



2020年宏辉果蔬股份有限公司公开发行可 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

2020年宏辉果蔬股份有限公司公开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	A+	AA-
评级展望	稳定	稳定
宏辉转债	A+	AA-

评级观点

- 本次评级下调主要是基于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）果蔬主业因市场竞争加剧盈利能力承压，粮油、食品和贸易业务毛利亏损影响整体盈利水平，净利润下滑，同时下游客户资金流动性紧张导致回款滞后，上下游账期错配加重营运资金占用，经营获现能力弱化，营运压力上升，短期债务压力加大，宏辉转债募投项目延期使用和在建项目面临较大的筹资压力等风险因素；同时中证鹏元也考虑到公司作为国内专业的果蔬行业服务商，果蔬采销基地布局完善，仓储配送经验丰富等有利因素。

评级日期

2024年6月27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

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	18.51	18.44	17.79	15.95
归母所有者权益	11.55	11.49	11.42	10.92
总债务	6.45	6.23	5.58	4.32
营业收入	2.16	10.86	11.33	9.74
净利润	0.07	0.20	0.46	0.47
经营活动现金流净额	-0.11	-0.03	-0.39	-0.18
净债务/EBITDA	-	8.91	6.61	4.54
EBITDA 利息保障倍数	-	2.56	3.39	4.51
总债务/总资本	35.83%	35.12%	32.71%	28.30%
FFO/净债务	-	4.21%	5.03%	16.31%
EBITDA 利润率	-	6.36%	7.29%	9.44%
总资产回报率	-	2.52%	3.85%	4.06%
速动比率	1.61	1.64	1.64	1.94
现金短期债务比	0.09	0.10	0.13	0.18
销售毛利率	10.02%	8.01%	8.45%	10.52%
资产负债率	37.57%	37.60%	35.49%	31.39%

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

- **公司果蔬采销基地布局全面，仓储配送经验丰富。**公司作为国内专业的果蔬行业服务商，果蔬仓储配送运营经验丰富，采销基地布局广泛，覆盖全国主要水果产区，经营品种具有多样化，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。

关注

- **净利润下滑，盈利能力承压。**受市场竞争加剧影响，公司水果销售利润空间受到挤压，2023 年水果毛利率虽有所提升但仍不佳；公司食品及粮油业务尚未形成规模，盈利能力较弱、2023 年毛利均亏损；生猪价格低迷导致公司冻肉贸易业务利润转亏。2023 年公司销售毛利率较上年下滑 0.44 个百分点，净利润进一步下滑，EBITDA 利润率及总资产回报率均有所回落。
- **回款滞后，营运压力上升。**公司下游客户主要为超市、批发商、电商等，抗风险能力有限，受宏观经济下行，上述客户资金流动性紧张导致公司回款滞后，同时公司向农户采购主要采用现金支付，上下游账期错配导致 2023 年末存货和应收账款占总资产比重上升至 55.30%，资金占用增加，经营活动净现金流弱化。
- **总债务规模持续增长，债务压力加大。**因粮油和食品业务规模扩张，营运现金流弱化，公司杠杆率及债务规模增长，2023 年末短期债务占总债务比重为 63.94%，现金短期债务比弱化，债务压力加大，宏辉转债转股进度慢。公司宏辉转债募投项目延期投产，在建项目建设尚需投入，债务规模或将继续上升。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。中证鹏元认为公司果蔬采销基地布局全面，仓储配送经验丰富，业务发展具有持续性。

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	18.44	6.62	12.81
营业收入	10.86	2.20	3.47
净利润	0.20	-0.69	-0.70
销售毛利率	8.01%	16.66%	10.19%
资产负债率	37.60%	29.57%	14.19%

注：以上数据均为 2023 年/2023 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_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	5/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了公司偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

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	2023-5-23	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（简称“宏辉转债”），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2023年末，宏辉转债募集资金专户余额为1,149.50万元。

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。受资本公积转增股本及部分宏辉转债转股，2023年末公司股本增至5.70亿元，控股股东黄俊辉持有公司44.20%股份。2024年3月末公司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46.54%，其中质押股票合计占其持有股份的24.98%。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍以水果销售为主，并开展食品、粮油及冻肉贸易业务。2023年公司全资孙公司山东宏辉果蔬有限公司完成注销，不再纳入合并范围。

四、运营环境

（一）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。

（二）行业环境

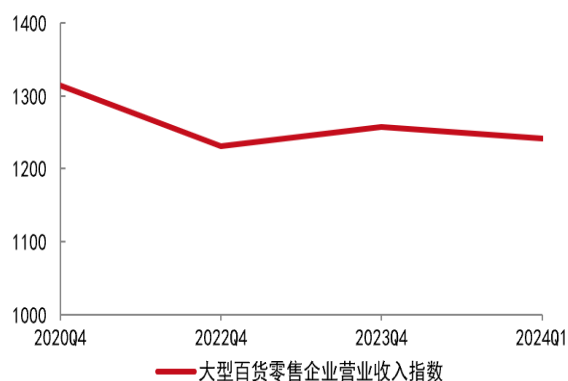
国内水果市场需求保持增长，未来具备增长空间；水果销售市场仍较为分散，市场竞争激烈

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和健康意识的增强，相关消费需求支出的增加将带动水果消费市场持续增长。其次，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。为促进产业结构转型升级，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，配送时效明显提升使得线上渗透率快速提高。从水果人均消费¹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。

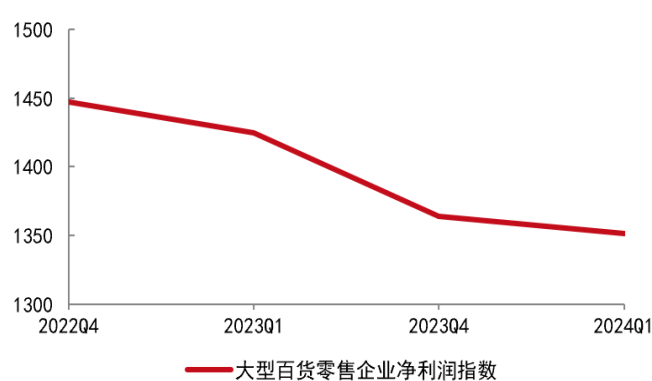
国内水果市场存在供需结构性失衡，市场高度分散。国内水果行业较长时间内处于“无品牌”的状态，行业同质化严重，市场竞争激烈，导致水果行业利润率较低。虽然电商等销售渠道的拓展，为水果行业增长迎来了发展机遇，但也导致市场竞争加剧。企业之间为了争夺流量，实施低价倾销战的可能性较大，导致利润空间受到压缩。预计产业链优势突出的水果服务企业通过提高配送能力保证产品质量，或将获取一定竞争优势。

¹ 根据艾瑞咨询，2020 年国内人均水果消费量为 51 千克，2021 年美国人均水果消费量为 110.67 千克。

国内的水果市场产业链一般由上游鲜果种植商、中游分销商和下游零售商等构成。2023年以来，虽然国内消费市场有所恢复，但受网络零售分流和消费信心不足等因素影响，我国实体零售行业增长乏力，景气度呈下降趋势，盈利水平尚未恢复至2019年以前水平。受网络销售快速增长及资金运转困难等，实体零售企业面临较大的经营压力。据联商网零售研究中心统计，2023年全国范围内有21家百货商场停业闭店，同时，王府井和伊势丹等百货连锁企业已披露后续闭店计划，百货零售业景气度仍然较低。此外，受线上等其他购物渠道的挤压及民众消费更趋理性的影响，超市业态经营亦持续承压，2023年国内市场出现较多连锁超市股权出售事件。当前国内居民收入仍处于修复阶段，但由于消费增长的内生动力不足，短期内以百货零售及超市为代表的实体零售行业增长前景难言乐观。

图1 大型百货零售企业营业收入增长乏力


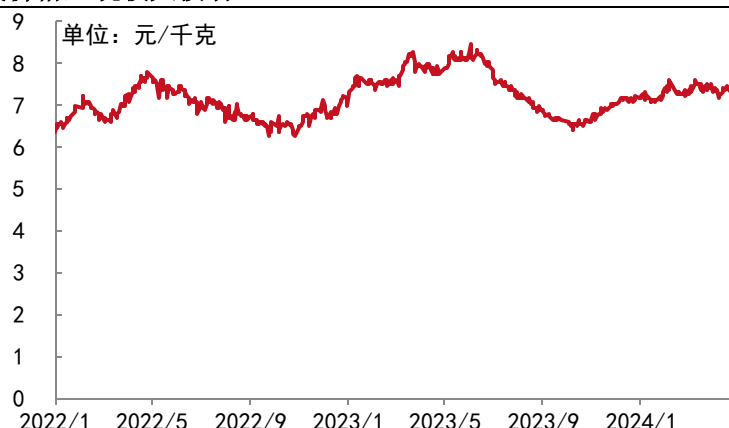
资料来源：中国百货商业协会，中证鹏元整理

图2 大型百货零售企业利润持续承压


资料来源：中国百货商业协会，中证鹏元整理

受市场行情和自然因素影响，2023年以来国内水果批发价格波动较大

受市场环境及气候等影响，2023年国内重点水果批发价格波动较大。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，2023年上半年市场价格出现快速回升，较年初价格涨幅超过10%以上。主要原因在于：一是宏观经济环境逐步恢复，市场回暖对水果流通及消费需求产生一定支撑。其次，部分水果主产区受自然环境及天气因素影响，部分主要水果品种出现减产或者延迟上市，市场供应紧俏，对水果价格季节性上涨形成支撑。进入下半年以来，受季节性及天气变化影响，水果批发价格出现回落；10月份后市场供应以苹果、柑橘、梨、香蕉等为主，多样性有所减少，价格企稳回升。

图3 国内水果批发价格呈现较大波动


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为国内专业的果蔬服务商，果蔬采销基地布局完善，仓储和配送经验丰富；受线上竞争挤压及公司控制回款风险，2023年公司水果收入减少，销售毛利率虽有所回升但仍处于较低区间；食品和粮油业务增长但盈利较弱，冻肉贸易业务受冻肉贸易市场低迷转亏，整体经营压力上升

受线上竞争挤压及冻肉贸易市场低迷等影响，2023年公司营业收入同比减少4.15%。其中，水果销售仍为公司营业收入主要来源。因品牌推广及加工配送能力提升，2023年公司粮油及食品收入均有所增长但均亏损，冻肉贸易业务因冻肉贸易市场低迷转亏。综合影响下，2023年公司销售毛利率较上年减少0.44个百分点。2024年1-3月，公司实现营业收入2.16亿元，同比减少12.10%，销售毛利率为10.02%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
1、水果	90,590.08	83.43%	10.43%	96,674.76	85.34%	9.24%
苹果	40,168.29	36.99%	9.37%	39,336.68	34.72%	6.70%
梨	18,535.26	17.07%	11.16%	22,405.41	19.78%	9.94%
柑桔橙	14,928.65	13.75%	10.64%	15,587.63	13.76%	11.31%
葡萄	7,475.97	6.89%	11.32%	7,556.04	6.67%	11.66%
其他水果	9,481.91	8.73%	12.44%	11,789.00	10.41%	12.07%
2、蔬菜	540.87	0.50%	4.01%	842.73	0.74%	4.99%
3、粮油	3,596.60	3.31%	-1.45%	1,463.28	1.29%	-9.63%
4、食品	3,536.83	3.26%	-7.81%	2,826.60	2.50%	2.80%
5、冻肉贸易	9,734.42	8.97%	-7.70%	10,674.74	9.42%	4.80%
6、其他收入	580.53	0.53%	52.47%	799.46	0.71%	18.66%
合计	108,579.33	100.00%	8.01%	113,281.57	100.00%	8.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）果蔬

跟踪期内，公司果蔬初加工配送基地经营稳定，受线上竞争和控制回款风险影响，2023年公司水果销售收入减少，销售毛利率有所回升但仍不佳

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，主要产品包括全国各优质产区及进口的各式特色果蔬。公司拥有与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，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，公司初加工配送基地数量未发生变化，整体运营情况正常。2023年公司水果销量同比减少20.42%，主要原因在于，一是公司原线下商超渠道受线上竞争影响，市场份额和需求出现下降；二是受宏观经济下行，公司下游经销商及商超等客户现金流紧张，部分回款延迟，公司减少水果销量控制回款风险。

表2 公司产销量情况（单位：吨）

类别	项目	2023年	2022年
水果	生产量	101,340.17	127,487.24
	销售量	101,376.93	127,384.66
	产销率	100.04%	99.92%
蔬菜	生产量	1,562.15	1,764.69
	销售量	1,539.15	1,764.69
	产销率	98.53%	100.00%

资料来源：公司提供

受市场环境影响，2023年公司柑桔橙、梨、苹果销售均价均出现上涨，其中梨销售均价同比增长40.16%；葡萄销售价格略有回落。由于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，需关注市场行情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	2023年	2022年
柑桔橙	8.12	7.77
梨	8.76	6.25
苹果	8.71	7.55
葡萄	10.77	10.83

资料来源：公司提供

销售区域方面，2023年公司营业收入中内销收入占比为83.44%，较上年变化不大。2023年公司继续通过合作平台使用“直播”等方式进行营销推广，电商及社区团购收入占比增至45.52%。由于线上销售竞争激烈，公司水果盈利空间受到挤压，2023年水果销售毛利率虽有所回升但仍处于下行区间。公司果蔬产品已通过多个国家及地区的准入认证，产品外销区域主要包括美国、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，2023年公司汇兑收益为359.56万

元，需关注汇率波动风险。

表4 公司内销收入不同渠道销售占比

类型	2023年	2022年
商超	7.16%	9.16%
电商及社区团购	45.52%	37.84%
批发商及其他	47.32%	53.00%

资料来源：公司提供

公司果蔬采购区域覆盖广泛，采购渠道保持稳定

公司采购范围覆盖国内优势产区，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。其中，苹果和梨为公司主要采购品种。从采购情况看，2023年向农户采购仍是公司的主要方式，主要以现金结算为主。公司采购价格依据市场行情，易受天气、土壤、自然灾害等因素影响，2023年主要经营品种的采购价格有不同幅度的上涨，一定程度上加剧了公司资金流动性紧张。

表5 公司果蔬不同渠道采购情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
农户采购	63,940.07	85.80%	64,123.83	82.27%
进口果蔬	392.04	0.53%	596.00	0.76%
合作社采购	3,514.70	4.72%	6,490.07	8.33%
其他企业采购	6,679.68	8.95%	6,735.78	8.64%
合计	74,526.49	100.00%	77,945.68	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司主要水果采购情况

类别	项目	2023年	2022年
苹果	采购金额（万元）	39,870.52	34,498.64
	采购量（吨）	52,013.13	50,575.92
	采购单价（元/公斤）	7.67	6.82
梨	采购金额（万元）	13,039.83	14,612.05
	采购量（吨）	18,489.66	27,870.39
	采购单价（元/公斤）	7.05	5.24
柑桔橙	采购金额（万元）	8,810.64	12,718.02
	采购量（吨）	15,149.26	22,195.54
	采购单价（元/公斤）	5.82	5.73
葡萄	采购金额（万元）	5,793.46	6,753.48
	采购量（吨）	7,676.23	8,225.30
	采购单价（元/公斤）	7.55	8.21

资料来源：公司提供

（二）粮油、食品及冻肉贸易

受益于品牌推广及加工配送能力的提升，2023年公司粮油和食品收入均实现增长，但毛利均亏损，冻肉贸易受生猪行业低迷利润转亏

公司食品业务主要为速冻食品生产加工销售，集生产研发、冷链仓储、冷链配送于一体，产品包括速冻包点、速冻汤圆、速冻点心等多种速冻产品，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和营销渠道的建立，2023年公司食品销售规模增至0.35亿元；受产品结构调整，部分毛利较差的食品品种销量占比提升，导致食品业务毛利率转负。公司粮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。公司目前已逐步建立起经销商、商超、电子商务等渠道，分别实施线上推广和线下营销，通过品牌区分实施分渠道营销，“丰收哥”以中高端品牌流通营销为主，“香家门”以大流通推广为主。2023年公司扩大销售规模，粮油业务收入增至0.36亿元，毛利率因前期市场投入和设备折旧继续亏损但收窄。

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。受生猪行业景气度低迷影响，2023年公司冻肉贸易业务收入同比减少8.81%，毛利率转负，盈利稳定性欠佳。此外，公司进口冻肉一般采用预付款形式，对营运资金形成一定占用。

跟踪期内，公司宏辉转债募投项目延期投产，主要在建项目进展仍缓慢，面临较大的筹资压力

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。2023年末广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目主体工程已竣工验收，内部装修、机器设备还未完成，尚未进行投产。

宏辉转债募投项目主要用于果蔬服务业的产能扩张，原计划于2023年12月达成可使用状态。公司利用现有产能能够满足日常生产，为应对外部市场需求收缩等压力，拟将“广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目”达到预定可使用状态时间延长至2024年12月。

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，2023年末该项目已完成榴莲果园灌溉工程、道路及排水等配套工程，厂房建设、机器设备购置尚未进行，项目进展较为缓慢。以榴莲为代表的热带水果生长周期较长，市场销售受政治环境和市场行情面临不确定性。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待市场行情购置机器设备等。宏辉家家唛健康食品加工生产基地项目主要为老年人低糖健康食品和预制菜的研发及相关产品的加工生产，项目处于前期准备阶段。整体来看，除宏辉转债募投项目外，公司其余项目建设资金依赖自筹，2023年末尚需投入5.53亿元，考虑到经营现金流持续弱化，面临较大的筹资压力。

表7 截至 2023 年末公司主要在建项目投资情况（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	17,963.30	14,947.90
马来西亚热带水果种植基地建设项目	28,000.00	6,808.44	21,191.56
宏辉家家唛健康食品加工生产基地项目	13,500.00	0.00	13,500.00
广东家家唛速冻食品生产及配送项目	7,000.00	3,722.48	3,277.52
广州家家唛食用油加工灌装及配送项目	3,000.00	603.65	2,396.35
合计	84,411.20	29,097.87	55,313.33

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

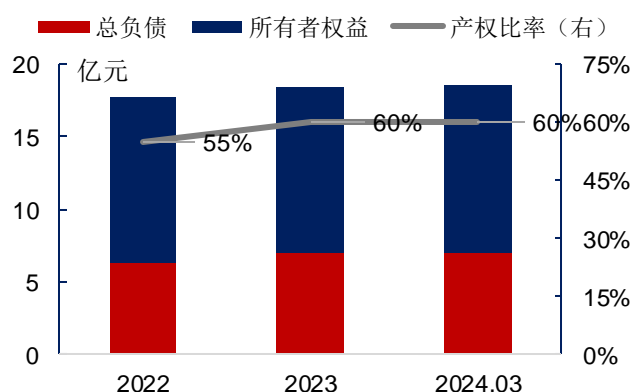
以下分析基于经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准的无保留意见的2021-2022年、信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资本实力和资产质量

跟踪期内，因经营积累及融资增加，公司资产规模小幅增长，货币资金流动性紧张，存货及应收账款占用营运资金增加，需关注果蔬产品价格波动及回款风险

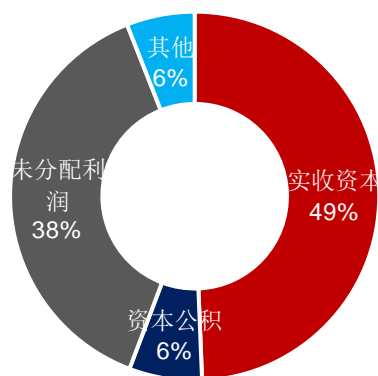
跟踪期内，受益于经营积累及宏辉转债转股，公司所有者权益有所增长，同时，负债规模有所增长，综合影响下，产权比率有所上升，所有者权益对负债保障程度尚可。

图4 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5 2024年3月末公司所有者权益构成



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

应收账款主要系应收下游商超、果蔬经销商的款项，2023年末累计计提坏账准备余额为0.35亿元，坏账计提比例为5.14%。公司应收账款规模较大，部分客户回款延缓，应收对象中小企业数量众多，宏

观经济下行背景下需持续关注回款风险。存货主要系储备果蔬和用于贸易的冻肉等。水果产品受保质期、滞销等因素影响存在损耗，受生猪价格低迷影响，需关注冻肉的跌价损失风险。

固定资产主要为初加工配送基地的房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备。2023年末账面价值同比增加主要系宏辉转债募投项目转入影响。2023年末固定资产中账面价值786.39万元的广州正通厂房未办妥产权证书。

货币资金主要为银行存款，2023年末48.19万元的履约保证金使用权受限。公司货币资金余额持续处于较低水平，资金流动性不足。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

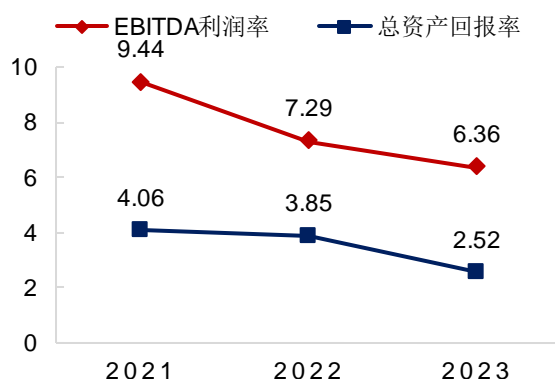
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.36	1.93%	0.39	2.10%	0.44	2.49%
应收账款	6.09	32.89%	6.41	34.77%	5.57	31.29%
存货	4.16	22.48%	3.79	20.54%	3.92	22.04%
其他流动资产	0.73	3.94%	0.67	3.64%	0.62	3.46%
流动资产合计	11.46	61.91%	11.34	61.50%	10.67	59.99%
其他非流动金融资产	0.65	3.50%	0.65	3.51%	0.61	3.41%
固定资产	4.99	26.98%	5.05	27.41%	3.35	18.84%
无形资产	1.05	5.66%	1.06	5.78%	1.09	6.14%
非流动资产合计	7.05	38.09%	7.10	38.50%	7.12	40.01%
资产总计	18.51	100.00%	18.44	100.00%	17.79	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年公司主业水果销售盈利能力仍处于较低区间，粮油、食品及冻肉贸易业务对盈利形成拖累，整体盈利水平承压

2023年公司传统的水果主业销售毛利率有所回升但仍处于下行区间，处于业务拓展期的粮油和食品业务亏损，冻肉贸易业务受生猪行业低迷转亏，叠加在建项目工程转固、固定折旧摊销、利息支出增加等，公司EBITDA利润率及总资产回报率进一步走低。公司水果具有反季节销售特点，价格易受天气、土壤、自然灾害等因素影响，同时受市场竞争激烈，叠加固定资产摊销及折旧增加，公司盈利水平继续承压。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营现金流持续走弱，短期债务压力加大

公司总债务由短期借款及宏辉转债组成。短期借款均为保证借款，公司主要以短期借款满足采购资金需求。应付账款主要系应付货款及工程设备款。宏辉转债自2020年9月进入转股期，2023年宏辉转债累计有205,000元宏辉转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为34,555股，总体转股进程缓慢。公司宏辉转债在2024年6月5日至2024年6月12日期间合计回售金额1.61万元（含当期应计利息、含税）。

表9 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	4.08	58.66%	3.98	57.43%	3.45	54.60%
应付账款	0.35	5.08%	0.52	7.52%	0.47	7.50%
流动负债合计	4.52	65.01%	4.61	66.58%	4.12	65.22%
应付债券	2.27	32.67%	2.24	32.38%	2.13	33.76%
非流动负债合计	2.43	34.99%	2.32	33.42%	2.20	34.78%
负债合计	6.96	100.00%	6.93	100.00%	6.31	100.00%
总债务合计	6.45	92.77%	6.23	89.82%	5.58	88.36%
其中：短期债务	4.09	58.80%	3.98	57.43%	3.45	54.60%
长期债务	2.36	33.96%	2.24	32.38%	2.13	33.76%

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

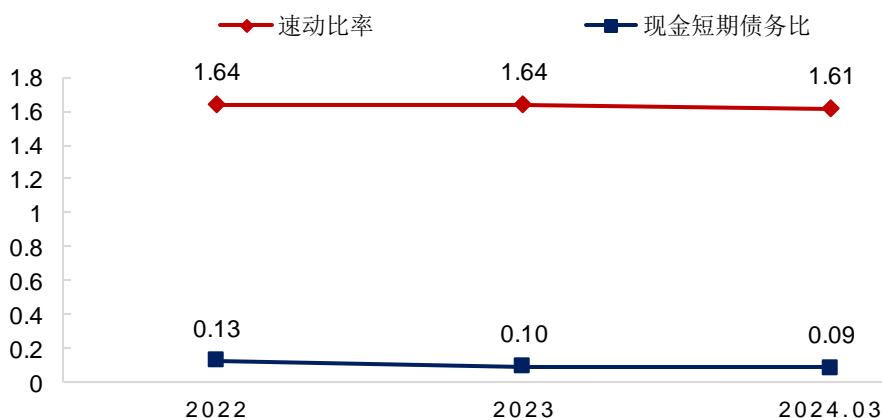
跟踪期内，公司资产负债率进一步抬升但相对可控。受利润下滑及债务增长，2023年EBITDA利息保障倍数有所降低，但盈利对利息支出的保障程度尚可。由于存货及应收账款对营运资金占用增加，导致经营活动现金持续净流出，营运压力上升。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.11	-0.03	-0.39
FFO（亿元）	-	0.26	0.27
资产负债率	37.57%	37.60%	35.49%
净债务/EBITDA	-	8.91	6.61
EBITDA 利息保障倍数	-	2.56	3.39
总债务/总资本	35.83%	35.12%	32.71%
FFO/净债务	-	4.21%	5.03%
经营活动现金流净额/净债务	-1.84%	-0.57%	-7.14%
自由现金流/净债务	-2.65%	-4.66%	-18.54%

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

流动性方面，跟踪期内，公司现金短期债务比持续弱化，短期债务压力加大。考虑到公司可动资金较少，内生性资金来源对债务的覆盖能力较弱，需通过外部再融资予以补充，整体偿债能力有所弱化。

图7 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，黄暕先生聘为公司董事长、总经理，黄俊辉先生（与黄暕系父子关系）因届满退休年龄，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。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2021年1月1日至报告查询日（2024年5月19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2024年5月27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品，总体市场需求保持增长，但受宏观经济下行和线上销售竞争影响，公司果蔬主业销售收入减少，主业水果销售毛利率表现不佳，同时粮油、食品和贸易业务毛利亏损影响整体盈利水平，净利润下滑，同时下游客户流动性紧张导致回款滞后，上下游账期错配加重营运资金占用，经营活动现金流弱化，营运压力上升，短期债务压力加大；宏辉转债募投项目延期使用，且受经济下行及竞争加剧影响，未来或难以实现预期收益，在建项目进度缓慢，面临较大的筹资压力。

此外，当前宏辉转债转股比率低，若未来无法顺利转股，可能加大公司资金压力。

同时中证鹏元也考虑到公司作为国内专业的果蔬行业服务商，果蔬产销基地布局完善，仓储配送经验丰富，经营品种保持多样化等有利因素。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，下调宏辉转债信用等级为A+。

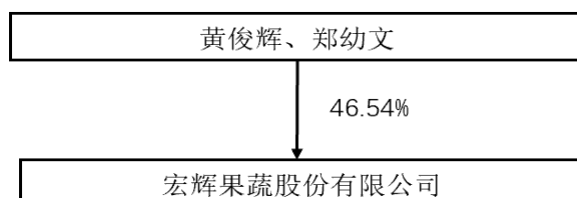
附录一公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.36	0.39	0.44	0.23
应收账款	6.09	6.41	5.57	4.22
存货	4.16	3.79	3.92	3.62
其他流动资产	0.73	0.67	0.62	0.65
流动资产合计	11.46	11.34	10.67	9.29
其他非流动金融资产	0.65	0.65	0.61	0.57
固定资产	4.99	5.05	3.35	3.22
在建工程	0.21	0.19	1.73	1.37
无形资产	1.05	1.06	1.09	1.09
非流动资产合计	7.05	7.10	7.12	6.66
资产总计	18.51	18.44	17.79	15.95
短期借款	4.08	3.98	3.45	2.30
应付账款	0.35	0.52	0.47	0.39
其他应付款	0.02	0.05	0.05	0.11
一年内到期的非流动负债	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4.52	4.61	4.12	2.93
长期借款	0.09	0.00	0.00	0.00
应付债券	2.27	2.24	2.13	2.02
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.43	2.32	2.20	2.08
负债合计	6.96	6.93	6.31	5.01
总债务合计	6.45	6.23	5.58	4.32
其中：短期债务	4.09	3.98	3.45	2.30
所有者权益	11.56	11.50	11.48	10.94
营业收入	2.16	10.86	11.33	9.74
营业利润	0.07	0.19	0.47	0.47
净利润	0.07	0.20	0.46	0.47
经营活动产生的现金流量净额	-0.11	-0.03	-0.39	-0.18
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-0.25	-0.41	-1.02
筹资活动产生的现金流量净额	0.13	0.23	1.07	0.17
财务指标（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	0.11	0.69	0.83	0.92
FFO	-	0.26	0.27	0.68
净债务	6.16	6.15	5.46	4.17
销售毛利率	10.02%	8.01%	8.45%	10.52%
EBITDA 利润率	-	6.36%	7.29%	9.44%

总资产回报率	-	2.52%	3.85%	4.06%
资产负债率	37.57%	37.60%	35.49%	31.39%
净债务/EBITDA	-	8.91	6.61	4.54
EBITDA 利息保障倍数	-	2.56	3.39	4.51
总债务/总资本	35.83%	35.12%	32.71%	28.30%
FFO/净债务	-	4.21%	5.03%	16.31%
经营活动现金流/净债务	-1.84%	-0.57%	-7.14%	-4.36%
自由现金流/净债务	-2.65%	-4.66%	-18.54%	-32.07%
速动比率	1.61	1.64	1.64	1.94
现金短期债务比	0.09	0.10	0.13	0.18

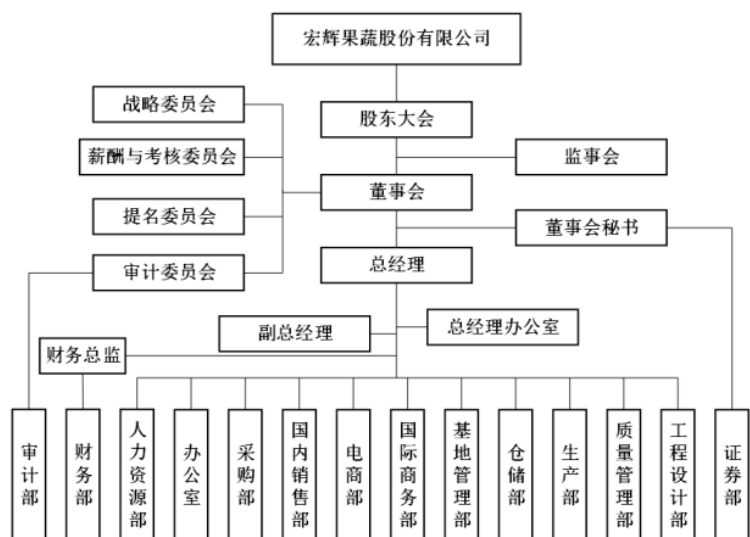
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二公司与实际控制人之间的产权及控制关系（2024年3月末）



资料来源：公司提供

附录三公司组织结构图（截至2023年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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 2023 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。