



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪404号

绝味食品股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十日

绝味食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	绝味食品股份有限公司		
债券简称	绝味转债		
债券代码	113529.SH		
发行规模	人民币 10.00 亿元		
存续期限	2019/03/11~2025/03/11		
上次评级时间	2018/09/18		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2018年,绝味食品股份有限公司(以下简称“绝味食品”或“公司”)卤制食品产能规模进一步扩大,产能区域布局得到完善;同时公司门店数量持续扩张,业务规模保持增长。此外,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司面临新增产能释放压力、食品安全风险及原材料价格波动风险等因素对公司整体信用状况的影响。

综上,中诚信证评维持绝味食品股份有限公司主体信用等级 AA,评级展望为稳定;维持“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级 AA。

概况数据

绝味食品	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	14.65	25.75	30.27	33.15
总资产(亿元)	19.62	31.89	38.21	49.78
总债务(亿元)	0.60	0.00	2.10	11.41
营业总收入(亿元)	32.74	38.50	43.68	11.54
营业毛利率(%)	31.84	35.79	34.30	33.31
EBITDA(亿元)	5.94	7.37	9.49	-
所有者权益收益率(%)	25.95	19.31	20.83	21.72*
资产负债率(%)	25.31	19.26	20.78	33.41
总债务/EBITDA(X)	0.10	0.00	0.22	-
EBITDA 利息倍数(X)	146.96	669.50	276.83	-

注: 1.所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;
2.2019年一季度带“*”指标经过年化处理。

正面

- 产能规模进一步扩大。随着湖南、江西、上海和四川四个扩产项目的逐步投产,2018年末公司休闲卤制品产能达到14.05万吨,同比增长8.91%,产能区域布局完善,规模优势显著。
- 门店数量持续扩张,业务规模保持增长。截至2018年末,公司门店数量达到9,915家,较上年末增加862家,市场覆盖率得到提升,叠加产能的扩张,2018年和2019年一季度公司分别实现营业收入43.68亿元和11.54亿元,同比分别增长13.45%和19.63%。

关注

- 面临新增产能释放压力。2018年公司产能释放率为80.36%,较上年降低3.24个百分点。此外,公司IPO募投项目仍有部分尚未投产,加之可转债7.93万吨卤制食品加工项目,未来产能的大幅扩张使公司产能消化压力增大。
- 原材料价格波动风险。公司鸭货成本约占原材料采购成本50%,近年来受环保趋严、养殖成本增加等影响,鸭链价格上涨,影响公司盈利能力,2018年公司毛利率同比减少1.49个百分点至34.30%,2019年一季度进一步降至33.31%。中诚信证评关注原材料价格波动对公

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧喆 jzqli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月10日



司经营及业绩造成的影响。

- 食品安全风险。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品加工企业生产经营与品牌运营管理的重中之重，中诚信证评对公司卤制食品安全风险保持持续关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称“绝味转债”，债券代码“113529”）发行总额为 10.00 亿元，发行期限为 6 年，转股期间为 2019 年 09 月 16 日至 2025 年 03 月 10 日。扣除发行费用后，本次募集资金净额 9.85 亿元用于天津年产 37,300 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、江苏年产 30,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、武汉年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、山东 30,000 吨仓储中心建设项目和海南年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目。2019 年 4 月 26 日，公司已使用募集资金置换预先投入募投项目自筹资金 3,002.17 万元。

行业关注

跟踪期内，在我国城镇化进程推进、居民可支配收入的提高、居民消费能力提升等一系列因素影响下，休闲食品行业发展快速，其中细分休闲卤制品行业亦维持中高速发展，但竞争格局依旧分散。

在消费升级背景下，我国零食行业发展快速，根据欧睿国际数据显示，2018 年我国休闲包装食品零售额为 1,234.74 亿元，较 2004 年实现约 6.00% 的复合增长率。休闲包装食品划分为坚果、种子和果仁混合物，咸味小吃，薯条，膨化食品，米类零食，休闲饼干，爆米花及其他类别，其中收入规模最大的属咸味小吃，2018 年其市场规模为 475.40 亿元，占休闲包装食品销售额的 38.50%。

2018 年，我国休闲包装食品人均消费额为 13.58 美元，不及美英国家的 150.94 美元和 112.47 美元，与饮食消费习惯相近的日韩也存在差距，日韩人均消费额分别是我国的 6.89 倍和 2.83 倍。休闲食品作为可选而非必要消费，随着我国城镇化进程的推进和居民可支配收入的提高，以温饱型为主体的食品消费格局正向营养性、风味型、享受型和功能性方向转变。2018 年，我国人均 GDP 约为 9,780 美元（人均超过 6.46 万元人民币），较上年增长 11%；全年全国居民人均可支配收入 28,228 元，比上年名义增长 8.7%。2018 年末我国城镇化水平达到

59.58%，叠加居民消费能力的提升，休闲食品开支会进一步增长，行业景气度或将延续。

我国休闲食品零售业态日益多元化，其中网络零售渠道快速崛起，其渠道销售额占比由 2013 年的 1.80% 增至 2018 年的 12.50%，逐渐成为休闲食品重要的销售渠道之一。网络零售的核心在于促进休闲健康食品的不同销售场景相互融合，全渠道融合趋势日益明显，多样化渠道支撑休闲食品行业的发展。

休闲卤制品作为休闲食品的重要分支，保持较高增速。2018 年卤制品行业市场规模约为 870 亿元，较上年增长 13.43%，维持中高速发展。从细分品类来看，禽类卤制品仍占据主导地位，其次是红肉、蔬菜和豆制品卤品。鸭脖等带骨产品肉质具备韧性、嚼劲等特点，兼以香辣口感，受众基数广泛，《2018 全国调味品行业蓝皮书》显示，全球吃辣人群为 25.24 亿人，辣味调味品占有调味品 30.88%，促使消费者有良性味觉的上瘾感，能够提高产品复购率，培育客户消费黏性。

从竞争格局来看，我国卤制品行业集中度仍较低。休闲卤制品因技术门槛不高的特性，市场内仍以小作坊模式为主；绝味食品、周黑鸭、煌上煌等企业凭借全功连锁经营模式，借助品牌优势和技术优势，抢占空白市场，2018 年上述三家企业实现销售收入合计 94.78 亿元，以当年卤制品行业市场规模测算，CR3 约为 10.89%，竞争格局依旧分散。

表 1：业内上市公司营业收入规模比较

上市公司	单位：亿元	
	2017	2018
绝味食品	38.50	43.68
周黑鸭	32.49	32.12
煌上煌	14.78	18.98

资料来源：上市公司年报，中诚信证评整理

2018 年鸭价因环保带动的去产能化而上涨，且商品代的紧缺持续至 2019 年上半年，肉鸭供需偏紧导致鸭链价格持续上涨，休闲卤制品企业成本支出压力同步增大。

休闲卤制品上游产业主要包括畜禽养殖业、蔬菜种植业和水产品养殖业，原材料成本占卤制品生产成本的比重达到 80% 以上，其中鸭脖、鸭翅、鸭

掌、鸭锁骨、鸭肠等鸭副产品在原料成本中占比较高，主要原料为毛鸭。

根据统计，2018年白羽肉鸭出栏量降至24.68亿羽。2018年1月正式实施首部“绿色税法”《中华人民共和国环境保护税法》提出对不同危害程度的污染因子差别化征税，伴随着环保带动的去产能化，祖代鸭存栏出现下跌，鸭产业供给紧缩带动鸭价上升。根据Wind及水禽网统计数据，2018年1~7月鸭苗均价2.98元/羽，同比上涨93.4%；毛鸭均价7.47元/公斤，同比上涨23.9%；鸭分割产品均价7,714.85元/吨，同比上涨11.9%；8月鸭链价格开启新一波上涨，截至2018年8月5日，鸭苗价3.89元/只，毛鸭价8.04元/公斤，鸭分割产品均价8,313.8元/吨，周环比分别上涨28%、3%、0.3%。

由于肉鸭主产区产能大幅下降25%左右，商品代的紧缺持续至2019年上半年，加之2018年5-6月，中央再次启动环境保护督查，养殖场再次成为监管重点，供给端持续紧缺。另一方面，2018年三季度已进入传统肉鸭旺季，鸭产品的需求进一步强势。此外，在非洲猪瘟疫情得到有效控制之前，猪肉的供给缺口将长期存在，为除猪肉以外的其他动物蛋白带来替代性需求扩容。猪肉的巨大缺口使替代效应逐渐显现，也助推鸭价上涨。而白羽肉鸡在2015~2018年连续四年引种量低于80万套的均衡值的累积效应下，供给端剧烈收缩叠加需求端的温和复苏引起价格急剧上涨，2019年以来父母代鸡苗和商品代鸡苗价格仍维持在历史绝对高位，处于上升通道的鸡价情绪带动鸭价上升。2018年10月，国内毛鸭价格涨至高位，各城市毛鸭价格普遍超过8元/公斤，后续保持震荡。截至2019年3月末，毛鸭价格为8.46元/公斤。肉鸭供需偏紧导致鸭链价格持续上涨，休闲卤制品企业成本支出压力同步增大。

图1：2017~2019年4月国内6个城市毛鸭价格日走势



资料来源：Chioce 数据，中诚信证评整理

业务运营

公司主要产品包括卤制肉食、卤制素食和包装产品等休闲卤制食品，2018年公司主营业务收入42.80亿元，同比增长13.71%，保持稳定增长态势。其中，休闲卤制食品销售占比维持在98%以上，实现销售收入42.13亿元，较上年增长13.47%；其次为加盟商管理费收入0.53亿元，得益于加盟商数量的增长，相应收入同比增长12.77%。

表2：2017~2018年公司主营业务收入情况

产品	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
休闲卤制食品销售	37.13	98.63	42.13	98.44
加盟商管理	0.47	1.24	0.53	1.24
其他	0.04	0.12	0.13	0.31
合计	37.64	100.00	42.80	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，扩产项目的逐步投产带动公司生产规模进一步提升，同时也引发较大的产能消化压力。2018年以来毛鸭价格持续强势导致成本支出加大，但公司保持较强的跨区域经营能力，各地区各渠道销售收入和门店数量稳步增长，支撑了营业收入规模的扩大。

表3：公司卤制食品产能及产量情况

卤制食品	单位：吨、%		
	2016	2017	2018
产能	116,000.00	129,000.00	140,500.00
产量	93,930.21	107,838.27	112,900.10
产能利用率	80.97	83.60	80.36

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

由于休闲卤制食品属于即食型产品，其新鲜度是消费者关注的重要方面，同时，及时的产品供应也会有效地保证产品质量。公司以各生产型分子公司作为向全国销售网络配送产品的生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的供应链体系，以配合市场区域的开拓。2018年，随着湖南、江西、上海和四川四个扩产项目的逐步投产，公司生产规模进一步扩大，休闲卤制品产能达到140,500.00吨，同比增长8.91%，当年产量为112,900.10吨，产能增加的同时面临较大的产能消化压力，同期产能利

用率为 80.36%，较上年末降低 3.24 个百分点。

表 4：公司鲜货制品产量情况

单位：千克

主要产品	2017	2018
鲜货制品	107,838,267.16	112,900,104.807
其中：禽类制品	76,452,936.12	78,796,406.83
畜类制品	469,524.15	322,103.79
蔬菜制品	26,097,699.87	26,086,004.55
其他产品	6,818,107.02	7,695,589.71

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

休闲卤制食品包括鲜货制品和包装产品，包装产品销售占比不足 1%，采取委托加工模式；鲜货制品维持以销定产的经营模式，2018 年公司鲜货制品生产总量为 112,900,104.80 千克，同比增长 4.69%，其中，门店数量扩张带动需求量提升，禽类制品产量随之增长 3.07% 至 78,796,406.83 千克；畜类制品因非洲猪瘟影响减产至 322,103.79 千克；蔬菜制品产量基本与去年持平，为 26,086,004.55 千克。

公司生产所需原材料分为原料、辅料和包装材料，其中原料鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等鸭货占原材料采购总额的 50%。2018 年以来毛鸭价格持续强势，卤制食品销售的主营业务成本比上年同期增长了 15.73%，导致当期毛利率同比减少 1.30 个百分点至 33.51%。卤制食品业务成本占总成本的比重为 99.44%，其毛利率的下滑引起了主营业务毛利率同比减少 1.37 个百分点至 34.18%。

表 5：2018 年公司主营业务成本情况

单位：元、%

	主营业务成本	同比变动比例	占总成本比例	毛利率
卤制食品销售	2,801,395,544.81	15.73	99.44	33.51
加盟商管理	2,248,740.61	37.47	0.08	95.77
其他	13,416,030.68	233.69	0.48	0.31
合计	2,817,050,316.10	16.11	100.00	34.18

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

采购渠道方面，公司鸭货产品主要采购自山东和江苏主产区，供应渠道维持稳定。2018 年，公司主要供应商有江苏益客食品有限公司及其下属公司、寿光圣津食品有限公司及其子公司、山东天成鑫利农业发展有限公司、山东万泉食品有限公司和

长沙厚同食品贸易有限公司，上述 5 名供应商采购金额占原材料采购金额的比重分别为 16.78%、7.86%、6.04%、5.46% 和 4.70%，合计达到 40.83%。

表 6：2016~2018 年公司门店情况

单位：家、万元

加盟门店	2016	2017	2018
年初	7,044	7,808	8,942
当年新增	1,246	1,683	1,505
当年减少	482	549	649
年末	7,808	8,942	9,798
直营门店	2016	2017	2018
年初	128	116	111
当年新增	14	18	19
当年减少	26	23	13
年末	116	111	117
销售渠道	2016	2017	2018
加盟销售	299,287.23	353,110.10	396,013.41
直营销售	16,669.73	18,191.27	25,807.01
加盟管理	4,911.38	4,682.00	5,320.23
其他	242.43	464.46	852.81
合计	321,110.78	376,447.82	427,993.46
单店销售	2016	2017	2018
加盟门店	38.33	39.49	40.42
直营门店	143.70	163.89	220.57

注：1. 直营销售包括直营门店和线上直售；2. 单店销售额以期末门店数量近似计算。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司保持“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式。截至 2018 年末，公司在全国（不含港澳台）共开设 9,915 家门店，包括 117 家直营门店和 9,798 家加盟门店，门店数量稳步增长，形成了覆盖全国大陆地区 31 个省、自治区和直辖市的销售网络。跟踪期内，公司继续通过技术化建模分析，积极在核心商圈、城市综合体以及高势能（高铁、机场等）点位选址，并在特定区域内优化门店布局，倾斜资源抢占重点渠道。2018 年，公司新增直营门店 19 家，退出 13 家，年末直营店数量为 117 家，较上年末增长 6 家。通过强化交通枢纽及城市综合体等点位的拓展开发力度，提升高势能门店占比，从而带动品牌形象和宣传力度升级，当年直营渠道实现销售收入 2.58 亿元，同比增长 41.76%。通过建立良好的加盟商合作关系，2018 年公司新增 1,505 家加盟店，同期退出 649 家，年末加盟店数

量达到 9,798 家，当年加盟商渠道销售收入为 39.60 亿元，加盟管理费用收入 0.53 亿元，分别较上年增长 12.15% 和 13.63%。

表 7：2016~2018 年公司卤制品销量

单位：吨、%			
项目	2016	2017	2018
销量	93,620.30	107,344.47	112,905.37
产销率	99.67	99.54	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着公司门店数量的增长，公司销量同步提升，2018 年卤制品销量（不包括包装产品）达到 11.29 万吨，同比增长 5.22%。2018 年公司营业收入为 42.80 亿元，其中华东、华中地区销售收入分别为 11.19 亿元和 11.40 亿元，上述两个区域合计贡献超过 50% 主营业务收入，仍为公司核心销售区域；同期华南、西南地区销售收入分别为 7.40 亿元和 6.21 亿元，保持逐年增长趋势；西北地区因新增了新疆市场，营业收入同比增长 78.65% 为 0.70 亿元。总体来看，公司在各地区的销售收入规模保持稳定增长的均匀分布，呈现较强的跨区域经营能力，对单一市场依赖程度较低。

表 8：2017~2018 年公司产品分区域销售情况

地区	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
西南	56,686.28	15.06	62,061.88	14.50
西北	3,892.83	1.03	6,954.46	1.62
华中	101,475.36	26.96	114,027.25	26.64
华南	63,216.96	16.79	73,972.75	17.28
华东	100,120.53	26.60	111,944.41	26.16
华北	49,704.49	13.20	53,369.70	12.47
新加坡、香港	1,351.36	0.36	5,663.01	1.32
合计	376,447.82	100.00	427,993.46	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

鲜货制品又分为鲜货禽类、鲜货畜类、鲜货蔬菜 and 鲜货其他等种类，2018 年，鲜货禽类制品销售收入为 34.06 亿元，系公司鲜货主打产品，销售占比达到 80.85%，因禽类原料成本增长导致其毛利率同比减少 2.13 个百分点至 34.37%。鲜货畜类制品因产量下降引起收入同步减少至 0.27 亿元，但其毛利率水平因产品品种差异增长 5.72 个百分点至

14.31%。鲜货蔬菜制品得益于产品结构调整和单价上涨，当年实现销售收入 4.45 亿元，毛利率水平提升至 32.99%。同期其他产品和包装产品分别实现销售收入 3.23 亿元和 0.13 亿元。

表 9：2017~2018 年公司卤制品分产品销售情况

休闲卤制食品	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
鲜货禽类制品	30.69	36.50	34.06	34.37
鲜货畜类制品	0.35	8.59	0.27	14.31
鲜货蔬菜制品	3.84	29.15	4.45	32.99
鲜货其他产品	2.08	24.51	3.23	26.43
包装产品	0.16	38.00	0.13	41.99
合计	37.13	34.81	42.13	33.51

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，公司生产端和销售端运营稳定，成本端受毛鸭价格带动影响面临一定的支出压力。此外，随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品加工企业生产经营与品牌运营管理的重中之重，我们将对公司卤制食品安全风险保持持续关注。

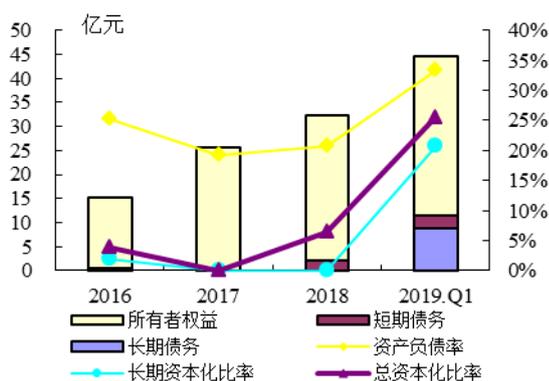
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司所有财务报表均按照新会计准则编制，均为合并口径。

资本结构

2018 年末公司净资产总额因经营利润的留存同比增长 17.58% 至 30.27 亿元。同期直营门店的扩张和销售渠道的铺设对资金需求较高，公司新增短期借款使得负债规模上升，年末资产总额为 38.21 亿元，同比增长 19.83%，负债总额 7.94 亿元，同比增长 29.28%，资产负债率为 20.78%，同比上升 1.52 个百分点；总资本化比率 6.49%，同比提升 6.49 个百分点，财务杠杆水平较为适中。截至 2019 年 3 月末，公司总资产 49.78 亿元，所有者权益合计 33.15 亿元，总负债 16.63 亿元，资产负债率为 33.41%。因可转债的发行，公司负债水平进一步上升。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

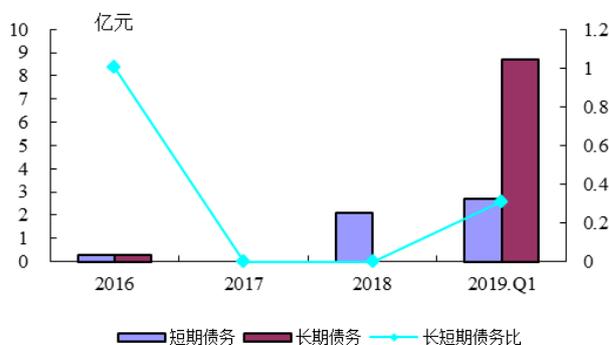
从资产构成看，公司整合国内餐饮和食品连锁企业，加大长期股权投资规模，以及募投项目完工投产转固使得公司资产转变为以非流动资产为主，2018 年末，公司非流动资产 22.97 亿元，占总资产的比重为 60.12%。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成。因设备购置和工程建设逐步完工验收结转固定资产，2018 年末公司固定资产同比增长 27.75% 至 10.23 亿元，在建工程同比减少 11.72% 至 0.82 亿元；公司增加联营公司广州绝了股权投资基金合伙企业（有限合伙）、宁波番茄叁号股权投资合伙企业（有限合伙）和湖南肆壹伍私募股权基金企业（有限合伙）等权益类投资 4.53 亿元，投资对象主要为轻餐饮企业，年末长期股权投资较上年增长 137.33% 至 7.85 亿元；同期土地使用权增加带动无形资产同比增长 14.94% 至 1.61 亿元。截至 2018 年末，公司流动资产为 15.24 亿元，同比减少 6.69%，主要由货币资金、存货和预付款项构成，在流动资产的占比分别为 46.15%、39.98% 和 7.61%。因联营公司权益类投资增加，2018 年末公司货币资金同比增减 34.01% 至 7.03 亿元，但整体流动性较好，无受限资金；由于鸭货市场价格震荡，公司预判未来原材料价格趋势，加大战略性囤货规模，当年末存货同比增长 43.38% 至 6.09 亿元。

从负债结构来看，截至 2018 年末，公司流动负债 7.80 亿元，同比增长 31.06%。公司流动负债主要由应付账款、短期借款、预收款项和其他应付款构成，上述项目在流动负债中的占比分别为 29.08%、26.91%、15.41% 和 15.16%。其中应付账

款为 2.27 亿元，同比减少 21.74%，系加大供应商结算规模；因募投项目资金需求，公司新增短期保证及信用借款，短期借款余额为 2.10 亿元；同年，预收款项同比增长 27.68% 至 1.20 亿元，其他应付款为 1.18 亿元。2018 年末，公司非流动负债为 0.14 亿元。

债务期限结构方面，2018 年末，公司总债务为 2.10 亿元，均为短期债务。截至 2019 年 3 月末，公司总债务增至 11.41 亿元，包括短期债务 2.70 亿元和长期债务 8.71 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.31 倍，债务期限结构有所优化。

图 3：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司自有资本实力进一步增强，财务杠杆比率较为适中，财务结构较稳健，但在全国范围内生产基地布局规划的落实带动了外部融资需求的提升，负债规模有所扩大。

盈利能力

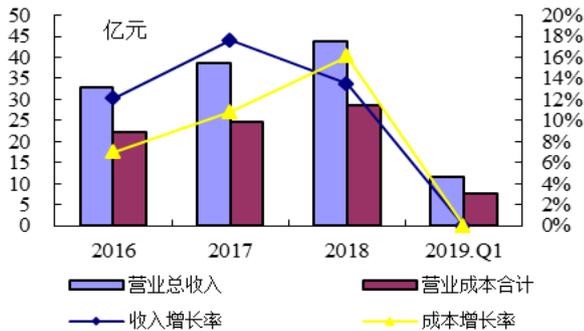
受益于休闲食品行业的良好发展，公司门店数量持续扩张，2018 年末合计达到 9,915 家。通过门店升级、强化高势能店开发等措施，单店销售额进一步增加，当年加盟店和直营店的单店销售额分别约为 40.42 万元和 220.57 万元。2018 年公司实现营业收入 43.68 亿元，同比增长 13.45%。毛利率方面，2018 年受鸭货价格上涨影响，休闲卤制食品业内各企业毛利水平普遍下滑。2018 年公司毛利率为 34.18%，同比降低 1.37 个百分点。

表 10: 同业上市公司毛利率水平比较

公司	2017	2018
绝味食品	35.55	34.18
周黑鸭	60.93	57.53
煌上煌	34.66	34.47

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

图 4: 2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

费用方面, 2018 年公司三费合计为 6.30 亿元, 同比上减少 8.49%。从三费构成看, 公司销售费用占比最高, 2018 年公司销售费用同比减少 15.65% 至 3.59 亿元, 主要系当年公司缩减了广告宣传费, 该举措对后期销售业绩的影响值得关注; 管理费用同比略增 2.36% 至 2.71 亿元, 主要为职工薪酬; 同期公司汇兑收益为 12.14 万元, 使得财务费用同比减少 94.70% 至 11.14 万元。2018 年公司三费收入占比为 14.43%, 同比下降 3.46 个百分点, 费用控制能力尚可。

表 11: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	2.65	4.26	3.59	0.84
管理费用	2.00	2.65	2.71	0.64
财务费用	0.03	-0.02	-0.00	0.02
三费合计	4.68	6.89	6.30	1.50
营业总收入	32.74	38.50	43.68	11.54
三费收入占比	14.31%	17.89%	14.43%	13.01%

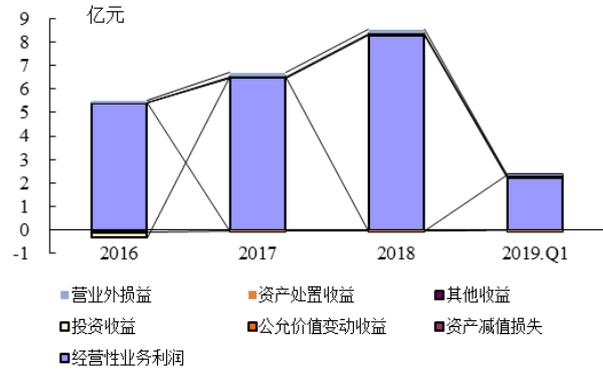
注: 中诚信证评将 2018 年和 2019 年一季度的研发费用计入管理费用。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要包括经营性业务利润。公司生产规模和销售门店同步扩张, 营业收入的增长促使经营性业务利润提高。2018 年公司经营性业务利润较上年增长 27.80% 至 8.28 亿元, 利润总额相应

增长 27.20% 至 8.48 亿元。截至 2019 年 3 月末, 公司利润总额为 2.35 亿元, 其中经营性业务利润为 2.24 亿元。

图 5: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



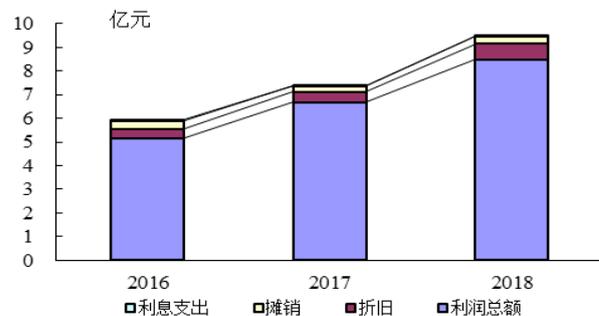
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 得益于消费升级, 公司凭借门店数量的持续扩张, 在网点铺设和渠道下沉方面具备明显优势, 收入规模和市场份额持续提升, 加之期间费用支出减少, 2018 年公司经营性业务盈利能力呈提升态势。

偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成。2018 年, 受利润总额增长影响, 公司 EBITDA 同比增长 28.83% 至 9.49 亿元; 同期折旧同比增长 50.28% 至 0.66 亿元, 主要是房屋建筑和机械设备的折旧。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看, 公司有息债务规模较小, 利息支出有限, 2018 年公司总债务/EBITDA 为 0.22 倍, 同期 EBITDA 利息保障倍数为 276.83 倍, EBITDA 对债务本息的覆盖程度良好。

图 6: 2016~2018 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 12: 2016~2019.Q1 公司部分偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	0.60	0.00	2.10	11.41
EBITDA (亿元)	5.94	7.37	9.49	-
资产负债率 (%)	25.31	19.26	20.78	33.41
总资本化率 (%)	3.93	0.00	6.49	25.61
总债务/EBITDA (X)	0.10	0.00	0.22	-
EBITDA 利息倍数 (X)	146.96	669.50	276.83	-
经营活动净现金/总债务 (X)	8.25	-	2.31	0.64*
经营活动净现金/利息支出 (X)	122.10	582.68	141.32	67.68

注: 带“*”数据经过年化处理。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 因公司加大原料备货量采购支出增加和职工薪酬增长, 2018 年公司经营活动现金流出规模扩大, 经营活动净现金流同比减少 24.43% 至 4.85 亿元, 但公司债务规模相对较小, 经营活动净现金流/总债务为 2.31 倍, 经营活动净现金流/利息支出为 141.32 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息偿还的保障程度尚可。同期, 公司增加联营公司的权益类投资, 投资活动净现金流为-8.71 亿元, 流出规模进一步扩大; 筹资活动净现金流同比减少 96.25% 至 0.21 亿元, 主要是上期公司发行 5,000 万新股使得筹资活动现金流入规模较大。

财务弹性方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司获得银行综合授信额度 18.20 亿元, 尚未使用授信额度。同时, 作为上市公司, 直接融资渠道畅通。

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司无对外担保情况, 且无重大诉讼、仲裁等或有事项, 亦无资产抵质押情况。

过往债务履约方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司未发生过债务逾期未偿还的情形, 均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

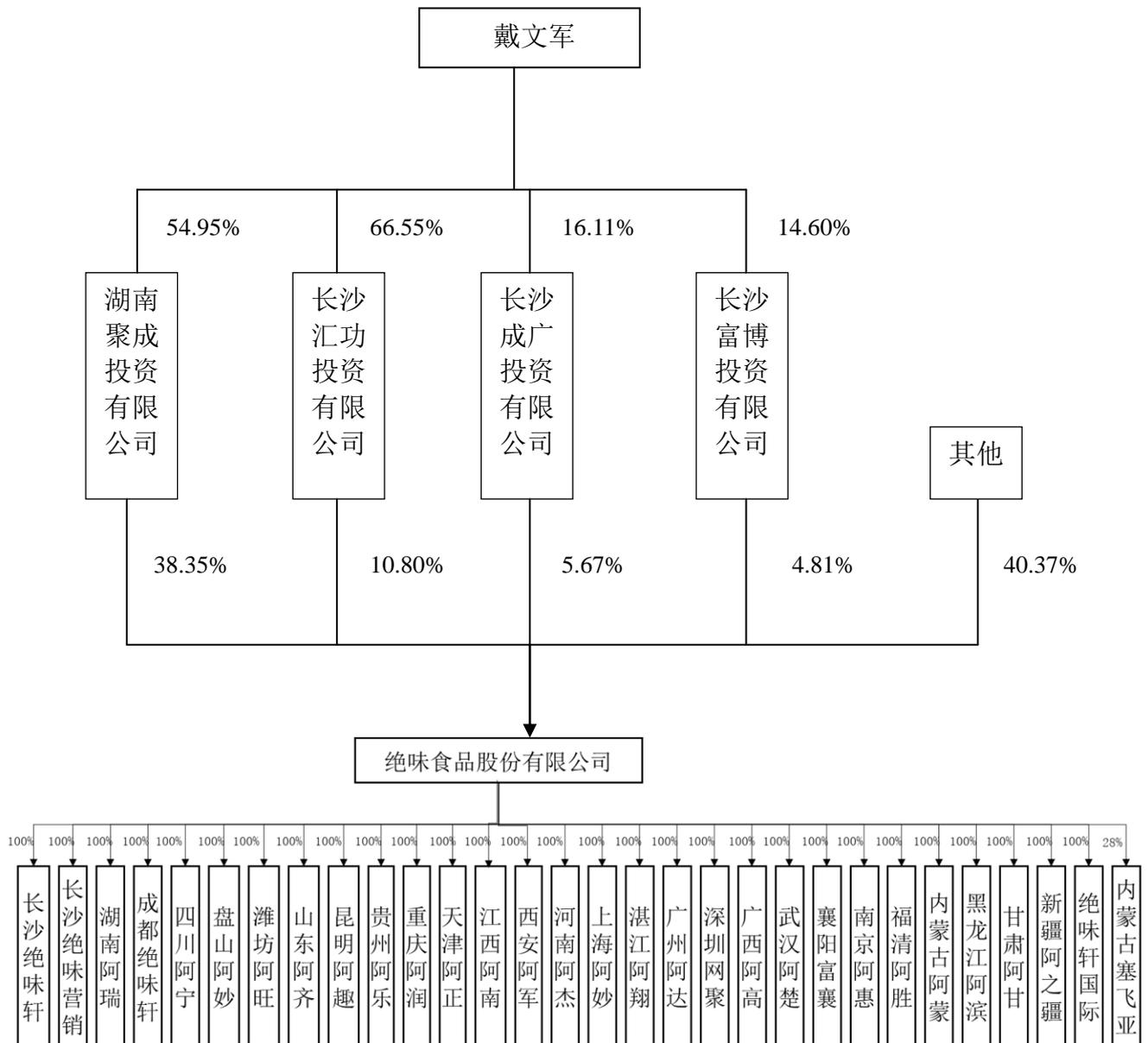
综上所述, 依托加盟运营模式, 公司积极开拓国内市场, 提高门店数量和单店销售规模, 并提升高势能店占比, 2018 年公司营业收入稳健增长。公司盈利能力受鸭货原材料价格影响较大, 跟踪期内毛鸭价格持续上行导致其盈利水平有所收缩。2019 年 3 月可转换债券的发行使公司债务规模扩大, 但公司财务结构稳健, 经营获现能力较强, 偿债能力

很强。

结 论

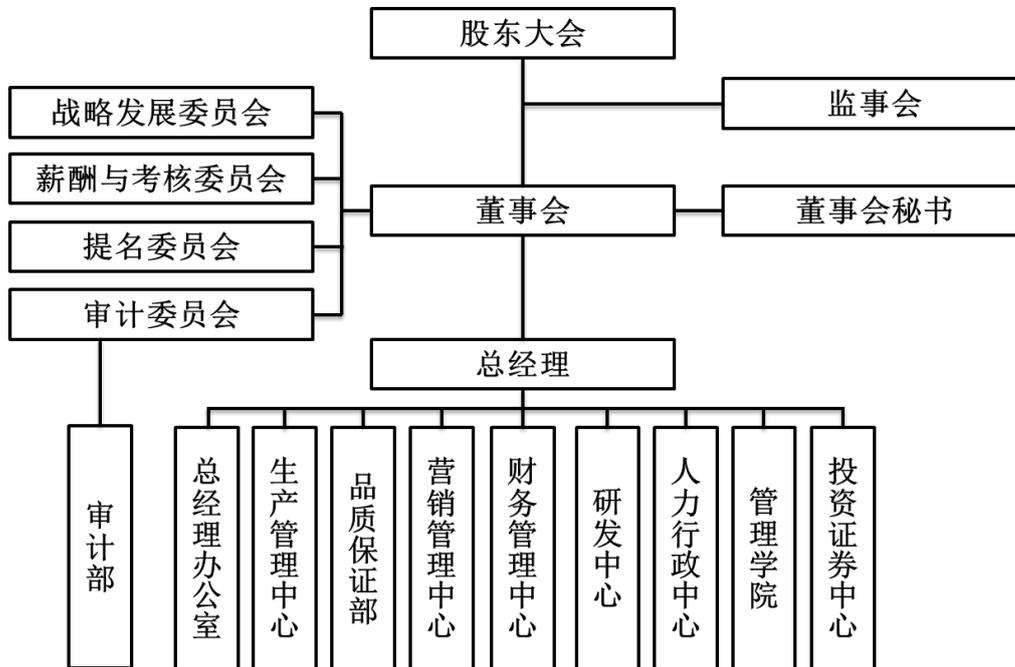
综上, 中诚信证评维持绝味食品股份有限公司主体信用等级**AA**, 评级展望为稳定, 维持“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级**AA**。

附一：绝味食品股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：绝味食品股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：绝味食品股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	39,978.41	106,576.31	70,325.24	178,341.54
应收账款净额	353.17	434.94	450.67	816.13
存货净额	40,827.53	42,490.05	60,923.66	46,543.66
流动资产	88,594.87	163,320.54	152,393.85	255,355.83
长期投资	13,086.75	33,177.99	78,978.60	86,780.92
固定资产合计	72,099.74	90,910.14	111,989.38	116,558.69
总资产	196,189.61	318,900.82	382,139.14	497,797.68
短期债务	3,000.00	0.00	21,000.00	27,000.00
长期债务	2,990.00	0.00	0.00	87,137.17
总债务（短期债务+长期债务）	5,990.00	0.00	21,000.00	114,137.17
总负债	49,658.69	61,424.55	79,411.13	166,326.25
所有者权益（含少数股东权益）	146,530.92	257,476.27	302,728.01	331,471.43
营业总收入	327,414.48	385,016.76	436,798.30	115,406.55
三费前利润	101,008.02	133,645.51	145,806.20	37,373.91
投资收益	-2,236.32	275.78	-127.08	885.83
净利润	38,030.32	49,727.98	63,059.27	17,999.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	59,442.12	73,686.00	94,928.39	-
经营活动产生现金净流量	49,389.22	64,130.48	48,461.41	18,388.50
投资活动产生现金净流量	-23,240.35	-52,612.82	-87,141.37	-14,095.85
筹资活动产生现金净流量	-9,321.32	55,318.86	2,075.21	104,178.29
现金及现金等价物净增加额	16,827.55	66,597.90	-36,251.06	108,277.20
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	31.84	35.79	34.30	33.31
所有者权益收益率（%）	25.95	19.31	20.83	21.72*
EBITDA/营业总收入（%）	18.16	19.14	21.73	-
速动比率（X）	1.06	2.03	1.17	2.68
经营活动净现金/总债务（X）	8.25	-	2.31	0.64*
经营活动净现金/短期债务（X）	16.46	-	2.31	2.72*
经营活动净现金/利息支出（X）	122.10	582.68	141.32	67.68
EBITDA 利息倍数（X）	146.96	669.50	276.83	-
总债务/EBITDA（X）	0.10	0.00	0.22	-
资产负债率（%）	25.31	19.26	20.78	33.41
总资本化比率（%）	3.93	0.00	6.49	25.61
长期资本化比率（%）	2.00	0.00	0.00	20.82

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2019 年一季度带“*”数据经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。