



2023年立高食品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年立高食品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
立高转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：立高食品股份有限公司（以下简称“立高食品”或“公司”，股票代码：300973.SZ）为冷冻烘焙食品领域的头部企业，在渠道建设、产能布局、产品品类等方面具有一定的竞争优势，2023年销售规模稳步增长，现金回款情况较好；但中证鹏元也关注到，公司对单一客户依赖度仍较高，2023年公司盈利水平有所下滑，杠杆比率抬升，此外，公司在建产能规模较大，未来存在一定的产能消化风险，同时公司面临经销商管理压力和食品安全监管压力等风险因素。

评级日期

2024年6月25日

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：邱丽
qiul@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	39.04	39.40	28.55	25.33
归母所有者权益	25.02	24.72	21.20	19.86
总债务	9.78	9.57	1.42	0.69
营业收入	9.16	34.99	29.11	28.17
净利润	0.76	0.71	1.44	2.83
经营活动现金流净额	0.20	3.05	3.43	2.91
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.03	-1.46
EBITDA 利息保障倍数	--	6.66	186.39	1,791.56
总债务/总资本	27.98%	27.79%	6.26%	3.34%
FFO/净债务	--	16.81%	-22.01%	-37.46%
EBITDA 利润率	--	7.96%	10.36%	15.61%
总资产回报率	--	3.03%	6.59%	20.15%
速动比率	3.32	3.00	1.31	2.18
现金短期债务比	12.14	13.15	5.37	53.05
销售毛利率	32.59%	31.39%	31.77%	34.90%
资产负债率	35.50%	36.88%	25.46%	21.60%

注：2021-2023年公司净债务为负数。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司是冷冻烘焙食品领域头部企业，具备一定竞争优势。**冷冻烘焙食品在我国渗透率仍较低，未来行业发展空间较大，公司作为专注于冷冻烘焙食品领域龙头企业，奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规超过 1,000 种，产品品类丰富多样，营销网络遍布全国，且与优质客户沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）合作较为稳定。
- **公司收入稳步增长，现金回款情况较好。**2023 年受益于主要客户订单增长、公司新品有效导入的带动，以及公司商超、餐饮等渠道业务增速较好，全年实现营业收入 34.99 亿元，同比增长 20.22%；2023 年公司经营活动产生的现金流量净额 3.05 亿元，收现比上升至 1.14，现金回款情况较好。

关注

- **公司或将面临一定的产能消化风险。**受新增产能爬坡进度等因素影响，2023 年公司产能利用率水平一般，且公司仍在加快产能布局，在建生产基地较多，截至 2023 年末公司冷冻烘焙食品、奶油（含挞液的产能）在建产能分别为 0.86 万吨、3.6 万吨，占同期末冷冻烘焙食品、奶油实际产能的比重为 6.92%、52.55%；考虑到市场需求存在波动，未来新增产能或将面临一定的产能消化压力。
- **受计提的股份支付费用增加等影响，2023 年公司增收不增利，需持续关注期间费用、原材料价格等对公司盈利能力的影响。**2023 年公司股份支付费用、期间费用等同比增加较多，EBITDA 利润率和总资产回报率指标持续下滑，盈利能力有所减弱；公司直接材料占营业成本的比重接近 80%，油脂、面粉等主要原材料受大宗商品波动影响价格存在波动，进而影响公司盈利水平；此外，随着公司在建生产基地项目转固而产能利用率提升存在滞后性，折旧摊销增多导致单位制造成本上升，叠加公司向下游客户成本转嫁能力不强，公司利润空间或将受到压缩。
- **公司存在经销商管理压力，对单一客户依赖度仍较大。**截至 2023 年底，公司经销商数量超过 2,200 家，经销商规模较大；2023 年公司对第一大客户沃尔玛的销售占比为 26.75%，对单一客户依赖度仍较大。
- **公司面临食品安全管理压力。**食品安全对公司的生产经营至关重要，公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，未来需持续关注公司食品安全监管的压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司为冷冻烘焙领域的头部企业，拥有较为明显的先发优势和竞争优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	南侨食品	千味央厨	海融科技	立高食品
总资产	40.95	18.09	17.71	39.40
营业收入	30.83	19.01	9.55	34.99
净利润	2.33	1.33	0.90	0.71
销售毛利率	23.76%	23.70%	35.07%	31.39%
总资产报酬率	5.60%	10.59%	5.50%	2.89%
销售净利率	7.54%	6.97%	9.38%	2.02%
资产负债率	18.24%	32.80%	14.91%	36.88%
存货周转率(次)	4.40	7.06	3.67	8.36
应收账款周转率(次)	16.18	23.01	24.07	14.50

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元） ¹	上次评级日期	债券到期日期
立高转债	9.50	9.4998	2023-6-27	2029-3-6

注 1：此处为截至 2024 年 6 月 25 日债券余额。

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月发行6年期9.5亿元可转换公司债券，募集资金计划用于立高食品总部基地建设项（第一期）和补充流动资金。截至2024年3月31日，立高转债募集资金专项账户余额为1.86亿元（不含理财产品余额）。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年3月末，公司总股本16,934.02万股，一致行动人彭裕辉、赵松涛、彭永成直接和间接控制公司34.95%股份，以上三人为亲属关系，赵松涛为彭裕辉的姐夫，彭永成为彭裕辉的父亲，是公司控股股东和实际控制人，公司控股股东及实际控制人所持股份不存在质押、冻结等情形，公司股权结构图见附录二。

立高转债自2023年9月13日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为97.02元/股，目前最新转股价格为96.52元/股；根据公司公告，自2024年6月28日起，立高转债转股价格将调整为96.02元/股。截至2024年6月25日，立高转债未转股余额为94,997.82万元。

2023年，公司合并范围比上年增加1户；2024年1-3月，公司合并范围未发生变化。跟踪期内，公司合并范围变化情况具体如下：

表1 2023年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
立高奥喜多（广东）肉制品有限公司	82%	3,500.00	工业生产	新设

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业分析

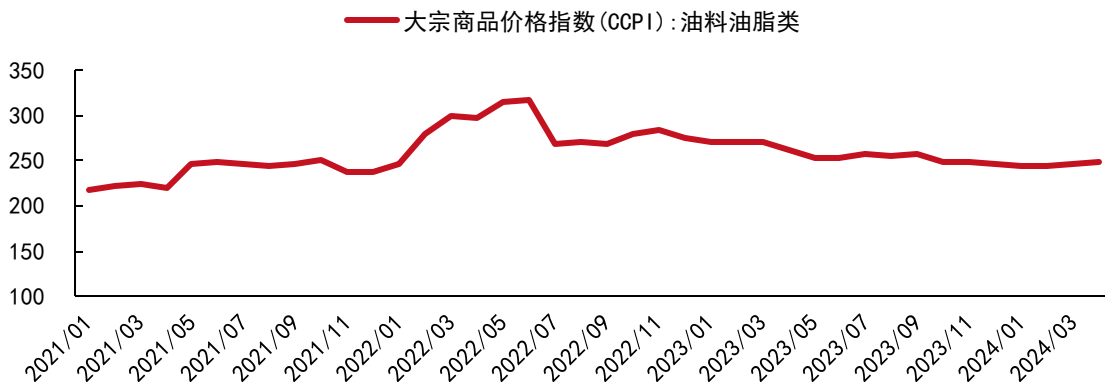
2023年我国烘焙食品行业市场规模稳步扩张，冷冻烘焙市场渗透率仍有较大提升空间，龙头企业竞争优势明显；2023年主要原材料油脂、面粉等价格震荡下行，烘焙食品企业成本压力小幅缓解，但油脂、面粉价格受大宗商品波动影响较大，未来仍面临一定的成本控制压力

随着城市化水平的不断推进、人民消费水平的提高，近年来我国烘焙食品行业得到了快速发展。烘焙食品因其美味、便捷、健康等优势，深受消费者喜爱，烘焙食品已经成为人们生活中不可或缺的一部分。根据公开数据，2023年我国烘焙食品行业市场规模达到近3,000亿元，并有望在2025年达到近3,600亿元，烘焙市场规模增长依然强劲。冷冻烘焙食品行业系烘焙食品行业的细分领域，冷冻烘焙通过“中央工厂模式”实现烘焙食品的标准化生产和规模效应，提高了生产效率和降低运营成本，且比起传统烘焙门店的手工作坊，具备更强的食品安全保障，能够有效降低食品安全问题的出现；同时，冷冻烘焙食品解冻后进行现场烘烤加热等加工后，产品新鲜度和口感与烘焙门店的现做现烤产品基本一致，甚至超过部分烘焙门店水平。

我国冷冻烘焙目前行业渗透率较低，预计未来有较大提升空间。由于起步较晚、饮食习惯等因素影响，冷冻烘焙在我国仍属小型市场，2020年我国冷冻烘焙食品的渗透率仅为10%，而2018年日本、北美的冷冻烘焙渗透率已分别达到31%与83%，我国冷冻烘焙行业的渗透率仍处于相对低位水平。由于冷冻烘焙在规模效益、生产效率、食品安全等方面相较传统烘焙具有明显优势，在企业降本增效、餐饮门店连锁化、新式消费场景兴起等因素带动下，预计我国冷冻烘焙食品渗透率未来有较大的提升空间。首先，使用冷冻烘焙食品一方面可以减少后厨面积、降低房租成本，另一方面可以一定程度上降低对烘焙师傅的要求标准，降低人工成本；其次，冷冻烘焙企业可以按照标准化的程序向各个连锁门店提供冷冻烘焙相关标准化食材与半成品，符合连锁餐厅特色化、标准化与统一化的特点，餐厅连锁化趋势有望带动我国冷冻烘焙食品需求增加；此外，近年来我国西式快餐、咖啡与现饮茶饮市场规模持续增长，“烘焙+咖啡”、“烘焙+茶饮”组合在市场中广受消费者欢迎，“烘焙+”消费场景兴起，带动冷冻烘焙食品需求增加。未来随着我国冷冻烘焙食品技术的进步及冷链运输的发展，尤其是在消费结构升级、企业降本增效等因素的带动下，我国冷冻烘焙食品行业将迎来更广阔的发展空间。

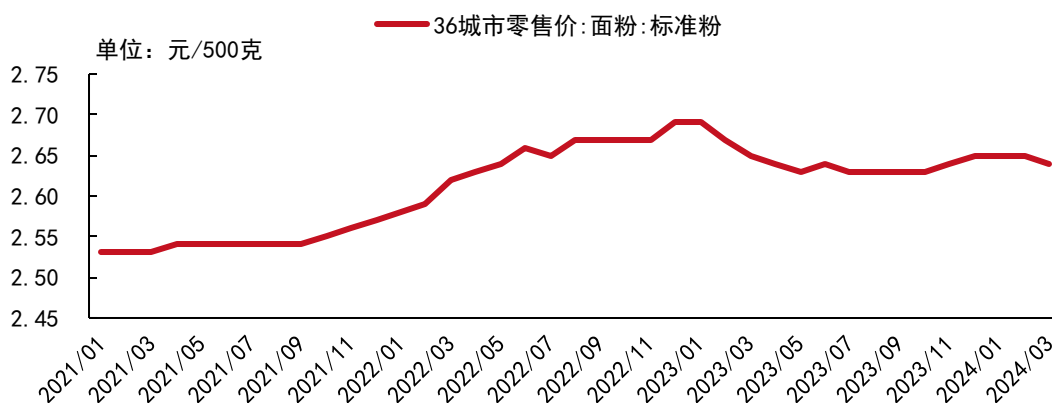
从国内竞争格局来看，行业中绝大部分企业处于长尾竞争状态，行业龙头的竞争优势相对明显。我国冷冻烘焙行业起步较晚，且对技术和初始投入存在较高要求，需要较长的时间周期和较高的资金成本，存在一定技术壁垒、资金壁垒、营销网络和服务壁垒。公开数据显示，2021年我国冷冻烘焙行业市场份额排名前三的公司分别为立高食品、恩喜村与鑫万来，市场占有率合计为32.6%，其中立高食品的市场占有率为15.5%，目前已在市场中形成了一定的品牌影响力，竞争优势相对明显。对于冷冻烘焙行业来说，规模领先意味着更低的生产成本、更高的研发效率，且当下供应链建设、国外设备进口及安装调试的门槛越来越高，未来存在相当大的行业集中度提升空间。

烘焙食品以面粉、油脂、糖类、奶油、鸡蛋等为主要原材料，其中油脂成本占比最高。2023年上半年油脂价格震荡下跌，主要系受宏观消费情绪、欧洲菜油价格下跌等影响，消费端总体走弱；下半年油脂价格整体表现为区间震荡，消费端尽显疲态，整体供强需弱的格局下保持震荡偏弱的走势。油料方面，由于巴西的创纪录产量弥补了阿根廷的减产，南美整体大豆产量并未减少，且巴西因为仓储能力的限制而面临销售压力，以巴西为主的国际大豆出口报价下跌带跌了全球大豆价格；整体上供给好转和消费走弱同频的预期下也持续压制国内蛋白价格走势。

图 1 油料油脂类 CCPI 走势


资料来源：同花顺，中证鹏元整理

2023年我国面粉价格总体震荡趋弱。2023年上半年面粉零售价大幅向下调整，较年初下跌明显，主要系年初托市小麦投放使得供应充足，而消费支撑不足导致供需失衡状态；三季度面粉价格阶段性上涨，年底震荡趋弱，主要是夏季降雨导致市场担忧，提升了企业采购焦虑，但随着市场需求转为平稳，面粉价格在反复震荡两个多月后，年度逐步下行。

图 2 36城市标准面粉零售价走势


资料来源：同花顺，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司深耕冷冻烘焙食品行业多年，系专注于该领域的龙头企业，经过多年积累和有效资本运作，公司加大产能布局，构建了强大的销售网络，不断丰富产品品类，形成了明显的竞争优势，2023年公司业务规模实现稳步增长

公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，产品主要包括麻薯、挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品，以及奶油、水果制品、酱料、油脂、肉松制品等烘焙用原料。公司产品类型众多，规格多样，产品品规总量超过1,000种。2023年受益于大客户订单量增加、公司新

品有效导入的带动，以及公司商超、餐饮等渠道业务增速较好，全年实现营业收入34.99亿元，同比增长20.22%。

毛利率方面，2023年公司销售毛利率为31.39%，同比变动较小，2024年一季度毛利率小幅提升，主要系当期产能利用率有所提升，叠加采购策略优化、采购均价有一定下降所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
冷冻烘焙食品	5.59	61.01%	31.00%	22.11	63.18%	30.49%	17.84	61.29%	32.62%
奶油	2.07	22.64%	38.51%	6.54	18.70%	39.03%	5.13	17.61%	35.16%
水果制品	0.41	4.48%	34.38%	1.87	5.35%	28.41%	2.05	7.03%	29.03%
酱料	0.51	5.56%	28.79%	2.33	6.66%	23.37%	1.97	6.78%	20.63%
其他	0.58	6.31%	28.74%	2.14	6.11%	28.70%	2.12	7.29%	29.34%
合计	9.16	100.00%	32.59%	34.99	100.00%	31.39%	29.11	100.00%	31.77%

注：其他收入主要包括挞液、休闲食品、烘焙巧克力、起司馅等产品收入。

资料来源：2022-2023年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

2023年公司冷冻烘焙食品和奶油的实际产能有所增加，产能利用率水平总体一般，未来在建项目竣工后公司产能将大幅增加，需持续关注新增产能消化及预期经济效益的实现情况；公司在建项目仍存在较大的资金缺口，未来需持续关注未来公司自身造血能力、再融资能力以及资金平衡情况

截至2023年底，公司已华南的佛山三水、广州增城和南沙、华东的浙江长兴、华北的河南卫辉等地先后投资建立了生产基地。2023年公司产能增加较多，其中冷冻烘焙食品实际年产能增加1.43万吨，主要系华东生产基地新增多条冷冻烘焙产线投入使用；奶油实际年产能增长1.71万吨，但产能利用率有所下滑，主要系2023年公司新增UHT稀奶油生产线，自主研发生产的新产品稀奶油360PRO顺利上市，新产线存在产能爬坡期，投产初期产能利用率相对较低；水果制品实际年产能增长0.4万吨，但产量下降0.17万吨，产能利用率下滑幅度较大，主要系公司对部分水果制品产能进行转移并升级，使水果制品产能集中在佛山三水；酱料实际产能无变化，公司与重要餐饮客户合作稳定。

截至2023年末，公司冷冻烘焙食品在建年产能0.86万吨；奶油（含挞液的产能）在建年产能3.6万吨。需要关注的是，未来随着在建项目竣工，公司冷冻烘焙食品和奶油的产能将大幅提升，若市场需求增长不及预期，公司未来可能面临较大的产能消化压力。

表3 公司主要产品的产能利用率（单位：吨）

项目	2023年	2022年
实际年产能	123,500.00	109,200.00
产量	88,476.07	76,539.98
产能利用率	71.64%	70.09%
销量	90,678.42	76,300.35
其中：外购产品	45.24	142.63
产销率	102.44%	99.50%

奶油	实际产能	68,500.00	51,400.00
	产量	48,975.62	39,801.95
	产能利用率	71.50%	77.44%
	销量	46,315.96	38,030.59
	其中：外购产品	81.77	1,343.67
	产销率	94.40%	92.17%
水果制品	实际年产能	17,200.00	13,200.00
	产量	11,642.46	13,309.98
	产能利用率	67.69%	100.83%
	销量	11,753.73	12,750.59
	其中：外购产品	18.00	6.23
	产销率	100.80%	95.75%
酱料	实际年产能	28,500.00	28,500.00
	产量	20,991.04	17,114.23
	产能利用率	73.65%	60.05%
	销量	20,733.14	16,567.11
	产销率	98.77%	96.80%

注：产销率的计算扣除了外购产品。

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司在建项目主要系IPO募投项目和立高转债募投项目。受部分产线调整、建设方案优化、产能整合及转移等因素影响，公司部分IPO募投项目、本期可转债募投项目建设进度不达预期。需持续关注公司募投项目建设进展及预期收益实现情况。

截至2023年末，公司在建项目预计总投资38.50亿元，累计已投资12.42亿元，尚需投资26.08亿元，其中可以动用的募集资金10.48亿元，尚有15.60亿元资金缺口。资金缺口主要来自于立高食品总部基地建设项目以及华东生产基地建设及技改项目。考虑到项目建设周期较长，且公司主营业务现金生成能力和盈利能力较好，建设资金缺口可部分通过公司日常经营积累解决，此外，截至2024年3月末公司有24.52亿元银行授信额度尚未使用。整体看，公司未来仍面临较大的资金压力，需持续关注公司未来经营业绩变动可能对公司造血能力和再融资能力的影响以及资金平衡情况。

表4 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	规划总投资	其中：募集资金计划总投资	累计已投资金额	其中：募集资金已投资金额	备注
三水生产基地扩建项目	38,243.00	28,027.94	28,001.86	25,361.65	
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	40,300.00	19,558.39	36,648.72	19,459.52	IPO 募投项目
华东生产基地建设及技改项目	101,344.49	43,685.15	26,805.43	11,866.35	
立高食品总部基地建设项目	205,100.00	71,000.00	32,721.03	753.66	立高转债募投项目
合计	384,987.49	162,271.48	124,177.04	57,441.18	

注：随着项目持续投入，公司修改卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目规划总投资为4.03亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采取经销与直销相结合的销售模式，2023年直销渠道收入增长较快；公司营销网络遍布全国，

且与优质客户沃尔玛合作较稳定；同时，公司经销商规模庞大，且对单一客户依赖度仍较高，需关注经销商管理压力及与大客户合作的稳定性

公司终端客户以烘焙门店为主，并覆盖饮品店、商超、餐饮、便利店等客户，公司采取经销与直销相结合的主要销售模式，直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，并补充少量线上电商及线下零售业务。2023年公司经销与直销模式下营业收入占比分别为56%和43%，经销收入仍占主流，直销收入占比增长了8.26个百分点，增长明显，主要系公司在核心商超渠道收入增长较快，且餐饮及新零售渠道客户收入有所增长。

从销售区域来看，公司构建了遍布全国的销售网络，其中华南、华东地区为仍为公司最主要的销售区域，2023年华南和华东地区贡献的营业收入占比约七成。截至2023年末，公司合作的经销商数量超过2,200家，直销客户超过600家，同时公司的销售人员千人左右。公司经销商规模庞大，若公司对经销商的管理未及时跟上业务扩张步伐，可能会出现市场秩序混乱、产品销售受阻的情况，从而对公司的竞争能力和经营业绩造成不利影响。

2023年，公司前五大客户销售金额合计11.33亿元，对公司年度销售额占比为32.39%，较上年有所上升；其中对沃尔玛的销售额为9.36亿元，占公司年度销售额比例为26.75%，较上年增长明显。整体看，2023年公司客户集中度和单一客户依赖度较上年均有一定上升，公司对沃尔玛的单一客户依赖度仍较高。

公司营业成本中直接材料占比高，2023年油脂、面粉等主要原材料价格下降，主要原材料价格受大宗商品影响存在波动，仍需持续关注主要原材料价格波动情况以及公司成本转嫁能力对产品盈利的影响

公司营业成本主要包括直接材料、直接人工和制造费用，2023年公司直接材料占营业成本比重为77%，较上年基本不变，公司营业成本结构较为稳定。

公司采购的原材料主要包括油脂、乳制品、糖类、水果、面粉等。从公司2023年主要原材料采购情况来看，油脂、乳制品的平均采购单价下降较多，分别同比下降17.33%和22.11%，面粉、糖类采购均价与上年基本持平，水果采购均价小幅上涨。原材料价格波动主要系受上游市场供需影响，公司采购价格与其市场价格走势基本一致，仍需持续关注主要原材料价格波动以及公司成本转嫁能力对公司盈利能力的影响。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：元/KG、万元）

项目	2023年			2022年		
	采购金额	占采购总额比例	采购单价	采购金额	占采购总额比例	采购单价
油脂	35,627.41	19.51%	10.16	35,974.93	22.95%	12.29
乳制品	36,500.83	19.99%	23.75	18,388.06	11.73%	30.49
糖类	11,734.98	6.43%	4.44	9,827.08	6.27%	4.01
水果	8,482.59	4.64%	16.78	8,300.55	5.29%	14.94

面粉	12,147.39	6.65%	4.06	10,940.71	6.98%	4.09
合计	104,493.20	57.22%		83,431.33	53.22%	

注：原材料采购总额不含成品采购。

资料来源：公司提供

公司根据生产计划和市场情况储备合理库存，主要通过向合格供应商询价对比的方式确定采购价格，也正逐步通过邀请招标等方式来进行定价。对部分定制原料，公司一般与厂商通过协商谈判的方式确定采购价格。对面粉、油脂、糖类等主要原材料和大宗原料，公司会结合市场行情，对预计价格上涨的原材料与供应商提前达成协议，确定接下来几个月的采购价格，分批进行采购。公司每年对油、糖、面粉、乳制品等主要原材料采购量较大，且品类众多，因此，公司一般选取距离较近供应商或供应商在临近地区拥有仓库，并要求供应商快捷、分批配送，以尽可能利用供应商的库存能力。公司一般与供应商签订年度采购框架合同，再通过具体订单的方式向供应商进行采购。公司与供应商之间主要采取银行转账按月结算的支付方式，对于某些少量采购的原材料和进口代理产品则以预付方式付款。

2023年公司向前五大供应商采购金额占总采购金额比重为23.25%，采购集中度较上年变化不大，对第一供应商的采购金额占比为8.20%，公司对供应商的集中度风险和单一供应商依赖度风险仍较低。

食品安全对公司的生产经营影响至关重要，公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力

随着消费者对食品安全的要求与日俱增，食品安全问题也日益受到监管部门和社会舆论的高度关注，食品安全对公司的生产经营影响是至关重要的。公司作为一家食品行业的生产和销售企业，依法合规开展经营活动，公司及下属处于从事生产销售活动的分公司和子公司均取得了相应的食品生产许可证或食品经营许可证，且许可证目前均在有效期内。公司建立了严格的食品安全和质量控制体系，覆盖采购、生产、存储运输、销售全流程。此外，公司建立了食品安全的可追溯控制体系，包括对原辅料、过程产品、成品、生产设备及检验、测量和试验设备进行适当标识，并进行区分，以追溯到产品的来源（原辅料），加工过程（半成品、检验状态、成品）和产品交付后的使用场所，若遇到突发事件时，易对相关问题追踪并进行适当处理。

公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力。

六、财务分析

财务分析基础说明

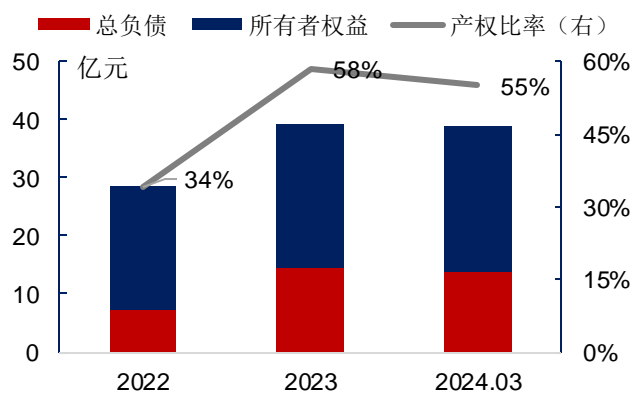
以下分析基于公司公开披露的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增1家新设立子公司纳入合并范围；2024年1-3月，公司合并范围未发生变化。

资本实力与资产质量

2023年随着立高转债成功发行，公司杠杆比率提升较快；公司资产规模保持增长，固定资产和在建工程投入仍较大，应收账款和存货周转效率有所提升，账面货币资金较为充裕，受限资产占比较低，公司整体资产质量尚可

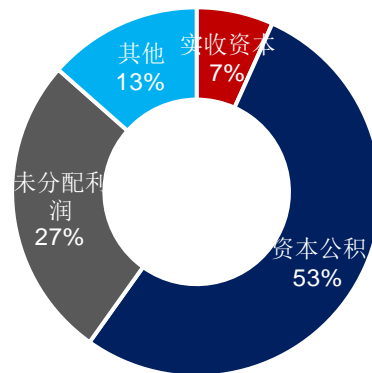
公司的所有者权益主要构成系资本公积和未分配利润，自公司2021年上市以来，随着公司的经营积累，公司的所有者权益保持增长，公司资本实力有所增强；2023年末所有者权益同比增长16.87%，主要来源于“立高转债”权益成分，2023年末其他权益工具余额2.46亿元，此外，2023年实施股权激励计划导致的资本公积增加1.11亿元。2023年末公司总负债大幅上升主要由于当年发行9.50亿元可转换公司债券，形成应付债券7.29亿元、其他权益工具2.46亿元，导致公司产权比率大幅提升，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年，随着公司可转换公司债券成功发行、实施员工股权激励计划，公司资产规模增长较快。公司资产主要由固定资产、货币资金、在建工程、存货等构成。

公司货币资金主要系银行存款，2023年末公司货币资金同比大幅增加，主要系公司成功发行9.5亿元可转换公司债券所致；此外，2023年末公司新增交易性金融资产2.54亿元，系银行理财产品，资金主要来源于立高转债募集资金。2023年末，公司应收账款账面余额2.30亿元，较上年末有所减少，主要系销售回款所致；2023年末公司应收账款前五大客户占比68.68%，其中对沃尔玛的应收账款余额1.32亿元，占比57.22%，其余应收账款较为分散。公司应收账款账龄主要集中在1年以内，2023年应收账款周转天数为25天，周转效率较上年有所提升。考虑到沃尔玛资质较好，公司的应收账款回收风险较为可控。截至2024年3月末，公司应收账款规模有所上升。公司存货主要构成仍系库存商品和原材料，2022年末受春节备货影响，公司存货水平较高，2023年末为正常生产备货，公司存货规模有所下降。2023年公司存

货周转天数43天，同比下降11天，存货周转效率有所提升。

公司固定资产主要系机器设备和生产厂房等，2023年末同比增长34%，主要系三水生产基地扩建项目、卫辉市冷冻西点及蛋糕面包食品生产基地建设项目部分建成转入固定资产所致。公司在建工程主要系IPO募投项目和本期可转债募投项目，2023年公司在建工程账面价值3.03亿元，较上年末有所减少，主要系因部分项目转入固定资产。公司无形资产仍主要系土地使用权，2023年末公司无形资产账面价值3.21亿元，同比小幅增长，主要系本期从在建工程转入0.56亿元软件所致。

受限资产方面，截至2023年末，公司货币资金存在0.06亿元保证金等受限资金，公司受限资产规模较小。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.23	21.08%	10.61	26.92%	5.32	18.63%
交易性金融资产	3.44	8.80%	2.54	6.44%	0.00	0.00%
应收账款	2.68	6.86%	2.18	5.52%	2.65	9.28%
存货	2.78	7.13%	2.62	6.65%	3.12	10.93%
流动资产合计	18.72	47.95%	19.77	50.18%	11.99	41.99%
固定资产	10.77	27.59%	10.65	27.02%	7.94	27.81%
在建工程	3.37	8.64%	3.03	7.69%	3.86	13.53%
无形资产	3.18	8.16%	3.21	8.15%	2.87	10.06%
非流动资产合计	20.32	52.05%	19.63	49.82%	16.56	58.01%
资产总计	39.04	100.00%	39.40	100.00%	28.55	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

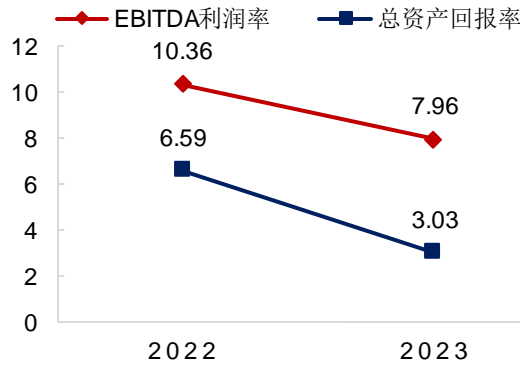
2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率指标持续下滑，公司盈利能力有所减弱，未来需持续关注下游需求变动、原材料价格波动以及新增产能消化等因素对公司盈利能力修复的影响

跟踪期内公司仍主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，主营产品包括冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料等。2023年受益于大客户订单增加、公司新品有效导入的带动，以及公司商超、餐饮等渠道业务增速较好，全年实现营业收入34.99亿元，同比增长20.22%。

盈利能力方面，2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率持续下滑，主要原因在于2023年公司费用同比增长偏高，利润水平受到拖累，具体而言：（1）2023年因终止实施股票激励导致剩余期间股份支付费用全部加速提取，导致股份支付费用大幅增加，其中计入经常性损益的股份支付费用为5,456.57万元；（2）随着公司业务增长，租赁中转仓增多及相关调拨费用增长，同时业务推广费用、研发费用均有所增长；（3）2023年公司新品上市数量较多，产能爬坡及生产磨合阶段单件成本偏高，相应计提

存货跌价损失3,110.40万元。此外，2023年3月公司发行立高转债9.5亿元，计提利息支出导致财务费用增加。2023年公司期间费用率为27.66%，较2022年增长3.32个百分点。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司经营净现金流有所下降，现金回款情况较好；受立高转债发行影响，2023年公司杠杆水平有所抬升，总体偿债压力不大

2023年随着可转债成功发行，公司负债总额增长至14.53亿元，其中总债务规模达到9.57亿元。2023年公司新增债务主要是7.29亿元应付债券、0.88亿元长期借款，其中长期借款主要包括中信银行的保证借款和信用借款。

其他负债方面，占比较高的主要系应付账款，截至2023年末公司应付账款余额2.64亿元，同比有所下降；公司对部分经销商和直销客户采用先款后货的信用政策，因此账面存在一定规模的合同负债；公司其他应付款主要系尚未支付的广告费、咨询费以及计提的客户返利等。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.78	5.63%	0.77	5.31%	0.85	11.70%
应付账款	2.17	15.66%	2.64	18.17%	3.50	48.08%
合同负债	0.24	1.74%	0.35	2.38%	0.49	6.70%
应付职工薪酬	0.45	3.22%	0.72	4.93%	0.70	9.66%
其他应付款	0.62	4.44%	0.60	4.16%	0.58	7.96%
流动负债合计	4.81	34.69%	5.71	39.32%	6.75	92.82%
长期借款	1.04	7.54%	0.88	6.03%	0.00	0.00%
应付债券	7.37	53.20%	7.29	50.18%	0.00	0.00%
租赁负债	0.41	2.94%	0.41	2.80%	0.43	5.98%

非流动负债合计	9.05	65.31%	8.82	60.68%	0.52	7.18%
负债合计	13.86	100.00%	14.53	100.00%	7.27	100.00%
总债务合计	9.78	70.59%	9.57	65.87%	1.42	19.54%
其中：短期债务	0.96	6.92%	1.00	6.86%	0.99	13.56%
长期债务	8.82	63.68%	8.57	59.01%	0.43	5.98%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023 年公司经营活动产生的现金流净额为正但规模有所下降，主要受付现期间费用增加影响；2023 年由于计提股份支付费用等费用增加，同时债务增长导致利息支出增加较多，FFO 降为负数；公司 2022 年、2023 年净现比（经营活动产生的现金流量净额/净利润）分别为 2.39、4.30，盈利质量较高；此外，公司 2023 年经营活动现金流净额 3.05 亿元，收现比上升至 1.14，现金回款情况较好。

偿债指标方面，受 2023 年成功发行可转债影响，公司资产负债率明显上升，但公司现金盈余充足，净债务仍为负，因此净债务/EBITDA、经营活动现金流/净债务持续为负，2023 年公司偿债能力仍较强。2023 年公司 EBITDA 小幅下降，主要由于本年股份支付费用、期间费用大幅增加，叠加债务增长导致财务费用增加较多等原因所致，因此 EBITDA 利息保障倍数同比大幅降低。

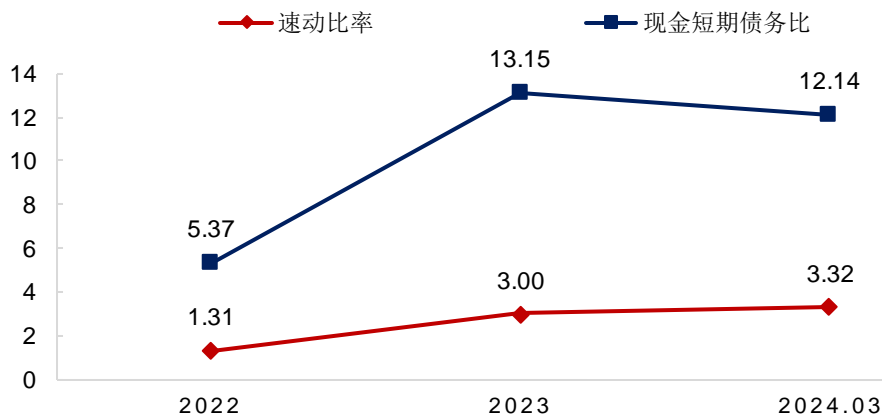
综合来看，2023 年公司盈利质量仍较好，杠杆比率有所上升，总体偿债压力不大。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.20	3.05	3.43
FFO（亿元）	--	-0.43	0.68
资产负债率	35.50%	36.88%	25.46%
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	6.66	186.39
总债务/总资本	27.98%	27.79%	6.26%
FFO/净债务	--	16.81%	-22.01%
经营活动现金流净额/净债务	-12.58%	-118.55%	-110.64%
自由现金流/净债务	68.70%	31.40%	76.14%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，2023 年随着公司现金类资产大幅增加，现金短期债务比指标大幅上升，速动比率也有所上升；总体来看，公司现金短期债务比水平较高，流动性指标表现较好。同时，公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，可以通过发债、增发股票、银行授信等方式融资，公司融资弹性较好。

图 6 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境因素

根据公司于 2024 年 6 月 14 日出具的说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据公司于 2024 年 6 月 14 日出具的说明，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故的情形，但 2022 年公司存在 3 起与食品安全相关的行政处罚，情节相对较轻，处罚金额较小，公司收到行政处罚决定书后，对相关问题进行了整改，及时缴纳了罚款和违法所得，并加强相关专项培训。整体看，上述行政处罚对公司的生产经营的影响不大。

公司治理

治理结构方面，公司是深圳证券交易所创业板上市的公众公司，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律法规的要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理体系及对对应议事规则和决策程序。自 2021 年上市以来，公司实际控制人一直未变。公司董事会由 6 名董事组成，其中董事长 1 名、副董事长 1 名、独立董事 2 名；监事会由 3 人组成，设监事会主席 1 人。公司组织架构图见附录三。

控制权方面，截至 2024 年 3 月末，公司一致行动人彭裕辉、赵松涛、彭永成直接和间接控制公司 34.95% 股份，持股比例较低，公司股权相对分散，需关注公司实际控制人的稳定性及其对公司经营管理的影响。

人事变动方面，跟踪期内公司实际控制人、核心技术人员等均未发生变动，原独立董事黄伟成、黄劲业因连续担任公司独立董事满六年而离任，董事会选举陈莹、梁晨为独立董事；原财务总监梁培玲因个人原因离职，公司董事会同意聘任王世佳任公司财务总监。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年5月31日）及重要子公司河南立高食品有限公司（2024年5月30日）、广州奥昆食品有限公司（2024年6月3日）、广东立高食品营销有限公司（2024年5月31日）、浙江奥昆食品有限公司（2024年5月30日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网查询信息，截至2024年6月17日，中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2024年3月末，公司无对外担保情形。

八、结论

我国烘焙行业的市场规模持续增长，冷冻烘焙市场未来发展空间较大。公司是国内较早从事冷冻烘焙食品生产与销售的企业，作为专注于冷冻烘焙食品领域的上市公司，经过多年发展和有效资本运作，公司在产品品类、销售网络、业务规模以及产能布局等方面构筑了较强的竞争壁垒。2023年公司销售规模稳步增长，盈利质量仍较好且公司现金较充足，融资弹性较好，目前偿债压力不大。中证鹏元也注意到，近年公司加快产能布局，在建生产基地较多，资本开支较大，而市场需求存在一定波动，未来新增产能或将面临一定的消化不足风险。同时，原材料价格波动和生产基地折旧摊销带来较大的成本控制压力，对公司盈利能力的影响或有一定持续性。整体而言，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“立高转债”的信用等级为AA-。

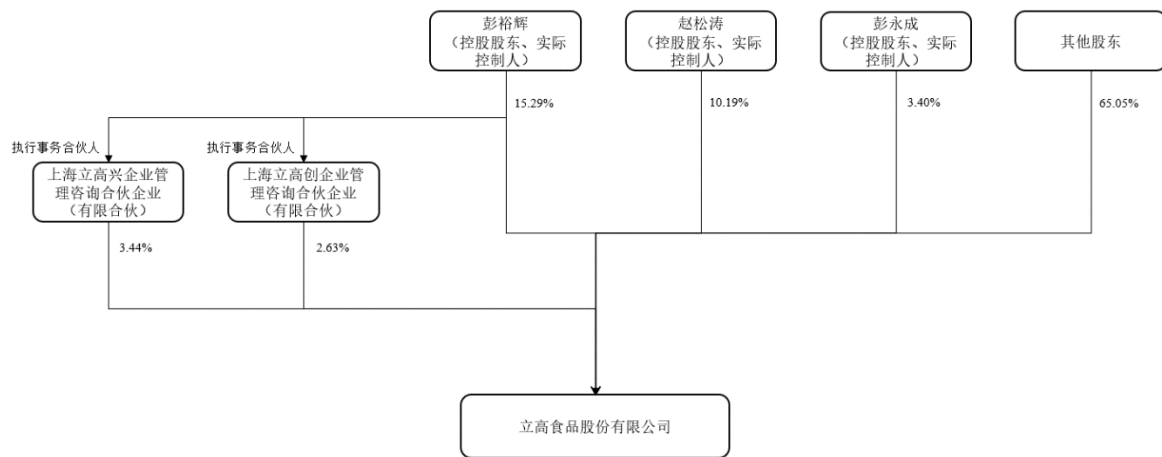
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.23	10.61	5.32	7.84
交易性金融资产	3.44	2.54	0.00	0.00
应收账款	2.68	2.18	2.65	2.00
存货	2.78	2.62	3.12	2.82
流动资产合计	18.72	19.77	11.99	13.33
固定资产	10.77	10.65	7.94	5.25
在建工程	3.37	3.03	3.86	3.13
无形资产	3.18	3.21	2.87	1.56
非流动资产合计	20.32	19.63	16.56	12.00
资产总计	39.04	39.40	28.55	25.33
短期借款	0.78	0.77	0.85	0.00
应付账款	2.17	2.64	3.50	2.36
流动负债合计	4.81	5.71	6.75	4.83
长期借款	1.04	0.88	0.00	0.00
应付债券	7.37	7.29	0.00	0.00
租赁负债	0.41	0.41	0.43	0.54
非流动负债合计	9.05	8.82	0.52	0.65
负债合计	13.86	14.53	7.27	5.47
总债务合计	9.78	9.57	1.42	0.69
其中：短期债务	0.96	1.00	0.99	0.15
所有者权益	25.18	24.87	21.28	19.86
营业收入	9.16	34.99	29.11	28.17
营业利润	0.95	0.98	1.78	3.56
净利润	0.76	0.71	1.44	2.83
经营活动产生的现金流量净额	0.20	3.05	3.43	2.91
投资活动产生的现金流量净额	-2.14	-7.08	-5.79	-7.12
筹资活动产生的现金流量净额	-0.41	9.29	-0.18	10.00
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.78	3.02	4.40
FFO（亿元）	--	-0.43	0.68	2.41
净债务（亿元）	-1.61	-2.57	-3.10	-6.44
销售毛利率	32.59%	31.39%	31.77%	34.90%
EBITDA 利润率	--	7.96%	10.36%	15.61%
总资产回报率	--	3.03%	6.59%	20.15%
资产负债率	35.50%	36.88%	25.46%	21.60%
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.03	-1.46

EBITDA 利息保障倍数	--	6.66	186.39	1,791.56
总债务/总资本	27.98%	27.79%	6.26%	3.34%
FFO/净债务	--	16.81%	-22.01%	-37.46%
经营活动现金流净额/净债务	-12.58%	-118.55%	-110.64%	-45.27%
自由现金流/净债务	68.70%	31.40%	76.14%	65.73%
速动比率	3.32	3.00	1.31	2.18
现金短期债务比	12.14	13.15	5.37	53.05

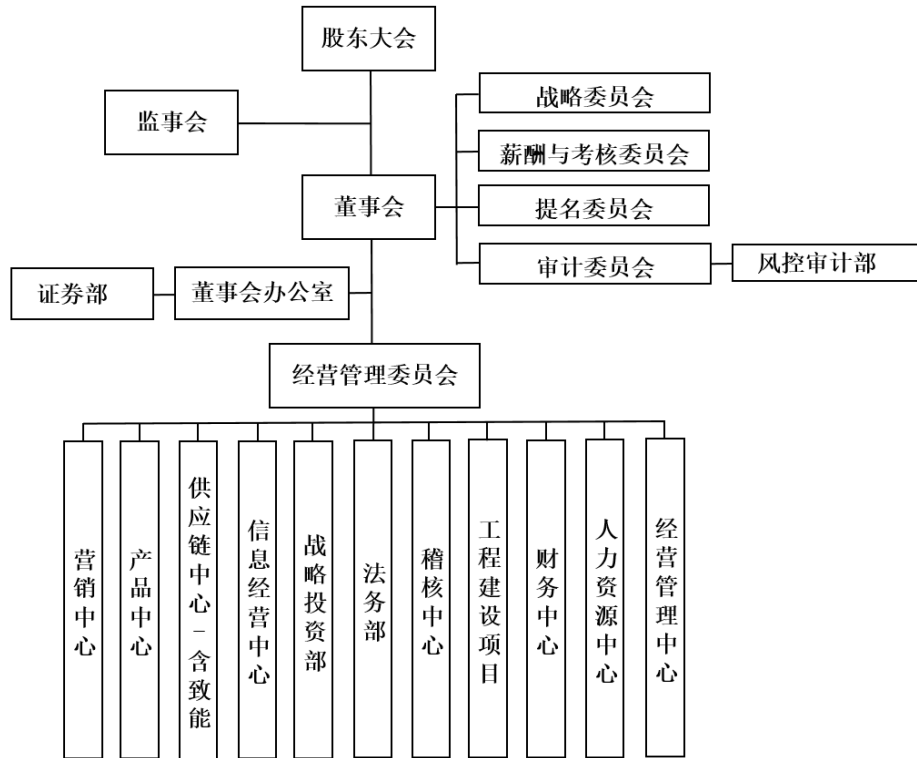
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州奥昆食品有限公司	6,000.00	100%	食品生产，食品销售
广州昊道食品有限公司	500.00	100%	食品生产，食品销售
佛山市立高食品有限公司	1,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江立高食品有限公司	5,000.00	100%	食品生产，食品销售
河南立高食品有限公司	10,000.00	100%	食品生产，食品销售
广州致能冷链物流有限公司	5,000.00	100%	低温仓储、城市配送运输服务等
湖州奥昆食品有限公司	1,000.00	100%	食品生产，食品销售
河南奥昆食品有限公司	10,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江奥昆食品有限公司	6,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江昊道食品有限公司	1,500.00	100%	食品生产，食品销售
广州立源食品有限公司	500.00	100%	工业生产
广东立澳油脂有限公司	5,000.00	67%	工业生产
佛山奥昆食品有限公司	5,000.00	100%	工业生产
广东立高食品营销有限公司	1,000.00	100%	销售
广东立高茶饮科技有限公司	500.00	100%	工业生产
立高食品株式会社	JPY¥900.00	100%	研发
LIGAO FOODS USA INC	\$100.00	100%	销售
立高奥喜多（广东）肉制品有限公司	3,500.00	82%	工业生产

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。