



# 2021年仙乐健康科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2021年仙乐健康科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023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
仙乐转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”或公司，股票代码:300791.SZ）是国内为数不多的营养健康食品合同生产商，具备规模化的营养健康食品生产及制造能力，拥有优质稳定客户，收购 Best Formulations LLC(以下简称“BF”)后，公司形成中美欧生产基地布局，主要产品供应能力增强，债务偿还压力仍可控制；同时中证鹏元也关注到公司粉剂等产品产能利用率出现下滑，未来软糖等新增产能较大、存在一定的市场消化风险，盈利出现下降，收购 BF 形成的商誉及无形资产增加，可能面临资产减值等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	46.69	41.86	38.20	26.50
归母所有者权益	26.55	27.02	25.45	21.83
总债务	12.50	9.37	8.74	0.35
营业收入	7.02	25.07	23.69	20.67
净利润	0.19	2.12	2.32	2.57
经营活动现金流净额	0.38	4.45	3.41	3.20
净债务/EBITDA	--	-1.42	-0.85	-1.69
EBITDA 利息保障倍数	--	12.34	9.91	213.34
总债务/总资本	30.90%	25.75%	25.57%	1.57%
FFO/净债务	--	-50.78%	-74.71%	-50.38%
EBITDA 利润率	--	16.75%	16.95%	18.59%
总资产回报率	--	6.76%	9.06%	12.53%
速动比率	2.46	4.68	5.04	2.73
现金短期债务比	14.41	215.57	240.61	21.20
销售毛利率	27.67%	31.18%	32.72%	32.60%
资产负债率	38.95%	35.46%	33.38%	17.62%

注：2020-2022 年末公司净债务为负数。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 评级日期

2023 年 6 月 16 日

## 联系方式

项目负责人：郜宇鸿  
 gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚  
 cheng@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司生产基地布局进一步扩充，规模化生产及制造能力增强。**公司是国内为数不多的营养健康食品合同生产商，具有全剂型生产能力及丰富的产品线，其中 2022 年末软胶囊及软糖的年产能分别为 65.76 亿粒及 47.6 亿粒，具备产能规模优势；收购 BF 后公司形成中美欧生产基地布局，主要产品生产供应能力增强。
- **公司具备产品多样化优势，拥有优质稳定客户。**依托较强的研发实力及生产制造能力，公司成为业内少有的可供应包括软胶囊、营养软糖、饮品、片剂、粉剂和硬胶囊在内的多种剂型益生菌产品的企业，并向功能食品和健康零食领域不断拓展。2022 年公司新取得多项保健食品注册批准证书及备案凭证，累计拥有超过 4,000 个成熟营养健康食品产品配方，与 Now Health Group, Inc. 及美乐家（中国）日用品有限公司等合作关系稳定，客户集中度较低。
- **债务偿还压力仍可控。**因利润积累及回款及时，2022 年公司营业收入和经营现金流持续增长，EBITDA 利息保障倍数仍处于较高水平；公司债务以长期为主，现金类资产虽因对外收购有所消耗，现金短期债务比仍表现良好。

## 关注

- **产能消化风险。**受宏观环境、市场需求放缓及新增产能爬坡等影响，2022 年公司粉剂等产品产能利用率下滑；BF 拟投产的软糖及仙乐转债募投项目达产后，软糖、功能饮品和粉剂产能增幅较大，未来若行业政策变化、市场拓展不及预期，将面临产能消化风险。
- **利润规模受收购 BF 项目相关费用影响出现下降，盈利能力可能承压。**2022 年公司收购 BF 股权的中介服务费对利润形成一定影响，鱼油等主要原材料价格处于相对高位，盈利能力仍易受市场需求、产能消化、原材料价格波动等因素的影响。
- **收购协同效果有待检验，商誉等资产可能面临减值风险。**公司于 2016 年收购 Sirio Europe GmbH & Co.KG、Ayanda Verwaltungs GmbH 和 Ayanda GmbH（以下简称“德国 Ayanda”）公司，形成一定规模的商誉；受收购 BF 影响，2023 年 3 月末商誉及无形资产规模分别增至 5.23 亿元和 4.57 亿元，合计占期末净资产比重为 34.38%。2022 年德国 Ayanda 公司开工率不足，销售收入下滑，收购 BF 后的治理及经营协同效果有待检验。

## 未来展望

- 我们认为未来一段时间内公司在营养健康食品行业将保持市场竞争优势，主要客户优质稳定，经营规模有望继续增长。中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 同行业可比公司（单位：亿元）

类型	金达威	汤臣倍健	百合股份	仙乐健康
总资产	53.58	131.58	16.62	<b>41.86</b>
营业收入	30.09	78.61	7.25	<b>25.07</b>
净利润	2.45	14.11	1.38	<b>2.12</b>
销售毛利率	40.49%	68.28%	36.40%	<b>31.18%</b>
资产负债率	31.70%	18.25%	14.44%	<b>35.46%</b>
净营业周期（天）	162.85	83.28	38.69	<b>59.34</b>

注：以上数据均为 2022 年/2022 年末数据。

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_2022V1.0
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

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	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		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
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>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2022-6-9	刘惠琼、蒋晗	<a href="#">工商企业通用信用评级方法模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> ； <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-11-30	刘惠琼、李燃	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
仙乐转债	10.25	10.25	2022-6-9	2027-4-19

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年4月发行6年期10.25亿元可转换公司债券，募集资金拟用于马鞍山生产基地扩产项目、华东研发中心建设项目、数字信息化建设项目的建设和补充流动资金。

截至2022年12月31日，公司尚未使用的公开发行可转换公司债券募集资金余额为3.44亿元。

跟踪期内，仙乐转债部分募集资金用途发生变更已经股东大会和债券持有人会议审议通过。公司于2023年3月终止“华东研发中心建设项目”，将原拟投入“华东研发中心建设项目”的募集资金10,531.66万元全部投向“软胶囊车间技术升级改造项目”；项目实施主体由子公司仙乐健康科技（安徽）有限公司变更为公司，实施地点位于广东省汕头市龙湖区泰山路83号，项目资金用于软胶囊车间技术升级改造项目的工程建设、设备购置等。

## 三、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更。截至2023年3月末，广东光辉投资有限公司（以下简称“光辉投资”）、公司实际控制人林培青、陈琼夫妇分别持有公司43.08%、7.18%和7.47%的股份，林培青、陈琼分别持有光辉投资51.22%、11.00%股份；光辉投资、陈琼、林培青所持股份无质押情况。

**表1 截至2023年3月末公司前十大股东情况**

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比 例 (%)	持有有限售条件 股份数量 (万股)
广东光辉投资有限公司	7,776.00	43.08	0.00
陈琼	1,347.84	7.47	1,010.88
林培青	1,296.00	7.18	972.00
高锋	752.28	4.17	0.00
杨睿	587.34	3.25	440.50
姚壮民	466.56	2.58	349.92
林培春	466.56	2.58	0.00
林奇雄	362.88	2.01	0.00
东方证券股份 有限公司一中庚价值先锋股票型证券投资基金	328.80	1.82	0.00
林培娜	308.35	1.71	0.00
<b>合计</b>	<b>13,692.61</b>	<b>75.85</b>	<b>2,773.30</b>

资料来源：公司2023年一季报，中证鹏元整理

2022年公司合并范围新增4家子公司，其中Sirio Americas Holdings, Inc及Sirio Healthcare Holdings LLC.（以下简称“SHHL”）为公司收购BF成立的特殊目的公司。

**表1 2022年新纳入公司合并报表子公司情况**

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
嘉美（广东）管理有限公司	100.00%	投资	新设
仙乐健康科技（珠海）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售	新设
Sirio Americas Holdings, Inc	100.00%	投资	新设
Sirio Healthcare Holdings LLC.	100.00%	投资	新设

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022年公司470张仙乐转债转股，合计转股825股。截至2022年末，仙乐转债累计转股6.15万元，累计转股1,075股。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经



经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

**全球主要地区营养健康食品市场规模持续增长，在居民收入提高及人口老龄化需求驱动下，未来国内市场仍具备增长空间**

全球主要地区营养健康食品市场规模持续增长。营养健康食品主要包括保健食品、营养功能食品、特殊膳食食品和营养强化食品。根据欧睿数据，2022年全球营养健康食品零售规模为1,768亿美元，过去三年的年均复合增长率为6%，到2025年全球规模预计2,144亿美元。美国、中国及欧洲仍为全球营养健康食品主要市场。作为全球最大的营养健康食品成熟市场，美国市场2022年规模增长至超过560亿美元，其中软糖市场于2021年成长为美国第一大营养保健品行业子市场，市场增速高于行业总体增速。中国为全球第二大消费市场，2022年市场规模达358亿美元，其中软胶囊、片剂及粉剂等传统保健食品剂型占比较高。2022年欧洲市场持续保持增长，市场规模超过230亿美元，仅次于北美和中国；同期新兴市场如东南亚等区域市场销售规模增速较快。

在居民收入水平提高、健康意识增强以及人口老龄化需求驱动下，国内营养健康食品行业市场规模未来仍具备增长空间。2022年全国居民人均可支配收入36,883元，比上年增长5.0%，居民收入水平的提高有助于增加健康领域投入，从而拉动对于营养健康食品消费。其次，我国已进入老龄化国家行列，老龄人口数量及比重快速增长，2022年国内65岁及以上人口为20,978万人，占全国人口的14.9%。老年人作为疾病高发群体有更强烈的健康保养需求，对于保健食品的接受度也更高，预计将为营养健康食品行业带来较大的市场空间。

**营养健康食品业市场集中度仍较低，具备研发实力及资金优势的企业有望获益**

目前国内营养健康食品行业头部前五大企业市场份额仍不足20%，中美欧市场均存在大量长尾企业，市场分散度高。国内规模较大的营养健康生产商包括汤臣倍健、仙乐健康、艾兰得、威海百合；全球领域规模较大的保健品生产商主要包括AYANDA、LIPA、Pharmavite以及GNC。随着行业相关政策法规出台，行业发展趋向规范化、科学化，预计部分规模小、设备老旧的企业将逐步退出市场；同时，头部消费品企业、药企等持续并购整合小品牌，大型品牌公司对代工企业的资质、研发、生产等各方面能力的要求更高，水平较低的代工企业可能逐步被市场淘汰。

在剂型技术、功能品类等具备特定优势的B端企业将有机会通过行业整合、市场扩张等扩大市场份额。未来具备研发实力及规模优势的企业，通过全球布局包括资源整合、扩大投入、投资并购等方式提

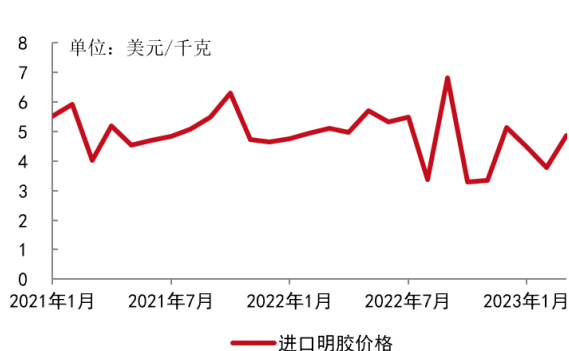


升自身规模和能力，将有利于提升在行业中的地位，获取更多市场份额。

### 2022年以来营养健康食品行业核心原材料价格波动增长，鱼油进口价格仍处于高位，相关企业成本承压

营养健康食品主要原材料以明胶、鱼油、维生素等为主，其中明胶和鱼油的成本占比相对较大，是产品生产中的核心原材料。明胶和鱼油的市场价格与大宗商品市场表现关系密切。我国是明胶进口大国，相关进口需求较大，受宏观环境及下游生产企业活动影响，2022年以来明胶进口价格涨幅有所缓和，但仍维持高位运行。挪威等北欧国家是鱼油的主要产出和出口国，在全球通胀压力下，生产成本及运输成本不断增加，包括鱼油在内的所有海产品价格出现大幅上涨，2022年年以来国内鱼油进口价格重心逐步抬升，2022年12月达到阶段性高点，均价为9.81美元/千克，涨幅较为明显。2023年以来虽有所回落仍处于高位，给营养健康食品生产企业成本管控造成压力。

图1 进口明胶价格维持高位



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 鱼油进口价格重心上移



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是国内为数不多的营养健康食品合同生产商，具备规模化的营养健康食品生产及制造能力，产品多样化，主要客户群体优质且稳定；受主要原材料价格上涨及产品结构调整，2022年公司销售毛利率下滑；2023年初收购BF后公司形成中美欧生产基地布局，主要产品生产供应能力增强；公司对BF的经营整合及相关产能投产和量产等若能顺利进行，未来具备一定成长空间

2022年公司营业收入实现小幅增长，其中软胶囊产品收入稳定增长，仍为公司第一大收入来源，毛利率上行；软糖及饮品收入因新增产能收入实现较快增长，粉剂因产品策略调整及订单减少收入同比下降41.74%。除软胶囊外，公司主要产品毛利率因原材料价格上涨出现下滑。

受BF纳入合并范围及业务规模增长，2023年一季度公司营业收入同比增长66.69%，因BF毛利率水平低，拉低了整体毛利率水平，当期销售毛利率为27.56%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软胶囊	32,098.50	45.71%	27.01%	99,145.85	39.54%	28.12%	90,289.78	38.11%	26.80%
片剂	8,304.34	11.83%	39.84%	34,080.56	13.59%	43.09%	32,037.93	13.52%	48.68%
粉剂	6,880.91	9.80%	25.05%	19,192.06	7.65%	20.67%	32,939.70	13.90%	22.31%
软糖	10,706.18	15.25%	36.41%	59,258.61	23.63%	36.14%	47,194.26	19.92%	40.01%
饮品	7,566.49	10.78%	22.41%	33,840.69	13.50%	21.99%	24,971.07	10.54%	22.98%
其他剂型	4,197.18	5.98%	-7.90%	3,789.44	1.51%	47.93%	5,661.47	2.39%	43.25%
其他业务	462.27	0.66%	83.12%	1,418.97	0.57%	67.64%	3,800.55	1.60%	87.16%
<b>合计</b>	<b>70,215.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.56%</b>	<b>250,726.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.18%</b>	<b>236,894.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.72%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**2023年1月公司完成对BF 71.41%的股权收购并纳入合并范围，形成中美欧生产基地布局，主要产品供应能力增强；BF主业与公司相关度较高，在美国营养健康食品行业具有一定的市场认可度，近年经营利润波动较大；受市场需求及政策等影响，未来需关注整合进展及经营协同效果**

2022年7月，公司及其间接全资子公司（以下简称“买方”）与Eugene C. Ung、Kelly C. Ung、Charles C. Ung、Peak Trust Company-NV、Jeffrey A. Goh、Joy S. Hsu（以下合称为“卖方”）签订《股权购买协议》，买方拟向卖方收购BF80%股权，交易的基本金额为25,000万美元，交易所需支付金额约为18,012万美元。后因市场环境发生变化，双方于2022年12月8日签订《修订协议》。交易完成后，公司将通过全资子公司SHHL持有BF71.41%的股权。根据《修订协议》，交易的基本金额调整为19,000万美元，交易收购老股及增资合计所需支付金额约为12,516万美元，按照中国人民银行公布的2022年12月8日人民币汇率中间价，换算为人民币约为87,121万元。2023年1月6日，公司按照交易协议的相关约定向卖方及BF支付相关交易对价及增资款，相关股权交易交割完成。

BF是美国营养补充剂行业排名前三的合同研发生产组织（CDMO）企业，主要从事于维生素、矿物质、特殊营养品等营养补充剂的生产及销售。BF产品覆盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、茶包等多种剂型，具备瓶、罐、袋、茶包、药丸等包装能力，拥有超过20年的软胶囊产品生产经验，在配方专业知识水平和制造工艺水平方面具备一定的技术优势，在美国营养保健食品行业拥有一定知名度。

BF拥有四个生产基地，软胶囊产品产能为36亿粒/年，硬胶囊、片剂、茶包等产品生产线合计产能约24亿粒/包/年，具有一定的产能规模优势。BF拥有美国食品和药物管理局（FDA）药物批准认证、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证等多项资格认证，与下游主要客户合作关系相对稳定，2021年前六大客户销售占比为60%左右，客户集中度偏高。

近年BF软胶囊业务经营相对成熟，毛利率及营业收入占比相对稳定。受开工率不足，叠加原材料、人力成本上升、新增厂房租赁及厂房续租等因素，2022年1-6月BF净利润出现亏损。

根据公司公告，BF主要客户与公司主要客户并无重叠，未来若双方顺利整合，将形成交叉销售，

有利于公司销售规模的增长，但需关注实际整合效果：一方面，公司收购BF时间较短，整合进程受政治环境、政策要求等可能面临治理风险；另一方面，近年BF负债经营程度较高，受市场需求、主要原材料价格波动等影响，经营利润波动较大，未来公司与BF的经营协同效应有待检验。

**表3 BF 近年营业收入构成及毛利率情况（单位：万美元）**

项目	2021年			2020年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
营业收入	12,052.54	100.00%	31.2%	9,105.41	100.00%	31.8%	7,753.20	100.00%	30.7%
其中：软胶囊	8,457.66	70.20%	31.1%	6,919.82	76.0%	32.6%	5,715.33	73.7%	30.2%
其他剂型	2,841.49	23.6%	36.0%	1,613.42	17.7%	30.6%	1,594.07	20.6%	25.5%

注：其他剂型主要包括硬胶囊、片剂、茶包、粉末等。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

**表4 BF 主要财务数据（单位：亿元）**

指标	2022年 1-6月	2021年	2020年	2019年
总资产	8.19	6.87	4,262.59	3,298.14
营业收入	4.14	7.61	9,105.4	7,753.2
净利润	-0.15	0.81	232.7	52.2
资产负债率	87.42%	82.97%	71.88%	65.51%

注：表格中 BF2019-2020年财务数据单位为万美元。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

### 公司持续技术创新和产品研发，技术应用能力保持良好；收购BF进一步丰富公司在主要消费地区的营养健康食品市场准入资格

公司着力于制剂技术研究、功效物料研究、核心配方研发和功效验证等领域的研究和开发。2022年公司投入研发费用8,071.61万元，提交发明专利申请57项，完成多个新产品研究开发和上市，累计推出新品超过500个，为持续保持行业竞争实力奠定基础。2022年公司获得9项保健食品注册证书及76项保健食品备案凭证，2022年末公司拥有99项保健食品注册证书及196项保健食品备案凭证，具备较强的产品储备能力。

公司保持良好的技术应用能力。公司现有超过4,000个成熟营养健康食品产品配方，可满足从婴童、青少年、成年人到中老年人等不同人群的多样化健康需求，也可满足孕妇等特殊人群的健康需求。配方均在不同程度上可转化为具体产品先后在国内外市场进行销售，具备将研发成果有效转化为产品推向市场的能力。

公司维持在全球主要消费市场的准入，收购BF后市场认证资质更加丰富。营养健康食品在不同国家有不同的准入和监管标准，部分地区将营养健康食品的监管纳入药品管理体系，部分地区则纳入食品管理体系。获得各主要消费市场的准入和监管许可是营养健康食品出口业务的必要条件。BF具有美国食品药品监督管理局批准的药品生产资质、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证、加拿大天然

健康产品产地注册资质、美国伊斯兰食品营养委员会清真认证、美国农业部USDA有机认证等十余项质量认证。

**2022年公司产能规模进一步提升，受宏观环境、市场需求放缓及新增产能等影响，公司粉剂等产品产能利用率出现下滑；收购BF后公司软胶囊等新增产能较大，产品类型愈加丰富，需关注产能消化风险**

公司具有全剂型生产能力及丰富的产品线，产能规模优势较大。截至2022年末公司拥有汕头工厂、马鞍山工厂和德国工厂三个生产基地，其中汕头工厂具备全剂型的生产能力，马鞍山工厂主要生产软糖产品、功能饮品，德国工厂主要生产软胶囊产品。2022年公司软糖等产品产能规模提升。马鞍山生产基地第三条营养软糖生产线于2022年7月正式投产，年产能18亿粒，同时爆珠、精华瓶饮品等新产品实现规模生产。

**表5 截至2022年末公司生产基地情况（单位：亿粒、亿片、万瓶/万袋、吨）**

工厂	产品类型	主要产品的实际产能情况				
		软胶囊	片剂	功能饮品	粉剂	软糖
汕头工厂	软胶囊、片剂、粉剂、软糖、功能饮品等剂型	46.87	30.00	8,240.00	2,561.77	3.60
马鞍山工厂	软糖、片剂、粉剂、功能饮品	-	-	24,000.00	2,335.65	35.00
德国工厂	软胶囊	18.89	-	-	-	-

注：产能按照当年实际投产的时间折算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年一季度收购BF后，公司主要产品产能进一步提升。近年BF持续新产线投建和新业务运营，截至2023年3月末，BF个人护理产品年产能约8,500万瓶/年的生产线已投产使用。BF个人护理产品发展专注于天然、生态友好和有机配方方向，相关行业规模保持增长，预计面临外部环境相对有利，但市场开拓及产能消化有待观察。

产能利用方面，受宏观环境及市场需求放缓等因素影响，2022年公司粉剂等产品产能利用率下滑，核心产品软胶囊产能利用率仍表现良好；软糖产品因产能大幅扩充，处于产能爬坡期；粉剂因产品市场竞争激烈，产能利用率下降至27.07%。

BF在建的软糖生产线首期产能5.4亿粒/年，预计于2023年三季度投产；仙乐转债募投项目达产后，将新增较大规模的功能饮品、粉剂产能，未来若行业政策变化、市场拓展不及预期，将存在产能消化压力。

**表6 公司产能及产能利用率情况**

产品类别	项目	2022年	2021年
软胶囊（亿粒）	年产能	65.76	65.76
	产能利用率	92.00%	104.26%

片剂（亿片）	年产能	30	30
	产能利用率	64.46%	66.43%
粉剂（吨）	年产能	4,897.42	4,897.42
	产能利用率	27.07%	43.30%
软糖（亿粒）	年产能	47.6	29.6
	产能利用率	60.10%	83.58%
功能饮品（万瓶/ 万袋）	年产能	32,240.00	32,240.00
	产能利用率	47.91%	50.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司客户群体较为优质且分散，需关注外销业务可能面临的贸易政策风险

公司主要销售模式为合同生产模式，具体分为“自主开发产品”模式、“自主开发产品+客户定制修饰”模式、“客户定制开发产品”模式和“客户产品委托生产模式”。公司对不同的客户采取不同的销售账期政策，2022年公司与主要客户的结算周期未发生较大变化；因2022年12月经济形势严峻及企业活动受限，回款有所滞后，2022年末应收账款同比增长34.50%。

公司客户群体较为优质且分散。2022年公司与Now Health Group, Inc.、美乐家（中国）日用品有限公司等国内外知名企业保持较好合作关系，前五大客户销售占比为29.49%，较上年略有提升，但仍处于较低水平。

**表7 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）**

排名	客户名称	类型	销售金额	占营业收入比例
1	客户一	软胶囊	19,929.64	7.95%
2	客户二	软糖	14,570.74	5.81%
3	客户三	软糖、软胶囊、片剂	14,019.31	5.59%
4	客户四	饮品	12,795.79	5.10%
5	客户五	软胶囊、片剂	12,627.18	5.04%
<b>合计</b>			<b>73,942.66</b>	<b>29.49%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司产品仍以内销为主，国内市场是公司主要销售区域，2022年销售收入保持增长。美洲及欧洲为公司产品主要外销市场。德国子公司Ayanda生产的产品主要销售欧洲市场，受开工率不足等影响，欧洲区域销售收入下降。2022年第四季度以来，公司逐步完成欧洲区域销售团队升级及缩短交付周期，上述区域销售下滑态势有望缓解。

从国内出口的产品主要销往美洲区域，受软糖等产品订单需求增加，该区域2022年销售收入保持增长。收购BF后公司在美洲地区产品供应能力得到增强，竞争实力及市场占有率预计得到提升。但受国际贸易政策、地缘政治环境及相关政策变动，公司相关产品出口可能面临一定的外销及汇率波动风险。

**表8 公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
境内	14.91	59.48%	14.23	61.03%
境外	10.15	40.52%	9.08	38.97%
欧洲	3.95	15.78%	4.35	18.66%
美洲	5.41	21.57%	3.96	16.99%
其他地区	0.79	3.17%	0.77	3.32%
合计	25.06	100.00%	23.31	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

公司直接材料成本占比仍较高，2022年鱼油、明胶采购成本上升，需关注主要原材料供价格波动对盈利能力带来的影响

2022年公司材料成本占营业成本的比例达72.51%，仍处于较高水平。原材料主要为明胶、鱼油类、维生素类等，各主要原材料应客户需求在功效和品种方面会有所区别，2022年公司明胶及鱼油类成本占生产成本比重均有所提升。鱼油等原材料价格易受大宗商品走势影响，公司核心产品软胶囊等虽具有一定成本转嫁能力，但价格调整可能滞后于原材料波动，未来成本端可能承压。

BF采购品类亦以鱼油等大宗产品为主。收购BF后公司可利用规模优势联合采购，预计一定程度上有利于降低原材料采购成本，但需关注实际整合进展。公司大部分原材料采购均有多家供应商，较少原材料为唯一供应商。2022年公司前五大供应商采购额占比为15.55%，供应商仍较为分散。

**表9 公司主要原材料占生产成本比重情况**

项目	2022年	2021年
明胶	6.40%	6.03%
鱼油类	10.47%	7.36%
维生素类	2.36%	3.29%
鳕鱼肝油	0.17%	0.85%
硫酸软骨素	2.06%	1.89%

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增4家子公司，无减少子公司。

### 资本实力及资产质量



公司资本实力有所增强，净资产对负债的保障程度有所削弱，收购BF后公司现金类资产减少，需关注资产减值风险

受益于利润积累，公司所有者权益进一步上升，但增幅小于负债增长。受此影响，2022年末所有者权益对负债的保障程度有所削弱。公司所有者权益中未分配利润占比较高，需关注所有者权益稳定性。

图 3 公司资本结构

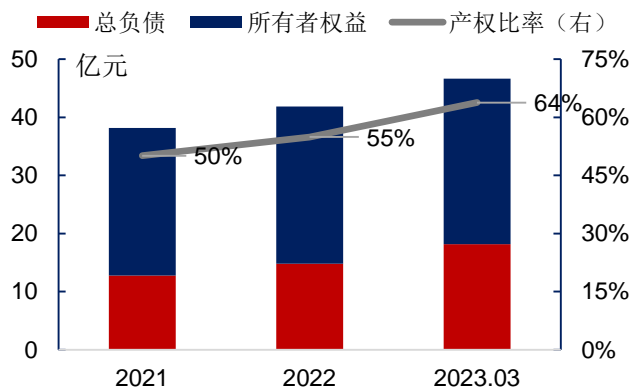
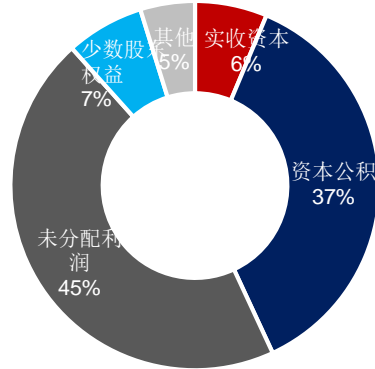


图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因支付收购 BF 股权交割款，2023 年 3 月末，公司账面货币资金大幅减少。使用权资产主要系 BF 租赁房产。债权投资规模变动系公司银行理财产品到期赎回及赎回、转让定期存单增加银行存款所致及重分类至一年内到期的非流动资产所致。2022 年公司马鞍山第三条营养软糖生产线投产使得固定资产规模增加。

应收账款主要为合同生产模式产生的业务款项，其中境内业务款项期末余额占比 59.11%，境外业务款项期末余额占比 40.89%，期末账龄主要集中在 1 年以内，前五大应收账款合计占比 29.16%，集中度有所下降；2022 年末坏账准备余额较小，整体回收风险可控。

2022 年末商誉主要系 2016 年收购德国 Ayanda 形成，公司进行了商誉减值测试，测试结果为不存在商誉减值。2023 年一季度 BF 并表，公司商誉及无形资产规模分别增至 5.23 亿元和 4.57 亿元，合计占期末净资产比重增至 36.27%。若未来 BF 及德国 Ayanda 经营不及预期，存在一定的资产减值风险。

截至 2022 年末，公司受限的资产包括货币资金、固定资产及无形资产，账面价值合计为 3.88 亿元，受限资产规模较小。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.88	10.45%	15.02	35.87%	7.16	18.73%
应收账款	4.09	8.75%	4.60	10.98%	3.42	8.95%

存货	4.39	9.41%	2.33	5.56%	2.40	6.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>16.90</b>	<b>36.19%</b>	<b>24.33</b>	<b>58.11%</b>	<b>19.15</b>	<b>50.12%</b>
债权投资	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.38	8.85%
使用权资产	3.44	7.37%	0.27	0.65%	0.21	0.55%
无形资产	4.57	9.79%	1.78	4.25%	1.61	4.21%
固定资产	13.22	28.31%	12.35	29.51%	7.86	20.58%
在建工程	1.68	3.59%	0.69	1.66%	3.65	9.56%
商誉	5.23	11.19%	1.63	3.90%	1.59	4.15%
<b>非流动资产合计</b>	<b>29.79</b>	<b>63.81%</b>	<b>17.53</b>	<b>41.89%</b>	<b>19.06</b>	<b>49.88%</b>
<b>资产总计</b>	<b>46.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>41.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.20</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

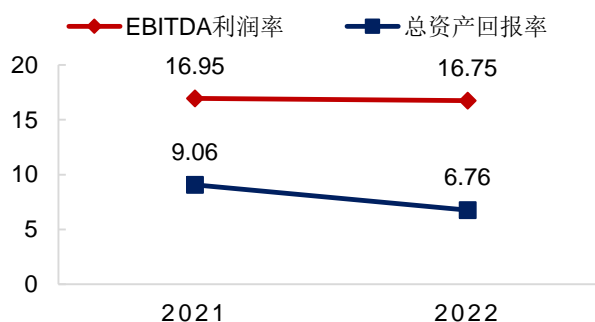
## 盈利能力

2022年公司营业收入保持增长，利润规模受收购BF项目相关费用影响出现下降；收购BF后公司主业具备一定增长空间，受新增产能消化、经营整合及原材料价格波动影响，短期盈利能力可能承压

2022年公司软糖及饮品新增产能释放，软胶囊产品保持稳定增长，当期营业收入保持增长。收购BF股权的中介服务费对整体盈利能力形成一定影响，成本端面临主要原材料价格上涨压力，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率下滑。

公司收购BF后软胶囊等新增产能较多，营收规模具有一定增长空间；但产能消化情况依赖于市场需求及客户拓展情况；同时对BF的整合及经营协同效果有待检验，鱼油等主要原材料价格处于相对高位，短期盈利能力预计承压。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司杠杆水平有所抬升，债务偿还压力可控

公司总债务仍以仙乐转债为主，因收购BF公司合并范围扩大，2023年3月底租赁负债规模增至2.81

亿元。短期债务规模较小。应付账款主要系应付供应商的原材料采购款。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	3.02	16.58%	2.59	17.47%	1.96	15.35%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.08</b>	<b>27.92%</b>	<b>4.70</b>	<b>31.64%</b>	<b>3.32</b>	<b>26.07%</b>
应付债券	9.23	50.78%	9.08	61.20%	8.52	66.83%
租赁负债	2.81	15.43%	0.21	1.42%	0.17	1.31%
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.11</b>	<b>72.08%</b>	<b>10.15</b>	<b>68.36%</b>	<b>9.43</b>	<b>73.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>18.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.75</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	12.50	68.72%	9.37	63.12%	8.74	68.55%
其中：短期债务	0.46	2.51%	0.07	0.50%	0.05	0.42%
长期债务	12.04	66.20%	9.29	62.62%	8.69	68.14%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

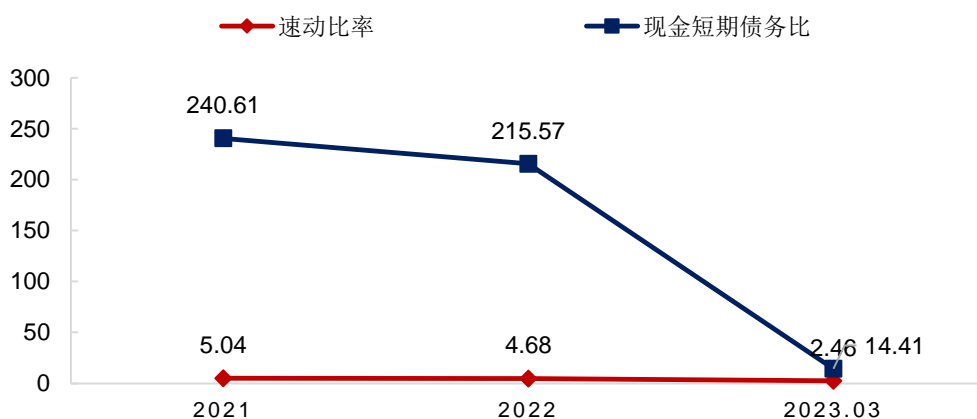
跟踪期内，因合并BF及业务规模扩大，公司杠杆水平有所抬升，但相对可控。受益于利润持续积累和回款及时，2022年公司经营活动现金流保持净流入，EBITDA及FFO规模增加，现金生成能力仍较好，EBITDA对利息的保障倍数表现良好。2022年末公司主要在建项目（仙乐转债募投项目）尚需投资3.21亿元，募集资金能够较好地保障上述扩产项目的资本支出，整体资金压力较小。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	0.38	4.45	3.41
FFO(亿元)	--	3.03	2.56
资产负债率	38.95%	35.46%	33.38%
净债务/EBITDA	--	-1.42	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	12.34	9.91
总债务/总资本	30.90%	25.75%	25.57%
FFO/净债务	--	-50.78%	-74.71%
经营活动净现金流/净债务	6.21%	-74.67%	-99.53%
自由现金流/净债务	-14.49%	-25.37%	53.44%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因对外支付股权交割款账面货币现金有所消耗，2023年3月末公司现金短期债务比下滑较多，但流动性仍表现尚可。公司为上市公司，融资渠道较为通畅，生产设备和厂房等大部分未抵押，银行授信额度较充足，具有一定融资弹性。

**图 6 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

社会方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

跟踪期内，公司部分董监高人员发生变动，其中原监事周香春先生及原副总经理吴志伟先生均因个人原因离职，原董事兼副总经理杨睿女士因个人原因辞去公司副总经理职务仍继续担任非独立董事职务。公司主要核心管理团队人员相对稳定，上述人员变动对公司治理等层面影响不大。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 1 日），公司本部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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到

期末偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2023年6月10日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

全球营养健康食品行业规模持续保持增长且增长空间较大。作为国内为数不多的营养健康食品合同生产商，公司具备规模化的营养健康食品产品生产及制造能力，拥有优质稳定客户且客户群体分散；收购BF后公司形成中美欧生产基地布局，主要产品供应能力增强，经营规模有望增长。同时中证鹏元也关注到2022年公司粉剂等产品产能利用率下滑，而未来拟投产的软糖等新增产能较大，存在一定的产能消化风险，期间费用增长较快及收购BF股权的中介服务费对利润形成一定压制导致盈利出现下降，同时收购BF形成的商誉及无形资产增加，规模相对较大，可能面临资产减值等风险因素。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持仙乐转债信用等级为AA-。

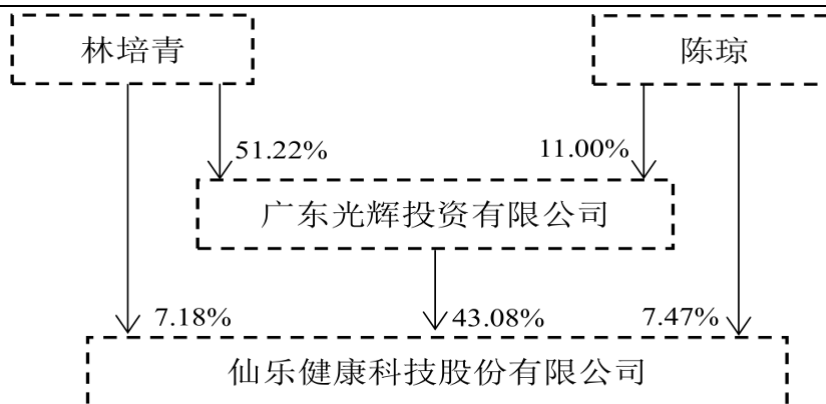
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.88	15.02	7.16	2.17
流动资产合计	16.90	24.33	19.15	13.24
固定资产	13.22	12.35	7.86	6.50
商誉	5.23	1.63	1.59	1.76
非流动资产合计	29.79	17.53	19.06	13.26
资产总计	46.69	41.86	38.20	26.50
应付账款	3.02	2.59	1.96	2.00
流动负债合计	5.08	4.70	3.32	3.87
应付债券	9.23	9.08	8.52	0.00
租赁负债	2.81	0.21	0.17	0.00
非流动负债合计	13.11	10.15	9.43	0.80
负债合计	18.19	14.84	12.75	4.67
总债务	12.50	9.37	8.74	0.35
所有者权益	28.50	27.02	25.45	21.83
营业收入	7.02	25.07	23.69	20.67
营业利润	0.25	2.65	2.90	3.16
净利润	0.19	2.12	2.32	2.57
经营活动产生的现金流量净额	0.38	4.45	3.41	3.20
投资活动产生的现金流量净额	-6.77	2.84	-7.35	-3.95
筹资活动产生的现金流量净额	-2.61	-0.78	9.06	-0.93
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	-	4.20	4.02	3.84
FFO(亿元)	-	3.03	2.56	3.27
净债务(亿元)	6.10	-5.96	-3.43	-6.50
销售毛利率	27.67%	31.18%	32.72%	32.60%
EBITDA 利润率	--	16.75%	16.95%	18.59%
总资产回报率	--	6.76%	9.06%	12.53%
资产负债率	38.95%	35.46%	33.38%	17.62%
净债务/EBITDA	--	-1.42	-0.85	-1.69
EBITDA 利息保障倍数	--	12.34	9.91	213.34
总债务/总资本	30.90%	25.75%	25.57%	1.57%
FFO/净债务	--	-50.78%	-74.71%	-50.38%
速动比率	2.46	4.68	5.04	2.73
现金短期债务比	14.41	215.57	240.61	21.20

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

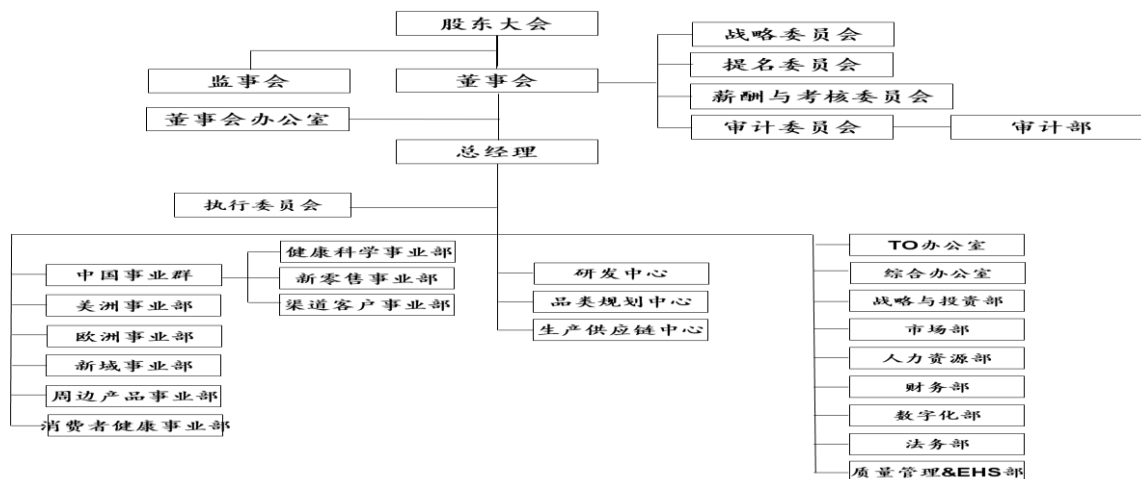


## 附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
Sirio Nutrition Co Ltd	100.00%	营养健康食品销售
仙乐健康科技（安徽）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
仙乐生物科技（上海）有限公司	100.00%	营养健康食品销售
Sirio Holding Limited	100.00%	投资
Sirio International Limited	100.00%	投资
Sirio Europe Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Sirio Europe GmbH & Co. KG	100.00%	投资、营养保健食品销售
Ayanda Verwaltungs GmbH	100.00%	投资
Ayanda GmbH	100.00%	营养健康食品生产销售
维乐维健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
广东仟佰大健康产业有限公司	100.00%	营养健康食品销售
仙乐（上海）生命技术有限公司	100.00%	营养科技、保健科技、美容科技等的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让
广东合世生物科技有限公司	100.00%	原料加工
广州仙乐易简健康产业投资合伙企业（有限合伙）	99.99%	投资
嘉美（广东）管理有限公司	100.00%	投资
仙乐健康科技（珠海）有限公司	100.00%	营养健康食品生产销售
Sirio Americas Holdings, Inc	100.00%	投资
Sirio Healthcare Holdings LLC	100.00%	投资

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 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。