



2022年烟台中宠食品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：

2022年烟台中宠食品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
中宠转 2	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宠物食品市场发展前景广阔；烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”，股票代码：002891.SZ）具有一定的品牌优势和行业地位，2022 年销售规模保持增长。同时中证鹏元也关注到公司产品以外销为主，客户集中度较高，面临国际贸易摩擦、汇率波动等风险；2022 年新增产能利用率低，在建项目面临建设进度和运营效益不达预期的风险；存在一定商誉减值风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	36.49	38.40	30.15	25.03
归母所有者权益	20.71	20.66	18.19	17.28
总债务	9.81	10.98	5.57	2.80
营业收入	7.06	32.48	28.82	22.33
净利润	0.27	1.21	1.26	1.51
经营活动现金流净额	-0.26	1.20	2.13	0.17
净债务/EBITDA	-	1.75	0.81	-0.49
EBITDA 利息保障倍数	-	12.28	17.38	12.89
总债务/总资本	30.49%	33.09%	22.25%	13.22%
FFO/净债务	-	36.33%	79.64%	-155.68%
EBITDA 利润率	-	9.01%	9.93%	14.12%
总资产回报率	-	5.23%	6.38%	10.32%
速动比率	1.47	1.34	0.94	1.35
现金短期债务比	-	1.85	1.03	1.93
销售毛利率	24.35%	19.79%	20.05%	24.70%
资产负债率	38.72%	42.18%	35.47%	26.62%

注：2020 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负所致。

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

评级日期

2023 年 6 月 7 日

联系方式

项目负责人：张晨
zhangch@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **宠物食品市场发展前景广阔。**全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业仍处于快速发展阶段，随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，公司所处行业环境较好。
- **公司系国内宠物食品行业知名企业，在核心产品宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，2022 年销售规模持续增长。**公司长期深耕宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位，在核心产品宠物零食领域与美国品谱、英国 Armitages 等知名国际客户形成了较为稳定的合作关系，同时自主品牌“Wanpy 顽皮”市场认可度高，2022 年公司营业收入保持增长。

关注

- **公司产品以外销为主，且客户集中度较高，面临国际贸易摩擦、汇率波动等风险。**2022 年公司产品境外销售收入占比仍较高，为 72%，产品主要销往美国、欧盟等国家或地区，若与美国的贸易摩擦加剧，将不利于公司产品出口；公司外销产品主要以美元计价，人民币升值将对公司利润造成不利影响；另外，2022 年前五大客户销售额占比 44.50%，若主要客户减少对公司的采购甚至终止合同关系，将对公司业绩造成较大不利影响。
- **新增产能利用率低，在建项目投资规模和设计产能较大，面临建设进度和运营效益不达预期的风险。**2022 年随着公司湿粮和干粮产能的增加，产能利用率有所下降；公司在建宠物主粮生产项目全部投产后将大幅提升现有产能规模，若项目投产后市场需求不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而提升公司平均经营成本，拖累盈利水平；同时受后续资金到位情况、地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。
- **存在一定商誉减值风险。**2023 年 3 月末公司商誉账面价值为 2.26 亿元，占总资产的比重为 6.20%，若后续被收购公司业绩不达预期，将存在一定商誉减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为宠物食品市场发展前景广阔，公司具有一定品牌优势，预计业务持续性较好，营业收入规模有望持续扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	乖宝宠物	佩蒂股份	路斯股份	中宠股份
总资产	22.83	28.89	5.51	38.40
所有者权益	17.59	19.21	4.43	22.21
营业收入	33.98	17.32	5.49	32.48
净利润	2.66	1.29	0.44	1.21
销售毛利率	32.59%	22.30%	15.16%	19.79%
资产负债率	22.95%	33.48%	21.21%	42.18%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，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_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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	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。

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-/中宠转 2	2022-5-24	张晨、张颜亭	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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
中宠转 2	7.69	7.69	2022-05-24	2028-10-25

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2022年10月25日发行6年期7.69亿元“中宠转2”，募集资金原计划用于年产6万吨高品质宠物干粮等项目建设和补充流动资金。截至2023年3月末，年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目尚未开工建设；年产2,000吨冻干宠物食品项目已投产，使用募集资金0.37亿元；平面仓库智能立体化改造项目使用募集资金0.18亿元。2022年11月22日，公司召开了第三届董事会第二十四次会议、第三届监事会第二十一次会议，分别审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金投资项目建设资金需求的前提下，使用不超过人民币5.7亿元（其中2020年非公开发行股票募集资金不超过7,000万元、2022年公开发行可转换公司债券募集资金不超过50,000万元）的闲置募集资金暂时补充流动资金，期限自董事会审议批准之日起不超过12个月。截至2023年3月31日，“中宠转2”募集资金专项账户余额为96.89万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、总股本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年末，公司总股本为29,411.27万股，烟台中幸生物科技有限公司（以下简称“烟台中幸”）持有公司26.86%股权，为公司控股股东；郝忠礼和肖爱玲夫妇通过烟台中幸、烟台和正投资中心（有限合伙）、上海通怡投资管理有限公司一通怡春晓19号私募证券投资基金合计间接持有公司39.32%股权，为公司实际控制人，其股权无受限情况，公司股权结构图见附录二。

2022年公司合并范围减少2家子公司，无新增子公司，2023年1-3月公司合并报表范围新增2家子公司，减少2家子公司，具体如下表所示。

表1 2022年及2023年1-3月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年1-3月新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
烟台多益天然海洋食品有限公司	100%	500	海洋活性物质提取、纯化合成技术研发食品生产、食品销售、食品互联网销售	新设
杭州好氏品牌管理有限公司	90%	100	网络技术服务；宠物食品及用品批发；宠物食品及用品零售	新设
2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本		不再纳入的原因
南京云吸猫智能科技有限公司	100%	500	宠物用品及其他相关的宠物产品研发、咨询、制造、销售及售后服务	注销

安徽省中宠颂智科技有限公司	51%	500	宠物用品、宠物食品的研发和销售;饲料、兽药、玩具、工艺品、日用百货、包装材料研发和销售	注销
---------------	-----	-----	---	----

3、2023年1-3月不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本		不再纳入的原因
烟台中宠德益宠物食品销售有限公司	51%	1,000	宠物用品、宠物食品的生产、销售	注销
上海中宠网络科技有限公司	51%	500	宠物食品及用品零售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。分析跟踪期内宏观经济运行情况及未来发展趋势，以及面临的财政政策和货币政策环境。

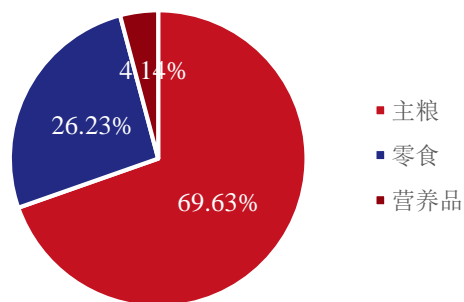
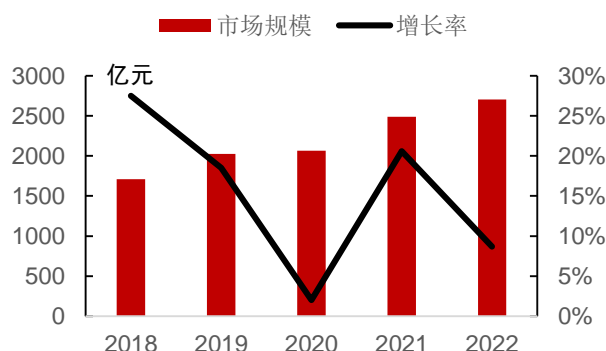
行业环境

2022年全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业仍处于快速发展初期，随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，中国宠物食品市场发展前景广阔

宠物食品是专门为宠物提供的食物，其作用主要是为宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质，具有营养均衡、消化吸收效果好、方便饲喂以及可预防某些疾病等优点。宠物食品对饲养宠物而言需求刚性，贯穿宠物全生命周期，一般来说宠物食品消费复购性高、价格敏感性低、黏性较强。

宠物食品市场是宠物行业最大的细分市场，据Euromonitor数据显示，2022年全球宠物食品市场销售额达1,234.9亿美元，同比增长7.6%。宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已发展成为居民日常消费的重要组成部分。美国是全球宠物经济第一大国，2022年美国宠物行业在高宠物渗透率和超预期通胀的影响下实现较快发展，根据美国宠物用品协会（APPA）数据，2022年美国宠物市场销售额超过1,368亿美元，同比增长10.7%。其中，宠物食品零食销售额581亿美元，同比增长16.2%。美国宠物用品协会预计2023年美国宠物市场保持稳健发展，行业销售额有望超过1,436亿美元，同比增长5.0%；预计宠物食品零食销售额627亿美元，同比增长7.9%。

我国宠物食品行业起步较晚，养宠渗透率处于较低水平，宠物消费维持高景气，2022年“猫经济”表现亮眼。据《2022年中国宠物行业白皮书》、APPA统计，宠物在中国家庭中的渗透率大约是20%，在日本是38%，美国是66%。2022年我国城镇犬猫宠物消费市场达2,706亿元，同比增长8.7%，其中犬消费市场1,475亿元，增长3.1%；猫消费市场规模达1,231亿元，同比增长16.1%。从养宠数量来看，2022年我国城镇犬猫数量11,655万只，同比增长3.7%，其中宠物犬数量5,119万只，同比减少5.7%，宠物猫数量6,536万只，同比增长12.6%。2022年国内宠物食品中主粮市场占比在七成左右，为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

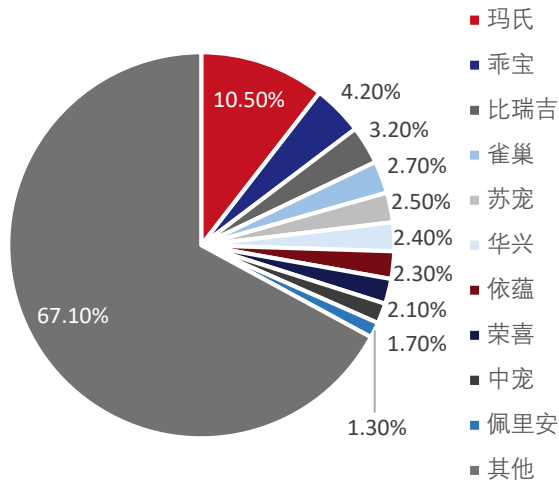
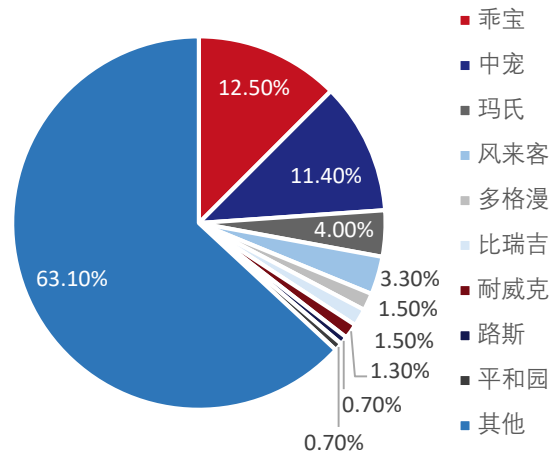
图 1 2022 年中国宠物食品消费结构

图 2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模


资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

从单只宠物的年均支出来看，根据APPA统计，美国单只犬的年均消费为1,381美元，单只猫的年均消费为908美元；据日本Anicom保险公司统计，日本单只宠物犬年均支出34万日元（约合人民币2.0万元），单只宠物猫支出16万日元（约合人民币0.94万元）；根据《2022年中国宠物行业白皮书》，中国单只犬的年均消费为2,882元，同比增长9.4%；单只猫的年均消费为1,826元，同比增长3.1%；中国单只宠物的年均消费具有较大的增长空间。随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，我国宠物食品市场发展前景广阔。

中国宠物食品行业竞争格局分散，行业集中度提升空间较大；目前宠物主粮领域以外资为主导，本土企业在宠物零食领域具备比较优势，未来主粮、零食等细分领域存在进口替代机会；国内养宠年轻化，消费者更倾向于线上渠道

当前我国宠物食品行业集中度较低，据欧睿数据，2020年行业CR5、CR10仅23.1%、32.9%，且第一名为外资企业玛氏，其市场份额为10.5%。相比下，成熟市场宠物食品份额明显集中，如美国、英国、日本、韩国CR5分别高达71.0%、61.2%、61.0%、49.7%。我国宠物食品行业处于早期发展阶段，国内企业数量多、规模小，竞争格局分散。从细分行业来看，国外品牌在中国宠物主粮领域布局较早，目前宠物主粮市场以玛氏、雀巢等外资品牌为主导；近年国内企业逐渐发力主粮产品，大力开发主粮市场，开始对头部外资企业形成替代。宠物零食方面，细分市场竞争格局仍然分散，但由于零食领域进入壁垒相对较低，本土企业布局较早，存在一定比较优势，目前国内企业乖宝、中宠等处于零食市场领先地位，中证鹏元认为，未来随着国内头部企业进一步发挥本土市场优势、做大做强，有望推动宠物零食格局集中度提升。

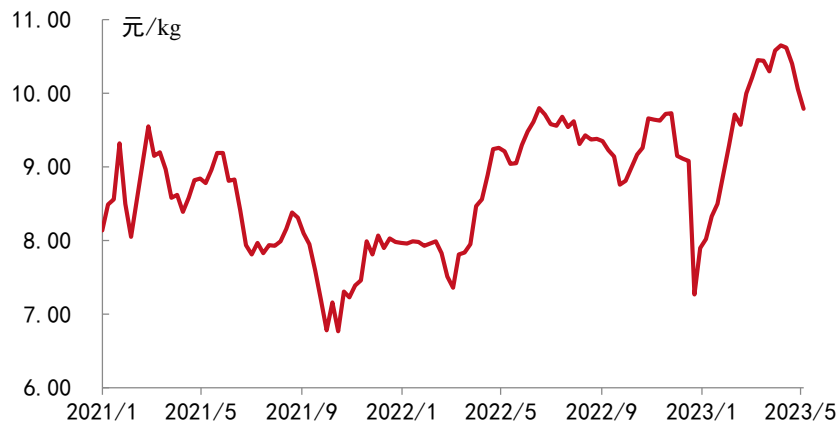
图 3 2020 年中国宠物食品市场竞争格局

图 4 2020 年中国宠物零食市场竞争格局


资料来源：欧睿数据等，中证鹏元整理

从销售渠道和消费者画像来看，我国宠物食品的销售以线上电商渠道及宠物店为主，据欧睿数据，2021年国内宠物食品行业线上渠道及电商渠道占比为60.9%，线上电商渠道发展迅速，2022年双十一期间，天猫平台宠物市场销售额达37.9亿元，同比增长30.2%。据《2022年中国宠物行业白皮书》，90后宠物主占比超半数，占比55.9%。年轻群体对宠物食品的接受度更高，消费意愿更强，已经成为宠物食品的消费主力军。

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2022年白羽鸡价格波动较大，对行业企业成本管控造成一定压力

宠物食品的主要原材料是鸡肉。白羽鸡是重要的动物蛋白来源，也是猪肉的重要替代品，在猪肉出现供需缺口或猪价过高的情况下，禽肉需求会出现上涨。2022年4月猪肉价格开始出现回暖，6-7月份强势上行，猪价一度升至28元/公斤，到2022年末出栏生猪增加叠加猪瘟疫影响下，非标猪出栏进一步增加市场猪肉供给，猪肉价格出现超预期下跌。受生猪价格波动影响 2022年以来白羽鸡价格有所反弹，2022年末价格快速下跌，2023年一季度白羽鸡景气度提升，价格有所反弹。另外，受禽流感、航班等问题影响，2022年5-7月、10-11月我国祖代海外引种量均为0，祖代引种不足对父母代的影响自去年10月以来已有所体现并持续加深，预计2023年第二季度白羽鸡供给受限，为价格提供支撑。

图 5 中国白羽肉鸡主产区平均价


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系国内宠物食品行业知名企业，具有一定的品牌优势，但产品以外销为主，2022年销售规模继续增长

公司长期深耕于宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位。公司经营业务起步于宠物零食领域，目前产品覆盖犬用及猫用宠物食品干粮、罐头、零食、保健品等品类。2022年宠物零食仍为公司最主要的收入来源，但占比有所下降。公司宠物零食主要以OEM/ODM贴牌方式面向境外市场的宠物食品品牌客户、经销商和宠物用品零售商店等，宠物干粮和罐头等产品主要以自主品牌形式在国内市场销售。2022年公司营业收入保持增长，从毛利率来看，2022年销售毛利率有所下降，主要系收入占比较高的宠物零食原材料价格上涨影响。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
宠物零食	21.41	65.91%	18.57%	19.80	68.70%	19.80%
宠物罐头	6.00	18.48%	26.41%	4.75	16.50%	24.61%
宠物干粮	3.60	11.08%	20.45%	3.06	10.64%	18.90%
宠物用品及保健品	0.42	1.29%	17.06%	0.25	0.85%	29.14%
其他	1.05	3.23%	5.60%	0.96	3.32%	3.87%
合计	32.48	100.00%	19.79%	28.82	100.00%	20.05%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，但目前公司产品仍以外销为主，需关注国际贸易摩擦和汇率波动对海外业务的影响，同时客户集中度较高

公司的产品主要包括自主品牌和代工产品，其中自主品牌主要面向国内市场，代工产品面向国外客户。公司零食产品以贴牌外销为主，宠物干粮和罐头等产品主要以自主品牌进行销售。公司在宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势。公司代工产品主要销往美国、欧盟等国家或地区，国外客户主要为当地拥有品牌的宠物食品品牌商、经销商和宠物用品店等，近年来公司与美国品谱、英国Armitages等知名国际客户形成了较为稳定的合作关系，有利于保障海外销售业绩的稳定性。

跟踪期内公司继续坚持“聚焦国内市场、聚焦自主品牌、聚焦主粮产品”的战略，积极打造自主品牌，自主品牌包括公司的全品类产品，目前公司旗下具备以“Wanpy顽皮”、“Zeal真致”、“Toptrees领先”为核心的自主品牌矩阵，其中主打品牌“Wanpy顽皮”先后被获评“山东省著名商标”、“最受欢迎宠物品牌”、“山东国际知名品牌”等。

销售渠道方面，跟踪期内未发生变化，仍采取直销和经销相结合的方式，直销主要是在京东、天猫等平台开设网络直营店，经销主要是通过电商、商超渠道以及宠物专门店、宠物医院等专业渠道。2023年4月15日，公司与分众传媒战略合作正式签约，助力公司“聚焦战略”，助力顽皮品牌成为行业头部品牌。此外，为拓宽销售渠道，公司还代理（贸易）部分宠物食品销售，即公司外采宠物食品及用品后直接销售给客户，该业务毛利率偏低，其中宠物用品及保健品大多数为外购产品。

从销售地区分布来看，公司主要客户来自海外市场，2022年公司产品境外销售收入占营业收入的72.24%，其中美国客户集中度较高。受中美贸易摩擦的影响，自2019年5月10日起美国开始对从中国进口的宠物食品加征25%的关税，若未来美国实施新的更加严格的相关产品关税政策或者提高关税税率，将可能对公司产品的出口产生一定不利影响。此外，由于外销产品以美元计价，汇率波动亦可能对公司盈利造成一定影响，公司主要采取远期等汇率管理工具缓释汇率波动风险。从收入结构来看，2022年公司来源于境内的销售收入大幅增加，同比增长30.55%，“聚焦战略”获得一定成效，但来源于美国地区的销售收入占比仍较高，前五大客户销售集中度仍较高。

表3 公司营业收入按区域分类情况（单位：万元）

地区	2022年		2021年	
	金额	比例	金额	比例
境内	90,167.43	27.76%	69,068.08	23.97%
美国	124,526.00	38.34%	106,703.20	37.03%
欧洲	54,926.77	16.91%	59,033.70	20.49%
境外其他	55,178.70	16.99%	53,350.26	18.51%
合计	324,798.91	100.00%	288,155.27	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	销售金额	占销售总额比例
2021年	1	客户一	美国	71,869.30	24.94%

	2	客户二	美国	33,055.86	11.47%	
	3	客户三	柬埔寨	9,165.25	3.18%	
	4	客户四	爱尔兰	7,398.90	2.57%	
	5	客户五	中国	7,105.45	2.47%	
	合计			-	128,594.76	44.63%
	2022年	1	客户一	美国	66,667.15	20.53%
2		客户二	美国	49,721.13	15.31%	
3		客户三	柬埔寨	9,825.68	3.03%	
4		客户四	美国	9,364.71	2.88%	
5		客户五	爱尔兰	8,963.05	2.76%	
合计			-	144,541.72	44.50%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司零食生产线产能利用率整体较高，2022年随着湿粮和干粮产能的增加，产能利用率有所下降，目前正在建的宠物主粮产品设计产能规模很大，未来存在一定的产能消化风险

生产方面，公司对代工产品采取“以销定产”，对自主品牌产品采取提前预估、产销结合的生产模式。近年公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等地自建和收购工厂，实现了部分产品的本土化生产和销售，提高了公司在国际贸易摩擦等不确定环境下的产品供应能力。2022年公司宠物零食产能未发生变化，产能利用率仍维持在高水平。宠物罐头和宠物干粮方面，2022年第一季度新西兰湿粮产线完成检修，2022年4月公司投产了3万吨干粮产线，宠物罐头和宠物干粮产能均有所增加，在“以销定产”模式下，虽然2022年宠物罐头和宠物干粮销量均有所增加，产销率整体尚可，但新增的市场需求无法及时消化新增的产能，导致产能利用率有所下降。

表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：吨）

产品名称	项目	2022年	2021年
宠物零食	产能	25,728	25,728
	产量	29,221	32,261
	产能利用率	117.00%	125.39%
	销量	36,498	31,490
	产销率	124.90%	97.61%
宠物罐头	产能	38,000	22,833
	产量	24,628	22,957
	产能利用率	65.00%	100.54%
	销量	27,172	21,478
	产销率	110.33%	93.56%
宠物干粮	产能	40,760	10,756
	产量	23,791	10,722

产能利用率	58.00%	99.68%
销量	21,408	10,412
产销率	89.98%	97.10%

注一：上述数据仅包含公司自行生产产品的产量与销量信息，未包含外购产品对外销售的销量数据。

注二：公司宠物零食的产能利用率保持在较高水平，主要是部分车间由两班制改为三班制，产量大幅提升；同时烘干效率明显提升。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为满足宠物主粮的市场需求和契合公司推广自主品牌的经营战略，公司新建宠物罐头和干粮产能规模较大，截至2023年3月末在建项目主要包括国内年产6万吨宠物干粮项目、年产2万吨宠物湿粮新西兰项目¹，本期债券募投项目年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目等，其中国内年产6万吨宠物干粮项目已于2022年4月投产3万吨，剩余产能预计2023年三季度全部完工投产；年产2万吨宠物湿粮新西兰项目预计2023年四季度完工投产。公司新建项目全部建成后将大幅提升产能规模，考虑到国内宠物食品市场竞争激烈，且目前国内主粮市场中外资品牌优势明显，未来公司在自主品牌上的市场拓展情况存在较大不确定性，若项目投产后市场需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而提升公司平均经营成本，拖累盈利水平。截至2023年3月末，公司在建项目预计总投资12.17亿元，已投资额5.29亿元，尚需投资6.88亿元，尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、行业环境、地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。

表6 截至2023年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	所在地区	总投资额	已投资额
年产6万吨宠物干粮项目	中国	23,700.00	20,932.90
年产2万吨宠物湿粮新西兰项目	新西兰	27,861.00	23,242.80
年产6万吨高品质宠物干粮项目	中国	28,424.71	2,563.93
年产4万吨新型宠物湿粮项目	中国	31,195.67	
年产2,000吨冻干宠物食品项目	中国	6,478.80	4,349.03
平面仓库智能立体化改造项目	中国	4,000.35	1,785.83
合计	-	121,660.53	52,874.49

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购集中度不高，供应商渠道较为丰富，但需关注鸡肉等主要原材料价格波动对公司成本控制带来的挑战

公司生产所需的主要原材料包括肉类、辅料以及包装材料，2022年原材料成本占公司主营业务成本的比例为57%。公司采购原材料除满足日常生产需求外，针对日常耗用量较大的大宗原材料，公司还根据原材料市场行情适当进行战略储备。2022年公司采购集中度有所提升，但水平仍不高，供应商渠道较为丰富，不存在过度依赖单一供应商的情况，主要原材料供应较为充足。从成本构成来看，鸡肉为公司

¹ 该项目主要定位高端产品。

产品的主要原材料构成，2022年鸡肉价格有所上涨，全年采购均价大幅提升，对公司盈利造成不利影响，后续仍需关注鸡肉价格波动对公司成本管控造成的影响。外购成品方面，2022年公司代理外购宠物食品的规模有所下降，外购成品及其他的金额为3.34亿元，同比下降36.94%。

表7 公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	采购额	占年度采购额的比例
2021年	1	供应商一	柬埔寨	20,149.22	11.99%
	2	供应商二	美国	8,625.29	5.13%
	3	供应商三	中国	5,795.08	3.45%
	4	供应商四	马来西亚	5,379.83	3.20%
	5	供应商五	美国	5,332.70	3.17%
			合计	-	45,282.12
2022年	1	供应商一	柬埔寨	21,712.18	11.25%
	2	供应商二	美国	11,964.31	6.20%
	3	供应商三	马来西亚	8,379.79	4.34%
	4	供应商四	美国	8,292.62	4.30%
	5	供应商五	日本	5,205.23	2.70%
			合计	-	55,554.13

注：2021年、2022年公司第一大供应商为公司关联方爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司，公司持有其49%股份，采购其生产的肉质宠物零食对外销售。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2022年	2021年
鸡肉	采购均价（元/kg）	14.62	9.50
	数量（吨）	35,743	21,779

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司投资金额有所减少，但仍存在一定投资风险及商誉减值风险，同时给公司带来一定资金压力

2022年公司投资金额1.97亿元，同比下降47.93%，主要对位于新西兰的宠物食品生产工厂进行了增资，资金投向新西兰年产2万吨宠物湿粮项目，投资金额达1.55亿元，新西兰标的公司主要定位高端产品，旨在丰富公司产品线和培育新的利润增长点，2022年该项目实现营业收入8,473.06万元，实现投资收益565.87万元。2022年4月，公司发布拟对外投资暨参与投资产业基金的公告，宣布将以自有资金1.25亿人民币认缴投资产业基金共青城金瑞股权投资合伙企业，2022年公司实缴0.38亿元，持股50%，但2022年度该项目投资损益为负。

公司通过对外投资及收购等方式，可以推进全球化战略布局和国内市场建设，在柬埔寨和新西兰等地的投资，有利于公司提高产品交付能力，扩大国际业务及进一步提高抵御国际贸易摩擦的能力。但受市场环境、行业政策、企业经营管理水平等影响，投资标的企业可能出现经营亏损，拖累公司盈利水平。

若标的企业业绩不达预期将存在一定商誉减值风险。同时，较大规模的股权投资也给公司带来一定资金压力。

表9 2022年公司重大投资情况（单位：万元）

标的公司名称	主营业务	投资方式	持股比例	投资金额	2022年投资盈亏	2022年末净资产	2022年营业收入	2022年净利润
The Natural Pet Treat Co. Ltd（新西兰）	宠物食品及用品的生产与销售	增资	100%	15,487.87	565.87	27,627.50	8,473.06	565.87
共青城金瑞股权投资合伙企业（有限合伙）	投资管理	增资	50%	3,800.00	-45.29	7,210.50	-	-93.32
九江华好共创宠物食品有限公司	宠物食品	新设	49%	245.00	-12.63	474.23	-	-25.77
上海中宠品牌管理有限公司	宠物用品及食品	增资	100%	43.71	51.44	109.10	56.95	51.44
山东顽宠电子商务有限公司	宠物用品及食品	增资	64%	75.68	-38.58	74.03	126.59	-60.59
重庆乐檬科技有限责任公司	宠物食品	增资	40%	40.00	-7.92	111.37	439.72	-17.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

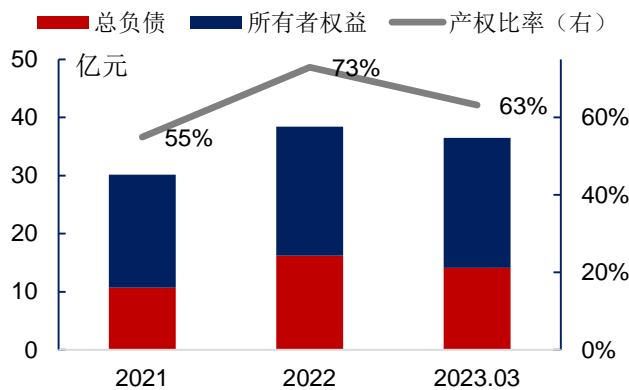
财务分析基础说明

以下分析基于经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年、2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围减少2家子公司，无新增子公司，2023年1-3月公司合并报表范围新增2家子公司，减少2家子公司。

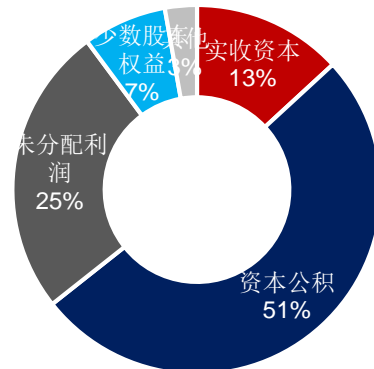
资本实力与资产质量

2022年本期债券发行成功推动公司总资产规模有所增长，公司资产以宠物食品生产工厂为主的固定资产和在建工程占比较大，为公司未来业务发展提供重要保障，整体资产质量较好，但仍需关注股权投资风险和商誉减值风险

2022年本期债券发行成功，推动公司负债规模大幅增长，同时未分配利润和少数股东权益增加带动公司所有者权益有所增长，产权比率有所提升，2023年3月末产权比率为63%，公司所有者权益对债务的保障程度尚可。

图 6 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 7 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

2022 年公司货币资金同比增加主要系收到本期债券募集资金所致，2022 年末受限货币资金 0.14 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。应收账款主要为应收货款，随着公司销售规模不断增长，应收账款余额持续增长，增长幅度与营业收入增幅基本匹配，2022 年占当期营业收入的比例为 11.76%，比重小幅降低；2022 年末应收账款账龄基本在 1 年以内，前五大应收账款对象余额占应收账款期末余额合计数的比例为 49.25%，集中度偏高，公司应收款项占资产比重较大，占用较多营运资金。公司存货包括原材料、产成品和在产品，公司产品生产周期较短，2022 年“双十一”公司备货较多，库存规模有所增加，2023 年 3 月末，存货账面价值有所下降；由于公司出口业务主要采取以销定产模式，原材料跌价风险相对可控，而国内产品公司会进行一定备货，需关注国内市场开拓情况。

公司长期股权投资主要为公司对同行业及上下游相关企业的股权投资，2022 年账面余额有所增长，2022 年公司长期股权投资权益法下确认的投资损益为 1,007.06 万元，仍需关注行业环境变化和企业经营业绩波动等带来的股权投资风险。为满足宠物主粮的市场需求和契合公司推广自主品牌的经营战略，近年公司新建宠物罐头和干粮产能规模较大，随着新增投资及建设项目转固，公司固定资产和在建工程账面价值同比有所增长，2022 年末二者合计占公司总资产的 32.13%，为公司业务规模的扩大提供重要保障。公司商誉主要因收购子公司而产生，未来若标的企业经营状况不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。

截至 2022 年末，公司包括货币资金、固定资产、无形资产和投资性房地产在内的受限资产合计 1.45 亿元，占总资产的 3.78%，另有 1.08 亿元的固定资产尚未办妥产权证书。

表 10 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	3.69	10.12%	5.78	15.04%	3.51	11.64%
应收账款	3.93	10.77%	3.63	9.44%	3.45	11.45%
存货	6.08	16.65%	6.10	15.88%	5.17	17.14%

流动资产合计	15.49	42.44%	17.45	45.43%	13.37	44.35%
长期股权投资	1.95	5.35%	1.87	4.88%	1.33	4.41%
固定资产	9.97	27.34%	10.15	26.43%	7.84	26.01%
在建工程	2.33	6.39%	2.19	5.70%	1.42	4.70%
商誉	2.26	6.20%	2.26	5.89%	2.26	7.50%
非流动资产合计	21.00	57.56%	20.96	54.57%	16.78	55.65%
资产总计	36.49	100.00%	38.40	100.00%	30.15	100.00%

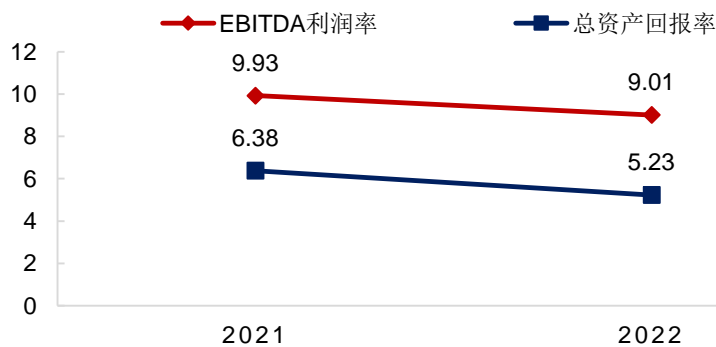
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所增长，但成本上涨导致毛利下降，同时销售费用增加，导致利润率有所下降

公司营业收入主要来自宠物零食，而宠物零食以贴牌外销为主，2022年受原材料价格上涨影响，宠物零食毛利率有所下降，导致公司销售毛利率有所下降；同时公司坚持“聚焦国内市场、聚焦自主品牌、聚焦主粮产品”的战略，加大了业务宣传费及销售服务费的投入，综合导致公司营业利润和利润总额有所下降，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。

图 8 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

本期债券的发行大幅抬升公司债务规模，但短期偿债指标表现较好，整体债务风险可控

总债务方面，2022年末公司短期借款以保证借款为主，长期借款为质押借款，应付债券为本期债券，租赁负债²主要系子公司租赁办公楼和厂房等产生。从总债务期限结构来看，2022年公司短期债务占比有所下降，债务结构有所优化。

² 公司自 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，租赁负债按照租赁期开始日尚未支付的租赁付款额的现值进行初始计量。

经营性债务方面，公司应付账款主要为材料款和工程设备款，随着新增产能项目建设实施，2022年末应付工程设备款也有所增加。

表11 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	2.30	16.28%	3.40	21.00%	3.59	33.56%
应付账款	2.67	18.90%	3.56	21.96%	3.49	32.59%
一年内到期的非流动负债	0.15	1.03%	0.15	0.93%	0.35	3.28%
流动负债合计	6.41	45.37%	8.49	52.42%	8.68	81.21%
长期借款	0.44	3.15%	0.45	2.76%	1.14	10.63%
应付债券	6.58	46.58%	6.52	40.25%	0.00	0.00%
租赁负债	0.31	2.22%	0.36	2.21%	0.49	4.61%
非流动负债合计	7.72	54.63%	7.71	47.58%	2.01	18.79%
负债合计	14.13	100.00%	16.20	100.00%	10.69	100.00%
总债务合计	9.81	69.41%	10.98	67.79%	5.57	52.08%
其中：短期债务	2.47	17.46%	3.66	22.57%	3.94	36.84%
长期债务	7.34	51.95%	7.32	45.22%	1.63	15.25%

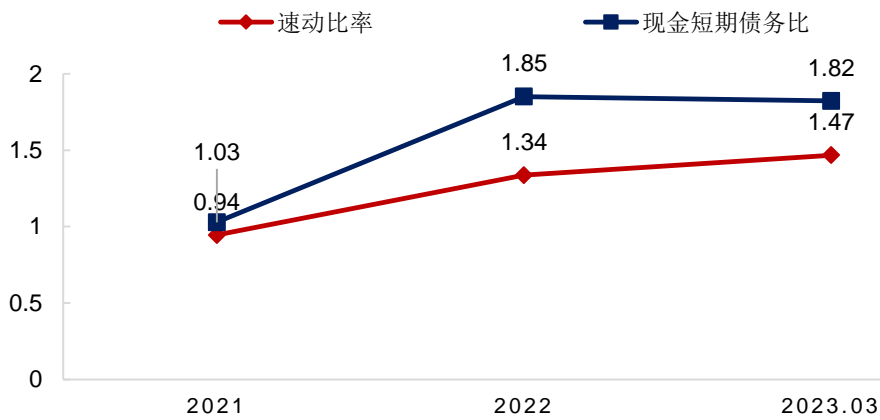
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

本期债券发行后公司资产负债水平明显提高，财务杠杆水平有所提升，同时公司对外投资规模较大，自由现金流为负，自由现金流对净债务的保障程度较弱。但2022年末速动比率和现金短期债务比提升，短期偿债指标表现较好，整体债务风险可控。同时公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，截至2023年3月末，尚未使用的银行授信合计22.74亿元，流动性风险相对可控。

表12 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）	-0.26	1.20	2.13
FFO（亿元）	-	1.86	1.84
资产负债率	38.72%	42.18%	35.47%
净债务/EBITDA	-	1.75	0.81
EBITDA 利息保障倍数	-	12.28	17.38
总债务/总资本	30.49%	33.09%	22.25%
FFO/净债务	-	36.33%	79.64%
经营活动净现金流/净债务	-4.82%	23.34%	92.00%
自由现金流/净债务	-23.09%	-44.78%	-30.95%

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 9 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 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 5 月 18 日）和公司提供的说明（截至 2023 年 5 月 15 日），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 5 月 18 日）和公司提供的说明（截至 2023 年 5 月 15 日），公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。2022 年 7 月，公司董事、董事会秘书史宇女士因个人原因，辞去公司董事、董事会秘书的职务；补选董海风女士为公司第三届董事会非独立董事，聘任任福照先生为董事会秘书。2022 年 1 月，郑德敏先生因年龄关系，辞去公司副总经理职务；2022 年 12 月，公司副总经理李震先生因个人原因，辞去公司副总经理职务，2023 年 3 月，聘任陆敏吉先生担任公司副总经理。截至 2023 年 3 月末公司组织架构图见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月18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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年5月15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、结论

2022年全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业尚处于快速发展阶段，随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，中国宠物食品市场发展前景广阔，公司经营面临的行业环境较好；公司系国内宠物食品行业知名企业，具有一定的品牌优势和行业地位，2022年销售规模继续增长，且与核心客户保持稳定合作，未来经营业绩有保障。截至2023年3月末，公司尚未使用银行授信额度合计22.74亿元，银行授信可为公司提供一定流动性支持。但中证鹏元也关注到，公司产品以外销为主，面临国际贸易摩擦、汇率波动等风险；公司客户集中度较高，若主要客户减少对公司的采购甚至终止合同关系，将对公司业绩造成较大不利影响；2022年新增产能利用率低，在建项目投产后公司产能将大幅提升，存在一定的产能消化风险。总体来看，公司的抗风险能力尚可。

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“中宠转2”的信用等级为AA-。

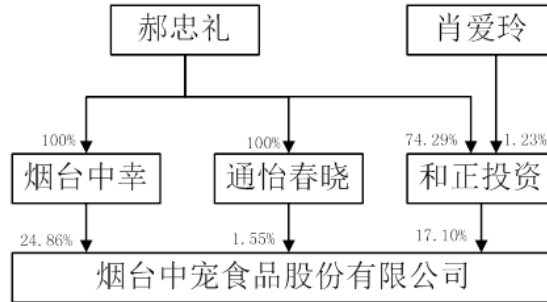
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.69	5.78	3.51	2.89
应收账款	3.93	3.63	3.45	2.74
存货	6.08	6.10	5.17	5.50
流动资产合计	15.49	17.45	13.37	13.87
长期股权投资	1.95	1.87	1.33	0.99
固定资产	9.97	10.15	7.84	6.68
在建工程	2.33	2.19	1.42	0.22
商誉	2.26	2.26	2.26	0.67
非流动资产合计	21.00	20.96	16.78	11.16
资产总计	36.49	38.40	30.15	25.03
短期借款	2.30	3.40	3.59	1.93
应付账款	2.67	3.56	3.49	2.49
一年内到期的非流动负债	0.15	0.15	0.35	0.29
流动负债合计	6.41	8.49	8.68	6.19
长期借款	0.44	0.45	1.14	0.25
应付债券	6.58	6.52	0.00	0.00
租赁负债	0.31	0.36	0.49	0.00
非流动负债合计	7.72	7.71	2.01	0.47
负债合计	14.13	16.20	10.69	6.66
总债务	9.81	10.98	5.57	2.80
归母所有者权益	20.71	20.66	18.19	17.28
营业收入	7.06	32.48	28.82	22.33
营业利润	0.34	1.55	1.61	1.96
净利润	0.27	1.21	1.26	1.51
经营活动产生的现金流量净额	-0.26	1.20	2.13	0.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.88	-4.36	-3.37	-4.34
筹资活动产生的现金流量净额	-0.72	5.11	2.01	5.44
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	-	2.93	2.86	3.15
FFO（亿元）	-	1.86	1.84	2.38
净债务（亿元）	5.50	5.12	2.31	-1.53
销售毛利率	24.35%	19.79%	20.05%	24.70%
EBITDA 利润率	-	9.01%	9.93%	14.12%
总资产回报率	-	5.23%	6.38%	10.32%
资产负债率	38.72%	42.18%	35.47%	26.62%
净债务/EBITDA	-	1.75	0.81	-0.49

EBITDA 利息保障倍数	-	12.28	17.38	12.89
总债务/总资本	30.49%	33.09%	22.25%	13.22%
FFO/净债务	-	36.33%	79.64%	-155.68%
速动比率	1.47	1.34	0.94	1.35
现金短期债务比	-	1.85	1.03	1.93

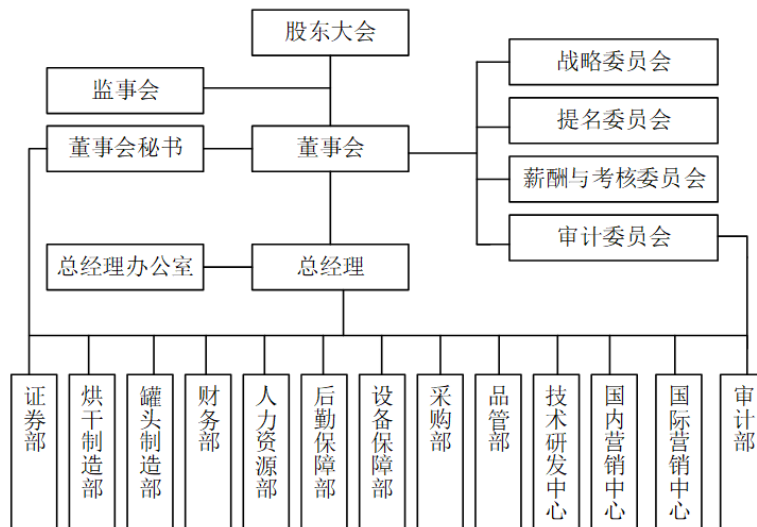
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司 2022 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
烟台好氏宠物食品科技有限公司	99.49	100%	生产
烟台顽皮宠物用品销售有限公司	300.00	100%	贸易
烟台爱丽思中宠食品有限公司	6,879.08	100%	生产
烟台顽皮国际贸易有限公司	230.00	100%	贸易
上海中宠食品科技有限公司	300.00	100%	生产
烟台中卫宠物食品有限公司	203.00 万欧元	51%	生产
HAO's Holdings, Inc	1,276.00 万美元	100%	宠物食品
American Jerky Company, LLC	2,250.00 万美元	100%/59.50%	生产
Canadian Jerky Company, LTD	100.00 加元	94.97%	生产
烟台中宠德益宠物食品销售有限公司	1,000.00	51%	生产及贸易
北京中宠好氏宠物食品有限公司	500.00	51%	贸易
Wanpy Europe Pet Foods B.V.	10.00 万欧元	75%	宠物食品贸易
The Natural Pet Treat Co. Ltd	5,489.84 万新西兰元	100%	生产及贸易
Zeal Pet Foods New Zealand Limited	-	100%	贸易
上海中宠品牌管理有限公司	500.00	100%	贸易
山东顽宠电子商务有限公司	500.00	63.68%	贸易
杭州中宠华元宠物科技有限公司	500.00	55%	贸易
樟树市众鑫金鼎投资管理中心（有限合伙）	4,500.00	98%	投资咨询
上海中宠网络科技有限公司	500.00	100%/51%	贸易
PetfoodNZ International Limited	100.00 万新西兰元	70%	生产
杭州领先宠物食品有限公司	1,000.00	90%	贸易
上海好氏宠物食品有限公司	500.00	100%	贸易
烟台中宠联合供应链有限公司	15,630.00	95.97%	贸易

资料来源：公司提供，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、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。