

香格里拉（亚洲）有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〔2026〕4889号

联合资信评估股份有限公司通过对香格里拉（亚洲）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持香格里拉（亚洲）有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 香格里拉 MTN001BC”“24 香格里拉 MTN002A（BC）”“24 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN001A（BC）”“25 香格里拉 MTN001B（BC）”“25 香格里拉 MTN002A（BC）”“25 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN003（BC）”“26 香格里拉 MTN001A（BC）”“26 香格里拉 MTN001B（BC）”“26 香格里拉 MTN002A（BC）”和“26 香格里拉 MTN002B（BC）”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

二〇二六年七月九日

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（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

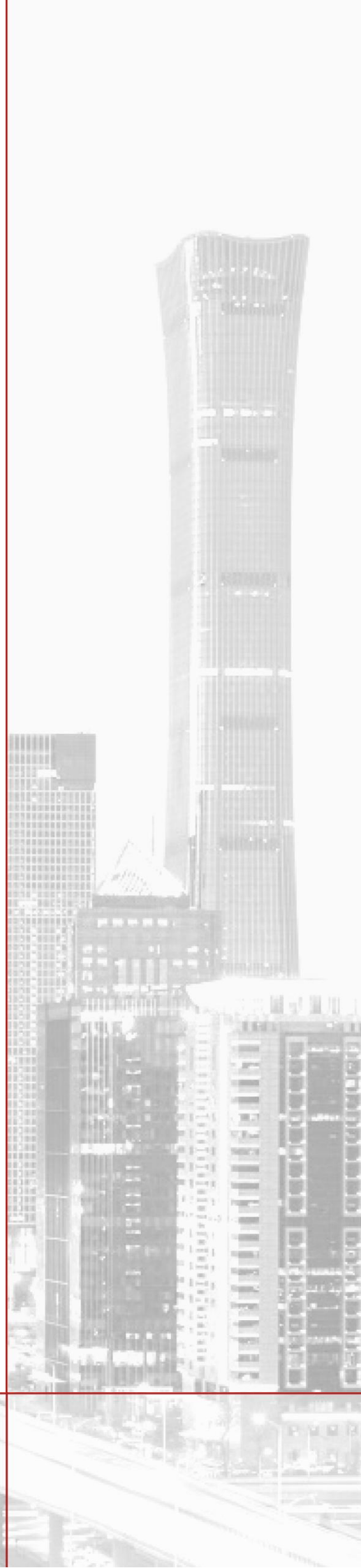
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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 2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
香格里拉（亚洲）有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 香格里拉 MTN001BC/24 香格里拉 MTN002A（BC）/24 香格里拉 MTN002B（BC）/25 香格里拉 MTN001A（BC）/25 香格里拉 MTN001B（BC）/25 香格里拉 MTN002A（BC）/25 香格里拉 MTN002B（BC）/25 香格里拉 MTN003（BC）/26 香格里拉 MTN001A（BC）/26 香格里拉 MTN001B（BC）/26 香格里拉 MTN002A（BC）/26 香格里拉 MTN002B（BC）	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/09

评级观点

香格里拉（亚洲）有限公司（以下简称“公司”或“香格里拉”）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，2025 年，各分部收入同比均有所增长，其中受益于大部分地区的酒店物业持续复苏，公司酒店营运分部除税后溢利同比增长；投资物业分部受中国内地市场疲弱影响，除税后溢利同比进一步小幅下降；供出售的发展物业分部剩余未售项目较少。综合影响下，公司未计所得税前溢利同比下降 13.22%。财务方面，公司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；有息债务持续增长，债务负担加重；偿债指标表现良好，融资渠道畅通，财务风险很低。

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 2025 年度“全球酒店品牌价值 50 强”榜单（Hotels 50 2025）中，香格里拉以 15 亿美元的品牌价值名列第五位。2025 年，公司投资物业分部实现除税后溢利 1.97 亿美元。
- **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 2025 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，公司拥有人应占公司资产净值将增加 57.43 亿美元。
- **融资渠道畅通，财务弹性良好。**截至 2025 年底，公司无受限资产，财务弹性良好；同期末，公司共计获得银行授信额度 59.33 亿美元，其中尚未使用额度 7.59 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，跟踪期内，中国内地消费需求放缓，酒店业竞争加剧，投资物业市场表现疲弱，公司核心市场业绩承压。此外，公司酒店分布于世界各地，需关注部分地区政治经济环境对公司业绩的影响。

- **公司有息债务规模增长。**截至 2025 年底，公司全部债务为 76.67 亿美元，较上年底增长 10.19%。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型				
旅游企业信用评级方法与模型 V4.1.202606				
债项评级方法				
债项评级基本方法 V3.0.202207				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观经济	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		
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：--			--	
模型级别			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。

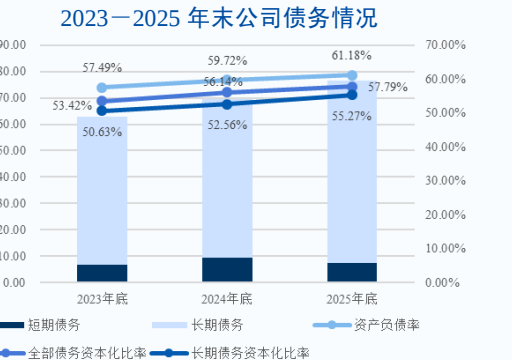
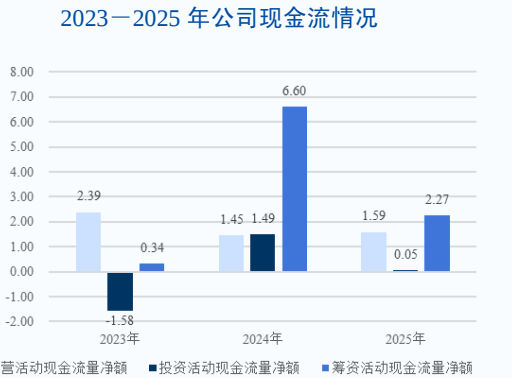
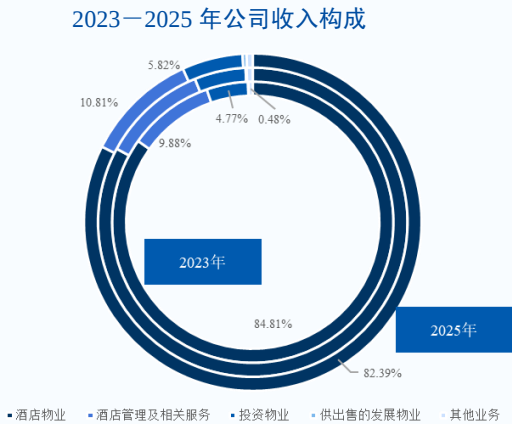
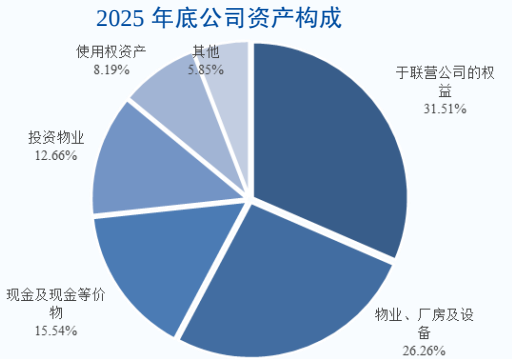
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿美元）	9.78	19.42	25.44
资产总额（亿美元）	128.63	134.98	144.27
权益总额（亿美元）	54.68	54.37	56.00
短期债务（亿美元）	6.65	9.34	7.48
长期债务（亿美元）	56.07	60.24	69.19
全部债务（亿美元）	62.72	69.58	76.67
收入（亿美元）	21.42	21.85	22.34
除税前溢利（亿美元）	2.80	2.58	2.24
EBITDA（亿美元）	8.21	8.31	7.80
经营性净现金流（亿美元）	2.39	1.45	1.59
销售毛利率（%）	54.48	55.68	55.74
净资产收益率（%）	3.69	3.36	2.40
资产负债率（%）	57.49	59.72	61.18
全部债务资本化比率（%）	53.42	56.14	57.79
流动比率（%）	99.16	143.71	185.64
经营现金流动负债比（%）	16.27	8.57	10.22
现金短期债务比（倍）	1.47	2.08	3.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	2.67	2.52
全部债务/EBITDA（倍）	7.64	8.38	9.83

注：1. 本报告中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



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 香格里拉 MTN001BC	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/06/05	交叉保护
24 香格里拉 MTN002A (BC)	6.00 亿元	6.00 亿元	2027/07/19	交叉保护
24 香格里拉 MTN002B (BC)	4.00 亿元	4.00 亿元	2029/07/19	交叉保护
25 香格里拉 MTN001A (BC)	6.00 亿元	6.00 亿元	2030/04/24	调整票面利率, 回售, 交叉保护
25 香格里拉 MTN001B (BC)	4.00 亿元	4.00 亿元	2030/04/24	交叉保护
25 香格里拉 MTN002A (BC)	5.00 亿元	5.00 亿元	2030/06/19	调整票面利率, 回售, 交叉保护
25 香格里拉 MTN002B (BC)	5.00 亿元	5.00 亿元	2030/06/19	交叉保护
25 香格里拉 MTN003 (BC)	8.00 亿元	8.00 亿元	2030/09/19	调整票面利率, 回售, 交叉保护
26 香格里拉 MTN001A (BC)	4.00 亿元	4.00 亿元	2031/04/24	调整票面利率, 回售, 交叉保护
26 香格里拉 MTN001B (BC)	8.00 亿元	8.00 亿元	2031/04/24	交叉保护
26 香格里拉 MTN002A (BC)	10.00 亿元	10.00 亿元	2031/06/17	调整票面利率, 回售, 交叉保护
26 香格里拉 MTN002B (BC)	10.00 亿元	10.00 亿元	2031/06/17	交叉保护

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 香格里拉 MTN002A (BC) /26 香格里拉 MTN002B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/10	李明 伦海玲	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
26 香格里拉 MTN001A (BC) /26 香格里拉 MTN001B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/14	李明 伦海玲	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
25 香格里拉 MTN003 (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/09	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
24 香格里拉 MTN001BC/24 香格里拉 MTN002A (BC) /24 香格里拉 MTN002B (BC) /25 香格里拉 MTN001A (BC) /25 香格里拉 MTN001B (BC) /25 香格里拉 MTN002A (BC) /25 香格里拉 MTN002B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/10	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
25 香格里拉 MTN002A (BC) /25 香格里拉 MTN002B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/09	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
25 香格里拉 MTN001A (BC) /25 香格里拉 MTN001B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/03	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
24 香格里拉 MTN002A (BC) /24 香格里拉 MTN002B (BC)	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/10	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
24 香格里拉 MTN001BC	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/10	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
24 香格里拉 MTN001BC	AAA/稳定	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：伦海玲 lunhl@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于香格里拉（亚洲）有限公司（以下简称“公司”或“香格里拉”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 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 2025 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，按照联合资信行业分类标准划分为旅游企业。

截至 2025 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 2025 年底，公司及其附属公司约有 24,800 名雇员，公司（包括所有营运中酒店）拥有雇员 41,000 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额为 144.27 亿美元，权益总额为 56.00 亿美元（含非控制性权益 2.76 亿美元）；2025 年，公司实现收入 22.34 亿美元，未计所得税前溢利 2.24 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，除尚未到付息日的债券外，其他债券均在付息日正常付息。同期末，“24 香格里拉 MTN001BC”“24 香格里拉 MTN002A（BC）”“24 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN001A（BC）”“25 香格里拉 MTN001B（BC）”“25 香格里拉 MTN002A（BC）”“25 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN003（BC）”“26 香格里拉 MTN001A（BC）”和“26 香格里拉 MTN001B（BC）”募集资金均已按承诺用途或最新披露用途使用完毕，“26 香格里拉 MTN002A（BC）”和“26 香格里拉 MTN002B（BC）”募集资金已按承诺用途或最新披露用途使用 14.4 亿元人民币，剩余 5.6 亿元人民币尚未使用。

图表 1 • 截至 2026 年 6 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 香格里拉 MTN001BC	10.00	10.00	2024/06/05	3 年
24 香格里拉 MTN002A（BC）	6.00	6.00	2024/07/19	3 年
24 香格里拉 MTN002B（BC）	4.00	4.00	2024/07/19	5 年
25 香格里拉 MTN001A（BC）	6.00	6.00	2025/04/24	5（3+2）年
25 香格里拉 MTN001B（BC）	4.00	4.00	2025/04/24	5 年
25 香格里拉 MTN002A（BC）	5.00	5.00	2025/06/19	5（3+2）年
25 香格里拉 MTN002B（BC）	5.00	5.00	2025/06/19	5 年
25 香格里拉 MTN003（BC）	8.00	8.00	2025/09/19	5（3+2）年
26 香格里拉 MTN001A（BC）	4.00	4.00	2026/04/24	5（3+2）年
26 香格里拉 MTN001B（BC）	8.00	8.00	2026/04/24	5 年
26 香格里拉 MTN002A（BC）	10.00	10.00	2026/06/17	5（3+2）年
26 香格里拉 MTN002B（BC）	10.00	10.00	2026/06/17	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业分析

2025 年，旅游业保持稳定发展态势，国内出游人次同比保持两位数增长，总花费同比增长 9.5%，但在出游人次增速提升的背景下，总花费增速放缓，消费能力有所减弱。出入境旅游复苏态势良好。2026 年一季度，国内居民出游人次及消费同比增速均进一步放缓。从细分行业看，多数景区经营活动现金流有所改善，但受成本抬升及非经常性损益综合影响，盈利能力较上年同期有所下滑；酒店业竞争加剧，主要酒店集团 RevPAR 水平均有所下滑，高端型酒店出租率较之经济型酒店更具韧性；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前三季度继续承压，但政策利好推动行业于 9 月开始触底。旅游发债企业整体盈利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、国务院办公厅等部门出台多项支持政策，从推出文旅消费券、扩大优质产品供给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[《旅游行业运行分析（2026 年 6 月）》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是亚太地区领先的豪华酒店集团，酒店规模布局广泛，区位优势突出，品牌影响力突出；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；本部无不良信贷记录。

企业规模和竞争力方面，公司聚焦经济稳定、中产阶级崛起、商务与旅游需求强劲、投资政策友好的核心市场，策略性地在全球主要商业中心、门户城市及顶级度假胜地拥有并经营酒店物业，占据优越地段，目前拥有及经营的酒店及度假酒店遍布澳洲、加拿大、欧洲、斐济、中国内地、印度洋地区、中东及东南亚等地。截至 2025 年底，公司已有 106 家酒店分布于世界各地，旗下品牌包括香格里拉、香格里拉心玺、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 2025 年度“全球酒店品牌价值 50 强”榜单（Hotels 50 2025）中，香格里拉以 15 亿美元的品牌价值名列第五位。

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 2025 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 57.43 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。

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 2026 年 7 月 8 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。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理体系未发生重大变化，部分高级管理人员发生变动。

2025 年，公司管理体系未发生重大变化；董事会成员未发生变动；高级管理人员变动方面，由于管理架构调整，郭惠光新任集团首席执行官；董本洪、赵汝泉、徐浩淳分别新任集团首席市场营销官兼中国区首席执行官、集团投资及资产管理部主管（中国区）、首席新业务拓展官（中国区），开始作为高级管理人员。

2026 年 3 月 30 日起，赵汝泉任公司执行董事、执行委员会成员及集团首席财务官。2026 年 7 月 8 日起，蔡志伟因发展其他个人事务辞任公司执行董事及集团首席投资官，以及董事会执行委员会成员之职务。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司收入主要来自酒店营运业务¹。2025 年，受益于酒店营运及投资物业收入稳定增长，公司营运分部收入总额同比保持增长；受益于酒店物业和供出售的发展物业溢利增加，公司除税后损益同比增长。

跟踪期内，公司业务布局未发生变化，仍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。2025 年，公司前五大客户及前五大供应商合计占比分别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，2025 年占比为 82.39%。2025 年，受益于酒店物业及投资物业收入稳定增长，公司营运分部收入总额同比增长 2.1%。从各分部收入来看，2025 年，香港、马来西亚及菲律宾等地的业务进一步复苏，但中国内地及新加坡的酒店物业综合收入减少，综合影响下公司酒店物业业务收入同比增长 1.5%；酒店管理及相关服务收入同比保持稳定；受益于中国内地、蒙古及斯里兰卡的投资物业收入持续增长，公司投资物业收入同比增长 10.9%；供出售的发展物业收入较少，同比增加主要来自斯里兰卡和中国内地大连的住宅单位销售。

除税后损益构成方面，2025 年，公司除税后溢利主要来自酒店营运和投资物业业务。同期，受益于酒店物业和供出售的发展物业溢利增加，公司各分部除税后损益总额同比增长 6.7%。其中，受益于大部分地区的酒店物业持续复苏，酒店物业分部除税后损益同比增长 28.9%；受营运成本上升影响，酒店管理及相关服务业务除税后损益同比下降 30.3%；由于中国内地联营公司持有的投资物业受市场疲弱影响业绩表现承压，投资物业除税后溢利同比下降 1.5%；供出售的发展物业除税后溢利同比大幅增长，主要来自斯里兰卡的住宅单位销售、中国内地天津和沈阳的两家联营公司物业销售。

图表 2 • 2023—2025 年公司分部收入及损益情况（单位：百万美元）

业务板块	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	除税后损益	收入	除税后损益	收入	除税后损益
酒店物业	1,926.3	96.6	1,944.0	70.0	1,974.1	90.2
酒店管理及相关服务	224.3	19.4	258.4	37.6	258.9	26.2
投资物业	108.3	185.3	125.8	199.9	139.5	196.9
供出售的发展物业	1.6	46.5	2.3	6.0	9.3	21.1
其他业务	10.8	-4.2	15.1	-5.6	14.1	-6.0
合计	2,271.3	343.6	2,345.6	307.9	2,395.9	328.4

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

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权权益。2025 年，公司推出香格里拉心玺品牌，以强化其提供具文化底蕴的奢华体验的定位，同时自营酒店数量进一步增加。香港酒店业绩在商务及休闲旅游需求增强的带动下保持增长，中国内地酒店受房价下跌影响整体业绩下滑但降幅与行业持平，综合影响下，公司酒店整体的加权平均入住率同比上升 2 个百分点，每房收入同比增长 3%，酒店物业分部除税后损益实现同比增长。

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和酒店管理及相关服务两部分，2025 年占比分别为 95.3%和 4.7%（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，2025 年占比分别为 56.1%、38.8%和 5.1%，餐饮销售收入占比同比小幅下降；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，2025 年占比分别为 62.5%和 37.5%，内部分部间收入占比同比小幅提升。

图表 3 • 2023—2025 年公司酒店营运收入构成情况（单位：百万美元）

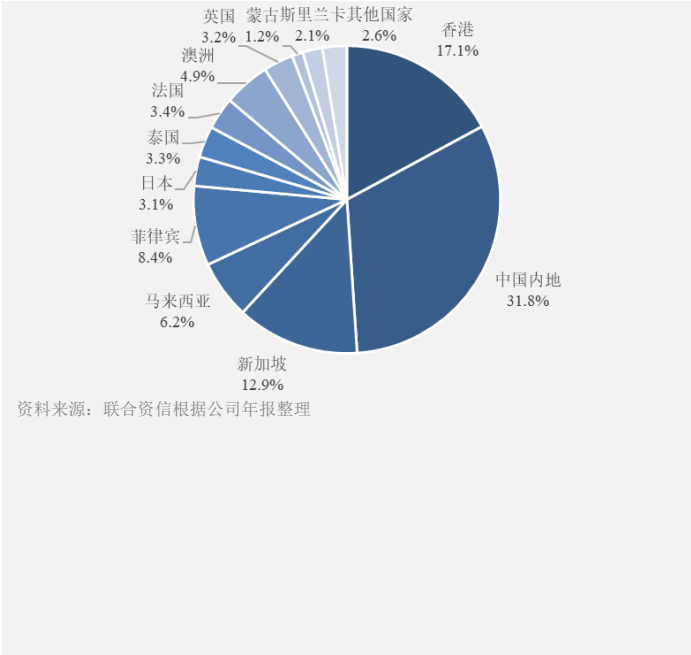
指标	2023 年	2024 年	2025 年
客房收入	1,041.0	1,069.5	1,107.5
餐饮销售	788.7	767.9	766.7
提供配套服务	96.6	106.6	99.9
酒店物业	1,926.3	1,944.0	1,974.1
酒店管理及相关服务总收入	224.3	258.4	258.9
减：酒店管理-内部分部间收入	129.5	160.2	161.8
抵消后净额	94.8	98.2	97.1
酒店营运合计	2,021.1	2,042.2	2,071.2

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，中国内地、香港、新加坡、菲律宾和马来西亚为收入贡献前五名的区域，2025 年收入占比合计 76.4%。其中，中国内地酒店收入同比下降 4.2%至 627.9 百万美元。

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、香格里拉心玺酒店、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 2025 年底营运中酒店数占 84.9%。

图表 4 • 2025 年公司酒店物业区域收入构成情况



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，提供应有所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玩家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
香格里拉心玺酒店	超奢华	Shangri-La Signatures 是一个关于人与文化交流的品牌，选址在具有丰富历史文化遗产的目的地，以“家”为灵感打造“私人府邸”的概念，用现代空间设计和独特品牌叙事解构在地文化脉络。品牌对亚洲式待客之道赋予了新的内涵，围绕文化探索、跨界艺术合作、康养体验以及创新亚洲美饌，打造可感知的升级奢华体验
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 级 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，2025 年，公司新增 3 家拥有/租赁酒店，系全新品牌香格里拉心玺旗下位于中国内地的杭州香格里拉饭店·水知心居（公司拥有 45%股权）、中国内地的上海虹桥机场香格里拉及上海虹桥机场盛贸酒店（公司全资拥有的租赁酒店）；减少 3 家管理酒店，系加拿大的温哥华香格里拉、阿曼的马斯喀特 Al Husn 香格里拉及马斯喀特 Barr Al Jissah 香格里拉。截至 2025 年底，公司以上述品牌管理的酒店合计 106 家、客房 42.5 千间，其中拥有/租赁的酒店 87 家、客房 36.1 千间，管理合约下的酒店 19 家、客房 6.4 千间；在建的拥有/租赁酒店 3 家。

酒店物业权属方面，截至 2025 年底，公司在亚太区、欧洲及非洲的 82 家（2024 年底为 81 家）营运中酒店拥有股权权益（包括附属公司及联营公司），以经营租赁方式营运的酒店共 5 家（2024 年底为 3 家）。其中，公司在 50 家中国内地营运的酒店拥有股权权益（2024 年底为 47 家）。

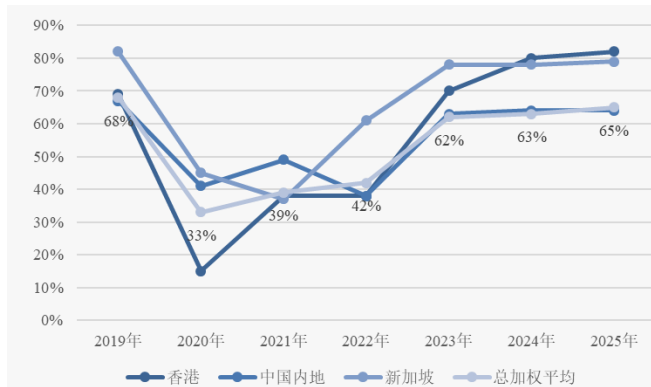
图表 6 • 2023—2025 年末公司营运中的酒店数量变动情况

品牌	2023 年		2024 年		2025 年	
	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	73	17	73	19	74	16
香格里拉心玺	--	--	--	--	1	--
嘉里酒店	3	--	3	--	3	--
JEN 酒店	7	1	8	1	8	1
盛贸饭店	--	2	--	2	1	2
合计	83	20	84	22	87	19

资料来源：联合资信根据公司年报整理

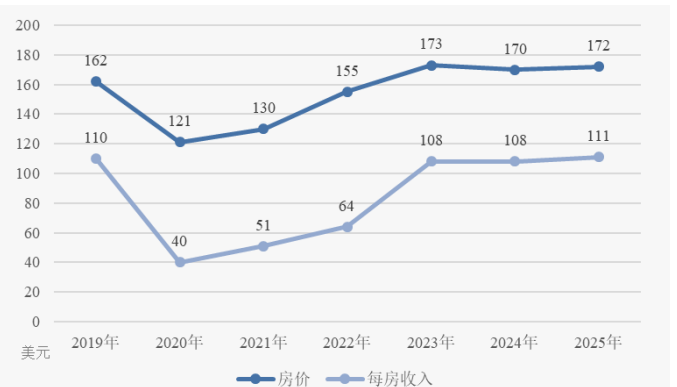
从运营数据看，2025 年，公司酒店的加权平均入住率同比上升 2 个百分点，加权平均每房收入同比增长 3%。其中，在商务及休闲旅游需求增强的带动下，公司香港酒店的入住率和每房收入同比分别上升 2 个百分点和 8%；中国内地酒店入住率同比持平，每房收入同比下降 3%，与 STR 公布的中国内地酒店每房收入降幅持平，其中一线城市的酒店业绩因新开业酒店的逐步投运而略受影响，二线城市、三线及四线城市每房收入同比分别下降 3%和 2%，降幅同比收窄；随着市场回归正常，新加坡酒店的业绩表现稳定，每房收入同比下降 1%。

图表 7 • 2019—2025 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—2025 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 • 2023—2025 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	2023 年			2024 年			2025 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	70%	285	199	80%	270	215	82%	281	232
中国内地	63%	120	76	64%	115	73	64%	112	71
一线城市	70%	159	111	72%	155	111	71%	153	109
二线城市	64%	98	63	64%	94	60	64%	92	58
三、四线城市	51%	100	51	50%	88	44	52%	82	43
新加坡	78%	266	208	78%	265	206	79%	257	203
非中国内地加权平均	62%	241	149	63%	239	151	66%	245	161
总加权平均	62%	173	108	63%	170	108	65%	172	111

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2025 年，公司投资物业收入保持增长，税后利润接近 2 亿美元但受中国内地业绩承压影响同比小幅下降；投资物业税后利润仍主要来自中国内地，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。

2025 年，公司投资物业收入保持增长。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）带动中国内地投资物业收入同比增长；蒙古投资物业租金持续强劲增长，出租率接近全满；斯里兰卡投资物业商用部分的出租率持续上升，租金表现稳定。同期，受中国内地应占联营公司溢利同比下降影响，投资物业除税后损益同比小幅下滑。

图表 10 • 2023—2025 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	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	除税后损益	收入	除税后损益	收入	除税后损益
中国内地	25.5	164.0	31.3	171.3	35.2	153.9
新加坡	14.2	9.4	14.4	10.5	16.1	11.7
马来西亚	4.5	0.7	4.3	0.6	4.8	0.7
蒙古	31.2	8.4	36.5	9.3	40.1	13.3
斯里兰卡	18.5	-1.0	24.5	5.2	28.4	14.2
其他国家	14.4	3.8	14.8	3.0	14.9	3.1
合计	108.3	185.3	125.8	199.9	139.5	196.9

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，2025 年，中国内地投资物业贡献的除税后损益占比降至 78.2%（2024 年为 85.7%）。截至 2025 年底，公司附属公司及联营公司拥有的位于中国内地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 2025 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	公司股权权益	办公室楼面	商用楼面	服务式公寓/住宅
中国内地	20.0-100.0%	1,069.1	726.2	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	--	1,273.6	899.9	399.1

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司剩余未售项目较少，2025 年对公司业绩贡献较小。

2025 年，由于斯里兰卡和中国内地大连项目销售，公司供出售的发展物业收入同比增长 304.3%，但规模对公司整体收入贡献很小；在斯里兰卡项目及中国内地天津和沈阳的两家联营公司物业销售带动下，除税后溢利同比显著增长。

截至 2025 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 57%和 81%，剩余货值为 0.49 亿美元，对公司整体资产规模影响很小。

2 经营效率

2025 年，公司存货周转率和应收账款周转率同比均有所提升；受经营模式影响，总资产周转率较同行业偏低。

2025 年，公司应收账款周转率和存货周转率同比分别提升 1.76 次和 0.65 次，总资产周转率同比下降 0.01 次。

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，2025 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，2025 年，公司应收账款周转率在行业中处于较高水平。

图表 12 • 2025 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）	12.46	792.67	185.42	13.66
应收账款周转率（次）	28.49	6.99	9.82	20.09
总资产周转率（次）	0.16	1.03	0.30	0.31

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

3 在建项目及土地储备

2025 年，公司资本开支节奏同比进一步放缓，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，2025 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	2023 年	2024 年	2025 年
发展中物业之资本开支	42.3	41.7	15.8
投资物业之资本开支	67.7	8.8	1.0
无形资产之资本开支	4.9	6.2	3.4
合计	114.9	56.7	20.2

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年底，公司在建的拥有权益的酒店共 2 家，剩余未出资金额为 0.84 亿美元。

图表 14 • 截至 2025 年底公司酒店发展中物业情况

地点	物业	公司股权权益	预计房间数目（间）	预计开业年份
中国郑州	郑州香格里拉	45%	314	2027 年
日本京都	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 2025 年底，公司在建的其他物业均位于中国内地，剩余未出资金额不大，其中沈阳项目的住宅部分的外墙保温施工及铝板工程正在进行中，办公室的主体结构工程正在进行中，商用部分的保温及铝板安装工程正在进行中；郑州项目的办公室部分的机械、电气、管道、室内装修及景观工程正在进行中。

图表 15 • 截至 2025 年底公司其他物业发展工程情况（单位：平方米）

物业	公司股权权益	概约总楼面面积（不包括酒店部分）			预计开业年份
		住宅	办公室	商业	
沈阳嘉里中心（三期）	25%	136,394	69,144	93,418	2026 年起分阶段开业
郑州综合发展项目	45%	--	58,946	--	2030 年起分阶段开业

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 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 2025 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

4 未来发展

随着外部环境的改善，公司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。公司预期亚洲旅游及酒店业结构性增长动力对其业绩具备支持力，并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。

（四）财务方面

公司提供了 2025 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 2025 年 12 月 31 日）的综合财务状况及其截至该日止年度综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露规定妥为拟备。

合并范围方面，2025 年，公司合并范围未发生变化。整体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底小幅增长。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。

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底增加 9.28 亿美元，增幅为 6.88%，主要系现金及现金等价物、于联营公司的权益和使用权资产增加所致。其中，于联营公司的权益较上年底增加 2.65 亿美元，主要系联营公司利润积累所致；使用权资产较上年底增加 1.76 亿美元，主要系中国内地的上海虹桥机场香格里拉及上海虹桥机场盛贸酒店（租赁酒店）于 2025 年 10 月开业所致。

截至 2025 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 2025 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 2.82%）；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（2025 年末账面净值占 92.62%，主要包括酒店物业），累计折旧及减值拨备 54.45 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（2025 年为 1.39 亿美元，同比增长 10.92%），主要分布于中国内地（占 29.91%）、新加坡（占 27.35%）、蒙古（占 18.00%）和斯里兰卡（占 11.32%）；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）21.52 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）8.21 亿美元构成，2025 年应占联营公司溢利为 2.08 亿美元（同比下降 32.71%），其中国贸中心和上海吉祥房地产有限公司未计所得税前溢利（包括投资物业之公允价值收益）同比分别下降 24.81%和 53.01%，主要系中国内地商业物业行业总体面临一定压力所致；使用权资产主要包括租赁土地及土地使用权（占 64.00%）和楼宇（占 35.71%）。

根据公司 2025 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允价值以及公司酒店物业按公允价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允价值，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 57.43 亿美元。

公司未就借款进行资产抵押，整体资产质量良好。

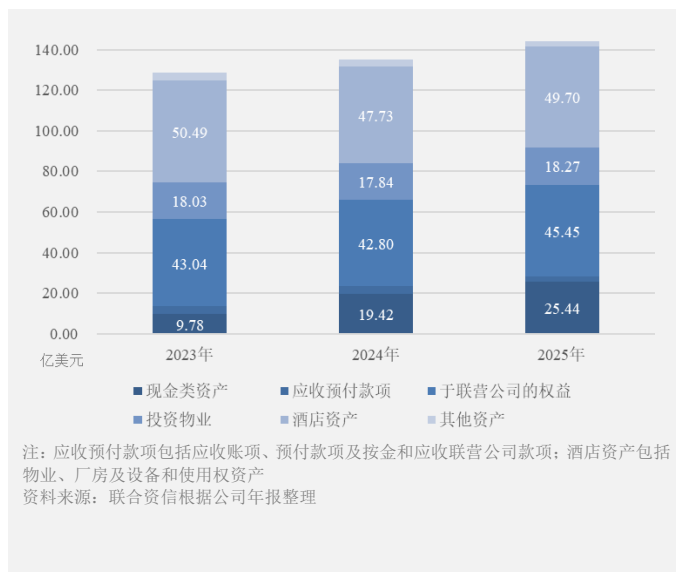
图表 18 • 2025 年末公司酒店物业估值盈余情况

(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	697.8	2,465.2	1,694.6
中国内地	2,285.8	4,644.0	1,768.6
新加坡	624.9	2,164.5	1,413.2
马来西亚	122.5	313.9	145.5
菲律宾	233.5	521.7	216.1
泰国	92.4	287.1	155.8
澳洲	267.1	432.1	115.5
其他	805.0	1,130.2	233.2
合计	5,129.0	11,958.7	5,742.5

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

图表 17 • 公司各类资产变化情况



截至 2025 年底，公司权益规模小幅增长；公司权益中，股本及股份溢价占比较高，权益稳定性尚可。

截至 2025 年底，公司权益总额较上年底增长 3.00%。其中，公司拥有人应占股本及储备占比为 95.08%，非控制性权益占比为 4.92%。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 57.18%、6.55%和 31.53%，权益结构稳定性尚可。

截至 2025 年底，公司有息债务规模较上年底有所增长，人民币借款占比提升，融资成本下降，整体债务负担较重，期限结构良好。

公司负债总额主要由应付账款及应计项目、合约负债和有息债务构成。截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 9.49%，主要为有息债务规模增长所致。同期末，公司全部债务为 76.67 亿美元，较上年底增长 10.19%，占同期末负债总额的 86.87%，其中银行贷款占 67.47%、定息债券占 21.95%；2025 年平均利息成本为 4.0%，同比下降 0.5 个百分点。债务期限结构方面，短期债务占 9.76%，较上年底有所下降；无 2026 年到期的定息债券。

从债务币种分布看，2025 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 2025 年底，公司借款中，人民币借款占比升至 67.63%（2024 年底为 52.96%），美元、港元、新加坡元合计占比为 30.80%（2024 年底为 45.34%）。

从债务指标来看，截至 2025 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 61.18%、57.79%和 55.27%，较上年底分别提高 1.46 个百分点、1.65 个百分点和 2.71 个百分点，债务负担较重。

图表 19 • 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		2025 年末	
	借款	现金及银行结余	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	937.6	1,566.5
港元	1,236.5	49.5	786.5	157.0	171.7	80.8
新加坡元	1,269.6	110.3	1,116.7	115.3	1,002.3	103.6
人民币	1,210.4	330.1	3,364.2	397.8	4,637.0	433.8
欧元	83.1	13.7	--	41.5	--	14.3
澳元	54.7	22.5	--	18.8	--	15.2
日元	107.8	12.7	104.6	16.4	104.7	24.1
斐济元	7.2	7.9	3.6	13.3	2.8	13.7
菲律宾披索	--	37.2	--	62.4	--	59.2
泰铢	--	64.8	--	83.8	--	91.1
马来西亚令吉	--	44.0	--	53.9	--	66.4
英镑	--	1.9	--	6.1	--	10.8

蒙古图格里克	--	21.1	--	0.9	--	1.7
斯里兰卡卢比	--	47.1	--	36.7	--	41.4
缅甸元	--	0.5	--	0.6	--	3.9
其他货币	--	1.8	--	2.7	--	3.7
合计	5,685.2	967.6	6,352.3	1,931.0	6,856.1	2,530.2

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2025 年，公司收入同比保持增长，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；当期利润同比小幅下降。

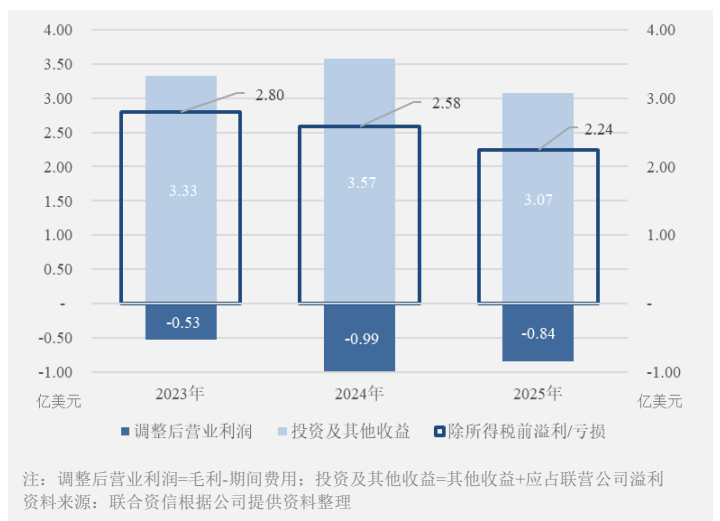
2025 年，公司收入同比增长 2.23%，毛利随之同比增长 2.33%；同时，行政开支及融资费用-净额同比均有所增长，推升期间费用规模同比增长 1.06%，对毛利造成侵蚀。其中，融资费用-净额同比增长 11.47%，主要系外汇亏损所致。公司应占联营公司溢利对未计所得税前溢利贡献大，2025 年，受应占联营公司溢利同比下降等因素影响，公司未计所得税前溢利同比下降 13.22%。整体来看，公司盈利水平较高，需关注外部环境等因素对公司盈利稳定性的影响。

图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿美元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
收入	21.42	21.85	22.34
毛利	11.67	12.17	12.45
期间费用	12.19	13.15	13.29
其他收益-净额	0.09	0.47	0.99
应占联营公司溢利	3.24	3.10	2.08
未计所得税前溢利	2.80	2.58	2.24
销售毛利率	54.48%	55.68%	55.74%
总资本收益率	4.04%	3.98%	3.34%
净资产收益率	3.69%	3.36%	2.40%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 21 • 2023—2025 年公司利润构成及变化趋势



与所选公司比较，2025 年，公司各项指标均高于同行业中位数。

图表 22 • 2025 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	2.14%	--	5.89%	0.90%
ROA	3.21%	24.31%	4.77%	2.61%

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 7 个无数据样本）

资料来源：联合资信根据Wind数据整理

2025 年，公司经营获现水平同比提升，投资活动现金净流入同比下降，对外融资需求减弱，现金储备增加。

2025 年，受益于经营所产生的现金净额同比小幅增加，经营性净现金流同比增长 9.85%；受资本开支规模下降及原定到期日超过三个月之银行存款增加净额同比减少影响，投资活动现金净流入同比下降；公司对外融资需求减弱，年终之现金及现金等价物由上年的 18.17 亿美元上升至 22.41 亿美元。

图表 23 • 公司现金流量情况（单位：亿美元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流量净额	2.39	1.45	1.59
投资活动现金流量净额	-1.58	1.49	0.05
筹资活动前现金流量净额	0.81	2.95	1.64
筹资活动现金流量净额	0.34	6.60	2.27

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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）。

2 偿债指标变化

2025 年末，公司短期偿债指标均有所提升，长期偿债指标表现有所弱化，但仍处于很强水平，融资渠道保持通畅。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	99.16%	143.71%	185.64%
	速动比率	97.11%	141.99%	183.86%
	经营现金流动负债比	16.27%	8.57%	10.22%
	经营现金/短期债务（倍）	0.36	0.16	0.21
	现金短期债务比（倍）	1.47	2.08	3.40
长期偿债指标	EBITDA（亿美元）	8.21	8.31	7.80
	全部债务/EBITDA（倍）	7.64	8.38	9.83
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.02	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	2.67	2.52
	经营现金/利息支出（倍）	0.87	0.47	0.52

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 2025 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；2025 年，受益于经营获现水平同比提升，经营性净现金流对短期债务的覆盖能力上升。同期，受债务规模上升等因素影响，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度有所下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍强。银行授信方面，截至 2025 年底，公司共计获得银行授信额度 59.33 亿美元，其中尚未使用额度 7.59 亿美元（主要为人民币及港元授信）。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

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 2025 年底，公司为联营公司所担保的银行信贷的已动用金额为 1.30 亿美元。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼情况。

（五）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，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。2025 年，公司发布《人工智能管治框架及政策》，指引公司负责任地应用 AI；并荣获 2025 年度亚洲可持续发展报告奖—亚洲最佳工作场所报告铜奖及社会责任大会奥纳奖—2025 年度责任金奖等。

环境方面，2025 年，公司的碳排放强度为 104 千克二氧化碳当量/平方米，相对于 2019 年基准减少 29%，优于 125 千克二氧化碳当量/平方米的 2025 目标；能源强度下降至 230 千瓦时/平方米（与 2019 年基准相比下降 16%），优于 233 千瓦时/平方米的目标水平；用水强度下降至 1.49 立方米/入住客房间夜（与 2019 年基准相比下降 16%），优于 1.69 立方米/入住客房间夜的目标；一次性塑料消耗强度降至每入住客房间夜 81 克（与 2019 年基准相比下降 54%），优于每入住客房间夜 98 克的目标。截至 2025 年底，公司共有 43 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 2025 年底，公司可持续发展关联贷款协议总额约为 39 亿美元，占贷款总额的 65%。

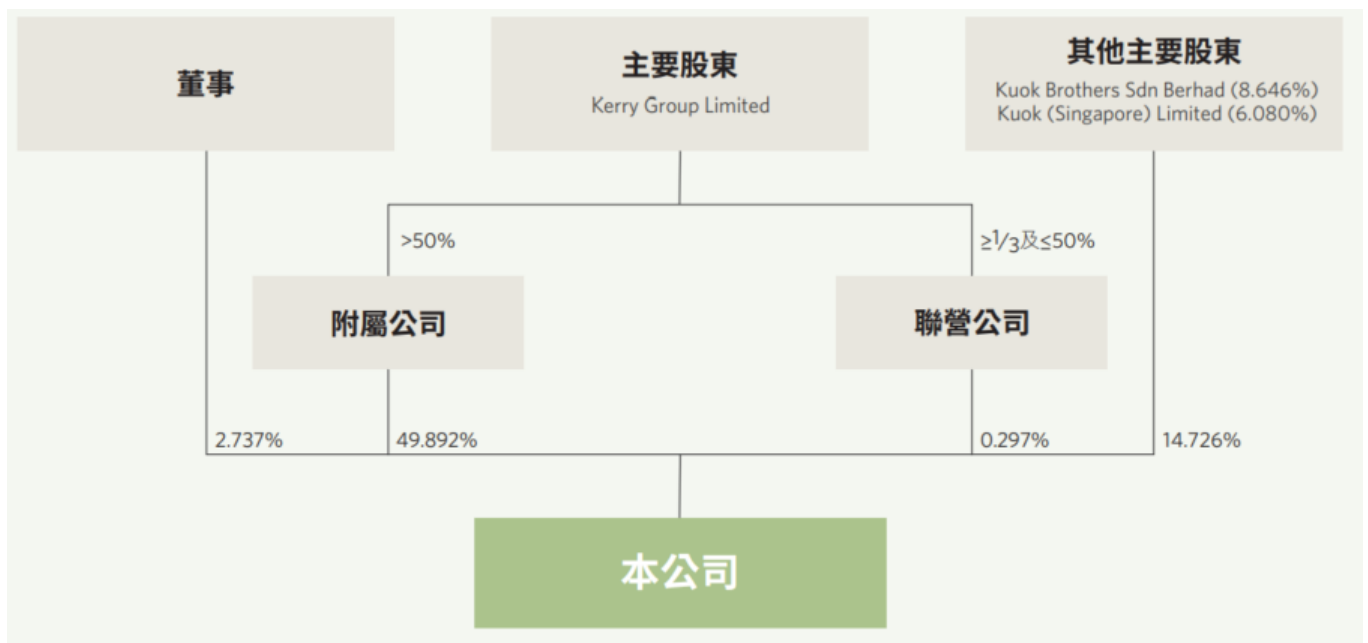
社会责任方面，2025 年，公司全部酒店的整体住宿体验分数为 91.7 分，同比提升 0.7 分。同期，每名雇员平均培训 42 小时，每名雇员平均培训支出 57 美元。供应商管理方面，2025 年，公司与 48 个国家及地区的超过 18,000 家供应商进行合作；公司要求供应商及其雇员、附属公司、关联企业及分包商遵守《供应商行为守则》，若不遵守该守则的任何规定，公司可能将终止业务关系。社区参与影响力方面，2025 年，公司社区投资项目开支及捐赠合计 340 万美元。

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。

七、跟踪评级结论

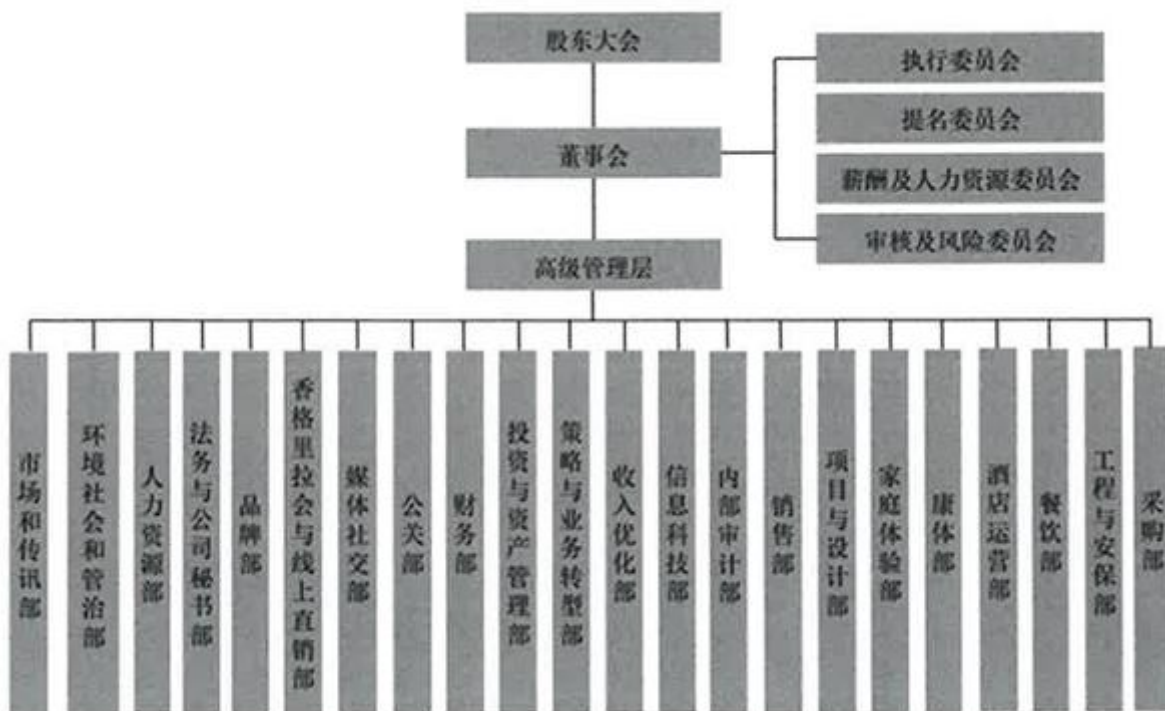
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 香格里拉 MTN001BC”“24 香格里拉 MTN002A（BC）”“24 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN001A（BC）”“25 香格里拉 MTN001B（BC）”“25 香格里拉 MTN002A（BC）”“25 香格里拉 MTN002B（BC）”“25 香格里拉 MTN003（BC）”“26 香格里拉 MTN001A（BC）”“26 香格里拉 MTN001B（BC）”“26 香格里拉 MTN002A（BC）”和“26 香格里拉 MTN002B（BC）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿美元）	9.78	19.42	25.44
应收账款、预付款项及按金（亿美元）	2.36	2.27	2.02
应收联营公司款项（亿美元）	1.27	1.60	0.57
存货（亿美元）	0.30	0.29	0.28
于联营公司的权益（亿美元）	43.04	42.80	45.45
物业、厂房及设备（亿美元）	39.98	37.68	37.89
投资物业（亿美元）	18.03	17.84	18.27
资产总额（亿美元）	128.63	134.98	144.27
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）	2.46	2.54	2.76
权益总额（亿美元）	54.68	54.37	56.00
短期债务（亿美元）	6.65	9.34	7.48
长期债务（亿美元）	56.07	60.24	69.19
全部债务（亿美元）	62.72	69.58	76.67
收入（亿美元）	21.42	21.85	22.34
销售成本（亿美元）	9.75	9.69	9.89
其他收益-净额（亿美元）	0.09	0.47	0.99
除税前溢利（亿美元）	2.80	2.58	2.24
EBITDA（亿美元）	8.21	8.31	7.80
经营活动现金流量净额（亿美元）	2.39	1.45	1.59
投资活动现金流量净额（亿美元）	-1.58	1.49	0.05
筹资活动现金流量净额（亿美元）	0.34	6.60	2.27
财务指标			
销售债权周转次数（次）	9.62	9.44	10.41
存货周转次数（次）	31.74	32.65	34.63
总资产周转次数（次）	0.17	0.17	0.16
销售毛利率（%）	54.48	55.68	55.74
总资本收益率（%）	4.04	3.98	3.34
净资产收益率（%）	3.69	3.36	2.40
长期债务资本化比率（%）	50.63	52.56	55.27
全部债务资本化比率（%）	53.42	56.14	57.79
资产负债率（%）	57.49	59.72	61.18
流动比率（%）	99.16	143.71	185.64
速动比率（%）	97.11	141.99	183.86
经营现金流动负债比（%）	16.27	8.57	10.22
现金短期债务比（倍）	1.47	2.08	3.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	2.67	2.52
全部债务/EBITDA（倍）	7.64	8.38	9.83

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	
权益总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
未计所得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%
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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断