



# 2020年宏辉果蔬股份有限公司公开发行可 转换公司债券2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2020年宏辉果蔬股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023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
宏辉转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑宏辉果蔬股份有限公司（以下简称“宏辉果蔬”或“公司”，股票代码：603336.SH）作为国内专业的果蔬行业服务商，保持一定的果蔬产业链一体化优势；同时中证鹏元也关注到公司主要水果销售价格受线上销售竞争影响，销售毛利率下滑导致盈利水平持续承压，存货及应收账款规模较大且持续增长对营运资金占用较多，并面临资产损失风险，现金短期债务比持续处于较低水平、短期债务及资金压力较大等风险因素。

## 评级日期

2023年5月23日

## 联系方式

项目负责人：林心平  
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚  
cheng@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	17.61	17.79	15.95	15.11
归母所有者权益	11.51	11.42	10.92	10.71
总债务	5.51	5.58	4.32	3.74
营业收入	2.46	11.33	9.74	9.64
净利润	0.09	0.46	0.47	0.73
经营活动现金流净额	0.37	-0.39	-0.18	0.24
净债务/EBITDA	--	6.61	4.54	2.14
EBITDA 利息保障倍数	--	3.39	4.51	6.42
总债务/总资本	32.28%	32.71%	28.30%	25.82%
FFO/净债务	--	5.03%	16.31%	38.19%
EBITDA 利润率	--	7.29%	9.44%	11.69%
总资产回报率	--	3.85%	4.06%	6.57%
速动比率	1.75	1.64	1.94	2.35
现金短期债务比	0.18	0.13	0.18	0.87
销售毛利率	9.13%	8.45%	10.52%	12.47%
资产负债率	34.36%	35.49%	31.39%	28.94%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1 季报，中证鹏元整理

## 优势

- **公司保持一定的果蔬产业链一体化优势。**公司作为国内专业的果蔬行业服务商，采购区域覆盖主要水果产区，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地，2022年仓储及配送规模进一步提升，公司下游销售渠道保持多元化，水果等市场需求增长，带动营业收入较上年增长 16.27%。

## 关注

- **销售毛利率下滑，盈利水平承压。**公司主要水果销售价格面临线上销售竞争影响，近年来利润空间持续缩小，2022年水果销售毛利率下滑至 9.24%，业务增速较快的食品及冻肉业务尚未形成规模且毛利率偏低，在以上因素影响下，公司销售毛利率较上年减少 2.07 个百分点，EBITDA 利润率及总资产回报率均有所回落；公司水果销售面临价格压力，且市场环境可能波动，叠加固定资产摊销及折旧增加，公司盈利水平承压。
- **营运资金占用较多，需关注资产损失风险。**2022 年末公司存货及应收账款合计占总资产比重为 53.33%，规模及占比均有所上升，对营运资金占用增加。公司果蔬产品下游客户主要为超市、批发商、电商等，欠款客户相对分散，中小微企业占比较高，总体抗风险能力有限；存货主要为果蔬及冻肉等产品，2022 年计提存货跌价准备 394.20 万元，受市场行情、保质期及滞销等因素的影响，未来面临资产损失风险。
- **短期债务偿付及资金压力较大。**公司资产负债率及总债务规模较 2021 年末抬升，其中短期债务占总债务比重为 60.80%，现金短期债务比为 0.18，仍处于较低水平；公司粮油及食品等业务不断扩张，在建项目尚需不断投入，或推动债务规模上升；2022 年公司经营活动现金持续净流出，获取流动性资源能力一般，短期债务偿付压力较大。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来一段时间内公司将继续保持一定的果蔬产业链一体化优势，业务具有持续性，水果市场需求的增长有望带动公司经营规模扩大。

## 同行业可比公司（单位：亿元）

项目	宏辉果蔬	朗源股份	福慧达
总资产	17.79	7.12	15.05
营业收入	11.33	2.16	9.02
净利润	0.46	-0.35	0.25
销售毛利率	8.45%	14.67%	5.74%
资产负债率	35.49%	24.84%	20.07%

注：以上数据均为 2022 年/2022 年末财务指标。

资料来源：wind，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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
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	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

### 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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/宏辉转债	2022-6-14	林心平、陈刚	<a href="#">工商企业通用信用评级方法模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> ； <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-/宏辉转债	2019-7-30	秦风明、刘书芸	<a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a> ； <a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
宏辉转债	3.32	2.25	2022-6-14	2026-2-26

## 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2020年2月发行6年期3.32亿元可转换公司债券，计划其中2.33亿元用于广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目，0.99亿元用于补充流动资金。截至2022年末，宏辉转债募集资金专户余额为1,176.87万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人未发生变化。截至2023年3月末，公司实收资本为4.39亿元，实际控制人仍为黄俊辉、郑幼文（两人系夫妻关系），持股比例合计48.54%，其中股票质押比例合计占其持有股份的29.10%。

2022年宏辉转债累计有37.60万元转换为公司股票，因转股形成的股份数量为4.92万股。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业及区域经济环境

#### 国内水果市场需求保持增长，未来居民收入水平的提高、消费需求提升等仍将推动水果市场持续增长

国内水果行业需求保持增长且空间广阔。作为居民日常生活消费产品，水果种类众多，符合市场消费者的需求趋势。我国是全球水果生产和消费大国，近年来水果消费市场规模位于世界前列。随着居民收入水平的提高、健康意识的增强，居民更加注重水果等营养食物的补充，相关消费需求支出的增加将带动水果消费市场持续增长。

冷链物流及电商等的崛起，驱动水果行业消费市场持续增长。随着电子商务的高速发展、社区电商及直播带货等渠道的快速崛起，水果市场消费场景不断丰富，居民线上购买生鲜食品的习惯逐渐养成，水果消费活力得到进一步释放。国家对于果品流通行业给予较大政策支持，水果冷链物流配送得到不断完善，配送时效明显提升促进线上渗透率快速提高，有助于促进水果消费量保持增长。此外，从水果人均消费来看，中国人均水果消费量相较于国外发达国家，仍有较大提升空间。根据中商产业研究院资料，预计中国水果行业2026年销售规模达17,752亿元，2021-2026年的年复合增长率为7.6%，行业有望保持增长态势。

#### 水果行业集中度仍较低，市场竞争激烈

国内鲜果行业体量虽超过万亿元，但仍高度分散。以国内鲜果分销市场为例，2022年前五大参与者仅占不到5%的市场份额。国内水果行业较长时间内处于“无品牌”的状态，行业同质化严重，市场竞争激烈，导致水果行业利润率较低。电商等销售渠道的拓展，为水果行业的增长迎来了发展机遇，但同时但也导致水果市场竞争加大。由于互联网平台营销价格信息透明，企业之间为了争夺流量，实施低价倾销战的可能性较大，导致产品供应质量品质不稳定，利润空间受到压缩。预计具备产业链优势和技术优势的水果服务企业通过提高配送能力保证产品质量，或将获取一定竞争优势。



### 国内水果批发价格呈现波动上扬态势，2022年批发价格中枢抬升，未来可能波动

受市场环境及气候等影响，2022年国内重点水果批发价格中枢抬升。以国内7种重点监测水果（富士苹果、鸭梨、巨峰葡萄等）平均批发价为例，2022年4-9月市场价格出现明显回落，主要体现于：一是季节性回落，其次宏观环境影响对水果流通及消费需求产生一定抑制。进入10月份后，受夏秋高温干旱影响，蜜桔、脐橙均存在不同程度减产，同时抗旱措施等增加了种植管理成本，一定程度上提高了市场销售预期，对水果价格季节性上涨形成支撑。综合来看，2022年以来国内水果批发价格呈波动增长态势，价格中枢较2021年抬升。受天气、土壤及自然灾害等影响，未来水果价格可能波动。

图 1 2022 年以来国内水果平均批发价格中枢上扬



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司为专业的果蔬服务商，水果销售品种及渠道具备多元化，初加工配送基地覆盖面广，保持一定的果蔬产业链一体化优势，业务具有持续性；但水果销售市场竞争激烈，2022年公司主要水果销售均价下降，同期业务增速较快的食品及冻肉业务尚未形成规模且毛利率偏低，导致公司销售毛利率下滑；公司水果销售持续面临价格压力，叠加固定资产摊销及折旧增加，盈利能力可能继续承压

公司为专业果蔬服务商，并逐步开展粮油、食品经营及冻肉贸易业务。2022年公司冻肉等销售规模增速较快，水果销售收入实现小幅增长，仍为营业收入主要来源，但占比有所下滑。2022年公司销售毛利率同比下滑主要系主要水果销售价格回调及毛利率较低的食品、冻肉业务收入占比提升影响。

2023年1-3月，公司实现营业收入2.46亿元，同比增长0.12%，销售毛利率为9.13%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率



1、水果	96,674.76	85.34%	9.24%	92,433.96	94.88%	10.78%
苹果	39,336.68	34.72%	6.70%	36,446.30	37.41%	9.91%
梨	22,405.41	19.78%	9.94%	25,924.54	26.61%	9.79%
柑桔橙	15,587.63	13.76%	11.31%	13,865.50	14.23%	13.63%
葡萄	7,556.04	6.67%	11.66%	5,745.76	5.90%	12.54%
其他水果	11,789.00	10.41%	12.07%	10,451.86	10.73%	11.53%
2、蔬菜	842.73	0.74%	4.99%	1,869.78	1.92%	5.61%
3、粮油	1,463.28	1.29%	-9.63%	427.83	0.44%	-15.68%
4、食品	2,826.60	2.50%	2.80%	243.15	0.25%	-14.50%
5、冻肉	10,674.74	9.42%	4.80%	1,853.33	1.90%	4.04%
6、其他收入	799.46	0.71%	18.66%	598.02	0.61%	34.85%
<b>合计</b>	<b>113,281.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.45%</b>	<b>97,426.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.52%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、水果、蔬菜

公司果蔬产品仍以内销为主，线上销售规模明显扩大；受市场竞争、主要品种销售价格回调影响，2022年公司水果毛利率下滑，需关注水果价格波动对公司经营利润的影响

公司初加工配送基地覆盖面较广，保持一定行业竞争优势。公司主要从事水果、蔬菜等农产品的收购、仓储、初加工及配送服务。公司建立与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，覆盖面较广，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地，跟踪期内未发生变化。受益于市场需求增加、仓储及配送能力的进一步提升，2022年公司水果产销量继续保持增长；蔬菜受社区团购等需求减少销售收入减至842.73万元。

表2 公司产销量情况（单位：吨）

类别	项目	2022年	2021年
水果	生产量	127,487.24	119,479.02
	销售量	127,384.66	119,424.87
	产销率	99.92%	99.95%
蔬菜	生产量	1,764.69	3,266.87
	销售量	1,764.69	3,308.30
	产销率	100.00%	101.27%

资料来源：公司提供

2022年公司主要水果销售均价出现回落，水果销售毛利率下滑。受市场环境、销售渠道及销售品种变动，2022年公司不同水果品种销售价格均出现不同程度地回落，其中苹果毛利率降至6.70%，下滑较多，导致水果销售毛利率下滑。近年来由于线上销售渠道的快速上升，市场竞争增加，公司销售价格面临下滑风险，另一方面，水果产品具有反季节销售的特点，受天气、土壤及自然灾害等影响，未来

水果价格可能波动，需关注销售价格波动对盈利水平的影响。

**表3 公司不同水果品种销售均价情况（元/千克）**

项目	2022年	2021年
柑桔橙	7.77	8.07
梨	6.25	6.74
苹果	7.55	7.96
葡萄	10.83	11.11

资料来源：公司提供

2022年公司果蔬仍以内销为主，线上销售规模占比提升明显。2022年公司主营业务收入中内销收入占比为85.41%，较上年变化不大。公司内销下游客户主要包括批发商、商超及电商等，2022年批发商及其他仍占主导地位，但公司同时通过合作平台使用“直播”等方式进行营销推广，线上交易量有明显增加，电商及社区团购销售收入占比快速提升至37.84%。由于线上销售市场竞争激烈，公司水果等销售价格面临价格战风险，利润空间受到挤压。

公司果蔬产品已通过多个国家及地区的准入认证，产品销往美国、加拿大、东南亚、中国香港等国家和地区。公司果蔬外销主要采用美元结算，因人民币对美元贬值，2022年公司汇兑收益为1,301.10万元，较上年发生一定波动。近年公司对外销售规模持续保持一定规模，预计货币汇率波动仍可能对利润水平产生影响。

**表4 公司内销不同渠道类型销售收入占比**

类型	2022年	2021年
商超	9.16%	12.80%
电商及社区团购	37.84%	24.78%
批发商及其他	53.00%	62.42%

资料来源：公司提供

**公司果蔬采购区域覆盖主要产区，2022年采购渠道保持稳定，主要水果采购价格抬升**

公司采购点覆盖优势产区，向农户采购仍为主要方式。在北方重点采购苹果、梨、葡萄等，在南方重点采购柑桔、脐橙、芒果、荔枝等。从采购情况看，向农户采购仍是公司的主要方式；2022年为满足客户不同水果种类需求，向合作社采购规模有所增加。

**表5 公司果蔬不同渠道采购情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
农户采购	64,123.83	82.27%	63,834.91	85.00%
进口果蔬	596.00	0.76%	1,134.60	2.00%
合作社采购	6,490.07	8.33%	2,725.04	4.00%
其他企业采购	6,735.78	8.64%	7,621.24	10.00%

<b>合计</b>	<b>77,945.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>75,315.79</b>	<b>100.00%</b>
-----------	------------------	----------------	------------------	----------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司苹果和梨的采购规模仍占比较大，随着公司仓储及配送能力的提升，公司苹果、葡萄的采购规模实现增长；梨采购规模下滑主要系受外销下滑影响。

公司采购价格主要依据市场定价，2022年公司苹果、梨及葡萄采购单价较上年均有不同程度地增长。公司水果向农户采购等主要以现金结算，水果产品易受天气、土壤、自然灾害等因素影响，若未来水果市场价格波动较大，可能会提升公司备货资金的紧张度。

**表6 公司主要水果采购情况**

类别	项目	2022年	2021年
苹果	采购金额（万元）	34,498.64	26,776.24
	采购量（吨）	50,575.92	46,937.13
	采购单价（元/公斤）	6.82	5.70
梨	采购金额（万元）	14,612.05	21,539.28
	采购量（吨）	27,870.39	44,978.63
	采购单价（元/公斤）	5.24	4.79
柑桔橙	采购金额（万元）	12,718.02	9,962.24
	采购量（吨）	22,195.54	16,734.65
	采购单价（元/公斤）	5.73	5.95
葡萄	采购金额（万元）	6,753.48	4,507.59
	采购量（吨）	8,225.30	5,607.59
	采购单价（元/公斤）	8.21	8.04

资料来源：公司提供

## 2、粮油、食品及冻肉

公司粮油、食品及冻肉业务与果蔬主业具有一定的经营协同效应，2022年食品及冻肉业务增长较快，但尚未形成规模，粮油继续亏损；伴随销售渠道的建立及品牌的推广，公司相关业务规模可能增长，但总体盈利空间有限

伴随营销渠道增加及品牌推广，2022年公司粮油及食品业务规模增长较快，但总体规模较小，粮油业务仍亏损。公司速冻食品品牌为“丰收哥”，产品品类有速冻包点、速冻汤圆、速冻点心等，并提供成品生产代加工等服务，合伙客户有广州酒家、陶陶居、津津食品等。随着仓储物流能力的提升及流通营销渠道的建立，2022年公司食品销售规模增至2,826.60万元，毛利率为2.80%，盈利微薄。公司食用油业务主要为食用油的调和加工灌装业务，并设调味油的研发和生产。2022年公司为打开市场知名度以及拓展销售渠道，采取微利销售的策略，2022年食用油业务收入快速上升，毛利润因固定资产摊销及折旧增加等继续亏损。随着市场销售渠道的建立、初级加工基地的扩大及品牌的推广等，公司食品及粮油销售规模有望进一步扩大，但相关市场竞争充分，实际收益情况有待观察。

2022年公司冻肉贸易收入增长较快，盈利仍薄弱。公司冷冻肉类贸易主要由控股孙公司宏辉格致（上海）食品有限公司负责运营。公司冻肉主要从北美、南美洲、欧洲进口，主要进口冷冻猪头、猪脚、猪耳等部件、冷冻带骨牛后腱等部件。进口采购下单前预付20%-30%货款，商品到港前付清货款；货物到国内港口后，就近寄仓在港口冷库或自有仓库。公司冻肉主要销售国内肉类加工企业及经销商，结算方式为款到发货，收到款后客户自提，回款风险相对可控。2022年公司冻肉贸易业务收入大幅增至10,674.74万元，毛利率为4.80%，为公司贡献一定的毛利润。公司进口冻肉预付款形式，对营运资金可能形成一定占用，且冻肉销售价格易受市场供需等波动，未来毛利率存在不确定性；同时公司冻肉贸易经营经验可能尚不足，未来经营情况有待持续观察。

整体看，随着国内居民收入增长，国内肉类需求总体呈现增加趋势，公司冻肉贸易规模仍具备一定增长空间。公司利用果蔬产业链一体化优势，尤其仓储及冷链物流的便利优势，一定程度上有助于降低粮油、食品及冻肉业务的运营成本，同时粮油、食品及冻肉业务经营规模的增长，公司业务多元化程度得到丰富，有利于提升公司的抗风险能力，但公司粮油、食品及冻肉业务相关业务盈利微薄，对公司利润贡献有限。

**跟踪期内，公司主要在建项目持续推进中，本期债券募投项目建设进度受宏观环境影响不及预期；公司在建项目需不断投入，总体资金压力仍较大**

广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目为宏辉转债募投项目，建成后主要用于各种果蔬的仓储、加工及配送，建设地点位于汕头市保税区，建设总规模是储量为2.5万吨气调库和恒温库，占地面积35,000平方米。受宏观环境等影响，宏辉转债募投项目建设进度不及预期。截至2022年末，宏辉转债募投项目正进行前期装修等准备阶段，预计2023年12月投产运营。若宏辉转债募投项目顺利投产运营，将较大幅度提升公司果蔬仓储及配送能力，有助于经营规模的扩大，但需关注市场需求变动及固定资产摊销及折旧增加等对经营效益产生的影响。

马来西亚热带水果种植基地建设项目主要用于以榴莲为主的热带水果种植。受宏观环境影响，该项目建设进度相对缓慢，截至2022年末厂房建设、机器设备购置等尚未进行。以榴莲为代表的热带水果生长周期较长，未来销售市场面临不确定因素，同时需关注相关业务经营可能面临一定的政治环境及政策等风险。广东家家唛速冻食品生产及配送项目及广州家家唛食用油加工灌装及配送项目主要用于粮油调和、速冻食品的加工生产、储存及运输，截至2022年末处于生产经营初步阶段；伴随销售渠道的建立及品牌的推广，公司相关业务收入有望增长。

整体来看，除宏辉转债募投项目外，其余在建项目资金来源主要为公司自筹，2022年末尚需投入4.23亿元。公司总体经营规模相对偏小，2022年经营现金流表现弱化，融资渠道相对有限，未来面临较大的筹资压力。

**表7 截至2022年末公司主要在建情况（单位：万元）**

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目	32,911.20	17,918.20	14,993.00
马来西亚热带水果种植基地建设项目	28,000.00	6,703.09	21,296.91
广东家家唛速冻食品生产及配送项目	7,000.00	3,382.91	3,617.09
广州家家唛食用油加工灌装及配送项目	3,000.00	575.32	2,424.68
<b>合计</b>	<b>70,911.20</b>	<b>28,579.52</b>	<b>42,331.68</b>

注：原计划投资总额为4.5亿元的宏辉果蔬粮油调和加工和速冻食品生产加工配送基地项目已终止。  
 资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

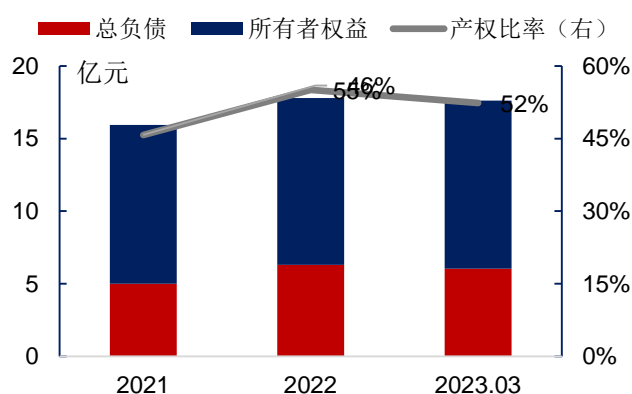
以下分析基于经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新设立控股孙公司宏辉格致（上海）食品有限公司及全资孙公司宏辉家家唛（上海）食品有限公司并纳入合并范围，同期转让控股子公司深圳市鹰辉供应链有限公司51.00%的股权，该子公司不再纳入合并范围。

### 资本实力和资产质量

因经营积累及融资增加等，公司资产规模整体有所增长，账面货币资金规模仍偏小，存货及应收账款占用较多营运资金，且呈现增长态势，需关注果蔬产品市场价格波动可能导致的跌价和坏账风险

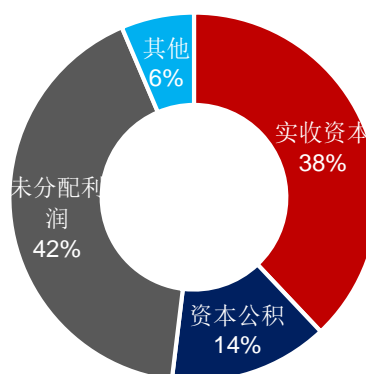
受益于经营积累及宏辉转债转股，公司所有者权益有所增长。2023年3月末公司所有者权益中，未分配利润占比较高，需关注所有者权益的稳定性。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年3月末，公司货币资金余额为0.60亿元，总体规模仍偏小，2022年末38.70万元因履约保

证金而使用权受限，受限比例较低。公司应收账款主要系下游的商超及果蔬经销商的款项，受市场环境的影响，2022年公司部分客户回款期有所延长，期末计提的坏账准备余额0.36亿元。公司应收账款规模较大，增速较快，对公司资金占用较多，此外，公司主要应收对象为抗风险能力有限的超市、经销商等，中小微企业占比较高，需持续关注回款风险。

公司存货主要系储备的果蔬等，水果产品具有反季节销售特点，冻肉贸易业务受市场环境的影响，速冻食品、食用油业务系尚未形成规模，2022年公司对存货计提394.20万元的跌价准备。考虑到果蔬产品受保质期、滞销等因素影响有损耗的可能，加之市场价格波动，未来存在一定资产损失风险。

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备，2022年末账面价值同比增加主要系购入机器设备，其中账面价值832.61万元的广州正通厂房尚未办妥产权证书。公司在建工程主要系宏辉转债募投项目等。

总体来看，公司总资产规模呈增长态势，由于行业特点，应收账款及存货仍占用较多资金，需关注果蔬产品市场价格波动可能导致的跌价和坏账风险。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.60	3.41%	0.44	2.49%	0.23	1.46%
应收账款	5.36	30.45%	5.57	31.29%	4.22	26.49%
存货	3.81	21.63%	3.92	22.04%	3.62	22.68%
<b>流动资产合计</b>	<b>10.49</b>	<b>59.58%</b>	<b>10.67</b>	<b>59.99%</b>	<b>9.29</b>	<b>58.26%</b>
固定资产	3.45	19.62%	3.35	18.84%	3.22	20.19%
在建工程	1.62	9.20%	1.73	9.72%	1.37	8.60%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.12</b>	<b>40.42%</b>	<b>7.12</b>	<b>40.01%</b>	<b>6.66</b>	<b>41.74%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.95</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

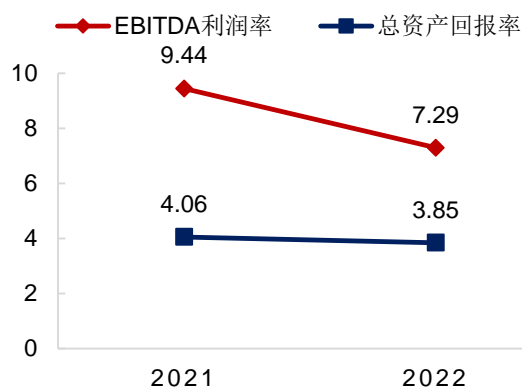
## 盈利能力

### 2022年公司主要水果销售价格回调导致销售毛利率下滑，未来盈利水平承压

公司为专业的果蔬服务商，销售毛利率受水果价格回调有所下滑，同期业务增速较快的食品及冻肉业务毛利率相对较低且粮油业务继续亏损，2022年总资产规模扩张速度相对较快，EBITDA利润率及总资产回报率均有所下滑。

公司水果具有反季节销售特点，其价格易受天气、土壤、自然灾害等因素影响，并将持续面临线上销售市场竞争环境影响；粮油、食品及冻肉贸易业务规模不断扩大但毛利率偏低，叠加固定资产摊销及折旧增加，未来公司盈利水平继续承压。



**图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

### 公司杠杆水平抬升，经营活动现金流持续走弱，短期债务偿付压力加大

公司总债务由短期借款及宏辉转债组成，债务构成相对稳定，2023年3月末增至5.51亿元。公司短期借款均为保证借款。随着业务规模扩张，公司短期融资规模增加。国家鼓励农产品流通行业发展，对从事果蔬流通的企业给予一定的信贷政策优惠，融资成本相对可控。应付账款主要系应付货款及工程设备款。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.35	55.33%	3.45	54.60%	2.30	45.95%
应付账款	0.39	6.40%	0.47	7.50%	0.39	7.79%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.83</b>	<b>63.24%</b>	<b>4.12</b>	<b>65.22%</b>	<b>2.93</b>	<b>58.54%</b>
应付债券	2.16	35.72%	2.13	33.76%	2.02	40.32%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.22</b>	<b>36.76%</b>	<b>2.20</b>	<b>34.78%</b>	<b>2.08</b>	<b>41.46%</b>
<b>负债合计</b>	<b>6.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.01</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	5.51	91.05%	5.58	88.36%	4.32	86.27%
其中：短期债务	3.35	55.33%	3.45	54.60%	2.30	45.95%
长期债务	2.16	35.72%	2.13	33.76%	2.02	40.32%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因短期融资规模增加，公司资产负债率水平较2021年末有所抬升；2022年公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数有所下滑，但盈利对利息支出的保障程度尚可。2022年公司存货及应收账款规模增速较快且规模较大，对公司营运资金占用增加，同期进口冻肉规模明显增加，经营活动现金流出净额扩大，表



现较弱。整体来看，公司经营活动现金流走弱，粮油及食品业务处于扩张期，在建项目尚需不断投入，或进一步推升杠杆水平，面临资金压力较大。

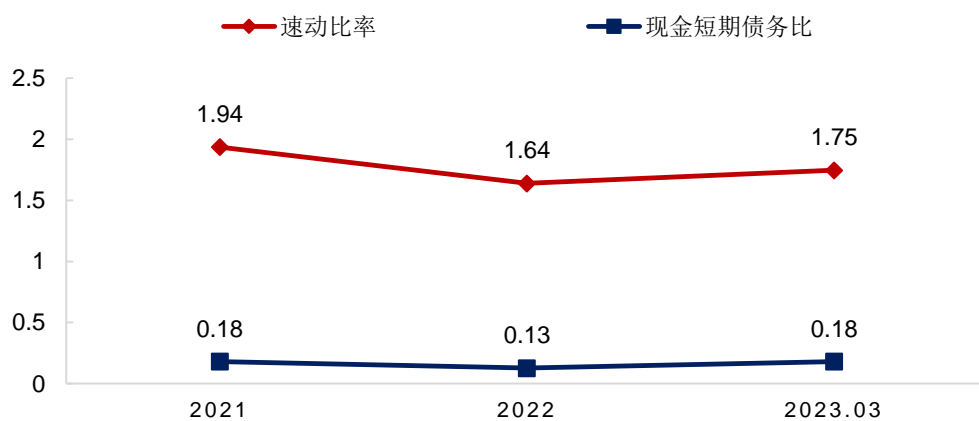
**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	0.37	-0.39	-0.18
FFO（亿元）	--	0.27	0.68
资产负债率	34.36%	35.49%	31.39%
净债务/EBITDA	--	6.61	4.54
EBITDA 利息保障倍数	--	3.39	4.51
总债务/总资本	32.28%	32.71%	28.30%
FFO/净债务	--	5.03%	16.31%
经营活动净现金流/净债务	7.43%	-7.14%	-4.36%
自由现金流/净债务	6.41%	-18.54%	-32.07%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2023年3月末公司现金短期债务比为0.18，短期偿债指标仍表现较弱。公司采购季节需要支付大量资金用于果蔬采购，依赖银行短期借款来补充采购资金缺口；公司短期借款规模持续扩大，若销售回款不及时，短期偿债压力加大。

**图 5 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

### 社会因素

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，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、社保或发生员工安全事故的情形。

### 公司治理

跟踪期内，公司董事会、监事会和高级管理人员进行了换届选举，其中独立董事、监事、高级管理人员发生变动，黄暎先生聘为公司董事长、总经理，黄俊辉先生（与黄暎系父子关系）因将届满退休年龄，不再担任公司职务。公司选举顾德斌、芮奕平及王锦武为独立董事，3名原独立董事任期届满离任；选举林露妍为监事，吴燕娟不再担任监事，新聘吴燕娟为董事、董事会秘书、副总经理。公司主要核心管理团队人员相对稳定，对公司治理等层面影响不大。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2020年1月1日至报告查询日（2023年4月4日），公司本部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，截至2023年5月18日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、保证担保

实际控制人黄俊辉、郑幼文为宏辉转债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍能为宏辉转债提供一定保障。

## 九、结论

水果作为居民日常生活消费产品，保持稳定增长。公司作为国内专业的果蔬服务商，初加工配送基地覆盖面广，产品品种多样化，2022年仓储及配送能力进一步提升，继续保持一定的果蔬产业链一体化优势；同时食品及冻肉等收入增速较快，业务经营多元化程度得到丰富，有利于提高公司抗风险能力。因行业特点，公司存货及应收账款仍占用较多营运资金，总债务规模及杠杆水平整体抬升，短期债务偿付压力及资金较大。

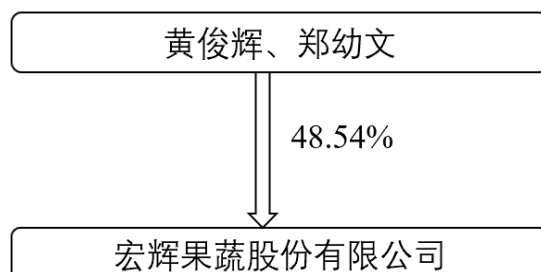
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持宏辉转债信用等级为AA-。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
应收账款	5.36	5.57	4.22	3.49
存货	3.81	3.92	3.62	3.57
流动资产合计	10.49	10.67	9.29	9.22
固定资产	3.45	3.35	3.22	2.98
非流动资产合计	7.12	7.12	6.66	5.88
资产总计	17.61	17.79	15.95	15.11
短期借款	3.35	3.45	2.30	1.82
流动负债合计	3.83	4.12	2.93	2.40
应付债券	2.16	2.13	2.02	1.92
非流动负债合计	2.22	2.20	2.08	1.97
负债合计	6.05	6.31	5.01	4.37
总债务	5.51	5.58	4.32	3.74
所有者权益	11.56	11.48	10.94	10.73
营业收入	2.46	11.33	9.74	9.64
营业利润	0.09	0.47	0.47	0.73
净利润	0.09	0.46	0.47	0.73
经营活动产生的现金流量净额	0.37	-0.39	-0.18	0.24
投资活动产生的现金流量净额	-0.06	-0.41	-1.02	-2.54
筹资活动产生的现金流量净额	-0.15	1.07	0.17	3.15
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	0.14	0.83	0.92	1.13
FFO（亿元）		0.27	0.68	0.92
净债务（亿元）	4.97	5.46	4.17	2.41
销售毛利率	9.13%	8.45%	10.52%	12.47%
EBITDA 利润率	--	7.29%	9.44%	11.69%
总资产回报率	--	3.85%	4.06%	6.57%
资产负债率	34.36%	35.49%	31.39%	28.94%
净债务/EBITDA	--	6.61	4.54	2.14
EBITDA 利息保障倍数	--	3.39	4.51	6.42
总债务/总资本	32.28%	32.71%	28.30%	25.82%
FFO/净债务	--	5.03%	16.31%	38.19%
速动比率	1.75	1.64	1.94	2.35
现金短期债务比	0.18	0.13	0.18	0.87

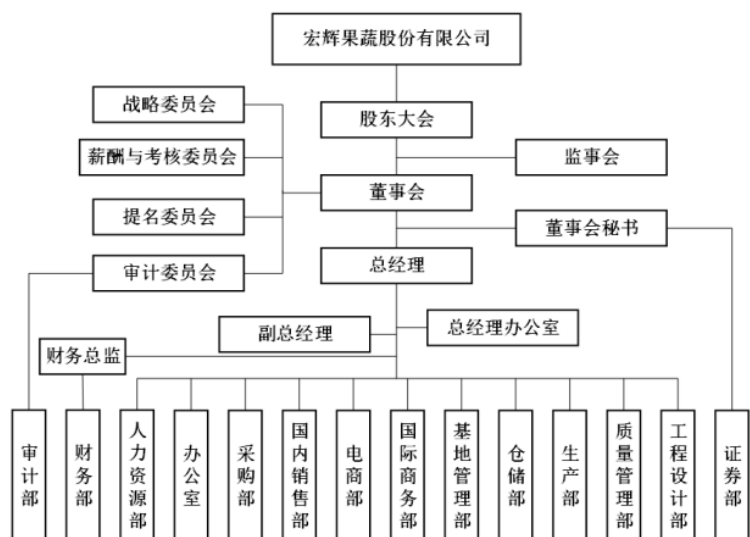
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	性质
1	福建宏辉果蔬有限公司	1,400.00	100.00%	果蔬服务业
2	天津宏辉果蔬有限公司	11,041.10	100.00%	果蔬服务业
3	宏辉果蔬(香港)有限公司	-*	100.00%	果蔬服务业
4	烟台宏辉食品有限公司	1,158.78	100.00%	果蔬服务业
5	上海宏辉食品有限公司	11,415.88	100.00%	果蔬服务业
6	广州市正通物流有限公司	8,637.71	100.00%	果蔬服务业
7	江西宏辉果蔬有限公司	1,892.65	100.00%	果蔬服务业
8	广东宏辉食品有限公司	25,811.27	100.00%	果蔬服务业
9	井冈山中证焦桐扶贫产业基金(有限合伙)	5,100.00	98.04%	商务服务业
10	广东家家唛食品有限公司	1,000.00	100.00%	农副食品加工业
11	宏辉家家唛食品有限公司	5,000.00	100.00%	农副食品加工业

注：\*表示宏辉果蔬（香港）有限公司已办理完成第三次增资手续，增资后股本变更为 10 万港币、7,700.00 万元人民币。

资料来源：公司 2022 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

## 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、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。