿还即期债务提供了必要的支撑。2022年末公司受限货币资金为17.93亿元，占现金类资产比例较小。公司存货主要是光明地产的开发成本和开发产品等，其变现能力及价值受调控政策的影响较大。公司应收账款规模大，已计提一定的坏账准备。公司预付款项主要为预付土地款、采购款，受项目开发周期影响有所波动。其他应收款主要包括往来款、垫付拆迁款、押金及保证金等，2022年主要包含：应收上海市奉贤区金汇镇人民政府泰日城中村改造专户的经营合作往来款26.73亿元、深圳前海联捷商业保理有限公司的经营合作往来款6.87亿元等。

该公司金额较大的非流动资产包括其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、使用权资产及商誉。公司自2021年1月1日起执行新金融工具准则，将原可供出售金融资产

<sup>14</sup> 现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑票据。

产调至其他权益工具投资和其他非流动金融资产等科目反映。2022 年末，公司其他权益工具投资 148.58 亿元，主要是公司对贵州茅台酒股份有限公司、江苏洋河酒厂股份有限公司、上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司、上海银行等的股权投资，公允价值存在一定波动性，但市值较大，可为公司偿付债务提供有效的缓冲。长期股权投资为公司对合营、联营企业的投资，2022 年末余额为 185.14 亿元，主要包括对上海海烟物流发展有限公司的投资 69.24 亿元、对海通证券的投资 64.46 亿元、对农工商房地产（集团）广西明通置业有限公司投资 9.06 亿元、对上海申美饮料食品有限公司的投资 2.50 亿元、对上海临港光明航空产业发展有限公司的投资 2.45 亿元、对建信期货有限责任公司的投资 2.45 亿元等。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2022 年末固定资产中房屋建筑物和机器设备的账面价值占比分别为 54.90%和 38.37%。公司在建工程主要包括建筑物项目、农、林业项目、花博会项目及机器、运输设备项目等。公司无形资产主要由拥有的土地使用权和商标权构成，2022 年末无形资产中土地使用权和商标权的账面价值占比分别为 77.13%和 16.47%，土地使用权大多为划拨转入的农业用地使用权。商誉为公司在非同一控制下合并中溢价产生的，规模较大，有一定减值风险。2021 年起公司执行新租赁准则，2022 年末使用权资产 38.78 亿元，主要包括土地、房屋及建筑物使用权。

2022 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 235.10 亿元，占公司资产总额的比例为 8.39%。

图表 26. 2022 年末公司所有权或使用权受到限制的资产概况（单位：亿元）

项目	2022 年末账面价值	受限原因
货币资金	17.93	保证金、担保、监管、冻结、质押、抵押、涉诉、定期存款、央行客户备付金、售房款等监管户、法定存款准备金
应收账款	0.21	银行抵押贷款
存货	170.55	仓单抵押、借款抵押
投资性房地产	4.14	借款抵押
固定资产	39.25	借款抵押
无形资产	3.02	借款抵押
在建工程	0.002	借款抵押
<b>合计</b>	<b>235.10</b>	-

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

截至 2023 年 3 月末，该公司资产总额为 2,801.50 亿元，与年初基本持平。其中其他流动资产当期末余额 31.03 亿元，较上年末增长 44.65%；在建工程 88.58 亿元，较上年末增长 24.97%。除此外，公司主要资产构成较年初未发生重大变化。

## 5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	122.36	139.12	131.97	137.51
速动比率（%）	45.17	53.63	53.23	52.06
现金比率（%）	24.55	29.63	29.93	29.07

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

由于该公司流动资产中存货及预付款项规模大，资产流动性一般。2022 年末流动比率为 131.97%，较上年末略有下降。当年末速动比率和现金比率与上年基本持平。此外，公司其他权益工具投资规模较大，可为公司偿付债务提供一定的缓冲。

2023 年 3 月末，该公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 137.51%、52.06%及 29.07%。



## 6. 表外事项

在对外担保方面，截至 2022 年末，该公司对合并范围外企业担保余额为人民币 3.39 亿元，占净资产比例很小，因担保产生的或有债务风险可控。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理职能，自身经营业务较少，但为集团内主要的融资主体之一，同时作为发行多期债务融资工具和债券的主体。2020-2022 年末，公司本部负债总额分别为 390.85 亿元、404.53 亿元及 426.30 亿元，其中刚性债务余额分别为 342.45 亿元、351.50 亿元及 375.49 亿元，公司本部刚性债务压力较重。同期末公司本部资产总额分别为 797.23 亿元、830.49 亿元及 859.78 亿元。其中货币资金余额分别为 18.00 亿元、20.05 亿元及 31.42 亿元。2022 年末，公司本部直接持有光明乳业 51.73% 的股权、光明地产 35.22% 的股权以及上海梅林 31.79% 的股权。2020-2022 年，公司获下属企业分红金额分别为 5.12 亿元、5.74 亿元及 11.91 亿元，分别实现净利润 37.10 亿元、3.59 亿元及 4.63 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为 14.89 亿元、14.67 亿元及 8.85 亿元。

## 外部支持

### 1. 政府支持

该公司为上海市规模最大的食品产业集团，实际控制人为上海市国资委，近年来上海市国资委陆续对公司进行增资。此外公司经营的农业、出租车等业务每年可以获得一定政府补贴。

### 2. 国有大型金融机构支持

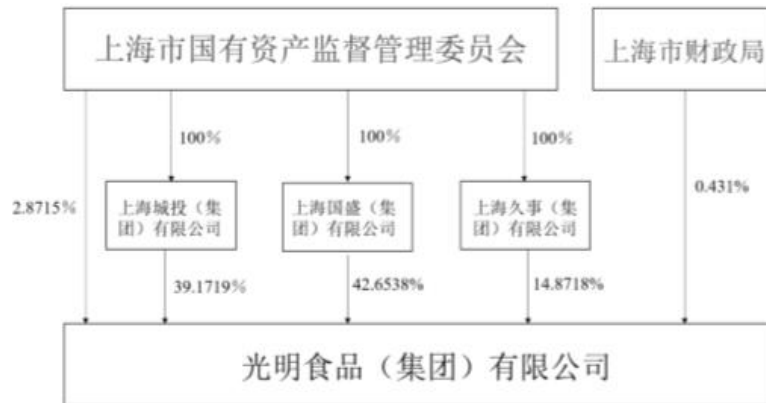
该公司现有负债经营水平基本适度，与多家银行保持了良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径已获得的银行授信总额为 3,128.18 亿元，未使用额度为 2,276.66 亿元，公司获得后续融资空间较大。

## 跟踪评级结论

该公司是上海市属国有大型企业，实际控制人仍为上海市国资委。公司已根据相关法律法规建立了较完整的法人治理结构。公司管理运作较规范，但集团下属企业较多，行业跨度较大，总部管控压力较大。公司主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。公司食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务区域竞争优势明显。公司房地产业务投资规模较大，易受房地产市场调整影响。近年来，公司着力强化内部产业整合和资本运作，并取得一定进展。公司拥有雄厚的资本实力，主业获现能力较强，但由于房地产业务及固定资产等投资规模较大，公司资金需求大，刚性债务规模较大。但公司负债经营程度仍稳健，现金类资产存量较充裕，并持有大量金融资产，融资渠道畅通，公司偿债能力极强。

附录一：

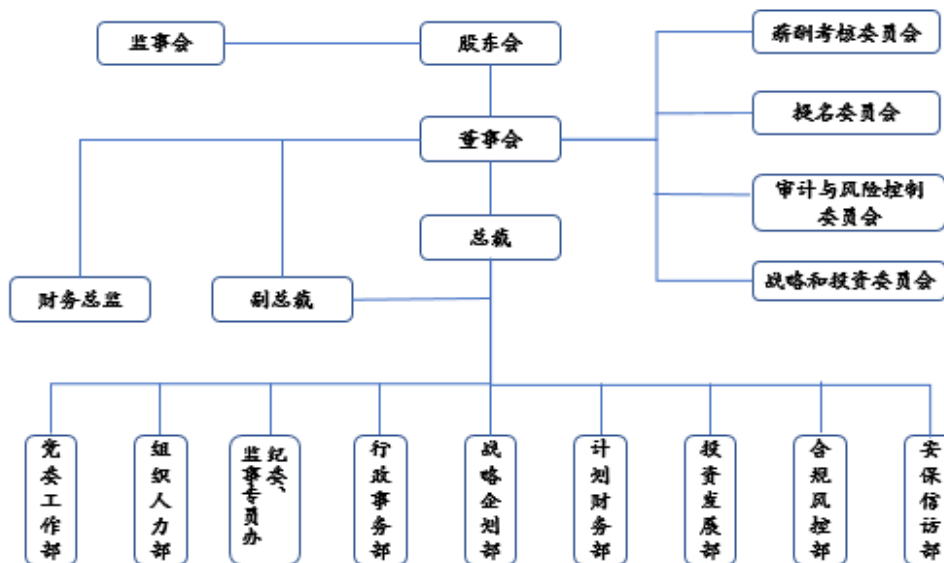
### 公司与实际控制人关系图



注：根据光明食品集团提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据光明食品集团提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	备注
光明食品（集团）有限公司	光明食品集团	公司本部	—	国有资产经营和管理、实业投资	375.49	433.49	0.82	4.63	8.85	母公司口径
光明房地产集团股份有限公司	光明地产	核心子公司	35.22	房地产开发	273.63	117.52	165.41	1.73	37.58	
光明乳业股份有限公司	光明乳业	核心子公司	51.73	乳制品加工	21.93	105.48	282.15	3.91	6.67	
上海良友（集团）有限公司	良友集团	核心子公司	100.00	粮油业务	57.85	63.36	63.19	5.95	6.45	
上海市糖业烟酒（集团）有限公司	糖酒集团	核心子公司	100.00	糖业、酒业等	72.09	195.75	153.36	5.15	-0.81	
光明食品国际有限公司	光明国际	核心子公司	100.00	投资与管理，谷物类食品、冷冻食品及乳制品的生产及销售	223.00	209.65	556.88	11.95	27.29	

注 1：根据光明食品集团 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

注 2：除光明食品集团本部外，其他公司刚性债务采用“短期借款+应付票据+长期借款+应付债券”简便计算。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	2,961.15	2,833.06	2,800.87	2,801.50
货币资金 [亿元]	280.41	259.86	279.91	255.05
刚性债务[亿元]	978.51	933.80	998.61	1,027.67
所有者权益 [亿元]	1,044.81	1,007.51	981.92	971.51
营业总收入[亿元]	1,557.48	1,508.30	1,375.94	313.84
净利润 [亿元]	26.57	30.57	18.16	7.05
EBITDA[亿元]	120.53	132.22	119.07	-
经营性现金净流入量[亿元]	123.25	118.61	87.47	-44.69
投资性现金净流入量[亿元]	-48.95	-26.68	-33.94	-16.94
资产负债率[%]	64.72	64.44	64.94	65.32
权益资本与刚性债务比率[%]	106.78	107.89	98.33	94.54
流动比率[%]	122.36	139.12	131.97	137.51
现金比率[%]	24.55	29.63	29.93	29.07
利息保障倍数[倍]	1.77	2.13	1.75	-
担保比率[%]	2.60	0.88	0.35	-
营业周期[天]	276.43	271.61	276.22	-
毛利率[%]	18.19	16.94	16.93	17.17
营业利润率[%]	3.36	3.23	2.46	3.25
总资产报酬率[%]	2.61	2.57	2.12	-
净资产收益率[%]	2.64	2.98	1.83	-
净资产收益率*[%]	1.79	1.77	0.27	-
营业收入现金率[%]	111.79	107.69	105.23	101.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.65	10.48	8.45	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.00	4.91	2.94	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.86	3.78	3.48	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.12	-

注：表中数据依据光明食品集团经审计的2020~2022年度财务数据及未经审计的2023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/{报告期营业总收入/(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/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业总收入×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/报告期营业总收入×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、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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2008年12月30日	AA+/稳定	姚可、陈鸿亮	-	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2013年1月30日	AAA/稳定	陈鸿亮、黄晓栋	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月28日	AAA/稳定	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA/稳定	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（食品饮料）FM-GS018（2022.12）</a>	二
债项评级 (20 光明 02)	历史首次评级	2020年9月7日	AAA	杨茜、张蕊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月28日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（食品饮料）FM-GS018（2022.12）</a>	二
债项评级 (21 光明 01)	历史首次评级	2021年6月29日	AAA	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月28日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（食品饮料）FM-GS018（2022.12）</a>	二
债项评级 (21 光明 02)	历史首次评级	2021年7月14日	AAA	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（食品饮料）MX-GS018（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>

	前次评级	2022年6月28日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(食品饮料)MX-GS018(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(食品饮料)FM-GS018(2022.12)</a>	=
债项评级 (21光明债01)	历史首次评级	2021年6月30日	AAA	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(食品饮料)MX-GS018(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月28日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(食品饮料)MX-GS018(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA	蒋卫、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(食品饮料)FM-GS018(2022.12)</a>	=

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。