

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0053 号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“22 怡亚 01”、“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”、“23 怡亚 03”、“24 怡亚 01”、“24 怡亚通 MTN001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持上述债项信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二五年六月九日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/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。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2025年6月9日至2026年6月8日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚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。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2025年6月9日

深圳市怡亚通供应链股份有限公司
主体及相关债项2025年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定			2025/06/09	AA/稳定	高君子	刘鸣
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重（%）	得分
22 怡亚 01	AAA	AAA	企业规模	营业总收入	20.00	15.12
23 怡亚 01	AAA	AAA	市场竞争力	供应链资源	7.50	7.50
23 怡亚 02	AAA	AAA		市场地位	10.00	10.00
23 怡亚 03	AAA	AAA	盈利能力和运营效率	净资产收益率	7.50	2.03
24 怡亚 01	AAA	AAA		存货周转率	7.50	5.69
24 怡亚通 MTN001	AAA	AAA		应收账款周转率	7.50	0.93
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			债务负担和保障程度	资产负债率	15.00	5.35
				经营现金流动负债比	15.00	2.37
				EBITDA/利息支出	10.00	4.17
			调整因素		无	
主体概况			个体信用状况		a+	
			外部支持		+2	
			评级模型结果		AA	
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						
深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”或“公司”）主要从事分销+营销、品牌运营，以及跨境和物流服务业务，控股股东为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。						

评级观点

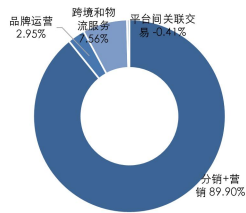
东方金诚认为，公司是国内重要的消费品供应链企业，具备消费品纵深一体化服务能力，跟踪期内向 AI 算力及新能源领域扩展，分销+营销业务经营范围覆盖全国 320 个城市，客户涉及宝洁、飞利浦、三星等知名企业，具有一定竞争优势。同时，东方金诚也关注到，公司跨境和物流服务业务开展涉及较多外币结算，面临一定的汇兑损失风险，2024 年，受整体消费降级，以及减少工业原材料供应等因素影响，公司盈利能力有所下降；跟踪期内，公司应收账款、其他应收款、预付款项规模仍较大，受限资产比例较高，资产流动性较差；关联交易规模仍较大，对关联方担保余额 10 亿左右，存在或有负债风险；债务规模仍很大，以短期债务为主。

外部支持方面，控股股东深圳投控是深圳市国资委下属国有资本投资公司，近年来投资控股了多个企业，形成了相对多元化的业务格局，金融板块竞争力很强。深圳投控立足深圳城市发展战略，重点打造“科技金融、科技园区、科技产业”三大产业集群，在科技产业方面，深圳投控战略布局新兴产业、未来产业和高端服务业。公司是深圳投控下属高端服务业板块重要的营运主体，2024 年营业收入占深圳投控比重为 28.60%。近年来，公司持续获得政府补贴及控股股东旗下关联方在资金拆借、担保等方面的支持。预计未来公司在融资和补贴等方面仍将持续获得股东及相关方的大力支持，控股股东深圳投控对公司支持意愿较强。

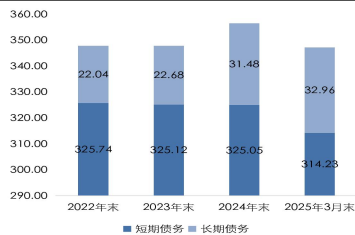
综合分析，东方金诚维持怡亚通主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持相关债项信用等级为 AAA。

主要指标及依据

2024 年营业收入构成



近年公司债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额 (亿元)	519.52	542.10	575.47	560.56
所有者权益 (亿元)	105.91	105.67	104.35	104.46
全部债务 (亿元)	347.78	347.79	356.53	347.19
营业总收入 (亿元)	853.98	944.22	776.16	176.38
利润总额 (亿元)	2.95	1.61	0.66	0.17
经营性净现金流 (亿元)	6.41	1.16	3.38	1.54
营业利润率 (%)	4.56	3.99	4.15	3.90
资产负债率 (%)	79.61	80.51	81.87	81.37
流动比率 (%)	105.91	104.23	108.11	109.05
全部债务/EBITDA (倍)	17.39	19.20	24.26	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.50	1.31	1.25	-

注：表中数据来源于公司 2022 年~2024 年的审计报告及 2025 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是国内重要的消费品供应链企业，具备纵深一体化服务能力，跟踪期内向 AI 算力及新能源领域扩展，分销+营销业务经营范围覆盖全国 320 个城市，客户涉及宝洁、飞利浦、三星等知名企业，具有一定竞争优势；
- 深圳投控仍是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业重要营运主体，公司在融资等方面将持续获得股东及相关各方的大力支持；
- 深圳市深担增信融资担保有限公司、深圳市高新投融资担保有限公司和四川发展融资担保股份有限公司为相关债项的本息到期偿付提供的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司跨境和物流服务业务涉及较多外币结算，面临一定汇率波动风险，2024 年，受整体消费降级，以及减少工业原材料供应等因素影响，公司营业收入和利润总额有所下降；
- 跟踪期内，公司应收账款、其他应收款、预付款项规模仍较大，受限资产比例较高，资产流动性较差；
- 2024 年，公司与关联方关联交易规模仍较大，对关联方担保余额 10.06 亿元，未决诉讼规模 9 亿左右，存在或有负债风险；
- 跟踪期内，公司全部债务规模仍很大，以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大。

评级展望

公司评级展望为稳定。依托覆盖全国主要城市的销售渠道，以及与上下游客户宝洁、飞利浦、欧莱雅等国内外知名企业长期稳定的合作，公司市场竞争力仍将保持稳定。

评级方法及模型

《贸易企业信用评级方法及模型》(RTFC018202504)

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2024/8/19	高君子、薛梅	《贸易企业信用评级方法及模型》(RTFC018202403)	阅读原文
AA/稳定	AAA	2022/10/21	高君子、杨欣怡	《贸易企业信用评级方法及模型》(RTFC018202208)	阅读原文

注：自 2022 年 10 月 21 日（首次评级）至今，公司主体信用等级未发生变化，均为 AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方
22 怡亚 01	2024/6/6	3.00	2022/11/1~2025/11/1	连带责任保证担保	深圳市深担增信融资担保有限公司
23 怡亚 01	2024/6/6	5.00	2023/7/7~2026/7/7	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
23 怡亚 02	2024/6/6	3.00	2023/8/3~2026/8/3	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
23 怡亚 03	2024/6/6	4.00	2023/11/10~2026/11/10	连带责任保证担保	深圳市深担增信融资担保有限公司
24 怡亚 01	2024/6/6	5.60	2024/1/16~2027/1/16	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
24 怡亚通 MTN001	2024/8/19	5.00	2024/12/19~2027/12/19	连带责任保证担保	四川发展融资担保股份有限公司

跟踪评级原因

根据相关监管要求及深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”或“公司”）相关债项跟踪评级安排，东方金诚基于怡亚通提供的 2024 年和 2025 年 1~3 月合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次跟踪评级。

主体概况

公司主营供应链服务业务，深圳投控对其持股比例为 23.17%，仍为公司控股股东，深圳市国资委持有深圳投控 100%股份，仍为公司实际控制人

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”或“公司”）前身为成立于 1997 年 11 月的深圳市怡亚通商贸有限公司（以下简称“怡亚通商贸”），由自然人周国辉与黎少嫦以现金方式共同出资设立，初始注册资本 50.00 万元。2004 年，怡亚通商贸整体改制为股份有限公司，公司名称变更为现名。2007 年 11 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ）。2018 年 5 月和 2018 年 9 月怡亚通控股与深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）签署了《股份转让协议书》，转让后深圳投控持有公司 18.30% 股份，深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）持有公司 17.85% 股份。2018 年 12 月，怡亚通控股出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”）。根据承诺函，自承诺函出具之日起，怡亚通控股持有的公司股份数不低于 212269782 股时，继续保持无条件且不可撤销地放弃 212269782 股股份（公司股份总数的 10%）对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权。根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例由 17.85% 下降至 7.85%。2018 年 12 月，控股股东变更为深圳投控。2022 年 7 月，公司完成非公开发行股票，发行 4.74 亿股。截至 2025 年 3 月末，公司股本为 25.97 亿元，深圳投控直接持股比例仍为 14.96%，通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例仍为 8.21%，为公司控股股东，第二大股东怡亚通控股持有公司 10.86% 股份，跟踪期内持股比例有所下降；深圳市国资委持有深圳投控 100% 股份，仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司仍主要从事供应链服务业务，具体分为分销+营销、品牌运营，以及跨境和物流服务业务。公司通过整合优势资源，构建以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，服务网络遍布中国中国大陆 320 多个大中城市、新加坡、美国等 10 多个国家或地区，业务领域覆盖快消、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等行业，为全球 100 余家世界 500 强及 2600 多家国内外知名企业提供专业供应链服务。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额 560.56 亿元，所有者权益 104.46 亿元，资产负债率为 81.37%。2024 年和 2025 年 1~3 月，公司实现营业总收入分别为 776.16 亿元和 176.38 亿元，利润总额分别为 0.66 亿元和 0.17 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

东方金诚对怡亚通的本次跟踪评级涉及的债券情况详见下表。

图表 1 本次跟踪评级涉及的债券情况（单位：亿元、%、年）

债项简称	发行金额	票面利率	期限	起息日	到期日	增信措施	增信方
22 怡亚 01	3.00	4.00	3	2022/11/1	2025/11/1	连带责任保证担保	深圳市深担增信融资担保有限公司
23 怡亚 01	5.00	4.20	3	2023/7/7	2026/7/7	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
23 怡亚 02	3.00	4.10	3	2023/8/3	2026/8/3	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
23 怡亚 03	4.00	3.85	3	2023/11/10	2026/11/10	连带责任保证担保	深圳市深担增信融资担保有限公司
24 怡亚 01	5.60	3.45	3	2024/1/16	2027/1/16	连带责任保证担保	深圳市高新投融资担保有限公司
24 怡亚通 MTN001	5.00	3.17	3	2024/12/19	2027/12/19	连带责任保证担保	四川发展融资担保股份有限公司

资料来源：公开资料

截至本报告出具日，“22 怡亚 01”、“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”、“23 怡亚 03”、“24 怡亚 01”和“24 怡亚通 MTN001”募集资金已按规定用途偿还到期债务。

截至本报告出具日，“22 怡亚 01”、“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”、“23 怡亚 03”和“24 怡亚 01”已按照约定付息，“24 怡亚通 MTN001”尚未到付息期。

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长。二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4 月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过 100%。这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的 14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

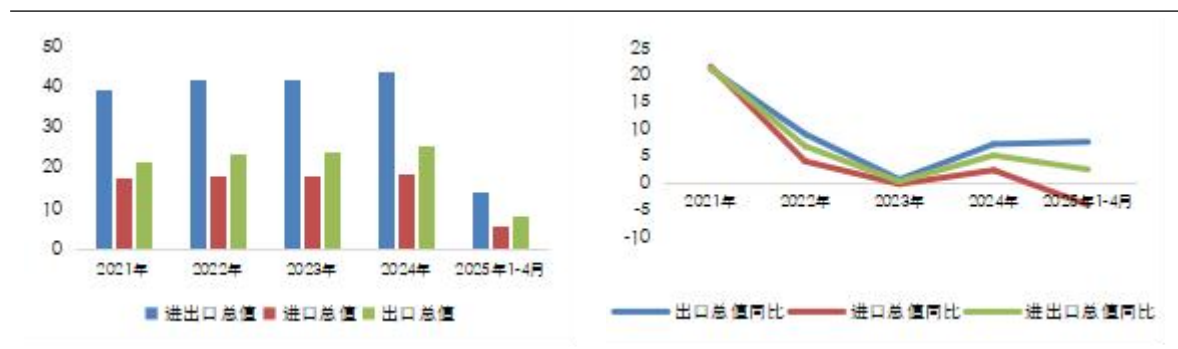
行业分析

贸易行业

2024年，中国对外贸易在复杂多变的国际环境中展现出较强韧性，规模再创新高，结构持续优化，新兴业态与区域合作成为增长亮点

2024年，中国对外贸易在复杂多变的国际环境中展现出较强韧性，规模再创新高，结构持续优化，新兴业态与区域合作成为增长亮点。根据海关总署数据，2024年中国货物贸易进出口总值达43.85万亿元人民币，同比增长5%。其中，出口总额为25.45万亿元，同比增长7.1%，连续8年保持正增长；进口总额18.40万亿元，增长2.3%。服务贸易同步快速增长，全年服务进出口总额达7.50万亿元，同比增长14.40%。结构方面，一般贸易仍占据主导地位，跨境电商等新业态蓬勃发展，进出口额达2.6万亿元，同比增长10.8%，成为外贸增长新引擎。

图表2：近年来我国进出口贸易变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：海关总署，东方金诚整理

出口产品方面，机电和高新技术产品出口增速显著，2024年分别增长8.5%和9.2%，占出口总额的58%和28%，反映出中国制造业向技术密集型转型的趋势，产品附加值与国际竞争力提升。中国进口商品呈现结构性分化与产业链升级需求主导的特征，集成电路、半导体设备及高端机械成为进口核心增长点，2024年集成电路进口量达5492亿个，进口额2.74万亿元人民币，同比增长11.7%。能源与矿产资源进口规模维持高位，但价格波动显著，其中，2024年原油进口量达5.53亿吨，金额2.31万亿元，进口单价同比下降约8%；铁矿石进口量12.37亿吨，金额0.94万亿元，单价同比下跌超10%。此外，国内农产品进口分化明显，自给能力提升与价格因素交织，其中，2024年大豆进口量同比增长6.5%，但金额下降9.8%，反映国际市场价格

回落与国内压榨需求疲软现象；肉类进口量额双降，表明国内养殖业产能恢复与消费结构调整；相比之下，粮食进口量稳步增长，但进口额占比下降，显示中国在粮食安全战略下对进口依赖度的主动调控。

2025 年中美贸易摩擦升级，虽短期协议促双方关税回调并建立磋商，但结构性矛盾未解，人民币汇率受经济环境变化及政策干预波动较大，叠加转口贸易不确定性仍存，中国对外贸易面临着外部市场波动和经贸博弈等诸多挑战

2025 年以来，中美贸易摩擦持续升级，其中，2025 年 4 月 2 日美国出台的“对等关税”对来自中国的产品额外加征 34% 的关税，后又不断升级加码，将关税提高到 145%，对中国企业出口美国市场造成重大影响。2025 年 5 月 12 日，中美双方在日内瓦会谈后达成协议，美国将关税从 145% 阶段性降至 30%（保留 10% 基准+20% 芬太尼关税），中国则从 125% 降至 10%，并暂停 24% 关税 90 天，建立磋商机制。尽管阶段性协议可能缓解短期冲击，但中美双方结构性矛盾未解，中长期博弈将转向规则重构与供应链韧性等方面。中国企业近年通过在越南、墨西哥等国设立生产基地，探索转口贸易等替代性出口路径，但未来政策同样面临不确定性。此外，自 2025 年 4 月以来，中美贸易摩擦升级导致人民币兑美元汇率迅速突破 7.4 关口，但在央行的干预下，汇率又迅速回落。预计 2025 年人民币汇率将面临来自贸易摩擦、经济环境变化和政策调整等多重因素的影响，波动风险加大。整体看，受全球地缘政治影响外溢、贸易保护限制增多等影响，中国对外贸易面临着外部市场波动和经贸博弈等诸多挑战。

2024 年，随着一系列扩内需促消费政策发力，消费市场在新业态新热点带动下实现平稳增长，数字技术革命和全球格局变化的推动，有助于供应链行业发展

2024 年，随着一系列扩内需促消费政策发力显效，消费市场在新业态新热点带动下实现平稳增长，服务消费需求不断释放。根据《2024 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2022 年~2024 年社会消费品零售总额分别为 43.64 万亿元、46.71 万亿元和 48.33 万亿元，分别同比增长-0.4%、7.0%和 3.5%，消费品供应链作为经济稳定器和压舱石的作用日益显现。按消费类型统计，2024 年，商品零售额 42.72 万亿元，同比增长 3.2%；餐饮收入 5.62 万亿元，同比增长 5.3%；实物商品网上零售额 12.79 万亿元，比上年增长 6.5%，占社会消费品零售总额的比重为 26.5%。消费品供应链行业在政策拉动、经济驱动和人工智能等多重因素共同作用下顺势崛起，中小企业数字化转型需求强烈，B2B 平台成为实现数字化采购的重要渠道。随着人工智能技术的应用和发展，B2B 市场发展潜力巨大，预计将继续保持稳健增长，为经济的高质量发展提供新动力。

随着数字化和智能化技术的发展，政企采购迈入数智化新阶段。2024 年，国务院国资委、发改委联合发布的《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》，着重强调要提升采购数智化水平，促进采购与业务深度融合。据艾瑞咨询数据，2021 年我国政企采购平台交易规模约 2.8 万亿，随着各地政府积极构建区域一体化采购平台和国企加码布局线上采购，预计 2025 年政企采购平台交易规模将达 5.9 万亿元，年均复合增长率超 20%。在国家“统一大市场”建设与数字经济深度融合背景下，政企采购平台正朝着移动化和智能化升级，并向外延伸丰富采购供应链，与第三方合作的渗透率将得以快速提升。

2024 年，得益于“一带一路”沿途国家跨境业务的增长，我国外贸在复杂多变的全球经济环境中展现出强劲韧性，实现了总量、增量、质量的“三量”齐升，全年进出口总值达到 43.85

万亿元人民币，同比增长 5%，规模再创历史新高。据弗若斯特沙利文数据，2023 年我国 1.83 万亿元货物借助跨境电商出口至世界各地，五年间增长 2.3 倍，到 2027 年中国跨境物流市场规模将达 1714 亿美元，2023~2027 年复合增长率为 5.6%。未来，跨境物流行业规模在全球贸易与跨境电商的双重推动下持续扩张，展现出强劲的增长态势。

数字技术革命和全球格局变化的推动，有助于供应链行业发展。2024 年，龙头企业在产业链中的主导作用尤为突出，其凭借庞大的平台规模，整合海量商品与服务资源，为客户提供一站式采购解决方案；其构建的全球物流网络，覆盖多个国家和地区的仓储中心与运输线路，保障跨境货物运输的高效与稳定；其利用平台规模、技术和市场优势，推动上下游企业在市场开拓、生产加工、科技创新、资金融通和销售服务等方面的协同合作，促进流程融合、服务共享、信息共通和数据融合创新，从而提升产业链供应链的韧性和安全水平。同时，龙头企业在产业链中通过资源整合和产业带动能力，激发行业企业的自主创新动能，推动产业链各环节共同发展。

业务运营

经营概况

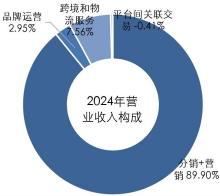
公司收入和毛利润仍主要来源于分销+营销业务，2024 年，受消费降级，以及减少工业原材料供应等因素影响，营业收入和毛利润均有所下降，受毛利率较低的分销+营销业务占比下降影响，毛利率有所上升

公司仍主要从事供应链服务业务，具体分为分销+营销、品牌运营以及跨境物流服务业务，分销+营销业务仍是公司收入及毛利润的主要来源。

2024 年，公司营业收入和毛利润有所下降，主要系受消费降级，以及减少了毛利较低的工业原材料供应等因素影响，分销+营销业务以及品牌运营业务规模下降所致；受毛利率较低的分销+营销业务规模占比下降影响，公司毛利率有所上升。

图表 3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
分销+营销	787.38	92.20	877.01	92.88	697.81	89.90
品牌运营	33.09	3.87	24.72	2.62	22.87	2.95
跨境和物流服务	37.22	4.36	47.40	5.02	58.71	7.56
平台间关联交易	-3.71	-0.44	-4.91	-0.52	-3.22	-0.41
合计	853.98	100.00	944.22	100.00	776.16	1.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
分销+营销	33.07	4.20	32.45	3.70	28.37	4.07
品牌运营	3.70	11.19	3.13	12.65	1.89	8.26
跨境和物流服务	3.11	8.35	3.25	6.85	3.20	5.44
平台间关联交易	-	-	-	-	-	-
合计	39.88	4.67	38.82	4.11	33.46	4.31



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2025年1~3月，公司营业收入176.38亿元，同比下降13.14%，毛利润7.31亿元，同比下降12.58%；毛利率4.14%，同比上升0.02个百分点。

分销+营销业务

公司是国内重要的消费品供应链企业，具备纵深一体化服务能力，分销+营销业务经营范围覆盖全国320个城市，客户涉及宝洁、飞利浦、欧莱雅等知名企业，仍具有一定竞争优势

分销业务是公司通过在全国各地的深度分销网络体系，在大数据管理和深度供应链维度实现从品牌商到终端的网络扁平，颠覆过去粗放原始分散的经销商模式，构建一体化运营的直供渠道，帮助上下游合作伙伴突破渠道拓展瓶颈，深入低线市场，提高市场竞争力。公司的营销业务是整合分销对B端的覆盖能力以及营销对C端的销售能力，打通B2b2C的通道¹，实现线上（主流电商渠道、新流量渠道）线下（终端门店）消费场景覆盖，产品触达终端、以及消费行为完成的全过程管理。目前公司的营销服务可以实现品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、客户需求分析、线上线下渠道管理、CRM管理、售前售后服务、仓储物流等全链路一体化营销管理闭环。

盈利模式方面，分销+营销业务的盈利直接体现为货物的买卖差价，平台主要提供物流配送、仓储、信息管理、渠道开发维护等分销服务，在上游供应商的指导价格范围内将产品分销至下游终端，公司买入商品和销售商品的价格实质上由上下游及公司三方共同确定，买卖差价与公司销售价格的比例相对稳定，因此，本质上公司商品卖出价与买入价之差额为公司提供分销服务的服务费，公司以买卖差价的形式分享了供应商降低的代理成本和分销成本。跟踪期内盈利模式无变化。

线下模式方面，截至2024年末，分销+营销平台已覆盖全国主要省份的320个城市，并已下沉至全国5、6线城市，具有一定竞争优势。公司为宝洁、飞利浦、菲仕兰、欧莱雅等在内的世界500强企业及2600多家知名企业提供分销服务。公司下游覆盖了传统商超以及线上的京东、天猫、唯品等电商客户。线上模式方面，公司借助数字化营销新引擎—怡通天下APP，依托数字化营销功能，整合品牌方、供应商、终端门店、大客户，共享怡通天下平台。怡通天下作为公司核心数字化战略布局，进一步横向整合流通业所有参与者，帮助品牌实现一键式渠道入驻，扁平化直采直销，提升渠道服务能力，同时为终端数字化赋能，提供优质商品与服务，实现“平台+营销+品牌”全域营销，打造一体化的营销客户，实现数字化商业生态。

结算方面，对于下游客户，客户群体主要分为三类，大型卖场类客户，账期一般60~90天，中小型的超市、电商等客户账期一般为30~60天，剩余小型客户为30天内或者现款结算。2024年，前五大客户销售额占销售收入比重为16.02%，同比有所下降。

¹B2B2C是一种电子商务类型的网络购物商业模式，第一个B指广义的卖方（即成品、半成品、材料提供商等），第二个B指交易平台，即提供卖方与买方的联系平台，同时提供优质的附加服务，C即指买方。卖方不仅仅是公司，可以包括个人，即一种逻辑上的买卖关系中的卖方。平台绝非简单的中介，而是提供高附加值服务的渠道机构，拥有客户管理、信息反馈、数据库管理、决策支持等功能的服务平台。买方同样是逻辑上的关系，可以是内部也可以是外部的。B2B2C定义包括了现存的B2C和B2B平台的商业模式，更加综合化，可以提供更优质的服务。

表 4：2024 年，公司分销+营销业务前五名客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占比	是否为关联方
第一名	32.36	4.64	否
第二名	21.36	3.06	是
第三名	20.54	2.94	否
第四名	19.01	2.72	否
第五名	18.52	2.65	否
合计	111.78	16.02	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前分销+营销业务上游主要是围绕“1+N”的模式，1是指处于供应链环节的核心企业，N是指核心企业的上下游供应商或者下游的销售商，“1+N”的模式指围绕着锁定一家核心企业做其上下游的业务模式。分销+营销业务方面，公司对上游供应商议价能力较弱，一般需要付现款或者以票据等形式支付货款，部分供应商给予约30~60天账期，业务模式形成一定资金占用。2024年，公司分销+营销业务前五大供应商采购额占采购总额比重18.89%，同比有所下降。

表 5：2024 年，公司分销+营销业务前五名供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比	是否为关联方
第一名	39.72	6.09	是
第二名	27.39	4.20	是
第三名	22.10	3.39	否
第四名	17.18	2.63	否
第五名	16.82	2.58	否
合计	123.21	18.89	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，依托深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N服务”，向AI算力和新能源新材料等领域扩展

公司是分销+营销业务仍是公司收入和毛利润主要来源，主要由公司本部及各公司负责运营。分销+营销业务涵盖了快速消费品（母婴、日化、食品、酒饮）、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等多个行业。依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N服务”，通过“平台+营销合伙人”模式，突破传统模式的局限实现产品的高效分销。

跟踪期内，公司持续向AI算力、新能源等领域扩展，2024年公司半导体存储分销业务实现营业收入13.41亿元，同比增长48.93%。公司将新能源领域视作新赛道，联合新能源产业链的合作伙伴，共同开辟新能源基建（光储充+）发展模式，打造从项目开发、解决方案、EPC交付运营等一体化能力，布局全国。2024年公司参与多个新能源基建项目建设，其光伏项目主要分布在云南曲靖、福建福州、广西河池、四川绵阳等地；光储充项目主要聚焦在河南郑州和山东青岛，公司通过提供从项目开发、工程总承包到后期运维的全生命周期技术与产品服务，

如全系列光伏设备、各类型储能设备及全功率段的直流充电桩设备等，满足不同企业多样化需求。此外，公司与埃塞俄比亚 Green Utopia 公司达成战略合作，布局新能源非洲绿色出行市场。

2024 年，分销+营销业务收入和毛利润分别为 697.81 亿元和 28.37 亿元，均同比下降，主要系需求疲软，各消费品类销售规模下降所致；毛利率为 4.07%，同比有所上升。其中家电、IT、通信和工业原材料仍是业务收入的主要来源，公司自 2022 年下半年陆续开展工业原材料贸易，为下游的生产制造企业提供代采等服务，2024 年公司减少毛利率较低的工业原材料供应，业务收入下降较多。新能源方面，2023 年上半年公司收购汽车 4S 经销商通利华公司，该公司主要运营比亚迪、广汽埃安、红旗等新能源车辆，2023 公司和通利华合作后相关存量业务约 30 亿元纳入公司合并口径核算，2024 年已将通利华公司出售，新能源收入来自光伏等新能源品类。

图表 6：公司分销+营销业务营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	259.95	33.01	236.10	26.92	208.77	29.92
IT、通信	160.61	20.40	150.08	17.11	122.60	17.57
母婴	58.41	7.42	55.50	6.33	42.12	6.04
日化	55.19	7.01	50.45	5.75	43.42	6.22
工业原材料	171.33	21.76	273.84	31.22	198.35	28.42
酒饮	31.36	3.98	27.14	3.09	15.49	2.22
食品	29.12	3.70	29.69	3.39	23.11	3.31
其他	11.52	1.46	13.54	1.54	24.22	3.47
医疗	9.89	1.26	8.23	0.94	9.57	1.37
新能源	-	-	32.44	3.70	10.15	1.45
合计	787.38	100.00	877.01	100.00	697.81	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

品牌运营业务

跟踪期内，公司持续向 AI 算力领域拓展，品牌运营收入主要来源于 IT 通信、酒饮、母婴，受整体消费降级因素影响，酒饮和母婴销售规模下降，业务获利能力有所降低

跟踪期内，受整体消费降级因素影响，酒饮和母婴销售规模下降，品牌运营业务收入主要来源于 IT 通信、酒饮和母婴。2022 年公司白酒自有品牌大唐秘造上线，已打造了“钓鱼台珐琅彩”“国台黑金十年”等多个单品，通过白酒定制化的方式，开展了定制化品牌运营的业务，包含了基酒勾调、包装设计、营销策划、渠道分发、售后管理等除生产以外的所有运营环节。相比较对于品牌的掌控度较弱的分销+营销业务，品牌运营业务可做定制化品牌或公司完全自有品牌，对于品牌的掌控度较强，从而掌握价格制定的主动权。目前品牌运营业务自有品牌产品推出时间较短，相较于市场成熟品牌，其知名度和影响力较弱。此外，跟踪期内，公司继续向 AI 算力领域扩展，2024 年公司 AI 算力产业供应链业务实现营业收入 8.27 亿元，同比增长 27.30%。

2024 年，品牌运营业务收入 22.87 亿元，毛利润 1.89 亿元，毛利率 8.26%，同比均有所

下降，主要系消费降级，毛利率较高的酒饮销售规模下降所致。预计 2025 年，公司将加大酒饮的中、低价位的产品，以及算力、大数据等 IT 电子产品的销售，业务获利能力有望提升。

图表 7：公司品牌营销业务收入构成（单位：亿元、%）

类别	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	11.39	34.42	9.58	38.74	13.45	58.83
酒饮	7.86	23.75	5.88	23.77	4.28	18.70
母婴	7.93	23.96	6.59	26.64	3.04	13.31
纺织服装	5.38	16.25	2.36	9.53	1.95	8.55
其他	0.53	1.61	0.32	1.31	0.14	0.62
合计	33.09	100.00	24.72	100.00	22.87	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司“分销+营销”业务在与众多品牌长期合作的同时，积极拓展品牌的高附加值业务，针对优质品牌进行品牌运营和管理工作，获取营销费收入。公司对优质品牌进行培养、赋能和运营，结合消费趋势反向精准选品，凭借品牌运营的专业能力、多品牌营销的运营一体化能力，充分挖掘品牌潜力。在大消费领域，尤其是高端酒类领域，通过“分销+营销”的闭环商业模式为不同成长阶段的品牌提供品牌定位，营销策划、分销、零售等全流程服务。同时孵化运营自有品牌，从而掌握对品牌以及价格制定的主动权，实现增强企业的竞争力。

表 8：2024 年，公司品牌运营业务前五名客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占比	是否为关联方
第一名	6.92	30.25	是
第二名	0.76	3.31	否
第三名	0.67	2.92	否
第四名	0.63	2.74	否
第五名	0.44	1.93	否
合计	9.41	41.15	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

表 9：2024 年，公司品牌运营业务前五名供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比	是否为关联方
第一名	4.39	21.47	否
第二名	3.78	18.5	否
第三名	3.45	16.87	否
第四名	1.46	7.14	否
第五名	1.05	5.12	否
合计	14.13	69.10	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，在渠道营销上，下游客户仍基本上采用圈层营销的方式，公司联合线下传统经

销渠道与线上新兴流量渠道，多渠道同步推广，搭配沉浸式品鉴会、超级旅游 IP 等方式吸引用户，在宣传渠道方面，公司在机场、高铁站做了投放广告，通过自有团队进行宣传。2024 年，公司品牌运营业务前五大客户销售额占业务销售收入比重为 41.15%，客户集中度有所提升；品牌运营业务前五大供应商采购额占采购总额比重为 69.10%，同比有所下降，但供应商集中度仍很高。

跨境和物流服务

公司仍具有覆盖全国 30 多个省级行政区的 300 多个城市的物流网络，覆盖范围广，2024 年跨境和物流服务业务收入保持增长，但毛利润和毛利率有所下降，业务开展中涉及外币结算，受人民币汇率波动影响较大，仍面临一定的汇兑风险

怡亚通仍拥有六大区域集散中心、覆盖全国 30 多个省级行政区的 300 多个城市的物流网络，覆盖范围广，具备为客户提供深入 1~6 线城市的 B2B、B2C 深度配送运作能力，24 小时内快速响应客户需求。深圳市怡亚通物流有限公司（以下简称“怡亚通物流”）是公司的全资子公司，成立于 2003 年 7 月，总部位于深圳，在全国拥有多个分支机构。通过整合仓储、运输、跨境、采销、金融和科技等服务平台，利用互联网、物联网、大数据和人工智能作为技术支撑，为流通产业提供基于供应链为核心的综合物流服务。2024 年，怡亚通物流关注跨境物流服务网络的布局，围绕“一带一路”沿线市场，以“共享智能仓+资源型运力”的模式，整合多方优势资源，逐步打造跨境物流共享智能仓库与国际铁路班列运营平台，助力品牌出海。

2024 年，公司跨境和物流服务业务收入 58.71 亿元，同比有所增长；毛利润 3.20 亿元、毛利率 6.44%，均同比下降。

公司进出口业务结算基本以美元为主，外币资产和收支较易受到人民币汇率波动影响，面临一定的汇兑损失风险。公司业务涉及外汇资金，主要通过签订远期外汇合约进行汇率锁定，积极避免汇率波动风险；同时，公司将加强资金管理制度流程建设，提高公司现金管理能力，降低公司持有的外币资金风险敞口，避免汇率波动带来的财务风险。公司与客户在合约中明确约定汇率风险由客户承担，但由于公司涉及外币贸易的业务量较大，需要保留一定量的外汇头寸，仍面临一定的汇兑风险。2022 年~2024 年，公司产生汇兑损益分别为 2.49 亿元、0.88 亿元和-0.72 亿元。公司汇兑损失主要由两部分构成：一是流动资金借款汇兑损益，主要是因外汇借款利率较低，公司增加外汇借款额所致；二是进口业务结汇产生汇兑损益。

资本支出

公司重大在建项目主要系前海总部基地项目，未来尚需资金投入，公司面临一定资金支出压力

截至 2024 年末，公司主要在建项目为前海总部基地项目，总投资额 16.00 亿元，已投资 13.95 亿元，未来尚需投资 2.05 亿元，资金来源于自有资金和金融机构借款。总体来看，公司在建项目未来尚需投资金额较大，面临一定的资金支出压力。

前海总部基地项目，公司于 2015 年 12 月通过招拍挂的方式以 11.94 亿元的价格竞得位于深圳市宝安区裕安一路的一块商业用地，土地面积为 4603 平方米，计容建筑面积为 60043.2 平方米，土地用途为商业性办公用地。项目总规划 34 层建筑，其中自用面积 24017.28 平方米、

出租面积 18012.96 平方米、出售面积 18012.96 平方米。

图表 10：截至 2024 年末公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额	募集资金投入额	资金来源
前海总部基地	16.00	13.95	2.05	-	自有资金、银行贷款

资料来源：公司提供，东方金诚整理

关联关系

跟踪期内，公司向关联方联营企业购买商品、接受劳务，销售商品提供服务的关联交易规模仍较大，对关联方担保规模 10 亿元左右，存在或有负债风险

截至 2025 年 3 月末，深圳投控直接持股比例 14.96%，通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例 8.21%，为公司控股股东，第二大股东怡亚通控股持有公司 10.86%股份，深圳市国资委持有深圳投控 100%股份，为公司实际控制人。

往来款方面，2024 年，公司向关联方购买商品、接受劳务的关联交易金额 110.59 亿元，公司向关联方销售商品、提供服务的关联交金额 37.85 亿元，关联交易规模仍较大，公司经营性质关联交易关联方主要为公司与地方政府合作成立的联营公司；公司作为出租方关联交易金额 51.43 万元。2024 年末，公司作为担保方关联交易金额 10.06 亿元，存在或有负债风险；作为被担保方关联交易金额 218.30 亿元；向关联方拆入资金 3.51 亿元。

截至 2024 年末，公司应收关联方款项 5.46 亿元，应付关联方款项 70.09 亿元。²

公司治理与战略

跟踪期内，公司因在治理、财务核算和信息披露方面不规范收到监管函

截至 2025 年 3 月末，公司股本为 25.97 亿元，深圳投控直接持股比例 14.96%，通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例 8.21%，为公司控股股东，第二大股东怡亚通控股持有公司 10.86%股份，质押股份 8056.00 万股，质押比例占其持股比例的 30.53%，深圳市国资委持有深圳投控 100%的股份，为公司实际控制人。跟踪期内，公司在治理结构、内部管理无重大变化。

公司于 2025 年 4 月 18 日因在治理、财务核算和信息披露方面不规范收到到中国证券监督管理委员会深圳监管局（以下简称“深圳证监局”）出具的《深圳证监局关于对深圳市怡亚通供应链股份有限公司采取责令改正措施的决定》（〔2025〕49 号，以下简称“《责令改正决定》”）和《深圳证监局关于对周国辉、莫京采取出具警示函措施的决定》（〔2025〕50 号，以下简称“《警示函》”）。根据《深圳市怡亚通供应链股份有限公司关于收到深圳证监局行政监管措施决定书的公告》披露，本次行政监管措施不会影响公司正常的经营管理活动，公司将按照要求切实整改。

跟踪期内，公司发展战略方面无重大变化

控股股东深圳投控立足深圳城市发展战略，围绕市属国资国企“服务大局、服务城市、服务产业、服务民生”的功能定位，聚焦服务科技创新和产业培育，重点打造“科技金融、科技园区、科技产业”三大产业集群，在科技产业方面，深圳投控战略布局新兴产业、未来产业和

²应收款项包含应收账款、其他应收款和预付账款；应付款项包含长短期借款、应付账款、应付票据、其他应付款、应付利息、预收账款。

高端服务业。

公司发展战略方面无重大变化。公司是深圳投控下属高端服务业板块重要的营运主体，将以“供应链+产业链+孵化器”模式，打造集供应链平台服务、产业链整合运营、品牌营销、数字化商业、企业投融资等多维一体、具有新时代特色的整合型数字化综合商社的战略，积极响应国家政策，深入推进国企改革，提升产业科技创新能力，加速培育外贸新动能，进一步推动经济增长。

在供应链业务方面，公司通过“做大供应链+做强产业链+做盛孵化器”三维一体战略向数字化生态赋能的供应链 3.0 时代跃升，创新打造扁平化管理的“综商兵团、BU 兵团、流通消费兵团、数字化兵团、跨境物流兵团”建设强大的数字化前台、中台、后台，通过数字化转型，在产业、企业之间搭建提供全流程共享服务平台，构建数字经济生态，聚焦整合线上和线下资源，助力合作伙伴品牌孵化和业务发展，为企业、为用户提供全方位的数字化运营与营销解决方案，从而推动产业经济实现数字化、扁平化、共享化、去中心化创新发展。

在产业链业务方面，公司始终贯彻“横向一体化、纵向专业化”的方针，“创新供应链，整合产业链”打造整合型数字化综合商社，聚焦最优价值链，持续在新能源、大消费、大科技三大赛道深耕发力，成立专业的产业供应链服务团队及合资公司，大力发展以产业资源整合（研发/技术/生产/制造/分销/营销）为核心的“供应链+产业链”平台，做大供应链，做强产业链，以供应链服务、品牌运营、互联网营销等模式助力各地产业升级及高质量发展，提升产业、企业核心竞争力，以产业链推动供应链的发展，以供应链促进产业链的升级，打造产业链供应链模式生态圈，为国家的“增强产业链供应链的自主可控能力”的战略目标做出贡献。

财务分析

财务概况

公司提供了 2024 年审计报告和 2025 年 1~3 月合并财务报表。政旦志远（深圳）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 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 2025 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2024 年末，公司直接控股子公司共计 50 家，较 2023 年末减少 4 家。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款、其他应收款和预付款项规模较大，资金占用较多，2024 年末，受限资产占净资产比例为 153.41%

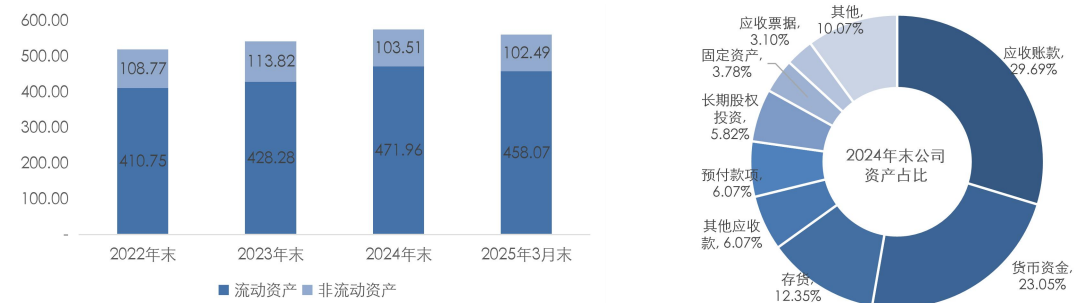
跟踪期内，公司资产总额整体有所增长，其中 2024 年末同比增长 6.16%，主要系应收账款、其他应收款和预付款项规模增加所致；2025 年 3 月末较 2024 年末下降 2.59%，主要系货币资金和预付款项减少所致。截至 2025 年 3 月末，公司资产总额为 560.56 亿元，其中流动资产占比为 81.72%，资产仍以流动资产为主。

2024 年末，公司流动资产保持增长，主要由应收账款、货币资金、存货、其他应收款和预付款项等构成。2024 年末公司应收账款账面价值同比增加 8.99%，期末余额 170.88 亿元，主要为应收货款和应收工程款；其中按账龄分析法组合的应收账款账面余额 169.04 亿元，账龄在

1 年以内应收账款账面余额占比 91.40%；按欠款方归集的期末余额前五名占比 7.05%；期末共计提坏账准备金额 9.25 亿元；应收账款周转率有所下降，公司应收账款规模大，存在一定的资金占用风险；2025 年 3 月末，应收账款账面价值 168.95 亿元，较 2024 年末略有下降。跟踪期内，公司货币资金有所下降，截至 2024 年末，公司货币资金期末余额 132.66 亿元，主要由银行存款和其他货币资金等构成，分别为 30.60 亿元和 102.05 亿元，其中存放在境外的款项总额 4.30 亿元，受限的货币资金 101.42 亿元，用于银行承兑汇票及信用证保证金、履约保证金和用于担保的定期存款或通知存单。跟踪期内，公司存货账面价值整体有所下降，2024 年末，公司存货账面价值 71.07 亿元，主要为库存商品和开发成本等构成，分别为 51.52 亿元和 19.42 亿元；存货跌价准备 1.22 亿元；存货周转率下降 2.46 次；截至 2025 年 3 月末，存货账面价值较 2024 年末略有增长。跟踪期内，公司其他应收款规模显著增加，主要系非合并范围关联方往来款和非关联方往来款大幅增加所致，2024 年末其他应收款账面余额 38.81 亿元，坏账准备 3.91 亿元；其中非合并范围关联方往来款、非关联方往来款、押金及保证金、处置长期股权投资款、政府补助、员工借款及备用金分别为 10.25 亿元和 14.09 亿元、6.35 亿元、3.93 亿元、1.65 亿元和 1.43 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名占比为 37.71%。预付款项主要为预付采购款，跟踪期内，账面价值整体有所增长，2024 年末，预付款项期末余额为 34.90 亿元，同比增长 31.14%，账龄在 1 年以内的占比 88.60%；按欠款方归集的期末余额前五名预付款项占比 22.90%；截至 2025 年 3 月末，预付款项较 2024 年末下降 7.88%。

跟踪期内，公司非流动资产有所下降，主要系处置部分投资性房地产所致。截至 2024 年末，公司非流动资产 103.51 亿元，主要由长期股权投资、固定资产、投资性房地产、无形资产和在建工程等构成。跟踪期内，长期股权投资规模整体保持稳定，截至 2024 年末，公司长期股权投资账面价值 33.50 亿元，主要为持有联营企业 VSTHOLDING LTD. 伟仕控股、TRIGIANT GROUP LIMITED 俊知集团和浙江通诚格力电器股份有限公司股份，期末余额分别为 13.71 亿元、7.44 亿元和 3.79 亿元，持股比例分别为 17.56%、16.35%和 25.00%；期末长期股权投资中用于质押的账面价值 8.27 亿元。跟踪期内，随着在建工程转固，公司固定资产账面价值有所增加，2024 年末，固定资产账面价值 21.73 亿元，较 2023 年末增长 23.78%；固定资产主要由房屋及建筑物、电子设备和运输工具等构成，期末账面价值分别为 19.90 亿元、1.56 亿元和 0.28 亿元；截至 2025 年 3 月末，固定资产较 2024 年末下降 0.44%，主要系计提折旧所致。公司投资性房地产全部为房屋建筑物以公允价值计量，2024 年末，期末余额 16.04 亿元，同比下降 5.96%，主要系公允价值变动和转出至固定资产无形资产所致；期末未办妥产权证书的投资性房地产净值为 2.40 亿元，期末用于向银行贷款质押的投资性房地产净值为 10.97 亿元。2024 年末，公司无形资产账面价值较 2023 年末增长 5.61%，无形资产由土地使用权和计算机软件及其他构成，账面价值分别为 9.55 亿元和 2.54 亿元；截至 2025 年 3 月末，无形资产账面价值较 2024 年末下降 0.60%。随着在建工程转固，公司在建工程账面价值下降，2024 年末，在建工程账面价值 8.89 亿元，主要由前海总部基地项目、上海怡亚通基地项目和 SAP 系统项目构成，期末余额分别为 8.03 亿元、0.30 亿元和 0.56 亿元；截至 2025 年 3 月末，在建工程账面价值较 2024 年末增加 2.94%。

图表 11：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产	410.75	428.28	471.96	458.07
应收账款	145.05	156.79	170.88	168.95
货币资金	141.22	137.25	132.66	121.53
存货	68.47	74.58	71.07	72.36
其他应收款	14.92	18.52	34.93	34.92
预付款项	29.72	26.62	34.90	32.16
非流动资产	108.77	113.82	103.51	102.49
长期股权投资	31.86	32.55	33.50	32.87
固定资产	16.92	17.56	21.73	21.64
投资性房地产	17.23	17.06	16.04	16.04
无形资产	13.05	11.45	12.09	12.02
在建工程	18.65	24.03	8.89	9.16
资产总计	519.52	542.10	575.47	560.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限及抵质押情况来看，截至 2024 年末，公司受限资产账面价值共计 160.09 亿元，为受限的货币资金、投资性房地产、固定资产、长期股权投资、应收账款、在建工程、存货、无形资产、应收款项融资和应收票据，受限资产占总资产比重为 27.82%，占净资产 153.41%，受限资产规模很大。

图表 12：截至 2024 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	科目	受限金额
货币资金	101.42	在建工程	8.03
投资性房地产	10.97	长期股权投资	8.27
存货	7.39	应收账款	8.15
固定资产	8.53	应收票据	0.06
无形资产	6.92	应收款项融资	0.34
合计	160.09		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

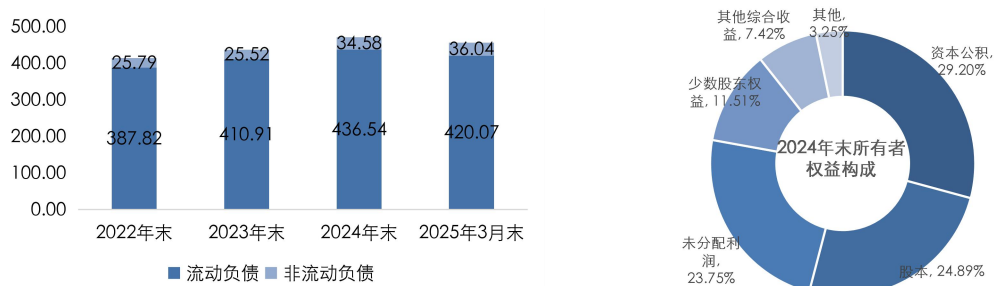
资本结构

跟踪期内，受少数股东权益减少影响，公司所有者权益略有下降，资本公积和未分配利润占比仍较高

跟踪期内，公司所有者权益略有下降，主要系少数股东权益减少所致；截至 2024 年末，公司所有者权益为 104.35 亿元，主要由资本公积、股本、未分配利润、少数股东权益、其他综合收益和盈余公积构成。

2024 年末及 2025 年 3 月末，公司资本公积分别为 30.47 亿元和 30.43 亿元，股本仍为 25.97 亿元。受益于经营积累，公司未分配利润增加，2024 年末及 2025 年 3 月末，分别为 24.78 亿元和 25.00 亿元；公司盈余公积均为 3.39 亿元；其他综合收益分别为 7.74 亿元和 7.64 亿元，截至 2024 年末其他综合收益主要由自用房地产转换为投资性房地产公允价值变动和外币财务报表折算差额等构成，期末余额分别为 6.21 亿元和 2.43 亿元；公司少数股东权益分别为 12.01 亿元和 12.03 亿元，其中 2024 年末少数股东权益同比有所下降。

图表 13：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

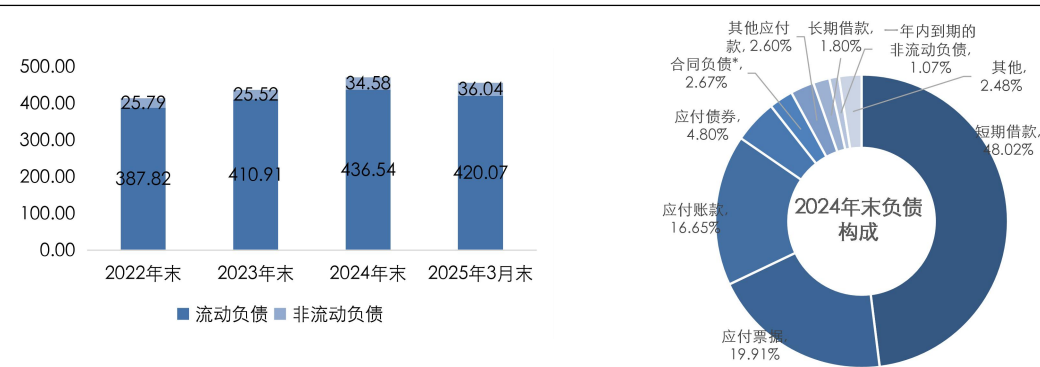
跟踪期内，公司全部债务规模有所波动，规模仍较大，且以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大

跟踪期内，公司负债总额整体有所增长，2024 年末，公司负债总额同比增长 7.95%，主要系借款和发行债券所致，2025 年 3 月末，负债总额较 2024 年末下降 3.19%，流动负债占比为 92.10%，仍以流动负债为主。

截至 2024 年末，公司流动负债为 436.54 亿元，主要由短期借款、应付票据和应付账款等构成。公司短期借款期末余额为 226.24 亿元，同比增长 19.56%；其中质押借款 50.39 亿元、抵押及保证借款 113.62 亿元、未到期票据/信用证贴现 61.49 亿元；2025 年 3 月末，短期借款期末余额较 2024 年末下降 7.95%。2024 年末，公司应付票据期末余额 93.78 亿元，同比下降 27.55%，其中银行承兑汇票 93.60 亿元、商业承兑汇票 0.18 亿元；截至 2025 年 3 月末，应付票据期末余额较 2024 年末增加 7.63%。公司应付账款为应付商品采购款及劳务款，2024 年末，公司应付账款期末余额增长至 78.45 亿元，2025 年 3 月末，应付账款期末余额较 2024 年末下降 0.67%。

跟踪期内，公司非流动负债保持增长，截至 2024 年末，非流动负债期末余额为 34.58 亿元，主要由应付债券和长期借款等构成。随着“24 怡亚 04”和“24 怡亚通 MTN001”发行，跟踪期内，公司应付债券期末余额保持增长，截至 2025 年 3 月末，应付债券期末余额 22.60 亿元。跟踪期内，公司长期借款保持增长，截至 2024 年末长期借款期末余额 8.50 亿元，主要由保证质押及抵押借款、担保借款和抵押借款构成，期末余额 5.09 亿元、3.44 亿元和 1.22 亿元，其中转入一年内到期的长期借款 1.25 亿元。

图表 14：公司负债构成情况（单位：亿元）

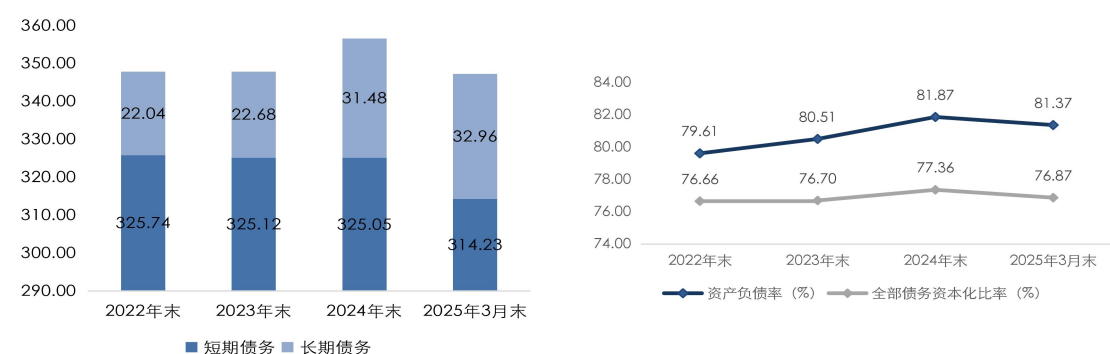


项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动负债	387.82	410.91	436.54	420.07
短期借款	188.62	189.23	226.24	208.25
应付票据	109.37	129.44	93.78	100.93
应付账款	32.91	58.31	78.45	77.92
非流动负债	25.79	25.52	34.58	36.04
应付债券	3.02	15.00	22.60	22.60
长期借款	17.51	6.50	8.50	10.05
负债合计	413.61	436.43	471.12	456.11

资料来源：公司提供，东方金诚整理

全部债务方面，2024 年末，公司全部债务同比有所增长，截至 2025 年 3 月末，公司全部债务 347.19 亿元，较 2024 年末有所下降，其中短期债务为 314.23 亿元，短期债务占比为 90.51%，长期债务为 32.96 亿元，长期债务占比 9.49%；随着债务规模的增加，2024 年末，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均同比有所增长。整体来看，跟踪期内，公司债务规模有所波动，规模仍较大，且以短期为主，短期集中偿付压力仍较大。

图表 15：公司全部债务构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2024 年末，公司对外担保余额为 10.30 亿元，占净资产的比例为 9.87%，被担保企业主要系公司与各地方政府合资成立的联营公司，详见附件三。若被担保人经营情况出现困难，无法按照约定偿还债务或履行承诺，公司或面临代偿风险。

盈利能力

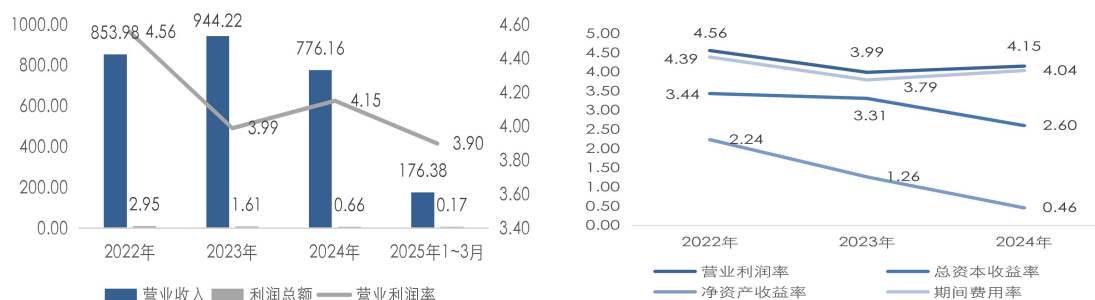
2024年，受整体消费降级，以及减少工业原材料供应等因素影响，公司营业收入和利润总额有所下降，盈利能力降低，考虑到公司加大品牌运营业务销售，以及代理进口量增加，预计2025年公司业务规模有望增长

2024年，公司营业收入同比下降17.80%，主要系分销+营销业务、品牌运营业务规模下降所致；受毛利率较低的分销+营销业务规模及占比降低影响，营业利润率有所上升。同期，公司净资产收益率和总资产收益率均有所下降，公司盈利能力有所降低。

期间费用方面，2024年期间费用仍以销售费用、管理费用和财务费用为主，期间费用率同比上升0.24个百分点。

非经营性损益方面，2024年，公司投资收益为1.79亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益构成；信用减值损失为-2.56亿元，主要系坏账损失；资产减值损失-0.29亿元，主要系存货跌价损失；公允价值变动收益0.24亿元，主要系衍生金融资产与负债和交易性金融资产公允价值变动；其他收益0.39亿元，主要系政府补助；当期非经营性损益合计为负。受业务规模下降影响，利润总额同比下降。

图表 16：公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2025年1~3月，公司营业收入为176.38亿元，同比下降13.14个百分点；利润总额为0.17亿元，同比增加235.25个百分点。考虑到2025年公司一方面将加大品牌运营业务中如酒饮的中、低价位产品，以及算力、大数据等IT电子产品的销售，另一方面代理进口量增加，带动跨境物流业务规模增长，公司业务规模有望增长。

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流入有所增加，获现能力仍较好，投资性净现金流转为净流入，随着在建项目的投入，预计未来公司将保持一定的外部融资依赖度

2024年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长191.42%，主要系存货减少以及经营性应付增加所致；现金收入比略有下降，2024年为110.31%，仍处于较好水平。公司收入获现能力仍较好。

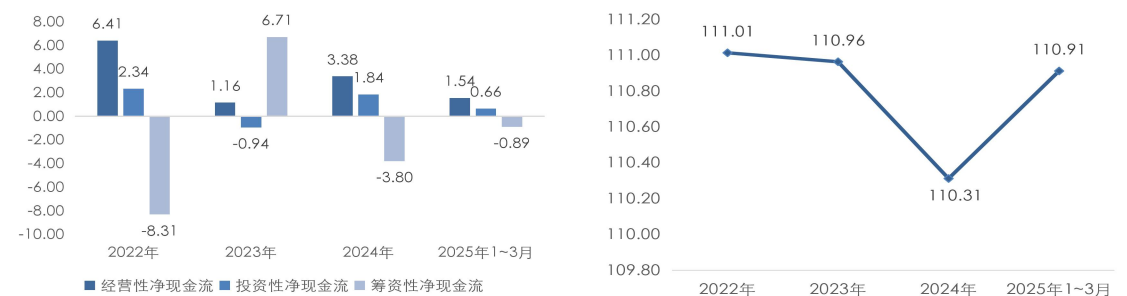
公司投资活动现金流入主要来源于取得投资收益和收到其他与投资活动有关现金；投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产；投资性净现金流转为净流入，主要系当期购建

固定资产等长期资产支付的现金规模减少所致。

公司筹资活动现金流入规模有所增加，主要来源于借款和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动流出规模同比增加，主要用于偿还到期债务、利息、分配股利和支付其他与筹资活动有关的现金；公司筹资性净现金流转为净流出。

2025年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流净额分别为1.54亿元、0.66亿元和-0.89亿；随着在建项目投入增加，公司对外部融资依赖仍较高。

图表 17：公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均略有增加，但仍处于较弱水平，受经营活动产生的现金流量净额增加影响，经营现金流动负债比有所增加。截至2024年末，公司货币资金132.66亿元，未受限的货币资金31.24亿元，短期债务为325.05亿元，货币资金无法覆盖短期债务。

2024年，公司EBITDA同比有所下降，EBITDA对全部债务和利息的保障程度均有所下降。

图表 18：公司偿债能力指标情况

指标	2022年	2023年	2024年	2025年3月
流动比率 (%)	105.91	104.23	108.11	109.05
速动比率 (%)	88.26	86.08	91.83	91.82
经营现金流动负债比 (%)	1.65	0.28	0.78	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.50	1.31	1.25	-
全部债务/EBITDA (倍)	17.39	19.20	24.26	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2024年末，公司短期债务为325.05亿元。2024年公司经营性净现金流为3.38亿元，投资性净现金流为1.84亿元，筹资活动前净现金流为5.23亿元。预计2025年，公司盈利能力保持稳定；公司资本支出计划用于在建项目投入。预计公司2025年筹资活动前净现金流有所增长，但对短期债务的保障能力仍较弱。

公司融资渠道畅通，截至2025年3月末，公司在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为358.15亿元，未使用额度为94.74亿元。考虑到公司作为深圳投控重要子公司，可获得股东及各方在融资、担保等方面的支持。总体来看，作为深圳投控控股的上市子公司，公司融资渠道畅通，综合偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2025 年 5 月 23 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。

2025 年 2 月 23 日，公司收到广东省汕尾市中级人民法院送达的诉讼材料，获悉公司及汕尾怡亚通供应链有限公司(以下简称“汕尾怡亚通”)与汕尾市投资控股有限公司(以下简称“汕尾投控”)之间的合同纠纷一案已立案，汕尾投控请求法院判令公司及汕尾怡亚通共同支付逾期未支付款项人民币 7.74 亿元、合同违约金人民币 0.26 亿元以及补充协议中的违约金，同时要求公司支付履约保证金人民币 0.78 亿元。截止审计报告日，上述案件尚未开庭。公司结合律师的意见认为，该案件在合同效力、合同中所涉之海砂储量及应付责任等各方面均存在重大争议，由于尚未开庭，该案件仍具有诸多不确定性，尚无法可靠估算诉讼可能的结果及损失，因此 2024 年 12 月 31 日的合并财务报表中，该未决诉讼未计提相关准备金，作为或有事项在财务报表中披露。

截至报告出具日，“22 怡亚 01”、“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”、“23 怡亚 03”、“24 怡亚 01”已按时偿还利息；“24 怡亚通 MTN001”尚未到付息期；除上述债券外，公司发行的债务融资工具均已按时还本付息。

外部支持

控股股东深圳投控仍是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业板块重要的营运主体，未来公司在融资等方面仍将持续获得股东及相关各方的大力支持

公司控股股东深圳投控是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，近年来投资控股了多个企业，形成了相对多元化的业务格局，主要涉及证券、保险、担保、房地产及园区开发、收费公路、高端服务、工业制造等领域，其中国信证券是全国性大型综合类证券公司，业务资质较为齐全，在证券经纪、证券承销与保荐、研究等领域都有着突出的市场地位，金融板块竞争力很强，2024 年营业收入和利润总额有所下降。

图表 19：2024 年末深圳投控情况（单位：亿元、%）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
深圳投控	12196.55	4137.12	2713.81	171.41	66.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是深圳投控下属高端服务业板块重要的营运主体，2024 年营业收入占深圳投控比重为 28.60%。公司于 2019 年纳入深圳投控整体授信，新增多家合作银行，获得授信金额有所增加。2020 年，深圳投控为公司提供 10.00 亿元专项资金支持用于业务发展，并通过其下属担保子公司为公司在资本市场融资提供增信支持，2022 年通过委托贷款提供 15.00 亿元资金支持。2022 年，公司获得控股股东提供的资金支持 21.00 亿元，获得融资担保余额 23.00 亿元。在债券发行方面，2023 年，公司获得深圳投控旗下子公司担保金额 12.00 亿元，2024 年担保金额为 5.60 亿元，截至 2024 年末，担保余额为 20.60 亿元。此外，2021 年 7 月，深圳投控通过下属全资

子公司深圳市投控资本有限公司参与公司非公开发行，对公司增资 10.00 亿元。深圳投控成为公司第一大股东后，在资金拆借、关联方担保，以及政府补助等方面持续给与公司大力支持。未来公司在融资等方面仍将持续获得股东及相关方的大力支持。

整体来看，深圳投控综合实力很强，作为深圳投控下属高端服务业板块重要的营运主体，公司在高端服务业板块，打造跨界融合的供应链共享经济平台方面发挥重要作用，预计公司仍将在补助及融资等方面获得股东及相关各方的大力支持。

增信措施

深担增信为深圳担保集团设立的专营债券及金融产品增信和其他大额融资担保业务的全国性担保公司，实际控制人仍为深圳市国资委，对“22 怡亚 01”和“23 怡亚 03”提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）成立于 2019 年 11 月 5 日，是深圳担保集团设立的增信融资担保子公司，实际控制人为深圳市国资委。截至 2024 年 9 月末，深担增信注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，其中深圳担保集团和深圳市投资控股有限公司分别持股 66.67%和 33.33%。深担增信已获得深圳市地方金融监督管理局出具的《融资担保业务经营许可证》。深担增信担保业务将立足深圳地区，辐射大湾区，主要开展债券及金融产品增信和其他大额融资担保业务。

图表 20：截至 2024 年 6 月末深担增信股东持股情况（单位：亿元、%）

序号	股东名称	公司性质	出资额	持股比例
1	深圳担保集团有限公司	国有全资	40.00	66.67
2	深圳市投资控股有限公司	国有全资	20.00	33.33
合计				100.00

资料来源：深担增信提供，东方金诚整理

深担增信母公司深圳担保集团为深圳市重要的国有全资担保机构之一，业务开展以服务当地中小企业融资为主，实际控制人为深圳市国资委。截至 2024 年 6 月末，深圳担保集团实收资本为 139.88 亿元，总资产 382.07 亿元，2023 年实现营业总收入 26.16 亿元，净利润 14.11 亿元。

深担增信作为深圳担保集团增信业务的经营主体，主要为大湾区高成长性的科技型企业提供增信服务，业务渠道和储备客户不断丰富，营业收入保持较快增长，区域竞争优势很强；2024 年 9 月末，深担增信银行存款等现金类资产占比达 62.83%，I 类资产占比持续上升，资产流动性处于较好水平；截至 2024 年 9 月末，深担增信净资产规模为 65.25 亿元，资本实力处于行业前列，且融资性担保放大倍数较低，为后续业务开展奠定了良好的基础；深担增信股东深圳担保集团是深圳市政府为解决中小微企业融资问题而设立的金融服务机构，深担增信作为其重要子公司，能够在业务拓展、风险控制、资本补充等方面得到股东及深圳市国资委较大支持。

同时，东方金诚也关注到，深担增信客户主要分布在建筑业、租赁和商务服务业、制造业等行业，2024 年 9 月末前十大融资担保客户的增信余额合计占比为 38.41%，行业和客户集中度较高；在经济承压和资本市场波动影响下，深担增信部分民营企业客户出现盈利下滑、信用

等级下调情况，面临的增信业务风险管理压力有所上升。

综上所述，东方金诚评定深担增信主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。深担增信的担保代偿能力极强，对“22 怡亚 01”和“23 怡亚 03”提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

高新投融资担保作为深圳市国资委旗下经营融资担保业务的金融服务机构，担保代偿能力极强，对“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”和“24 怡亚 01”提供连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）是由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）于 2011 年 4 月投资设立，初始注册资本为 6.00 亿元。2018 年 5 月，高新投融资担保获得高新投集团增资 6.00 亿元，注册资本增至 12.00 亿元。2019 年 9 月，高新投融资担保引入股东深圳市罗湖引导基金投资有限公司（以下简称“罗湖引导基金”）和深圳市财政金融服务中心分别增资 20.00 亿元，同时获得股东高新投集团增资 18.00 亿元。增资完成后，高新投融资担保注册资本及实收资本均增至 70.00 亿元。2022 年 9 月，经第 22 次市政府党组会议审计决定，深圳市财政金融服务中心将其持有 26.60%的股权无偿划转至深圳投控。2023 年，深圳市罗湖引导基金投资有限公司将其持有 27.07%的股权全部转让至深圳市罗湖投资控股有限公司（以下简称“罗湖投资控股”）。截至 2024 年 3 月末，高新投融资担保注册资本及实收资本仍为 70.00 亿元，其中高新投集团、罗湖投资控股和深圳市投资控股有限公司分别持股 46.34%、27.07%和 26.60%。

图表 21：截至 2024 年 3 月末高新投融资担保股东持股情况（单位：%）

排名	股东名称	股东性质	持股比例
1	深圳市高新投集团有限公司	国有企业	46.34
2	深圳市罗湖引导基金投资有限公司	国有企业	27.07
3	深圳市财政金融服务中心	国有企业	26.60
合计			100.00

数据来源：高新投融资担保提供，东方金诚整理

高新投融资担保股东均为深圳市国资委下属国有企业，实际控制人为深圳市国资委。高新投融资担保坚持聚焦“双高双软”、“专精特新”和“20+8”产业集群企业，重点支持区域内中小微、民营企业发展，积极落实减费让利政策，近年来通过承接高新投集团新增金融产品增信业务、对批量担保及投保联动等产品进行组合升级、拓展非融资性担保业务等方式进行业务转型。

深圳市战略新兴产业、现代服务业等发展良好，经济实力强，财政实力雄厚，为高新投融资担保业务发展创造了良好的条件及外部环境；作为高新投集团担保业务的承接主体，高新投融资担保专注于为深圳市高新技术企业等民营企业提供融资担保服务，区域市场竞争力很强；高新投融资担保 I 类资产占比较高，资产流动性较强，对或有代偿支出保障程度较高；高新投融资担保控股股东高新投集团是深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立，实际控制人为深圳市政府，综合实力极强，预计高新投融资担保能在资本补充、业务拓展、风险管控等方

面获得股东及当地政府较大支持。

同时，东方金诚关注到，受持续减费让利及业务结构调整影响，高新投融资担保净利润出现下滑，盈利能力有所降低；高新投融资担保投资资产规模较大，近年来受部分企业经营困难等影响，委托贷款业务风险有所上升，面临一定信用风险管理压力。

综上所述，东方金诚评定高新投融资担保主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。根据东方金诚对高新投融资担保的评级结果，高新投融资担保作为“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”和“24 怡亚 01”的担保人，担保能力极强，对上述债券具有很强的增信作用。

四川发展担保的担保代偿能力极强，对“24 怡亚通 MTN001”的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）系 2010 年 9 月经四川省人民政府金融办公室（川府金发【2010】65 号文）批准，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）全额出资组建的担保公司，初始注册资本 5.00 亿元。成立初期四川发展担保定位为汶川地震后为服务灾后恢复重建项目而专门设立的政策性担保公司，2012 年 3 月开始开展市场化融资担保业务。2015 年 4 月，通过股东四川发展控股的增资以及新股东四川发展投资有限公司（以下简称“四川发展投资”）的引入，四川发展担保注册资本增至 8.82 亿元，并于同年 9 月完成股份制改造，同时更改为现名。

2016 年 10 月，四川发展担保获得国开发展基金有限公司³（以下简称“国开发展基金”）25.00 亿元专项建设基金增资款⁴，同时原控股股东四川发展控股对四川发展担保进行同比例增资，增资完成后四川发展担保注册资本和实收资本增至 58.82 亿元。2017 年 9 月，四川发展控股将其持有的全部股份转让至其子公司四川金控，四川金控成为四川发展担保控股股东。2021 年、2023 年，四川金控分别回购 2.00 亿元国开发展基金对公司的出资额。截至 2023 年末，四川发展担保实收资本为 58.82 亿元，其中四川金控对四川发展担保的持股比例上升至 64.17%，为四川发展担保控股股东，四川发展担保实际控制人为四川省财政厅。

图表 22：截至 2023 年末四川发展担保股东持股情况（单位：亿元、%）

序号	股东名称	公司性质	出资额	持股比例
1	四川金融控股集团有限公司	国有法人	37.74	64.17
2	国开发展基金有限公司	国有法人	21.00	35.70
3	四川发展投资有限公司	国有法人	0.08	0.13
合计			58.82	100.00

资料来源：四川发展担保提供，东方金诚整理

四川省经济及财政实力很强，且区域债券市场信用体系建设不断完善，为四川发展业务开展提供了良好的外部环境；四川发展担保资本实力在中西部同业机构中位居前列，2023 年末实

³国开发展基金是由国家开发银行于 2015 年 8 月 25 日正式注册设立的政策性投资主体，注册资本 500 亿元。

⁴根据 2021 年 10 月 12 日国开发展基金、四川金控、四川发展投资、四川发展担保签订的《国开发展基金投资合同变更协议》，国开发展基金对公司的投资期限为首笔增资款缴付完成之日起 20 年（即 2016 年至 2036 年），在投资期限内及投资期限到期后，国开发展基金有权按照投资合同约定，自 2021 年至 2036 年分 9 次由四川金控按投资合同约定的回购金额回购国开发展基金对四川发展担保的出资额，回购或减资的安排如下：2021、2023、2025、2027 和 2029 年每年回购（或减资）2 亿元，2031 年回购（或减资）2.5 亿元，2033 和 2035 年每年回购（或减资）5 亿元，2036 年回购（或减资）2.5 亿元。截至 2023 年末，四川金控已回购 4 亿国开发展基金对四川发展担保的出资额。

收资本为 58.82 亿元，区域竞争优势明显；四川发展担保业务风险控制能力较强，当期代偿率保持在较低水平，且四川发展Ⅰ类资产占比保持在 65%以上，资产流动性较好、资本实力强劲，对其代偿能力形成较好的支撑；四川发展作为省级融资担保机构，在四川省融资担保体系内占据重要地位，能够在资本补充、业务拓展等方面获得股东及地方政府的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，四川发展担保业务行业集中度较高，且客户集中于四川省内城投企业，不利于风险分散；受城投债融资收紧以及增信需求不足的影响，四川发展未来担保业务规模和营业收入增长存在一定压力。

综上所述，东方金诚评定四川发展担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。四川发展担保的担保代偿能力极强，对“24 怡亚通 MNT001”的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

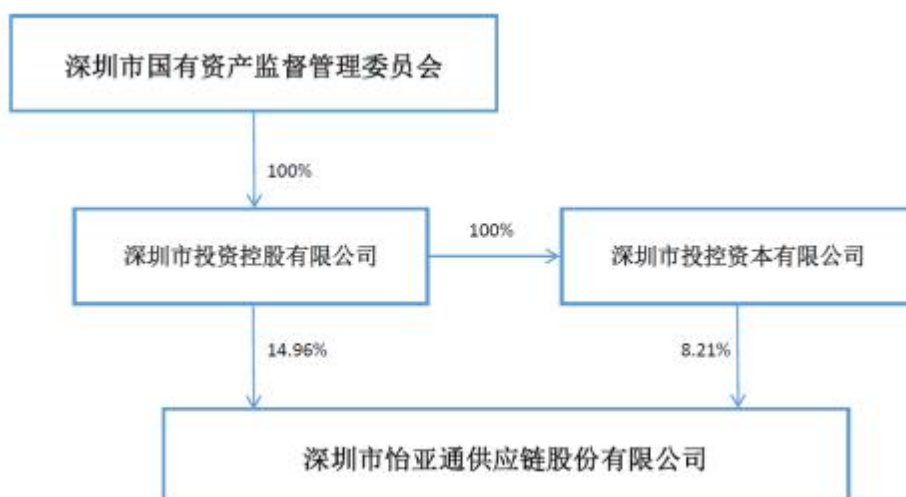
公司是国内重要的消费品供应链企业，具备纵深一体化服务能力，跟踪期内向 AI 算力及新能源领域扩展，分销+营销业务经营范围覆盖全国 320 个城市，客户涉及宝洁、飞利浦、三星等知名企业，具有一定竞争优势；作为控股股东深圳投控下属高端服务业板块重要的营运主体，公司在融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持；高新投融资担保、四川发展担保和深担增信的担保代偿能力极强，对相关债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司跨境和物流服务业务涉及较多外币结算，面临一定汇率波动风险，2024 年，受整体消费降级，以及减少工业原材料供应等因素影响，公司营业收入和利润总额有所下降；跟踪期内，公司应收账款、其他应收款、预付款项规模仍较大，受限资产比例较高，资产流动性较差；2024 年，公司与关联方关联交易规模仍较大，对关联方担保余额 10.06 亿元，未决诉讼规模 9 亿左右，存在或有负债风险；跟踪期内，公司全部债务规模仍很大，以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大。

外部支持方面，控股股东深圳投控是深圳市国资委下属的是以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业板块重要的营运主体，未来公司在融资等方面将持续获得股东及相关各方的大力支持。

综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，并维持“22 怡亚 01”、“23 怡亚 01”、“23 怡亚 02”、“23 怡亚 03”、“24 怡亚 01”和“24 怡亚通 MTN001”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2025 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2025 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2024 年末公司对外担保情况（万元）

担保对象名称	实际担保 金额	实际发生日 期	担保到期日	是否为关 联方担保
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	467.40	2023/4/7	2026/3/22	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	2290.26	2023/7/19	2026/7/3	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	467.40	2023/3/14	2026/2/26	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	467.40	2023/3/23	2026/3/7	是
广西东融怡亚通供应链有限公司	1641.50	2024/7/27	2027/7/12	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	1960.00	2024/10/25	2028/10/4	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	980.00	2024/6/4	2028/5/14	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	4900.00	2022/11/3	2026/10/13	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	2450.00	2024/11/19	2028/10/29	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	7350.00	2024/4/8	2028/3/18	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	1470.00	2024/8/28	2028/8/7	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	2940.00	2024/11/20	2028/10/30	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	348.05	2024/12/18	2028/11/27	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	457.45	2024/5/15	2028/4/24	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2058.53	2024/6/21	2028/5/31	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	914.90	2024/3/12	2028/2/20	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	457.45	2024/3/29	2028/3/8	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	1372.35	2024/5/24	2028/5/3	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	1372.35	2024/7/16	2028/6/25	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	1350.00	2023/12/8	2027/11/17	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2250.00	2024/3/15	2028/2/23	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2520.00	2023/5/8	2027/4/17	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2052.94	2023/2/9	2027/1/19	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2115.00	2023/5/23	2027/5/2	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	1350.00	2023/10/26	2027/10/5	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2250.00	2024/4/29	2028/4/8	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2042.12	2024/5/31	2028/5/10	是
河北交投怡亚通供应链服务有限公司	4900.00	2023/10/12	2027/9/21	是
河北交投怡亚通供应链服务有限公司	5880.00	2023/7/25	2027/7/4	是
河北交投怡亚通供应链服务有限公司	16660.00	2023/11/15	2027/10/25	是
河北交投怡亚通供应链服务有限公司	4900.00	2024/7/26	2028/7/5	是
湖南怀化国际陆港经开区怡亚通供应	14620.48	2024/3/4	2028/2/12	是
常州晋陵怡亚通供应链有限公司	1200.00	2024/4/18	2028/3/28	是
常州晋陵怡亚通供应链有限公司	1200.00	2024/4/18	2028/3/28	是
漯河市怡亚通供应链管理有限公司	490.00	2023/12/20	2027/11/29	是
漯河市怡亚通供应链管理有限公司	490.00	2024/5/9	2028/4/18	是
购房客户	2371.91	2024/5/11	银行发放贷款至购 房人办妥房产抵押 登记手续为止	否
合计	103007.49	-	-	-

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	519.52	542.10	575.47	560.56
所有者权益（亿元）	105.91	105.67	104.35	104.46
负债总额（亿元）	413.61	436.43	471.12	456.11
短期债务（亿元）	325.74	325.12	325.05	314.23
长期债务（亿元）	22.04	22.68	31.48	32.96
全部债务（亿元）	347.78	347.79	356.53	347.19
营业收入（亿元）	853.98	944.22	776.16	176.38
利润总额（亿元）	2.95	1.61	0.66	0.17
净利润（亿元）	2.37	1.34	0.48	0.14
EBITDA（亿元）	19.99	18.11	14.70	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.41	1.16	3.38	1.54
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	2.34	-0.94	1.84	0.66
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-8.31	6.71	-3.80	-0.89
毛利率（%）	4.67	4.11	4.31	4.14
营业利润率（%）	4.56	3.99	4.15	3.90
销售净利率（%）	0.28	0.14	0.06	0.08
总资本收益率（%）	3.44	3.31	2.60	-
净资产收益率（%）	2.24	1.26	0.46	-
总资产收益率（%）	0.46	0.25	0.08	-
资产负债率（%）	79.61	80.51	81.87	81.37
长期债务资本化比率（%）	17.23	17.67	23.17	23.98
全部债务资本化比率（%）	76.66	76.70	77.36	76.87
货币资金/短期债务（%）	43.35	42.22	40.81	38.68
非筹资性现金净流量债务比率（%）	2.51	0.06	1.47	0.64
流动比率（%）	105.91	104.23	108.11	109.05
速动比率（%）	88.26	86.08	91.83	91.82
经营现金流动负债比（%）	1.65	0.28	0.78	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	1.31	1.25	-
全部债务/EBITDA（倍）	17.39	19.20	24.26	-
应收账款周转率（次）	6.09	6.26	4.74	-
销售债权周转率（次）	5.86	5.97	4.37	-
存货周转率（次）	13.25	12.66	10.20	-
总资产周转率（次）	1.79	1.78	1.39	-
现金收入比（%）	111.01	110.96	110.31	110.91

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。