

# 立高食品股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【354】号 01



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，但不对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。

## 立高食品股份有限公司相关债券2025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   |
| 立高转债   | AA-  | AA-  |

### 评级日期

2025年6月23日

### 联系方式

项目负责人：王皓立  
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：邱丽  
qiul@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

### 评级观点

本次等级的评定是考虑到：立高食品股份有限公司（以下简称“立高食品”或“公司”，股票代码：300973.SZ）是冷冻烘焙食品领域的头部企业，在渠道建设、产能布局、产品品类等方面仍具有一定的竞争优势，且与优质客户合作稳定，经营获现能力和流动性状况良好；但中证鹏元也关注到，公司对单一客户依赖度仍较高，在建项目较多，面临一定的建设资金压力及产能消化风险，同时公司面临经销商管理压力和食品安全监管压力等风险因素。

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径          | 2025.3 | 2024    | 2023   | 2022    |
|---------------|--------|---------|--------|---------|
| 总资产           | 43.29  | 43.78   | 39.40  | 28.55   |
| 归母所有者权益       | 26.21  | 25.64   | 24.72  | 21.20   |
| 总债务           | 11.54  | 11.20   | 9.57   | 1.42    |
| 营业收入          | 10.46  | 38.35   | 34.99  | 29.11   |
| 净利润           | 0.86   | 2.64    | 0.71   | 1.44    |
| 经营活动现金流净额     | -0.34  | 4.53    | 3.05   | 3.43    |
| 净债务/EBITDA    | --     | 0.23    | -0.92  | -1.03   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 13.92   | 6.66   | 186.39  |
| 总债务/总资本       | 30.49% | 30.30%  | 27.79% | 6.26%   |
| FFO/净债务       | --     | 254.59% | 16.81% | -22.01% |
| EBITDA 利润率    | --     | 14.42%  | 7.96%  | 10.36%  |
| 总资产回报率        | --     | 8.54%   | 3.03%  | 6.59%   |
| 速动比率          | 1.95   | 1.32    | 3.00   | 1.31    |
| 现金短期债务比       | --     | 4.26    | 13.15  | 5.37    |
| 销售毛利率         | 29.99% | 31.47%  | 31.39% | 31.77%  |
| 资产负债率         | 39.23% | 41.17%  | 36.88% | 25.46%  |

注：2022年、2023年净债务/EBITDA及2022年FFO/净债务指标为负，系因当年末净债务为负。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表

## 正面

- **公司仍是冷冻烘焙食品领域头部企业，具备一定竞争优势。**冷冻烘焙食品在我国渗透率仍较低，未来行业发展空间较大，跟踪期内，公司作为专注于冷冻烘焙食品领域龙头企业，产品品类丰富多样，营销网络遍布全国，且仍与优质客户沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）合作较为稳定。
- **公司经营获现能力和流动性状况良好。**跟踪期内，公司营业收入持续增长，且现金回款情况较好，近年经营现金流持续表现为较大规模净流入，2024年经营活动现金流净额为4.53亿元，净现比（经营现金流量净额/净利润）为1.72；截至2024年末公司现金类资产10.92亿元，对短期债务覆盖程度较高，现金短期债务比为4.26。

## 关注

- **公司面临一定的产能消化风险及较大的建设资金压力。**2024年公司总体产能利用率水平一般，且仍在加快产能布局，在建生产基地较多，在建项目仍存在较大的资金缺口，同时，考虑到市场需求存在波动，未来新增产能或将面临一定的产能消化压力。
- **公司仍存在经销商管理压力，且对单一客户依赖度仍较大。**截至2024年底，公司经销商数量超过1,800家，经销商规模仍较庞大；2024年公司对第一大客户沃尔玛的销售占比为22.91%，对单一客户依赖度仍较大，若未来客户需求发生变化或公司未能及时满足客户需求，可能对业绩产生不利影响。
- **公司仍面临较大食品安全管理压力。**食品安全对公司的生产经营至关重要，公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，仍需持续关注公司食品安全监管的压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司为冷冻烘焙领域的头部企业，与优质客户建立了稳定合作关系，拥有较为明显的竞争优势。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标         | 南侨食品   | 千味央厨   | 海融科技   | 立高食品   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产        | 43.07  | 23.22  | 18.64  | 43.78  |
| 营业收入       | 31.59  | 18.68  | 10.87  | 38.35  |
| 净利润        | 2.01   | 0.83   | 1.11   | 2.64   |
| 销售毛利率      | 24.16% | 23.66% | 35.03% | 31.47% |
| 总资产报酬率     | 4.75%  | 5.79%  | 6.76%  | 8.54%  |
| 销售净利率      | 6.38%  | 4.44%  | 10.18% | 6.87%  |
| 资产负债率      | 19.85% | 21.54% | 16.76% | 41.17% |
| 存货周转率(次)   | 4.17   | 5.68   | 5.22   | 8.19   |
| 应收账款周转率(次) | 16.84  | 17.53  | 15.58  | 15.32  |

注：以上各指标均为2024年数据。

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                |
|-----------------|--------------------|
| 食品饮料企业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     | 指标        | 评分等级 | 评分要素     | 指标     | 评分等级       |
|----------|-----------|------|----------|--------|------------|
| 业务状况     | 宏观环境      | 4/5  | 财务状况     | 初步财务状况 | 8/9        |
|          | 行业&经营风险状况 | 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   |           |      |          |        | <b>aa-</b> |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 0          |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | <b>AA-</b> |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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   |
|------|----------|----------|------------|----------|
| 立高转债 | 9.50     | 9.4995   | 2024-10-21 | 2029-3-6 |

注：上表债券余额为2025年6月19日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

“立高转债”募集资金扣除发行费用后，计划用于立高食品总部基地建设项目（第一期）和补充流动资金。截至2024年12月31日，立高转债募集资金专项账户余额为1.20亿元（不含理财产品余额）。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化，注册资本和股本微幅增长，截至2025年3月末均为1.69亿元<sup>1</sup>。截至2025年3月末，公司的控股股东和实际控制人仍为一致行动人彭裕辉、赵松涛、彭永成，直接和间接控制公司34.95%股份，公司控股股东及实际控制人所持股份不存在质押、冻结等情形，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司合并范围变化不大。2024年10月，公司注销孙公司浙江昊道食品有限公司，新设香港立高食品有限公司，截至2024年末，香港立高食品有限公司尚未开展业务。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，

<sup>1</sup> 截至2025年3月末，公司注册资本为169,340,305元，实收资本为169,340,471元。

持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

## 行业环境

**2024年我国烘焙食品行业市场规模稳步扩张，冷冻烘焙行业仍有较大提升空间，龙头企业保持竞争优势，但也面临较大竞争压力；2024年主要原材料油脂价格上涨明显，面粉价格震荡下行，油脂、面粉价格受大宗商品波动影响较大，未来仍面临较大的成本控制压力**

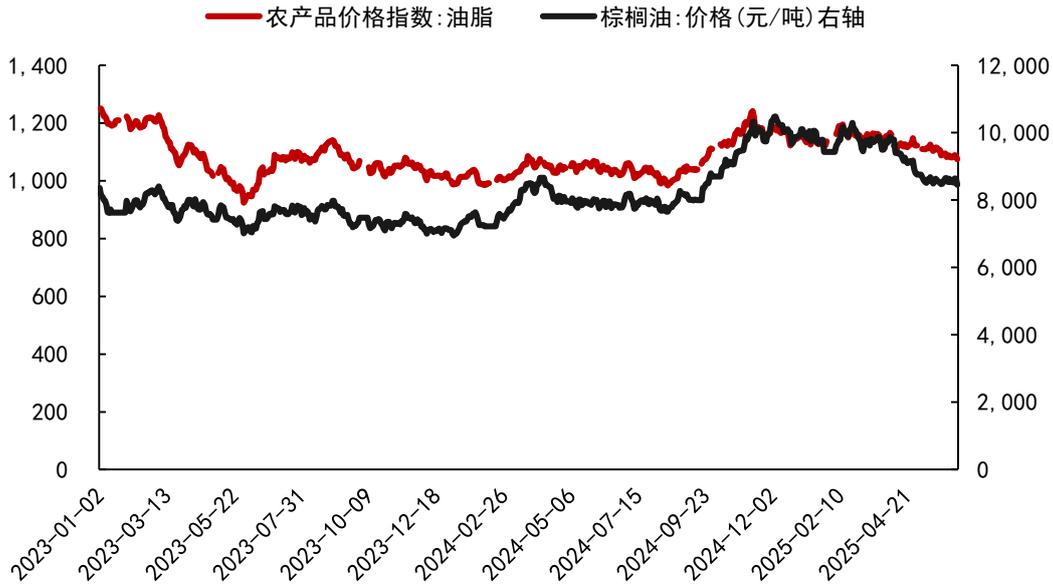
**2024年烘焙食品行业稳步扩张，冷冻烘焙行业快速增长，预计未来仍有较大提升空间。**随着城市化水平的不断推进、人民消费水平的提高以及餐饮消费结构调整，我国烘焙食品行业快速发展，行业研究数据显示，预计2024年中国烘焙食品零售市场规模达6,110.7亿元，同比增长8.8%，2029年市场规模有望突破8,500亿元。由于冷冻烘焙相较传统烘焙，在产品标准化、规模效益、生产效率、食品安全等方面具有明显优势，近年成为我国烘焙行业中快速增长的子赛道。据统计，我国冷冻烘焙食品市场规模从2017年的40.28亿元增长至2023年的接近200亿元，年均复合增长率达到30.5%。目前我国冷冻烘焙行业渗透率仍较低，未来随着产业技术进步、冷链物流体系完善，在企业降本增效、餐饮门店连锁化、茶饮等新式消费场景兴起等因素驱动下，预计我国冷冻烘焙行业仍有较大的提升空间。

**冷冻烘焙行业集中度仍较低，龙头企业保持明显竞争优势，但也面临较大竞争压力。**整体来看，冷冻烘焙行业集中度仍较低，绝大部分企业处于长尾竞争状态。由于冷冻烘焙行业对技术和初始投入存在较高要求，规模领先意味着更低的生产成本、更高的研发效率，且当下营销网络建设、供应链建设、国外设备进口及安装调试的门槛越来越高，龙头企业在行业竞争中优势明显。目前立高食品仍是冷冻烘焙行业收入体量最大的龙头企业（市占率约15%），高于主要竞争对手恩喜村、鑫万来等，也高于部分在特定渠道或特定品类较具竞争力的南侨食品、千味央厨等。2024年9月，全球零食巨头亿滋国际（Mondelez International）完成对恩喜村的股权收购，也加入国内市场竞争。目前，行业总体处于整合升级期，头部企业通过产品创新、数字化管理、供应链优化等构建竞争壁垒；中小企业在区域市场通过低价或本地化服务占据一定份额，同时面临头部企业的全国化扩张压力；外资企业加入本土竞争后，通过国际品牌背书、研发能力、高端产品等抢占市场，竞争格局呈现多元化、激烈化的特点。

**2024年国内植物油价格跟随国际市场走高，其中棕榈油领涨。**烘焙食品以面粉、油脂、糖类、奶油、鸡蛋等为主要原材料，其中油脂成本占比较高。我国油脂油料供应主要依赖进口，价格受国际市场影响大。2024年以来，全球棕榈油生产停滞不前，一方面，2023年厄尔尼诺现象滞后影响2024年棕榈油产量，另一方面，产地油棕树龄结构老化、种植面积增长停滞，均导致棕榈油增产放缓。此外，地缘政治冲突、关税贸易政策等因素也对国内植物油价格的阶段性变化产生影响，如2024年9月，我国对原产于加拿大的

进口油菜籽进行反倾销立案调查，阶段性提振国内植物油价格。全年国内棕榈油、菜籽油、豆油期货价格分别上涨22.3%、13.7%、2.5%。我国大豆等油料进口增加、植物油商业库存处于高位，且消费需求增长放缓，国际价格上涨对国内影响有限，当前国内植物油价格处于历史中位水平，供应有保障。预计2025年国内植物油价格维持高位震荡，阶段性波动可能加剧，不同品种走势或有分化。

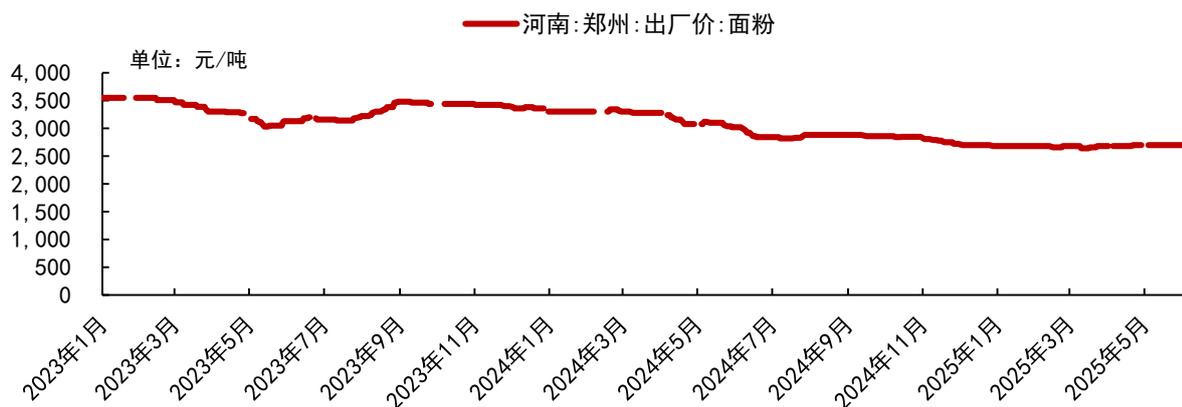
图1 2023年至今油脂价格指数和棕榈油价格走势



资料来源：东方财富网，中证鹏元整理

**2024年以来我国面粉价格震荡趋弱。**2024年上半年，随着中储粮及地方储备小麦大量投放市场，小麦供应宽松而消费支撑不足导致供需失衡、价格下滑，6月份随着新麦大量上市，面粉价格重心进一步下移；2024年下半年以来，面粉价格维持弱稳行情。总体而言，从供应端来看，我国小麦供应较稳定，面粉企业产能充足，从消费端来看，随着人民生活水平的改善和提高，肉蛋奶、蔬菜水果的需求在饮食结构中占比增加，在一定程度上替代了面粉的消费，近年面粉消费呈现波动下降趋势，预计短期内面粉价格将继续趋弱运行。

图2 2023年至今我国面粉价格走势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### 四、 经营与竞争

跟踪期内, 公司仍主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售, 系该领域的龙头企业。2024年公司营业收入小幅增长9.61%, 主要受益于公司新开发的系列奶油产品市场认可度较高, 带动奶油类产品收入同比增长超60%。2024年公司毛利率水平总体变动不大, 其中奶油产品毛利率下降5.77个百分点, 主要是因为产品结构变化, 毛利率相对不高的稀奶油销量增长较快。2025年一季度受益于冷冻烘焙食品的新品销售情况较好, 公司收入同比增长14.13%, 由于原材料价格波动及奶油产品结构变化, 公司奶油类产品的毛利率进一步下滑。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)

| 项目        | 2025年1-3月    |                |               | 2024年        |                |               | 2023年        |                |               |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
|           | 金额           | 占比             | 毛利率           | 金额           | 占比             | 毛利率           | 金额           | 占比             | 毛利率           |
| 冷冻烘焙食品    | 6.32         | 60.45%         | 33.08%        | 21.33        | 55.60%         | 31.79%        | 22.11        | 63.18%         | 30.49%        |
| 奶油        | 2.41         | 23.05%         | 27.95%        | 10.58        | 27.60%         | 33.26%        | 6.54         | 18.70%         | 39.03%        |
| 水果制品      | 0.37         | 3.49%          | 29.62%        | 1.66         | 4.33%          | 28.40%        | 1.87         | 5.35%          | 28.41%        |
| 酱料        | 0.66         | 6.34%          | 16.74%        | 2.25         | 5.86%          | 25.61%        | 2.33         | 6.66%          | 23.37%        |
| 其他        | 0.70         | 6.67%          | 21.83%        | 2.54         | 6.61%          | 28.53%        | 2.14         | 6.11%          | 28.70%        |
| <b>合计</b> | <b>10.46</b> | <b>100.00%</b> | <b>29.99%</b> | <b>38.35</b> | <b>100.00%</b> | <b>31.47%</b> | <b>34.99</b> | <b>100.00%</b> | <b>31.39%</b> |

注: 其他收入主要包括挞液、休闲食品、烘焙巧克力、起司馅等产品收入。

资料来源: 2023-2024年审计报告、公司提供, 中证鹏元整理

公司产品类型丰富, 产能布局完善, 跟踪期内公司的产能利用率水平总体一般, 奶油实际产能大幅增长, 需持续关注产能消化及预期经济效益的实现情况; 公司在建项目仍存在较大的资金缺口, 需持续关注未来公司自身造血能力、再融资能力以及资金平衡情况

公司产品类型丰富, 产能布局完善。公司产品类型众多, 规格多样, 产品品规总量近千种, 主要包括麻薯、挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品, 以及奶油、水果制品、酱料、油脂、肉松

制品等烘焙用原料。跟踪期内，公司仍主要围绕冷冻烘焙食品、奶油、水果制品、酱料四大产品类型布局产能，目前，公司已在华南的广州增城和南沙、佛山三水，华东的浙江长兴，华北的河南卫辉等地先后投资建立了三大生产基地九大生产厂区。

公司产能利用率水平总体一般，需持续关注产能消化情况。2024年奶油的实际年产能增长2.79万吨，主要来自佛山市三水生产基地，公司的第二条UHT奶油产线实现投产，由于稀奶油产品满足客户对烘焙原料升级需求及具备国产替代品质，客户需求较旺，带动奶油订单增长，奶油产线的产能利用率亦有小幅提升；2024年水果制品实际年产能增长0.1万吨，但由于消费者偏好变化，市场需求减少，水果制品产能利用率有所下降；冷冻烘焙食品的产能和产能利用率均有微幅增长，公司与重要商超客户合作稳定；酱料产品的实际年产能和产能利用率均变化不大。总体看，公司的产能利用率水平尚有一定提升空间，且还有一定规模的在建产能，若未来消费者偏好发生变化或市场需求增长不及预期，公司可能面临一定的产能消化压力。

**表2 公司主要产品的产能利用率（单位：吨）**

| 品类     | 项目           | 2024年         | 2023年          |
|--------|--------------|---------------|----------------|
| 冷冻烘焙食品 | 实际年产能        | 126,000.00    | 123,500.00     |
|        | 产量           | 91,680.17     | 88,476.07      |
|        | <b>产能利用率</b> | <b>72.76%</b> | <b>71.64%</b>  |
|        | 销量           | 89,116.19     | 90,678.42      |
|        | 其中：外购产品      | 742.73        | 45.24          |
|        | <b>产销率</b>   | <b>96.39%</b> | <b>102.44%</b> |
| 奶油     | 实际年产能        | 96,400.00     | 68,500.00      |
|        | 产量           | 73,353.42     | 48,975.62      |
|        | <b>产能利用率</b> | <b>76.09%</b> | <b>71.50%</b>  |
|        | 销量           | 69,060.42     | 46,315.96      |
|        | 其中：外购产品      | 21.99         | 81.77          |
|        | <b>产销率</b>   | <b>94.12%</b> | <b>94.40%</b>  |
| 水果制品   | 实际年产能        | 18,200.00     | 17,200.00      |
|        | 产量           | 11,001.30     | 11,642.46      |
|        | <b>产能利用率</b> | <b>60.45%</b> | <b>67.69%</b>  |
|        | 销量           | 10,627.90     | 11,753.73      |
|        | 其中：外购产品      | 0.00          | 18.00          |
|        | <b>产销率</b>   | <b>96.61%</b> | <b>100.80%</b> |
| 酱料     | 实际年产能        | 28,500.00     | 28,500.00      |
|        | 产量           | 20,968.92     | 20,991.04      |
|        | <b>产能利用率</b> | <b>73.58%</b> | <b>73.65%</b>  |
|        | 销量           | 20,713.65     | 20,733.14      |
|        | 其中：外购产品      | 0.00          | 0.00           |

|            |               |               |
|------------|---------------|---------------|
| <b>产销率</b> | <b>98.78%</b> | <b>98.77%</b> |
|------------|---------------|---------------|

注：产销率的计算扣除了外购产品。

资料来源：公司提供

公司在建项目仍存在较大的资金缺口，仍面临一定的建设资金压力。公司在建项目仍主要系IPO募投项目和立高转债募投项目，部分项目建设进度仍不及预期。截至2024年末，在建项目预计总投资38.50亿元，累计已投资17.60亿元，尚需投资20.90亿元，其中可以动用的募集资金8.23亿元，尚有12.67亿元资金缺口，资金缺口主要来自于立高食品总部基地建设项目以及华东生产基地建设及技改项目。考虑到项目建设周期较长，且公司主营业务现金生成能力和盈利能力较好，建设资金缺口可部分通过公司日常经营积累解决，此外，截至2025年3月末公司有10.42亿元银行授信额度尚未使用。整体看，公司在建项目存在较大资金缺口，需持续关注公司未来经营业绩变动及可能对公司再融资能力的影响。

**表3 截至 2024 年末公司在建项目情况（单位：万元）**

| 项目名称                   | 规划总投资             | 其中：募集资金计划总投资      | 累计已投资金额           | 其中：募集资金已投资金额     | 备注       |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|----------|
| 三水生产基地扩建项目             | 38,243.00         | 28,027.94         | 39,105.66         | 26,152.93        |          |
| 卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目 | 40,300.00         | 19,558.39         | 39,182.07         | 19,459.52        | IPO 募投项目 |
| 华东生产基地建设及技改项目          | 101,344.49        | 43,685.15         | 35,091.59         | 18,478.47        |          |
| 立高食品总部基地建设项目           | 205,100.00        | 71,000.00         | 62,633.10         | 15,913.65        | 立高转债募投项目 |
| <b>合计</b>              | <b>384,987.49</b> | <b>162,271.48</b> | <b>176,012.43</b> | <b>80,004.57</b> |          |

注：立高转债募投项目为“立高食品总部基地建设项目（一期）”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司营销网络遍布全国，与优质客户保持稳定合作；公司经销商规模庞大，且对单一客户依赖度仍较高，需关注经销商管理压力及重要客户需求变动对盈利的不利影响**

公司建立了全国性营销网络，与优质客户保持良好合作关系，需关注经销商管理压力及与大客户合作的稳定性。公司仍采取经销与直销相结合的主要销售模式，2024年公司经销与直销模式下营业收入占比分别为58%和41%，较上年变动不大，经销模式仍占主流；2024年，与公司合作的经销商超过1,800家，直销客户超过600家，公司经销商规模仍较庞大，若公司对经销商的管理未及时跟上业务扩张步伐，可能会出现产品销售受阻的情况，从而对公司的竞争能力和经营业绩造成不利影响。从销售区域来看，华南、华东地区仍为公司最主要的销售区域，2024年华南和华东地区贡献的营业收入占比66%，较上年小幅下降，主要受对第一大客户沃尔玛的销售收入下降影响。2024年公司前五大客户销售金额合计11.34亿元，占公司年度销售额比例为29.56%；其中对沃尔玛的销售额为8.79亿元，占公司年度销售额比例为22.91%，较上年有所下降，主要系公司对该客户的特定产品销量下降，但剔除特定产品因素后，公司对该大客户的其他产品销售收入保持增长。整体看，2024年公司客户集中度和单一客户依赖度较上年均有一定下降，公司对沃尔玛的单一客户依赖度仍较高。

**公司营业成本中直接材料占比高，主要原材料价格受大宗商品影响存在波动，仍需持续关注主要原**

## 材料价格波动情况以及公司成本转嫁能力对产品盈利的影响

公司的供应商集中度较低，营业成本中直接材料占比在七成以上，需持续关注主要原材料价格波动对盈利的影响。2024年公司向前五大供应商采购金额占总采购金额比重为26.43%，采购集中度较上年小幅提升，对第一供应商的采购金额占比为6.27%，公司对供应商的集中度风险和单一供应商依赖度风险仍较低。公司采购的原材料主要包括油脂、乳制品、糖类、水果、面粉等，营业成本结构较为稳定，2024年直接材料占主营业务成本比重为78%，较上年基本不变。从主要原材料采购情况来看，2024年乳制品、水果平均单价下降较多，其他产品采购单价较上年变动不大。原材料中的油脂、糖、面粉等的价格受大宗商品价格波动影响较大，需持续关注主要原材料价格波动情况以及公司成本转嫁能力对公司盈利能力的影响。

**表4 公司主要原材料采购情况（单位：元/KG、万元）**

| 项目        | 2024年             |               |       | 2023年             |               |       |
|-----------|-------------------|---------------|-------|-------------------|---------------|-------|
|           | 采购金额              | 占采购总额比例       | 采购单价  | 采购金额              | 占采购总额比例       | 采购单价  |
| 油脂        | 39,992.79         | 18.74%        | 10.06 | 35,627.41         | 19.51%        | 10.16 |
| 乳制品       | 55,800.83         | 26.15%        | 20.37 | 36,500.83         | 19.99%        | 23.75 |
| 糖类        | 11,859.68         | 5.56%         | 4.34  | 11,734.98         | 6.43%         | 4.44  |
| 水果        | 8,795.53          | 4.12%         | 15.85 | 8,482.59          | 4.64%         | 16.78 |
| 面粉        | 13,536.35         | 6.34%         | 4.15  | 12,147.39         | 6.65%         | 4.06  |
| <b>合计</b> | <b>129,985.18</b> | <b>60.91%</b> | -     | <b>104,493.20</b> | <b>57.22%</b> | -     |

注：原材料采购总额不含成品采购。

资料来源：公司提供

**食品安全对公司的生产经营影响至关重要，公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力**

未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力。公司作为一家食品行业的生产和销售企业，食品安全对公司的生产经营影响至关重要，依法合规开展经营活动，公司及下属处于从事生产销售活动的分公司和子公司均取得了相应的食品生产许可证或食品经营许可证，且许可证目前均在有效期内。公司建立了严格的食品安全和质量控制体系，覆盖采购、生产、存储运输、销售全流程。但我们也关注到，公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，加大了公司的食品安全管理压力。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内，随着经营规模扩大及经营积累增加，公司资产规模有所增长，盈利能力表现较好，主业

现金生成能力仍较强，财务杠杆水平适中，需关注未来业务扩张带来的营运资金压力

### 资本实力与资产质量

跟踪期内，随着在建项目投入和经营规模扩大，公司负债总额有所增长；而受益于经营积累，净资产规模继续增加，综合影响下2025年3月末公司产权比率较2023年末上升至65%，权益对负债的保障程度仍较好。2025年3月末公司所有者权益主要由IPO募集资金及未分配利润构成。

图3 公司资本结构

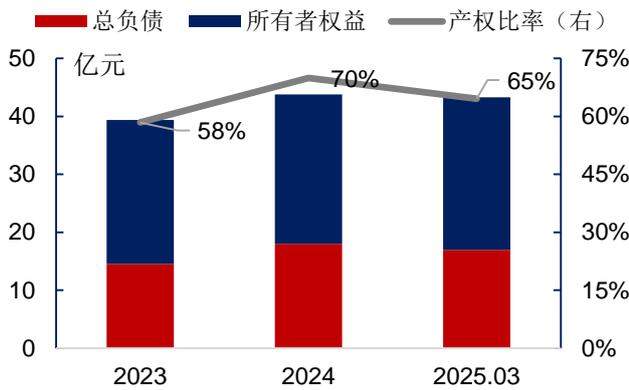
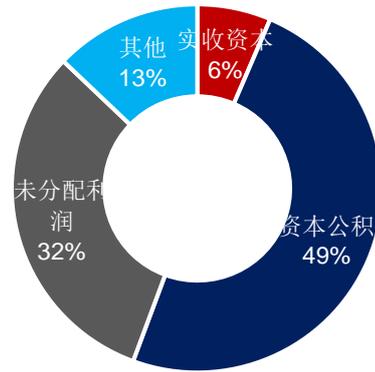


图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产结构变动不大、规模有所增长。公司现金类资产规模仍较大，主要包括货币资金、交易性金融资产及其他债权投资；2024年末公司受限资产合计0.13亿元，主要为合同保证金及冻结资金。2024年随着立高食品总部基地、三水生产基地、卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地部分转固，当期末公司固定资产规模同比上涨，在建工程主要为立高食品总部基地及华东生产基地建设及技改项目，未来随着在建项目建设进度持续推进，公司固定资产规模将继续增长。2024年无形资产小幅增长，主要系在河南卫辉生产基地购置土地。跟踪期内，随着经营规模扩大，应收账款持续增长，超过99%的余额账龄在1年以内，余额前五名的应收账款占比68.55%，其中对沃尔玛的应收账款余额1.52亿元，占比50.73%，其余应收账款较为分散，考虑到沃尔玛资质较好，公司的应收账款回收风险较为可控。2024年末存货同比增长较为明显，主要系2024年春节提前至2025年1月，公司在2024年底加大原材料与库存商品备货，而2023年末为正常生产备货。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目      | 2025年3月 |        | 2024年 |        | 2023年 |        |
|---------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|
|         | 金额      | 占比     | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     |
| 货币资金    | 7.34    | 16.96% | 5.58  | 12.75% | 10.61 | 26.92% |
| 交易性金融资产 | 2.18    | 5.04%  | 1.83  | 4.18%  | 2.54  | 6.44%  |
| 应收账款    | 3.69    | 8.52%  | 2.83  | 6.47%  | 2.18  | 5.52%  |
| 存货      | 3.74    | 8.63%  | 3.80  | 8.68%  | 2.62  | 6.65%  |

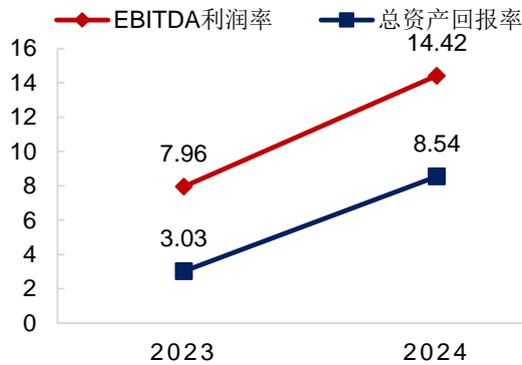
|         |       |         |       |         |       |         |
|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 流动资产合计  | 18.79 | 43.40%  | 15.77 | 36.02%  | 19.77 | 50.18%  |
| 其他债权投资  | 0.00  | 0.00%   | 3.62  | 8.26%   | 0.00  | 0.00%   |
| 固定资产    | 14.21 | 32.83%  | 14.27 | 32.59%  | 10.65 | 27.02%  |
| 在建工程    | 4.14  | 9.55%   | 3.52  | 8.04%   | 3.03  | 7.69%   |
| 无形资产    | 3.36  | 7.77%   | 3.39  | 7.75%   | 3.21  | 8.15%   |
| 非流动资产合计 | 24.50 | 56.60%  | 28.01 | 63.98%  | 19.63 | 49.82%  |
| 资产总计    | 43.29 | 100.00% | 43.78 | 100.00% | 39.40 | 100.00% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期内，公司盈利指标表现较好且持续提升，但仍需关注行业竞争激化、客户需求变动等因素对盈利可能产生的不利影响。2024年公司盈利指标提升较明显，一方面，受益于新开发的系列奶油产品市场认可度较高，带动奶油收入同比增长超60%，全年营业收入增长9.61%，另一方面，2024年因未满足限制性股票激励计划业绩考核目标，未确认股份支付费用。同时我们也关注到，食品行业竞争日益激烈，消费者偏好变化较快，且原材料价格波动较大，预计公司仍将面临较大的竞争压力，需持续关注行业竞争激化、客户需求变动、原材料价格波动等因素对盈利的不利影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司债务规模可控、期限结构合理。2025年3月末，公司刚性债务以“立高转债”为主，还有部分银行借款，其他负债主要为日常经营形成的应付账款，包括应付货款和工程设备采购款。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目   | 2025年3月 |        | 2024年 |        | 2023年 |        |
|------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|
|      | 金额      | 占比     | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     |
| 短期借款 | 1.87    | 10.99% | 1.76  | 9.75%  | 0.77  | 5.31%  |
| 应付账款 | 3.14    | 18.47% | 4.01  | 22.26% | 2.64  | 18.17% |

|                |              |                |              |                |              |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 一年内到期的非流动负债    | 0.74         | 4.35%          | 0.81         | 4.48%          | 0.22         | 1.55%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>7.71</b>  | <b>45.41%</b>  | <b>9.04</b>  | <b>50.18%</b>  | <b>5.71</b>  | <b>39.32%</b>  |
| 长期借款           | 0.72         | 4.22%          | 0.51         | 2.80%          | 0.88         | 6.03%          |
| 应付债券           | 7.88         | 46.40%         | 7.76         | 43.06%         | 7.29         | 50.18%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>9.27</b>  | <b>54.59%</b>  | <b>8.98</b>  | <b>49.82%</b>  | <b>8.82</b>  | <b>60.68%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>16.98</b> | <b>100.00%</b> | <b>18.02</b> | <b>100.00%</b> | <b>14.53</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务            | 11.54        | 67.95%         | 11.20        | 62.13%         | 9.57         | 65.87%         |
| 其中：短期债务        | 2.60         | 22.57%         | 2.57         | 22.91%         | 1.00         | 10.41%         |
| 长期债务           | 8.94         | 77.43%         | 8.63         | 77.09%         | 8.57         | 89.59%         |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产负债率适中，现金生成能力表现较强。随着在建项目投入和经营规模扩大，公司负债总额有所增长，资产负债率有所抬升，但总体水平仍适中。受益于销售收入增加及回款表现较好，2024年经营活动现金流表现为较大规模的净流入，2024年股份支付费用影响同比大幅减小，FFO大幅增长；2025年一季度经营活动现金流净额为负数主要系2024年春节相比2023年春节日期前移，2024年底提前备货较多，供应商货款于2025年一季度支付以及劳务支出、税费等支出增加所致。近年公司持续投入产能和项目建设，资本开支需求较大，自由现金流/净债务可较好反映杠杆比率波动性。截至2025年3月末公司在建项目投资规模较大，且仍有较大的资金缺口，公司偿债压力或将有所增加。

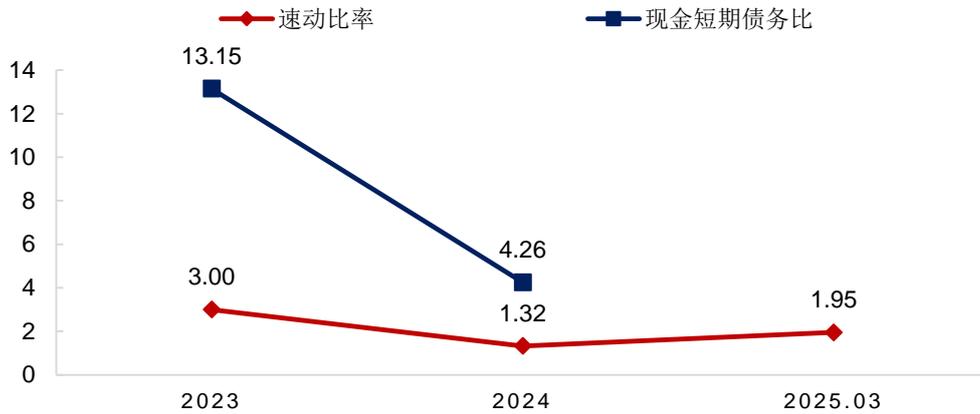
**表7 公司现金流及杠杆状况指标**

| 指标名称          | 2025年3月 | 2024年    | 2023年    |
|---------------|---------|----------|----------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | -0.34   | 4.53     | 3.05     |
| 收现比           | 102.43% | 111.13%  | 114.04%  |
| FFO（亿元）       | --      | 3.27     | -0.43    |
| 资产负债率         | 39.23%  | 41.17%   | 36.88%   |
| 净债务/EBITDA    | --      | 0.23     | -0.92    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --      | 13.92    | 6.66     |
| 总债务/总资本       | 30.49%  | 30.30%   | 27.79%   |
| FFO/净债务       | --      | 254.59%  | 16.81%   |
| 经营活动现金流净额/净债务 | --      | 352.21%  | -118.55% |
| 自由现金流/净债务     | --      | -110.01% | 31.40%   |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率仍表现较好。跟踪期内，项目建设投入对现金类资产形成消耗，同时短期借款增加，2024年末现金短期债务比迅速下降，但总体而言公司流动性指标仍处于较好水平。此外，公司作为上市公司，融资渠道相对多样，具有一定的融资弹性。

**图6 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日2025年5月12日，公司本部及重要子公司广州奥昆食品有限公司、广东立高食品营销有限公司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；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月9日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

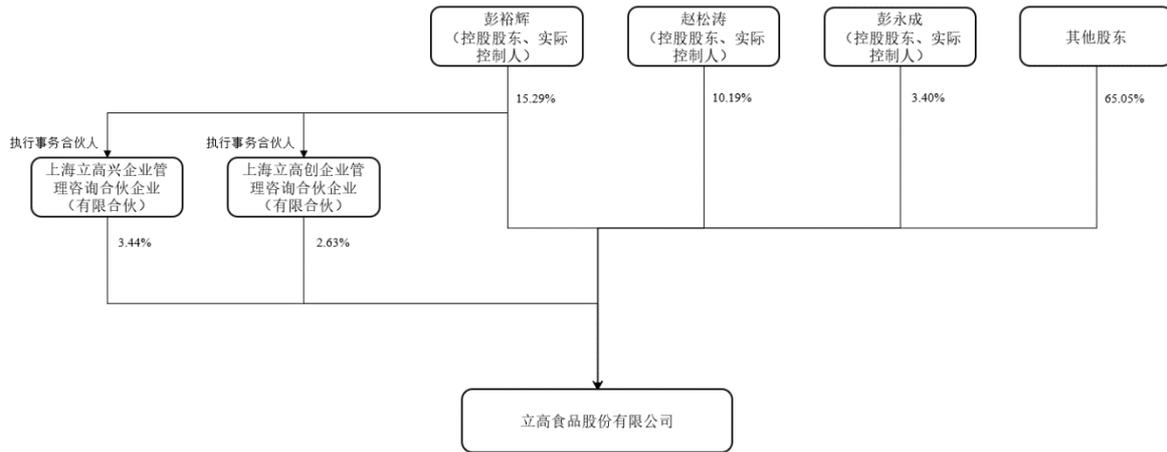
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2025年3月 | 2024年   | 2023年   | 2022年   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金          | 7.34    | 5.58    | 10.61   | 5.32    |
| 交易性金融资产       | 2.18    | 1.83    | 2.54    | 0.00    |
| 应收账款          | 3.69    | 2.83    | 2.18    | 2.65    |
| 存货            | 3.74    | 3.80    | 2.62    | 3.12    |
| 流动资产合计        | 18.79   | 15.77   | 19.77   | 11.99   |
| 其他债权投资        | 0.00    | 3.62    | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产          | 14.21   | 14.27   | 10.65   | 7.94    |
| 在建工程          | 4.14    | 3.52    | 3.03    | 3.86    |
| 无形资产          | 3.36    | 3.39    | 3.21    | 2.87    |
| 非流动资产合计       | 24.50   | 28.01   | 19.63   | 16.56   |
| 资产总计          | 43.29   | 43.78   | 39.40   | 28.55   |
| 短期借款          | 1.87    | 1.76    | 0.77    | 0.85    |
| 应付账款          | 3.14    | 4.01    | 2.64    | 3.50    |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.74    | 0.81    | 0.22    | 0.14    |
| 流动负债合计        | 7.71    | 9.04    | 5.71    | 6.75    |
| 长期借款          | 0.72    | 0.51    | 0.88    | 0.00    |
| 应付债券          | 7.88    | 7.76    | 7.29    | 0.00    |
| 非流动负债合计       | 9.27    | 8.98    | 8.82    | 0.52    |
| 负债合计          | 16.98   | 18.02   | 14.53   | 7.27    |
| 总债务           | 11.54   | 11.20   | 9.57    | 1.42    |
| 其中：短期债务       | 2.60    | 2.57    | 1.00    | 0.99    |
| 长期债务          | 8.94    | 8.63    | 8.57    | 0.43    |
| 所有者权益         | 26.31   | 25.76   | 24.87   | 21.28   |
| 营业收入          | 10.46   | 38.35   | 34.99   | 29.11   |
| 营业利润          | 1.05    | 3.36    | 0.98    | 1.78    |
| 净利润           | 0.86    | 2.64    | 0.71    | 1.44    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.34   | 4.53    | 3.05    | 3.43    |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 2.27    | -8.84   | -7.08   | -5.79   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.13   | -0.78   | 9.29    | -0.18   |
| 财务指标          | 2025年3月 | 2024年   | 2023年   | 2022年   |
| EBITDA（亿元）    | --      | 5.53    | 2.78    | 3.02    |
| 收现比           | 102.43% | 111.13% | 114.04% | 111.04% |
| FFO（亿元）       | --      | 3.27    | -0.43   | 0.68    |
| 净债务（亿元）       | --      | 1.29    | -2.57   | -3.10   |
| 销售毛利率         | 29.99%  | 31.47%  | 31.39%  | 31.77%  |

|               |        |         |          |          |
|---------------|--------|---------|----------|----------|
| EBITDA 利润率    | --     | 14.42%  | 7.96%    | 10.36%   |
| 总资产回报率        | --     | 8.54%   | 3.03%    | 6.59%    |
| 资产负债率         | 39.23% | 41.17%  | 36.88%   | 25.46%   |
| 净债务/EBITDA    | --     | 0.23    | -0.92    | -1.03    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 13.92   | 6.66     | 186.39   |
| 总债务/总资本       | 30.49% | 30.30%  | 27.79%   | 6.26%    |
| FFO/净债务       | --     | 254.49% | 16.81%   | -22.01%  |
| 经营活动现金流净额/净债务 | --     | 352.21% | -118.55% | -110.64% |
| 速动比率          | 1.95   | 1.32    | 3.00     | 1.31     |
| 现金短期债务比       | --     | 4.26    | 13.15    | 5.37     |

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称               | 注册资本       | 持股比例 | 主营业务        |
|---------------------|------------|------|-------------|
| 广州奥昆食品有限公司          | 6,000.00   | 100% | 工业生产        |
| 广州昊道食品有限公司          | 500.00     | 100% | 工业生产        |
| 佛山市立高食品有限公司         | 1,000.00   | 100% | 工业生产        |
| 浙江立高食品有限公司          | 5,000.00   | 100% | 工业生产        |
| 河南立高食品有限公司          | 10,000.00  | 100% | 工业生产        |
| 广州致能冷链物流有限公司        | 5,000.00   | 100% | 道路运输业       |
| 湖州奥昆食品有限公司          | 1,000.00   | 100% | 工业生产        |
| 河南奥昆食品有限公司          | 18,000.00  | 100% | 工业生产        |
| 浙江奥昆食品有限公司          | 6,000.00   | 100% | 工业生产        |
| 广州立源食品有限公司          | 500.00     | 100% | 工业生产        |
| 广东立澳油脂有限公司          | 5,000.00   | 67%  | 工业生产        |
| 广东立高食品营销有限公司        | 1,000.00   | 100% | 食品销售        |
| 广东立高茶饮科技有限公司        | 500.00     | 100% | 工业生产        |
| 立高食品株式会社            | 900.00（日元） | 100% | 研发          |
| LIGAO FOODS USA INC | 100.00（美元） | 100% | 销售          |
| 立高奥喜多（广东）肉制品有限公司    | 3,535.00   | 82%  | 工业生产        |
| 香港立高食品有限公司          | 100.00（港币） | 100% | 研发、销售、进出口贸易 |

资料来源：公司提供

## 附录四 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+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  |

## 附录五 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

| 符号         | 定义              |
|------------|-----------------|
| <b>AAA</b> | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| <b>AA</b>  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| <b>A</b>   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| <b>BBB</b> | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| <b>BB</b>  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| <b>B</b>   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| <b>CCC</b> | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| <b>CC</b>  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| <b>C</b>   | 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。

### 债务人主体信用等级符号及定义

| 符号         | 定义                              |
|------------|---------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。   |
| <b>BBB</b> | 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。    |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>C</b>   | 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。

### 债务人个体信用状况符号及定义

| 符号         | 定义   |
|------------|--|
| <b>aaa</b> | 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。 |
| <b>aa</b>  | 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。  |
| <b>a</b>   | 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。   |
| <b>bbb</b> | 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。    |
| <b>bb</b>  | 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>b</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。    |
| <b>ccc</b> | 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。     |
| <b>cc</b>  | 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。      |
| <b>c</b>   | 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。

### 展望符号及定义

| 类型        | 定义                 |
|-----------|--------------------|
| <b>正面</b> | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| <b>稳定</b> | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| <b>负面</b> | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号