

上海百润投资控股集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2024 年跟踪评级报告

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〔2024〕5319号

联合资信评估股份有限公司通过对上海百润投资控股集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海百润投资控股集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“百润转债”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

评级总监：

二〇二四年六月二十五日

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上海百润投资控股集团股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



上海百润投资控股集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
上海百润投资控股集团股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/25
百润转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，上海百润投资控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）在预调鸡尾酒细分市场仍具有较高的品牌知名度。2023 年，公司主营业务经营规模有所扩大，营业总收入和利润总额同比均实现增长，毛利率保持较高水平，但公司费用总额保持增长，对整体利润存在侵蚀；经营获现能力良好。截至 2023 年底，公司资产总额较上年底有所增长，现金类资产较为充足，非流动资产占比提高，重要在建项目尚需投入规模较大；负债和债务规模较上年底有所增长，短期借款增加。偿债指标表现方面，2023 年，公司长短期偿债能力指标表现良好，具备直接融资渠道。公司 2023 年的 EBITDA、经营活动现金流净额和同期末的现金类资产对“百润转债”余额的保障能力较强。“百润转债”设置了转股价格修正、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股，考虑未来转股因素，公司对“百润转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着居民可支配收入水平的进一步提高，预调鸡尾酒的市场受众群体将进一步扩大，公司在建项目逐步投产，公司综合实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司所处消费品行业景气度整体大幅提升，营业总收入及利润总额大幅增长，盈利能力得到显著改善；公司资本实力大幅提升，对公司偿债能力带来显著提升；其他导致公司信用水平显著提升的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：如有食品安全事件发生，公司产品销量大幅下降，对营业收入造成持续不利影响；如公司投资项目与预期规划差异较大，对公司回收投资产生重大不利影响；公司重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重要不利影响；其他导致公司信用水平显著下降的因素。

优势

- **“RIO（锐澳）”在预调鸡尾酒细分市场仍具有较高的品牌知名度。**公司旗下“RIO（锐澳）”为国家驰名商标，具有较高的品牌知名度；根据中国酒业协会文件，“RIO（锐澳）”预调鸡尾酒的市场占有率连续多年在行业内全国排名第一。
- **2023 年，公司主业发展平稳，经营获现能力良好，现金类资产较为充足。**2023 年，公司营业总收入和利润总额均实现同比增长；公司经营性净现金流持续净流入，现金收入比为 107.20%。截至 2023 年底，公司现金类资产占资产总额的 26.42%。
- **公司毛利率保持较高水平。**2022—2023 年，公司毛利率分别为 63.78%和 66.70%，保持在较高水平。

关注

- **2023 年，公司费用总额保持增长，对整体利润存在侵蚀。**2023 年，公司费用总额同比增长 14.05%，占营业总收入的 30.94%。
- **存货规模较大，对资金形成占用。**截至 2023 年底，公司存货 7.80 亿元，占资产总额的 10.97%，其中自制半成品占 76.92%。
- **公司债务规模大幅增长。**截至 2023 年底，由于公司新增短期借款，公司全部债务增长至 19.30 亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.14%、32.31%和 20.35%。
- **公司重要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。**截至 2024 年 3 月底，公司重要在建工程总投资规模为 31.43 亿元，尚需投入约 13.20 亿元。项目投资总额超出募集资金部分将由公司自筹解决，公司存在一定的资金支出压力。项目投产后，公司烈酒业务产销规模将得以大幅增长，或将存在烈酒业务不达预期盈利水平的风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

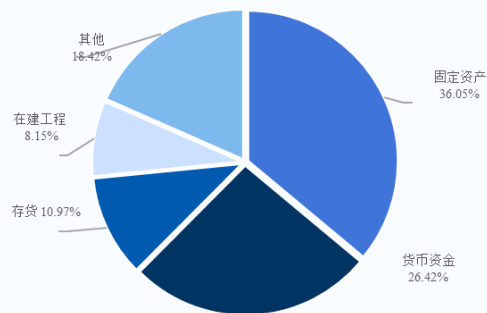
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	25.32	18.79	15.65	
资产总额（亿元）	64.58	71.11	70.94	
所有者权益（亿元）	37.66	40.44	41.70	
短期债务（亿元）	4.51	8.97	7.01	
长期债务（亿元）	9.90	10.33	10.41	
全部债务（亿元）	14.41	19.30	17.42	
营业总收入（亿元）	25.93	32.64	8.02	
利润总额（亿元）	6.51	10.28	2.06	
EBITDA（亿元）	8.56	12.78	--	
经营性净现金流（亿元）	9.03	5.62	2.71	
营业利润率（%）	57.52	61.29	62.92	
净资产收益率（%）	13.83	19.95	--	
资产负债率（%）	41.68	43.14	41.21	
全部债务资本化比率（%）	27.67	32.31	29.46	
流动比率（%）	194.72	152.51	150.59	
经营现金流动负债比（%）	53.61	28.12	--	
现金短期债务比（倍）	5.61	2.09	2.23	
EBITDA 利息倍数（倍）	19.45	20.60	--	
全部债务/EBITDA（倍）	1.68	1.51	--	

公司本部口径		
项目	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	48.74	53.34
所有者权益（亿元）	37.27	41.77
全部债务（亿元）	9.86	10.24
营业总收入（亿元）	4.06	4.53
利润总额（亿元）	2.08	10.16
资产负债率（%）	23.54	21.69
全部债务资本化比率（%）	20.92	19.68
流动比率（%）	2370.86	3185.32
经营现金流动负债比（%）	375.67	-428.35

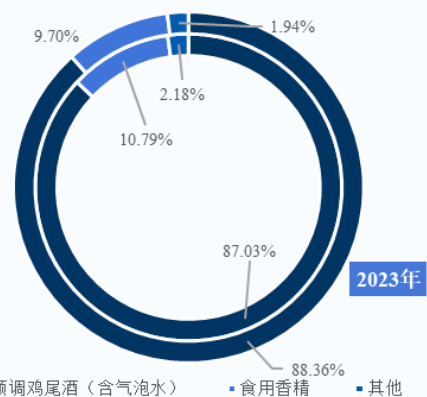
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

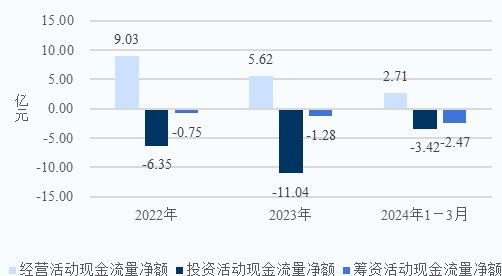
2023 年底公司资产构成



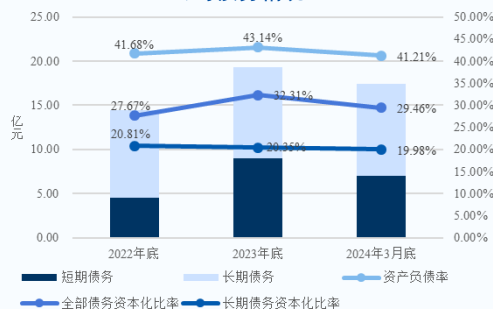
2022—2023 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2024 年 3 月底债券余额	到期兑付日	特殊条款
百润转债	11.28 亿元	11.28 亿元	2027/09/28	赎回、回售等

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
百润转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/21	王兴龙 蒲雅修	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	阅读全文
百润转债	AA/稳定	AA/稳定	2021/06/22	刘哲 李敬云	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）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 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：肖怀玉 xiaohy@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海百润投资控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系上海百润香精香料有限公司（以下简称“百润香料”），于1997年6月设立，初始注册资本为100.00万元。2008年10月，经百润香料股东会决议，按经会计师事务所审计的净资产折股，整体变更设立股份公司。2011年3月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2011〕332号文核准，公司公开发行2000.00万股人民币普通股并在深圳证券交易所上市（股票简称：百润股份，股票代码：002568.SZ）。截至2024年3月底，公司注册资本和总股本均为10.50亿元，其中自然人刘晓东持股比例为40.54%，为公司控股股东和实际控制人，质押8150.00万股，占其所持股份的19.15%，占公司总股本的7.76%；前十大股东中刘晓俊（持股3.68%）与刘晓东系兄弟关系。

2023年，公司主营业务较上年无变化，主营业务仍为预调鸡尾酒和香精香料的研发、生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至2023年底，公司纳入合并范围子公司25家；公司设有证券部、法务部、财务部等部门，具体情况详见附件1-2；同期末，公司在职工共计1823人。

截至2023年底，公司合并资产总额71.11亿元，所有者权益40.44亿元（含少数股东权益-44.00万元）；2023年，公司实现营业总收入32.64亿元，利润总额10.28亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额70.94亿元，所有者权益41.70亿元（含少数股东权益1144.99万元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入8.02亿元，利润总额2.06亿元。

公司注册地址：上海市康桥工业区康桥东路558号；法定代表人：刘晓东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“百润转债”于2022年4月12日开始转股，跟踪期内正常付息。截至2024年3月底，“百润转债”转股价为46.95元/股。截至2023年底，公司已在承诺投资项目“麦芽威士忌陈酿熟成项目”累计使用“百润转债”募集资金5.22亿元，暂时补充流动资金5.00亿元。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
百润转债	11.28	11.28	2021/09/29	6年

资料来源：联合资信根据公司资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 行业概况

预调鸡尾酒近年来逐渐进入中国市场，目前销售主要集中在一、二线城市，2023年，行业整体呈增长态势。

预调鸡尾酒在日本、澳大利亚、新西兰及东南亚市场得到较大的发展。中国酒类消费以白酒和啤酒为主，近年来随着中国经济的发展和国际化的不断深入，东西方酒类文化不断融合，中国消费者的酒类消费观念也在发生变化。与发展时间较长、市场比较成熟的国外市场相比，中国预调鸡尾酒行业处于发展初期。由于预调鸡尾酒属于日常饮用的快消品，行业没有明显的周期性特点。中国预调鸡尾酒主要消费市场集中于一、二线城市，销售渠道主要以非即饮渠道为主，酒吧、KTV、餐厅等即饮渠道市场份额较少。在国内人均可支配收入持续增长、消费者对预调鸡尾酒品牌和品类认识的逐步加深、人口结构变化、饮用洋酒氛围逐步成熟等综合因素的影响下，预调鸡尾酒也将逐步向三、四线城市和餐饮消费等即饮渠道进一步扩张，从而推动预调鸡尾酒市场规模的持续增长。

根据国家统计局数据，2023年，中国规模以上酒、饮料和精制茶制造业增加值累计增长0.8%；中国酒、饮料和精制茶制造业实现收入15516.20亿元，同比增长7.40%，实现利润总额3110.00亿元，同比增长8.50%；截至2023年底，企业单位数5888家。

2 上下游情况

预调鸡尾酒原料以进口酒、果汁等为主，市场供应充足；销售终端为消费者。

从整体上看，酒、饮料和精制茶制造业的上游主要为粮食、水果、糖等农副产品，下游主要为经销商及终端消费者。预调鸡尾酒的原材料主要为各类基酒、果汁等。

上游方面，糖、基酒及果汁的市场供应量充足，预调鸡尾酒的生产以进口基酒与果汁为主。根据海关总署数据，2023年，中国进口酒类及饮料共计64.71亿美元，同比增长8.9%。

下游方面，预调鸡尾酒的终端客户是消费者，目前主要消费市场集中在一二线城市。根据国家统计局数据，2023年，全国居民人均可支配收入与城镇居民人均可支配收入分别为3.92万元和5.18万元，较上年分别名义增长6.3%和5.1%。

3 行业关注

食品安全问题。食品安全问题造成了国内外部分消费者对中国的信任危机，将直接影响食品生产企业产品的市场需求。近年来国内苏丹红事件、三聚氰胺事件等食品安全事件提高了公众的食品安全意识及对食品行业要求。若出现食品安全方面的突发事件将对整个预调鸡尾酒行业的经营与声誉产生重大不利影响。

细分市场小。中国酒类消费以白酒和啤酒为主，消费者对于预调鸡尾酒的认知仍有待提高，细分市场小。

4 行业发展

随着预调鸡尾酒行业市场容量不断扩张，新的企业或将涉足预调鸡尾酒行业，行业竞争将逐步加剧。

近年来，由于东西方酒文化的不断融合，国内居民对预调鸡尾酒的认识不断加深，预调鸡尾酒较为符合现代年轻人的消费心理。随着国民经济的持续高速发展，城乡差距、地区差距预计将会逐步缩小，国内中小城市以及乡镇农村市场的消费者购买能力将不断提高，预调鸡尾酒市场容量将随之增长。随着预调鸡尾酒行业发展迅速，市场容量不断扩张，行业内原有企业经营水平逐步提升的同时，不断有新的企业涉足预调鸡尾酒行业，行业竞争将逐步加剧。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司主要从事预调鸡尾酒及香精香料的研发、生产和销售，在产业链布局、品牌影响力和品质保证等方面仍具备一定的竞争优势。公司过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人情况未发生变动，具体情况请见本报告企业基本情况部分。

企业规模和竞争力方面，公司以预调鸡尾酒和香精香料两大业务为主业，在细分行业均具有较高的品牌影响力。公司已经经营香精香料行业多年，是国内香精香料行业技术领先的高新技术企业，在食用香精香料领域得到了市场及客户的认可。公司被中国轻工业联合会评定为中国轻工业科技百强企业、中国香料香精行业十强企业，香精香料业务品牌“百润（BAIRUN）”是上海市著名商标、上海市名牌产品。子公司上海巴克斯酒业有限公司（以下简称“巴克斯酒业”）的“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒为国家驰名商标、上海市著名商标、上海

市名牌产品。根据中国酒业协会的文件，“RIO（锐澳）”预调鸡尾酒的市场占有率多年在行业内全国排名第一。此外，巴克斯酒业是中国酒业协会《预调鸡尾酒团体标准》的主要起草单位。公司预调鸡尾酒业务在产品新口感研发、适口度调整等方面，发挥香精香料业务业已积累的产品、技术等优势，针对性地研发符合消费群体口感需求的预调鸡尾酒产品。2023年，公司研发投入1.06亿元，占营业总收入的比例为3.25%。

公司全产业链布局已具有一定规模，预调鸡尾酒业务和香精香料业务具备一定协同效应。公司两个主业在基础技术研究、新产品开发、供应链管理等方面共享资源、协同增效，共同提升两大品牌的知名度和市场占有率。未来，烈酒基地建成后，预计可降低预调鸡尾酒产品成本，保证原材料基酒供应，产品质量与安全得到保障；也可以为公司未来推广烈酒及配制酒新品做储备。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91310000632005686K），截至2024年5月8日，公司本部无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾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利记录。

（二）管理水平

2023年，公司董事、监事和高级管理人员无变化。公司管理制度连续，管理经营正常。2024年2月，公司公告了公司董事长、法定代表人、总经理刘晓东先生个人被实施留置的通知书，同年5月，根据公司公告，刘晓东先生的留置措施已被解除。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司营业总收入构成变动不大，受益于下游市场需求逐步恢复、物流运输稳定等因素，公司营业总收入和利润总额均实现同比增长。跟踪期内，公司采购、生产、销售模式等未发生较大变动。

2023年，受益于下游市场需求逐步恢复、物流运输稳定等因素，公司经营规模有所扩大，营业总收入同比增长25.85%；营业成本同比增长15.69%；公司利润总额同比增长57.85%，主要系公司经营规模扩大、调整产品结构，整体盈利能力提高所致。

2023年，公司预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精收入均实现同比增长；公司加强品牌营销，扩大“358”品类矩阵，预调鸡尾酒（含气泡水）类产品销售收入同比增长27.76%，占营业总收入的比例略有提高；公司食用香精产品收入同比增长13.18%，占营业总收入的比例略有下降。从产品毛利率情况看，受益于公司控制成本、调整产品结构，公司综合毛利率同比提高2.92个百分点。其中，预调鸡尾酒（含气泡水）产品和食用香精产品毛利率同比分别提高3.21个百分点和4.42个百分点。

2024年1-3月，公司实现营业总收入8.02亿元，同比增长5.51%；营业利润率为62.92%，同比提高3.03个百分点；实现利润总额2.06亿元，同比下降15.33%，主要系公司广告宣传费用增加导致销售费用增加所致。

图表2·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024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
预调鸡尾酒（含气泡水）	22.57	87.03%	64.40%	28.84	88.36%	67.61%	7.12	88.80%	68.66%
食用香精	2.80	10.79%	63.22%	3.17	9.70%	67.64%	0.78	9.73%	68.88%
其他	0.56	2.18%	41.75%	0.63	1.94%	20.84%	0.12	1.47%	43.65%
合计	25.93	100.00%	63.78%	32.64	100.00%	66.70%	8.02	100.00%	68.32%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

采购方面，公司生产所需的原材料以各类基酒、果汁、糖为主，包装物以玻璃瓶、易拉罐为主。2023年，公司采购模式方面无变化，仍由采购部门参考生产计划制定的采购计划进行。采购结算方式均以电汇为主，极少数情况使用银行承兑汇票结算。采购单价方面，公司原材料采购价格仍随行就市。公司原材料和包装物采购金额在总采购金额中占比较大，2023年分别为6.92亿元和3.19亿元，占比分别为63.23%和29.19%。2023年，受市场行情波动影响，基酒和果汁采购均价同比均有所增长；糖采购均价变动不大，采购总额随经营规模扩大而增长；公司玻璃瓶和易拉罐产品需求有所变动，公司玻璃瓶采购均价同比有所增长，易拉罐采购均价同比有所下降。2023年，公司对前五名供应商采购总额占比为40.93%，集中度较上年略有下降，集中度仍属较高。

生产方面，2023年，公司预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精的生产模式变化不大，仍根据实际销售情况动态调整生产计划。产能利用率方面，2023年以来，公司预调鸡尾酒业务产能主要分布在上海、天津、成都、佛山四个生产基地，并推进生产基地扩建项目。2023年，公司预调鸡尾酒年产能未有变动，产能利用率提高3.06个百分点，成都和佛山生产基地产能进入集中爬坡阶段；2023年，公司食用香精业务产能仍在上海工厂，年产能未有变动，产能利用率仍保持在很高水平。

销售方面，2023年公司销售模式未发生变化。销售结算方式上，食用香精业务以电汇结算的方式为主，极少数情况下使用商业承兑汇票。预调鸡尾酒（含气泡水）业务各销售途径结算方式有所差异：经销模式中，公司采取“款到发货”的模式；线下直销模式中，客户与公司在对账完成后，要求公司就已对账货物金额开具发票并进行结算；互联网销售模式中，电商及网络直销客户对收到的货物进行验收，第三方网络销售平台确认收货并付款。由于公司根据销售情况动态调整生产计划，公司整体产销率保持在较高水平。2023年，受下游经销商春节备货需求节点较2022年提前及公司强爽系列等产品市场反应良好等因素影响，公司预调鸡尾酒（含气泡水）产品产销规模同比均有所增长。2023年，食用香精产销率略有变动。销售价格方面，2023年，公司预调鸡尾酒（含气泡水）类产品销售均价变动不大；食用香精类产品受下游客户订单结构变化影响销售均价有所增长。

图表 3• 公司产品产销情况

产品	项目	2022年	2023年	产品	项目	2022年	2023年
预调鸡尾酒 (含气泡水)	产能(万箱/年)	6600.00	6600.00	食用香精	产能(吨/年)	3000.00	3000.00
	产量(万箱)	3082.81	3284.86		产量(吨)	2979.71	3214.73
	产能利用率(%)	46.71	49.77		产能利用率(%)	99.32	107.16
	销量(万箱)	2778.27	3550.53		销量(吨)	2988.70	3216.21
	产销率(%)	90.12	108.09		产销率(%)	100.30	100.05
	销售均价(元/箱)	81.24	81.22		销售均价(元/千克)	135.38	140.34

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从销售区域来看，2023年，受益于产能释放及物流通畅，公司在华北、华南和华西区域订单均有所增加，销售金额同比分别增长47.29%、42.17%和58.09%，主要系公司持续进行市场开拓及渠道细化下沉所致。

图表 4• 公司分区域销售情况

项目	2022年		2023年	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
华北区域	4.07	64.69%	6.00	69.02%
华东区域	11.08	63.67%	10.89	66.05%
华南区域	6.51	64.63%	9.26	68.05%
华西区域	3.70	64.95%	5.85	68.38%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从销售渠道方面看，公司主要有线下零售渠道、数字零售渠道和即饮渠道三种方式。2023年，线下零售仍为公司最主要的渠道，收入同比增长42.36%，占收入的85.97%，毛利率同比上升3.50个百分点；公司数字零售渠道定价侧重维护产品品牌，销售收入同比减少28.67%，占比降至12.02%，毛利率同比略有上升。目前，公司即饮渠道仍在拓展阶段，对公司销售贡献不大。客户集中度方面，2023年，公司对前五大客户的销售收入占年度销售总额下降4.02个百分点至8.85%，客户集中度仍较低，前五大客户中以预调鸡尾酒（含气泡水）业务为主。

2 经营效率

2023年，公司经营效率指标同比有所波动，整体经营效率处于行业中等水平。

从经营效率指标看，2023年，公司销售债权周转效率和总资产周转效率有所提升，存货周转效率有所下降，主要系公司存货中自制半成品（烈酒产品）规模较大且尚未销售所致；与其他从事啤酒和饮料生产销售的上市公司相比，考虑到公司新增产能尚处于爬坡阶段及公司烈酒业务存货规模较大且尚未开始销售等情况，公司整体经营效率处于行业中等水平。

图表 5• 公司经营效率变化情况（单位：次）

项目	2022 年	2023 年
销售债权周转次数	17.78	19.06
存货周转次数	2.61	1.65
总资产周转次数	0.43	0.48

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 6• 2023 年所选公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
燕京啤酒	2.21	72.16	0.68
青岛啤酒	5.41	308.53	0.68
维维股份	4.21	49.13	0.85
百润股份	1.65	19.06	0.48
中位数	3.21	60.64	0.68

 注：为了方便对比，上表公司数据均来自 Wind
 资料来源：Wind

3 未来发展

公司将以产品和服务创新为核心，继续发展酒精饮料产业。

未来，公司对于预调鸡尾酒业务将强化“358”品牌定位、完善品类矩阵、进行数字化转型等；对于香精香料业务将在坚持大客户战略的基础上开拓新市场和新客户，并加大技术研发投入，开发绿色产品；对于烈酒业务将加快烈酒基地升级项目建设并做好麦芽威士忌、调和威士忌的品牌孵化和产品开发。

截至 2024 年 3 月底，公司在建项目主要为生产基地建设，重要在建工程尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力，同时部分项目对应募集资金可以在一定程度上缓解公司的资本支出压力。

截至 2024 年 3 月底，公司重要在建项目主要为烈酒产能建设，预算总投资规模为 31.43 亿元，尚需投资 13.20 亿元。其中，“烈酒（威士忌）陈酿熟成项目”和“麦芽威士忌陈酿熟成项目”在总投资中占比较大，分别计划使用非公开发行股票募集资金 10.06 亿元和可转换公司债券募集资金 11.28 亿元，项目投资总额超出募集资金部分将由公司自筹解决，公司存在一定的资金支出压力。项目投产后，公司烈酒业务规模将大幅增长，或将存在烈酒业务不达预期盈利水平的风险。

图表 7• 截至 2024 年 3 月底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	资金来源	累计已投资	尚需投资
烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	11.74	2020 年非公开发行股票募集资金；自有资金	7.11	4.63
烈酒品牌文化体验中心	4.10	自有资金	3.59	0.51
麦芽威士忌陈酿熟成项目	15.60	2021 年公开发行可转换公司债券募集资金；自有资金	7.54	8.06
合计	31.43	--	18.23	13.20

资料来源：联合资信根据公司数据整理

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司新增设立 4 户全资子公司，同期未合并范围内共计 25 户子公司，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底有所增长，非流动资产占比有所上升，公司货币资金充裕，存货规模较大，资产受限比例很低；公司负债和债务规模较上年底均有所增长，主要系公司短期借款增加所致，公司整体债务负担较轻。2023 年，随着经营规模扩大，公司营业总收入和利润总额均有所增长，费用持续增长，对整体利润存在侵蚀；公司经营活动现金仍保持净流入，经营获现能力良好；投资活动现金仍为净流出状态。

资产方面，截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年增长 10.11%，主要系公司经营规模扩大所致，非流动资产占比有所上升。流动资产方面，截至 2023 年底，公司货币资金较为充裕，其中 850.66 万元的货币资金使用权受到限制，主要为保函保证金、受限的定期存款，公司除受限货币资金外无其他受限资产；公司存货较上年底增长 45.64%，主要系公司烈酒业务原材料和半成品增加所致。存货主要由包装物（占 2.83%）、原材料（占 12.19%）、产成品（占 4.95%）和自制半成品（占 76.92%）构成，未计提跌价准备。非流动资产方面，截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增加 18.02%，主要系在建工程转入所致，累计计提折旧 7.53 亿元，如公司产能利用率不足，较大的折旧规模或将给利润水平带来压力；公司其他非流动资产较上年底增长 249.41%，主要系公司资产采购预付款增加所致。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底变化不大，非流动资产占比继续提高，主要系公司持续推进募投项目建设所致。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	32.82	50.81%	30.48	42.87%	27.48	38.73%
货币资金	25.32	39.21%	18.79	26.42%	15.65	22.07%
存货	5.35	8.29%	7.80	10.97%	8.64	12.18%
非流动资产	31.77	49.19%	40.63	57.13%	43.46	61.27%
固定资产	21.72	33.64%	25.64	36.05%	25.89	36.49%
在建工程	3.28	5.08%	5.79	8.15%	7.12	10.03%
其他非流动资产	0.67	1.04%	2.36	3.31%	3.41	4.81%
资产总额	64.58	100.00%	71.11	100.00%	70.94	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资本结构方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 40.44 亿元，较上年底增长 7.36%，主要系经营积累、未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.01%，少数股东权益占比为-0.01%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 25.96%、43.13%和 24.64%。所有者权益结构稳定性较好。截至 2023 年底，公司负债规模较上年底增长 13.96%，主要系公司新增短期借款所致；公司短期借款均为保证借款，公司无长期借款；公司其他流动负债较上年底有所增长，主要系公司预计销售返利有所增加所致；公司应付债券均为可转换公司债券。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 4.71%，负债结构较上年底变化不大。

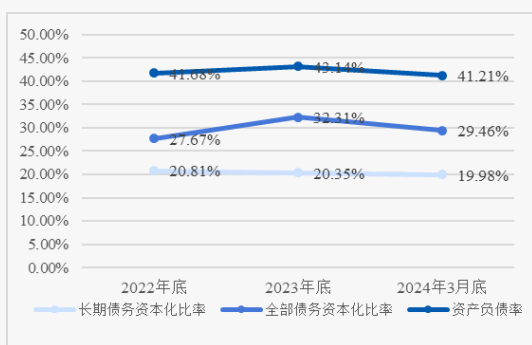
图表 9 • 公司负债构成情况

业务板块	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		2023 年底较上年底增长率
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	
流动负债	16.85	62.61%	19.99	65.16%	18.25	62.42%	18.61%
短期借款	4.44	16.50%	8.91	29.05%	6.93	23.69%	100.58%
应付账款	4.87	18.11%	4.99	16.26%	6.12	20.94%	2.35%
应交税费	1.96	7.28%	1.62	5.27%	1.86	6.35%	-17.41%
其他流动负债	1.77	6.57%	1.86	6.06%	1.48	5.06%	5.05%
非流动负债	10.07	37.39%	10.69	34.84%	10.99	37.58%	6.19%
应付债券	9.84	36.56%	10.20	33.26%	10.29	35.19%	3.69%
负债总额	26.92	100.00%	30.68	100.00%	29.23	100.00%	13.96%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

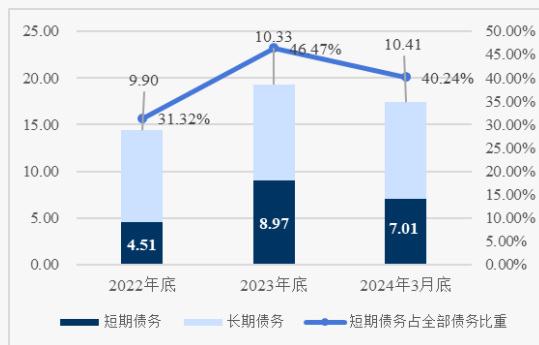
截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 33.95%，主要系短期借款增加导致短期债务增加所致，长期债务主要由可转换公司债券构成。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底变动不大。

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利能力方面，公司营业总收入及利润总额分析详见本报告经营分析部分。2023年，公司费用总额同比增长14.05%，主要系公司销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为70.12%、19.12%、10.51%和0.25%，以销售费用为主。2023年，公司期间费用占营业总收入的30.94%，同比下降3.20个百分点。2023年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率表现均有所加强。

图表 12 公司盈利能力指标（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	25.93	32.64	8.02
费用总额	8.85	10.10	3.10
其他收益	0.45	0.36	0.11
利润总额	6.51	10.28	2.06
营业利润率	57.52%	61.29%	62.92%
总资本收益率	10.85%	14.54%	--
净资产收益率	13.83%	19.95%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2023年，公司现金收入比仍保持较高水平，经营活动现金保持净流入，净流入规模同比有所下降，主要系公司烈酒业务自制半成品支付现金增加及公司经营规模扩大而导致支付的各项税费增加所致；投资活动现金保持净流出状态，主要系公司购建固定资产等长期资产所致；筹资活动现金持续净流出，主要系公司分配股利等所致。

图表 13 公司现金流指标（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	34.65	36.09	10.90
经营活动现金流出小计	25.61	30.47	8.18
经营活动现金流量净额	9.03	5.62	2.71
投资活动现金流入小计	0.00	0.10	0.00
投资活动现金流出小计	6.35	11.14	3.42
投资活动现金流量净额	-6.35	-11.04	-3.42
筹资活动前现金流量净额	2.69	-5.42	-0.70
筹资活动现金流入小计	5.21	14.30	0.92
筹资活动现金流出小计	5.96	15.58	3.39
筹资活动现金流量净额	-0.75	-1.28	-2.47
现金收入比 (%)	126.02	107.20	121.08

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2023 年，公司长短期偿债能力指标表现良好，具有直接融资渠道。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	194.72	152.51	150.59
	速动比率 (%)	162.95	113.50	103.24
	经营现金/流动负债 (%)	53.61	28.12	--
	经营现金/短期债务 (倍)	2.00	0.63	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	5.61	2.09	2.23
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	8.56	12.78	--
	全部债务/EBITDA (倍)	1.68	1.51	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.63	0.29	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	19.45	20.60	--
	经营现金/利息支出 (倍)	20.54	9.06	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

从短期偿债能力指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率同比有所下降，但流动资产对流动负债的保障程度仍属较高。截至 2023 年底，公司现金类资产 18.79 亿元，占资产总额的 26.42%。截至 2023 年底，公司经营现金/短期债务和现金类资产/短期债务均大幅下降，主要系公司增加短期借款所致，现金类资产对短期债务的保障程度仍属较高。整体看，公司短期偿债能力表现良好。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 为 12.78 亿元，同比增长 49.39%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 13.44%）和利润总额（占 80.41%）构成。2023 年，公司 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 略有变动，EBITDA 对利息、全部债务的覆盖程度均较高；经营现金/全部债务、经营现金/利息支出同比均有所下降，经营现金对利息支出的保障程度均有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力良好。

截至 2024 年 3 月底，公司无合并口径之外的对外担保；公司无重大未决诉讼（金额超过 500 万元）。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司获取授信总额共计 9 亿元，已使用 6.5 亿元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部经营规模相对较小，本部利润总额规模较大，主要来源于投资收益；资产与债务占合并口径比例较高。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 53.34 亿元，较上年底增长 9.42%。其中，流动资产 42.57 亿元，主要由货币资金（占 43.67%）、其他应收款（占 53.71%）构成；非流动资产 10.77 亿元，主要由长期股权投资（占 89.36%）、固定资产（占 10.20%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 18.59 亿元。截至 2023 年底，公司本部负债总额 11.57 亿元，较上年底增长 0.82%，主要由应付债券构成。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 21.69%；公司本部全部债务资本化比率 19.68%，公司本部债务负担较轻。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 41.77 亿元，较上年底增长 12.06%。在所有者权益中，实收资本占 25.13%、资本公积占 53.83%、未分配利润占 14.96%、盈余公积占 8.43%。

2023 年，公司本部营业总收入为 4.53 亿元，利润总额为 10.16 亿元，主要来源于投资收益（7.50 亿元）。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-5.72 亿元，投资活动现金流净额 4.99 亿元，筹资活动现金流净额-5.51 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 75.00%；公司本部负债占合并口径的 37.71%；公司本部全部债务占合并口径的 53.03%；公司本部所有者权益占合并口径的 103.30%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 13.88%；公司本部利润总额占合并口径的 98.84%。

（五）ESG 方面

公司注重环境保护、绿色发展，并持续完善治理结构和内控制度。

公司披露了《2023 年度社会责任报告》。环境责任方面，公司执行《污水排入城镇下水道水质标准 GB/T31962-2015》《恶臭污染物排放标准 GB14554-93》《工业企业厂界环境噪声排放标准 GB12348-2008》《大气污染物综合排放标准 GB16297-1997》《危险废物贮存污染控

制标准 GB18597-2023》《危险废物识别标志设置技术规范 HJ1276-2022》《饮食业油烟排放标准 GB18483-2001》《水污染源在线监测系统运行技术规范 HJ355-2019》《排污单位自行监测技术指南酒、饮料制造 HJ1085-2020》等环境保护相关国家及行业标准。2023 年，公司未因环境问题受到行政处罚；环保投入 544.72 万元。

社会责任方面，2023 年，公司通过资金帮扶、定期关怀等方式，为困难学生提供接受教育的机会，公司向甘肃、贵州等偏远贫困山区学生捐赠书包、校服等学习用品。2023 年，公司纳税总额为 6.60 亿元。

公司治理方面，公司制定了符合上市公司要求的治理结构和内控制度。2023 年以来，公司董事、监事、高级管理人员未发生变动。

七、债券偿还能力分析

公司对“百润转债”的偿还能力指标表现较好。考虑到未来转股因素，公司对“百润转债”的保障能力或将提升。

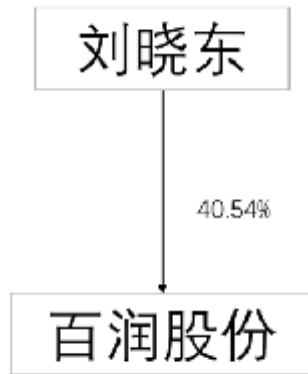
截至 2023 年底，公司存续的可转换公司债券“百润转债”余额为 11.28 亿元。公司现金类资产为 18.79 亿元，为“百润转债”余额的 1.67 倍；2023 年公司经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为“百润转债”余额的 0.50 倍和 1.13 倍。对“百润转债”余额保障能力很高。“百润转债”设置了转股价格调整、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。

综合以上分析，并考虑公司自身的经营优势，公司对“百润转债”的偿还能力指标表现较好。

八、跟踪评级结论

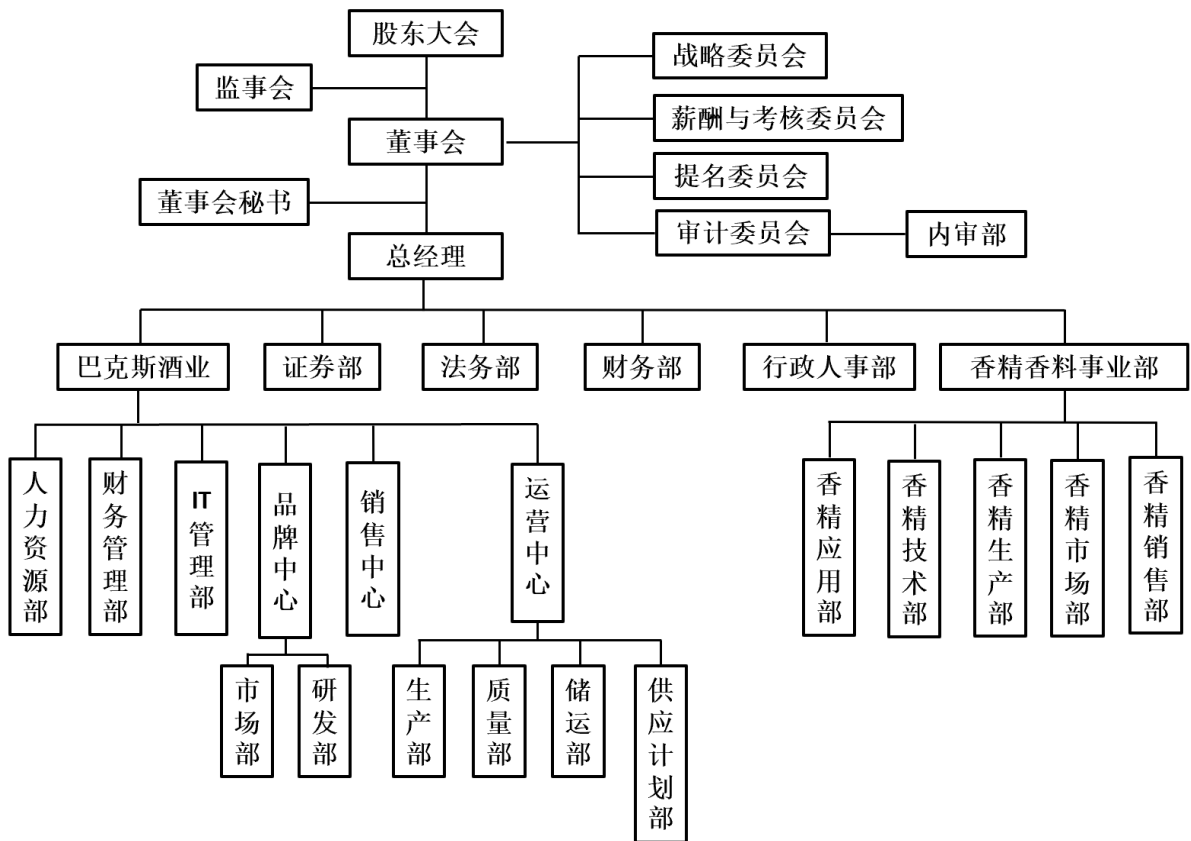
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“百润转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
上海百润香精香料有限公司	1000.00	制造业	100.00%	--	设立
上海百润香料有限公司	1000.00	制造业	100.00%	--	设立
上海巴克斯酒业有限公司	12000.00	制造业	100.00%	--	股权转让

资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	25.32	18.79	15.65
应收账款（亿元）	1.27	2.16	1.84
其他应收款（亿元）	0.34	0.33	0.34
存货（亿元）	5.35	7.80	8.64
固定资产（亿元）	21.72	25.64	25.89
在建工程（亿元）	3.28	5.79	7.12
资产总额（亿元）	64.58	71.11	70.94
实收资本（亿元）	10.50	10.50	10.50
所有者权益（亿元）	37.66	40.44	41.70
短期债务（亿元）	4.51	8.97	7.01
长期债务（亿元）	9.90	10.33	10.41
全部债务（亿元）	14.41	19.30	17.42
营业总收入（亿元）	25.93	32.64	8.02
营业成本（亿元）	9.39	10.87	2.54
其他收益（亿元）	0.45	0.36	0.11
利润总额（亿元）	6.51	10.28	2.06
EBITDA（亿元）	8.56	12.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.68	34.99	9.71
经营活动现金流入小计（亿元）	34.65	36.09	10.90
经营活动现金流量净额（亿元）	9.03	5.62	2.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.35	-11.04	-3.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.75	-1.28	-2.47
财务指标			
销售债权周转次数（次）	17.78	19.06	--
存货周转次数（次）	2.61	1.65	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.48	--
现金收入比（%）	126.02	107.20	121.08
营业利润率（%）	57.52	61.29	62.92
总资本收益率（%）	10.85	14.54	--
净资产收益率（%）	13.83	19.95	--
长期债务资本化比率（%）	20.81	20.35	19.98
全部债务资本化比率（%）	27.67	32.31	29.46
资产负债率（%）	41.68	43.14	41.21
流动比率（%）	194.72	152.51	150.59
速动比率（%）	162.95	113.50	103.24
经营现金流动负债比（%）	53.61	28.12	--
现金短期债务比（倍）	5.61	2.09	2.23
EBITDA 利息倍数（倍）	19.45	20.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.68	1.51	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	24.70	18.59
应收账款（亿元）	0.63	0.71
其他应收款（亿元）	12.29	22.86
存货（亿元）	0.36	0.40
长期股权投资（亿元）	9.56	9.62
资产总额（亿元）	48.74	53.34
实收资本（亿元）	10.50	10.50
所有者权益（亿元）	37.27	41.77
短期债务（亿元）	0.02	0.03
长期债务（亿元）	9.84	10.20
全部债务（亿元）	9.86	10.24
营业总收入（亿元）	4.06	4.53
营业成本（亿元）	1.39	1.36
其他收益（亿元）	0.10	0.07
利润总额（亿元）	2.08	10.16
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.50	5.04
经营活动现金流入小计（亿元）	10.64	5.63
经营活动现金流量净额（亿元）	6.02	-5.72
投资活动现金流量净额（亿元）	1.34	4.99
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.15	-5.51
财务指标		
销售债权周转次数（次）	6.93	6.74
存货周转次数（次）	4.37	3.59
总资产周转次数（次）	0.08	0.09
现金收入比（%）	110.93	111.19
营业利润率（%）	64.64	68.69
总资本收益率（%）	4.69	19.67
净资产收益率（%）	4.81	23.44
长期债务资本化比率（%）	20.89	19.64
全部债务资本化比率（%）	20.92	19.68
资产负债率（%）	23.54	21.69
流动比率（%）	2370.86	3185.32
速动比率（%）	2348.30	3155.53
经营现金流动负债比（%）	375.67	-428.35
现金短期债务比（倍）	1500.21	599.63
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：公司本部 2024 年一季度财务报表未披露
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

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)
存货周转次数	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%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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
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	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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