

信用评级公告

联合〔2022〕4375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：

二〇二二年六月二十日

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 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海百润投资控股集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
百润转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
百润转债	11.28 亿元	11.28 亿元	2027/09/28

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，债券余额系截至 2022 年 3 月底数据

评级时间：2022 年 6 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AA	
	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	
			经营分析		2	
财务风险	F1	现金流	资产质量		2	
			盈利能力		2	
			现金流量		1	
		资本结构		3		
		偿债能力		1		
调整因素和理由					调整子级	
--					--	

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

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保持较高的品牌知名度和市场占有率。2021 年，受益于市场需求的增长，公司主营业务发展稳健，营业总收入和利润总额同比均大幅增长；盈利能力强，保持良好的经营获现能力。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司毛利率水平有所下降、债务规模增长、在建项目尚需投入规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着居民可支配收入水平的进一步提高，预调鸡尾酒的市場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。

综合评估，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。

优势

1. “RIO（锐澳）”品牌知名度、市场认可度高。公司旗下“RIO（锐澳）”为国家驰名商标，品牌知名度高，在预调鸡尾酒细分行业中市场占有率排名第一。
2. 2021 年公司主业发展稳健，营业总收入和利润总额均大幅增长。2021 年，公司实现营业总收入 25.94 亿元，同比增长 34.66%；利润总额 8.42 亿元，同比增长 24.85%。
3. 2021 年，公司保持较高的盈利能力和良好的经营获现能力。2021 年，公司净资产收益率为 17.53%，持续增长；公司经营性净现金流持续净流入。

关注

1. 2021 年，公司毛利率持续下降。2021 年，由于产品结构调整，公司毛利率有所下降，为 65.43%，呈持续下降态势。
2. 公司债务规模增长，债务负担加重。截至 2021 年底，由于“百润转债”的发行，公司全部债务大幅增长至 9.60 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 32.78%、20.20%和 20.08%。

分析师：刘 哲 李敬云

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

3. 公司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。截至 2021 年底，公司重要在建工程总投资规模为 30.33 亿元，截至 2021 年底已累计投资 11.39%，公司存在一定的资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	4.88	15.06	23.35	23.07
资产总额（亿元）	25.62	38.87	56.40	56.78
所有者权益（亿元）	20.03	32.18	37.91	38.89
短期债务（亿元）	0.01	0.01	0.07	0.07
长期债务（亿元）	0.00	0.00	9.53	9.61
全部债务（亿元）	0.01	0.01	9.60	9.68
营业总收入（亿元）	14.68	19.27	25.94	5.39
利润总额（亿元）	3.81	6.75	8.42	1.19
EBITDA（亿元）	4.54	7.70	9.60	--
经营性净现金流（亿元）	5.30	7.23	8.69	0.07
营业利润率（%）	63.35	60.31	59.83	57.22
净资产收益率（%）	14.99	16.64	17.53	--
资产负债率（%）	21.80	17.20	32.78	31.51
全部债务资本化比率（%）	0.05	0.04	20.20	19.93
流动比率（%）	163.69	280.82	324.31	352.11
经营现金流动负债比（%）	107.28	111.20	100.19	--
现金短期债务比（倍）	494.75	1328.16	320.17	318.19
EBITDA 利息倍数（倍）	7425.20	331.66	86.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.00	0.00	1.00	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	24.27	38.88	50.87	/
所有者权益（亿元）	23.93	38.58	40.96	/
全部债务（亿元）	0.01	0.00	9.48	/
营业总收入（亿元）	2.41	2.79	3.95	/
利润总额（亿元）	1.05	8.08	3.60	/
资产负债率（%）	1.40	0.77	19.49	/
全部债务资本化比率（%）	0.04	0.00	18.80	/
流动比率（%）	4296.18	10426.95	9737.88	/
经营现金流动负债比（%）	1039.05	451.83	-718.73	/

注：1. 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；2. 公司 2022 年一季度财务数据未经审计，公司本部 2022 年一季度财务报表未披露；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：公司提供

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
百润转债	AA	AA	稳定	2021/06/22	刘哲 李敬云	一般工商企业信用评级方法/模型（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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、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。

二、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。

三、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，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

八、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

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 2022 年跟踪评级报告

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 2021 年底，公司总股本为 74978.51 万元，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。截至 2022 年 3 月底，刘晓东持股比例为 40.48%，累计质押 3421.15 万股，占其所持股份的 11.25%，占公司总股本的 4.56%。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。截至 2021 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 3 家，较上年底无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 56.40 亿元，所有者权益 37.91 亿元（含少数股东权益 46.34 万元）；2021 年，公司实现营业总收入 25.94 亿元，利润总额 8.42 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 56.78 亿元，所有者权益 38.89 亿元（含少数股东权益-1.14 万元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.39 亿元，利润总额 1.19 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 2022 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”尚未到首个付息日。“百润转债”于 2022 年 4 月 12 日开始转股。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	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：联合资信整理

截至 2021 年底，公司“百润转债”募集资金已按照募集说明书承诺用途使用，投入“麦芽威士忌陈酿熟成项目”，已投入资金为 0.24 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不

及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力

加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

公司主要从事预调鸡尾酒和食用香精的生产、研发与销售工作；产品属于酒、食品及饮料行业。由于公司超80%收入由预调鸡尾酒业务贡献，下文将以酒、饮料和精制茶制造业进行分析，预调鸡尾酒属于该行业的细分行业。

1. 行业概况

预调鸡尾酒的概念兴起于欧洲，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。

预调鸡尾酒最早于20世纪80年代出现于欧洲，凭借其独特的口感和饮用文化，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，消费呈现个性化、健康和多样化特征。

从世界范围来看，欧美等发达国家预调鸡尾酒占酒精饮料比例远高于目前国内水平，国内预调鸡尾酒的人均消费量仍较低。中国与日本饮食文化相近，较之日本市场，中国预调鸡尾酒市场存在较大的市场增长空间。目前，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，2021年，全国酒、饮料和精制茶制造业营业总收入16034.00亿元，同比增长8.12%；实现利润总额2643.70亿元，同比增长9.52%；企业单位数5551家，同比下降1.89%。

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，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，2021年，中国进口酒类及饮料共计66.61亿美元，同比增长23.79%。

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，2021年，全国居民人均可支配收入与城镇居民可支配收入分别为3.51万元和4.74万元，较上年分别增长9.31%和8.16%。

3. 行业关注

(1) 原材料价格波动影响

原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响而产生浮动，如果原材料价格上涨而产品销售价格保持不变，产品毛利率水平将下降，从而对预调鸡尾酒行业产生不利影响。

(2) 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食品的信任危机，将直接影响食品生产企业产品的市场需求。近年来国内爆发了一系列的食品安全事件，如苏丹红事件、三聚氰胺事件等。同时，公众的食品安全意识逐步提高，

对食品行业要求越来越高，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。

(3) 细分市场规模小

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，细分市场规模小。

4. 行业发展

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。因此预调鸡尾酒具备一定的市场前景。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司总股本为 74978.51 万元，公司控股股东和实际控制人刘晓东持股比例为 40.54%。截至 2022 年 3 月底，刘晓东持股比例为 40.48%，累计质押 3421.15 万股，占其所持股份的 11.25%，占公司总股本的 4.56%。

2. 企业规模及竞争力

公司主要从事预调鸡尾酒及香精香料的研究、生产和销售，在产业链布局、品牌影响力、研发创新和品质保证等方面具备明显的竞争优势。

公司以预调鸡尾酒和香精香料两大业务为主业。公司经营香精香料行业超过20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。子公司上海巴克斯酒业有限公司（以下简称“巴克斯酒业”）目前已成为国内预调鸡尾酒领先企业，“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒为国家驰

名商标，市场占有率持续提升，跟据中国酒业协会的文件显示，2017年至2021年“RIO(锐澳)”预调鸡尾酒的市场占有率在全国配制酒行业排名第一，占据领先地位。此外，巴克斯酒业还是中国酒业协会《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。公司两大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。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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2022年5月5日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

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。

七、管理分析

跟踪期内，由于董事会与监事会换届选举，公司董事、监事和高管发生变动，相关人员变动对公司经营产生影响不大；公司管理制度连续，运作正常。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。公司高级管理人员发生变动，情况如下：

表3 2021年以及2022年1-3月公司高级管理人员变动情况

姓名	职位	变动日期	变动事项及原因
马良	董事、副总经理、财务负责人	2021/11/16	换届选举
潘煜	独立董事	2021/11/16	换届选举
张晓荣	独立董事	2021/11/16	换届选举
张其忠	监事会主席	2021/11/16	换届选举
王方华	独立董事	2021/11/16	任期满离任
谢荣	独立董事	2021/11/16	任期满离任
曹磊	监事会主席	2021/11/16	任期满离任

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，得益于下游需求增长，公司营业总收入和利润总额均保持增长，但由于产品结构调整，综合毛利率微降。

公司主要从事预调鸡尾酒和食用香精的生产、研发与销售工作。公司收入主要由预调鸡尾酒(含气泡水)和食用香精两块业务组成。2021年，公司营业总收入较上年增长34.66%；营业成本较上年增长34.96%；公司利润总额较上年增长24.85%。

从收入构成来看，预调鸡尾酒(含气泡水)是公司主要收入来源，2021年，随着市场需求的增长，预调鸡尾酒(含气泡水)类产品销售收入保持增长，该板块收入较上年增长33.49%。由于下游需求增长，公司食用香精类产品销售向好，2021年，公司食用香精产品收入较上年大幅增长37.72%。

从产品毛利率情况看，2021年，公司综合毛利率小幅下降。其中，预调鸡尾酒(含气泡水)产品毛利率变化不大，食用香精产品毛利率小幅下降，主要系产品结构调整所致。

表4 2020-2021年及2022年1-3月公司营业总收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2020年			2021年			2022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)	17.12	88.86	65.37	22.85	88.09	65.85	4.59	85.16	63.34
食用香精	1.99	10.30	66.27	2.73	10.54	65.20	0.61	11.32	62.97
其他	0.16	0.84	70.31	0.36	1.37	39.75	0.19	3.53	40.67
合计	19.27	100.00	65.50	25.94	100.00	65.43	5.39	100.00	62.51

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2022年1—3月，公司实现营业总收入5.39亿元，同比增长4.14%；营业利润率为57.22%，同比下降3.22个百分点。

2. 原物料采购

2021年，随着产品产量的增长，公司原材料和物料采购金额均有所增长，公司物料采购金额占比仍较大；得益于采购量的增长，部分原材料采购均价有所下降；供应商集中度尚可。

公司生产所需的原材料以各类基酒、果汁、糖为主，物料以玻璃瓶、易拉罐为主。

2021年，公司采购模式方面无变化。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根据市场销售情况以定价。原材料方面，2021年，由于公司基酒及果汁采购量增长，谈判中取得了更优惠的价格，整体采购均价均有所下降；公司原材料糖的采购均价小幅增长。物料方面，2021年，公司玻璃瓶及易拉罐采购均价变化不大。

采购总额方面，由于产品成本结构以物料成本为主，公司物料采购金额占比较大。2021年，公司玻璃瓶采购金额小幅下降；受微醺系列产品市场需求持续增长影响，公司易拉罐采购量较上年增长62.45%。2021年，随着产量的增长，基酒、果汁和糖三种主要原材料采购总额均大幅增长，分别较上年增长52.15%、52.08%和46.60%。

2021年，公司前五大供应商集中度较上年

有所增长，集中度尚可；2021年，第一大供应商的采购占比超过20%，公司对其存在一定的依赖。

表5 2021年公司前五大供应商情况(单位:亿元、%)

序号	供应商名称	采购金额	占公司采购总额比例
1	供应商 A	1.52	20.07
2	供应商 B	0.59	7.85
3	供应商 C	0.27	3.56
4	供应商 D	0.27	3.51
5	供应商 E	0.26	3.44
合计		2.90	38.43

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

3. 产品生产

2021年，公司主要产品产能保持不变，产量有所增长；预调鸡尾酒（含气泡水）产能利用率小幅增长，但仍处较低水平；食用香精产量大幅提高，产能利用率随之大幅提高。

2021年，公司生产模式无变化。公司产品以预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精为主。预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品，主要由水、糖、果汁、酒基（伏特加、威士忌、白兰地、朗姆等）、酸料等调制后，充加二氧化碳制成，属于低酒精度饮料，是可供日常饮用的快速消费品。公司生产的预调鸡尾酒业务主要包括“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒产品。食用香精广泛应用于食品工业，包含果汁饮料、冰品乳品、烘焙类食品等众多食品领域，也应用于烟草行业。

表6 2020—2021年及2022年1—3月公司主要产品生产情况

名称	项目	2020年	2021年	2022年1—3月
预调鸡尾酒 (含气泡水)	产能(万箱/年)	6600.00	6600.00	1650.00
	产量(万箱)	1884.32	2530.50	504.20
	产能利用率(%)	28.55	38.31	30.52
食用香精	产能(吨/年)	3000.00	3000.00	750.00
	产量(吨)	1915.57	2918.91	681.01
	产能利用率(%)	63.85	97.30	90.80

注：产能利用率计算时已扣除产量中包含的委托加工部分
资料来源：公司提供

2021年，公司预调鸡尾酒（含气泡水）、食用香精产能保持稳定。2021年，预调鸡尾酒（含气泡水）及食用香精产量分别大幅增长34.29%和52.38%。

2021年，公司预调鸡尾酒（含气泡水）业务产能利用率较上年小幅增长9.76个百分点，但仍处于较低水平。为满足产品运输半径需求及未来发展，公司在上海、天津、四川、广东等地设厂，产能配置较高。但除上海与天津工厂产能利用率较高以外，其他工厂产能利用率均不高，与产品销售集中在华东区域有一定关系。2021年，由于下游市场需求旺盛，公司食用香精业务产量与产能利用率均同比大幅增长。

2022年3月以来，国内点状或区域性疫情持续频发，公司及时调整成都、佛山生产基地生产及配送计划，保障国内其他非封控区域产品生产及销售。此外，在上海市封控管理期间，公司积极应对，陆续进入上海市生活物资保障供应重点企业名单及上海市复工复产“白名单”，在闭环管理中保障公司生产经营。公司做好日常防疫防控工作，积极采取措施确保公司生产经营有序进行，将疫情对公司生产经营的影响降至最低。

4. 产品销售

2021年，受市场需求增长的影响，公司主要产品销量均有所增长，产销率维持在较高水平；公司客户集中度较低。

2021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：在经销模式下，公司采取“款到发货”的模式；在直营模式下，公司采用预付款的结算方式；在电商平台，大部分按照平台客户确认收货后收款。

从产品销售情况看，2021年，由于市场需求增长，公司预调鸡尾酒（含气泡水）类和食用香精类产品销量均有所增长，较上年分别增长38.20%和47.52%。产销率方面，2021年，预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精的产销率仍维持在较高的水平。

销售价格方面，2021年，由于产品结构调整，公司预调鸡尾酒（含气泡水）类产品与食用香精类产品销售均价同比均出现小幅下降。

表7 2020—2021年及2022年1—3月公司主要产品销售情况

名称	项目	2020年	2021年	2022年1—3月
预调鸡尾酒 (含气泡水)	销量(万箱)	1807.98	2498.58	478.75
	产销率(%)	95.95	98.74	94.95
	销售均价(元/箱)	94.69	91.47	95.92
食用香精	销量(吨)	1934.07	2853.23	646.94
	产销率(%)	100.97	97.75	95.00
	销售均价(元/千克)	143.60	136.92	131.50

注：食用香精销量中包含出售给巴斯酒业的部分
资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司产品销售仍以华东为主。2021年，华东区域的销售金额占比超过四成，销售金额较上年增长47.13%。

表8 2020—2021年公司区域销售情况(单位:亿元、%)

项目	2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
华北区域	2.46	12.74	3.22	12.40

华东区域	8.39	43.57	12.35	47.60
华南区域	4.94	25.64	5.94	22.91
华西区域	3.32	17.21	4.08	15.72
其他	0.16	0.84	0.36	1.37
合计	19.27	100.00	25.94	100.00

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

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。2021年，线下零售仍为公司最主要的渠道，占比70.88%，较上年小幅下降5.87个百分点；同时，由于线上消费的发展，公司数字渠道销售占比同比提高5.40个百分点至25.32%。公司线下零售渠道毛利率变化不大，由于数字零售渠道在运输费用、组包成本和促销让利等方面成本投入的增加，该渠道毛利率略有下降。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，2021年，公司对前五大客户的销售收入占营业总收入的比例较上年有所增长，但客户集中度仍较低，前五大客户中以预调鸡尾酒（含气泡水）业务居多。

表9 2021年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	客户名称	销售金额	占营业总收入的比例
1	客户A	1.01	3.89
2	客户B	0.90	3.47
3	客户C	0.81	3.14
4	客户D	0.77	2.96

表10 截至2021年底公司重要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案 (贷款/自筹)	资金落实情况及债务资金 偿债来源	截至2021年底完成 投资情况	预计完工时间
烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	117381.96	自筹	2020年非公开发行股票募集资金	31469.98	2023/07/31
烈酒品牌文化体验中心	30000.00	自筹	自有资金	723.03	2024/09/30
麦芽威士忌陈酿熟成项目	155957.01	自筹	2021年公开发行可转换公司债券募集资金	2350.79	2024/10/31
合计	303338.97	--	--	34543.80	--

注：烈酒品牌文化体验中心项目目前已完成备案
资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司主要从事预调鸡尾酒的生产销售，与其他从事啤酒和饮料生产销售的上市公司相比，2021年，公司整体经营效率仍处于行业中上等水平。

从经营效率指标看，2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数

5	客户E	0.67	2.58
合计		4.16	16.04

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

5. 在建工程

公司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2021年底，公司重要在建工程总投资规模为30.33亿元，截至2021年底已累计投资11.39%，尚需投入约26.88亿元。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，前者拟使用非公开发行股票募集资金10.06亿元，后者计划使用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。截至2021年底已完成投资进度分别为26.81%和1.51%，上述项目实施地点均在成都邛崃市，受疫情影响较小，项目建设有序进行中。

分别为18.86次、6.20次和0.54次。与其他从事啤酒和饮料生产销售的上市公司相比，2021年，公司整体经营效率仍处于行业中上等水平。

表11 2021年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	存货 周转次数	应收账款 周转次数	总资产 周转次数
燕京啤酒	1.90	63.38	0.63

青岛啤酒	5.64	247.03	0.69
维维股份	5.68	53.94	0.77
百润股份	6.20	19.08	0.54

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

7. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来公司的持续健康发展。

公司以产品和服务创新为基础，通过资本市场平台，以成为综合性的食品饮料及配料集团公司为目标。公司具体工作重点如下：在预调鸡尾酒业务中，公司将继续以消费者为核心，为消费者提供更优质、更个性化和更健康的饮酒体验，努力实现长期可持续的健康发展；在香精香料业务中，受益于大客户的成长，以及与大客户更多项目的合作，继续取得超过行业平均水平的增长。同时，公司将着眼中国威士忌等烈酒市场的巨大潜力，顺应国内外威士忌消费趋势，加快烈酒基地升级项目建设进程。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进

行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司经营范围较上年无变化。截至2021年底，公司合并范围内拥有一级子公司3家，较上年底无变化。2021年，公司新增子公司1家，整体上看，财务数据可比性尚可。

截至2021年底，公司合并资产总额56.40亿元，所有者权益37.91亿元（含少数股东权益46.34万元）；2021年，公司实现营业总收入25.94亿元，利润总额8.42亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额56.78亿元，所有者权益38.89亿元（含少数股东权益-1.14万元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入5.39亿元，利润总额1.19亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模大幅增长，资产结构相对均衡。公司货币资金充裕，资产受限比例很低，资产质量较好。

截至2021年底，公司合并资产总额56.40亿元，较上年底增长45.11%。其中，流动资产占49.88%，非流动资产占50.12%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 12 2020—2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	18.27	47.00	28.13	49.88	28.53	50.25
货币资金	15.03	82.27	23.35	83.01	23.07	80.85
应收账款	1.07	5.87	1.65	5.86	1.36	4.75
存货	1.05	5.76	1.84	6.54	2.70	9.47
非流动资产	20.60	53.00	28.27	50.12	28.25	49.75
固定资产	11.25	54.63	21.20	74.98	21.32	75.49
在建工程	4.84	23.49	2.23	7.89	2.22	7.85
无形资产	2.34	11.37	2.31	8.18	2.30	8.13
资产总额	38.87	100.00	56.40	100.00	56.78	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底增长54.01%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增

长55.39%，主要系2021年公司经营性现金流量增加、可转债募集资金到账所致。货币资金中有0.07亿元受限资金，受限比例为0.31%，主要为银行承兑汇票保证金和保函保证金。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较

上年底增长53.81%，主要系2021年公司销售规模扩大，应收账款随之增长所致。应收账款账龄以1年以内的（占98.60%）为主，累计计提坏账准备0.04亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.52亿元，占比为30.75%，集中度尚可。

截至2021年底，公司存货较上年底增长74.93%，主要系公司烈酒业务原材料和半成品增加所致。存货主要由原材料（占34.88%）、产成品（占24.80%）、包装物（占13.72%）和自制半成品（占17.90%）构成，未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产28.27亿元，较上年底增长37.22%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2021年底，公司固定资产较上年底增长88.35%，主要系部分在建工程转固以及收购上海模共实业有限公司（以下简称“模共实业”）并纳入合并范围所致。固定资产主要由房屋建筑物（占65.49%）和专用设备（占31.93%）构成，累计计提折旧4.49亿元；固定资产成新率80.11%，成新率尚可。

截至2021年底，公司在建工程较上年底下降53.90%，主要系部分在建工程转固所致。截至2021年底，公司无形资产2.31亿元，较上年底下降1.29%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占97.06%）构成，累计摊销0.34亿元，未计提减值准备。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产比例很低。

表 13 截至 2021 年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.07	0.13	银行承兑汇票保证金和保函保证金
合计	0.07	0.13	--

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底增长0.66%，较上年底变化不大。其中，流动资产占50.25%，非流动资产占49.75%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性较好。

截至2021年底，公司所有者权益37.91亿元，较上年底增长17.80%。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.99%，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19.78%、51.83%和17.85%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2022年3月底，公司所有者权益38.89亿元，较上年底增长2.57%，所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至2021年底，由于公司发行“百润转债”，公司负债规模较上年底大幅增长，债务规模增长，公司整体债务负担尚可。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长176.60%，主要系“百润转债”发行所致。其中，流动负债占46.92%，非流动负债占53.08%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表 14 2020—2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	6.51	97.31	8.68	46.92	8.10	45.29
应付账款	3.71	57.00	5.40	62.27	4.77	58.85
应交税费	0.71	10.86	1.32	15.20	1.14	14.04
其他流动负债	0.84	12.93	0.76	8.81	0.46	5.66

非流动负债	0.18	2.69	9.82	53.08	9.79	54.71
应付债券	0.00	0.00	9.47	96.46	9.56	97.67
负债总额	6.69	100.00	18.49	100.00	17.89	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长33.36%，主要系应付账款规模增长所致。公司流动负债主要由应付账款、应交税费和其他流动负债构成。

截至2021年底，公司应付账款较上年底增长45.70%，主要系由于销售规模增长子公司巴克斯酒业应付供应商货款增长所致。应付账款账龄以1年以内的（占97.69%）为主。

截至2021年底，公司应交税费较上年底增长86.71%，主要系公司销售规模扩大所致。

截至2021年底，公司其他流动负债较上年底下降9.11%，主要系2021年公司偿还部分其他流动负债所致。其他流动负债由预计销售返利（占94.50%）和待转销项税额（占5.50%）组成。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增加9.64亿元，主要系公司发行“百润转债”所致。公司非流动负债主要由应付债券（占96.46%）构成。

截至2021年底，公司新增应付债券9.47亿元，为公司发行的“百润转债”。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底下降3.24%，变化不大。其中，流动负债占45.29%，非流动负债占54.71%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务9.60亿元，较上年底增长9.59亿元，主要系发行“百润转债”所致。债务结构方面，短期债务占0.76%，长期债务占99.24%，以长期债务为主。由于“百润转债”的发行，公司新增长期债务9.53亿元。

从债务指标来看，截至2021年底，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32.78%、20.20%和20.08%，较上年底分别提高15.58个百分点、20.17个百分点和20.08个百分点。公司债务负担有所加重。

表 15 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
百润转债	2027/09/28	11.28

注：若不考虑可转债转股情况，百润转债将于2027年9月28日到期
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司销售规模增长，公司收入规模随之增长。2022年一季度，由于原材料价格上涨和物流费用阶段性增长，营业利润率小幅下降。

2021年，公司实现营业总收入25.94亿元，同比增长34.66%，主要系销售规模增长所致；营业成本8.97亿元，同比增长34.96%；营业利润率为59.83%，同比下降0.48个百分点，变化不大。2021年，公司实现利润总额8.42亿元，同比增长24.85%。

从期间费用看，2021年，公司费用总额为7.56亿元，同比增长29.26%，主要系销售规模增长所致。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74.98%、18.05%、9.67%和-2.70%，以销售费用为主。其中，销售费用为5.67亿元，同比增长32.42%，主要系职工薪酬及业务活动费增长所致；管理费用为1.36亿元，同比增长35.34%，主要系职工薪酬及折旧费用增加所致；研发费用为0.73亿元，同比增长14.55%，主要系研发投入增长所致。2021年，公司期间费用率为29.14%，同比下降1.22个百分点。公司费用控制能力有所改善。

2021年，公司实现其他收益0.44亿元，同比下降54.11%，主要系政府扶持资金同比减少所致，其他收益占营业利润比重为5.23%，对营业利润影响不大。

2021年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为14.22%和17.53%，同比分别下降2.49个百分点和提高0.89个百分点。公司各盈利指

标变化不大。

与所选公司比较，公司整体盈利水平处于行业较高水平。

表 16 2021 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
燕京啤酒	3.63	1.66	1.70
青岛啤酒	14.77	8.99	13.72
维维股份	6.98	7.10	7.37
百润股份	32.31	14.56	17.57

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.39 亿元，同比增长 4.14%；营业成本 2.02 亿元，同比增长 19.48%，主要系一季度公司原材料价格上涨同时物流费用阶段性增长所致；营业利润率为 57.22%，同比下降 3.22 个百分点。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金与筹资活动现金仍为净流入状态，且净流入规模均有所增长；投资活动现金仍为净流出状态，且净流出规模大幅增长。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司存在一定的融资需求。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	24.26	31.15
经营活动现金流出小计	17.02	22.46
经营活动现金流量净额	7.23	8.69
投资活动现金流入小计	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	3.85	8.81
投资活动现金流量净额	-3.85	-8.81
筹资活动前现金流量净额	3.38	-0.12
筹资活动现金流入小计	10.94	11.17
筹资活动现金流出小计	4.17	2.76
筹资活动现金流量净额	6.76	8.41
现金收入比	121.32	115.31

注：2020—2021 年，公司投资活动现金流入量分别为 10.67 万元和 8.69 万元
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 28.42%；经营活动现金流出同比增长 31.93%。2021 年，公司经营活动现金净流入同比增长 20.16%，主要系公司销售规模

增长所致。2021 年，公司现金收入比为 115.31%，同比下降 6.02 个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 18.53%；投资活动现金流出同比增长 128.78%，主要系公司收购模共实业及项目投资增加所致。2021 年，公司投资活动现金净流出同比增长 128.82%，主要系收购模共实业股权及项目投资增加所致。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -0.12 亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入同比增长 2.11%，同比变化不大；筹资活动现金流出同比下降 33.81%，主要系 2020 年公司偿还银行借款 1.00 亿元，2021 年无此业务所致。2021 年，公司筹资活动现金净流入同比增长 24.27%。

2022 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，投资活动现金净流出 1.02 亿元，筹资活动现金流量净额 0.68 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现良好，直接融资渠道畅通，间接融资渠道有待扩展，公司整体偿债能力指标表现很强。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	280.82	324.31
	速动比率（%）	264.64	303.09
	经营现金/流动负债（%）	111.20	100.19
	经营现金/短期债务（倍）	637.89	119.16
	现金类资产/短期债务（倍）	1328.16	320.17
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	7.70	9.60
	全部债务/EBITDA（倍）	0.00	1.00
	经营现金/全部债务（倍）	637.89	0.91
	EBITDA/利息支出（倍）	331.66	86.94
	经营现金/利息支出（倍）	311.70	78.71

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率分别提高 43.49 和 38.45 个百分点，流动资产对流动负债的保障程度较高。

截至 2021 年底，公司经营现金流动负债比率同比下降 11.00 个百分点。截至 2021 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，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力表现很强。

2021 年，公司 EBITDA 同比增长 24.74%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 10.37%）和利润总额（占 87.75%）构成。2021 年，公司 EBITDA/利息支出大幅下降，EBITDA 对利息的覆盖程度仍很高；公司全部债务/EBITDA 提高至 1.00 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/全部债务大幅下降，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出大幅下降，经营现金对利息支出的保障程度有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力表现很强。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月底，公司董事会已审议通过拟向银行申请不超过 12 亿元综合授信额度，该事项尚需银行实际审批通过，公司间接融资渠道有待扩展。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部经营规模相对较小，本部利润总额尚可，资产与债务占合并口径比例较高。

截至 2021 年底，公司本部资产总额 50.87 亿元，较上年底增长 30.84%，主要系可转债募集资金到账、年度利润分配等因素综合所致。其中，流动资产 40.24 亿元（占 79.10%），非流动资产 10.63 亿元（占 20.90%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 55.83%）和其他应收款（占 38.77%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 88.21%）和固定资产（占 11.33%）构成。截至 2021 年底，公司本部货币资金为 22.47 亿元。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 9.91 亿元，较上年底增长 9.61 亿元，主要系公司发

行“百润转债”所致。其中，流动负债 0.41 亿元（占 4.17%），非流动负债 9.50 亿元（占 95.83%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占 34.79%）和应付职工薪酬（占 23.51%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 99.67%）构成。公司本部 2021 年资产负债率为 19.49%，较 2020 年提高 18.72 个百分点。

截至 2021 年底，公司本部全部债务 9.48 亿元。其中，短期债务占 0.11%、长期债务占 99.89%。截至 2021 年底，公司本部短期债务为 0.01 亿元，债券偿付压力尚可。截至 2021 年底，公司本部全部债务资本化比率 18.80%，公司本部债务负担尚可。

截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 40.96 亿元，较上年底增长 6.16%，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为 7.50 亿元（占 18.31%）、资本公积合计 24.70 亿元（占 60.29%）、未分配利润合计 4.77 亿元（占 11.65%）、盈余公积合计 2.36 亿元（占 5.77%）。

2021 年，公司本部营业总收入为 3.95 亿元，利润总额为 3.60 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.35 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 -2.97 亿元，投资活动现金流净额 2.99 亿元，筹资活动现金流净额 8.44 亿元。

截至 2021 年底，公司本部资产占合并口径的 90.19%；公司本部负债占合并口径的 53.61%；公司本部所有者权益占合并口径的 108.04%；公司本部全部债务占合并口径的 98.79%。2021 年，公司本部营业总收入占合并口径的 15.21%；公司本部利润总额占合并口径的 42.79%。

十、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。

截至 2022 年 3 月底，公司存续期可转换公司债券“百润转债”余额 11.28 亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现较好。

考虑到“百润转债”具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，“百润转债”将转换为公司的权益，有利于公司减轻债

务负担。从“百润转债”的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或未转股余额不足3000.00万元时，公司有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能性。

表 19 公司可转换公司债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务（亿元）	11.28
经营现金流入/长期债务（倍）	2.76
经营现金/长期债务（倍）	0.77
长期债务/EBITDA（倍）	1.18

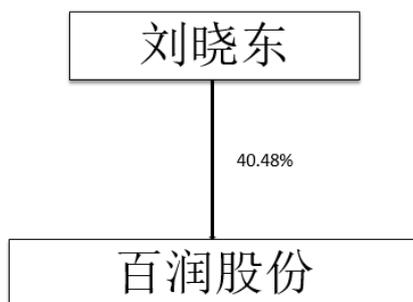
注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

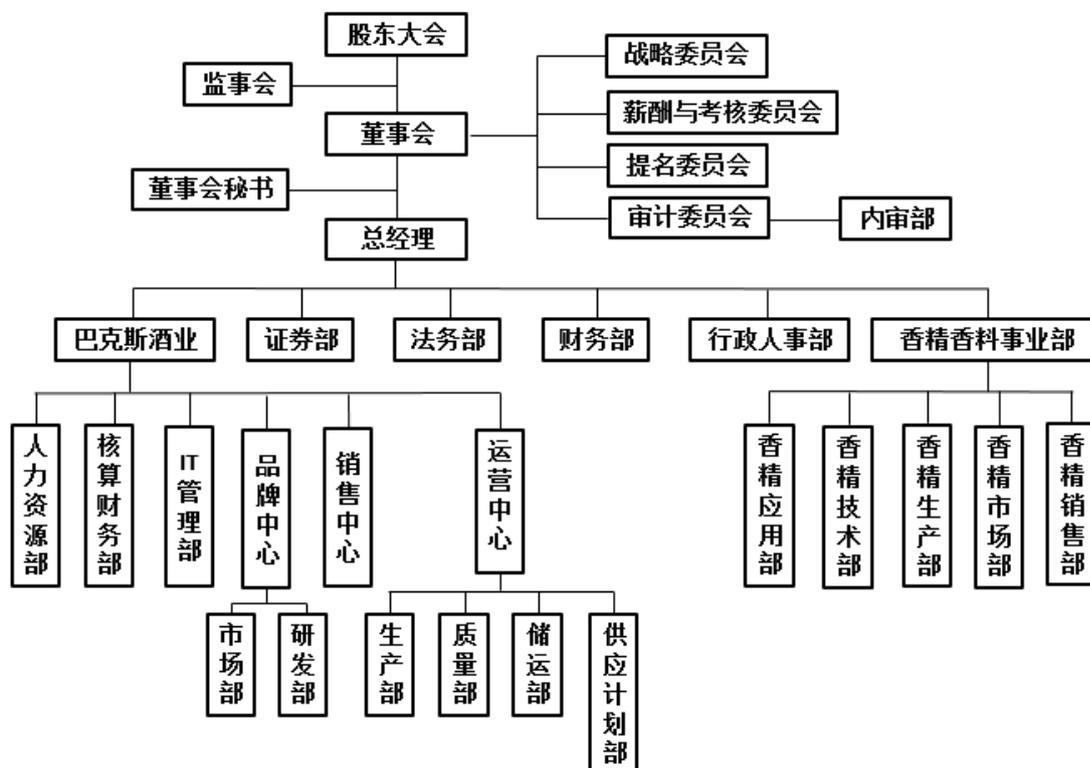
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“百润转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	上海百润香精香料发展有限公司	制造业	1000.00	100.00	--	设立
2	上海百润香料有限公司	制造业	1000.00	100.00	--	设立
3	上海巴克斯酒业有限公司	制造业	12000.00	100.00	--	股权转让

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.88	15.06	23.35	23.07
资产总额 (亿元)	25.62	38.87	56.40	56.78
所有者权益 (亿元)	20.03	32.18	37.91	38.89
短期债务 (亿元)	0.01	0.01	0.07	0.07
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	9.53	9.61
全部债务 (亿元)	0.01	0.01	9.60	9.68
营业总收入 (亿元)	14.68	19.27	25.94	5.39
利润总额 (亿元)	3.81	6.75	8.42	1.19
EBITDA (亿元)	4.54	7.70	9.60	--
经营性净现金流 (亿元)	5.30	7.23	8.69	0.07
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	13.03	16.85	18.86	--
存货周转次数 (次)	5.63	6.82	6.20	--
总资产周转次数 (次)	0.59	0.60	0.54	--
现金收入比 (%)	132.75	121.32	115.31	123.06
营业利润率 (%)	63.35	60.31	59.83	57.22
总资本收益率 (%)	14.98	16.70	14.22	--
净资产收益率 (%)	14.99	16.64	17.53	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	20.08	19.81
全部债务资本化比率 (%)	0.05	0.04	20.20	19.93
资产负债率 (%)	21.80	17.20	32.78	31.51
流动比率 (%)	163.69	280.82	324.31	352.11
速动比率 (%)	145.55	264.64	303.09	318.78
经营现金流流动负债比 (%)	107.28	111.20	100.19	--
现金短期债务比 (倍)	494.75	1328.16	320.17	318.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	7425.20	331.66	86.94	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.00	0.00	1.00	--

注: 1. 公司 2022 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; 3. "--" 表示指标不适用, "/" 表示数据未获取

资料来源: 公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.51	14.05	22.47	/
资产总额 (亿元)	24.27	38.88	50.87	/
所有者权益 (亿元)	23.93	38.58	40.96	/
短期债务 (亿元)	0.01	0.00	0.01	/
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	9.47	/
全部债务 (亿元)	0.01	0.00	9.48	/
营业总收入 (亿元)	2.41	2.79	3.95	/
利润总额 (亿元)	1.05	8.08	3.60	/
EBITDA (亿元)	--	--	--	/
经营性净现金流 (亿元)	3.27	1.22	-2.97	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.08	5.84	7.37	/
存货周转次数 (次)	4.57	4.92	5.43	/
总资产周转次数 (次)	0.10	0.09	0.09	/
现金收入比 (%)	111.13	109.16	112.66	/
营业利润率 (%)	65.60	68.48	66.09	/
总资本收益率 (%)	3.78	20.36	6.53	/
净资产收益率 (%)	3.78	20.36	8.04	/
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	18.78	/
全部债务资本化比率 (%)	0.04	0.00	18.80	/
资产负债率 (%)	1.40	0.77	19.49	/
流动比率 (%)	4296.18	10426.95	9737.88	/
速动比率 (%)	4242.02	10350.31	9671.08	/
经营现金流流动负债比 (%)	1039.05	451.83	-718.73	/
现金短期债务比 (倍)	254.89	--	2125.42	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	/
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	/

注: 1. 公司本部 2022 年一季度财务报表未披露; 2. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取
 资料来源: 公司提供

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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	
总资本收益率	(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%
经营现金流动负债比	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