






内部编号: 2025060201

绍兴市国控集团有限公司

信用评级报告

项目负责人: 翁斯喆  wsz@shxsj.com
项目组成员: 董正舟  dongzhengzhou@shxsj.com
评级总监: 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.

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，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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次评级的信用等级有效期至 2026 年 6 月 18 日止。本评级机构将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象信用等级。

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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。

评级概要

编号：【新世纪企评(2025)020229】

评级对象：绍兴市国控集团有限公司

主体信用等级/评级展望：AAA/稳定

评级时间：

2025年6月20日

评级观点

主要优势：

- 区位优势较强。绍兴市具有较好的产业基础，区域经济实力较强，为绍兴国控的业务发展提供了良好的外部环境。
- 政府支持。绍兴国控是绍兴市打造“2家战略投资公司+12家企业集团”的市属国有企业中2家战略投资公司之一，战略地位突出，能够获得绍兴市国资委在资产注入、政府补贴等多方面支持。
- 子公司主业行业地位突出。绍兴国控下属古越龙山是我国规模最大的黄酒生产和出口企业，公司黄酒品牌价值突出，原料供应和产品销售渠道完善，且古越龙山拥有33万吨窖龄约12年的原酒，约占黄酒行业原酒储量的一半，是其独有的稀缺资源，竞争优势明显。
- 财务弹性较好。绍兴国控目前财务杠杆适中，且已与多家商业银行建立了合作关系，未使用银行授信规模较大，财务弹性较好。

主要风险：

- 黄酒业务经营风险。受消费习惯等影响，我国黄酒销售区域主要集中在江浙沪地区，黄酒行业市场容量较为有限且市场竞争激烈，使得绍兴国控黄酒业务面临区域经济波动风险及较大的市场竞争压力。
- 盈利水平有所波动。绍兴国控利润主要来源于投资收益，而不良资产处置业务存在一定风险，基金投资项目多处于投资期，退出收益及分红收益尚不稳定，公司盈利水平有所波动。
- 应收款项回收风险。绍兴国控应收账款和其他应收款增长较快，其中应收账款主要由不良资产包处置形成，需持续关注应收款项回收风险。
- 面临一定的融资压力。绍兴国控不良资产处置业务资产包收购规模较大，基金认缴资金金额较高，担保及租赁业务发展较快，现阶段公司主要依赖外部融资满足资金需求，预计未来将面临持续的融资压力。

评级关注：

- 绍兴国控为根据《中共绍兴市委办公室 绍兴市人民政府办公室关于印发<绍兴市国资国企改革攻坚深化提升行动实施方案（2024年-2025年）><绍兴市市属国有企业重组优化方案>的通知》（绍市委办发〔2024〕37号）相关要求，由绍兴市国有资本运营有限公司及绍兴市金融控股有限公司合并组建而成，目前董事会和总经理人员均已到位，各项制度基本制定完成，由于组建时间短，整合效果需持续关注。此外，目前绍兴市国资国企改革事项仍在推进中，后续还将分步实施无偿划入和划出部分子公司股权工作，新世纪评级将持续关注公司整合效果以及后续子公司股权划转变化及其影响。

评级结论

通过对绍兴国控主要信用风险要素的分析，本评级机构认为其自身信用质量很强，加之来自股东支持力度大，实际债务偿付能力极强，并给予公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定。

未来展望

本评级机构预计绍兴国控信用质量在未来12个月持稳。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (万元)	49.20	33.29	—	—
刚性债务 (万元)	—	—	—	—
所有者权益 (亿元)	69.87	69.87	69.87	69.87
经营性现金净流入量 (万元)	-42.81	-15.91	-33.29	—
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	451.54	498.65	524.08	535.71
总负债 (亿元)	214.90	253.83	272.34	284.83
刚性债务 (亿元)	171.16	207.55	224.10	242.50
所有者权益 (亿元)	236.64	244.82	251.74	250.88
营业收入 (亿元)	37.18	38.76	42.42	10.83
净利润 (亿元)	7.64	7.86	4.37	0.45
经营性现金净流入量 (亿元)	14.22	1.85	18.09	-2.22
EBITDA (亿元)	18.56	22.41	17.20	—
资产负债率[%]	47.59	50.90	51.96	53.17
权益资本与刚性债务比率[%]	138.25	117.96	112.33	103.46
流动比率[%]	236.29	250.45	184.38	216.09
现金比率[%]	160.67	161.14	125.92	137.72
利息保障倍数[倍]	2.32	2.10	1.69	—
净资产收益率[%]	3.23	3.26	1.76	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.32	1.82	14.56	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.23	-15.04	-1.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	2.23	1.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.08	—

注: 根据绍兴国控经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度模拟财务数据整理、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 (通用) FM-GS001 (2022.12)

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整 (子级数量)	0
		其中: ①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
④其他因素	0		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	↑ 2	
主体信用级别		AAA	

调整因素: (0)

无。

支持因素: (↑ 2)

绍兴国控是绍兴市打造“2 家战略投资公司+12 家企业集团”的市属国有企业中 2 家战略投资公司之一, 发挥产业引领的战略支撑作用, 在绍兴市国资体系中地位突出。公司资产质量较好, 子公司古越龙山是黄酒行业龙头企业。近年来绍兴市国资委在股权划拨、政府补贴等方面给予公司支持力度大。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《2024年中国私募股权投资行业信用回顾与2025年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32765&mid=5&listype=1
《地方不良资产管理行业2024年信用回顾与2025年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32671&mid=5&listype=1

信用评级报告

概况

绍兴市国控集团有限公司（简称“绍兴国控”、“该公司”或“公司”）前身为成立于2020年4月26日的绍兴富越企业管理有限公司，成立时注册资本为30.00万元，绍兴市国有资本运营有限公司¹（简称“绍兴国资”）为唯一股东，实际控制人为绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“绍兴国资委”）。根据绍兴市人民政府相关会议要求，为贯彻国家、省、市关于国资国企改革深化提升行动部署要求，进一步优化国有资本布局，切实提升国有资本配置效率推动国资国企做强做优做大，根据《中共绍兴市委办公室 绍兴市人民政府办公室关于印发<绍兴市国资国企改革攻坚深化提升行动实施方案（2024年-2025年）><绍兴市市属国有企业重组优化方案>的通知》（绍市委办发【2024】37号）精神，合并绍兴国资和绍兴市金融控股有限公司²（简称“绍兴金控”）组建该公司，并计划划入绍兴市交通投资集团有限公司（简称“绍兴交投”）持有的中国绍兴黄酒集团有限公司（简称“绍兴黄酒集团”）44.1%股权，并分步划出绍兴市公用事业集团有限公司（简称“公用事业集团”）49%股权、绍兴市文化旅游集团有限公司（简称“绍兴文旅集团”）19.32%股权、绍兴震元健康产业集团有限公司（简称“震元健康”）46.3%股权、绍兴市人才发展集团有限公司（简称“人才集团”）100%股权、绍兴市殡仪服务有限责任公司100%股权和绍兴市水利水电勘测设计院有限公司100%股权。2025年1月公司完成工商变更登记，注册资本增至50.00亿元，更名为绍兴市国有资本控股集团有限公司并于2025年3月变更为现名。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为50.00亿元，绍兴国资委持有公司100%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

该公司为绍兴国资委下属一级子公司，正处级单位，是绍兴市打造“2家战略投资公司+12家企业集团”的市属国有企业中2家战略投资公司之一，其核心主业为战略投资和管理、资产管理、要素交易服务和融资性担保，未来还要培育投行服务、外贸综合服务、咨询服务等业务，在绍兴市国资体系中地位突出。公司主营业务包括黄酒酿造、不良资产处置、基金运营、担保和融资租赁等。其中，子公司绍兴黄酒集团下属上市公司浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司（简称“古越龙山”，股票代码“600059.SH”）负责经营和管理黄酒酿造业务。古越龙山是我国黄酒行业龙头企业，其业务主要集中在江浙沪地区。

数据基础

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2022-2024年模拟财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。根据（绍市委办发〔2024〕37号）《绍兴市国资国企改革攻坚深化提升行动实施方案（2024—2025年）》《绍兴市市属国有企业重组优化方案》的要求和股权转让协议书，同意绍兴市财政局、国资运营（即“绍兴国资”）等股东将其持有的部分公司股权无偿转让给公司。此次模拟合并范围根据主管机关相关文件确认，模拟财务报表仅为资产重组之目的而编制，公司按同一控制下的企业合并追溯调整方式进行模拟，形成模拟财务报表。公司模拟财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的42项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（合称“企业会计准

¹ 前身为绍兴黄酒投资有限公司，成立于2002年9月，注册资本为3,000万元，由绍兴市国有资本管理委员会办公室（简称“绍兴国资办”）持有全部股份。2004年1月，绍兴国资办对公司增资2,500万元，注册资本增至5,500万元。2010年，绍兴国资办对公司减资至500万元并将全部股权划拨至绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“绍兴国资委”）。2019年8月，绍兴市人民政府印发《绍兴市国有资本运营有限公司组建实施方案》（绍市委办发〔2019〕93号，简称《组建方案》），提出“做实绍兴黄酒投资有限公司，进一步升格变更为市国资运营公司，注册资本为50亿元”。2019年9月，公司重组后完成工商变更登记，公司名称变更为现名，注册资本变更为50亿元。截至2024年末，绍兴国资实收资本为50.00亿元。

² 前身为绍兴市财政投资有限公司（简称“绍兴财投”），成立于1996年8月5日。绍兴财投成立时注册资本为1000万元，绍兴市财务开发公司和绍兴市国有资产投资经营有限公司各持股50%；2012年1月绍兴财投增资至1.10亿元，由绍兴市财务开发公司和绍兴市国有资产投资经营有限公司分别增资8000万元和2000万；2012年3月绍兴市交通投资集团有限公司无偿取得绍兴金控100.00%股权。根据《绍兴市金融控股有限公司组建实施方案》（简称“组建方案”）等相关文件及批复，2019年3月，绍兴财投所有股权划拨入绍兴市财政局，并于2019年4月办理工商变更。同年，绍兴市政府将市内相关国有金融股权集中划归至绍兴金控，并根据划转股权规模对公司原有股权进行了梳理。2020年，公司资本公积转增实收资本52.75亿元。截至2024年末，绍兴金控实收资本为53.85亿元，绍兴市财政局持有公司全部股权，代表绍兴市政府履行出资人职责。

则”）。公司 2025 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年末，该公司合并范围共 129 家子公司，包括 4 家二级子公司，分别为：绍兴国资、绍兴市国控工程咨询有限公司（简称“国控工程咨询”）、绍兴市国控后勤发展有限公司（简称“国控后勤发展”）和绍兴金控。2025 年 1 月，公司将持有的水利水电设计院 100.00%股权、演艺集团 100.00%股权、震元集团 46.3054%股权转让至绍兴市国资委，将持有殡仪服务的 100.00%股权转让至绍兴城市建设投资集团有限公司。

业务

该公司是绍兴市国资委直属企业，目前主要业务包括黄酒酿造业务、不良资产处置业务和基金业务。黄酒酿造业务方面，古越龙山黄酒品牌知名度高，细分行业地位稳固，但收入增速较低，需关注市场需求变化情况以及原材料价格波动等对盈利能力的影响。不良资产业务方面，近年来受市场竞争影响，收入规模不大且有所下降；公司基金业务以产业引导基金为主，部分项目已实现退出，存续基金多处于投资期，基金业务投资收益存在不确定性。公司利润主要来源于投资收益，存在一定波动，稳定性需持续关注。未来公司将通过基金业务加大对区域产业的投资力度；同时，公司还将通过设立或并购的方式获取金融牌照，扩大自身金融板块业务范围。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》

（2）行业因素

黄酒行业

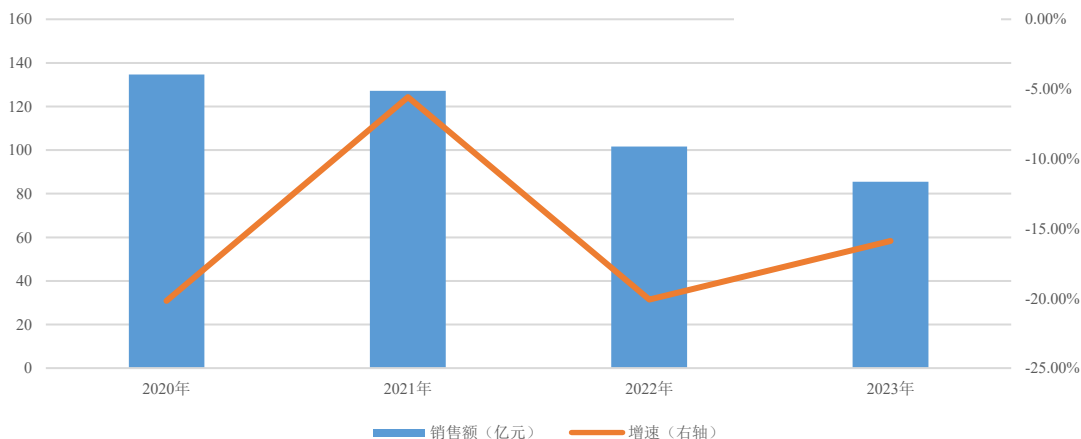
黄酒是我国最古老的酒种之一，具有数千年的历史，与德国的啤酒、法国的葡萄酒并称世界三大古酒。黄酒源于中国，为中国的民族特产，其酿造技术独树一帜，为东方酿造界的典型代表。黄酒是以稻米、糯米、玉米、小麦等谷物为原料，以特制曲和酒母作为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、压滤、陈贮、勾兑、检验而酿造成的发酵酒，一般酒精含量为 14%~20%，属于低度酿造酒。

我国黄酒生产除了有独特的传统工艺和储藏方法外，其对环境、气候、水质等也有一定要求，资源壁垒较突出。根据原料、酿造工艺和风味特定差异，黄酒大致分为三大派系，包括以绍兴黄酒为代表的江南糯米黄酒、以福建老酒和龙岩沉缸酒为代表的福建红曲黄酒、以即墨黄酒为代表的山东黍米黄酒。其中绍兴黄酒最为有名，其在酿造过程中的浸米、蒸饭、发酵、杀菌、陈贮等环节均与环境、气候密切相关，适宜的环境和气候有助于发酵中微生物的生长，绍兴地区环境湿度较高、气候暖热、空气中微生物菌体较多，加之引用水质优良、微量元素含量较高的鉴湖水，造就了绍兴黄酒的独特风味。

2023 年全国酿酒行业销售收入 10,803 亿元，同比增长 9.3%，白酒和啤酒收入合计 9,426 亿元，占酿酒总收入的 87%以上，黄酒产业规模总体偏小，收入仅 210 亿元。根据国家统计局相关数据，2021-2023 年规模以上黄酒生产企业分别为 98 家、90 家和 81 家，实现销售收入分别为 127.17 亿元、101.63 亿元和 85.47 亿元，按可比口径来看，分别下降 5.58%、20.09%和 15.90%；实现利润总额分别为 16.74 亿元、12.66 亿元和 15.58 亿元，按可比

口径来看，分别下降 1.76%、下降 24.47%和增长 23.06%。2024 年古越龙山、会稽山、金枫酒业营业收入合计 41.46 亿元，同比增长 10.02%；净利润合计 4.09 亿元，同比减少 39.02%。受制于黄酒行业的区域消费特点，市场投入有限、品牌推广不足等因素制约了黄酒产业进一步发展。从行业格局来看，在行业下行时期，黄酒企业经营压力普遍加大，但中小酒企由于资本实力较弱将受到较大的不利影响，龙头酒企或将受益行业集中度提高。

图表 1. 近年来规模以上黄酒生产企业销售额及增速情况



资料来源：智研咨询

我国黄酒消费具有显著的区域性特性。近年来，随着企业对黄酒文化和黄酒产品的宣传推广，加之黄酒的低度、养生、保健等特性符合当前消费者不断提高健康意识和对生活品质的要求，黄酒的消费区域从江浙沪逐步向全国扩张，但总体进程较为缓慢，目前黄酒在江浙沪市场的销售占比仍超过 70%。江浙沪区域的经济实力较强，一定程度保障了区域内黄酒的销售。产品价格方面，黄酒产品的品规众多、系列丰富，没有明显的高中低档划分，价格区间较窄，且由于产品同质化严重、市场竞争激烈，名优企业的品牌价值无法得到突出显现，产品结构和价格仍有待提升。未来随着消费者对健康重视程度的提高，黄酒的低度、营养、保健的竞争优势将逐渐显现，消费群体有望向高收入人群转移，年龄结构有望向年轻化发展。

政策方面，黄酒所属的饮料行业发展长期受到我国政府的高度重视和支持。“调结构、促消费”的政策导向对经济起到持续提升作用。尤其在近年宏观经济较为低迷时期，通过拉动内需，刺激消费在一定程度上抵御经济下滑的不利局面。另外，我国近年来温和的通货膨胀，提高了行业运行成本，但行业通过转嫁消化，保持了适度活力。

由国家市场监管总局、国家标准化管理委员会发布的黄酒新国标 GB/T-13662-2018《黄酒》于 2019 年 4 月 1 日起正式实施，新国标对于“标注酒龄”取消了 2008 版国标中“所标注酒龄的基酒不低于 50%”的要求，仅要去“以勾调所用原酒的酒龄加权平均计算”。目前来看，由于传统黄酒的质量与其酿造年份的气候、粮食原料质量等有密切的关系，如果当年的气候对黄酒酿造不利、原料质量较差，则该年份的原酒质量也会打折扣，因此该要求的取消有利于企业勾调出品质稳定、质量高的年份黄酒产品。同时，新国标中取消了氧化钙与菌落总数的指标，但增加了苯甲酸指标。黄酒新国标正式实施后对行业发展带来的影响待持续关注。2021 年 4 月，中国酒业协会正式发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》，明确了黄酒行业未来五年的振兴发展路径，以传承创新发展为主线，逐步发展黄酒中高端产品，提升黄酒产品整体档次。2023 年 11 月，绍兴市人民政府发布《关于促进黄酒产业发展振兴的实施意见》，支持探索组建专门的销售公司，成立一级销售管理公司和下级分品类（分品牌）销售公司，建立与资本深度捆绑的厂商一体化长效协同发展独立运作模式，增强市场拓展力和渠道控制力。支持黄酒集团优化黄酒原酒交易平台，联合头部电商牵头建设数字黄酒商城，系统集成各类酒企不同品类在线展销渠道，丰富数字时代黄酒产品在线销售渠道和文化传播场景。2024 年 9 月，绍兴市人民政府发布《绍兴黄酒产业发展振兴若干政策》，支持重大项目建设，打造集产业发展、文化展示、生态旅游为一体的黄酒产业类特色小镇；加强原产地保护，鼓励开展绍兴黄酒专用糯稻种植，酒企协议收购的糯稻，在享受规模种粮补贴基础上，每亩补助 300 元，各区、县（市）按照不低于 1:1 配套补助。

此外，国家对行业企业生产制造过程中的环保监管要求趋严，2018 年 1 月，环境保护部发布《饮料酒制造业污染防治技术政策》，旨在加强饮料酒制造企业的生产过程的环保污染防治及资源循环利用等；2018 年 4 月，国

家启动制定《酒类制造业水污染物排放标准》，该标准涉及白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、酒精等酒种。

图表 2. 主要行业政策

法律法规	发文部门	主要相关内容
中华人民共和国食品安全法	全国人大常委会	建立最严监管制度，设置罚则确保“重典治乱”，规定食品安全社会共治，强化互联网食品交易监管，强化企业主体责任，强化地方政府属地管理责任。
食品经营许可证管理办法	国家食药监局	规范食品经营许可活动，加强食品经营监督管理，保障食品安全。
食品生产许可管理办法	国家食药监局	规范食品、食品添加剂生产许可活动，加强食品生产监督管理，保障食品安全。
酒类行业流通服务规范	商务部	规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。
《饮料酒制造业污染防治技术政策》	环境保护部	饮料酒制造业污染防治应遵循减量化、资源化、无害化的原则，采用源头控制、生产过程减排、废物资源化利用和末端治理的全过程综合污染防治技术路线，强化工艺清洁、资源循环利用。
《中国酒业“十四五”发展指导意见》	—	以传承创新发展为主线，把握黄酒多样化趋势，进一步优化黄酒产业布局，逐步发展黄酒中高端，提升黄酒产品，实现黄酒的价值回归，坚持从市场导向、消费导向、健康与风味导向出发，构建黄酒风味多样化的产品结构。
《关于促进黄酒产业发展振兴的实施意见》	绍兴市人民政府	支持探索组建专门的销售公司，成立一级销售管理公司和下级分品类（分品牌）销售公司，建立与资本深度捆绑的厂商一体化长效协同发展独立运作模式，增强市场拓展力和渠道控制力。
《绍兴黄酒产业发展振兴若干政策》	绍兴市人民政府	支持重大项目建设，打造集产业发展、文化展示、生态旅游为一体的黄酒产业类特色小镇；加强原产地保护，鼓励开展绍兴黄酒专用糯稻种植，酒企协议收购的糯稻，在享受规模种粮补贴基础上，每亩补助 300 元，各区、县（市）按照不低于 1:1 配套补助。
《党政机关厉行节约反对浪费条例》	中共中央、国务院	公务接待工作餐不得提供任何酒类（包括白酒、啤酒、红酒等），私人自带酒水亦被禁止；实行接待费用总额控制制度，重大外事活动用酒需“一事一审批”并限量采购

资料来源：公开资料整理

行业竞争方面，2022-2024 年，黄酒行业规模前三的古越龙山、会稽山和金枫酒业收入合计分别为 35.09 亿元、37.68 亿元和 41.46 亿元，龙头企业之间的竞争也不断加剧，从区域布局来看，古越龙山、会稽山和金枫酒业在江浙沪地区的黄酒销售额占其收入比重分别为 57.03%、88.77%和 95.02%，会稽山和金枫酒业的黄酒销售主要集中于江浙沪地区，古越龙山在国内其他地区及国际范围的销售占比较高。

后续看，行业龙头企业由于拥有较强的资本实力，品牌影响力较大，且区域性销售渠道完善，市场竞争力强，行业地位将更加稳固。但在江浙沪地区，黄酒市场基本饱和，市场竞争激烈，在目前消费升级和产品结构转型的趋势下，企业的产品研发能力和市场推广能力将成为企业的核心竞争力。

图表 3. 行业内核心企业基本数据（2024 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产量（万千升）	销量（万千升）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
古越龙山	19.36	37.16	25.35	14.72	69.21	14.26	2.07	3.87
会稽山	16.31	52.08	11.82	11.43	45.63	18.04	1.97	3.29
金枫酒业	5.78	42.03	5.83	5.45	22.58	13.67	0.05	0.79

资料来源：根据 Wind 数据及各公司 2023 年年报整理

风险关注：（1）生产和销售区域集中的风险。黄酒生产和消费市场均主要集中在江浙沪地区，且由于黄酒酿造要求及人群消费习惯等，黄酒销售区域地域集中度偏高问题短期内难以改变。行业发展空间一般，且市场竞争激烈，黄酒企业面临销售区域扩张的压力。同时黄酒销售情况易受江浙沪地区经济环境的影响，存在区域性市场销售风险。（2）原材料价格波动风险。黄酒酿造的原材料主要为稻米、糯米、小麦等谷物，原材料价格受到市场供需的影响，其价格的波动将会导致黄酒制造成本的波动。玻璃瓶、陶罐和包材等辅助材料的价格波动也对公司的成本控制造成一定压力。（3）食品安全风险。黄酒的产品质量和安全是消费者关注的重要因素，若食品安全出现问题，对企业经营将产生难以预计的后果，甚至对整个行业的景气度产生很大的负面影响。

不良资产管理行业

历经 20 年的发展，我国不良资产管理行业市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善。逐步实现了由政策性主导到市场化发展的转型，业务模式和参与主体由单一向多元化持续发展。AMC 在防范和化解金融风险、护航实体经济发展等方面发挥了重要作用。

目前，地方 AMC 发展势头迅猛，业务规模呈现较快增长。地方 AMC 的实控人通常为地方政府，地方政府的支持将是地方 AMC 信用质量的有力支撑。政府联系紧密度在区域经济与金融环境中的重要性随各主体定位及层级有所差异。在监管导向、主体设立初衷、业务牌照优势、股权结构以及企业自身资源获取便利度和风险管理要求等多重因素的共同作用下，地方 AMC 通常围绕省内业务资源展业。股东支持能力、资本实力、业务竞争力和融资能力的区域属性显著。业务方面，资本实力对 AMC 主体的业务及利润规模有着重要影响；当前地方 AMC 不良资产收购处置业务以非金不良和投资业务为主，传统金融不良资产收购处置业务比重持续提升。从财务表现来看，地方 AMC 资产较为固化，杠杆经营水平普遍较高，存在持续的外部融资需求，融资能力存在显著差异，影响展业风险偏好和盈利空间。在经济增速下行、市场信用风险持续暴露的外部环境下，地方 AMC 主体业务空间增长的同时，存量资产亦受到冲击，金融不良资产包的公允价值变动、非金不良资产的信用减值损失对盈利形成一定侵蚀。

展望未来，AMC 回归不良资产处置主业的趋势将延续，继续通过发挥特色功能和优势，聚焦化解中小金融机构、房地产、信托和地方政府隐性债务等重点领域风险，为促进企业整合资源、盘活资产和推动区域经济良性循环做出积极贡献。

在持续的市场需求和监管的积极政策导向下，不良资产来源进一步拓宽，业务领域更加分散，处置周期进一步拉长。AMC 的业务模式将不仅仅局限于传统的不良资产包，也不再是简单的提供资金解决流动性问题，而是需要真正盘活存量资产，针对不良资产本身开展定制化的全方位纾困，这对 AMC 在风险定价、资源配置、拓宽融资渠道与降低融资成本、风险识别与防控等方面提出了更高的挑战。由于行业具备双周期特性，在监管以化解风险、回归主业导向的背景下，股东实力雄厚、区域禀赋优越、不良资产主业突出、财务状况稳健的头部 AMC 的优势将逐步扩大。

详见：《地方不良资产管理行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》

私募股权投资行业

“十四五”规划提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，推进制造业补链强链，发展壮大战略性新兴产业，并提出提高直接融资特别是股权融资比重，建立多层次资本市场体系，全面推行注册制等一系列举措。私募股权投资行业作为股权融资的重要渠道之一，能够在赋能创新企业发展的同时，享受科技创新驱动发展带来的增长红利。近年来，在宏观经济增速放缓的背景下，受资本投资意愿减弱、募资困难、退出进度放缓等多种因素扰动，私募股权投资基金备案数量和规模增速逐步放缓，备案规模逐年减少。私募股权、创业投资基金管理人在竞争格局上仍呈现两头分化趋势，募集资金不断向少数头部机构聚集。

募资方面，近三年，私募股权投资基金以及创业投资基金新增备案规模和基金数量逐年减少，24 年 1-11 月两类基金的新增备案规模和基金数量亦同比降幅较大。根据清科研究报告，2024 年前三季度，股权投资市场募资规模同比下降 26.0%，剔除房地产、基础设施投资基金募资规模同比下降 27.6%。政策持续松绑的环境下，在二级市场退出难度加大的背景下，基金募资困难仍是现阶段私募股权基金面临的主要问题。

投资方面，股权投资市场投资节奏延续放缓态势。2024 年以来，随着新国九条的发布，上市准入、监管趋严趋紧，投资案例数及金额缩减显著。分投资阶段来看，各个阶段平均投资金额逐年增长，扩张期仍是股权投资基金偏好介入的投资阶段，投资金额、案例数均为各阶段最高。从投资行业分布情况来看，半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、IT 仍为投资金额占比最高的三大行业。根据清科研究统计，投资项目数量排名前五的城市分别为上海、北京、深圳、苏州和杭州；投资金额排名前五的城市分别为上海、北京、苏州、深圳和合肥，投资端呈现区域性聚集特征。

退出方面，根据协会统计，2024 年，私募股权投资基金项目退出方式主要为“协议转让”“企业回购”“被投资企业分红”“融资人还款”“新三板挂牌”。从退出本金来看，以“协议转让”方式退出占比最高。新增退出项目中通过“协议转让”和“企业回购”方式发生的退出行为较多。根据清科研究统计，2024 年，股权投资退出的方式仍主要为 IPO、股权转让和回购。受上市发行从严的影响，同期全市场 IPO 退出案例数以及 A 股被投资企业 IPO 案例数同比降幅显著。

近年来市场上政府投资基金公司表现持续活跃。与私募股权投资公司相比，政府投资基金公司更注重政策性目标的实现以及实缴资本的安全性，通过设立产业投资基金和创业投资基金，扶持当地产业发展。因资产端表现较为固化，通常政府投资基金公司的负债结构以长期债务为主。由于付息较为刚性，年度间投退节奏较为均衡，账面现金有规律的来源于投资完成清算后收益的公司，往往会拥有更稳定的盈利表现。

展望 2025 年，宏观和政策环境变化将逐步引导私募股权投资机构投资偏好转变，政府投资基金发起设立层级和设立规模将有所提升，投资范围更加明确，私募股权投资行业新增备案规模和数量将持续下降。战略性新兴产业仍将是资本青睐的主要方向。受政策收紧的影响，私募股权投资项目退出方式将向多维度转变。

详见：《2024 年中国私募股权投资行业信用回顾与 2025 年展望》

(3) 区域市场因素

绍兴市历史悠久，是我国首批历史文化名城，近现代以来轻工业发展迅速，民营经济较为活跃。总体来看，绍兴市具有较强的产业基础，在全国范围内属经济发展水平相对领先的地区。2022-2024 年，全市地区生产总值分别为 7351 亿元、7791 亿元和 8369 亿元，按可比数据计算，同比分别增长 4.4%、7.8%和 6.5%。分产业看，2024 年，绍兴市第一产业增加值 253 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 3993 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 4123 亿元，增长 5.9%；三次产业结构比由 2023 年的 3.1：47.9：49.0 调整为 2024 年的 3.0：47.7：49.3。

绍兴市传统产业基础良好，产业链完整，但面临一定转型升级压力。纺织、化工、金属加工、黄酒、珍珠等五大制造业在全市的工业产值中占比较高，同时也是被列入改造提升的重点行业。近年来绍兴市传统产业的改造提升有所成效，同时新兴产业快速发展。2022-2024 年，绍兴市规模以上工业增加值分别实现增速 10.0%、10.8%和 10.1%。其中，2024 年规模以上工业中，高新技术产业增加值比上年增长 8.2%，占比 64.0%；战略性新兴产业增加值增长 8.4%；装备制造业增加值增长 10.4%；数字经济核心产业制造业增加值增长 11.0%。

图表 4. 近年来绍兴市主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	7351	4.4	7791	7.8	8369	6.5
其中：第一产业增加值（亿元）	244	3.4	239	3.9	253	3.7
第二产业增加值（亿元）	3598	5.8	3729	7.6	3993	7.2
第三产业增加值（亿元）	3509	3.2	3823	8.2	4123	5.9
人均地区生产总值（万元）		13.75		14.50		15.46
规模以上工业增加值（亿元）	2119	10.0	-	10.8	2177	10.1
固定资产投资（亿元）	-	11.0	-	10.0	-	1.9
社会消费品零售总额（亿元）	2586	4.4	2820	9.1	3105	6.7
货物进出口总额（亿元）	3692	23.3	4225	14.5	4137	-2.0
城镇居民人均可支配收入（元）	76199	4.2	80392	5.5	83579	4.0
农村居民人均可支配收入（元）	45709	7.2	48825	6.8	51530	5.5

资料来源：绍兴市国民经济和社会发展统计公报

消费方面，2022-2024 年，绍兴市全年社会消费品零售总额分别为 2586 亿元、2820 亿元和 3105 亿元，分别较上年增长 4.4%、9.1%和 6.7%。2024 年，在限额以上批发零售企业商品零售额中，按占比从高到低，汽车类下降 5.8%，其中新能源汽车增长 30.4%；石油及制品类增长 0.4%；服装、鞋帽、针纺织品类增长 37.3%；粮油、食品类增长 17.8%；通讯器材类增长 236.4%；金银珠宝类增长 6.4%；家用电器和音像器材类增长 3.7%。

总体看，近年来绍兴市在全国范围内属经济发展水平相对领先的地区，经济稳步发展，其较强的经济实力一定程度上支持了政府财政实力。

2. 业务运营

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年第一季度	2024 年第一季度
营业收入合计	37.18	38.76	42.42	10.83	12.18
其中：（1）黄酒酿造 ³	15.38	16.98	18.72	5.46	5.45
占营业收入比重	41.37	43.80	44.14	50.40	44.77
（2）不良资产业务 ⁴	6.69	5.91	5.61	0.98	1.26
占营业收入比重	18.00	15.25	13.23	9.02	10.32
（3）担保业务	0.35	0.49	0.71	0.20	0.23
占营业收入比重	0.94	1.27	1.67	1.89	1.88
（4）融资租赁业务	0.25	0.70	1.09	0.32	0.23
占营业收入比重	0.67	1.81	2.57	2.91	1.86
（5）服务业务	4.93	8.74	10.78	2.97	4.00
占营业收入比重	13.26	22.55	25.41	27.44	32.88
（6）商品销售业务	7.91	3.80	2.99	0.37	0.74
占营业收入比重	21.26	9.81	7.05	3.45	6.08
毛利率	40.20	42.87	39.95	37.80	36.11
其中：黄酒酿造	36.39	38.43	37.58	36.87	37.91
不良资产业务	99.96	99.42	99.45	99.52	99.76
担保业务	57.42	93.92	77.88	81.08	73.53
融资租赁业务	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
服务业务	18.10	16.02	12.35	8.66	11.54
商品销售业务	4.63	10.44	5.36	9.99	11.97

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

该公司组建时间较短，目前本部主要承担管理职能。其中，黄酒酿造业务主要由下属子公司古越龙山运营，不良资产处置业务主要由金越资产和浙越资产运营，融资租赁业务和融资担保业务分别由浙江越鑫融资租赁有限公司和绍兴市融资担保有限公司运营。

图表 6. 绍兴国控主要业务开展主体情况（单位：亿元、%）

公司全称	行业归属	期末股权投资余额	持股比例	是否并表
绍兴黄酒集团	食品饮料	9.04	50.31	是
绍兴银行股份有限公司	银行	30.93	19.94	否
浙越资产管理有限公司	AMC	8.62	60.00	是
金越资产管理有限公司	AMC	7.50	100.00	是
浙江越鑫融资租赁有限公司	融资租赁	5.00	100.00	是
绍兴市融资担保有限公司	融资担保	5.57	33.78	是
绍兴市产业股权投资基金有限公司	产业基金	13.52	85.00	是
绍兴市国鼎私募基金管理有限公司	私募基金	0.10	100.00	是
绍兴市富越私募基金管理有限公司	私募基金	0.07	70.00	是

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业收入分别为 37.18 亿元、38.76 亿元、42.42 亿元和 10.83 亿元，其中黄酒酿造业务收入占营业收入比重分别为 41.37%、43.80%、44.14%和 50.40%，服务业务收入占营业收入比重分别为 13.26%、22.55%、25.41%和 27.44%，是公司收入的主要来源。同期不良资产处置业务收入占比分别为

³ 黄酒酿造收入包括绍兴黄酒集团、绍兴古越龙山原酒经营有限公司和绍兴女儿红酒类销售有限公司的黄酒酿造业务收入。

⁴ 表中不良资产业务数据仅包含绍兴金控部分，绍兴国资不良资产业务数据分类至服务业务。

18.00%、15.25%、13.23%和 9.02%，收入规模和占比均呈下降态势，而该业务毛利率高，同期分别为 99.96%、99.42%、99.45%和 99.52%。此外，公司担保业务、融资租赁业务和商品销售业务等收入规模较小。此外，基金投资产生的投资收益对公司利润形成重要补充。

(1) 经营状况

A. 黄酒酿造

该公司黄酒酿造业务的经营主体为上市公司古越龙山，其主要从事黄酒的制造、销售及研发，产品包括黄酒原酒、黄酒瓶装酒及少量果酒、白酒等。古越龙山是黄酒行业龙头企业，其产品享有“国粹黄酒”的美誉，古越龙山黄酒品牌体系完备，拥有的“古越龙山”、“女儿红”、“状元红”、“沈永和”、“鉴湖”等知名品牌的黄酒是中国首批国家地理标志产品，其中“古越龙山”是中国黄酒行业标志性品牌和“中国名牌”、唯一钓鱼台国宾馆国宴专用黄酒，多次用于重要国事场合，被作为国礼馈赠；“沈永和”和“鉴湖”为“中国驰名商标”。古越龙山产品结构覆盖高、中、低端所有销售群体，结构较为完善，“女儿红”和“状元红”定位于特色概念品牌，打造“喜宴”和“封藏”场景；“沈永和”定位于大众市场和高端料酒市场。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司黄酒酿造业务收入分别为 15.38 亿元、16.98 亿元、18.72 亿元和 5.46 亿元，近年来公司产品销售量和营业收入持续增长。同期黄酒酿造业务毛利率略有波动，整体维持在 37%左右。

近年来古越龙山产能保持稳定，截至 2024 年末其拥有黄酒生产线 46 条，黄酒年产能可为 36.67 万吨，居于行业领先地位。古越龙山生产基地主要集中在绍兴地区，通过以销定产方式组织生产。2024 年古越龙山黄酒产量为 25.35 万吨，同比小幅增长；产能利用率为 69.13%，较上年基本持平。古越龙山黄酒产品主要分为原酒、瓶装酒、女儿红三类，2024 年三者产量依次为 5.97 万吨、8.14 万吨和 9.93 万吨。

原酒储量方面，截至 2024 年末，古越龙山拥有约 24.8 万吨原酒库存，几乎占黄酒行业原酒储量的一半，平均储藏时间在 10 年左右。原酒作为古越龙山特有的稀缺资源，具有较高的市场价值。

图表 7. 近年来黄酒产品生产情况

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
生产线（条）	46	46	46
产能（万吨/年）	35.75	35.75	36.67
产量 ⁵ （万吨）	25.97	24.78	25.35
产能利用率（%）	72.64	69.31	69.13

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

产能扩张方面，该公司主要项目为古越龙山主导的新黄酒产业园区一期工程，该项目计划总投资 19.42 亿元，项目用地约为 430 亩。根据古越龙山测算，项目达产后，税后项目投资财务内部收益率预计为 11.95%，投资回收期为 8.91 年（税后含建设期）。截至 2024 年末，古越龙山已取得土地 416 亩，期末已累计完成投资 14.30 亿元，生产区域房屋建筑物、勾调及酿造车间生产设备已达到预定可使用状态，转入固定资产金额为 8.38 亿元，机修、包装车间后续工序的设备及厂房尚处于安装调试中，尚未达到预定可使用状态。该项目建设资金主要来源于自有资金和古越龙山非公开发行股票募集资金。经中国证监会《关于核准浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可〔2020〕2131 号）核准，2021 年 4 月古越龙山向 35 位发行对象（均为外部机构或个人）发行 1.03 亿股，每股价格为 9.31 元/股，募集资金总额 9.60 亿元，募集资金净额 9.50 亿元，已全部投入项目建设。

在食品安全方面，古越龙山制定了《食品安全监督管理实施细则》，明确古越龙山各项产品必须符合国家法律、行政法规和所标注产品标准的质量安全规定，满足保证身体健康、符合安全的要求，不得超出有毒有害物质限量要求。古越龙山在生产过程中严格执行《食品安全监督管理实施细则》中的相关条例，采用科学、合理的食品加工工艺流程，生产加工过程严格、规范，有效防止生物性、化学性、物理性污染。古越龙山采取对不安全食品实行召回制度。

⁵ 包括少量果酒、白酒等。

黄酒酿造以糯米、小麦、稻米和玉米等谷物为原料，以特制曲和酒母作糖化发酵剂来酿造。黄酒产品生产的原材料主要分为生产原料和包装物两类，两者成本合计占生产成本超 90%，其中 2024 年生产原料和包装物采购成本分别占采购总额的 36.34%和 56.52%。古越龙山制定的《食品安全监督管理实施细则》等制度对原材料进行严格管理，建立原料基地从源头进行控制，对所进原料除按相关标准进行检验外，还定期进行农药残留、甜蜜素等可能影响食品安全的因素进行检测，一旦发现原材料不合格现象，立即停止与该供应商的合作关系。原材料保障方面，黄酒酿造以糯米、小麦、稻米和玉米等谷物为原料，以特制曲和酒母作糖化发酵剂来酿造。黄酒产品生产的原材料主要分为生产原料和包装物两类，两者成本合计占生产成本超 90%，其中 2024 年生产原料和包装物采购成本分别占采购总额的 36.34%和 56.52%。糯米采购方面，为了提升酿酒用米的质量，目前酿酒所使用的糯米均来源于由古越龙山与农场、大型水稻种植合作社合作建立的优质、绿色无公害种植粮食基地，目前在江苏武进、安徽铜陵、湖北应城等地共建立 15.70 万亩糯米原料基地，古越龙山对粮食基地进行日常监督、管理，以保证原材料的品质，价格按市场价结算，账期一般为三个月。小麦采购方面，古越龙山的小麦采购量相对较少，全部在绍兴当地采购。古越龙山每年会根据市场需求的变化调整糯米及小麦的采购量，每年糯米采购量约 5~7 万吨，小麦约为 0.2~0.5 万吨。包装材料方面，古越龙山生产所需包装物主要包括玻璃瓶及纸箱等，目前主要通过自产供应和公开招标模式。自产供应主要包括公司瓶厂、生物制品厂生产的包材，以减少外购，增强公司实力为目的，目前古越龙山生产所用 90%的玻璃瓶为自产。对部份大宗包装材料，古越龙山每 1-2 年举办一次招标会，控制采购成本和供应商供货质量。包装材料采购时间根据年、月、周采购计划和临时采购计划，在合格供方名录内选择采购。对生产原料和包装物的采购，一般采取与供应商月结或 60-90 天付款的结算方式。

销售方面，古越龙山产品销售以经销商销售模式为主，实行分区域、分产品的分销管理；同时结合核心区域核心终端直销、团购定制、电商、大客户+、跨界合作以及外销等销售模式，面向全国市场开展市场营销活动。古越龙山经过多年销售网络的拓展，逐步建立和完善了全国化的销售网络，同时在日本、东南亚及欧美地区建立了销售渠道。目前古越龙山产品销售区域主要集中在江浙沪地区，2024 年浙江、上海和江苏地区的销售收入占比分别为 28.02%、19.87%和 9.14%。近年来，古越龙山加大对江浙沪以外市场的拓展力度，不断强化对北京等地的宣传和营销，但由于黄酒产品的区域性特征明显，全国性扩张压力较大。此外，古越龙山还有少量黄酒销往日本、东南亚等海外地区。

图表 8. 近年来古越龙山酒类产品销售收入的区域分布情况（单位：万元，%）

地区	2022 年度		2023 年度		2024 年度		2025 年第一季度	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
浙江地区	45,673.05	29.25	49,977.52	28.97	53,380.18	28.02	14,811.02	28.49
上海地区	32,219.89	20.65	34,631.64	20.07	37,860.37	19.87	10,345.32	20.16
江苏地区	16,346.33	10.47	17,472.78	10.13	17,407.85	9.14	3,509.79	8.66
其他地区	57,676.83	36.94	66,173.00	38.38	77,600.84	40.74	23,937.92	40.34
国际销售	4,204.40	2.69	4,287.37	2.48	4,247.66	2.23	709.44	2.35

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

近年来古越龙山经销商总体较为稳定，2024 年末经销商数量为 1,940 家，较上年末增加 24 家，其中浙江地区、江苏地区和上海地区经销商数量分别为 642 家、178 家和 150 家。古越龙山与经销商签订年度经销合同，并根据市场需求，协商确定年度市场推广方案；同时相关部门协同开展对经销商的资信管理、市场执行管理、市场规范管理、目标进度管理、订单物流管理等相关工作。结算方面，古越龙山的经销商基本采取买断经营方式，货款结算根据客户情况有所不同，古越龙山给予长期合作的大客户 50~100 万元的赊销额度，对普通客户按月结算，对新客户先款后货。线上渠道方面，2024 年实现收入 2.67 亿元，同比增长 35.16%，毛利率为 50.62%。

古越龙山黄酒产品分为原酒、瓶装酒和女儿红三类，其中原酒主要用于勾兑生产其他瓶装酒且每年限量销售，对外销售量较低。2024 年原酒、瓶装酒和女儿红销量分别为 0.99 万吨、8.31 万吨和 5.09 万吨，产酒率分别为 16.58%、102.01%和 51.26%。产品价格方面，2024 年古越龙山原酒、瓶装酒和女儿红销售单价分别为 9,746 元/吨、15,229 元/吨和 9,048 元/吨，瓶装酒平均销售单价同比上升。2023 年 12 月，古越龙山对部分五年陈及以下普通产品价格进行调整，提价幅度为 2%-5%；2025 年 4 月再次对部分重点产品提升价格。

图表 9. 近年来古越龙山黄酒销售情况（单位：万吨，元/吨）

产品	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年第一季度
原酒	产量	8.23	7.18	5.97	3.25
	销量	0.72	0.73	0.99	0.18
	平均单价	9,723	9,755	9,746	9,795
	产销率	8.75%	10.17%	16.58%	5.54%
瓶装酒	产量	7.68	7.43	8.14	2.22
	销量	7.35	7.62	8.31	2.15
	平均单价	14,665	14,392	15,229	15,325
	产销率	95.70%	102.53%	102.01%	99.85%
女儿红	产量	8.75	8.82	9.93	2.02
	销量	4.20	4.67	5.09	1.38
	平均单价	9,386	9,063	9,048	9,086
	产销率	48.00%	52.95%	51.26%	68.32%

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

B. 不良资产处置业务

该公司不良资产处置业务由控股子公司浙越资产和金越资产负责。浙越资产成立于 2015 年 2 月，注册资本 10 亿元，截至 2025 年 3 月末，公司通过绍兴金控间接持有浙越资产 60% 股份，绍兴金控为其控股股东，浙江省浙商资管管理股份有限公司（简称“浙商资产”）持有浙越资产的 40% 股份。金越资产成立于 2017 年 9 月，注册资本为 10.00 亿元，截至 2025 年 3 月末，公司通过绍兴国资间接持有金越资产 100.00% 股份。

业务模式方面，该公司不良资产处置业务主要分为自行清收处置业务和委托清收处置业务，其中委托清收处置业务按照交易结构和收包方式的不同，分为分期受托收购和全额受托收购。自行清收处置业务中，自行清收处置模式是指公司作为出资主体、资产控制方和清收责任方，负责日常的清收及存续管理工作，同时承担了流动性风险和市场风险，在资产选择的过程中选择流动性好的或回款周期可预期的资产，并对表内资产进行存续期管理。资产处置方式主要包括债权司法诉讼处置、与债务人谈判和解、不良资产债权转让等形式。委托清收处置模式是指公司接受交易对手委托，收购标的资产，并由交易对手进行处置，公司收取固定比例管理费，获得相对稳定的收益。该模式下，公司不参与不良资产处置工作，通过交易结构等设置，按照合同或协议的约定不承担或承担极少的不良资产清收处置风险，主要清收责任及风险转移给交易对手，公司主要负责对接资金和日常协助工作。根据交易结构和收包方式的不同，委托清收处置模式分为全额受托收购和分期受托收购。全额受托收购模式下，公司在收购资产前收取全额保证金，资金端不承担风险；分期受托收购模式下，客户采用分期付款方式进行结算，存在一定信用风险。

近年来，浙越资产业务开展有所放缓，2022-2024 年不良资产处置金额分别为 5.34 亿元、4.31 亿元和 3.86 亿元，营业收入规模下降。具体来看，不良资产收购处置业务收入为浙越资产主要的收入来源，近年来收入结构由自行清收处置为主逐步转变为委托清收处置为主。金越资产近年来不良资产处置收入保持增长，2022-2024 年分别为 1.36 亿元、1.60 亿元和 1.76 亿元，以分期受托处置为主。

图表 10. 绍兴国控不良资产处置金额的结构（单位：亿元，%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
浙越资产						
自行清收处置	1.91	35.87	0.85	19.69	0.73	18.87
委托清收处置	2.77	51.85	2.32	53.95	1.81	46.88
其中：全额受托收购	0.00	0.04	2.32	53.95	1.81	46.88
分期受托收购	2.77	51.81	-	-	-	-

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他	0.65	12.27	1.14	26.36	1.32	34.25
合计	5.34	100.00	4.31	100.00	3.86	100.00
金越资产						
自行清收处置	-	-	-	-	-	-
委托清收处置	1.36	100.00	1.60	100.00	1.76	100.00
合计	1.36	100.00	1.60	100.00	1.76	100.00

资料来源：绍兴国控。

受宏观经济增速放缓及市场行情影响，浙越资产自行清收处置业务开展较为审慎，近年来不良资产包收购规模持续下降，平均折扣率有所波动，2024 年平均折扣率明显降低。浙越资产自行清收处置的不良资产包多来源于其他地方资产管理公司及银行，主要通过司法处置、债权转让等方式回收现金，整体回收效率较好。金越资产自行清收处置的不良资产包基本来源于四大资产管理公司，受底层资产价格波动及司法推进周期的影响，债权处置周期延长，回收速度较慢。

图表 11. 绍兴国控自行清收处置业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）	
	浙越资产	金越资产	浙越资产	金越资产	浙越资产	金越资产
收购债权本息金额	30.98	17.12	23.98	-	14.57	-
投资金额	10.18	2.84	8.08	-	3.10	-
本期折扣率	32.85	16.59	33.69	-	21.25	-
当期收回现金（当期处置金额）	18.82	1.38	11.56	0.01	5.20	0.05
累计收回现金（累计处置金额）	100.31	1.38	111.87	1.38	117.07	1.43
累计收购资产原值	355.22	17.12	379.20	17.12	393.77	17.12
累计收购成本（累计投资金额）	107.13	2.84	115.21	2.84	118.31	2.84
累计收回现金/累计投资金额	93.63	70.10	97.1-	70.31	98.96	71.34

资料来源：绍兴国控。

注：2024 年浙越资产部分项目业务分类有调整，上表未追溯调整 2022 年及 2023 年数据。

图表 12. 绍兴国控自行清收处置业务资产包来源情况

业务类型	2022 年		2023 年		2024 年	
	浙越资产	金越资产	浙越资产	金越资产	浙越资产	金越资产
自行清收（总额）（亿元）	10.18	2.84	8.08	-	3.10	-
自行清收（从股东购入）（亿元）	-	-	-	-	0.10	-
从股东购买金额占比（%）	-	-	-	-	3.10	-
自行清收（从非股东购入）（亿元）	10.18	2.84	8.08	-	3.00	-
其中：从四大资产管理公司购入（亿元）	0.58	2.84	-	-	-	-
从其他地方资产管理公司购入（亿元）	8.70	-	3.58	-	-	-
其他	0.90	-	4.50	-	3.00	-
从非股东购买金额占比（%）	100.00	100.00	100.00	-	96.90	-

资料来源：绍兴国控。

浙越资产委托清收处置业务以分期受托收购模式为主，全额受托收购规模较低，近年来基本不再新增全额受托收购业务。受市场竞争加剧及宏观经济面临下行压力影响，浙越资产委托清收处置业务收购规模亦呈下降趋势。2024 年以来，受益于个贷不良资产包折扣率较低，浙越资产分期受托收购处置业务平均折扣率大幅下降。金越资产委托清收处置业务原为分期受托收购模式，2024 年以来新增全额受托收购模式，分期受托收购模式下的现金回收效率高于自行清收模式。

图表 13. 浙越资产及金越资产委托清收处置业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）	
	全额受托	分期受托	全额受托	分期受托	全额受托	分期受托
浙越资产						
收购债权本息金额	0.91	48.11	0.41	40.27	0.00	32.25
投资金额	0.41	25.94	0.10	23.70	0.00	8.30
折扣率	45.05	53.92	24.39	58.85	-	25.74
当期收回现金（当期处置金额）	0.42	26.03	0.10	15.86	0.00	11.11
累计收回现金（累计处置金额）	70.53	65.18	70.63	81.04	70.63	92.15
累计收购资产原值	100.76	281.24	101.17	321.51	101.17	353.76
累计收购成本	69.67	85.82	69.77	109.52	69.77	117.82
累计收回现金/累计投资金额	101.23	75.95	101.23	74.00	101.23	78.21
金越资产						
收购债权本息金额	-	25.54	-	23.43	0.87	24.91
投资金额	-	16.77	-	7.06	0.34	11.34
折扣率	-	65.66	-	30.13	39.08	45.52
当期收回现金（当期处置金额）	-	1.51	-	6.93	0.34	13.61
累计收回现金（累计处置金额）	-	1.51	-	8.43	0.34	22.04
累计收购资产原值	-	25.54	-	48.98	0.87	73.89
累计收购成本	-	16.77	-	23.83	0.34	35.17
累计收回现金/累计投资金额	-	9.00	-	35.40	100.00	62.67

资料来源：绍兴国控

注：2024 年浙越资产部分项目业务分类有调整，上表未追溯调整 2022 年及 2023 年数据。

此外，该公司开展投行化投资业务，通过非金债权收购、资管、信托等多种形式围绕不良资产处置主业展业，重点关注困境企业相关业务机会。2022-2024 年浙越资产投资业务营业收入分别为 0.65 亿元、1.14 亿元和 1.35 亿元，对营业收入的贡献逐步提升。

C. 基金业务

该公司统筹管理绍兴市政府产业基金，围绕绍兴市委市政府产业发展战略，发挥产业基金引导作用，支持实体经济发展。得益于绍兴市政府的股权划转、基金新设及对存续基金的持续出资，围绕区域重点产业，经多年的基金运营和管理，公司的基金业务已形成了较为完善的经营管理模式。公司在管基金主要管理的投资平台包括绍兴市重点产业股权投资基金有限公司、浙江绍兴转型升级产业基金有限公司、绍兴市国有资产投资经营有限公司和绍兴市产业股权投资基金有限公司。截至 2024 年末，公司产业基金认缴规模合计 216.63 亿元，实缴规模 81.40 亿元。绍兴国资投资的基金尚处于投资期，基金项目退出分红收益主要来源于绍兴金控投出的基金项目。截至 2024 年末，公司获得的退出分红收益合计 1.09 亿元。

图表 14. 绍兴国控产业基金及投资平台运作情况（单位：亿元）

投资主体	基金名称	管理人	设立时间/存续期	基金规模	实缴规模	绍兴金控认缴	绍兴国资认缴	绍兴金控实缴	绍兴国资实缴	投资方向
绍兴金控	浙江绍兴转型升级产业基金有限公司	北京盛世宏明、国鼎基金	2015/11/23	-	2.00	-	-	2.00	-	母基金，该基金重点投向高端纺织、先进装备制造、绿色化工材料、金属制造、生命健康、文化旅游、信息经济、现代住建等重点产业
绍兴金控	绍兴市重点产业股权投资基金有限公司	国鼎基金	2019/11/4	-	45.04	-	-	45.04	-	-
	-绍兴越城越芯数科股权投资合伙企业(有限合伙)	杭州润华	2019/10-2026/10	20.12	20.12	5.85	-	5.85	-	投资于长电集成电路（绍兴）有限公司

投资主体	基金名称	管理人	设立时间/ 存续期	基金 规模	实缴 规模	绍兴金 控认缴	绍兴国 资认缴	绍兴金 控实缴	绍兴国 资实缴	投资方向
	-聚源中小企业发展基金(绍兴)股权投资合伙企业(有限合伙)	中芯聚源	2020/12-2028/12	36.00	36.00	9.00	-	9.00	-	基金主要投资于与5G、人工智能、工业互联等新基建领域相关的集成电路和电子信息产业领域。
	-绍兴海邦才智创业投资合伙企业(有限合伙)	海邦投资	2021/2-2028/2	2.00	2.00	0.60	-	0.60	-	基金重点投向高端团队创建的、符合国家战略新兴产业的高科技创业项目。结合绍兴优势产业,重点选择生命健康、数字经济、材料制造等三个领域。
	-绍兴普华震元创业投资合伙企业(有限合伙)	普华资本	2021/7-2028/7	2.50	2.00	0.60	-	0.48	-	主要投资于精准医疗、生物医药、医疗器械、IVD、医疗服务、创新药等领域,选择健康医疗行业里的成长期优质项目作为投资重点。
	-其他直投项目	-	-	-	-	7.80	-	7.32	-	-
	绍兴市国有资产投资经营有限公司	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-绍兴市越城区集成电路产业基金合伙企业(有限合伙)	中芯科技(宁波)	2018/2-2025/2	28.20	28.20	6.00	-	6.00	-	主要投资中芯绍兴微机电系统和功率器件芯片制造及封装测试生产基地项目
绍兴金控、绍兴国资⁶	-浙江富浙绍芯集成电路产业基金合伙企业(有限合伙)	富浙私募	2024/6-2032/6	50.00	15.00	4.13	2.75	1.24	0.83	重点围绕“4+4”产业集群投资,“4+4”产业集群包括:绿色石化、新能源汽车及零部件、智能物联、现代纺织与服装等4个万亿级产业集群+集成电路、高端新材料、智能光伏、生物医药与医疗器械等4个五千亿级产业集群
	浙江银河国科消费健康股权投资基金合伙企业(有限合伙)	银河创新资本	2024/10-2032/10	25.00	2.50	2.25	1.50	0.23	0.15	基金主要投向生物医药与医疗器械、现代纺织与服装、现代家具与智能家电等现代消费与健康产业领域
	绍兴市产业股权投资基金有限公司	深投控资本	2022/3/4	150.00	15.91	127.50	22.50	13.52	2.39	-
	-绍兴滨海新区芯兴股权投资基金合伙企业(有限合伙)	中芯科技(宁波)	2022/5-2027/5	15.30	15.30	7.35		7.35		投资于芯联集成二期项目
	-绍兴滨海新区芯瑞创业投资基金合伙企业(有限合伙)	中芯科技(宁波)	2023/3-2028/3	7.66	7.66	3.75		3.75		投资于芯联集成三期项目
绍兴金控、绍兴国资	-绍兴市越普引领创业投资合伙企业(有限合伙)	普华天勤	2023/8-2028/8	5.00	0.05	2.50		0.025		重点投向绍兴市拟上市企业及各主管部门认定的“专精特新”企业
	-绍兴富浙绍芯集成电路产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	富浙私募	2024/1-2029/1	26.00	13.80	7.80		4.14		投资于芯联集成三期量产项目
	-绍兴滨海区长浙创业投资合伙企业(有限合伙)	长浙私募	2024/12-2029/12	2.00	-	0.48		-		基金主要投向绍兴市内符合现代产业升级方向的新材料、高端装备及其他符

⁶ 绍兴金控通过绍兴市国有资产投资经营有限公司对浙江富浙绍芯集成电路产业基金合伙企业(有限合伙)和浙江银河国科消费健康股权投资基金合伙企业(有限合伙)出资;绍兴国资直接对上述基金出资。

投资主体	基金名称	管理人	设立时间/ 存续期	基金 规模	实缴 规模	绍兴金 控认缴	绍兴国 资认缴	绍兴金 控实缴	绍兴国 资实缴	投资方向
										合绍兴市经济发展方向的产业行业。
	-绍兴上虞长浙创业投资合伙企业（有限合伙）	长浙私募	2024/12-2029/12	4.00	-	0.96		-		基金主要投向绍兴市内符合现代产业升级方向的新材料、高端装备及其他符合绍兴市经济发展方向的产业行业。
	-绍兴万林低空经济股权投资基金合伙企业（有限合伙）	万林投资	2024/12-2029/12	10.00	-	2.40		-		基金聚焦低空经济产业领域，主要投向低空经济产业及其相关的高端装备及其他政府支持的新兴主导产业。
绍兴金控、绍兴国资	绍兴市城市更新股权投资基金有限公司	国鼎基金、富越私募	2022/8/10	50.00	10.00	35.00	15.00	7.00	3.00	-

资料来源：绍兴国控。

注 1：转型升级基金、重点产业基金及绍兴市产业基金的基金规模合计 150.00 亿元。

注 2：上表中各母基金的实缴规模指母基金的发起人对母基金的实缴规模，各子基金及直投项目的实缴规模为相应母基金对子基金和直投项目的实缴规模

转型升级基金注册资金已全部实缴到位。截至 2024 年末，转型升级基金已完成所有投资项目的退出，其中 2024 年 12 月完成绍兴安吉尔环境科技产业投资基金的全部退出，累计退出收益 1559.84 万。后续转型升级基金不再进行对外投资，绍兴金控将通过减资陆续回收资金。

2024 年绍兴国资和绍兴国投参与新设 2 支子基金，分别为浙江富浙绍芯集成电路产业基金合伙企业（有限合伙）（简称“富浙绍芯基金”）、浙江银河国科消费健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“银河国科消费健康基金”），基金规模分别为 50.00 亿元及 25.00 亿元。其中富浙绍芯基金重点围绕浙江省“4+4”产业集群开展投资；银河国科消费健康基金主要投向现代消费与健康产业领域，目前已投资绍兴柯美生命健康产业股权投资合伙企业（有限合伙），出资金额 1.75 亿元。

绍兴国投存续基金方面，绍兴市越城区集成电路产业基金合伙企业（有限合伙）（简称“越城基金”）主要投资中芯绍兴微机电系统和功率器件芯片制造及封装测试生产基地项目，项目总投资为 58.80 亿元。2023 年 5 月，芯联集成电路制造股份有限公司（简称“芯联集成”）⁷完成科创板 IPO，越城基金持股比例为 16.35%。绍兴海邦人才创业投资合伙企业（有限合伙）于 2024 年 12 月完成退出，累计收益 874.56 万元。

绍兴市产业基金重点投向绍兴市支持引导的新兴产业、传统经典产业以及其他符合绍兴市经济发展导向的战略类、技术类产业项目。2024 年，绍兴市产业基金参与新设 4 支子基金，其中绍兴富浙越芯集成电路产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）专项支持芯联集成三期量产项目建设，基金规模 26 亿元，截至 2024 年末已对芯联三期量产项目出资 12.96 亿元；绍兴滨海区长浙创业投资合伙企业（有限合伙）及绍兴上虞长浙创业投资合伙企业（有限合伙）主要投向绍兴市内符合现代产业升级方向的新材料、高端装备及其他符合绍兴市经济发展方向的产业行业，基金规模分别为 2 亿元、4 亿元，两支基金均于 2024 年 12 月完成设立，目前基金暂未对外投资；绍兴万林低空经济股权投资基金合伙企业（有限合伙）主要聚焦低空经济产业领域，主要投向低空经济产业及其相关的高端装备及其他政府支持的新兴主导产业，基金于 2024 年 12 月完成设立，目前暂未对外投资。存续基金方面，绍兴市产业基金于 2023 年完成绍兴市越普引领创业投资合伙企业（有限合伙）的组建，2024 年新增 2 个投资项目，已出资 4660 万元。

绍兴金控通过其参控股母基金及子基金参与芯联集成绍兴项目的投资，截至 2024 年末实际共参与三期项目的出资，合计已出资 20.15 亿元，后续视项目情况会继续新增投资。其中，芯联集成一期项目为 8 英寸晶圆制造生产线和模组封装生产线，二期晶圆制造项目为 8 英寸晶圆代工生产线，目前两期项目均已投产，两条 8 英寸硅晶圆生产线合计达成月产 17 万片，8 英寸晶圆代工产品年平均产能利用率超 80%。芯联集成三期项目为中芯绍兴三期 12 英寸特色工艺晶圆制造中试线项目，项目总投资 42 亿元，用于建设一条集研发和月产 1 万片 12 英寸集成电路特色工艺晶圆小规模工程化、国产验证及生产验证的中试实验线。此外，芯联集成在三期中试项目的

⁷ 该公司原名中芯集成电路制造（绍兴）有限公司，2021 年 6 月更名为绍兴中芯集成电路制造股份有限公司，并于 2023 年 11 月更为现名。

基础上实施量产项目，即三期 12 英寸集成电路数模混合芯片制造项目，建成月产 10 万片的硅基 12 英寸晶圆加工生产线，项目总投资 222 亿元。目前芯联集成 12 英寸硅基晶圆产线已完成 3 万片的产能建设。受研发费用投入规模较大及固定资产加速计提折旧影响，芯联集成目前尚未实现盈亏平衡，截至 2024 年末，芯联集成合并口径总资产 342.03 亿元，股东权益 199.47 亿元；当年实现营业收入 65.09 亿元，净利润-22.47 亿元，亏损幅度有所收窄⁸。此外，芯联集成 2025 年 4 月发布公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买绍兴滨海新区芯兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“滨海芯兴”）等少数股东持有的芯联越州集成电路制造（绍兴）有限公司（即芯联集成二期项目公司，简称“芯联越州”）合计 72.33% 的股权。滨海芯兴持有芯联越州 25% 的股权，芯联集成计划支付对价为 18.34 亿元的股份及 2.04 亿元的现金。该方案已通过芯联集成董事会审议，尚需经芯联集成股东大会审议及监管部门审核。

绍兴市城市更新股权投资基金有限公司（简称“城市更新基金”）重点投向全市开发区、工业园区、老城区有机更新及经城市更新基金工作领导小组同意的其他城市更新项目，该基金尚未开展对外投资。

除上述基金外，绍兴金控还出资浙江绍兴政企合作投资基金。该基金成立于 2017 年 1 月，设立规模为 15 亿，由绍兴国投和浙江省基础设施投资基金有限公司按 8：7 的比例共同出资，于 2017 年 7 月实缴到位。2018 年 9 月，股东双方按原比例共同增资 10 亿元，即注册资本增加到 25 亿元，目前已全部实缴到位；2023 年，股东双方同比例减资 5.21 亿元，现注册资本为 19.79 亿元，后续将陆续推进基金退出。政企合作投资基金主要投向基础设施项目和公共服务项目。

图表 15. 浙江绍兴政企合作投资基金概况

项目名称	项目总投资	已投资金额	基金持股比例	建设周期	保障条款
绍兴市轨道交通 1 号线工程	291.63	14.79	-	2016-2020（实际未完工）	根据最新决策，绍兴市轨道交通集团按每年 8198.61 万元退出（目前已退 2022、2023 年两年）
杭绍台高速公路工程绍兴金华段项目	293	3.25	-	2016-2020（实际 2022/2 完工）	根据最新决策，绍兴市交通投资有限集团按每年 1801.39 万元退出（目前已退 2022、2023 年两年）
垃圾焚烧项目	13.64	1.64	41.00	2015-2018	绍兴市环境产业有限公司在项目批文所载建设期结束后次年按每年按基金投资额的 5% 支付投资回收款，2025 年将剩余部分一次性退出
餐厨垃圾项目	2.95	0.11	20.00	2015-2018	

资料来源：绍兴国控

该公司通过富越基金和国鼎基金开展市场化基金投资管理及股权直投业务。截至 2024 年末，国鼎基金存续参投基金 3 支，实缴规模合计 0.53 亿元，其中 2024 年参与新设绍兴国鼎物泽股权投资基金合伙企业（有限合伙），国鼎基金担任管理人；存续直投项目 1 个，合计投资规模 0.45 亿元。国鼎基金于 2023 年参与浙江捷众科技股份有限公司 IPO 战略配售，2024 年解禁后实现退出，收回投资本金及收益共计 872.37 万元；于 2024 年退出杭州泽湛企业管理咨询合伙企业（有限合伙）的投资，收回资金 5270.48 万元。截至 2024 年末，富越基金存续参投基金 3 支，实缴规模合计 14.19 亿元。其中，绍兴市国改创新股权投资合伙企业（有限合伙）子基金绍兴国创振德医疗产业一期股权投资合伙企业（有限合伙）主要投资于发展前景好与盈利能力强的医疗器械、医用耗材、体外诊断、数字影像、智慧医疗等优质企业股权。

图表 16. 国鼎基金存续投资情况（单位：亿元）

项目名称	管理人	设立时间/存续期	基金规模	实缴规模	公司认缴	公司实缴	投资方向
绍兴上虞易丰一期股权投资合伙企业（有限合伙）	水木易德	2019/2/1	2.00	2.00	0.28	0.28	-
中金启辰贰期（无锡）新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	中金私募	2022/4-2036/12	17.18	13.69	0.30	0.24	聚焦科技产业，定位于充分嫁接中金资本及中金公司的生态圈资源
绍兴国鼎物泽股权投资基金合伙企业（有限合伙）	国鼎基金	2023/11-2031/11	1.01	0.32	0.01	0.01	-
芯联集成电路制造股份有限公司	-	-	-	-	0.45	0.45	-

资料来源：绍兴国控

图表 17. 富越基金存续投资情况（单位：亿元）

项目名称	管理人	设立时间/存续期	基金规模	实缴规模	公司认缴	公司实缴	投资方向
绍兴市国改创新股权投资合伙	富越基金	2022-01-28	10.00	3.52	10.00	3.52	-

⁸ 芯联集成项目数据及财务数据取自《芯联集成电路制造股份有限公司 2024 年年度报告》。

企业（有限合伙）							
绍兴市人才创业股权投资合伙企业（有限合伙）	富越基金	2022-11-09	2.00	0.67	0.67	0.67	绍兴市政府支持引导的集成电路、生物医药、新材料、高端制造等重点发展规划产业、发展前景好盈利预期强的人才创新创业企业股权项目
绍兴市城市更新股权投资基金有限公司	国鼎基金、富越基金	2022-08-10	50.00	10.00	10.00	10.00	-

资料来源：绍兴国控。

D. 服务业务

该公司服务业务主要包括安保服务、培训、外包及人力资源等服务业务。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司服务业务收入分别为 4.93 亿元、8.74 亿元、10.78 亿元和 2.97 亿元；毛利率分别为 18.10%、16.02%、12.35% 和 8.66%，2022 年以来毛利率较低的人力和安保服务的收入比重增加，服务业务毛利率呈持续下降态势。

该公司安保服务业务主要经营主体为奇艾保安，主要提供安保、押运、门卫等服务，2022-2024 年及 2025 年第一季度安保服务业务收入分别为 3.57 亿元、4.27 亿元、4.07 亿元和 1.46 亿元，2024 年前五大主要客户为绍兴市公安局越城区分局、绍兴市公安局交通管理局、绍兴市公安局、绍兴市公安局高速公路交通警察支队和国网浙江省电力有限公司绍兴供电公司。

该公司 2023 年新增的培训、外包及人力资源等服务业务主要经营主体为人才集团和国资研究院，2023-2024 年及 2025 年第一季度营业收入分别为 2.48 亿元、4.69 亿元和 1.27 亿元，占营业收入的比重分别为 6.39%、10.74% 和 11.76%。

E. 商品销售业务

该公司商品销售业务主要包括粮食销售、肉及相关制品销售等业务，2022-2024 年及 2025 年第一季度商品销售收入分别为 7.91 亿元、3.80 亿元、2.99 亿元和 0.37 亿元，毛利率分别为 4.63%、10.44%、5.36% 和 9.99%。

该公司粮食销售业务的经营主体为绍兴黄酒集团本部，其从糯米原料基地采购糯米后，销售给绍兴龙山农业发展公司等公司，销售区域集中在绍兴地区。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现粮食销售收入 1.79 亿元、1.70 亿元、1.81 亿元和 0.31 亿元。

该公司销售肉及相关制品业务主要经营主体为绍兴市天天肉食品有限公司，主要经营品类是生猪屠宰与配送。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现销售肉及相关制品业务收入 1.05 亿元、1.24 亿元、0.85 亿元和 0.04 亿元。

F. 担保业务和融资租赁业务

该公司通过下属子公司绍兴担保和绍兴建设担保开展担保业务。

绍兴担保成立于 2012 年 11 月，由绍兴市财政投资有限公司、绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司和绍兴市上虞杭州湾建设开发集团公司等 9 家公司共同投资设立，初始注册资本 10.00 亿元，全部实缴到位；2022 年，绍兴担保引入新股东浙江省融资再担保有限公司，注册资本增至 10.75 亿元；2023 年，绍兴担保引入新股东绍兴市越城区城市发展建设集团有限公司及绍兴市柯桥区金融控股有限公司，并获得原股东增资，增资规模合计 5.50 亿元（其中 5.03 亿元计入“实收资本”，0.46 亿元计入“资本公积”），绍兴担保注册资本增至 15.78 亿元。2024 年以来绍兴担保注册资本及实收资本未发生变化。近年来绍兴担保业务发展较快，主要客户为三农及小微企业。公司业务以批量化担保业务为主，与 36 家银行签订了批量担保合作协议，其中与瑞丰银行、绍兴银行及嘉兴银行合作较为紧密。

绍兴担保对批量化业务风险分担实行总体控制，与合作银行在一个合作年度的代偿率不高于 3%（含 3%）的，由绍兴担保和银行分别按 80% 和 20% 的比例承担风险；代偿率超过 3% 的部分，绍兴担保不再承担风险分担责任。同时，绍兴担保还通过与国家融资担保基金（简称“国担基金”）和浙江省融资再担保有限公司签订总对总协议降低风险，在其承担的 80% 风险中按照绍兴担保、再担保机构、国担基金 40%、20%、20% 进一步分险。绍

兴担保客户数量较多，随着批量化业务的发展，绍兴担保期末担保余额保持增长，均为贷款担保，担保放大倍数整体较高。绍兴担保在保项目以小额短期的流动贷款担保为主，2024 年末，绍兴担保期限在一年及以内的在保余额占比为 80.93%，500 万元及以下在保项目金额占比为 91.30%。

此外，2024 年以来绍兴担保开始试水非融担保业务，目前已开展业务主要为外贸企业的远期结售汇担保。该类业务为批量化业务，绍兴担保按单笔远期结售汇及掉期业务损失（且损失不超过单笔远期结售汇及掉期交易金额的 8%）的 80% 分担风险责任，2024 年末绍兴担保非融资性担保业务余额 22.47 亿元。

担保代偿方面，绍兴担保代偿项目主要为制造业小微企业的银行贷款，随业务规模扩张以及存量业务风险释放，2024 年以来代偿规模增长较快，相关代偿均已由银行代为起诉。

图表 18. 绍兴担保业务概况

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
期末在保客户数（户）	11277	12999	10977
期末担保余额（亿元）	129.47	145.01	151.58
其中：贷款担保余额（亿元）	129.47	145.01	151.58
当年代偿额（万元）	2919.68	2999.70	7516.00
当年收回金额（万元）	84.72	264.97	643.34
担保放大倍数（倍）	8.89	8.41	9.60
融资担保责任放大倍数（倍）（监管口径）	8.89	8.41	9.60
累计担保代偿率（%）	0.72	0.33	0.75

资料来源：绍兴国控。

绍兴建设担保成立于 2006 年 2 月，由绍兴市财政投资有限公司、绍兴黄酒集团、绍兴市水务集团有限公司、绍兴市城南城中村改造建设有限公司和绍兴袍江工业区投资开发有限公司共同出资组建的有限责任公司，初始注册资本为 6.77 亿元。2022 年，原绍兴黄酒集团将其持有的绍兴建设担保股权无偿划转给绍兴市产业发展集团有限公司，并于当年 11 月完成工商变更，绍兴建设担保注册资本未发生变化。2024 年末，绍兴建设担保存续担保业务仅 1 笔，为对越鑫租赁的银行贷款担保。

图表 19. 绍兴建设担保业务概况

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
期末在保客户数(户)	1	1	1
期末担保余额(万元)	5000.00	6000.00	1000.00
其中：贷款担保余额（万元）	5000.00	6000.00	1000.00
当年代偿额(万元)	-	-	-
担保放大倍数(倍)	0.058	0.24	0.01
融资担保责任放大倍数（倍）	0.058	0.24	0.01
累计担保代偿率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：绍兴国控。

融资租赁业务方面，该公司主要通过越鑫租赁开展业务。越鑫租赁于 2021 年 1 月取得营业执照，绍兴金控为其唯一股东。越鑫租赁业务主要面向绍兴市及浙江省内其他地市的平台公司，租赁物主要为机器设备，后续会根据展业情况向实体企业倾斜。截至 2024 年末，越鑫租赁应收融资租赁款净值 22.19 元，无关注及不良类资产。2024 年末，公司单一最大客户租赁资产余额为 1.50 亿元，占净资本的比重为 27.42%，客户集中度较高。

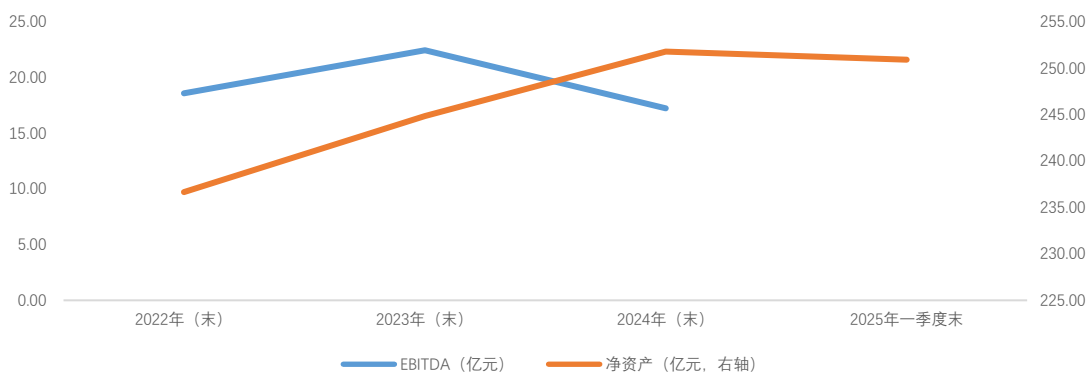
图表 20. 2024 年末越鑫租赁前五大客户情况（单位：亿元、%）

承租方名称	租赁资产余额	占净资产的比例	综合收益率
客户 1	1.50	27.42	5.70
客户 2	1.50	27.42	5.70
客户 3	1.49	27.23	5.70
客户 4	1.48	26.96	5.35
客户 5	1.40	25.59	5.85

资料来源：绍兴国控。

(2) 竞争地位

图表 21. 反映公司核心业务竞争地位要素的主要指标值及变化趋势

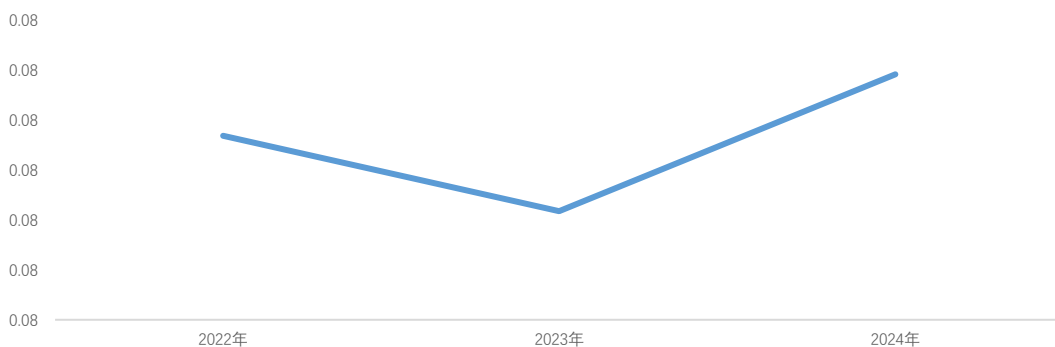


资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、绘制。

该公司竞争优势强，下属子公司古越龙山是黄酒行业龙头企业，产品结构较为全面、品牌多样且知名度很高，能够满足不同的消费需求，其中“古越龙山”品牌自 1988 年成为钓鱼台国宾馆国宴专用黄酒，多次用于重要国事场合，被作为国礼馈赠。除此之外，公司承担发挥金融服务实体功能、助推绍兴市战略性新兴产业引进、扶持地方企业发展壮大、实现国有金融资产保值增值的职能，近年来主要通过金融股权投资、产业投资管理、资产管理、融资担保、融资租赁、私募基金管理、民生生活服务及综合金融服务等助力绍兴经济发展升级。2022-2024 年，EBITDA 分别为 18.56 亿元、22.41 亿元和 17.20 亿元，净资产分别为 236.64 亿元、244.82 亿元和 251.74 亿元。

(3) 经营效率

图表 22. 反映公司经营效率要素的主要指标值（总资产周转速度）

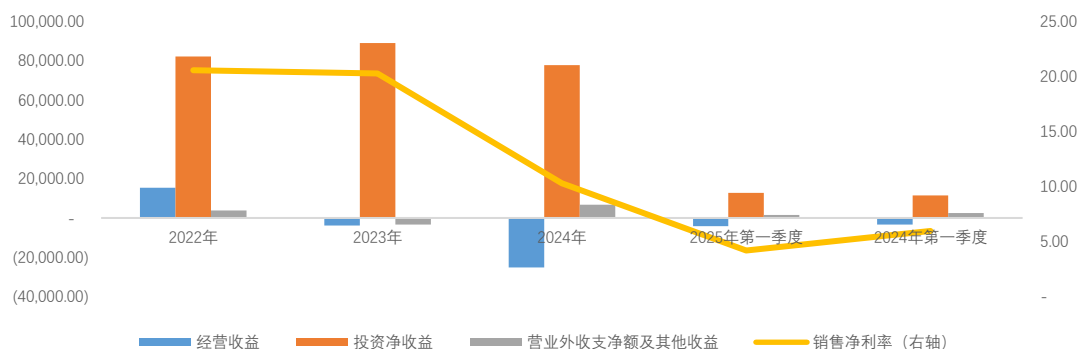


资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 251.07%、224.11%、163.80%和 130.42%，经营收现能力强。2022-2024 年公司总资产周转率均为 0.08 次/年，公司持有大量长期股权投资和基金出资形成的金融资产，资产规模大，总资产周转率低。此外，存货周转速度分别为 0.90 次/年、0.92 次/年和 1.10 次/年，由于古越龙山黄酒产品存货规模大，公司整体存货周转率低。应收账款周转速度分别为 1.82 次/年、1.93 次/年和 2.28 次/年，随着应收账款规模下降以及营业收入的增长，周转速度上升。

(4) 盈利能力

图表 23. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：万元、%）



资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、绘制。

其中：经营收益=营业利润-其他经营收益。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 37.18 亿元、38.76 亿元、42.42 亿元和 10.83 亿元，同期营业毛利分别为 14.95 亿元、16.62 亿元、16.95 亿元和 4.09 亿元，毛利率分别为 40.20%、42.87%、39.95%和 37.80%，2023 年以来，公司黄酒酿造业务、服务业务毛利率持续降低，毛利率较高的不良资产处置业务收入减少，公司整体毛利率呈下降态势。

2022-2024 年，该公司期间费用分别为 12.11 亿元、15.16 亿元和 16.51 亿元，主要为财务费用、管理费用和销售费用。其中，同期公司财务费用分别为 5.19 亿元、6.72 亿元和 7.72 亿元，财务费用占比较大主要与公司金融业务特性有关，近年来外部融资规模增长致使利息支出增加；管理费用分别为 3.93 亿元、4.47 亿元、4.87 亿元和 0.94 亿元，主要为管理人员职工薪酬、折旧费及摊销和修理费等；销售费用分别为 2.76 亿元、3.64 亿元、3.58 亿元和 1.04 亿元，主要由职工薪酬、服务费和广告宣传费构成，主要与黄酒等产品的销售有关。同期公司期间费用率分别为 32.56%、39.12%和 38.93%，近年来有所增长。同期公司资产减值损失分别为 0.10 亿元、0.09 亿元和 0.55 亿元；信用减值损失分别为 0.36 亿元、0.77 亿元和 0.93 亿元，主要为计提的其他应收款坏账准备。整体看，由于公司下属金融业务特性，公司费用率较高，利润实现主要来自于投资收益等其他经营收益。

图表 24. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年第一季度	2024 年第一季度
营业收入合计（亿元）	37.18	38.76	42.42	10.83	12.18
毛利率（%）	40.20	42.87	39.95	37.80	36.11
毛利（亿元）	14.95	16.62	16.95	4.09	4.40
期间费用率（%）	32.56	39.12	38.93	35.55	34.41
其中：财务费用率（%）	13.97	17.34	18.20	16.62	15.27
全年利息支出总额（亿元）	7.82	10.03	9.27	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理。

该公司投资净收益、营业外收支净额和其他收益等非经常性损益对公司盈利贡献大。2022-2024 年，公司实现投资净收益分别为 8.21 亿元、8.89 亿元和 7.77 亿元，是公司重要的利润来源，来自于权益法核算的长期股权投资产生的收益、浙越资产持有的不良资产包产生的收益以及基金投资产生的收益，2024 年权益法核算的长期股权投资产生的收益主要是对联营企业绍兴银行股份有限公司（简称“绍兴银行”）的投资收益为 3.32 亿元，对交易性金融资产在持有期间的投资收益为 2.18 亿元，对交通银行股份有限公司及中国太平洋保险（集团）股份有限公司等其他非流动金融资产持有期间的分红收益为 0.17 亿元，同比降幅较大主要由于绍兴国投投资的越城基金的分红收益有所减少所致，越城基金投资于芯联集成项目，芯联集成 2021 年完成 IPO 前股改并于 2023 年完成科创板 IPO，期间分配较多收益，对公司 2022 年及 2023 年投资收益贡献较高。同期公司其他收益分别为 0.41 亿元、1.16 亿元和 1.03 亿元，主要为政府补助。同期公允价值变动收益分别为-0.41 亿元、0.05 亿元和 0.44 亿

元，主要系不良资产处置业务收购形成的交易性金融资产的公允价值变动形成，2024 年得益于浙越资产持有的不良资产包估值提升，公司公允价值变动净收益规模有所增加。同期公司资产处置收益分别为 0.58 亿元、2.86 亿元和 0.06 亿元，均来自非流动资产处置，2022 年主要为子公司樾筑科技的房屋处置收益；2023 年主要系古越龙山处置沈永和酒厂一期拆迁区域的长期资产产生。

图表 25. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度
投资净收益	8.21	8.89	7.77	1.27
其中：权益法核算的长期股权投资收益	1.88	3.17	3.95	0.69
交易性金融资产在持有期间的投资收益	2.49	2.66	2.18	0.00
其他非流动金融资产持有期间取得的投资收益	1.78	1.93	0.17	-
公允价值变动收益	-0.41	0.05	0.44	-0.11
营业外收入	0.04	0.09	0.04	0.02
其他收益	0.41	1.16	1.03	0.15

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理。

受上述因素共同影响，2022-2024 年该公司营业利润分别为 10.33 亿元、12.57 亿元和 6.79 亿元，净利润分别为 7.64 亿元、7.86 亿元和 4.37 亿元，呈现一定波动性，同期销售净利率分别为 20.56%、20.27%和 10.30%。

2025 年第一季度，该公司营业利润和净利润分别为 0.89 亿元和 0.45 亿元，同比分别减少 15.35%和 37.44%，主要由于黄酒酿造业务及服务业务毛利同比减少所致。

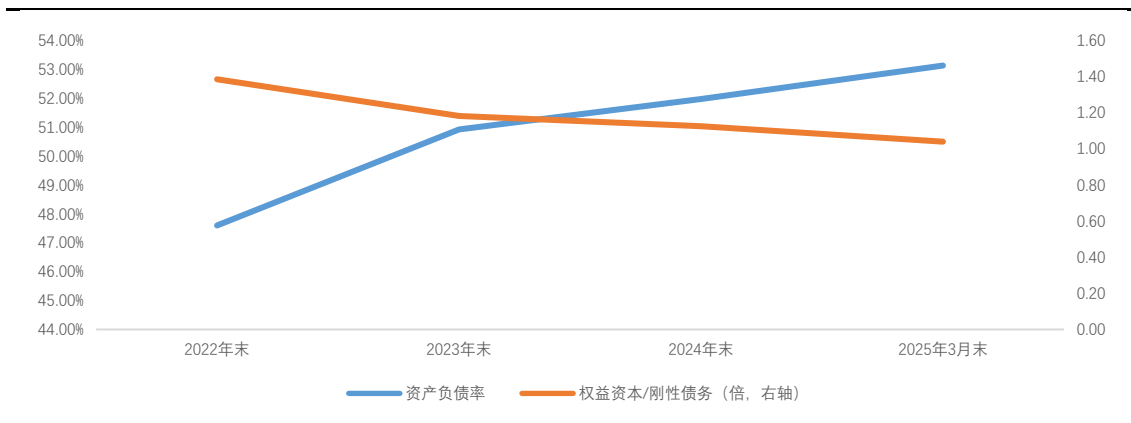
整体看，该公司黄酒酿造业务等经营稳定，且投资收益的实现对公司整体盈利影响大，稳定性需持续关注。

财务

近年来，为支持业务的开展和运营，该公司债务规模持续上升，负债经营程度随之提升，但目前仍处于适中水平。公司债务以刚性负债为主，期限结构偏于中长期，融资渠道以资本市场发行债券和金融机构借款为主，子公司绍兴国资、绍兴金控及浙越资产为主要的承债主体。公司经营收现能力强，经营性现金流整体呈净流入状态，不良资产包收购及基金出资导致公司投资活动现金净流出大，公司非筹资性现金流持续净流出，后续融资需求仍较大。公司可用货币资金较为充足，融资渠道畅通，可为即期债务偿付提供较好保障。

1. 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据绍兴国控所提供的数据整理、绘制。

近年来，随着业务规模的扩大，该公司债务规模持续扩大，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末公司负债总额分别

为 214.90 亿元、253.83 亿元、272.34 亿元和 284.22 亿元，并带动资产负债率持续攀升，同期末分别为 47.59%、50.90%、51.96%和 53.12%，目前仍处于合理水平。同期末，公司权益资本/刚性债务分别为 1.38 倍、1.18 倍、1.12 倍和 1.04 倍，由于刚性债务规模的扩大而呈现逐年下降趋势。

(1) 资产

图表 27. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	234.73	260.24	266.66	267.26
其中：现金类资产 ⁹ （亿元）	51.99	52.19	50.88	49.95
应收账款（亿元）	159.62	167.43	182.11	170.72
其他应收款（亿元）	20.38	19.87	17.29	16.35
存货（亿元）	5.15	13.56	14.38	17.85
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	24.65	23.58	22.55	21.83
其中：其他权益工具投资（亿元）	216.80	238.42	257.42	267.84
其他非流动金融资产（亿元）	48.01	47.81	49.12	50.05
长期股权投资（亿元）	4.66	3.26	29.34	29.34
其他非流动资产（亿元）	45.87	51.49	61.27	60.41
固定资产（亿元）	91.07	98.58	77.99	76.87
在建工程（亿元）	22.07	19.82	20.74	24.25
无形资产（亿元）	18.62	13.41	20.96	20.70
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.88	11.87	7.10	8.15
受限资产账面余额/总资产（%）	3.82	4.13	4.10	4.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.06	0.11	0.11	0.11
受限资产账面余额/总资产（%）	0.68	0.02	0.02	0.02

注：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

2022-2024 年末，该公司资产总额分别为 451.54 亿元、498.65 亿元和 524.08 亿元，其中流动资产占总资产比重分别为 51.99%、52.19%和 50.88%，主要由现金类资产、存货、应收账款、其他应收款和其他流动资产组成。同期末公司现金类资产余额分别为 159.62 亿元、167.43 亿元和 182.11 亿元，其中 2024 年末包括货币资金 81.61 亿元（其中因保证金、质押、冻结等原因受限货币资金为 0.10 亿元）以及交易性金融资产 100.15 亿元，主要为并表浙越资产的不良资产包（91.28 亿元）和理财产品投资。2022-2024 年末，存货分别为 24.65 亿元、23.58 亿元和 22.55 亿元，主要由库存商品、包装物及低值易耗品和开发土地构成，2024 年末三者占比分别为 66.71%、8.67%和 9.72%，库存商品主要为子公司黄酒集团生产的黄酒原酒以及成品黄酒，包装物及低值易耗品主要为公司用于酒类包装的纸箱，开发土地主要为公司招拍挂购入的土地资产。同期末，公司应收账款分别为 20.38 亿元、19.87 亿元和 17.29 亿元，主要由金越资管处置不良资产形成的应收债权款项构成；同期末其他应收款分别为 5.15 亿元、13.56 亿元和 14.38 亿元，主要为经营性往来款，2023 年末较上年末大幅增长主要系公司新增对保跃企管、保辉企管和保润企管的其他应收款所致。同期末其他流动资产分别为 18.42 亿元、33.37 亿元和 21.68 亿元，主要为定期存单和浙越资产的保理融资款，2023 年末较上年末增长 81.14%，主要系公司将一年内到期的定期存单由“货币资金“科目重分类至”其他流动资产“科目所致；2024 年末较上年末下降 35.02%主要系定期存单支取所致。

该公司非流动资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资、其他非流动金融资产、其他非流动资产和固定资产等构成。2022-2024 年末其他权益工具投资分别为 4.66 亿元、3.26 亿元和 29.34 亿元，2024 年末大幅增长主要系绍兴市公用事业集团有限公司（简称“公用事业”）由联营企业转为其他权益工具投资，年末其他权益工具投资主要包括公用事业 25.78 亿元、上海浦东发展银行股份有限公司 0.46 亿元、浙商证券股份有限公司 0.69 亿元、浙江菲达环保科技股份有限公司 0.46 亿元和浙江大唐国际绍兴江滨热点有限责任公司 0.60 亿元。同期末长期股

⁹ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票。

股权投资分别为 91.07 亿元、98.58 亿元和 77.99 亿元，2024 年末长期股权投资主要为联营企业绍兴市文化旅游集团有限公司（简称“绍兴文旅集团”）17.48 亿元、浙江圆锦新材料有限公司（简称“圆锦新材”）10.52 亿元和绍兴银行股份有限公司（简称“绍兴银行”）。2022-2024 年，长期股权投资形成的收益（含持有期间收益及处置收益）分别为 1.91 亿元、3.38 亿元和 4.05 亿元。同期末其他非流动金融资产分别为 45.87 亿元、51.49 亿元和 61.27 亿元，主要为对设立子基金的实缴出资，2024 年绍兴国投及绍兴市产业基金参与新设多支子基金，年末其他非流动金融资产规模增长较多。同期末其他非流动资产分别为 22.07 亿元、19.82 亿元和 20.74 亿元，主要为浙江绍兴政企合作投资基金有限公司对已投资项目绍兴市轨道交通集团有限公司、绍兴市交通投资集团有限公司和绍兴市环境产业有限公司的投资款，2024 年末金额分别为 12.33 亿元、2.71 亿元和 1.23 亿元。同期末固定资产分别为 18.62 亿元、13.41 亿元和 20.96 亿元，主要为房屋建筑物、专用设备，2023 年传媒大楼全部完成对外出租，由固定资产转入投资性房地产核算，固定资产余额较上年末下降；2024 年新黄酒产业园区一期工程部分完工转固，年末固定资产较上年末增长 56.29%。同期末无形资产分别为 3.82 亿元、4.13 亿元和 4.10 亿元，主要由土地使用权和商标权构成。同期末在建工程分别为 5.88 亿元、11.87 亿元和 7.10 亿元，主要为新黄酒产业园区一期工程的投入，2024 年末主要为新黄酒产业园区一期工程未完工部分和诸暨智能视觉产业园项目。

图表 28. 2024 年末前五大其他非流动金融资产情况（单位：亿元、%）

被投资单位	金额	占比
浙江富浙集成电路产业发展有限公司	9.05	14.78
聚源中小企业发展创业投资基金（绍兴）合伙企业（有限合伙）	8.65	14.12
绍兴滨海新区芯兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）	7.35	12.00
绍兴市越城区集成电路产业基金合伙企业（有限合伙）	6.00	9.79
绍兴越城越芯数科股权投资合伙企业（有限合伙）	5.85	9.55

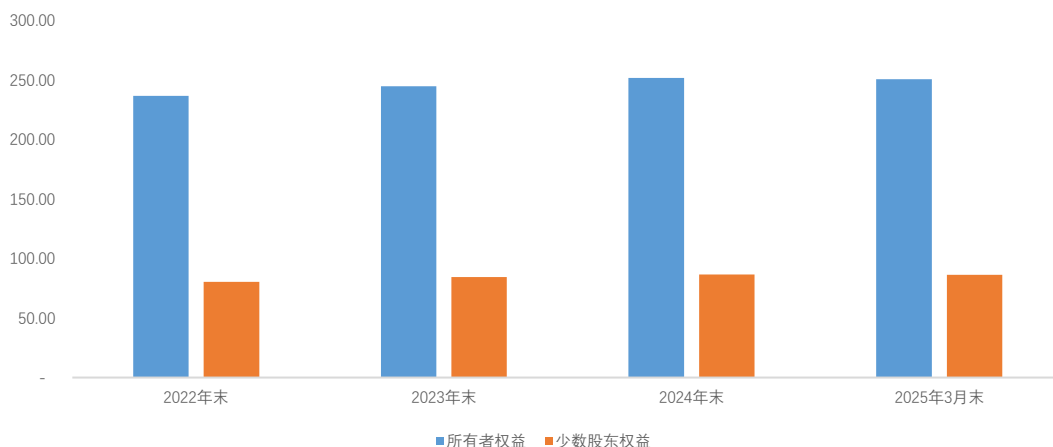
注：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

截至 2025 年 3 月末，该公司资产总额为 535.71 亿元，较上年末增加 2.22%。其中，流动资产为 267.87 亿元，非流动资产为 267.84 亿元。流动资产方面，2025 年 3 月末公司货币资金 66.24 亿元，较上年末下降 18.83%，其他流动资产为 32.19 亿元，较上年末增长 48.47%，主要系公司购买定期存单所致。非流动资产方面，2025 年 3 月末公司长期应收款 22.42 亿元，较上年末增长 57.93%，系越鑫租赁业务规模扩大导致融资租赁款金额增加所致。其他科目虽有变动但影响较小。

截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产总额为 0.11 亿元，包括冻结和用于保证金的货币资金 0.10 亿元和用于商业承兑汇票贴现的应收票据 0.01 亿元。

（2）所有者权益

图表 29. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据绍兴国控所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 236.64 亿元、244.82 亿元、251.74 亿元和 250.88 亿

元。其中实收资本均为 50.00 亿元，资本公积分别为 64.84 亿元、64.36 亿元、64.92 亿元和 64.47 亿元，整体变化较小。同期末未分配利润分别为 40.76 亿元、44.22 亿元、45.45 亿元和 46.60 亿元，少数股东权益分别为 80.37 亿元、84.49 亿元、86.67 亿元和 86.38 亿元，在所有者权益中占比高。整体看，公司资本结构稳定性一般。

(3) 负债

图表 30. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	171.16	207.55	224.10	242.50
其中：短期刚性债务	58.77	64.40	103.97	88.79
中长期刚性债务	112.39	143.14	120.13	153.70
应付账款	5.43	5.35	7.04	5.14
其他应付款	24.88	24.21	23.77	22.17
综合融资成本（年化，%） ¹⁰	4.57	5.30	4.30	—

资料来源：绍兴国控。

债务期限结构方面，该公司长短期债务结构较为均衡，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末长短期债务比分别为 116.33%、144.28%、88.30%和 129.77%，2024 年由于部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，长期债务占比有所下降。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、其他应付款和应付账款为主，2025 年 3 月末占比分别为 85.05%、7.86%和 1.81%。2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，应付账款分别为 5.43 亿元、5.35 亿元、7.04 亿元和 5.14 亿元，主要为黄酒生产经营业务中应付给上游供应商的原材料和包装材料等货款；同期末其他应付款分别为 24.88 亿元、24.21 亿元、23.77 亿元和 22.17 亿元，2024 年末主要系与绍兴市国企的往来款等。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司刚性债务规模分别为 171.16 亿元、207.55 亿元、224.10 亿元和 242.50 亿元，近年来持续增长。公司刚性债务以中长期为主，即期债务偿付压力可控。公司短期刚性债务主要由短期借款、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券组成。同期末短期借款分别为 43.02 亿元、44.53 亿元、44.00 亿元和 54.78 亿元，主要用于日常经营周转；一年内到期的应付债券分别为 10.21 亿元、13.13 亿元、40.27 亿元和 26.06 亿元，2025 年 3 月末包括“20 财投 02”4.30 亿元、“20 金控 03”7.69 亿元、“22 浙越 01”3.20 亿元、“23 浙越 01”4.80 亿元和“25 浙越资产 SCP001”5.00 亿元及相应利息。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券组成，同期末公司长期借款分别为 6.47 亿元、24.09 亿元、10.16 亿元和 16.54 亿元，2023 年末长期借款较上年末大幅增加主要系浙越资产因业务开展需要借入银行贷款所致；2024 年末长期借款较上年末减少 57.81% 主要由于转入一年内所致。公司应付债券全部由下属子公司发行，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 105.91 亿元、119.05 亿元、109.96 亿元和 137.16 亿元，2025 年 3 月末绍兴国资、绍兴金控和浙越资管存续债券余额分别为 60.70 亿元、83.36 亿元和 18.00 亿元（包括一年内到期部分，不含应付利息）。

图表 31. 2025 年 3 月末公司存续债券情况（单位：亿元）

债项名称	余额（本金）	发行利率	发行时间	到期日期
绍兴国资				
23 绍国 01	12.00	3.40%	2023/4/28	2025/4/28
24 绍兴国资 MTN001	10.00	2.80%	2024/1/4	2027/1/5
24 绍兴国资 MTN002	5.00	2.70%	2024/1/10	2027/1/12
24 绍国 01	18.00	2.33%	2024/7/18	2029/7/22
25 绍国 01	5.00	2.31%	2025/3/14	2028/3/17
25 绍兴国资 SCP001	5.00	2.05%	2025/3/17	2025/11/13
25 绍兴国资 SCP002	5.00	1.97%	2025/3/26	2025/6/25
合计	60.00	-	-	-

¹⁰ 综合融资成本=当年利息支出/当年末与上年末刚性债务的平均值。

债项名称	余额（本金）	发行利率	发行时间	到期日期
绍兴金控				
20 财投 02	4.30	3.90%	2020/8/13	2025/8/14
20 金控 03	7.70	3.85%	2020/9/24	2025/9/28
22 金控 MTN002	4.00	3.20%	2022/9/15	2027/9/16
22 金控 PPN001	8.00	3.09%	2022/7/21	2027/7/22
23 金控 MTN001	6.00	3.61%	2023/2/16	2028/2/17
23 金控 KY01	5.30	4.50%	2023/8/2	2026/8/7
23 金控 KY02	4.70	4.48%	2023/10/13	2026/10/16
24 金控 PPN001	5.00	2.70%	2024/3/5	2027/3/7
24 金控 01	8.00	2.50%	2024/9/18	2029/9/18
25 金控 PPN001	5.00	1.80%	2025/1/6	2028/1/8
25 金控 01	20.00	1.90%	2025/1/21	2028/1/23
25 金控 MTN001	5.50	1.90%	2025/2/12	2028/2/13
合计	83.50	-	-	-
浙越资管				
22 浙越 01	3.20	6.20%	2022/12/13	2025/12/14
23 浙越 01	4.80	5.88%	2023/3/13	2026/3/14
24 浙越资产 MTN001	5.00	2.72%	2024/6/20	2027/6/21
25 浙越资产 SCP001	5.00	2.37%	2025/1/20	2025/10/17
合计	18.00	-	-	-

注：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

截至 2025 年 3 月末，该公司银行借款合计为 79.27 亿元，其中信用借款为 69.31 亿元、保证借款为 6.62 亿元，质押及保证借款 3.34 亿元。承债主体来看，浙越资管的银行借款规模较大，2025 年 3 月末为 54.92 亿元。融资成本方面，近年来公司综合融资成本有所波动，2024 年以来整体有所下降，其中公司合并口径银行借款利率主要集中在 2.32%-4.30%、应付债券利率为 1.80%-6.20%。

图表 32. 截至 2025 年 3 月末刚性债务期限结构（单位：亿元）¹¹

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	88.79	63.57	62.98	26.21	-	241.55

注：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

融资管理方面，该公司规定了财务融资部（财务共享中心）作为公司募集资金实际管理部门，需根据相关法律法规和监管要求，真实、准确、完整地披露应披露的募集资金实际使用情况；公司发行债券需接受债券受托管理人或存续期管理机构对市国控集团募集资金的管理与使用情况进行监督，并提供必要的协助和支持。基金投资管理方面，公司制定了《绍兴市国控集团有限公司产业基金投资管理制度（试行）》，公司作为产业基金出资人履行出资人的相关权利和义务，对基金运作与管理开展指导和监督。具体由集团相关部门落实相关工作，其中，基金管理部牵头负责对产业基金运作情况及基金管理公司工作开展指导与监督，风控合规部（法律服务中心）负责对产业基金风险、法律等事项进行指导与监督，财务融资部（财务共享中心）对产业基金的资金、账户等财务事项进行管理，综合监督部（内审中心）对产业基金进行动态监督并视情开展审计。

在资金管理方面，该公司制定了《绍兴市国控集团有限公司资金信用监督管理办法》，以进一步规范资金信用监督管理，提高资源配置效率，防范化解重大资金管理风险。

¹¹ 未包括部分借款利息。

2. 偿债能力

(1) 现金流量

图表 33. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	14.22	1.85	18.09	-2.22	5.59
其中：业务现金收支净额（亿元）	-0.88	-0.86	20.61	2.18	6.87
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-61.99	-37.11	-21.64	-32.26	-12.55
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金（亿元）	5.45	6.72	4.66	1.10	1.06
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	28.40	33.87	7.00	19.11	14.60

资料来源：绍兴国控。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业收入现金分别为 251.07%、224.11%、163.80%和 130.42%，呈下降态势但整体处于高水平主要与类金融业务特性有关，黄酒等业务方面来看，同期绍兴国资营业收入现金率分别为 149.01%、181.77%和 120.90%，整体也处于高水平。同期公司“业务现金收支净额”分别为-0.88 亿元、-0.86 亿元、20.61 亿元和 2.18 亿元，黄酒业务持续提供正流入，而不良资产处置周期较长，2022-2023 年经营活动现金流流出规模较大，公司整体业务现金收支净额呈少量净流出；2024 年浙越资产的不良资产包收购规模下降，公司业务现金收支净额同比大幅增长。此外，公司“收到其他与经营活动有关的现金”分别为 43.13 亿元、15.01 亿元、10.99 亿元和 5.63 亿元，主要为经营性往来款以及收到保证金、押金等；“支付其他与经营活动有关的现金”分别为 28.02 亿元、12.29 亿元、13.50 亿元和 10.03 亿元，主要包括费用性支出和支付经营性往来款等。同期公司经营活动现金流净额分别为 14.22 亿元、1.85 亿元、18.09 亿元和-2.22 亿元，波动较大。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资性现金流净额分别为-61.99 亿元、-37.11 亿元、-21.64 亿元和-32.26 亿元，其中投资支付现金净额分别为-56.87 亿元、-25.38 亿元、-14.20 亿元和-21.45 亿元，持续净流出主要系设立基金的实缴资金出资、购置定期存单以及浙越资产理财投资所致，尽管资产变现、现金红利和投资收益带来了资金流入，但投资环节仍存在较大的资金缺口。预计后续公司投资环节现金流将仍呈净流出状态。

近年来，该公司非筹资性现金流呈持续净流出状态，主要依靠融资弥补资金需求。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资性现金流净额分别为 28.40 亿元、33.87 亿元、7.00 亿元和 19.11 亿元，其中，债务类融资净额分别为 38.83 亿元、37.82 亿元、15.95 亿元和 23.39 亿元，2022-2023 年，公司为满足对外投资及子公司对外展业需要，负债规模快速增长，债务类融资净额较大；2024 年绍兴国资发行“24 绍兴国资 MTN001”、“24 绍兴国资 MTN002”等债券，公司债务类融资仍呈净流入。

(2) 偿债能力

图表 34. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	18.56	22.41	17.20
EBITDA/利息支出（倍）	2.37	2.23	1.86
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.12	0.08

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

2022-2024 年，该公司 EBITDA 分别为 18.56 亿元、22.41 亿元和 17.20 亿元，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，近年来波动主要是利润总额变化导致。2022-2024 年，公司 EBITDA/刚性债务分别为 0.11 倍、0.12 倍和 0.08 倍，EBITDA/利息支出分别为 2.37 倍、2.23 倍和 1.86 倍，其中 2023 年 EBITDA 同比有所增长，对刚性债务覆盖程度有所提升，但由于利息支出增幅较大使得 EBITDA 对其覆盖度下降；2024 年 EBITDA 同比有所减少，对刚性债务和利息支出的覆盖度同比均有所下降。

调整因素

1. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	236.29	250.45	184.38	216.09
速动比率 (%)	206.26	225.62	168.34	198.22
现金比率 (%)	160.67	161.14	125.92	137.72

资料来源：根据绍兴国控所提供数据整理、计算。

该公司资产流动性总体良好，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末流动比率分别为 236.29%、250.45%、184.38%和 216.09%。同期末现金比率分别为 160.67%、161.14%、125.92%和 137.72%，公司现金类资产对流动负债的覆盖程度较高。

截至 2025 年 3 月末，该公司合并口径银行授信 401.45 亿元，尚未使用额度为 259.41 亿元，授信银行包括五大行、绍兴银行、杭州银行、浙商银行等。

2. ESG 因素

该公司为绍兴市属国有企业，绍兴市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

该公司按照《公司法》等法律法规构建和完善现代企业法人治理结构，制定了《绍兴市国控集团有限公司章程》（简称“公司章程”）。公司为国有独资公司，不设股东会。公司设立董事会，董事会成员 7 人，其中设董事长 1 人，副董事长 1 人，均由绍兴市政府任命，职工董事 1 名由公司职工代表大会选举产生，外部董事 4 名均由绍兴市国资委委派。公司设总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。公司不设监事会、监事，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权。截至 2025 年 3 月末，公司董事会和总经理人员均已到位。

该公司设置了党群工作部（党委办）、办公室（董事会办公室）、人力资源部、纪检监察部、综合监督部（内审中心）、基金管理部、财务融资部（财务共享中心）、风控合规部（法律服务中心）、战略发展部和企业管理部（董监事管理中心）。各部门各司其职，能满足公司日常经营管理需要。

该公司组建时间较短，当前仍处于整合阶段，公司治理和业务整合的效果需持续关注。

3. 表外事项

截至 2024 年末，该公司对外担保总额为 144.75 亿元，主要为发行人子公司绍兴市融资担保有限公司开展融资担保业务所形成。此外，公司无重大未决诉讼、和其他或有事项。

4. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部目前主要承担股权管理职能，公司主要资产、负债和业务集中在绍兴国资和绍兴金控两家核心子公司。2022-2024 年末，本部资产总额均为 69.94 亿元，基本均为长期股权投资。2022-2024 年，公司本部无营业收入，净利润分别为 0.63 亿元、0.42 亿元和 0.90 亿元，主要来源于投资收益。

5. 其他因素

该公司制定了关联交易制度，公司及实际控制的下属企业拟进行关联交易，须向党委会或董事会提出书面报告，就该关联交易的具体事项、定价依据和交易各方的影响作出详细说明，由董事会或授权相关业务部门按权限履行相应审核程序；董事会或授权相关业务部门应当根据客观标准判断该关联交易是否对公司有利；党委会或董事会不对所涉及交易标的状况不清、交易价格未确定、交易对方情况不明朗的关联交易事项进行审议并作出决定；为关联方提供担保，应经公司党委会、董事会审议，并报市国资委决策；重大关联交易经董事会及相关部门

审议批准后，应根据相关的信息披露要求，及时向社会公众公告，披露关联方关系以及关联方交易，包括关联方关系的性质、交易类型及交易要素等信息，以维护投资者、债权人等利益相关者的合法权益。

关联交易方面，2024年该公司向关联方采购/接受劳务合计0.18亿元，其中对浙商资管的利息费用为0.16亿元；向关联方出售商品/提供劳务合计0.20亿元，其中向女儿红销售公司销售酒类0.10亿元，对圆锦新材的利息收入、劳务服务0.03亿元。关联方应收应付款项方面，截至2024年末，公司应收关联方款项合计3.89亿元，主要为公司代收代付的保教楼款项；应付关联方款项合计3.39亿元，主要为子公司浙越资产与其股东浙商资产之间的往来款。截至2024年末，关联方震元集团对公司的保证担保金额合计2.35亿元；公司对绍兴文旅集团、绍兴八达农产品市场有限公司（简称“八达农产品”）和绍兴市未来公用事业产业发展有限公司（简称“未来产业发展”）的保证担保金额合计23.96亿元。

根据该公司提供的2025年5月20日《企业信用报告》，公司本部无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

外部支持

该公司是绍兴市打造“2家战略投资公司+12家企业集团”的市属国有企业发展新格局的核心主体之一，地位突出。绍兴市人民政府合并绍兴国资、绍兴金控组建公司，并且后续预计将市交投集团持有的黄酒集团44.1%股权划入国资运营公司，进一步增强公司资本实力。此外，2022-2024年公司计入损益的政府补助分别为0.41亿元、1.12亿元和0.95亿元。

同业比较分析

新世纪评级选取杭州市国有资本投资运营有限公司和浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司作为公司的同业比较对象。公司的资产和收入规模较小，销售净利率和营业收入现金率较高。此外，选取会稽山绍兴酒股份有限公司（简称“会稽山”）和上海金枫酒业股份有限公司（简称“金枫酒业”）作为公司黄酒酿造版板块子公司古越龙山的同业比较对象。业务方面，公司子公司古越龙山资产和收入规模较大，整体总资产报酬率较高。财务方面，古越龙山无刚性债务，资产负债率低，EBITDA对利息保障程度很高。

评级结论

综上，本评级机构评定绍兴国控主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期内，本评级机构将在需要进行定期或不定期跟踪评级。在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

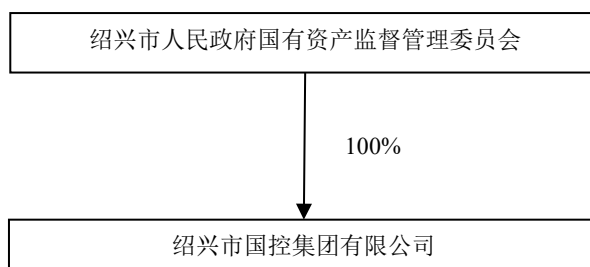
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

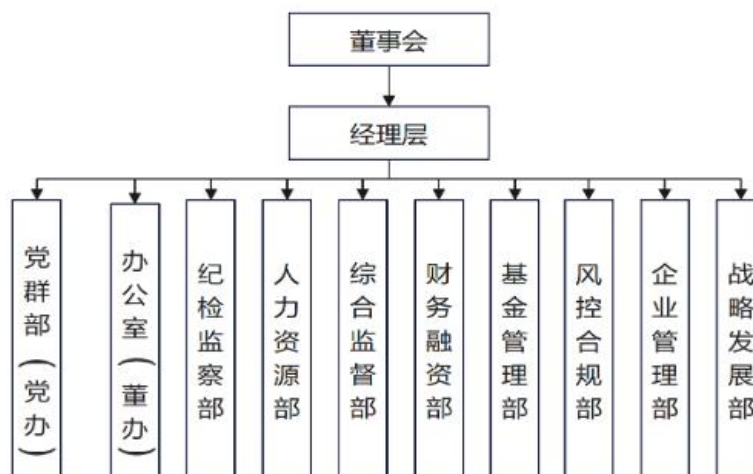
公司与实际控制人关系图



注：根据绍兴国控提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据绍兴国控提供的资料整理绘制（截至本评级报告出具日）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2024年（末）主要财务数据（亿元）					备注
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	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
绍兴市国控集团有限公司	绍兴国控	本级	—	国有资产运营、金融服务	-	69.87	-	0.90	-	本部口径
绍兴市国有资本运营有限公司	绍兴国资	二级子公司	100.00	国有资产运营	159.37	120.77	36.09	0.64	9.58	合并口径
绍兴市金融控股有限公司	绍兴金控	二级子公司	100.00	金融服务	153.81	131.84	6.33	3.38	7.36	合并口径

注：根据绍兴国控 2022-2024 年度经审计的模拟财务报表及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：国有资本运营 归属行业：通用行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年/末主要数据					
		总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入 （亿元）
浙江省国有资本运营有限公司	AAA/稳定	3,390.23	882.06	75.26	6,848.82	69.38	70.82
浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司	AAA/稳定	1,848.50	728.44	60.59	182.24	1.82	5.45
绍兴市国控集团有限公司	AAA/稳定	524.08	251.74	51.96	42.42	4.37	18.09

核心业务二：黄酒酿造 归属行业：食品饮料行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据			2024 年末财务数据/指标				
		营业收入（亿元）	营业收入现金率 （%）	营业利润率（%）	权益资本/刚性债务 （x）	资产负债率 （%）	刚性债务 （亿元）	EBITDA/利息支出 （x）	EBITDA/刚性债务 （x）
会稽山绍兴酒股份有限公司	--	16.31	111.08	16.78	1,067.85	18.04	0.04	-	109.96
上海金枫酒业股份有限公司	--	5.78	122.55	3.56	32.40	13.67	0.60	-	0.65
浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司	--	19.36	107.36	16.23	-	14.26	-	2,068.05	-
绍兴市国控集团有限公司	AAA/稳定	42.42	163.80	16.00	1.12	51.96	224.10	1.86	0.08

注：标杆企业是公开市场融资企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性

附录五：

主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022年/末	2023年/末	2024年/末	2025年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	451.54	498.65	524.08	535.71
货币资金 [亿元]	80.79	78.17	81.61	66.24
刚性债务[亿元]	171.16	207.55	224.10	242.50
所有者权益 [亿元]	236.64	244.82	251.74	250.88
营业收入[亿元]	37.18	38.76	42.42	10.83
净利润 [亿元]	7.64	7.86	4.37	0.45
EBITDA[亿元]	18.56	22.41	17.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	14.22	1.85	18.09	-2.22
投资性现金净流入量[亿元]	-61.99	-37.11	-21.64	-32.26
资产负债率[%]	47.59	50.90	51.96	53.17
权益资本与刚性债务比率[%]	138.25	117.96	112.33	103.46
流动比率[%]	236.29	250.45	184.38	216.09
现金比率[%]	160.67	161.14	125.92	137.72
利息保障倍数[倍]	2.32	2.10	1.69	—
担保比率[%]	53.54	59.25	57.50	57.68
营业周期[天]	604.71	587.06	490.37	—
毛利率[%]	40.20	42.87	39.95	37.80
营业利润率[%]	27.78	32.44	16.00	8.20
总资产报酬率[%]	4.01	4.44	3.07	—
净资产收益率[%]	3.23	3.26	1.76	—
净资产收益率*[%]	3.40	2.37	1.47	—
营业收入现金率[%]	251.07	224.11	163.80	130.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.32	1.82	14.56	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.23	-15.04	-1.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	2.23	1.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.08	—

注：表中数据依据绍兴国控经审计的2022~2024年度及未经审计的2025年第一季度模拟财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

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	2025年6月20日	AAA/稳定	翁斯喆、董正舟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	二

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。