

好想你健康食品股份有限公司

2014 年度公司债券

2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【773】号 01

债券简称：14 好想债

债券剩余规模：
3.05 亿元

债券到期日期：
2019 年 04 月 24 日

债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第 3 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
张旻烁 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

好想你健康食品股份有限公司 2014 年度公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 13 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对好想你健康食品股份有限公司（以下简称“好想你”或“公司”，证券代码：002582.SZ）及其 2014 年 4 月 24 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司坚果蜜饯行业收入、利润增长较快，公司经营活动现金表现大幅好转。同时我们也关注到，公司存在商誉减值和经营管理风险，期间费用规模较大、对利润侵蚀较大，以及短期偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 公司坚果蜜饯行业收入、利润增长较快。公司坚果蜜饯行业主要由全资子公司杭州郝姆斯食品有限公司（以下简称“郝姆斯”）负责，2017 年郝姆斯实现营业收入、净利润分别为 307,773.07 万元、9,736.77 万元，分别同比增长 32.39%、50.89%。
- 公司经营活动现金表现大幅好转。2017 年随着子公司郝姆斯现金流量表全年纳入公司合并报表，公司经营活动现金表现大幅好转。2017 年公司经营活动现金由 2016 年的净流出 3.52 亿元变为净流入 2.26 亿元。

关注:

- **公司存在商誉减值和经营管理风险。**公司商誉系并购郝姆斯股权价款溢价形成。2017 年郝姆斯完成业务承诺，商誉测试未减值。截至 2017 年底，公司商誉账面价值为 8.01 亿元，占公司资产总额的 15.54%；若未来郝姆斯经营状况未达预期，公司商誉仍存在一定减值风险。此外，公司对郝姆斯能否有效整合、进行有效管理仍有待观察，存在一定的经营管理风险。
- **公司期间费用规模较大，对利润侵蚀较大。**2017 年公司期间费用规模达 10.83 亿元，其中销售费用、管理费用分别 8.61 亿元、1.88 亿元；销售费用主要为运输费、业务宣传费、工资薪酬及福利以及促销费等，管理费用主要为工资薪酬及福利、折旧及无形资产摊销等。
- **公司短期偿债压力加大。**截至 2017 年底，公司有息债务规模为 10.49 亿元，同比增长 4.48%，占负债总额的 55.80%。其中，短期有息债务为 7.13 亿元，同比增长 72.18%，公司短期偿债压力加大。

主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	515,548.70	515,381.52	504,603.67	237,785.98
归属于母公司所有者权益（万元）	339,210.28	327,185.30	318,300.63	138,226.88
有息债务（万元）	104,474.50	104,870.31	100,371.99	75,968.34
资产负债率	34.21%	36.46%	36.83%	41.87%
流动比率	1.89	1.75	2.00	2.30
速动比率	1.33	0.94	1.07	1.41
营业收入（万元）	179,075.35	407,044.97	207,183.20	111,305.03
营业利润（万元）	14,946.82	12,639.15	2,042.93	-1,699.92
净利润（万元）	11,718.83	9,736.61	3,909.16	-323.31
综合毛利率	30.23%	29.04%	33.73%	40.11%
总资产回报率	-	3.34%	2.73%	1.15%
EBITDA（万元）	-	29,633.85	20,033.33	9,421.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.13	3.57	2.04
经营活动现金流净额（万元）	49,674.86	22,595.75	-35,160.56	15,830.92

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

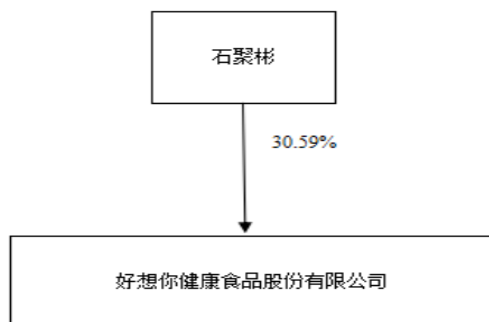
公司于2014年4月24日公开发行5年期5亿元公司债券。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金，截至2017年底，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年9月公司由“好想你枣业股份有限公司”更名为“好想你健康食品股份有限公司”。根据公司2016年度利润分配方案，公司以2016年底股本25,784.21万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，2017年5月资本公积转增股本登记到账，总股本变更为51,568.42万股。截至2018年3月底，公司注册资本、实收资本为51,568.42万元。

跟踪期内公司控股股东及实际控制人均未发生变化，主营业务亦未发生变化。截至2018年3月底，控股股东和实际控制人仍为石聚彬，持有公司股份30.59%，较2016年底相比无变动；需关注石聚彬持有公司股份的72.75%已被质押，质押比率较高。公司主营业务仍主要为坚果蜜饯以及枣产品的销售，营销渠道仍以电商渠道、专卖店渠道以及商超渠道为主。2017年公司纳入合并范围的子公司新增4家，减少2家，具体如表2所示。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司2018年一季度报告，鹏元

表1 截至2018年3月底公司前10大股东持股情况（单位：股）

股东名称	持股比例	持股数量	质押数量
石聚彬	30.59%	157,738,678	114,760,000
杭州浩红投资管理有限公司	12.62%	65,069,536	27,700,001
好想你枣业股份有限公司—第一期员工持股计划	3.34%	17,242,740	-
珠海安赐成长玖号股权投资基金企业（有限合伙）	2.41%	12,414,648	-
全国社保基金五零四组合	2.41%	12,414,648	-
杭州越群投资咨询合伙企业（有限合伙）	1.74%	8,958,078	-

石聚领	1.61%	8,283,200	6,360,000
沈淋涛	1.60%	8,252,824	8,252,820
常国杰	1.58%	8,145,948	-
王新才	1.47%	7,564,148	-
合计	59.37%	306,084,448	-

资料来源：公司2018年一季度报告

表2 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2017年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
新疆唱歌的果食品股份有限公司	60.00%	3,000.00	冻干果蔬产品	新设
河南好想你饮品有限公司	51.00%	500.00	枣饮	新设
郑州好想你教育咨询有限公司	100.00%	1,000.00	教育咨询	新设
郑州好想你仓储物流有限公司	100.00%	100.00	仓储物流	新设

2、2017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	主营业务	不再纳入合并报表的原因
上海枣开心商贸有限公司	100.00%	2,700.00	枣类产品销售	出售股权
好想你枣业江苏有限公司	100.00%	2,600.00	枣类产品销售	出售股权

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为51.54亿元，归属于母公司的所有者权益为32.72亿元，资产负债率为36.46%；2017年度，公司实现营业收入40.70亿元，净利润0.97亿元，经营活动现金流净额2.26亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为51.55亿元，归属于母公司的所有者权益为33.92亿元，资产负债率为34.21%；2018年1-3月，公司实现营业收入17.91亿元，净利润1.17亿元，经营活动现金流净额4.97亿元。

三、运营环境

2017年休闲食品行业继续快速发展，但行业竞争激烈，拥有品牌并注重产品健康化的企业具有一定竞争优势；受消费习惯变化、消费升级的驱动，坚果炒货增长迅速，线下集中度仍较低，线上呈现寡头竞争格局

休闲食品（又称“零食”）是指人们在闲暇、休息时所吃的食品。目前，我国的休闲食品大致可以分为七大类，即谷物膨化类、油炸果仁类、油炸谷物类、非油炸果仁类、糖食类、肉禽鱼类、干制蔬果类等。随着国民生活水平的提高，休闲食品已经成为消费者一天中最为重要的“第四餐”，休闲食品在“第四餐化”的趋势下，成为了2017年食品饮料

板块中增长最为快速的细分板块。根据中国产业信息网数据显示，2017年我国休闲食品行业年产值为9,191亿元，同比增长11.49%，增速同比下降0.60个百分点。

图2 休闲食品行业年产值及增速（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，鹏元整理

由于休闲食品进入的门槛低，市场竞争格局乱，滋生了众多的生产、销售企业。据不完全统计，我国生产休闲食品的企业有数十万家之多。休闲食品制造业属于开放程度较高的行业，外资企业数量虽然不多，却占据我国休闲食品市场超过半数的销售收入和利润总额。由于人们消费水平的提高，在购买产品的时候也越来越倾向于品牌的选择，同时随着人们生活水平的不断提高，人们对于饮食的要求也越来越高，不仅追求时尚和口感的独特，对于产品的质量也开始趋向于健康、营养化。未来拥有品牌并注重产品健康化的企业具有一定的竞争优势。

目前受消费习惯变化、消费升级的驱动，坚果炒货作为休闲食品细分品类增长迅速，增速高于膨化食品、糖果等其他品类，行业景气度高。坚果炒货品类线下市场集中度较低，但在线上市场却呈现寡头竞争的局面。从渠道来看，坚果炒货的线下市场以商超为主，由于竞争较为激烈且无统一的品牌，目前集中度较低。而作为新兴渠道的专卖店受到门店扩张和管理标准的限制，短期内还难以形成全国性的品牌。从中国食品工业协会数据来看，目前线下坚果炒货的市场集中度仅仅6%，集中度偏低。相比线下渠道，在线上更易形成零食巨头。目前坚果炒货线上呈现寡头竞争的局面，以三只松鼠、百草味和良品铺子形成了零食电商前三强。但需关注目前不少网售坚果炒货零食产品属于OEM代加工贴牌生产，食品代工能让企业在短时间内规模迅速扩大，但这种贴牌生产的模式中，企业对产品质量的把控力相对较弱，仍存在较大的安全隐患。

我国红枣消费仍以原枣消费为主，市场上的红枣品质参差不齐、价格差异较大，红枣期货上市后将提高各种红枣的平均价格

我国红枣还是以原枣消费为主（简单清洗、烘干、加工），粗加工及深加工占比较小。

随着人口老龄化、保健养生产品的普及和红枣产业的不断发展和升级，红枣的消费将呈现多元化增长，尤其是红枣深加工产品，有巨大的增长潜力。

国内红枣品质差异较大、市场价格较为混乱。红枣种植由于地区、气候、管理等原因，果实在品质上存在较大差异，所以同样是原枣，品质高的红枣和品质一般的红枣价格相差较大。此外，红枣价格市场较为混乱，主要是因为各产地的信息不透明，枣农不了解市场行情，容易被收购商统一压价，导致各地及各农户红枣的价格相差巨大。红枣期货上市后将会解决红枣市场价格透明问题，提高各种红枣的平均价格。

四、经营与竞争

2016年8月公司完成并购郝姆斯，开始涉足坚果蜜饯类休闲食品，业务范围得到拓展；2017年公司主营业务仍主要为坚果蜜饯以及枣产品的销售，枣类产品主要由公司本部负责运营，销售渠道涵盖专卖店、电商以及商超渠道；坚果蜜饯产品主要由子公司郝姆斯运营，销售渠道以电商渠道为主。2017年，随着郝姆斯全年营业收入纳入公司合并利润表且郝姆斯业务规模继续快速扩张，公司营业收入同比增长96.47%，达407,044.97万元。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为29.04%，同比下降4.68个百分点，主要系毛利率较低的坚果蜜饯收入占比大幅提升以及枣产品行业毛利率下降所致。

表3 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
坚果系列	102,084.07	23.12%	48,319.39	24.68%
坚果礼盒系列	63,642.63	29.98%	20,664.84	30.55%
果干系列	49,728.36	26.13%	12,079.38	30.82%
肉脯/海鲜系列	49,363.07	22.74%	16,432.32	24.23%
糕点糖果系列	28,145.42	31.42%	7,251.94	32.37%
其他坚果蜜饯系列	10,807.15	16.52%	2,185.64	5.49%
坚果蜜饯行业小计	303,770.70	25.52%	106,933.51	26.57%
原枣类	46,172.93	45.42%	47,165.14	47.76%
休闲红枣类	38,460.50	37.98%	42,528.13	39.23%
木本粮类	8,776.86	17.25%	3,785.99	22.46%
饮品类	2,711.09	37.19%	1,861.46	22.52%
枣产品行业小计	96,121.38	39.64%	95,340.73	42.46%
酒店餐饮类	4,234.18	49.10%	3,270.71	65.28%
其他业务	2,918.71	17.49%	1,638.26	-70.06%

合计	407,044.97	29.04%	207,183.20	33.73%
----	------------	--------	------------	--------

注：1、坚果蜜饯行业 2016 年营业收入为郝姆斯 2016 年 8-12 月收入；

2、木本粮主要为核桃、木本传奇、枣粉等；

3、原枣类包括枣博士、新疆骏枣等；

4、休闲红枣包括枣生核、蜜饯、枣片、香甜枣等。

资料来源：公司提供

公司拥有“好想你”、“百草味”等知名品牌，具有一定的品牌优势；2017年公司电商渠道收入继续快速增长，专卖店、商超渠道收入下降

公司为中国红枣行业唯一的上市企业，经过20多年的发展和沉淀，“好想你”成长为中国红枣领导品牌。公司2016年8月收购郝姆斯100.00%股权，主营业务由红枣系列产品拓展至坚果等健康零食。郝姆斯为国内休闲食品电商零售商，旗下互联网零食品牌“百草味”成立于2007年，“百草味”建立了坚果炒货、糕点糖果、果干、肉脯、海鲜、礼盒等六大系列300余个单品的产品体系，在京东、天猫、1号店等电商平台均有销售，品牌知名度较高。整体来看，公司产品品类较为丰富，具有“百草味”、“好想你”等知名品牌，具有一定的品牌优势。

公司产品销售渠道主要分为电商渠道、专卖店渠道以及商超渠道¹；其中，电商渠道又可细分为B2C²（天猫旗舰店、京东旗舰店等）、入仓³（天猫超市、京东超市、1号店等），以B2C为主；专卖店渠道又可细分为直营店渠道、加盟店渠道，以加盟店为主（2017年直营门店销售收入占专卖店渠道收入的34%，加盟门店销售收入占专卖店渠道收入的66%）。入仓、商超渠道结算账期相对较长，一般在产品卖出后2-3个月左右结算；其余渠道结算时间较短。枣产品行业主要由公司本部负责运营，销售渠道涵盖专卖店、商超以及电商渠道，以专卖店渠道为主；坚果蜜饯行业由于子公司郝姆斯运营，销售渠道以电商渠道为主。

2017年公司电商渠道实现收入33.09亿元（B2C模式21.63亿元、入仓模式11.40亿元），同比大幅增长，主要系电商渠道业务扩张以及郝姆斯全年收入纳入合并报表所致。2017年专卖店渠道实现营业收入5.17亿元，同比下降10.05%。截至2017年底，好想你在全国范围内有800家左右门店，门店数同比继续下降，主要系公司战略调整、省外加盟店下降所致。2017年商超渠道仍在整合之中，收入继续下滑，为2.15亿元，同比下降8.94%。需关注未来若专卖店渠道、商超渠道收入继续下降，可能会对公司盈利造成一定不利影响。

随着电商渠道的快速发展，公司主要产品销量均同比增长。2017年坚果蜜饯行业销售

¹ 商超渠道中，部分交由经销商运营。

² B2C，即 Business-to-Customer 的缩写，商家直接面向消费者销售产品和服务商业零售模式。

³ 入仓，即供应商根据电商自营平台订单向其仓库发送货物，双方根据结算清单据实结算货款，由电商自营平台负责产品推广、订单管理及货物配送，并向终端客户开具发票。

量达5.25万吨，郝姆斯实现营业收入307,773.07万元⁴，按同口径计算，同比增长32.39%，毛利率为25.63%，同比增长0.22个百分点。2017年枣行业销售量同比增长10.97%，但由于毛利率相对较低的电商渠道销量持续增长、销售产品结构变化，公司枣行业产品销售均价下降，受此影响，2017年公司原枣类、休闲类收入分别同比下降2.10%、9.56%，毛利率分别同比下降2.34个百分点、1.24个百分点。需关注若枣类产品毛利率未来若继续下降，可能会给公司盈利带来一定不利影响。

表4 2016-2017年公司主要产品销售情况（单位：吨）

行业分类	项目	2017 年	2016 年	同比增减
红枣行业	销售量	20,854.37	18,793.37	10.97%
	生产量	20,699.61	19,067.97	8.56%
	库存量	1,687.24	1,842	-8.40%
坚果蜜饯行业	销售量	52,488.65	21,472.44	-
	生产量	53,200.00	23,881.35	-
	库存量	10,098.12	9,386.77	-

注：坚果蜜饯 2016 年数据为郝姆斯 2016 年 8-12 月数据

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司扩建产能为业务可持续发展拓展空间，但在建项目投资规模较大，需关注未来产能利用情况以及固定资产折旧增加对盈利水平的影响

公司生产计划主要根据销售计划制定；其中，原枣类、休闲红枣类产品以自产为主；其余产品生产目前仍以委外加工为主，即公司采购原材料、配好食品配方，交由代工厂进行加工。公司生产基地主要为河南新郑、河北沧州、新疆若羌、新疆阿克苏四个地区。截至2017年底，公司在建、拟建项目如表6所示，预计总投资125,210.59万元，已投资48,262.54万元，后续仍需投资76,948.05万元。公司扩建产能为业务可持续发展拓展空间，但需关注公司未来产能利用情况，同时还需关注新生产线投产后，固定资产折旧将增加公司成本及费用压力，对公司未来盈利水平造成一定不利影响。

表5 公司主要生产基地情况

生产基地	主要生产产品
河南新郑（公司总部）	原枣类、休闲红枣类产品
河北沧州	红枣类产品
新疆若羌	红枣种植及枣类产品生产
新疆阿克苏	红枣类产品

资料来源：公司提供，鹏元整理

⁴ 郝姆斯营业收入未剔除关联交易，故略大于坚果蜜饯行业收入。

表6 截至2017年底公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
年产5万吨红枣及其制品深加工项目（一期）	60,404.29	45,484.43
临江百草味基地（二期）	15,672.20	14.15
唱歌的果冻干工厂	5,072.50	2,763.96
年产1万吨电商代工红枣及其休闲食品项目 ⁵	44,061.60	-
合计	125,210.59	48,262.54

注：唱歌的果冻干工厂位于新疆哈密

资料来源：公司年报及公告，鹏元整理

公司原材料主要为枣类、坚果、果干等，尽管近年来公司向红枣产业链上游延伸，但所需原材料仍以外购为主。公司本部主要通过与合作农户、合作社、兵团等进行红枣原材料采购，结算一般以现货现款为主。2017年公司主要原材料采购价格均有所下降，红枣类、坚果类、果干采购均价分别同比下降31.59%、6.34%、6.60%。

2017年郝姆斯业务规模继续快速增长，完成业绩承诺，但仍需关注商誉减值风险和经营管理风险

2016年公司以非公开发行股份及支付现金（股份价值总计为人民币81,600万元，现金14,400万元）的方式收购郝姆斯⁶。收购之后，公司与郝姆斯从人事、财务、仓储物流等方面进行融合。人事方面，公司董事长石聚彬同时担任郝姆斯董事长，郝姆斯原创始团队成员邱浩群为公司董事、蔡红亮为监事，邱浩群为郝姆斯副董事长，王强升任为郝姆斯总经理；财务方面，建立财务共享；仓储和物流方面，建立临江总部生产基地，通过ERP系统H体系管理，打通了研发、生产、仓储、物流在内的全链路，在全国形成了“一点多线网状”仓储物流系统；采购和生产方面，进行资源共享；信息化方面：实现ERP、OMS等统一信息化建设。

2017年是公司并购郝姆斯后第一个完整年度，郝姆斯业务规模继续快速增长，成为公司营业收入的最主要来源，2017年郝姆斯负责运营的坚果蜜饯行业收入占公司营业收入的比重达74.63%。截至2017年底，郝姆斯总资产、净资产分别为140,556.51万元和41,225.75万元。郝姆斯2017年分别实现营业收入、净利润307,773.07万元、9,736.77万元，分别同比增长32.39%、50.89%。

⁵ 公司于2018年4月25日召开第三届董事会第二十一次会议，审议通过了该固定资产投资的议案。

⁶ 公司以非公开发行股份及支付现金的方式购买朱伟海、高志刚、何航、杭州浩红投资管理有限公司（以下简称“浩红投资”）、杭州越群投资咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州越群”）、中国-比利时直接股权投资基金持有的郝姆斯100%的股权。向6名对象购买资产发行的股份数量合计为50,651,767股，每股发行价格为人民币16.11元。

表7 2016-2017年郝姆斯相关数据（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
注册资本	25,000.00	25,000.00
总资产	140,556.51	159,072.63
所有者权益	41,225.75	31,488.98
营业收入	307,773.07	232,474.50
净利润	9,736.77	6,452.85
毛利率	25.63%	25.41%

注：郝姆斯营业收入未剔除应合并抵消收入，故略大于坚果蜜饯行业收入

资料来源：郝姆斯 2017 年审计报告，鹏元整理

我们关注到，公司此次并购溢价较高，产生了较高的商誉。截至评估基准日2015年9月30日，郝姆斯净资产账面价值5,466.40万元，按收益法评估其股权价值为96,200.00万元；公司以交易价格96,000.00万元收购，形成商誉80,099.58万元。根据《好想你枣业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产协议之盈利预测补偿协议》，浩红投资及杭州越群承诺：承诺郝姆斯2016年度、2017年度及2018年度承诺净利润⁷分别为人民币5,500万元、人民币8,500万元和人民币11,000万元。否则，杭州浩红及杭州越群应按照协议约定对公司予以补偿。根据公司披露的《关于杭州郝姆斯食品有限公司2017年度业绩承诺实现情况的专项说明》，2017年郝姆斯完成业绩承诺。截至2017年底，公司商誉未发生减值。需关注如果郝姆斯未来经营状况未达到预期，则存在商誉减值的风险；此外，公司对郝姆斯能否有效整合、进行有效管理仍有待观察，存在一定的经营管理风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季度报告，公司财务报表按新会计准则进行编制。2016年数据采用2017年审计报告年初数。2017年公司新增4家子公司、减少2家子公司，截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共计21家，具体见附录五。

资产结构与质量

⁷ “承诺净利润”是指经具有证券期货业务资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，上述净利润为郝姆斯扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润，但需扣除本次交易所配套募集资金投入郝姆斯的营运资金之资金成本。

公司资产规模保持增长，仍以固定资产、存货、商誉等为主，资产整体流动性一般。截至2017年底，公司资产规模小幅增长，为51.54亿元，同比增长2.14%；其中，非流动资产占比51.29%，同比略有下滑。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	105,590.99	20.48%	62,236.13	12.08%	51,078.72	10.12%
应收账款	40,727.86	7.90%	37,080.82	7.19%	33,065.84	6.55%
预付款项	10,878.88	2.11%	12,927.94	2.51%	30,021.03	5.95%
存货	73,698.72	14.30%	116,863.07	22.68%	109,973.59	21.79%
流动资产合计	249,531.19	48.40%	251,021.72	48.71%	236,597.91	46.89%
长期股权投资	13,878.40	2.69%	13,806.62	2.68%	9,444.44	1.87%
固定资产	115,295.75	22.36%	116,503.10	22.61%	110,376.13	21.87%
在建工程	9,088.37	1.76%	5,648.64	1.10%	14,402.77	2.85%
无形资产	28,597.39	5.55%	29,008.31	5.63%	18,409.69	3.65%
商誉	80,099.58	15.54%	80,099.58	15.54%	80,099.58	15.87%
其他非流动资产	1,530.55	0.30%	2,047.73	0.40%	18,169.21	3.60%
非流动资产合计	266,017.52	51.60%	264,359.80	51.29%	268,005.76	53.11%
资产总计	515,548.70	100.00%	515,381.52	100.00%	504,603.67	100.00%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。截至2017年底，公司货币资金为6.22亿元；其中其他货币资金1.28亿元，系电商平台等第三方支付存款及银行承兑汇票保证金、保函保证金等。公司受限货币资金222.50万元，全部为保证金，占货币资金0.36%。公司应收账款2017年底为3.71亿元，同比增长12.14%，主要系公司业务规模增长所致；应收账款前五名合计占应收账款余额的比例为46.34%，同比下降4.71个百分点，公司应收账款应收对象仍较集中；应收账款账龄1年以内占比85.42%，账龄整体仍较短，但仍存在一定坏账风险，2017年末公司应收账款累计已计提坏账准备1,755.68万元。预付款项主要系预付的农产品采购款，2017年底预付款项同比下降56.94%。存货主要系原材料、库存商品、发出商品；为应对元旦、春节等节假日的销售，公司年底加大存货储备，年底存货规模持续保持在较高水平，2017年底公司存货为11.69亿元，占总资产的22.68%，同比增长6.26%，主要系公司加大原材料储备所致。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产。2017年底长期股权投资1.38亿元，同比增长46.19%，主要系公司以土地经营权及其地上的生产性生物资产、相关固定资产等对河南好想你金鹭鸵鸟游乐园有限公司

投资所致，换出资产账面价值1,319.17万元、公允价值3,834.25万元，确认长期资产处置收益2,425.05万元。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，2017年底为11.65亿元（尚未办妥产权证书的固定资产为6.95亿元），同比增长5.55%。2017年临江百草味基地及部分年产5万吨红枣及其制品深加工项目（一期）完工转入固定资产，在建工程规模同比下降60.78%，2017年底公司在建工程主要为年产5万吨红枣及其制品深加工项目（一期）、唱歌的果冻干工厂。公司商誉系合并郝姆斯形成，2017年底为8.01亿元，占总资产的比重为15.54%，后续若郝姆斯经营不达预期，公司商誉存在减值风险。无形资产主要系土地使用权、以商标为核心的组合无形资产、经营许可权等；其他非流动资产主要为土地使用权购置款项；2017年底随着公司获得相应土地的使用权，公司无形资产同比增长57.57%、其他非流动资产同比减少88.73%。

总体来看，公司资产规模保持增长，仍以固定资产、存货、商誉等为主，资产整体流动性一般。

资产运营效率

受益于并购重组，公司整体运营效率继续提升

2016年8月公司完成并购郝姆斯，2016年公司营业收入、成本只包含郝姆斯8-12月收入、成本。2017年随着郝姆斯营业收入、成本完全纳入合并范围以及电商渠道收入快速增长，公司应收账款周转天数、存货周转天数、应付账款周转天数均大幅下降。整体来看2017年公司净营业周期继续下降。随着公司营业收入规模的增长，公司流动资产周转天数、固定资产周转天数、总资产周转天数分别同比下降76.20天、47.44天、193.94天。

整体来看，公司并购郝姆斯，营业收入大幅增长，带动公司整体运营效率有所提升。

表9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	31.02	46.22
存货周转天数	141.37	194.58
应付账款周转天数	70.49	80.73
净营业周期	101.90	160.06
流动资产周转天数	215.63	291.83
固定资产周转天数	100.33	147.77
总资产周转天数	451.05	644.99

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

随着郝姆斯纳入公司合并范围，公司业绩有所改善，但期间费用规模仍较大，对公司利润侵蚀仍较大

2017年公司主营业务仍主要为坚果蜜饯以及枣产品的销售，枣类产品主要由公司本部负责运营，销售渠道以专卖店、商超渠道为主；坚果蜜饯产品主要由子公司郝姆斯运营，销售渠道以电商渠道为主。2017年，随着郝姆斯全年营业收入纳入公司合并利润表且郝姆斯业务规模继续快速扩张，公司营业收入同比增长96.47%，达407,044.97万元。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为29.04%，同比下降4.68个百分点，主要系毛利率较低的坚果蜜饯收入占比大幅提升以及枣产品行业毛利率下降所致。

随着公司业务规模的快速增长，公司期间费用率有所下降，但期间费用规模仍较大，较大程度侵蚀公司利润。2017年公司期间费用规模达108,331.81万元，其中销售费用、管理费用分别86,085.07万元、18,819.39万元，销售费用主要为运输费、业务宣传费、工资薪酬及福利以及促销费等，管理费用主要为工资薪酬及福利、折旧及无形资产摊销。

2017年公司分别实现净利润、扣除非经常性损益的净利润9,736.61万元、5,329.40万元，同比大幅改善。

表10 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	179,075.35	407,044.97	207,183.20
其他收益	1,917.92	1,852.12	0.00
营业利润	14,946.82	12,639.15	2,042.93
营业外收入	2.52	267.98	4,217.12
利润总额	14,912.09	12,431.92	5,701.21
净利润	11,718.83	9,736.61	3,909.16
扣除非经常性损益的净利润	10,306.33	5,329.40	-3,833.77
综合毛利率	30.23%	29.04%	33.73%
期间费用率	22.11%	26.61%	34.47%
营业利润率	8.35%	3.11%	0.99%
总资产回报率	-	3.34%	2.73%
净资产收益率	-	3.01%	1.71%
营业收入增长率	-	96.47%	86.14%
净利润增长率	-	149.07%	-

注：非经常性损益金额采用年报公布数据；

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流有所好转，但主要在建工程尚需投资规模较大，公司仍面

临一定的资金支出压力

2017年随着子公司郝姆斯利润表、现金流量表全年纳入公司合并报表，公司净利润、FFO（经营所得现金）同比均大幅提升，主营业务现金生成能力表现较好。2017年公司经营活动现金由2016年的净流出3.52亿元变为净流入2.26亿元。由于公司采购原材料主要集中在下半年，而一季度为销售旺季，故公司一季度经营活动现金净流入规模一般大于全年；2018年1-3月公司经营活动现金净流入4.97亿元。

投资活动方面，2017年，公司收到的其他与投资活动有关的现金主要系收到退回的预付土地款、资产相关的政府补助；投资活动现金流出主要为临江百草味基地、年产5万吨红枣及其制品深加工项目（一期）等在建工程项目的支出；投资活动净流出0.90亿元。

筹资活动方面，近年来公司主要通过银行短期借款进行融资。2017年公司收到沧州农村股份合作扶贫资金3,072.28万元，同时加大了银行短期借款的融资力度，但由于回售债券总额达21,158.56万元（包含利息及回售手续费），公司筹资活动净流出2,701.46万元。

截至2017年底，公司主要在建工程尚需投资32,886.45万元，公司仍面临一定的资金支出压力。

表11 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
净利润	11,718.83	9,736.61	3,909.16
非付现费用	-	13,692.23	10,618.46
非经营损益	-	-191.75	-2,535.70
FFO	-	23,237.09	11,991.93
营运资本变化	-	-641.34	-47,152.49
其中：存货减少（减：增加）	-	-7,320.83	-51,140.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	7,970.87	-54,314.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-1,291.37	58,302.01
经营活动产生的现金流量净额	49,674.86	22,595.75	-35,160.56
投资活动产生的现金流量净额	-5,294.77	-8,957.92	-16,572.89
筹资活动产生的现金流量净额	-802.73	-2,701.46	89,570.48

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司长期有息债务下降，短期有息债务增长较快，短期偿债压力加大

2017年底，公司负债总额、所有者权益均小幅增长，分别同比增长1.13%、2.72%，产权比率同比下降0.9个百分点，所有者权益对负债的保障程度进一步提高，仍处较好水平。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	176,380.61	187,932.26	185,831.12
所有者权益	339,168.09	327,449.26	318,772.55
产权比率	52.00%	57.39%	58.30%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，由于公司偿还了部分长期借款、应付债券，公司非流动负债占比进一步下滑，为23.89%，同比下降12.53个百分点。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款。公司短期借款系保证借款、信用借款，由于公司原材料采购主要集中在下半年，资金季节性需求较大，故短期借款年底保持在较大规模。2017年随着业务规模扩大、公司加大原材料采购及储备，公司短期借款增长较快，2017年底公司短期借款为70,845.00万元，同比增长71.21%。公司应付账款主要系子公司郝姆斯应付的材料款、运费，以应付材料款为主。因春节节前集中备货导致公司应付账款规模较大，2017年底公司应付账款规模为55,269.80万元，2018年3月底下降至37,905.45万元。预收款项主要为预收产品销售款；应付薪酬主要系应付短期薪酬；其他应付款主要为押金保证金和往来借款。

公司非流动负债主要包括应付债券、长期应付款及递延收益。应付债券为应付本期债券；长期应付款系子公司沧州好想你枣业有限公司取得沧州农村股份合作扶贫资金，期限3年，公司支付固定利率；递延收益全部为与资产相关的政府补助。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	70,845.00	40.17%	70,845.00	37.70%	41,380.00	22.27%
应付账款	37,905.45	21.49%	55,269.80	29.41%	57,836.61	31.12%
预收款项	5,215.88	2.96%	5,313.99	2.83%	4,732.54	2.55%
应付职工薪酬	4,020.57	2.28%	3,496.35	1.86%	3,996.07	2.15%
其他应付款	7,204.34	4.08%	5,230.41	2.78%	6,446.84	3.47%
流动负债合计	131,766.49	74.71%	143,038.75	76.11%	118,148.85	63.58%
长期借款	91.36	0.05%	91.36	0.05%	9,121.82	4.91%
应付债券	30,465.86	17.27%	30,456.66	16.21%	49,870.17	26.84%
长期应付款	3,072.28	1.74%	3,072.28	1.63%	0.00	0.00%
递延收益	8,598.10	4.87%	8,832.31	4.70%	6,743.52	3.63%
非流动负债合计	44,614.12	25.29%	44,893.51	23.89%	67,682.27	36.42%
负债合计	176,380.61	100.00%	187,932.26	100.00%	185,831.12	100.00%

其中：有息债务	104,474.50	59.23%	104,870.31	55.80%	100,371.99	54.01%
---------	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至2017年底，公司有息债务规模为10.49亿元，同比增长4.48%，占负债总额的55.80%。其中，短期有息债务为7.13亿元，同比增长72.18%；长期有息债务为3.36亿元，同比下降43.01%。整体来看，公司短期偿债压力加大。根据公司2017年年报显示，公司及子公司获得的银行贷款授信额度32.20亿元，截至2017年底已用7.08亿元，可用额度25.12亿元，公司融资弹性尚可。根据公司2018年6月13日发布的公告，“14好想债”拟增加一次投资者回售选择权，需关注若债权人全部选择回售，可能会加大公司的短期偿债压力。

表14 公司有息债务构成情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
短期有息债务	70,845.00	71,250.00	41,380.00
其中：短期借款	70,845.00	70,845.00	41,380.00
应付票据	0.00	405.00	0.00
长期有息债务：	33,629.50	33,620.31	58,991.99
其中：长期借款	91.36	91.36	9,121.82
应付债券	30,465.86	30,456.66	49,870.17
长期应付款	3,072.28	3,072.28	-
合计	104,474.50	104,870.31	100,371.99

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2017年底，公司资产负债率为36.46%，同比变动不大，仍处较低水平。受银行短期借款增加影响，2017年底公司流动比率及速动比率同比有所下降，2018年3月底公司经营活动资金回笼、偿还部分短期借款及应付账款，公司流动比率及速动比率迅速回升。随着公司净利润增长，EBITDA保持增长，2017年底 EBITDA为29,633.85万元，同比增长47.92%，EBITDA利息保障倍数提升至6.13，EBITDA对有息债务的保障程度较好，公司偿债能力继续增强。受经营活动现金流好转影响，公司经营性净现金流对流动负债、负债总额保障能力有所增长。

表15 公司主要偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	34.21%	36.46%	36.83%
流动比率	1.89	1.75	2.00
速动比率	1.33	0.94	1.07
EBITDA（万元）	-	29,633.85	20,033.33
EBITDA 利息保障倍数	-	6.13	3.57
有息债务/EBITDA	-	3.54	5.01

债务总额/EBITDA	-	6.34	9.28
经营性净现金流/流动负债	0.38	0.16	-0.30
经营性净现金流/负债总额	0.28	0.12	-0.19

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2017年公司坚果蜜饯行业收入、利润继续快速增长，坚果蜜饯行业主要由子公司郝姆斯负责，郝姆斯2017年分别实现营业收入、净利润307,773.07万元、9,736.77万元，分别同比增长32.39%、50.89%。随着子公司郝姆斯现金流量表全年纳入公司合并报表，2017年公司经营活动现金表现大幅好转，经营活动现金由2016年的净流出3.52亿元变为净流入2.26亿元。

同时我们也关注到，截至2017年底，公司商誉账面价值为8.01亿元，占公司资产总额的15.54%，系并购郝姆斯股权溢价形成；若未来郝姆斯经营状况未达预期，公司商誉仍存在一定减值风险。同时，公司对郝姆斯能否有效整合、进行有效管理仍有待观察，仍存在一定的经营管理风险。公司期间费用规模较大，对利润侵蚀较大；2017年公司期间费用规模达10.83亿元，其中销售费用、管理费用分别8.61亿元、1.88亿元。截至2017年底，公司有息债务规模为10.49亿元，同比增长4.48%，占负债总额的55.80%。其中，短期有息债务为7.13亿元，同比增长72.18%，公司短期偿债压力加大。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	105,590.99	62,236.13	51,078.72	13,841.69
应收票据	0.00	80.00	0.00	0.00
应收账款	40,727.86	37,080.82	33,065.84	20,130.66
预付款项	10,878.88	12,927.94	30,021.03	4,190.13
应收利息	0.00	0.00	0.00	11.07
其他应收款	4,425.82	4,667.56	6,292.01	2,928.61
存货	73,698.72	116,863.07	109,973.59	38,451.58
划分为持有待售的资产	7,982.91	7,982.91	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	18,000.00
其他流动资产	6,226.01	9,183.30	6,166.72	1,745.48
流动资产合计	249,531.19	251,021.72	236,597.91	99,299.22
可供出售金融资产	2,971.70	2,971.70	2,971.70	2,971.70
长期股权投资	13,878.40	13,806.62	9,444.44	8,702.05
投资性房地产	4,704.26	4,769.70	3,322.11	3,497.38
固定资产	115,295.75	116,503.10	110,376.13	59,709.28
在建工程	9,088.37	5,648.64	14,402.77	32,159.16
生产性生物资产	6,102.30	6,123.60	7,735.06	6,699.20
无形资产	28,597.39	29,008.31	18,409.69	9,240.46
开发支出	33.52	32.82	0.00	0.00
商誉	80,099.58	80,099.58	80,099.58	0.00
长期待摊费用	2,174.01	1,822.39	2,678.63	3,406.84
递延所得税资产	1,541.68	1,525.63	396.44	530.91
其他非流动资产	1,530.55	2,047.73	18,169.21	11,569.79
非流动资产合计	266,017.52	264,359.80	268,005.76	138,486.77
资产总计	515,548.70	515,381.52	504,603.67	237,785.98
短期借款	70,845.00	70,845.00	41,380.00	26,000.00
应付票据	0.00	405.00	0.00	0.00
应付账款	37,905.45	55,269.80	57,836.61	3,745.98
预收款项	5,215.88	5,313.99	4,732.54	3,862.62
应付职工薪酬	4,020.57	3,496.35	3,996.07	1,343.19
应交税费	4,125.98	676.92	787.11	194.56
应付利息	2,449.27	1,801.28	2,969.68	2,915.97
其他应付款	7,204.34	5,230.41	6,446.84	5,186.38
流动负债合计	131,766.49	143,038.75	118,148.85	43,248.71
长期借款	91.36	91.36	9,121.82	152.27

应付债券	30,465.86	30,456.66	49,870.17	49,816.06
长期应付款	3,072.28	3,072.28	0.00	0.00
递延所得税负债	2,342.88	2,397.26	1,903.13	0.00
递延收益-非流动负债	8,598.10	8,832.31	6,743.52	6,342.06
其他非流动负债	43.64	43.64	43.64	0.00
非流动负债合计	44,614.12	44,893.51	67,682.27	56,310.40
负债合计	176,380.61	187,932.26	185,831.12	99,559.10
股本	51,568.42	51,568.42	25,784.21	14,760.00
资本公积金	222,886.70	222,886.70	248,670.91	83,548.61
盈余公积金	7,596.56	7,596.56	7,297.40	6,191.15
未分配利润	57,158.61	45,133.62	36,548.11	33,727.12
归属于母公司所有者权益合计	339,210.28	327,185.30	318,300.63	138,226.88
少数股东权益	-42.19	263.96	471.92	0.00
所有者权益合计	339,168.09	327,449.26	318,772.55	138,226.88
负债和所有者权益总计	515,548.70	515,381.52	504,603.67	237,785.98

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	179,075.35	407,044.97	207,183.20	111,305.03
其中：营业收入	179,075.35	407,044.97	207,183.20	111,305.03
二、营业总成本	166,118.42	400,307.70	210,905.54	115,449.84
其中：营业成本	124,949.54	288,819.72	137,304.10	66,655.22
税金及附加	1,442.07	2,061.58	1,466.67	756.33
销售费用	32,561.49	86,085.07	54,333.96	34,446.19
管理费用	5,976.72	18,819.39	14,062.28	10,518.50
财务费用	1,058.44	3,427.34	3,019.49	2,764.38
资产减值损失	130.16	1,094.60	719.04	309.22
投资收益	71.78	1,692.39	2,527.15	2,444.90
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	527.93	517.79	0.00
资产处置收益	0.19	2,357.37	3,238.13	0.00
其他收益	1,917.92	1,852.12	0.00	0.00
三、营业利润	14,946.82	12,639.15	2,042.93	-1,699.92
加：营业外收入	2.52	267.98	4,217.12	1,257.42
减：营业外支出	37.25	475.21	558.84	136.06
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	141.27	8.19
四、利润总额	14,912.09	12,431.92	5,701.21	-578.56
减：所得税	3,193.26	2,695.32	1,792.05	-255.24
五、净利润	11,718.83	9,736.61	3,909.16	-323.31

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	202,597.40	475,964.84	238,426.45	122,448.78
收到的税费返还	1,624.94	170.71	990.54	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	3,843.10	3,722.52	22,221.52	5,189.99
经营活动现金流入小计	208,065.44	479,858.06	261,638.51	127,638.77
购买商品、接受劳务支付的现金	108,129.66	324,137.52	198,615.79	53,777.70
支付给职工以及为职工支付的现金	10,161.93	37,087.31	26,111.65	25,420.52
支付的各项税费	10,219.65	17,029.72	11,244.24	8,306.35
支付其他与经营活动有关的现金	29,879.35	79,007.76	60,827.39	24,303.28
经营活动现金流出小计	158,390.58	457,262.31	296,799.07	111,807.85
经营活动产生的现金流量净额	49,674.86	22,595.75	-35,160.56	15,830.92
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	18,000.00	2,136.00
取得投资收益收到的现金	0.00	953.57	2,019.77	2,431.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.15	679.16	4,699.20	6.11
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	1.57
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	9,282.25	2,552.08	1,572.44
投资活动现金流入小计	3.15	10,914.99	27,271.06	6,147.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,295.79	19,820.06	35,328.69	27,405.47
投资支付的现金	0.00	0.00	224.60	8,836.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	8,044.75	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	2.13	52.85	245.90	0.00
投资活动现金流出小计	5,297.91	19,872.91	43,843.95	36,241.47
投资活动产生的现金流量净额	-5,294.77	-8,957.92	-16,572.89	-30,093.55
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	745.00	95,149.99	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	745.00	490.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	70,845.00	47,380.00	36,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,217.12	1,463.94	126.89
筹资活动现金流入小计	0.00	74,807.12	143,993.93	36,126.89
偿还债务支付的现金	0.00	69,910.45	48,580.45	20,030.45

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	802.73	7,598.12	5,597.10	6,083.64
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	245.90	0.00
筹资活动现金流出小计	802.73	77,508.58	54,423.45	26,114.09
筹资活动产生的现金流量净额	-802.73	-2,701.46	89,570.48	10,012.80
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-1.46	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	43,577.36	10,934.91	37,837.03	-4,249.84
加：期初现金及现金等价物余额	62,013.63	51,078.72	13,241.69	17,491.53
六、期末现金及现金等价物余额	105,590.99	62,013.63	51,078.72	13,241.69

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料 （单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	9,736.61	3,909.16	-323.31
加：资产减值准备	1,094.60	719.04	309.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,275.51	7,754.18	4,959.04
无形资产摊销	1,530.86	780.26	332.81
长期待摊费用摊销	791.25	1,364.98	1,468.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,357.37	-3,238.13	4.69
固定资产报废损失	32.14	2.12	0.08
财务费用	4,460.92	3,183.61	3,239.49
投资损失	-1,692.39	-2,527.15	-2,444.90
递延所得税资产减少	-1,129.18	134.47	-374.90
递延所得税负债增加	494.13	-90.63	0.00
存货的减少	-7,320.83	-51,140.40	16,925.59
经营性应收项目的减少	7,970.87	-54,314.11	-7,559.87
经营性应付项目的增加	-1,291.37	58,302.01	-705.35
经营活动产生的现金流量净额	22,595.75	-35,160.56	15,830.92
现金的期末余额	62,013.63	51,078.72	13,241.69
减：现金的期初余额	51,078.72	13,241.69	17,491.53
现金及现金等价物净增加额	10,934.91	37,837.03	-4,249.84

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
应收账款周转天数 (天)	-	31.02	46.22	55.83
存货周转天数 (天)	-	141.37	194.58	253.38
应付账款周转天数 (天)	-	70.49	80.73	26.37
净营业周期 (天)	-	101.90	160.06	282.84
流动资产周转天数 (天)	-	215.63	291.83	312.80
固定资产周转天数 (天)	-	100.33	147.77	177.64
总资产周转天数 (天)	-	451.05	644.99	746.97
综合毛利率	0.30	0.29	0.34	0.40
期间费用率	22.11%	26.61%	34.47%	42.88%
营业利润率	8.35%	3.11%	0.99%	-1.53%
总资产回报率	-	3.34%	2.73%	1.15%
净资产收益率	-	3.01%	1.71%	-0.23%
FFO (万元)	-	23,237.09	11,991.93	7,170.55
产权比率	52.00%	57.39%	58.30%	72.03%
有息债务 (万元)	104,474.50	104,870.31	100,371.99	75,968.34
资产负债率	34.21%	36.46%	36.83%	41.87%
流动比率	1.89	1.75	2.00	2.30
速动比率	1.33	0.94	1.07	1.41
EBITDA (万元)	-	29,633.85	20,033.33	9,421.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.13	3.57	2.04

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	经营范围
杭州郝姆斯食品有限公司	25,000	100%	蜜饯、炒货食品及坚果制品
新疆好想你创新农业投资有限公司	10,500	100%	红枣
好想你枣业湖北有限公司	800	100%	红枣
好想你(浙江)商贸有限公司	1,000	100%	红枣
郑州好想你枣业商贸有限公司	2,500	100%	红枣
郑州树上粮仓商贸有限公司	500	100%	红枣
安徽省好想你智能营销科技有限公司	1,000	51%	红枣及蜜饯等
新疆若羌好想你枣业发展有限责任公司	2,800	100%	红枣
新疆大枣树农林有限公司	3,000	100%	红枣
好想你(湖南)商贸有限公司	600	100%	红枣
好想你广东商贸有限公司	1,000	100%	红枣
好想你枣业(福州)有限公司	200	100%	红枣
沧州好想你枣业有限公司	2,600	100%	红枣
郑州好想你实业有限公司	10,800	100%	酒店餐饮
沈阳好想你奥星枣业有限公司	100	100%	红枣
河南好膳食进出口贸易有限公司	100	100%	红枣
上海猎食网络科技有限公司	2,000	51%	网络科技
新疆唱歌的果食品股份有限公司	3,000	60%	冻干果蔬产品
河南好想你饮品有限公司	500	51%	枣饮
郑州好想你教育咨询有限公司	1,000	100%	教育咨询
郑州好想你仓储物流有限公司	100	100%	仓储物流

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录七 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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