

宝湾物流控股有限公司

2026 年度第一期中期票据

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〔2026〕964号

联合资信评估股份有限公司通过对宝湾物流控股有限公司及其拟发行的 2026 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定宝湾物流控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，宝湾物流控股有限公司 2026 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月三日

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宝湾物流控股有限公司（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。



宝湾物流控股有限公司

2026 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AA+/稳定	2026/07/03

债项概况

本期债项发行规模为 5.00 亿元，债券期限为 3 年。本期债项票面利率将通过集中簿记建档方式确定；本期债项采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债项募集资金用于偿还宝湾物流控股有限公司（以下简称“公司”）公司本部及子公司有息负债。本期债项无担保。

评级观点

公司是中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”）旗下仓储物流园区运营核心平台，依托股东雄厚的资本实力与资源优势，可在资金保障等方面获得持续有力的支持。公司作为国内领先的物流园区运营商，行业地位突出，业务布局覆盖全国核心物流节点，运营经验丰富，客户分布分散，同时融资渠道多元，再融资能力较强。经营方面，公司核心业务聚焦物流园仓储租赁，物流园出租率维持在较高水平。但受宏观经济环境承压、物流地产行业竞争加剧影响，公司园区单位租金水平面临持续下行压力，叠加部分园区出租率波动，盈利能力承压，且物流园区开发具备重资产、长周期、资金密集的行业特性，公司在建项目尚需一定规模资本投入，后续存在持续的资本支出压力。财务方面，公司资产规模保持稳定，公司资产以投资性房地产和固定资产等非流动资产为主，符合物流园区运营主业属性，但存在一定减值风险；公司成功发行公募 REITs，有效盘活了存量资产；所有者权益规模稳定，权益稳定性较好。公司债务规模较大，债务负担较重；债务以长期为主，到期分布相对均衡，短期债务滚动续借压力不大。2023—2025 年，公司营业总收入小幅波动；受租金下滑影响，利润规模波动下降，盈利稳定性有所弱化。2024 年利润增长较大依赖投资收益，该部分收益不具备可持续性。公司经营活动现金流表现稳健。公司长期偿债指标表现较好，调整后 EBITDA 对利息支出及全部债务的覆盖程度保持较高水平，短期偿债指标表现一般。同时需关注公司或有负债风险等因素对其信用水平的潜在影响。2024 年招商局集团将南山集团纳入其管理体系，视同二级公司进行管理，后续公司在业务协同及资源获取方面有望获得更强有力的支持。综上，公司综合竞争优势显著，经营风险较低，财务风险低，外部支持有力，公司综合信用风险很低。

本期债项发行对债务结构的影响不大，公司 2025 年经营活动净现金流和 EBITDA 对本期债项的保障能力很强。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

受宏观经济环境影响，物流地产行业整体仍将面临出租率和租金水平下行压力。公司仓储业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心城市 and 北京及周边的核心物流节点，业务表现保持稳健，未来随着新建高标准物流园区陆续投入运营，叠加通过资产证券化等创新手段持续优化资产结构，以及控股股东对公司的持续支持，公司经营及财务情况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强；公司营收和盈利大幅增长且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司控股股东对公司支持意愿减弱；公司营收大幅下滑，盈利能力显著弱化；债务规模大幅增长，偿债指标恶化等。

优势

- **股东背景实力雄厚。**公司股东南山集团是以综合物流和房地产开发为核心主业的大型国有企业，2024 年招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）将南山集团纳入其管理体系，将南山集团视同二级公司进行管理，后续公司作为南山集团的仓储物流核心业务的重要运营平台，在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。

- **公司在运营经验、运营规模和品牌竞争力方面优势明显。**公司仓储物流园运营管理经验丰富，在物流地产行业中处于领先水平，截至 2026 年 3 月底，公司在超过 40 个城市管理物流地产项目 86 个，公司物流园布局于主要一、二线城市的核心物流节点，在运营经验、运营规模和品牌竞争力方面优势明显。
- **公司物流园区可出租面积持续增长，整体运营情况稳定。**2023—2025 年末，公司期末物流园区可租面积持续增长，期末管理项目 86 个，出租率保持较高水平。
- **融资渠道多元，再融资弹性较强。**公司融资渠道包括银行贷款、债券及股东借款，结构均衡。公司新发行债券成本较低。2025 年，公司发行 3 年期中期票据票面利率 2.20%，较当期 5 年期 LPR 下降 140 个基点。截至 2026 年 3 月底，公司总授信额度 188.29 亿元，剩余可使用额度 51.76 亿元。

关注

- **公司资产流动性弱，存在减值风险，债务负担较重。**截至 2026 年 3 月底，公司资产以投资性房地产、无形资产、在建工程和固定资产为主，资产中非流动资产占 95.25%，资产整体流动性弱，需关注非流动资产因无法产生预期收益导致的减值风险。用于抵押融资的资产受限比例为 35.78%，对公司资产处置和再融资有一定影响。截至 2025 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.70%和 61.90%。
- **受租金下滑影响，公司收入及利润承压。**受宏观经济放缓和物流地产市场供需变化影响，行业整体面临空置率上升和租金下行压力。近年来，公司平均租金水平持续下降，部分园区出租率下降、运营压力加大，公司盈利稳定性有所弱化。若租金下行趋势延续，将对公司盈利能力产生不利影响。
- **仓储物流行业竞争加剧，期末在建项目规模及所需资金规模较大，公司存在一定运营及资本支出压力。**截至 2026 年 3 月底，公司在建项目规模面临一定资金需求，而仓储物流行业具有重资产、长周期特性，新项目从投入到稳定运营通常需要一段培育期，短期内难以贡献正向现金流。在当前行业竞争加剧、租金下行的背景下，部分项目的出租率和盈利水平面临较大不确定性，可能对公司的资本回报和现金流产生不利影响。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 房地产租赁经营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	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			经营分析	3
			企业管理	3
财务风险	F2	盈利能力		2
		资本结构		4
		偿债能力		2
指示评级				a ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
模型级别				AA ⁺

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月修订《外部支持评估方法》并于 2026 年 6 月制定《房地产租赁经营企业信用评级方法与模型》，本次评级适用最新评级方法。

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。

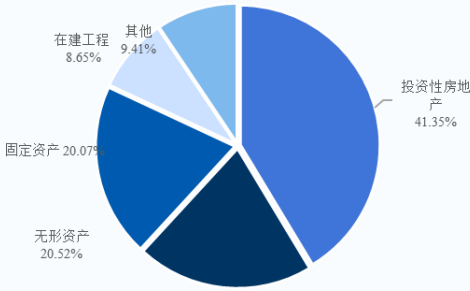
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	8.14	8.73	7.88	5.39
资产总额（亿元）	235.61	239.83	235.93	232.48
所有者权益（亿元）	82.44	85.58	83.28	83.42
短期债务（亿元）	44.34	37.66	18.89	11.92
长期债务（亿元）	87.59	97.65	116.41	121.04
全部债务（亿元）	131.94	135.31	135.30	132.96
营业总收入（亿元）	18.36	19.43	18.62	4.39
利润总额（亿元）	2.88	8.08	1.53	0.39
EBITDA（亿元）	12.75	19.35	12.96	--
经营性净现金流（亿元）	12.02	12.02	10.74	-1.34
营业利润率（%）	41.00	35.21	31.54	32.38
调整后 EBITDA 利润率（%）	68.68	99.87	69.73	--
净资产收益率（%）	5.88	5.86	0.27	--
资产负债率（%）	65.01	64.32	64.70	64.12
全部债务资本化比率（%）	61.54	61.26	61.90	61.45
流动比率（%）	21.40	26.62	40.80	44.74
经营现金流动负债比（%）	19.01	22.40	32.64	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.42	0.45
调整后 EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	4.20	3.32	--
全部债务/调整后 EBITDA（倍）	10.46	6.97	10.42	--

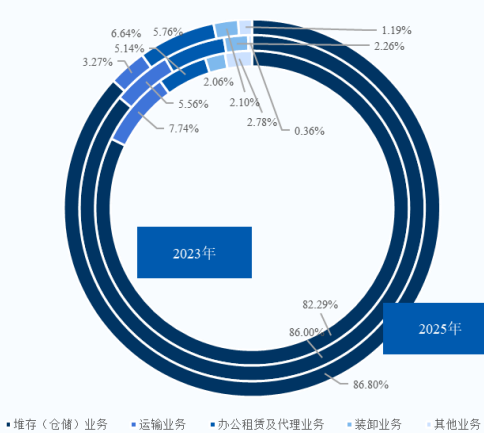
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	187.38	184.62	186.11	182.19
所有者权益（亿元）	87.13	87.76	88.55	88.27
全部债务（亿元）	48.02	62.22	65.16	61.04
营业总收入（亿元）	0.77	0.53	0.53	0.13
利润总额（亿元）	2.11	2.70	3.34	-0.28
资产负债率（%）	53.50	52.46	52.42	51.55
全部债务资本化比率（%）	35.53	41.49	42.39	40.88
流动比率（%）	128.16	133.95	175.67	191.40
经营现金流动负债比（%）	-0.11	-0.38	0.16	--

注：1. 公司 2023—2025 年数据均为期末数，公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；
2. 公司合并层面其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的计息债务已计入有息债务，公司本部债务未经调整；3. “—”代表计算无意义或不适用数据
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

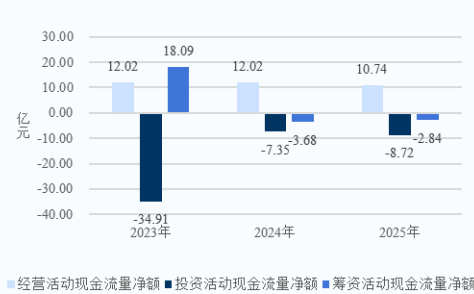
2025 年底公司资产构成



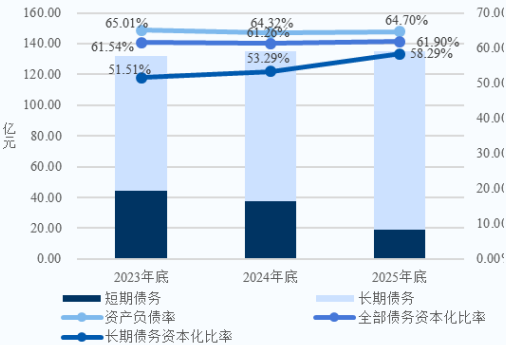
公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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
AA+/稳定	2026/3/25	李 旭 罗星驰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--
AA+/稳定	2020/5/13	尹金泽 戴彤羽	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：罗星驰 luoxc@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

宝湾物流控股有限公司（以下简称“公司”）成立于 2011 年 7 月，初始注册资本 1.50 亿元。由中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”）和深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“赤湾石油”）共同出资设立，南山集团、赤湾石油持股比例分别为 22.64% 和 77.36%。2018 年 6 月，南山集团下属 A 股上市公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“新南山控股”，证券代码：002314.SZ）以换股形式吸收合并赤湾石油 B 股股份。2019 年 4 月 4 日，公司变更股东，原股东赤湾石油变更为新南山控股，新南山控股持股比例 77.36%，南山集团持股比例 22.64%。2021 年 8 月，杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号公司”）以现金形式向公司增资 35.00 亿元，其中 11.44 亿元计入实收资本，23.56 亿元计入资本公积，增资后基石贰号对公司的持股比例为 31.39%。历经多次股东增资，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均增至 36.44 亿元。新南山控股、基石贰号公司和南山集团分别持有公司 53.07%、31.39% 和 15.53% 的股权，新南山控股为公司的控股股东，南山集团持有新南山控股 57.99% 的股权，南山集团的第一大股东为招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局南山”），直接持股比例 36.52%。南山集团无实际控制人，因此公司无实际控制人。

公司主营业务为仓储物流租赁、运输业务、办公租赁及代理业务、装卸业务等。适用联合资信房地产租赁经营企业信用评级方法。

截至 2026 年 3 月底，公司本部设置投资发展部、工程管理部、商务部、运营部、财务部和综合管理部等职能部门（见附件 1-2）。公司在职工 281 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 235.93 亿元，所有者权益 83.28 亿元（含少数股东权益 1.23 亿元）；2025 年，公司实现营业收入 18.62 亿元，利润总额 1.53 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 232.48 亿元，所有者权益 83.42 亿元（含少数股东权益 1.23 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.39 亿元，利润总额 0.39 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区招商街道赤湾社区赤湾六路 8 号南山开发集团赤湾总部大厦 2301；法定代表人：吕峰。

二、本期债项概况

公司拟发行“宝湾物流控股有限公司 2026 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），计划发行规模为 5.00 亿元，债券期限为 3 年。本期债项票面利率将通过集中簿记建档方式确定；本期债项采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债项募集资金用于偿还公司本部及子公司有息负债。

本期债项无担保。

三、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。工业企业利润高位增长，“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“投资于民”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行风险正在逐步传

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）](#)》。

四、行业分析

2025 年，房地产租赁经营行业仍处于筑底调整阶段，整体租金承压与空置率高企带来的现金流不确定性依然突出。宏观经济增速放缓抑制了需求，行业进入存量时代，新增供应持续缩量，资产区位与运营能力的价值凸显。政策端通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，加速存量资产盘活，为优质资产提供了退出渠道。头部持有型租赁企业凭借稳定的租金现金流和较低的杠杆水平，抗周期能力优于中小企业，但区域与物业类型分化明显，核心城市核心地段项目已显现企稳迹象，非核心区域去化困难。此外，投资性房地产估值下降对利润与偿债能力形成冲击，线上办公与电商的结构性替代压力持续存在。未来，具备强运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业将获得更大成长空间。完整版详见《[2026 年房地产租赁经营行业分析](#)》”。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司为国内领先的物流园区运营商，业务覆盖全国核心经济区，具备品牌优势，规模位居行业前列。公司持有型物业区域布局优越、以高标仓为主的项目品质突出，但业态单一可能面临行业波动风险。发展运营方面，公司能有效优化运营结构、增强发展韧性。此外，公司融资渠道多元、成本较低，股东背景及银企关系为再融资提供有力支撑。

公司作为南山集团仓储物流园运营的核心平台，凭借多年经营石油后勤服务基地的丰富经验快速发展，仓储物流经验丰富。公司获得 2024LOG 低碳供应链物流“杰出贡献奖”、智慧物流奖 TOP50（综合物流服务）、2025 年供应链物流数字化建设标杆企业等荣誉。此外，公司参与制定《通用仓库等级》（标准编号 GB/T21072-2021）、《通用仓库等级库区规划设计参数》（标准编号 GB/T28581-2021）等国家标准，品牌专业度与行业影响力强。业务布局方面，公司仓储业务聚焦长三角区域、粤港澳大湾区核心城市和北京及周边的核心物流节点，包括一线城市北京、上海和广州以及天津、南京、宁波和重庆等核心二线城市，具备区位优势。截至 2026 年 3 月底，公司在超过 40 个城市中管理物流地产项目 86 个，包括自营项目 73 个、轻资产项目 10 个（不含 REITs 项目）及已出表 REITs 项目 3 个。截至 2026 年 3 月底，公司期末可租面积为 689.95 万平方米，期末出租率 94.10%。此外，在建项目未来完工投入运营（如北京文投宝湾、台州临海、无锡惠山、成都新津项目等）将进一步增加可租面积。整体看，公司经营体量位居国内行业前列。

公司在管的物流地产项目主要为高标仓，高标仓通常具备智能化管理系统、高消防等级及灵活仓储空间，项目定位高端，与同区域普通物流仓储相比，在获得优质客户（如电商、第三方物流企业）方面更具竞争力。但公司租金收入对物流仓储单一业态（2025 年堆存业务占营业收入的 86.42%）存在高度依赖，虽聚焦主业但易受物流行业需求波动影响。

发展运营方面，在宏观经济增速放缓、物流仓储行业需求整体不振、市场竞争持续加剧的行业背景下，公司减少新增自持物流园项目的扩张，转向开展轻资产运营管理项目，减轻重资产模式下的资产周转压力；同时，公司通过 REITs 模式实现旗下物流项目的资本化退出与资金回流，公司发展韧性得到增强。

公司融资渠道包括银行贷款、债券及股东借款，结构均衡。公司新发行债券成本较低。2025 年，公司发行 3 年期中期票据票面利率 2.20%，较当期 5 年期 LPR 下降 140 个基点。截至 2026 年 3 月底，公司总授信额度 188.29 亿元，剩余可使用额度 51.76 亿元。此外，控股股东为大型国有企业，综合实力强，可为公司提供潜在资金支持，进一步增强公司再融资弹性。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，人员结构较为合理，能够满足公司现有业务运营需要。

截至 2026 年 3 月底，公司董事 7 人，其中董事兼总经理 1 人。

公司董事长吕峰先生，1972 年出生，研究生学历；曾任上海毓丰投资管理有限责任公司总经理、中信证券股份有限公司企业金融服务部总经理、中信证券股份有限公司投资银行委员会综合 IBS 组高级副总裁。现任赤晓企业有限公司董事、公司董事长、新南山控股副总经理。

公司董事兼总经理冯海虹女士，1973 年出生，大学本科学历；历任宝山钢铁股份有限公司特殊钢分公司财务，美国安信五金有限公司上海代表处总经理助理，上海宝湾国际物流有限公司副经理、总经理，公司上海大区总经理。现任公司总经理、董事。

截至 2025 年底，公司在职员工共 281 人，员工结构符合当前经营需要。具体情况如下表所示。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司员工情况

项目		人数（名）	占比
文化素质	硕士及以上	51	18.15%
	本科	204	72.60%
	大专及大专以下	26	9.25%
岗位构成	总经理办公室	6	2.14%
	大区和独立园区总经理室	14	4.98%
	财务审计	42	14.95%
	工程技术	17	6.05%
	客服与售后	93	33.10%
	人事行政	25	8.90%
	市场与销售	55	19.57%
	投资与发展	12	4.27%
	其他	17	6.05%
	合计	281	--
年 龄	30 岁以下	57	20.28%
	30 至 50 岁	213	75.80%
	50 岁以上	11	3.91%
合计		281	--

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

3 信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 6 月 22 日，公司已结清和未结清贷款中无关注类和不良/违约类信息。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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司治理结构较为完善，整体治理运行情况良好。

法人治理方面，公司按照《公司法》和相关法律法规要求，制定了《公司章程》并建立了由股东会、董事会、经营管理机构组成的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，明确各机构和人员的职责，规范各项议事规则和程序。

根据公司章程，公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东依法享有表决权、查阅财务会计报告、分取红利等权利，履行足额缴纳出资、不抽逃转移出资等义务，股东会行使修改公司章程、决定公司经营方针和投资计划、审议批准年度财务预算及决算方案、决定发行公司债券等职权。

公司设董事会，由 7 名董事组成，其中南山集团委派 1 人，新南山控股委派 4 人；基石贰号公司委派 2 人，董事会向股东会报告工作、执行股东会决议，行使制订年度财务预算及决算方案、利润分配及弥补亏损方案、决定内部管理机构设置、聘任或解聘高级管理人员等职权，负责公司重大发展事项的决策。

公司经各股东一致同意，不设监事会。

公司设立经营管理机构，实行董事会领导下的总经理负责制，设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，副经理、财务负责人等高级管理人员由经理提名、董事会聘任或解聘，经理全面主持公司日常生产经营管理工作，组织实施董事会决议和年度经营计划，拟订内部管理机构设置和基本管理制度，行使公司章程和董事会授予的其他职权。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，为公司正常的经营运转提供较高保障。

公司遵循《中华人民共和国公司法》《公司章程》及相关法律法规要求，建立了较为健全的制度体系。

财务管理方面，公司遵照国家统一会计准则和会计制度，制定《财务管理基本规范》《会计及信息质量基本规范》等制度，加强会计核算与财务管理，实行资金集中管理，制定《资金管理内部控制》制度，对现金库存、银行账户进行严格管控，防范资金风险；同时制定《预算管理基本规范》，建立三级预算体系，有效控制经营风险、提升管理水平。

对外担保管理方面，公司制定相关管理制度，明确担保业务申请、审批、执行各环节控制要求，遵循集中管理原则，未经股东、董事会批准，任何人无权签署对外担保相关法律文件，严控担保风险。关联交易管理方面，公司制定相关处理办法，确保关联交易定价公允、审批流程合规，严格履行回避表决程序和信息披露义务，充分保护各方投资者利益。

投融资管理方面，公司明确董事会为经营决策最高权力机构，制定完善的投融资管理制度，融资工作由财务部统一负责、严格审批，重大投资方案经投资委员会研究后上报董事会审议，实现投融资活动的有效监管。

此外，公司还建立了健全的人事行政管理、内部控制管理、突发事件应急管理、信息披露管理及下属子公司管理制度，通过较为完善的制度体系、执行流程和监督机制，提升内控管理专业化水平，防范各类经营风险，保障公司生产经营。

七、经营分析

1 经营概况

公司核心业务为物流园仓储业务，2023—2025 年，公司营业总收入小幅波动；但受租赁市场价格下行影响，综合毛利率持续下降。2026 年 1—3 月，公司营业总收入及综合毛利率同比变动不大。

公司主营业务是围绕现代化物流中心开展投资、开发、建设与运营管理，并提供高端仓储、运输、办公室租赁及代理业务、装卸等全方位现代物流及供应链服务；其核心业务模式以自营高标仓租赁为主，同时拓展轻资产运营模式以扩大业务布局。2023—2025 年，公司营业总收入变动不大，2024 年同比小幅增长，主要系可租规模增长带动堆存（仓储）业务收入增长所致，2025 年同比小幅下降，主要系单位租金下降所致。

2023—2025 年，公司综合毛利率持续下降，主要系租赁市场价格下行导致堆存（仓储）业务毛利率下降所致。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入和综合毛利率同比变动不大。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
堆存（仓储）业务	15.11	82.29%	54.59%	16.71	86.00%	49.87%	16.16	86.80%	44.34%	3.80	86.42%	44.59%

运输业务	1.42	7.74%	2.55%	1.08	5.56%	3.57%	0.61	3.27%	4.25%	0.09	2.10%	2.95%
办公租赁及代理业务	0.94	5.14%	47.44%	1.12	5.76%	41.94%	1.24	6.64%	45.98%	0.33	7.60%	44.60%
装卸业务	0.38	2.06%	4.92%	0.44	2.26%	12.10%	0.39	2.10%	6.14%	0.10	2.39%	6.24%
其他业务	0.51	2.78%	96.45%	0.07	0.36%	96.18%	0.22	1.19%	59.92%	0.07	1.49%	94.72%
合计	18.36	100.00%	50.34%	19.43	100.00%	46.14%	18.62	100.00%	42.52%	4.39	100.00%	43.55%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2 业务经营分析

（1）物流园区运营情况

2023—2025 年，公司新获取项目及新投入运营项目数量均持续下降，客户质量整体较好且集中度较低；但受宏观经济下行及需求不振影响，单位租金持续下降，公司部分园区存在较大的运营压力。

2023—2025 年及 2026 年 1—3 月，公司新获取物流园项目数量和新投入运营物流园数量均呈下降态势，2024 年公司新开始运营的项目位于江门鹤山、合肥东城、张家港；2025 年公司新开始运营的项目位于天津武清和安徽合肥。截至 2026 年 3 月底，公司总管理物流地产项目共 86 个，物流园区可租面积较 2023 年底增长 16.05%。

从单位租金水平看，公司物流园区平均单位租金水平持续下降。从出租率看，截至 2026 年 3 月底，受宏观经济下行、需求不振及竞争加剧影响，部分物流园运营承压，广州黄埔宝湾、淮安经开宝湾、鄂州葛店宝湾等物流园区出租率下降。2025 年期末公司物流园出租率 95.00%，2026 年 3 月底为 94.10%；但单位租金水平从 2023 年的 30.80 元/平方米·月降至 2026 年一季度的 23.90 元/平方米·月，市场租金下行压力加大。租金收取模式方面，签约时客户需预交一定的保证金，后续费用为按月或按季现金支付。

图表 3 公司物流园获取和运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新获取物流园项目数量（个）	2	0	0	0
新获取物流园土地面积（亩）	309	0	0	0
本期新投入运营物流园数量（个）	4	3	2	0
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	60.20	77.74	11.46	0
期末可租面积（万平方米）	594.53	672.27	689.95	689.95
期末出租率（%）	89.00	88.70	95.00	94.10
期末单位租金水平（元/平方米·月）	30.80	28.90	24.10	23.90

注：上表新获取项目统计不含轻资产运营项目，新投入运营项目包含轻资产运营项目；期末可出租面积包含轻资产运营项目和 REITs 项目

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户构成来看，公司选择合作的客户侧重于大中型客户，包括全球 500 强企业、跨国企业及国内大型企业集团等。客户群体主要包括第三方物流企业、电子商务企业、商贸零售企业和制造业企业等，整体质量较好。2025 年，公司收入贡献前五大客户占总收入比重为 16.78%，同比小幅上升 2.92 个百分点，公司客户分布较分散、集中风险较低。

图表 4 2025 年公司前五大客户情况（单位：万元）

项目	收入	占比
客户一	15965.05	8.58%
客户二	6824.33	3.67%
客户三	5665.59	3.04%
客户四	4148.42	2.23%
客户五	4070.96	2.19%
合计	36674.34	19.70%

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）在建项目情况

公司物流园项目存在一定资金需求，而行业竞争激烈和经济环境压力可能影响新园区运营表现，加之行业重资产、长周期特性，公司面临资本支出和经营压力。

截至 2026 年 3 月底，公司在建物流园 4 个，建筑面积（全口径）共 55.15 万平方米，尚需投入资金 8.57 亿元，年内计划投资 4.04 亿元。受仓储物流行业竞争日趋激烈及当前经济环境等因素影响，公司新建运营园区的出租率与盈利水平可能面临挑战。鉴于仓储物流园区行业具有前期投资大、运营培育周期长、收益回报缓慢等特点，公司或将面临一定的资本支出压力及长期运营挑战。

图表 5 截至 2026 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	持股比例	占地面积	建筑面积	预计总投资	累计已投资	预计投入运营期	2026 年 4—12 月计划投资
北京文投宝湾	100%	8.32	12.71	14.90	13.59	2026 年 9 月	0.83
台州临海项目	100%	8.61	18.82	7.24	4.54	2026 年 8 月	1.50
无锡惠山项目	100%	8.52	14.88	5.73	3.50	2026 年 10 月	1.13
成都新津宝湾	100%	9.95	8.74	3.23	0.90	2027 年 3 月	0.58
合计	--	35.40	55.15	31.10	22.53	--	4.04

资料来源：公司提供，联合资信整理

3 未来发展

公司未来发展规划较明确，符合公司发展阶段。

公司未来仍以物流为主业，遵循“稳健发展、优中选优”原则，目标为打造国内领先的物流园区开发商和运营商。公司注重主业优化与稳健经营，通过完善“募投建管”链条、优化客户及运营服务体系、推进数智化和 ESG 管理等，保持优质项目资产池，推动运管规模和综合效益量质增长。业务布局聚焦长三角、粤港澳大湾区核心城市及北京及周边等重要节点，重视区域深耕同时加大管理输出拓展，寻找优质资产、轻资产机会，提升核心区域行业影响力。此外，公司将通过提供现代物流中心投建管及高端仓储、智能仓配等供应链服务，构建区域现代智慧物流和供应链生态圈。经营上结合宏观经济等因素维持投资节奏，优化商业模式，坚持轻重并举，推进公募 REITs，探索“物流+产业”等创新业态及延伸业务。

八、财务分析

公司提供了 2023—2025 年度财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“安永华明”）对公司 2023 年财务报告进行了审计。因安永华明连续 9 年服务期满，公司改聘德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年和 2025 年财务报告进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内减少子公司 6 家，其中 3 家为清算注销，3 家为处置股权到华泰宝湾物流 REIT。2025 年，公司合并范围减少子公司 8 家，其中 7 家为清算注销，1 家为处置股权；增加子公司 1 家，为同一控制下企业合并¹。整体看，公司合并范围有一定变动，但涉及子公司规模较小，公司经营范围无重大变化，财务可比性尚可。

1 资产质量

2023—2025 年末，公司资产规模保持稳定，构成上以建设自营物流园形成的投资性房地产、在建工程、无形资产和固定资产为主，流动性弱，需关注非流动资产因无法产生预期收益导致的减值风险。

2023—2025 年末，公司资产规模和结构整体稳定。其中 2024 年末，受在建工程完工转入投资性房地产和固定资产及向基础设施 REIT²出售物流园项目的综合影响，公司投资性房地产和固定资产较上年底均有所增长，在建工程较上年底下降。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，相较于行业普遍采用公允价值计量的会计处理方式，公司利润稳定性更强，减少公允价值变动带来的业绩波动风险。截至 2025 年底，投资性房地产和固定资产较上年底减少，主要系折旧所致。公司投资性房地产和固定资产累计折旧分别为 16.61 亿元和 14.81 亿元。在建工程主要项目见“未来发展”部分。公司无形资产主要为土地使用权，累计摊销 9.79

¹ 公司于 2025 年与安徽赤湾东方智慧物流港开发有限公司（以下简称“安徽赤湾”）签署《股权转让协议》，公司以人民币 3466.38 万元购买安徽赤湾持有的合肥宝湾产城物流港发展有限公司（以下简称“合肥宝湾产城”）100%的股权。于 2025 年 9 月 30 日交易完成后，公司拥有对合肥宝湾产城的控制权。因南山集团为公司及合肥宝湾产城最终控制方，本次事项属于同一控制下企业合并。考虑到合肥宝湾产城体量较小，对合并口径影响有限，本次报告 2023—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据。

² 华泰紫金宝湾物流仓储封闭式基础设施证券投资基金（证券简称：华泰宝湾物流 REIT，证券代码：180303）于 2024 年 10 月 29 日在深圳证券交易所上市交易。公司及公司之子公司天津宝湾国际物流有限公司、嘉兴宝湾物流有限公司、南京宝湾国际物流有限公司支付投资款总额计人民币 3.81 亿元持有华泰宝湾物流 REIT 31.27% 份额。

亿元，计提减值准备 0.30 亿元，2025 年，出于谨慎性考虑，公司对投资性房地产、在建工程和无形资产计提减值准备，2025 年底分别计提减值准备 0.21 亿元、0.32 亿元和 0.30 亿元。投资性房地产减值主要系天津、武汉的各一个项目，因区域仓储供给阶段性失衡租金持续走低，资产可收回金额低于账面价值计提所致；在建工程减值主要系零星工程停滞项目投入无法产生预期现金流，工程资产减值所致；无形资产减值主要系部分闲置地块因合资小股东出资分歧无法开发，长期无收益，土地价值减值所致。

截至 2026 年 3 月底，公司受限资产占总资产的比重为 35.78%，主要为固定资产、无形资产和投资性房地产抵押融资受限，抵押受限程度一般。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额和构成较上年底变动不大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		年均复合增长率	2025 年底较上年底变化	2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比			金额	占比
流动资产	13.53	5.74	14.29	5.96	13.43	5.69	-0.39	-6.05	11.04	4.75
货币资金	8.05	3.42	8.64	3.60	7.79	3.30	-1.64	-9.94	5.35	2.30
非流动资产	222.08	94.26	225.53	94.04	222.51	94.31	0.10	-1.34	221.44	95.25
投资性房地产	91.42	38.80	102.19	42.61	97.55	41.35	3.30	-4.54	96.79	41.64
固定资产（合计）	46.86	19.89	52.35	21.83	47.36	20.07	0.52	-9.53	46.66	20.07
在建工程（合计）	23.85	10.12	10.37	4.32	20.41	8.65	-7.49	96.89	21.15	9.10
无形资产	54.87	23.29	51.76	21.58	48.40	20.52	-6.08	-6.49	48.08	20.68
资产总额	235.61	100.00	239.83	100.00	235.93	100.00	0.07	-1.62	232.48	100.00

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 7 • 截至 2026 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	0.25	0.11%	保证金/冻结
固定资产	18.60	8.00%	抵押借款
投资性房地产	44.60	19.18%	抵押借款
无形资产	19.74	8.49%	抵押借款
合计	83.19	35.78%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模及结构保持稳定，权益稳定性较好。

2023—2025 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 0.51%。截至 2025 年底，公司所有者权益 83.28 亿元，较上年底下降 2.68%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.52%，少数股东权益占比为 1.48%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 43.75%、37.74%、0.01%和 13.17%。所有者权益结构稳定性较好。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

2023—2025 年末，公司有息债务规模小幅增长，债务负担较重，短期集中偿付压力尚可。

2023—2025 年末，公司负债规模整体稳定。公司负债主要由有息债务、其他应付类款项和关联方往来构成。公司其他应付款主要为应付工程款、保证金及押金等，2023—2025 年末，公司其他应付款持续下降，主要系应付工程设备款下降所致。公司其他非流动负债主要为关联方借款。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

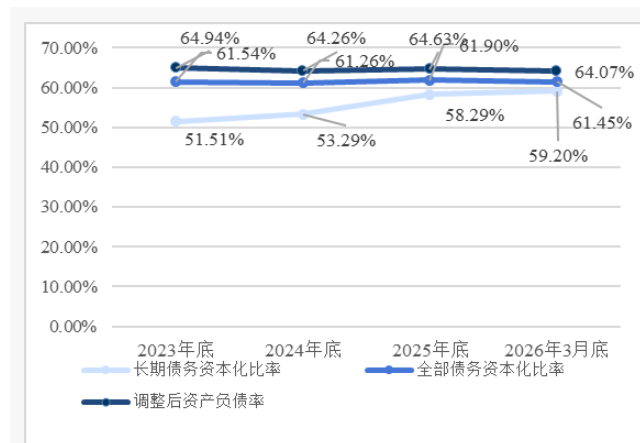
项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		年均复合增长率	2025 年底较上年底变化	2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比			金额	占比
流动负债	63.23	41.28	53.68	34.80	32.91	21.56	-27.86	-38.70	24.67	16.55
其他应付款（合计）	16.73	10.92	12.92	8.38	12.25	8.02	-14.44	-5.22	11.12	7.46
一年内到期的非流动负债	19.32	12.61	28.66	18.58	18.89	12.38	-1.11	-34.08	11.92	8.00
非流动负债	89.94	58.72	100.57	65.20	119.74	78.44	15.38	19.07	124.39	83.45
长期借款	65.44	42.72	92.04	59.67	101.89	66.75	24.78	10.71	106.57	71.50
应付债券	15.00	9.79	5.00	3.24	10.00	6.55	-18.35	100.00	10.00	6.71
其他非流动负债	7.04	4.60	0.00	0.00	4.00	2.62	-24.62	--	4.00	2.68
负债总额	153.17	100.00	154.24	100.00	152.65	100.00	-0.17	-1.03	149.06	100.00

注：表中占比为占总负债比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

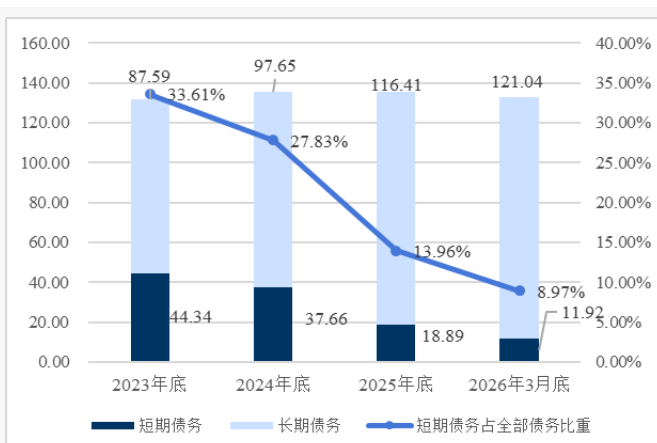
有息债务方面，2023—2025 年末，公司有息债务规模小幅增长，年均复合增长 1.27%。有息债务结构以长期债务为主且占比持续提升，全部债务资本化比率变动不大，公司整体债务负担较重。从债务构成看，截至 2025 年底，公司信用类债券约占 11%、银行贷款占 67%，其余主要为股东借款和财务公司借款。公司有息债务以银行借款为主，融资渠道较为稳定。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底下降 1.73%，公司有息债务以长期借款为主，债务到期分布较为均衡。

图表 9 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 10 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 11 • 截至 2026 年 3 月底公司全部债务期限结构（单位：亿元）

项目	2026 年 4—12 月	2027 年	2028 年	2029 年及以后	合计
银行借款	6.70	18.40	16.67	53.46	95.23
财务公司	3.94	3.27	13.21	2.49	22.91
股东借款	--	--	--	4.00	4.00
融资租赁	0.04	0.04	--	--	0.07
债券	--	--	10.00	--	10.00
合计	10.68	21.70	39.88	59.95	132.21

注：与本报告其他部分全部债务差额系本表不含租赁负债，同时一年内到期的非流动负债包含应付利息

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

3 盈利能力

2023—2025 年，公司营业收入小幅波动，利润规模波动下降。其中，2024 年，公司向华泰宝湾物流 REIT 出售子公司获得的

投资收益对利润的贡献较大；2025 年资产减值损失对利润总额产生影响。2026 年 1—3 月，公司收入同比变化不大，利润总额同比增长。

盈利能力方面，公司营业总收入及毛利率情况分析见经营概况部分。2023—2025 年，公司营业总收入小幅波动，利润总额均波动下降。其中 2024 年，公司利润总额同比大幅增长，主要系公司处置子公司，投资收益大幅增长所致；2025 年利润总额同比回落，主要系租金压力影响所致。期间费用占营业总收入的比例分别为 29.39%、28.05%和 26.91%，对利润有所侵蚀，其中 2025 年同比有所下降，主要系财务费用减少所致。2025 年，公司资产减值损失 1.04 亿元，主要系投资性房地产、在建工程、无形资产计提减值准备所致，需关注相关非流动资产不达收益预期产生的减值对公司经营业绩稳定性的影响。2024 年，公司投资收益占营业利润的 85.08%，对公司利润影响很大，其中处置子公司产生投资收益 6.82 亿元，主要系 2024 年 10 月，华泰紫金宝湾物流仓储封闭式基础设施证券投资基金（证券简称：华泰宝湾物流 REIT，证券代码：180303.SZ）上市，基金募集规模 12.19 亿元³，天津宝湾物流园、南京空港宝湾物流园及嘉兴宝湾物流园作为底层基础设施项目退出，产生投资收益 6.82 亿元。

图表 12 截至 2026 年 3 月底华泰宝湾物流 REIT 运营情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可出租面积	期末已出租面积	出租率	平均期末有效租金单价（元/平方米·月）	2026 年 1—3 月收入
天津宝湾物流园	15.22	14.71	96.66%	22.11	0.07
南京空港宝湾物流园	10.78	10.68	99.05%	30.92	0.08
嘉兴宝湾物流园	5.70	5.70	99.97%	29.48	0.05
合计	31.70	31.09	98.07%	27.36	0.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

盈利指标方面，2024 年，公司调整后 EBITDA 利润率同比增幅较大，主要系投资收益规模较大所致；2025 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比降幅较大，主要系利润总额减少所致。需关注租金下行压力下公司经营稳定性变化。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.39 亿元，同比下降 3.02%；实现利润总额 0.39 亿元，同比增长 45.29%，主要系财务费用减少所致。

图表 13 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	18.36	19.43	18.62	4.39
营业成本	9.12	10.46	10.70	2.48
期间费用	5.40	5.45	5.01	1.09
资产减值损失	--	-16.32 万元	-1.04	--
投资收益	0.57	6.89	1.93	0.03
利润总额	2.88	8.08	1.53	0.39
营业利润率（%）	41.00	35.21	31.54	32.38
总资本收益率（%）	3.99	4.20	1.82	--
净资产收益率（%）	5.88	5.86	0.27	--
调整后 EBITDA 利润率（%）	68.68	99.87	69.73	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2023—2025 年，公司经营性现金流保持净流入状态；公司投资活动现金流净流出规模大幅缩窄；考虑公司在建物流园尚需一定规模投资，公司仍存在一定外部融资需求。

³ 公司支付投资款 3.81 亿元持有华泰宝湾物流 REIT31.27%份额。

现金流方面，2023—2025 年，公司经营活动现金净流入规模变动不大，经营现金净流入稳健。投资活动方面，2023 年，公司投资支出规模较大；2024 年，受开发支出减少及处置子公司收到现金增加的综合影响，公司投资活动现金净流出同比大幅下降；2025 年，公司进一步减少开发支出，投资活动现金净流出规模同比变化不大。筹资活动方面，2023 年，公司筹资活动现金流净流入规模大；2024 年和 2025 年，公司筹资活动净现金流转为净流出，主要系融资规模下降影响所致。考虑公司在建物流园尚需一定规模投资，公司仍存在一定外部融资需求。受行业竞争加剧与宏观经济环境变化影响，公司经营性现金流或将面临一定压力，短期内大幅新增自营项目的可能性较低。但未来通过 REITs 模式逐步实现资产盘活与现金回收后，公司整体现金流状况有望持续改善。

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	22.78	23.33	23.01	0.96
经营活动现金流出小计	10.76	11.31	12.27	2.30
经营活动现金流量净额	12.02	12.02	10.74	-1.34
投资活动现金流入小计	3.94	12.51	4.93	0.00
投资活动现金流出小计	38.85	19.87	13.65	1.77
投资活动现金流量净额	-34.91	-7.35	-8.72	-1.77
筹资活动前现金流量净额	-22.89	4.67	2.02	-3.11
筹资活动现金流入小计	61.34	47.32	53.41	6.58
筹资活动现金流出小计	43.24	50.99	56.25	9.92
筹资活动现金流量净额	18.09	-3.68	-2.84	-3.34
现金收入比	115.28%	113.92%	113.85%	18.04%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好。需关注公司可能存在的或有负债风险。

2023—2025 年末，公司经营现金对流动负债和短期债务的保障程度持续提升；现金类资产对短期债务的保障程度持续提升。整体看，公司短期偿债指标表现一般。考虑到公司融资渠道多元，2025 年新发债券成本较低，控股股东可提供外部支持，公司短期偿债压力可控。

2023—2025 年，公司调整后 EBITDA 波动增长，对利息支出和全部债务的覆盖程度均保持较高水平，长期偿债指标表现较好。公司投资性房地产采用成本法计量，在手项目出租率较高，整体减值风险较小。此外，公司权益规模充裕，对潜在资产减值的覆盖能力较强。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.42	0.45
	经营现金流动负债比（%）	19.01	22.40	32.64	--
长期偿债指标	调整后 EBITDA（亿元）	12.61	19.40	12.98	--
	全部债务/调整后 EBITDA（倍）	10.46	6.97	10.42	--
	调整后 EBITDA/利息支出（倍）	2.92	4.20	3.32	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示指标不适用或无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2026 年 3 月底，公司作为被告涉及 2 笔大额诉讼事项，涉案金额合计 1.20 亿元，纠纷类型主要为工程合同相关，需关注公司可能存在的或有负债风险。

6 公司本部财务分析

公司本部作为投资控股平台，整体债务负担尚可。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 186.11 亿元，公司本部资产以货币资金（4.70 亿元）、其他应收款（66.05 亿元）和长期股权投资（114.18 亿元）为主。公司本部负债以其他应付款（28.24 亿元）和有息债务（65.16 亿元）为主，截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 52.42%，全部债务资本化比率为 42.39%。公司本部所有者权益为 88.55 亿元。

2025 年，公司本部营业总收入为 0.53 亿元，利润总额为 3.34 亿元，利润主要来自投资收益（6.29 亿元）。同期，公司本部经营活动现金流量净额 0.06 亿元，投资活动现金流净额 3.93 亿元，筹资活动现金流净额-4.89 亿元。

九、ESG 分析

公司在环境、社会责任及公司治理方面均表现较好。

公司环境方面践行绿色理念，推进全链条低碳转型。在清洁能源应用上，截至 2025 年末，公司屋顶分布式光伏设备装机容量 107.10MWp，屋面覆盖面积 103.9 万平方米，全年总发电量约 107.10 万度，采用“自发自用、余电上网”模式；2025 年完成 27 个园区充电站改造，累计建成 203 台充电桩。在绿色运营实践中，公司推广自然光、自然通风建筑设计，实施雨水回收系统。截至 2025 年末，张家港、惠州仲恺、佛山南海、宁波余姚、漳州角美等 9 个园区完成雨水回收改造，全年共节约用水 20267 吨、节约标煤 2898 吨、碳排放减排约 2387 吨、二氧化碳减排约 8752 吨。公司不断进阶绿色建筑设计，取得 1 个园区 LEED 银级认证、11 个园区一级绿色仓库认证、1 个园区三星级绿色仓库认证、4 个园区光伏并网。上海快仓零碳园区 2025 年 3 月获“杰出级”净零碳园区评价。7 月公司在昆山花桥宝湾物流园开展无人车配送试点，测试里程 1300 公里，探索园区低碳配送新模式。

社会责任方面，2025 年公司举办培训 1210 场，受培员工 368 名，累计参训 5760 人次，人均 15 次以上；搭建宝湾大学人才培养体系，实施“南山栋梁”高潜骨干培养项目，推动员工体检覆盖率 100%、五险一金和节日福利全覆盖。社区公益与乡村振兴领域，北京空港园区连续 9 年帮扶延庆区珍珠泉乡，累计资助 32.85 万元（2025 年公益捐款 3.65 万元）；嘉兴宝湾联合青蓝海义工站开展消防演练及社区共建，嘉善宝湾义务消防队赴康地饲料（嘉善）有限公司开展学习交流；各园区组建义务消防队，构建属地消防联防机制；宝湾供应链工会获评“情系劳动者关爱暖心人”奖。

公司治理方面，2025 年召开党总支委员会 32 次，审议重要事项 114 项，开展线上线下理论学习 40 余次；反腐倡廉培训覆盖员工 572 人次，发布警示教育类活动 84 条，反面案例警示教育比例 100%；发布《宝湾物流投资有限公司澄清证明管理办法》，建立公开举报与表彰流程，鼓励内外部举报。公司依托新南山控股 CASS-ESG6.0 框架，识别环境 5 项、社会 10 项、治理 7 项共 22 项核心议题，面向利益相关方开展实质性议题问卷调研。供应商管理推行分类分级与动态评价机制。公司建立以“零响应、零延迟”为核心的“总经理”客服中心，构建“总部一大区一园区”三级联动响应机制，客户投诉响应率和处理率均为 100%。行业参与方面，公司深度参与中国仓储与配送协会、中国物流与采购联合会等行业协会工作，承办第十一届中国资产证券化论坛年会及绿色仓储配送行业大会，引领可持续供应链建设。

十、外部支持

1 支持能力

公司股东实力强，支持能力强，招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）入主后的整合效果及对公司的实质性支持尚待观察。

公司股东南山集团前身是成立于 1982 年 9 月的中国第一家股份制企业，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型集团企业。截至 2026 年 3 月底，南山集团合并资产总额 729.29 亿元，所有者权益 234.99 亿元，资产规模大，具备很强的支持基础。

南山集团股权结构多元，第一大股东招商局南山实际控制人为招商局集团，第二大股东深圳市投资控股有限公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，第三大股东广东省环保集团有限公司实际控制人为广东省人民政府。2024 年 10 月招商局集团将南山集团纳入管理体系，对南山集团视同二级公司进行管理，后续公司作为南山集团的仓储物流核心业务的重要运营平台在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。

2 支持可能性

公司在资金方面获得股东的有力支持，但也需关注南山集团无实际控制人，股东支持意愿可能受股权结构变化的影响。

仓储物流为南山集团的重点发展方向。公司作为南山集团核心物流业务的重要物流园运营平台，在资金和担保等方面可获得股东支持的可能性大，截至 2025 年底，公司在南山集团及其旗下财务公司借款余额 28.09 元；贷款利率范围为 2.00%~2.80%，较同期 1 年期 LPR 下浮 70~130 个基点。从期限结构看，上述借款主要为长期借款，大部分借款到期日分布在 2028 年及以后，体现了股东支持的稳定性。历史上，南山集团及其关联方曾多次为公司银行借款提供担保，增强了公司的融资可获得性。随着公司自身信用实力增强及 REITs 等创新融资渠道的打通，对股东担保的依赖程度有所下降。

除南山集团外，公司另一重要股东基石贰号公司为平安系旗下投资平台，可在资本运作、融资渠道等方面提供支持。2021 年其以现金形式向公司增资 35.00 亿元，未来不排除其在再融资、资产证券化等方面继续提供支持的可能性。

十一、债券偿还风险分析

本期债项发行对公司现有债务结构影响较小。公司 2025 年经营活动净现金流和 EBITDA 对本期债项的保障能力很强。

本期债项发行规模 5.00 亿元，分别占公司 2025 年底长期债务和全部债务的 4.30%和 3.70%，对公司现有债务结构影响不大。以 2025 年底数据测算，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 64.70%、61.90%和 58.29%上升至 65.43%、62.75%和 59.31%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金将用于偿还有息债务，实际债务负担或将低于测算水平。

图表 16 • 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	121.41
经营现金流入/长期债务（倍）	0.19
经营现金/长期债务（倍）	0.09
长期债务/EBITDA（倍）	9.37

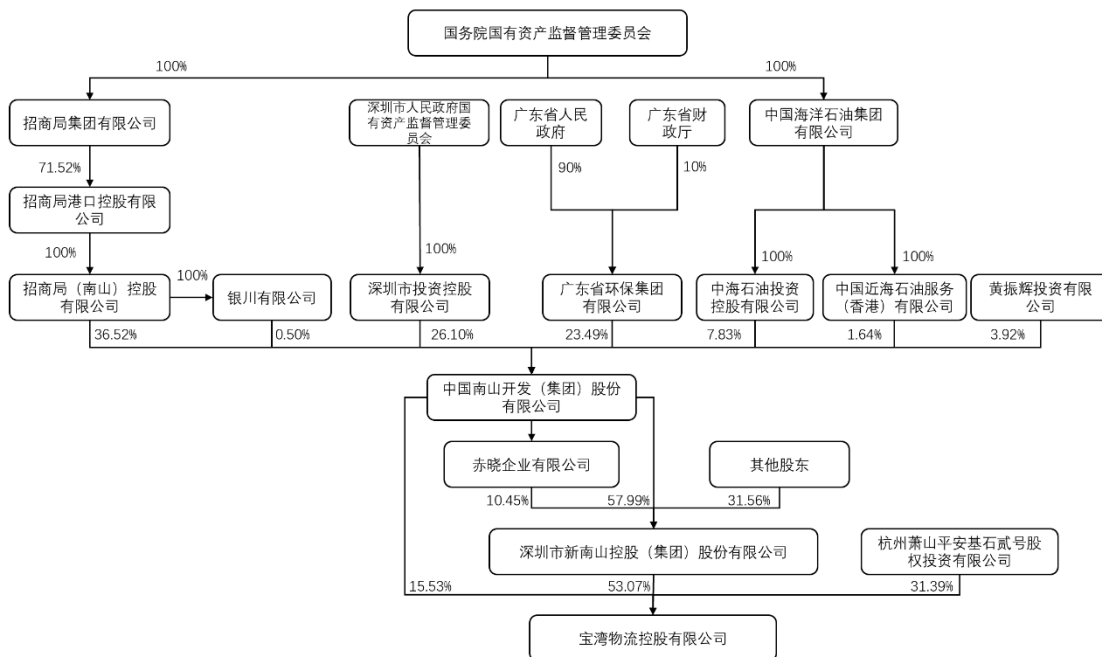
注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持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 AA⁺，本期债项信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

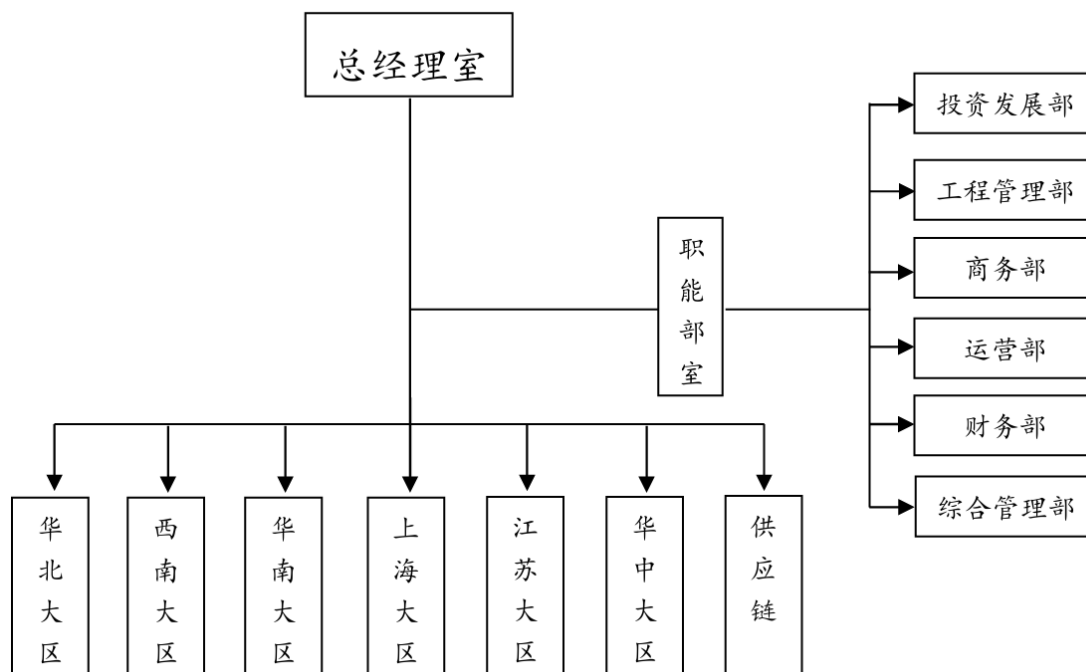
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.14	8.73	7.88	5.39
应收账款（亿元）	1.29	1.07	1.19	1.24
其他应收款（合计）（亿元）	0.72	0.55	0.61	0.59
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
长期股权投资（亿元）	1.76	5.62	6.77	6.80
固定资产（合计）（亿元）	46.86	52.35	47.36	46.66
在建工程（合计）（亿元）	23.85	10.37	20.41	21.15
资产总额（亿元）	235.61	239.83	235.93	232.48
实收资本（亿元）	36.44	36.44	36.44	36.44
少数股东权益（亿元）	1.49	1.60	1.23	1.23
所有者权益（亿元）	82.44	85.58	83.28	83.42
短期债务（亿元）	44.34	37.66	18.89	11.92
长期债务（亿元）	87.59	97.65	116.41	121.04
全部债务（亿元）	131.94	135.31	135.30	132.96
营业总收入（亿元）	18.36	19.43	18.62	4.39
营业成本（亿元）	9.12	10.46	10.70	2.48
其他收益（亿元）	0.17	0.04	0.09	0.02
利润总额（亿元）	2.88	8.08	1.53	0.39
EBITDA（亿元）	12.75	19.35	12.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	21.17	22.13	21.19	0.79
经营活动现金流入小计（亿元）	22.78	23.33	23.01	0.96
经营活动现金流量净额（亿元）	12.02	12.02	10.74	-1.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-34.91	-7.35	-8.72	-1.77
筹资活动现金流量净额（亿元）	18.09	-3.68	-2.84	-3.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.31	15.39	15.35	--
存货周转次数（次）	607.18	1045.49	1434.99	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	115.28	113.92	113.85	18.04
营业利润率（%）	41.00	35.21	31.54	32.38
调整后 EBITDA 利润率（%）	68.68	99.87	69.73	--
总资本收益率（%）	3.99	4.20	1.82	--
净资产收益率（%）	5.88	5.86	0.27	--
长期债务资本化比率（%）	51.51	53.29	58.29	59.20
全部债务资本化比率（%）	61.54	61.26	61.90	61.45
资产负债率（%）	65.01	64.32	64.70	64.12
流动比率（%）	21.40	26.62	40.80	44.74
速动比率（%）	21.38	26.61	40.78	44.73
经营现金流动负债比（%）	19.01	22.40	32.64	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.42	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	2.95	4.19	3.31	--
调整后 EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	4.20	3.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.35	6.99	10.44	--
全部债务/调整后 EBITDA（倍）	10.46	6.97	10.42	--

注：1. 公司 2023—2025 年数据均为期末数，公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 公司合并层面其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的计息债务已计入有息债务；3. “--”代表计算无意义或不适用数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.10	5.64	4.70	2.41
应收账款（亿元）	0.44	0.48	0.53	0.29
其他应收款（合计）（亿元）	77.03	67.76	66.05	60.37
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	105.83	109.59	114.18	116.61
固定资产（合计）（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	187.38	184.62	186.11	182.19
实收资本（亿元）	36.44	36.44	36.44	36.44
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	87.13	87.76	88.55	88.27
短期债务（亿元）	17.64	20.52	12.20	5.08
长期债务（亿元）	30.37	41.70	52.96	55.96
全部债务（亿元）	48.02	62.22	65.16	61.04
营业总收入（亿元）	0.77	0.53	0.53	0.13
营业成本（亿元）	0.35	0.30	0.23	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	2.11	2.70	3.34	-0.28
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.35	0.56	0.54	0.38
经营活动现金流入小计（亿元）	0.49	0.67	0.62	0.39
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.07	-0.21	0.06	0.11
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.36	1.61	3.93	2.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.75	1.11	-4.89	-5.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.48	1.14	1.05	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	45.05	106.25	101.88	297.49
营业利润率（%）	53.61	41.49	54.31	96.40
总资本收益率（%）	5.62	3.43	3.32	--
净资产收益率（%）	6.03	3.08	3.53	--
长期债务资本化比率（%）	25.85	32.21	37.42	38.80
全部债务资本化比率（%）	35.53	41.49	42.39	40.88
资产负债率（%）	53.50	52.46	52.42	51.55
流动比率（%）	128.16	133.95	175.67	191.40
速动比率（%）	128.16	133.95	175.67	191.40
经营现金流动负债比（%）	-0.11	-0.38	0.16	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.27	0.39	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2023—2025 年数据均为期末数，公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 公司本部债务未经调整；3. “--”代表计算无意义或不适用数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入 / 平均应收账款净额
存货周转次数 ⁴	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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入 × 100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ⁵ × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业总收入 × 100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA / 利息支出
全部债务 / 调整后 EBITDA	全部债务 / 调整后 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 ⁶	(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%
销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债	销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / 流动负债	经营活动现金流入 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入 / (流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本 / (平均存货净额+平均合同资产)

⁵ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额 × 100%

⁶ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计 × 100%

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

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。

宝湾物流控股有限公司（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。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。