

香格里拉（亚洲）有限公司

（Shangri-La Asia Limited）

2025 年度第三期中期票据（债券通）

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕8753 号

联合资信评估股份有限公司通过对香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）及其拟发行的香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）2025 年度第三期中期票据（债券通）的信用状况进行综合分析和评估，确定香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）主体长期信用等级为 AAA，香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）2025 年度第三期中期票据（债券通）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年九月九日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。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。

二、本报告系联合资信接受香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

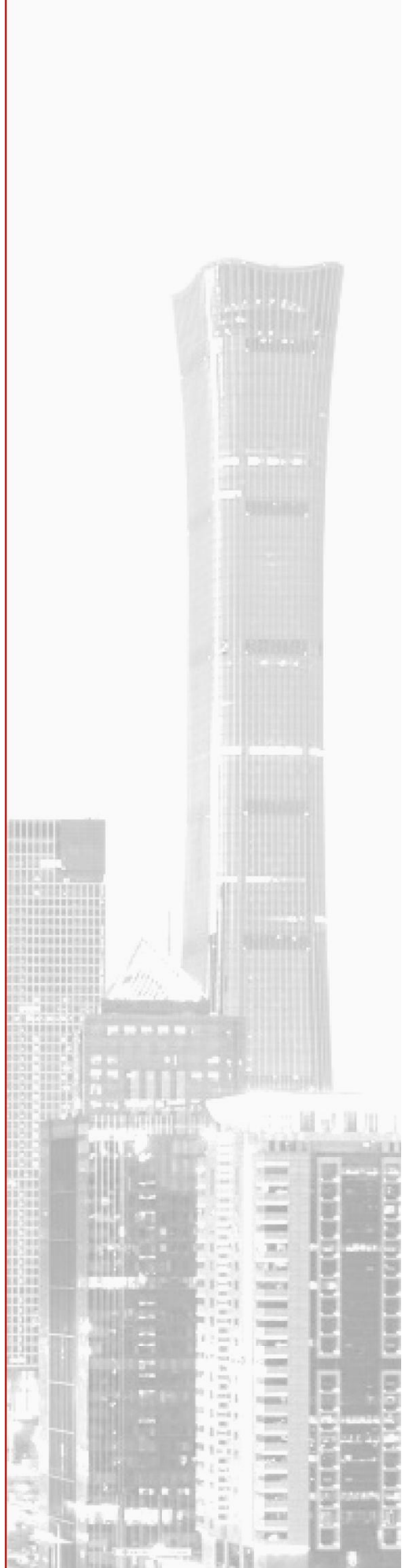
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）

2025 年度第三期中期票据（债券通）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/09
债项概况 本期债项基础发行金额为人民币 0.00 亿元，发行金额上限为人民币 10.00 亿元，其中品种一初始发行规模不超过人民币 5.00 亿元，品种二初始发行规模不超过人民币 5.00 亿元，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。品种一期限为 3+2 年期，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年期；每年付息一次，到期一次性还本；募集资金拟用于偿还香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）（以下简称“公司”）附属公司境外有息债务。		
评级观点 公司作为亚太地区领先的豪华酒店集团，品牌价值高，发展韧性强；管理体系较为完善。经营方面，公司主要分部包括酒店营运、投资物业和供出售的发展物业。其中，受益于旅游出行环境的改善，公司酒店营运分部 2023 年除税后溢利同比转正并已超过 2019 年同期水平，2024 年除税后溢利受中国大陆、新加坡及英国的酒店物业业绩下降影响同比小幅下降；投资物业分部 2022 年以来每年贡献的除税后溢利稳定增长；供出售的发展物业分部剩余未售项目较少。财务方面，公司经营业绩易受外部环境影响，2023 年除税前溢利实现扭亏，2024 年由于酒店物业业绩表现未达预期，加之供出售的发展物业溢利减少，公司年内溢利同比下降 9.30%；现金类资产储备充裕，酒店、投资物业及联营公司股权等非流动资产占比高，资产流动性偏弱，酒店物业若以公允价值呈列将高于账面价值，整体资产质量良好；整体债务负担可控；偿债指标表现良好；公司 EBITDA 对本期债项保障能力很强。 个体调整：公司酒店资产按历史成本减折旧及减值亏损呈列，实际公允价值高于账面值，且均未受限，资产质量良好。 外部支持调整：无。		
评级展望 未来，随着产品及服务的提升以及在建项目逐步投入运营，公司有望持续保持其行业领先地位。 可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。 可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著下降。		

优势

- **作为亚太地区领先的豪华酒店集团，公司品牌价值高，发展韧性强，持有的投资物业能够贡献稳定的利润。**根据美国《HOTELS》杂志公布的 2024 年“全球酒店集团 205 强”排行榜（HOTELS 205），按截至 2024 年 12 月 31 日各酒店集团房间数排序，香格里拉位列 48 名。英国品牌评估机构“品牌金融”（Brand Finance）发布的 2024 年度“全球酒店品牌价值 50 强”榜单（Hotels 50 2023）中，香格里拉以 19.56 亿美元的品牌价值名列第七位。2024 年，公司投资物业分部实现除税后溢利 2.00 亿美元，同比增长 7.9%。
- **酒店资产按历史成本减折旧及减值亏损呈列，资产质量良好。**根据公司的会计政策，酒店物业按历史成本减折旧及减值亏损呈列。根据公司 2024 年年报，公司已基于贴现的现金流预测对公司附属公司及联营公司拥有的酒店物业进行内部估值，同时聘请了独立专业估价师进行外部估值，其实际应占估值盈余（即其估值超过其账面值的盈余）至少占有酒店物业估值盈余总额的 50%。若所有酒店物业均以公允价值呈列，公司拥有人应占公司资产净值将增加 56.42 亿美元。
- **融资渠道畅通，融资弹性良好。**截至 2024 年底，公司无受限资产，融资弹性良好；同期末，公司共计获得银行授信额度 62.73 亿美元，尚未使用额度 13.33 亿美元。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

关注

- **公司业绩易受外部环境影响。**旅游业易受宏观经济等外部环境影响，随着中国大陆消费需求放缓，酒店业竞争加剧，公司核心市场业绩承压。此外，公司多个业务开展区域的通胀率攀升，需关注当地政治经济环境对公司业绩的影响。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 旅游企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

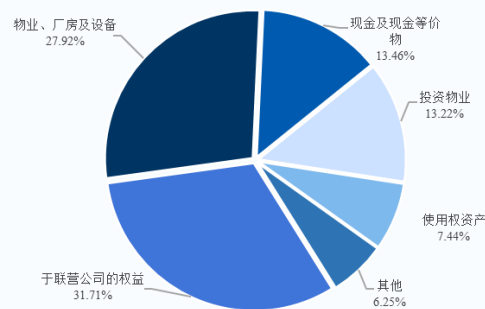
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

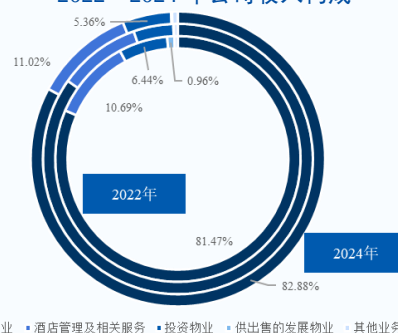
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿美元）	7.80	9.78	19.42
资产总额（亿美元）	126.34	128.63	134.98
权益总额（亿美元）	54.25	54.68	54.37
短期债务（亿美元）	10.16	6.65	9.34
长期债务（亿美元）	51.79	56.07	60.24
全部债务（亿美元）	61.95	62.72	69.58
收入（亿美元）	14.62	21.42	21.85
除税前溢利（亿美元）	-1.74	2.80	2.58
EBITDA（亿美元）	3.20	8.21	8.31
经营性净现金流（亿美元）	-0.91	2.39	1.45
销售毛利率（%）	46.95	54.48	55.68
净资产收益率（%）	-3.46	3.69	3.36
资产负债率（%）	57.06	57.49	59.72
全部债务资本化比率（%）	53.32	53.42	56.14
流动比率（%）	71.67	99.16	143.71
经营现金流动负债比（%）	-5.27	16.27	8.57
现金短期债务比（倍）	0.77	1.47	2.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	2.98	2.67
全部债务/EBITDA（倍）	19.34	7.64	8.38

注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 流动负债及非流动负债中欠非控制性股东之款项中的有息债务已分别计入短期债务和长期债务
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

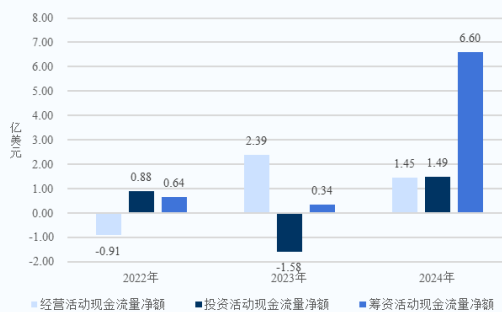
2024 年底公司资产构成



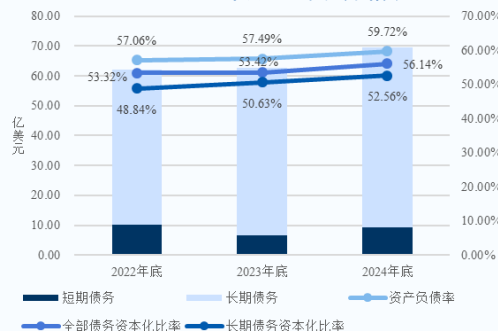
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	核心旅游产业规模（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	营业利润率（%）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA 利息倍数（倍）
公司	AAA	146.07	965.56	388.92	156.32	18.48	25.51	59.72	56.14	8.38	2.67
首旅集团	AAA	217.44	1,666.24	520.43	477.76	6.61	27.52	68.77	62.20	6.89	4.01

注：北京首都旅游集团有限责任公司简称为首旅集团；公司相应指标按期末汇率折算为人民币
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/08/01	李明 李思雨	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--
AAA/稳定	2024/05/20	李明 李思雨	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 明 liming@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）（以下简称“公司”或“香格里拉”）于 1992 年在百慕达注册成立，于香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板作第一上市（股票代码：0069.HK）及新加坡证券交易有限公司作第二上市（股票代码：S07）。截至 2024 年底，根据证券及期货条例第 336 条规定公司须予存置之登记册所载，Kerry Group Limited（以下简称“KGL”）通过其受控法团间接持有公司普通股股份合计 1,799,537,010 股，占公司已发行股份总额的 50.19%。

公司主要业务是持有、开发、经营和管理酒店物业、不动产投资（如写字楼、零售商场）以及销售型住宅项目，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为旅游企业。

截至 2024 年底，公司下设酒店运营部、采购部、餐饮部、销售部、香格里拉会与线上直销部、项目与设计部、工程与安保部、品牌部、信息科技部、投资与资产管理部、内部审计部等职能部门。同期末，公司合并范围内，Shangri-La Hotels (Malaysia) Berhad 为马来西亚上市公司（股份代号：5517），Shangri-La Hotel Public Company Limited 为泰国上市公司（股份代号：SHANG）。同时，公司联营企业中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“中国国贸”，证券代码：600007.SH）为上海证券交易所上市公司。截至 2024 年底，公司及其附属公司约有 25,500 名雇员，公司（包括所有营运中酒店）拥有雇员 42,600 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 134.98 亿美元，权益总额为 54.37 亿美元（含非控制性权益 2.54 亿美元）；2024 年，公司实现收入 21.85 亿美元，除所得税前溢利 2.58 亿美元。

公司注册地址：Victoria Place, 5/F, 31 Victoria Street, Hamilton HM10, Bermuda；董事会主席：郭惠光。

二、本期债项概况

公司拟发行“香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）2025 年度第三期中期票据（债券通）”（以下简称“本期债项”）。本期债项基础发行金额为人民币 0.00 亿元，发行金额上限为人民币 10.00 亿元，其中，品种一初始发行规模不超过人民币 5.00 亿元，品种二初始发行规模不超过人民币 5.00 亿元。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债项各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行金额合计不超过人民币 10.00 亿元。品种一期限为 3+2 年期，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年期。本期债项每年付息一次，到期一次性还本。

本期债项无担保。

本期债项募集资金拟用于偿还公司附属公司境外有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年上半年报）》](#)。

四、行业分析

2024 年，旅游业从上年快速复苏转变为稳定发展，国内出游人次和总花费同比均保持增长，但出入境旅游尚处恢复期，签证政策、国际客运航班数量及产品价格等因素对市场表现影响较大。从细分行业看，多数景区盈利能力和经营活动现金净流入表现较上年同期有所下降；酒店业竞争加剧，行业收入和出租率较上年同期略有下滑，平均房价略有增长；全国旅行社数量保持增长，出入境旅游人次仍较少，旅行社收入依然主要依赖国内游；免税行业竞争格局保持稳定，受消费疲软影响，海南离岛免税市场销售承压。旅游发债企业整体为盈利状态，但收入水平较上年同期有所下滑，债务期限结构相对均衡；偿债指标表现一般，行业整体偿债压力可控。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅、国家移民管理局等部门出台多项支持政策，从加大产品供给、优化旅游基础设施投入、放宽优化过境免签政策等多方面给予指导及支持，积极推动旅游行业高质量发展。具体请见[《旅游行业 2025 年半年度总结及展望》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是亚太地区领先的豪华酒店集团，品牌价值高；酒店资产实际公允价值高于账面值，且均未受限，资产质量良好。

企业规模和竞争力方面，公司拥有及经营的酒店及度假酒店遍布澳洲、加拿大、欧洲、斐济、中国大陆、印度洋地区、中东及东南亚等地，截至 2024 年底，已有 106 家酒店分布于世界各地，旗下品牌包括香格里拉、嘉里、JEN 和盛贸。根据美国《HOTELS》杂志公布的 2024 年“全球酒店集团 205 强”排行榜（HOTELS 205），按截至 2024 年 12 月 31 日各酒店集团房间数排序，香格里拉位列 48 名。英国品牌评估机构“品牌金融”（Brand Finance）发布的 2024 年度“全球酒店品牌价值 50 强”榜单（Hotels 50 2023）中，香格里拉以 19.56 亿美元的品牌价值名列第七位。

酒店资产方面，根据公司的会计政策，酒店物业按历史成本减折旧及减值亏损呈列。根据公司 2024 年年报，公司已基于贴现的现金流预测对公司附属公司及联营公司拥有的酒店物业进行内部估值，同时聘请了独立专业估价师进行外部估值，其实际应占估值盈余（即其估值超过其账面值的盈余）至少占所有酒店物业估值盈余总额的 50%。若所有酒店物业均以公允价值呈列，公司拥有应占公司资产净值将增加 56.42 亿美元。公司酒店物业账面值未包含估值盈余且均未受限，资产质量良好。

2 人员素质

公司管理层综合素质较高，企业管理经验丰富，雇员区域结构能够满足公司经营需要。

截至 2024 年底，公司董事会由 8 名董事组成；高层管理人员共 6 人，分别为主席郭惠光，集团首席财务官兼集团首席投资官蔡志伟，集团首席运营官鲍存旗，集团首席人力资源官卓蕴，集团投资及资产管理部主管冯绍山，集团战略与业务转型主管宋福顺。同期末，公司雇员从地域分布看，中国内地雇员占 47%，东南亚及澳大拉西亚雇员占 29%，中东、欧洲、印度及美洲雇员占 12%，香港特别行政区、蒙古及台湾地区雇员占 12%。

郭惠光女士，现年 47 岁，马来西亚籍，美国哈佛大学东亚研究学士学位；2003 年 10 月加盟南华早报集团有限公司（现称长城环亚控股有限公司，在香港联交所上市，股份代号 00583），2004 年 2 月至 2016 年 6 月出任执行董事（2009 年 1 月至 2012 年 6 月出任董事总经理及行政总裁）；2012 年 11 月至 2016 年 6 月出任 The Post Publishing Public Company Limited（现称 Bangkok Post Public Company Limited，曾在泰国证券交易所上市，已于 2024 年 7 月除牌）董事；2014 年 10 月至 2016 年 6 月出任公司非执行董事；2016 年 6 月至 2016 年 12 月出任公司执行董事及副主席；2017 年 1 月起出任公司执行董事及主席；现任公司执行董事及主席、执行委员会主席、提名委员会主席、薪酬及人力资源委员会成员，KGL 董事，嘉里控股有限公司董事，中国国贸执行董事，嘉里集团郭氏基金会（香港）有限公司（慈善机构）理事；并于 2025 年 8 月 1 日起任公司首席执行官。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 9 月 9 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在证券期货市场失信记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司治理结构健全，运行情况良好。

公司已建立法人治理结构。根据公司于 2024 年 5 月 30 日公告的组织章程大纲及公司细则，公司的业务由董事会管理。公司可不时于股东大会上以普通决议案选举任何人士为董事，董事会有权不时及随时委任任何人士为董事，以填补临时空缺或作为董事会新增成员。董事会可按照其认为适当的任期及条款及根据公司细则第 96 条决定的薪酬条款，不时委任其任何一名或多名成员担任董事总经理、联席董事总经理、副董事总经理或其他执行董事及/或负责管理公司业务的其他职位。

公司董事会下设执行委员会、提名委员会、薪酬及人力资源委员会、审核及风险委员会。

图表 1 • 2023—2024 年公司董事会及各委员会运行情况

董事类型	成员	2023 年已出席/合格出席会议数目			2024 年已出席/合格出席会议数目		
		董事会	薪酬及人力资源委员会	审核及风险委员会	董事会	薪酬及人力资源委员会	审核及风险委员会
执行董事	郭惠光	4/4	4/4	--	4/4	3/3	--
	蔡志伟	4/4	--	--	4/4	--	--
非执行董事	林明志	4/4	--	--	4/4	--	--
独立非执行董事	李国章	3/4	4/4	3/4	4/4	3/3	4/4
	叶志强	4/4	4/4	4/4	4/4	3/3	4/4
	李小冬	4/4	--	--	4/4	--	--
	庄辰超	4/4	--	--	4/4	--	--
	KHOO Shulamite N K	3/4	4/4	4/4	4/4	3/3	4/4

注：2023—2024 年，执行委员会、提名委员会的大部分重要决策已经书面决议案记录
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 管理水平

公司内部管理分工明确、体系较为健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

为监督日常业务中的企业管治实行情况，公司下设三个管理委员会，包括环境、社会及管治委员会，风险管理委员会及合规委员会。委员会的结论通过审核及风险委员会定期向董事会汇报，并协助董事会评价既有系统在相应管治范围内的成效。

风险管理方面，董事会致力维持健全而有效的风险管理及内部监控系统。自 2008 年，公司逐步实施《综合保证框架》，该框架从两个角度识别风险：上而下（策略及集团性风险）及下而上（由各地区、物业及业务领域识别的风险）。公司采用《综合保证框架》的主要概念，将风险管理管治结构分为四道防线，分别为酒店及物业层面、地区及企业总部部门及职能部门、集团内部审核部门、外聘核数师。根据《综合保证框架》，公司的风险类别包括安全及保安，法律、法规及合规，人力资源，供应链，系统与技术，商业与经济学，声誉，业务依赖度，投资，金融。其中，金融风险包括利率及外币汇率波动、信贷及资金流动性、财务报告及监控能力。

公司融资权限全部集中在总部，下属企业对外融资均须通过总部批准。为尽量降低整体利息成本，公司密切监控其所有附属公司的现金流并向企业转移多余的现金以降低企业债务及相关利息开支。公司在大陆境内推行集团内部贷款及人民币资金池，以利用若干附属公司的现金盈余满足其他集团公司的资金需求。公司定期检讨集团内部及外部融资安排，以应对汇率及银行贷款利率的变动。同时，公司通过订立固定香港银行同业拆息及有担保隔夜融资利率的利率掉期合约，以对冲公司因银行贷款而产生的中期利率风险。截至 2024 年底，公司已通过定息债券、固定利率银行贷款及利率掉期合约（包括使银行借款利率固定的跨货币掉期合约）为 79.9%（2023 年底为 65.8%）的未偿还借款固定其利息负债。

七、经营分析

1 经营概况

公司收入主要来自酒店营运业务¹。2022—2024 年，公司经营业绩受外部环境影响大，收入随酒店营运业务业绩的逐步恢复持续回升，各分部除税后损益总额于 2022 年实现营运分部业绩扭亏。2023 年，受益于旅游出行环境的改善，公司收入同比大幅提升，其中酒店营运和投资物业业务除税后损益已超过 2019 年同期水平。2024 年，受益于酒店营运业务稳定增长及投资物业业务持续改善，公司营运分部收入总额同比保持增长，由于核心区域酒店物业业绩表现未达预期，加之供出售的发展物业溢利减少，公司除税后损益同比下滑，但酒店营运、投资物业业务和整体除税后损益仍高于 2019 年同期水平。

公司主营业务由四个主要分部组成，分别为酒店物业、酒店管理及相关服务、投资物业和供出售的发展物业。其中，酒店物业即酒店物业（包括租赁酒店）的发展、拥有及经营；酒店管理及相关服务即为香格里拉拥有的酒店及第三方拥有的酒店提供酒店管理服务；投资物业即用作租赁的办公室物业、商用物业及服务式公寓或住宅的发展、拥有及经营；供出售的发展物业即房地产物业的开发及出售。公司亦从事其他业务，包括酒类贸易、游乐场、零售业务及酒店外餐厅营运，该等业务对公司业绩并无重大影响。2024 年，公司前五大客户及前五大供应商合计占比均少于公司总收入及总采购额的 10%。

收入结构方面，公司收入主要来自酒店物业业务，2024 年占比为 82.88%。2022 年，公司经营业绩受外部环境影响大。2023 年，随着外部环境的改善，公司营运分部收入总额同比增长 46.6%，达到 2019 年同期营运分部收入总额的 88.9%。2024 年，受益于酒店物业业务稳定增长及投资物业业务持续改善，公司营运分部收入总额同比增长 3.3%。从各分部收入来看，2022—2024 年，酒店物业、酒店管理及相关服务收入持续回升；2024 年，香港及菲律宾业务进一步复苏，推动公司酒店物业业务收入同比增长，但中国大陆、新加坡及英国的酒店物业收入减少，抵消了部分增幅，酒店物业收入同比增长 0.9%并达到 2019 年同期的 94.1%；由于管理的酒店数量增加，酒店管理及相关服务收入同比增长 15.2%并已超过 2019 年同期收入；投资物业收入受外部环境影响小，2022—2024 年稳定增长；供出售的发展物业收入较少，2024 年同比增加主要来自斯里兰卡住宅单位的销售。

除税后损益构成方面，2022 年，公司营运分部除税后损益总额实现扭亏。2023 年，随着酒店业务及总部营运效率的改善，公司各分部除税后损益总额超过 2019 年同期水平。2024 年，公司除税后溢利主要来自酒店营运和投资物业业务，供出售的发展物业贡献的除税后溢利同比显著下降。同期，由于酒店物业业绩表现未达预期，加之供出售的发展物业溢利减少，公司各分部除税后损益总额同比下降 10.4%，但仍高于 2019 年同期水平。其中，酒店物业分部除税后损益同比下降 27.5%，主要系营运成本正常化，加之中国大陆及新加坡等地区业绩下滑所致，但仍高于 2019 年同期水平；受益于酒店管理及相关服务收入增加及总部运营效率改善，酒店管理及相关服务业务除税后损益同比大幅增长 93.8%；投资物业除税后溢利同比增长 7.9%，主要系斯里兰卡及蒙古附属公司持有的投资物业业绩持续增长，且中国大陆的联营公司持有的投资物业保持韧性所致；供出售的发展物业除税后溢利同比下降主要系联营公司住宅单位销售减少所致。

图表 2 • 2019 年及 2022—2024 年公司分部收入及损益情况（单位：百万美元）

业务板块	2019 年		2022 年		2023 年		2024 年	
	分部收入	除税后损益	分部收入	除税后损益	分部收入	除税后损益	分部收入	除税后损益
酒店物业	2,066.4	60.1	1,261.9	-198.4	1,926.3	96.6	1,944.0	70.0
酒店管理及相关服务	231.8	-48.3	165.6	-5.7	224.3	19.4	258.4	37.6
投资物业	91.7	166.7	99.7	182.0	108.3	185.3	125.8	199.9
供出售的发展物业	160.8	103.3	14.9	31.0	1.6	46.5	2.3	6.0
其他业务	5.4	-2.2	6.9	-2.8	10.8	-4.2	15.1	-5.6
合计	2,556.1	279.6	1,549.0	6.1	2,271.3	343.6	2,345.6	307.9

注：收入不包括联营公司的收入；除税后损益包括联营公司及附属公司（扣除应占非控制性权益后）之除税后业绩
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 业务经营分析

（1）酒店营运

¹ 酒店营运业务包括酒店物业、酒店管理及相关服务。

公司酒店营运以自营模式为主，定位以豪华五星级酒店为主，超过 80%的收入来自亚太地区；公司在大部分营运中的酒店拥有股本权益。2022 年，酒店运营业绩受外部环境影响大；2023 年，受益于中国大陆和香港的业务复苏及其他地区业绩增长，公司酒店的加权平均入住率及每房收入均已接近 2019 年全年水平。2024 年，港岛香格里拉全面重开，香港酒店业绩持续复苏，中国大陆酒店整体业绩放缓，公司酒店的加权平均入住率同比上升 1 个百分点，每房收入同比持平，酒店物业分部除税后损益同比有所下滑。

公司酒店营运业务经营模式以直营模式为主，受托管理模式为辅。其中，直营模式，即通过自有物业或租赁物业的形式，使用公司旗下特定品牌独立经营酒店。公司从直营酒店取得的收入主要来源为客房收入及餐饮收入，并享有或承担酒店的经营收益或损失。受托管理模式，即公司通过与酒店业主签署管理合同，将公司的管理模式、服务规范、质量标准和管理人员等输出给受托管理酒店，并向受托管理酒店收取管理费等。酒店管理及相关服务内容包括酒店管理、市场推广、传讯、培训及/或订房服务，及/或任何酒店相关服务。

公司酒店营运收入包括酒店物业、酒店管理及相关服务两部分，2024 年占比分别为 95.2%和 4.8%（抵消后净额占比）。其中，酒店物业收入主要来自客房收入、餐饮销售及提供配套服务，2024 年占比分别为 55.0%、39.5%和 5.5%，餐饮销售收入占比同比有所下降；酒店管理及相关服务收入包括为公司拥有的酒店提供管理及相关服务产生的内部分部间收入和为第三方及联营公司拥有的酒店提供管理及相关服务实现的收入，2024 年占比分别为 62.0%和 38.0%，内部分部间收入占比同比提升。

图表 3 • 2019 年及 2022—2024 年公司酒店营运收入构成情况（单位：百万美元）

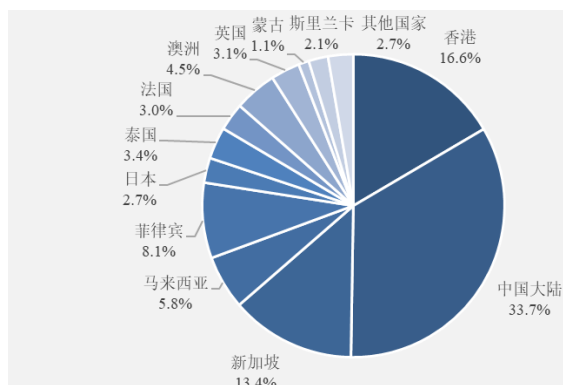
指标	2019 年	2022 年	2023 年	2024 年
客房收入	1,067.3	622.9	1,041.0	1,069.5
餐饮销售	881.2	559.9	788.7	767.9
提供配套服务	117.9	79.1	96.6	106.6
酒店物业	2,066.4	1,261.9	1,926.3	1,944.0
酒店管理及相关服务总收入	231.8	165.6	224.3	258.4
减：酒店管理-内部分部间收入	124.9	86.9	129.5	160.2
抵消后净额	106.9	78.7	94.8	98.2
酒店营运小计	2,173.3	1,340.6	2,021.1	2,042.2

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司酒店分布于世界各地，从区域收入贡献情况看，中国大陆、香港、新加坡、菲律宾和马来西亚为收入贡献前五名的区域，2024 年收入占比合计 77.6%。

公司现阶段以下列品牌拥有及/或管理酒店：香格里拉酒店及度假酒店、嘉里酒店、JEN 酒店和盛贸酒店。其中，香格里拉酒店及度假酒店为公司核心品牌，截至 2024 年底营运中酒店数占 86.8%。

图表 4 • 2024 年公司酒店物业区域收入构成情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 5 • 酒店品牌情况

品牌	定位	简介
香格里拉酒店及度假酒店	豪华五星级	香格里拉酒店开设在亚太、中东、北美和欧洲各大城市的黄金地段，提供应有尽有的设施和殷勤亲切的服务；香格里拉度假酒店在世界各地富有特色的旅游胜地为游客及其家人营造轻松而充实的假期体验，提供精细周密的规划、全面的水疗护理及营养丰富的美食
嘉里酒店	五星级	嘉里酒店通过创造空间和体验，带领宾客感受社区的日常生活，酒店设计风格兼具独特性与功能性
JEN 酒店	中档	JEN 酒店坐落于亚洲重要门户城市的优质地段，以设计和生活方式为中心，提供先进科技、灵活空间，以及 24 小时服务；JEN 酒店由屡获殊荣的设计师设计，坚持智能科技个性化服务理念，迎合自主独立的新一代商务和休闲游客
盛贸饭店	四星級商务	盛贸饭店选址于亚洲和中东的主要商业中心，目标客户亦包括休闲游客，兼顾智能化设计及实际效用

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

酒店数量方面，2019 年以来，公司管理的酒店数量相对保持稳定。2024 年，公司新增 1 家拥有/租赁酒店，系中国大陆的昆明 JEN 酒店（公司拥有 45%股权）；新增 2 家管理酒店，系中国大陆的深圳南山香格里拉和柬埔寨的金边香格里拉。截至 2024 年底，

公司以上述品牌管理的酒店合计 106 家、客房 42.6 千间，其中拥有/租赁的酒店 84 家、客房 35.4 千间，管理合约下的酒店 22 家、客房 7.2 千间；在建的拥有/租赁酒店 5 家。

酒店物业权属方面，截至 2024 年底，公司在 81 家营运中酒店拥有股本权益（包括附属公司及联营公司），以经营租赁方式营运的酒店共 3 家。

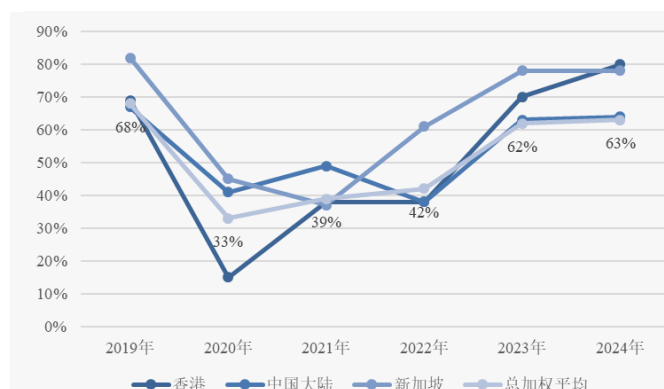
图表 6 • 2019 年末及 2022—2024 年末公司营运中的酒店数量变动情况

品牌	2019 年		2022 年		2023 年		2024 年	
	拥有/租赁	管理	拥有/租赁	管理	拥有/租赁	管理	拥有/租赁	管理
香格里拉酒店及度假酒店	71	15	73	19	73	17	73	19
嘉里酒店	3	--	3	--	3	--	3	--
JEN 酒店	7	2	7	1	7	1	8	1
盛贸饭店	--	3	--	2	--	2	--	2
合计	81	20	83	22	83	20	84	22

资料来源：联合资信根据公司年报整理

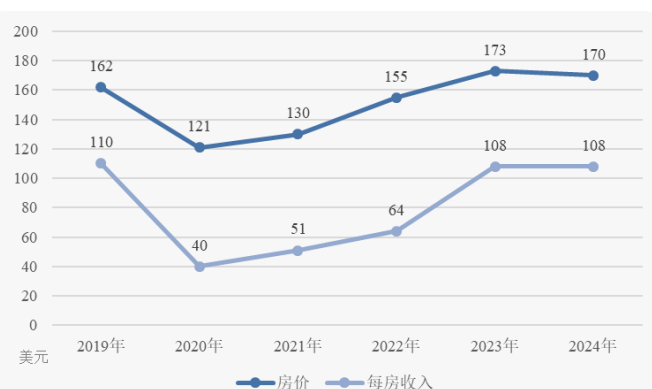
从运营数据看，2022 年，受外部环境影响，入住率和每房收入均较 2019 年显著下降但呈逐渐回升态势。2023 年，受益于中国大陆和香港的业务复苏及中国出境旅客推动其他地区业绩增长，公司酒店的加权平均入住率同比上升 20 个百分点；每房收入同比增长 69%，均已接近 2019 年全年水平。2024 年，公司酒店的加权平均入住率同比上升 1 个百分点，加权平均每房收入同比持平，均已接近 2019 年全年水平。其中，受益于中国大陆的商务及休闲旅游需求上升及港岛香格里拉的全面重开，公司香港酒店的入住率和每房收入同比分别上升 10 个百分点和 8%；中国大陆酒店的业绩放缓，尤其是在下半年，入住率同比上升 1 个百分点，每房收入同比下降 4%，其中一线城市的酒店在市场不景气的情况下业绩呈现出韧性，二线城市、三线及四线城市每房收入同比分别下降 5%和 14%；受市场供应量增加影响，新加坡酒店的每房收入同比下降 1%。

图表 7 • 2019—2024 年入住率变动情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 8 • 2019—2024 年房价及每房收入变动情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 2022—2024 年公司拥有的酒店（包括租赁酒店）主要表现指标情况（单位：美元）

区域	2022 年			2023 年			2024 年		
	入住率	房价	每房收入	入住率	房价	每房收入	入住率	房价	每房收入
香港	38%	197	75	70%	285	199	80%	270	215
中国大陆	38%	97	37	63%	120	76	64%	115	73
一线城市	38%	120	45	70%	159	111	72%	155	111
二线城市	41%	86	35	64%	98	63	64%	94	60
三、四线城市	32%	87	28	51%	100	51	50%	88	44
新加坡	61%	246	150	78%	266	208	78%	265	206
非中国大陆加权平均	46%	216	100	62%	241	149	63%	239	151
总加权平均	42%	155	64	62%	173	108	63%	170	108

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(2) 投资物业

2022—2024 年，公司投资物业经营业绩保持稳定增长，2024 年税后利润接近 2 亿美元；投资物业税后利润主要来自中国大陆，主要投资物业拥有交通便捷、商圈核心、配套完善等地理位置优势，为公司利润的最主要来源。

公司投资物业包括办公室楼面、商用楼面和服务式公寓/住宅。投资物业收入系附属公司拥有的投资物业产生的收入，除税后损益来自附属公司拥有的投资物业产生的损益和联营公司投资物业产生的投资收益。

2022—2024 年，公司投资物业收入保持稳定增长。其中，公司全资拥有的福州香格里拉中心（福州香格里拉二期）办公室部分及商用部分分别于 2023 年下半年及 2024 年上半年开业，带动中国大陆投资物业收入 2024 年同比增长；2024 年，蒙古投资物业租金上涨，出租率接近 100%；斯里兰卡财政状况进一步稳定，投资物业租金及出租率持续上涨，尤其是商用部分。

图表 10 • 2022—2024 年公司投资物业区域收入构成及损益情况（单位：百万美元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	除税后损益	收入	除税后损益	收入	除税后损益
中国大陆	27.7	167.8	25.5	164.0	31.3	171.3
新加坡	12.1	8.7	14.2	9.4	14.4	10.5
马来西亚	4.7	0.9	4.5	0.7	4.3	0.6
蒙古	27.1	4.5	31.2	8.4	36.5	9.3
斯里兰卡	12.2	-2.3	18.5	-1.0	24.5	5.2
其他国家	15.9	2.4	14.4	3.8	14.8	3.0
合计	99.7	182.0	108.3	185.3	125.8	199.9

注：收入不包括联营公司的收入；除税后损益包括联营公司及附属公司（扣除应占非控制性权益后）之除税后业绩

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从区域贡献来看，2022—2024 年，中国大陆投资物业贡献的除税后损益占比保持在 85%以上。截至 2024 年底，公司附属公司及联营公司拥有的位于中国大陆的营运中作租赁用途的投资物业包括中国国际贸易中心（一期、二期、三 A 期、三 B 期）、北京国贸世纪公寓、北京嘉里中心、静安嘉里中心（一期、二期）、上海浦东嘉里城、成都香格里拉中心、大连香格里拉公寓、青岛香格里拉中心、天津嘉里中心、杭州嘉里中心、济南企业广场、沈阳嘉里中心（二期）、武汉香格里拉中心、福州香格里拉中心，均处于交通便捷的位置，且地处城市繁华地段或被多商圈环绕，配套完善，地理位置优势明显。

图表 11 • 截至 2024 年底公司营运中投资物业分布及总楼面面积情况（单位：千平方米）

区域	公司股本权益	办公室楼面	商用楼面	服务式公寓/住宅
中国大陆	20.0-100.0%	984.9	713.7	266.5
马来西亚	52.78%	45.2	8.5	17.4
新加坡	44.6-100.0%	3.3	22.9	24.7
澳洲	100.0%	0.5	11.4	--
蒙古	51.0%	58.0	39.6	30.0
缅甸	55.86-59.28%	37.6	11.8	56.8
斯里兰卡	90.0%	59.9	79.5	3.7
合计	--	1,189.4	887.4	399.1

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(3) 供出售的发展物业

公司剩余未售项目较少，2023 年以来对公司业绩贡献较小。

2023 年，随着交付单位数目的减少，公司供出售的发展物业收入同比下降 89.3%。2024 年，由于斯里兰卡项目销售，公司供出售的发展物业收入同比增长 43.8%，但规模对公司整体收入贡献很小；受联营公司住宅单位销售减少影响，除税后溢利同比显著下降。

截至 2024 年底，公司剩余供出售的发展物业分别为大连市雅荟庭（Yavis）住宅项目和科伦坡 One Galle Face 住宅项目，销售进度分别为 54%和 79%，剩余货值不足 0.6 亿美元，对公司整体资产规模而言影响很小。

3 经营效率

2022—2024 年，公司经营效率小幅波动；受经营模式影响，总资产周转率较同行业偏低。

2022—2024 年，公司经营效率小幅波动；2024 年，公司应收账款周转率和存货周转率同比分别下降 0.02 个百分点和 0.03 个百分点，总资产周转率同比持平。

从同行业对比情况来看，由于公司酒店业务及投资物业均以重资产模式运营为主，2024 年总资产周转率仍较同行业偏低；由于酒店业务经营模式各异，2024 年，公司存货周转率和应收账款周转率在行业中处于较高水平。

图表 12 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	洲际酒店	锦江酒店	行业中位数
存货周转率（次）	11.81	770.67	150.09	7.21
应收账款周转率（次）	26.73	8.00	9.04	24.56
总资产周转率（次）	0.17	1.03	0.29	0.32

注：洲际酒店为洲际酒店集团（证券代码：IHG.N），锦江酒店为上海锦江国际酒店股份有限公司（证券代码：600754.SH），行业中位数系选取的 36 家以酒店为主业的上市公司（全球各市场）相关指标的中位数

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

4 在建项目及土地储备

2022 年以来，公司资本开支节奏逐步放缓，在建项目未来资本支出压力不大，预期对公司有息债务规模的影响较小；随着在建项目陆续投入运营，公司经营规模有望进一步扩大。

公司资本开支包括发展中物业、投资物业和无形资产三部分，2022 年以来整体投资节奏有所放缓，2024 年资本开支合计同比明显下降。

图表 13 • 公司资本开支情况（单位：百万美元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
发展中物业之资本开支	46.7	42.3	41.7
投资物业之资本开支	65.5	67.7	8.8
无形资产之资本开支	7.0	4.9	6.2
合计	119.2	114.9	56.7

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司在建的拥有权益的酒店共 3 家，剩余未出资金额不大，另外拥有 611 间客房的中国上海虹桥机场香格里拉及盛贸酒店将以经营租赁方式营运，并将于 2025 年开业。

图表 14 • 截至 2024 年底公司酒店发展工程情况

区域	酒店	公司的股本权益	酒店客房数目（间）	预计开业年份
中国大陆	昆明香格里拉	45%	75	2025 年
	郑州香格里拉	45%	314	2026 年
日本	京都香格里拉	20%	77	2026 年

注：郑州香格里拉是郑州综合发展项目的一部分

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司在建的其他物业均位于中国大陆，剩余未出资金额不大，其中沈阳项目的住宅部分正在进行幕墙安装工程、机械工程等，商业及办公室的地库结构工程正在进行中；郑州项目的住宅及商用部分已竣工，大量住宅单位已经交付。

图表 15 • 截至 2024 年底公司其他物业发展工程情况（单位：平方米）

项目名称	公司的股本权益	于竣工时的总楼面面积（不包括酒店部分）			预计竣工日期
		住宅	办公室	商业	
沈阳嘉里中心（三期）	25%	251,467	69,144	93,417	2025 年起*
郑州综合发展项目	45%	--	58,946	--	2026 年起*
天津综合发展项目（二期）	20%	27,817	92,651	17,490	2025 年

注：*表示分阶段开业

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司持有一定权益比例的尚未开发的物业，作为未来酒店或投资物业资本支出的储备。

图表 16 • 截至 2024 年底公司概念策划中之物业（单位：平方米）

地点	用途	公司权益比例	总地盘面积	总楼面面积
加纳共和国阿克拉	综合发展项目	45.00%	49,874	35,545
意大利罗马	酒店	100.00%	1,489	8,840
缅甸仰光	酒店	55.86%	36,038	75,035
泰国曼谷	酒店	73.61%	2,820	27,000
合计	--	--	90,221	146,420

资料来源：联合资信根据公司年报整理

5 未来发展

未来，公司将不断改进现有产品并通过管理合约扩大业务，其领先地位有望得以保持。

随着消费者从物质商品消费转向服务及体验消费，公司将投资于提升及加强产品，以提高消费者参与度。公司亦会深化对消费者的洞察力，以便更了解客户不断变化的需求，使公司能慎重进行产品及服务创新，进而持续超越客人期望，培养客人忠诚度并扩大客群。同时，公司将通过管理合约不断扩大业务，以增强为客户提供多元选择的能力。公司预期本地及外地游客对亚洲旅游的兴趣重燃为其在中国大陆的核心市场以至在亚洲的酒店带来重大机遇，公司将继续有选择性和战略性地开展项目，确保将资源分配给具有最大可持续增长潜质的机会。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，罗兵咸永道会计师事务所对上述财务报告进行了审计，审计结论为该等综合财务报表已根据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》真实而中肯地反映了公司（于 2022 年 12 月 31 日、2023 年 12 月 31 日及 2024 年 12 月 31 日）的综合财务状况及其截止该日止各年度综合财务表现及综合现金流量，并已遵守香港《公司条例》之披露规定妥为拟备。

合并范围方面，2022 年，公司减少 12 家子公司，其中 7 家系公司结算所致，5 家系引入战略投资者所致。2023 年，主要附属公司未发生变化。2024 年，公司主要附属公司未发生变化。整体看，新增及减少主体相对公司整体规模小，公司财务数据可比性强。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模小幅增长。公司资产主要由拥有及租赁的酒店、联营公司股权及投资物业等非流动资产构成，无受限；现金类资产储备充裕，酒店物业账面值未包含估值盈余。整体看，公司资产质量良好，流动性偏弱。

2022—2024 年末，公司资产总额年均复合增长 3.37%。截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增加 6.36 亿美元，增幅为 4.94%，主要系现金及现金等价物增加所致。同期末，物业、厂房及设备较上年底减少 2.30 亿美元，降幅为 5.75%，主要系折旧所致。

截至 2024 年底，公司资产主要包括持有及租赁的酒店物业、投资物业、联营公司股权、现金及现金等价物等。其中，现金及现金等价物主要分布在附属公司（截至 2024 年底，本部现金及现金等价物占合并口径现金及现金等价物的 5.96%）；物业、厂房及设备按历史成本减折旧及减值亏损呈列，主要为土地及楼宇（2024 年末占账面净值 93.03%，主要包括酒店物业），累计折旧及减值拨备 51.67 亿美元；投资物业按公允价值入账，能够持续贡献稳定的租金收入（2024 年为 1.26 亿美元，同比增长 16.11%），主要分布于中国大陆（占 31.66%）、新加坡（占 26.27%）和蒙古（占 17.62%）；于联营公司的权益主要由国贸中心（拥有北京中国国际贸易中心综合体）19.91 亿美元和上海吉祥房地产有限公司（拥有上海静安香格里拉及静安嘉里中心二期）7.93 亿美元构成，2024 年应占联营公司溢利为 3.10 亿美元（同比下降 4.37%）；使用权资产主要包括租赁土地及土地使用权（占 75.40%）和楼宇（占 24.50%）。

根据公司 2024 年年报，公司已基于贴现的现金流预测对公司附属公司及联营公司拥有的酒店物业进行内部估值，以评估酒店物业的潜在公平值以及公司酒店物业按公平值呈列时产生的经调整资产净值。为核实酒店物业的估值，已由独立专业估价师进行外部估值，以厘定公司附属公司拥有的酒店物业组合的公平值，其实际应占估值盈余（即其估值超过其账面值的盈余）至少占所有酒店物业估值盈余总额的 50%。若所有酒店物业均以公允价值呈列，公司拥有人应占公司资产净值将增加 56.42 亿美元。

公司未就借款进行资产抵押，整体资产质量良好。

图表 18 • 2024 年末公司酒店物业估值盈余情况

(单位: 百万美元)



地区	酒店物业之账面值 (实际应占)	酒店物业之估值 (实际应占)	估值盈余 (扣除递延税项后实际应占)
香港	728.9	2,497.7	1,694.2
中国大陆	2,214.5	4,598.0	1,787.6
新加坡	471.8	1,918.2	1,328.2
马来西亚	111.6	289.3	135.1
菲律宾	253.7	532.7	209.3
泰国	87.1	303.4	173.0
澳洲	254.2	374.7	84.3
其他	814.9	1,134.4	230.8
合计	4,936.7	11,648.4	5,642.5

注: 实际应占份额指公司按股权百分比于附属公司及联营公司酒店物业账面值及估值之应占份额
资料来源: 联合资信根据公司年报整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022—2024 年末, 公司权益规模保持稳定。公司权益中, 股本及股份溢价占比较高, 权益稳定性尚可。

2022—2024 年末, 公司权益规模保持稳定。截至 2024 年底, 受货币汇兑差额等因素影响, 公司其他储备较上年底减少 1.26 亿美元, 权益总额较上年底下降 0.56%。其中, 公司拥有者应占股本及储备占比为 95.33%, 非控制性权益占比为 4.67%。权益总额中, 股本及股份溢价、其他储备和保留盈利 (未分配利润) 分别占 58.89%、5.15%和 31.54%, 权益结构稳定性尚可。

2024 年, 其后可重分类至损益的项目中, 公司货币汇兑差额和利率掉期及跨货币掉期合约之公允价值变动-对冲同比变动不大, 但仍对权益造成一定侵蚀。

图表 19 • 其后可重分类至损益的年内其他全面亏损/收益情况 (单位: 亿美元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
利率掉期及跨货币掉期合约之公允价值变动-对冲	1.55	-0.51	-0.33
货币汇兑差额-附属公司	-3.32	-0.28	-0.25
货币汇兑差额-联营公司	-3.59	-0.81	-0.69

资料来源: 联合资信根据公司年报整理

(2) 负债

2022—2024 年末, 公司负债规模逐年增长, 整体债务负担可控。

公司负债总额主要由应付帐项及应计项目、合约负债和有息债务构成。2022—2024 年末, 公司负债规模年均复合增长 5.75%。截至 2024 年底, 公司负债总额较上年底增长 9.02%, 主要为有息债务规模增长所致。同期末, 公司全部债务为 69.58 亿美元, 占同期末负债总额的 86.32%, 其中银行贷款占 71.00%、定息债券占 20.29%; 2024 年平均利息成本为 4.5%, 同比上升 0.1 个百分点。债务期限结构方面, 短期债务占 13.42%, 较上年底有所上升; 2025 年到期的定息债券为 6.40 亿美元。

从债务币种分布看, 2024 年, 为降低整体利息成本并提高为人民币资产的对冲比率, 公司将利息成本较高的港元/美元银行贷款转为利息成本较低的人民币借款。截至 2024 年底, 公司借款中, 人民币借款占比升至 52.96% (2023 年底为 21.29%), 美元、港元、新加坡元合计占比为 45.34% (2023 年底为 74.26%)。

从债务指标来看, 截至 2024 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.72%、56.14%和 52.56%, 债务负担可控。

图表 20 • 公司借款与现金及银行结余货币组合情况（单位：百万美元）

币种	2023 年末		2024 年末	
	借款	现金及银行结余	借款	现金及银行结余
美元	1,715.9	202.5	976.7	923.8
港元	1,236.5	49.5	786.5	157
新加坡元	1,269.6	110.3	1,116.70	115.3
人民币	1,210.4	330.1	3,364.20	397.8
欧元	83.1	13.7	--	41.5
澳元	54.7	22.5	--	18.8
日元	107.8	12.7	104.6	16.4
斐济元	7.2	7.9	3.6	13.3
菲律宾披索	--	37.2	--	62.4
泰铢	--	64.8	--	83.8
马来西亚令吉	--	44.0	--	53.9
英镑	--	1.9	--	6.1
蒙古图格里克	--	21.1	--	0.9
斯里兰卡卢比	--	47.1	--	36.7
缅甸元	--	0.5	--	0.6
其他货币	--	1.8	--	2.7
合计	5,685.2	967.6	6,352.3	1,931.0

资料来源：联合资信根据企业年报整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司收入逐年增长，期间费用²对毛利侵蚀严重；应占联营公司溢利是公司利润的重要来源；2023 年，随着外部环境的改善，公司实现扭亏为盈，2024 年利润同比小幅下降。

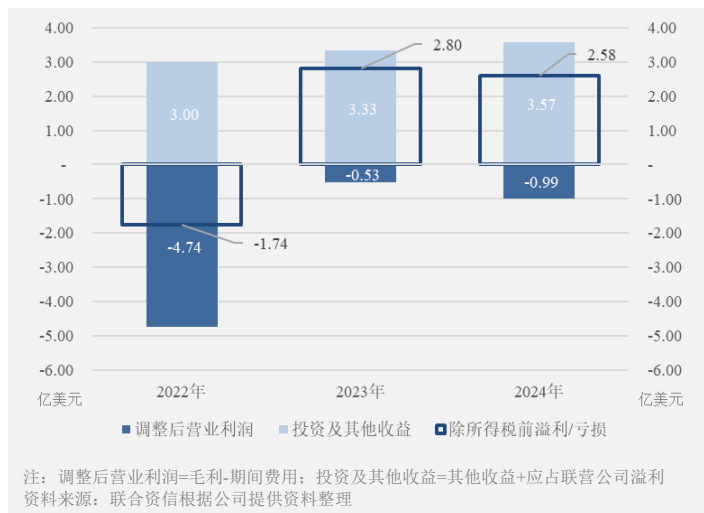
2022—2024 年，公司收入年均复合增长 22.25%，毛利随之逐年增长。同期，期间费用逐年增长。2024 年，市场推广费用、行政开支及其他经营开支同比均有所增长，推升期间费用规模同比增长 7.87%，对毛利侵蚀加大；受债务规模增加影响，公司融资费用净额同比增长 10.77%。公司应占联营公司溢利对除所得税前溢利贡献大，2023 年，随着外部环境的改善，公司实现扭亏为盈；2024 年，受期间费用同比增长及应占联营公司溢利同比小幅下降等因素影响，公司除所得税前溢利同比下降 7.79%。整体来看，公司盈利水平较高，需关注外部环境等因素对公司盈利稳定性的影响。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿美元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
收入	14.62	21.42	21.85
毛利	6.87	11.67	12.17
期间费用	11.61	12.19	13.15
其他收益-净额	1.09	0.09	0.47
应占联营公司溢利	1.91	3.24	3.10
除所得税前溢利/亏损	-1.74	2.80	2.58
销售毛利率	46.95%	54.48%	55.68%
总资本收益率	0.25%	4.04%	3.98%
净资产收益率	-3.46%	3.69%	3.36%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 22 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



与所选公司比较，2024 年，公司各项指标均高于同行业中位数。

²期间费用=市场推广费用+行政开支+其他经营开支+融资费用（净额）。

图表 23 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	洲际酒店	锦江酒店	行业中位数
ROE	3.10%	--	5.68%	0.24%
ROA	4.31%	21.69%	5.29%	0.20%

注：洲际酒店为洲际酒店集团（证券代码：IHG.N），锦江酒店为上海锦江国际酒店股份有限公司（证券代码：600754.SH），行业中位数系选取的 36 家以酒店为主业的上市公司（全球各市场）相关指标的中位数（ROE 中位数扣除了 6 个无数据样本）

资料来源：联合资信根据Wind数据整理

4 现金流

2023 年，公司经营现金流量净额转为净流入，且能够覆盖投资支出。2024 年，公司经营获现水平同比有所下降，投资活动现金流转为净流入，对外融资需求减弱，现金储备增加。

2023 年，酒店业务的复苏带动经营性净现金流转正。2024 年，受经营所产生的现金净额同比小幅减少，加之贷款及定息债券已付利息和海外税款同比增长影响，经营性净现金流同比下降 39.22%。

2023 年，由于经营性净现金流转正且业务恢复稳定，购买物业、厂房及设备，向联营公司注资及注入贷款均同比增加，投资活动净现金流转为净流出。2024 年，受益于已收联营公司股息同比增长及投资物业资本开支放缓，投资活动净现金流转为净流入。

公司对外融资需求减弱，2024 年年终之现金及现金等价物由上年的 8.71 亿美元上升至 18.17 亿美元。

图表 24 • 公司现金流量情况（单位：亿美元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流量净额	-0.91	2.39	1.45
投资活动现金流量净额	0.88	-1.58	1.49
筹资活动前现金流量净额	-0.03	0.81	2.95
筹资活动现金流量净额	0.64	0.34	6.60

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

2023 年以来，随着经营业绩恢复，整体偿债指标表现良好，融资渠道保持通畅。

图表 25 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	71.67%	99.16%	143.71%
	速动比率	69.85%	97.11%	141.99%
	经营现金流动负债比	-5.27%	16.27%	8.57%
	经营现金/短期债务（倍）	-0.09	0.36	0.16
	现金短期债务比（倍）	0.77	1.47	2.08
长期偿债指标	EBITDA（亿美元）	3.20	8.21	8.31
	全部债务/EBITDA（倍）	19.34	7.64	8.38
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	0.04	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	2.98	2.67
	经营现金/利息支出（倍）	-0.42	0.87	0.47

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2024 年底，受益于现金类资产增加，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力进一步提升；2024 年，受经营获现水平同比下降影响，经营性净现金流对短期债务的覆盖能力下降。同期，受债务规模上升影响，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度小幅下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍强。

对外担保方面，公司就若干联营公司所获取的银行信贷与银行签订按比例担保；截至 2024 年底，公司为联营公司所担保的银行信贷的已动用金额为 1.06 亿美元。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在尚未了结的可能会对其生产经营产生实质性不利影响的重大诉讼或仲裁。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司共计获得银行授信额度 62.73 亿美元，其中尚未使用额度 13.33 亿美元（主要为人民币、美元及港元授信）。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

九、ESG 分析

公司在经营发展过程中注重环境保护，积极履行社会责任，ESG 管治较为完善。整体来看，公司 ESG 表现良好，对其持续经营无负面影响。

2023 年，公司推出环境、社会及管治战略 Triple S，即「住」就绿色、「益」趣生活、「善」发光芒，以及 2030 年可持续发展关联贷款目标。2024 年，公司完成首次范围 3 排放的分析研究及清单编制，并启动自然相关财务披露报告及人权尽职调查，荣获社会责任大会奥纳奖—2024 年度责任优秀企业。

环境方面，2024 年，公司的碳排放强度为 106 千克二氧化碳当量/平方米，相对于 2019 年基准减少 28%，远低于 136 千克二氧化碳当量/平方米的目标；能源强度下降至 237 千瓦时/平方米（与 2019 年基准相比下降 14%），优于 254 千瓦时/平方米的目标水平；用水强度（基于每个入住客房间夜的用水量）下降至 1.63 立方米（与 2019 年基准相比下降 8.3%），优于 1.76 立方米/入住客居室夜的目标；一次性塑料消耗强度降至每入住客居室夜 93 克（与 2019 年基准相比下降 47%），优于每入住客居室夜 110 克的目标。截至 2024 年底，公司共有 42 项物业获得绿色建筑及绿色饭店营运标准认证，包括能源与环境先导设计、新加坡建设局绿色建筑标志、全球可持续旅游委员会及东盟绿色酒店。绿色金融方面，截至 2024 年底，公司绿色贷款和可持续发展关联贷款协议总额约为 42 亿美元。

社会责任方面，2024 年，公司全部酒店的整体住宿体验分数为 91.0 分，同比提升 4.5 分。同期，每名雇员平均培训 38 小时，每名雇员平均培训支出 54 美元。供应商管理方面，2024 年，公司与 49 个国家及地区的 18,700 家供应商进行合作；公司要求供应商及其雇员、附属公司、关联企业及分包商（合称“供应商”）必须遵守《供应商行为守则》，若不遵守该守则的任何规定，公司将终止业务关系。2024 年，公司酒店向「食物银行」共捐赠超过 315 公斤的食物，慈善捐款及其他捐款共计 83.80 万美元。

管治方面，本部设立的环境、社会及管治部门为环境、社会及管治委员会提供支持。环境、社会及管治部门与公司职能部门、地区及物业密切联系，共同设计及策划协调环境、社会及管治计划。

十、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响较小。

本期债项发行金额上限为人民币 10.00 亿元，约为 1.41 亿美元（按 2024 年末历史汇率，1.00 人民币约为 0.1405 美元），分别占 2024 年底公司长期债务和全部债务的 2.33%和 2.02%，对公司现有债务结构影响较小。以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 59.72%、56.14%和 52.56%上升至 60.14%、56.63%和 53.14%，考虑到本期债项募集资金拟用于偿还附属公司境外有息债务，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司 EBITDA 对本期债项的保障能力很强。

按发行金额上限测算，2024 年，公司 EBITDA 对本期债项的保障能力很强。

图表 26 • 本期债项偿还能力测算

项目	2024 年
发行后长期债务*（亿美元）	61.65
EBITDA/本期债项（倍）	5.89
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.02
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.42

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十一、评级结论

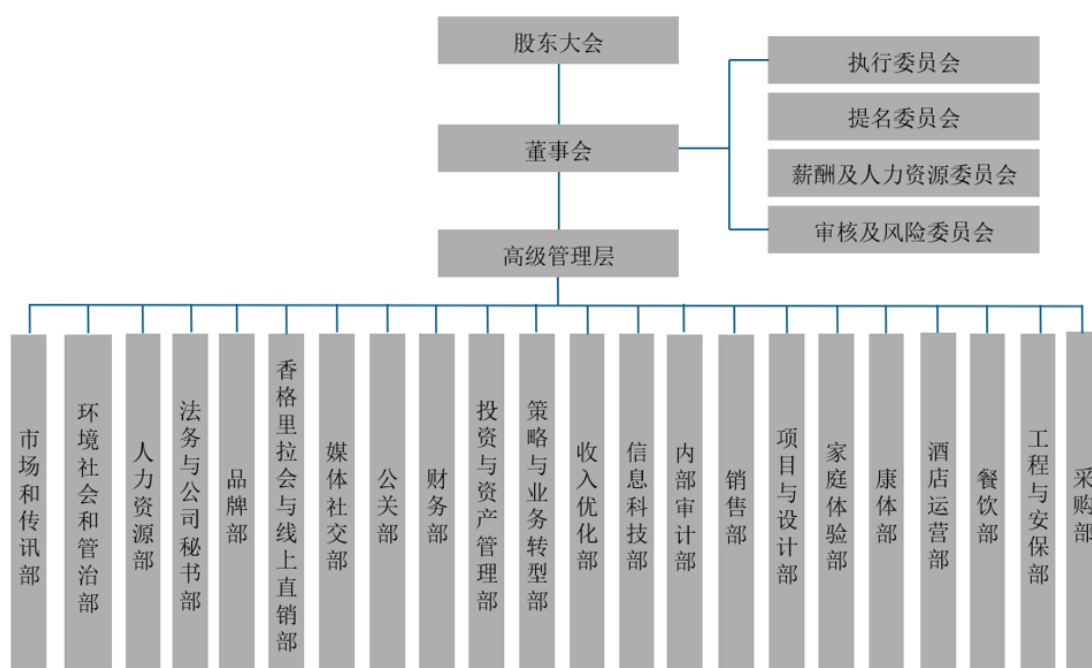
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿美元）	7.80	9.78	19.42
应收账款、预付款项及按金（亿美元）	2.09	2.36	2.27
应收联营公司款项（亿美元）	1.08	1.27	1.60
存货（亿美元）	0.31	0.30	0.29
于联营公司的权益（亿美元）	41.25	43.04	42.80
物业、厂房及设备（亿美元）	41.71	39.98	37.68
投资物业（亿美元）	17.25	18.03	17.84
资产总额（亿美元）	126.34	128.63	134.98
股本及股份溢价（亿美元）	32.02	32.02	32.02
非控制性权益（亿美元）	1.70	2.46	2.54
权益总额（亿美元）	54.25	54.68	54.37
短期债务（亿美元）	10.16	6.65	9.34
长期债务（亿美元）	51.79	56.07	60.24
全部债务（亿美元）	61.95	62.72	69.58
收入（亿美元）	14.62	21.42	21.85
销售成本（亿美元）	7.76	9.75	9.69
其他收益-净额（亿美元）	1.09	0.09	0.47
除税前溢利（亿美元）	-1.74	2.80	2.58
EBITDA（亿美元）	3.20	8.21	8.31
经营活动现金流量净额（亿美元）	-0.91	2.39	1.45
投资活动现金流量净额（亿美元）	0.88	-1.58	1.49
筹资活动现金流量净额（亿美元）	0.64	0.34	6.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.14	9.62	9.44
存货周转次数（次）	25.71	31.74	32.65
总资产周转次数（次）	0.11	0.17	0.17
销售毛利率（%）	46.95	54.48	55.68
总资本收益率（%）	0.25	4.04	3.98
净资产收益率（%）	-3.46	3.69	3.36
长期债务资本化比率（%）	48.84	50.63	52.56
全部债务资本化比率（%）	53.32	53.42	56.14
资产负债率（%）	57.06	57.49	59.72
流动比率（%）	71.67	99.16	143.71
速动比率（%）	69.85	97.11	141.99
经营现金流动负债比（%）	-5.27	16.27	8.57
现金短期债务比（倍）	0.77	1.47	2.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	2.98	2.67
全部债务/EBITDA（倍）	19.34	7.64	8.38

注：流动负债及非流动负债中欠非控制性股东之款项中的有息债务已分别计入短期债务和长期债务
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
权益总额年复合增长率	
收入年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/平均应收账款、预付款项及按金
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年内溢利+利息开支－已资本化金额) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年内溢利/权益总额×100%
销售毛利率	(收入-销售成本) /收入×100%
调整后营业利润率	(收入-销售成本-市场推广费用-行政开支-其他经营开支-融资费用净额) /收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息开支
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=现金及现金等价物+按公允价值计入损益的金融资产+原定到期日超过三个月之短期存款

短期债务=银行贷款(流动负债)+定息债券(流动负债)短期租赁负债+其他短期债务

长期债务=银行贷款(非流动负债)+定息债券(非流动负债)+长期租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+利息开支-已资本化金额+折旧及摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

香格里拉（亚洲）有限公司（Shangri-La Asia Limited）（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。