

# 宏辉果蔬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【272】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

## 宏辉果蔬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 | A+   | A+   |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 宏辉转债   | A+   | A+   |

### 评级观点

本次等级的评定是考虑到：宏辉果蔬股份有限公司（以下简称“宏辉果蔬”或“公司”，股票代码：603336.SH）为国内专业的果蔬行业服务商，果蔬产销基地布局多元化；但中证鹏元也关注到，跟踪期内公司“宏辉转债”募投项目仍未正式投产，水果主业因市场环境变动和行业竞争加剧盈利能力承压，食品和冻肉贸易业务毛利亏损拖累公司盈利表现，叠加减值及利息费用上升，公司净利润规模进一步下滑，同时上下游客户存在账期错配，对公司资金占用较大，使得公司账面资金规模持续偏低，而营运资金需求持续推高债务规模且短期债务占比较高，“宏辉转债”转股比例低且临近到期日，或加大公司资金压力。此外，公司存在控股权变更的风险。

### 评级日期

2025 年 06 月 23 日

### 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           | 19.25  | 19.36  | 18.44  | 17.79  |
| 归母所有者权益       | 11.75  | 11.70  | 11.49  | 11.42  |
| 总债务           | 6.82   | 6.80   | 6.23   | 5.58   |
| 营业收入          | 2.46   | 10.80  | 10.86  | 11.33  |
| 净利润           | 0.05   | 0.17   | 0.20   | 0.46   |
| 经营活动现金流净额     | 0.21   | 0.35   | -0.03  | -0.39  |
| 净债务/EBITDA    | --     | 8.14   | 8.91   | 6.61   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 2.81   | 2.56   | 3.39   |
| 总债务/总资本       | 36.71% | 36.75% | 35.12% | 32.71% |
| FFO/净债务       | --     | 6.33%  | 4.21%  | 5.03%  |
| EBITDA 利润率    | --     | 7.42%  | 6.36%  | 7.29%  |
| 总资产回报率        | --     | 2.60%  | 2.52%  | 3.85%  |
| 速动比率          | 1.79   | 1.71   | 1.64   | 1.64   |
| 现金短期债务比       | 0.15   | 0.13   | 0.10   | 0.13   |
| 销售毛利率         | 6.86%  | 9.06%  | 8.01%  | 8.45%  |
| 资产负债率         | 38.93% | 39.53% | 37.60% | 35.49% |

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

### 联系方式

项目负责人：陈刚  
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：周广华  
zhough@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司果蔬采销基地布局广泛，仓储配送经验丰富。**公司作为国内专业的果蔬行业服务商，果蔬仓储配送运营经验丰富，采销基地布局广泛，覆盖全国主要水果产区，经营品种多样化，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地。

## 关注

- **公司盈利能力将持续承压。**受市场环境变动和行业竞争加剧影响，截至 2024 年末“宏辉转债”募投项目仍未正式投产，2024 年公司水果业务毛利率虽有所提升但仍承压，同期食品和冻肉贸易业务持续亏损拖累利润表现，叠加折旧、利息费用及资产减值上升，公司净利润规模进一步下滑，2025 年 1-3 月销售毛利率下滑至 6.86%。
- **上下游账期存在错配，营运资金占用较大。**公司下游客户主要为超市、批发商、电商等，受市场环境调整和下游客户资金紧张影响，公司应收账款周转效率持续下行；同时公司向农户采购主要采用现金支付，上下游账期错配使得 2024 年末公司存货和应收账款占总资产比重为 55.33%，公司经营活动净现金流虽小幅回正但稳定性欠佳。
- **债务持续增长，短期债务压力较大。**受经营特性影响，公司营运资金表现较弱，业务运营对外部融资较为依赖，跟踪期内公司总债务规模保持增长，杠杆水平呈扩张态势，2024 年末短期债务占总债务比重为 64.25%，叠加持续分红使得货币资金较少，公司现金短期债务比持续低位；“宏辉转债”将于 2026 年 2 月到期，若未来无法顺利转股，可能加大公司资金压力。
- **控股权发生变更的风险。**2025 年 6 月 13 日，公司控股股东、实际控制人黄俊辉先生与苏州申泽瑞泰企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“申泽瑞泰”）签署了《股份转让协议》。申泽瑞泰受让黄俊辉先生合计持有的公司 1.51 亿股股份（占公司总股本的 26.54%）及该等股份所对应的所有股东权利和权益。本次交易完成后，公司控股股东将由黄俊辉先生变更为申泽瑞泰，实际控制人将由黄俊辉先生、郑幼文女士变更为叶桃先生、刘扬先生和苏州资产投资管理集团有限公司（以下简称“苏州资产投资”）。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司为国内专业的果蔬服务商，果蔬采销基地布局全面，仓储配送经验丰富，具有一定的竞争优势。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标    | 福慧达    | 宏辉果蔬   |
|-------|--------|--------|
| 总资产   | 11.46  | 19.36  |
| 营业收入  | 3.58   | 10.80  |
| 净利润   | -1.13  | 0.17   |
| 销售毛利率 | -0.23% | 9.06%  |
| 资产负债率 | 13.42% | 39.53% |

注：以上各指标均为 2024 年度/2024 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                |
|-----------------|--------------------|
| 工商企业通用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 | 4/9  |
|          | 行业&经营风险状况 | 4/7  |          | 杠杆状况   | 4/9  |
|          | 行业风险状况    | 4/5  |          | 盈利状况   | 中    |
|          | 经营状况      | 4/7  |          | 流动性状况  | 4/7  |
| 业务状况评估结果 |           | 4/7  | 财务状况评估结果 |        | 4/9  |
| 调整因素     | ESG 因素    |      |          |        | 0    |
|          | 重大特殊事项    |      |          |        | 0    |
|          | 补充调整      |      |          |        | 2    |
| 个体信用状况   |           |      |          |        | a+   |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 0    |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | A+   |

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    |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 宏辉转债 | 3.32     | 2.25     | 2024-6-27 | 2026-2-26 |

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 17 日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2020年2月发行6年期3.32亿元可转换公司债券（简称“宏辉转债”），扣除发行费用后，计划其中2.33亿元用于广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目，0.99亿元用于补充流动资金。2024年12月公司将已达到预定可使用状态的广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目结项，并将节余募集资金及利息收益用于永久补充流动资金。“宏辉转债”募集资金专户于2025年1月完成销户手续。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东、实际控制人未发生变化，2025年3月末公司实际控制人仍为黄俊辉、郑幼文（两人系夫妻关系），持股比例合计46.54%（见附录二），其中质押股票合计占其持有股份的22.00%。跟踪期内公司董事吴恒威先生因工作调整离职，监事会主席纪粉萍女士辞去监事会主席职务后，担任公司董事。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事水果销售、食品、粮油和冻肉贸易业务。2024年公司合并范围子公司未发生变动。

2025年6月13日，公司控股股东、实际控制人黄俊辉先生与申泽瑞泰签署了《股份转让协议》。根据协议内容，申泽瑞泰受让黄俊辉先生合计持有的公司151,380,521股股份（占公司总股本的26.54%）及该等股份所对应的所有股东权利和权益。转让价格每股人民币5.68元，转让价款合计人民币859,841,359元。同日，黄俊辉先生、郑幼文女士与申泽瑞泰签署《表决权放弃协议》，约定自本次股份转让过户登记完成，且申泽瑞泰全额支付第三期股份转让款之日起，黄俊辉先生放弃其所持有上市公司68,446,355股股份（占公司总股本的12.00%）对应的表决权。本次交易完成后，公司控股股东将由黄俊辉先生变更为申泽瑞泰，实际控制人将由黄俊辉先生、郑幼文女士变更为叶桃先生、刘扬先生和苏州资产投资。

## 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，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

**国内零售百货业和超市行业景气度有待提升，产业链中上游企业经营业绩承压；水果销售市场仍较为分散，具备产业链一体化经营优势的企业有望获益**

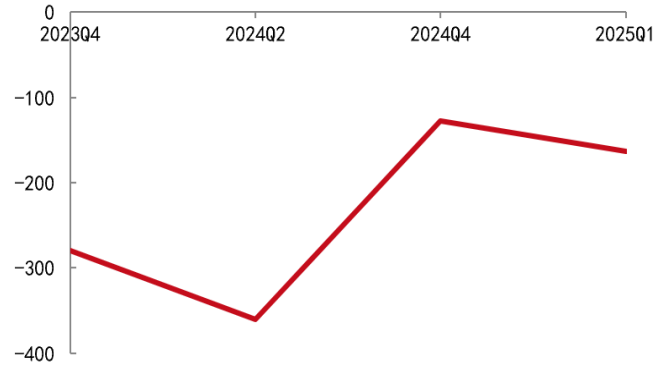
国内零售百货中上游企业经营表现继续承压。水果产业链主要涵盖上游种植、中游分销及下游零售环节，其中下游零售商的经营景气度，对中上游尤其是中游分销企业的业务稳定性和现金流周转具有显著的传导效应。2024年国内社零增幅同比放缓，叠加网络零售分流影响，实体零售行业景气度面临压力。未来“两新”等消费促进政策的落地实施仍将持续提振部分品类的消费，或将支撑社零增速保持低速增长。受网络销售快速增长和资金运转困难等，实体零售企业经营持续承压。据联商网零售研究中心统计，2024年全国范围内有超过10家以上的百货门店停业闭店，同时大多数百货企业对门店扩张较为谨慎，并通过降租减租及减少人员开支降低经营成本。此外，受线上等其他购物渠道的挤压及民众消费更趋理性的影响，2024年超市业态经营呈收缩态势，利润表现继续承压。水果作为高周转、高损耗的消费品类，受市场环境影响，易陷入“滞销-库存积压-触发恐慌性清货的循环，零售商为保现金流进一步延长对供应商账期，致使中游分销商回款阻滞。

图1 大型百货零售企业净利润指数仍处低位



资料来源：中国百货商业协会，中证鹏元整理

图2 大型超市企业净利润指数表现持续承压



资料来源：中国百货商业协会，中证鹏元整理

国内水果市场品牌化程度低，行业竞争加剧。国内水果市场长期存在供需结构性失衡，高度分散化特征；行业品牌化程度低、同质化竞争严重，导致整体利润率偏低。尽管电商等新兴渠道拓展为行业发展带来增量机遇，但也加剧市场竞争。在争夺流量过程中，企业间爆发非理性价格竞争的风险上升，进一步压缩盈利空间。产业一体化经营已成为行业发展的重要趋势，供应链能力愈发重要；同时，伴随消费者健康意识持续提升，市场对健康、安全和营养产品的需求亦将稳步增长。在此背景下，国内具备产业链整合优势的果蔬企业，有望通过强化供应链效率构筑差异化竞争力，从而在激烈的市场环境中获取相对优势。

## 四、经营与竞争

公司为国内专业的果蔬服务商，2024年营业收入保持稳定，水果销售收入仍为公司营业收入主要来源，下游需求增长带动蔬菜销售增长但规模仍偏小。食品和冻肉贸易业务持续亏损，粮油业务实现扭亏但利润微薄。综合影响下，2024年公司销售毛利率较上年提升1.05个百分点。2025年1-3月，公司实现营业收入2.46亿元，同比增长13.71%，销售毛利率为6.86%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目   | 2024 年    |        |        | 2023 年    |        |        |
|------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|      | 金额        | 占比     | 毛利率    | 金额        | 占比     | 毛利率    |
| 1、水果 | 90,380.56 | 83.68% | 11.29% | 90,590.08 | 83.43% | 10.43% |
| 苹果   | 42,490.02 | 39.34% | 10.13% | 40,168.29 | 36.99% | 9.37%  |
| 梨    | 20,017.24 | 18.53% | 10.36% | 18,535.26 | 17.07% | 11.16% |
| 柑桔橙  | 13,630.37 | 12.62% | 13.66% | 14,928.65 | 13.75% | 10.64% |
| 葡萄   | 8,649.10  | 8.01%  | 14.35% | 7,475.97  | 6.89%  | 11.32% |
| 其他水果 | 5,593.82  | 5.18%  | 13.02% | 9,481.91  | 8.73%  | 12.44% |
| 2、蔬菜 | 1,154.69  | 1.07%  | 4.09%  | 540.87    | 0.50%  | 4.01%  |
| 3、粮油 | 1,948.23  | 1.80%  | 0.06%  | 3,596.60  | 3.31%  | -1.45% |

|        |            |         |        |            |         |        |
|--------|------------|---------|--------|------------|---------|--------|
| 4、食品   | 3,549.73   | 3.29%   | -3.21% | 3,536.83   | 3.26%   | -7.81% |
| 5、冻肉贸易 | 10,781.96  | 9.98%   | -3.46% | 9,734.42   | 8.97%   | -7.70% |
| 6、其他收入 | 196.07     | 0.18%   | 6.60%  | 580.53     | 0.53%   | 52.47% |
| 合计     | 108,011.24 | 100.00% | 9.06%  | 108,579.33 | 100.00% | 8.01%  |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）果蔬

公司果蔬采销基地布局广泛，仓储配送经验丰富；跟踪期内，公司果蔬初加工配送基地经营稳定，水果销量保持稳定，业务毛利率有所回升但仍承压；公司在水果产业链中的地位较弱，上下游账期存在错配，下游客户回款账期延长使得公司营运资金承压

2024年公司水果销量保持稳定，各水果品种的价格走势出现分化。公司主要从事水果、蔬菜等农产品的收购、仓储、初加工及配送服务，主要产品包括全国各优质产区及进口的各式特色果蔬。公司拥有与采购基地、销售网络配套的初加工配送基地，在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西、天津等地建有初加工配送基地。跟踪期内，公司初加工配送基地数量未发生变化，公司水果销量保持稳定。受市场行情影响，2024年公司苹果销售均价有所上涨，其他主要水果销售价格均出现不同程度回落。由于水果产品具有反季节销售的特点，受消费市场行情影响，公司水果销售价格可能波动，进而影响毛利率表现。

表2 公司产销量情况（单位：吨）

| 类别 | 项目  | 2024 年     | 2023 年     |
|----|-----|------------|------------|
| 水果 | 生产量 | 101,424.17 | 101,340.17 |
|    | 销售量 | 101,261.25 | 101,376.93 |
|    | 产销率 | 99.84%     | 100.04%    |
| 蔬菜 | 生产量 | 2,565.22   | 1,562.15   |
|    | 销售量 | 2,588.22   | 1,539.15   |
|    | 产销率 | 100.90%    | 98.53%     |

资料来源：公司提供

表3 公司不同水果品种销售均价情况（元/千克）

| 项目  | 2024 年 | 2023 年 |
|-----|--------|--------|
| 柑桔橙 | 7.89   | 8.12   |
| 梨   | 8.23   | 8.76   |
| 苹果  | 9.39   | 8.71   |
| 葡萄  | 10.67  | 10.77  |

资料来源：公司提供

公司销售渠道相对稳定，回款账期有所延长。销售区域方面，2024年公司主营业务收入中内销收入占比为83.48%，较上年变化不大。销售渠道方面，2024年公司继续通过合作平台使用“直播”等方式进行营销推广，电商及社区团购收入占比增至47.72%。受市场环境影响，加之同行业公司竞争激烈，近年公司水果盈利空间持续受到挤压，2024年水果销售毛利率虽小幅回升但仍承压。账期方面，内销超市客

户信用期一般为交货后15-60天内付款，其他客户信用期一般为交货后60天内付款，外销客户一般为商品到港后60天内付款。受市场环境、行业景气度和下游客户资金紧张影响，2024年公司下游客户回款期有所延长。

表4 公司内销收入不同渠道销售金额占比

| 类型      | 2024 年 | 2023 年 |
|---------|--------|--------|
| 商超      | 7.85%  | 7.16%  |
| 电商及社区团购 | 47.72% | 45.52% |
| 批发商及其他  | 44.43% | 47.32% |

资料来源：公司提供

2024年公司果蔬采购资金压力有所缓解。公司采购范围覆盖国内优势产区，在北方重点采购苹果、梨、葡萄等，在南方重点采购柑桔、脐橙、芒果、荔枝等。其中，苹果和梨为公司主要采购品种。采购渠道方面，2024年向农户采购仍是公司的主要方式。公司依据市场行情确定采购价格，并以现金结算，2024年主要水果的采购价格有所回落，资金需求压力有所缓解。鉴于水果采购价格易受气候、天气和行情波动，需关注公司资金流动性管理和储备情况。

表5 公司果蔬不同渠道采购情况（单位：万元）

| 项目     | 2024 年    |         | 2023 年    |         |
|--------|-----------|---------|-----------|---------|
|        | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      |
| 农户采购   | 56,202.10 | 82.04%  | 63,940.07 | 85.80%  |
| 进口果蔬   | 49.65     | 0.07%   | 392.04    | 0.53%   |
| 合作社采购  | 2,134.38  | 3.12%   | 3,514.70  | 4.72%   |
| 其他企业采购 | 10,116.52 | 14.77%  | 6,679.68  | 8.95%   |
| 合计     | 68,502.65 | 100.00% | 74,526.49 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司主要水果采购情况

| 类别  | 项目         | 2024 年    | 2023 年    |
|-----|------------|-----------|-----------|
| 苹果  | 采购金额（万元）   | 34,757.77 | 39,870.52 |
|     | 采购量（吨）     | 57,068.65 | 52,013.13 |
|     | 采购单价（元/公斤） | 6.09      | 7.67      |
| 梨   | 采购金额（万元）   | 12,777.98 | 13,039.83 |
|     | 采购量（吨）     | 24,975.43 | 18,489.66 |
|     | 采购单价（元/公斤） | 5.12      | 7.05      |
| 柑桔橙 | 采购金额（万元）   | 9,203.61  | 8,810.64  |
|     | 采购量（吨）     | 17,119.46 | 15,149.26 |
|     | 采购单价（元/公斤） | 5.38      | 5.82      |
| 葡萄  | 采购金额（万元）   | 5,573.60  | 5,793.46  |
|     | 采购量（吨）     | 7,038.80  | 7,676.23  |
|     | 采购单价（元/公斤） | 7.92      | 7.55      |

资料来源：公司提供

## （二）粮油、食品及冻肉贸易

公司持续推进食品领域产业布局，但仍未形成规模效应；跟踪期内，公司食品和冻肉贸易业务毛利率仍亏损但有所收窄，粮油业务实现扭亏但利润微薄，冻肉贸易预付款对资金形成一定占用

跟踪期内，公司食品领域业务拓展不及预期，盈利表现不佳。公司食品产品包括速冻包点、速冻汤圆、速冻点心等多种速冻产品，合伙客户有广州酒家、陶陶居、津津食品等。随着仓储物流能力的提升和营销渠道的推广，2024年公司食品销售收入规模略增至0.35亿元，业务毛利率仍亏损但收窄。公司粮油产品主要涵盖花生油、玉米油、调味油及食用植物调和油等，销售渠道以经销商、商超和电子商务为主。受市场竞争加剧和下游客户需求下降影响，2024年食用油业务收入同比减少45.83%。

公司冻肉主要从北美、南美洲、欧洲进口，主要进口冷冻猪头、猪脚、猪耳等部件、冷冻带骨牛后腱等部件。进口采购下单前需预付20%-30%货款，商品到港前付清货款；货物到国内港口后，就近寄仓在港口冷库或自有仓库。公司冻肉主要销售国内肉类加工企业及经销商，结算方式为款到发货，收到款后客户自提。2024年公司冻肉贸易业务收入同比增长10.76%，业务毛利率仍亏损但收窄。此外，公司进口冻肉一般采用预付款形式，对营运资金形成一定占用。

跟踪期内，公司“宏辉转债”募投项目仍未正式投产，在建项目受市场行情和资金紧张影响进展缓慢

公司宏辉转债募投项目仍延期投产，在建项目进展较上年末变动不大，整体项目建设进度缓慢。广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目为“宏辉转债”募投项目。前期公司将“广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目”达到预定可使用状态时间延长1年至2024年12月，但受市场环境影响，2024年末该项目仍未正式投产。马来西亚热带水果种植基地建设项目主要用于以榴莲为主的热带水果种植，2024年末公司已完成榴莲果园灌溉工程、道路及排水等基础设施建设，公司将根据果树生长情况分步进行建设投入。广东家家唛速冻食品生产及配送项目及广州家家唛食用油加工灌装及配送项目待市场行情购置机器设备等，宏辉家家唛健康食品加工生产基地项目主要为老年人低糖健康食品和预制菜的研发及相关产品的加工生产，尚未实质投入。

**表7 截至 2024 年末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）**

| 项目                 | 计划总投资            | 已投资              | 尚需投资             |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| 广东宏辉果蔬仓储加工配送基地建设项目 | 32,911.20        | 20,027.71        | 12,883.49        |
| 马来西亚热带水果种植基地建设项目   | 28,000.00        | 6,880.50         | 21,119.50        |
| 宏辉家家唛健康食品加工生产基地项目  | 13,500.00        | 0.00             | 13,500.00        |
| 广东家家唛速冻食品生产及配送项目   | 7,000.00         | 3,915.06         | 3,084.94         |
| 广州家家唛食用油加工灌装及配送项目  | 3,000.00         | 603.65           | 2,396.35         |
| <b>合计</b>          | <b>84,411.20</b> | <b>31,426.92</b> | <b>52,984.28</b> |

资料来源：公司提供

## 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信永中和会计师事务所（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月财务报表。

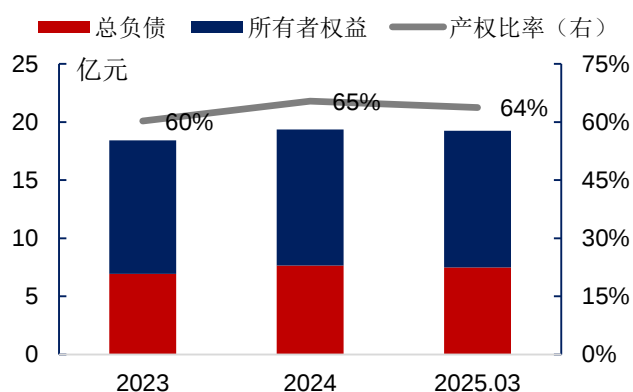
受经营特性影响，公司上下游客户账期存在错配；跟踪期内，应收账款和存货仍对营运资金占用较大，加之回款效率不佳，货币资金规模持续偏低。为满足运营资金需求，公司债务规模呈增长态势，且以短期债务为主，流动性压力较大。同时公司盈利稳定性偏弱，需持续关注其债务滚动能力及现金流改善情况

### 资本实力与资产质量

受经营特性影响，公司上下游客户账期存在错配。应收账款主要系应收下游商超、电商和经销商的款项，2024年末账龄在一年内占比为89.24%，坏账计提比例为5.54%。公司应收账款规模较大，部分客户回款账期延长，应收账款周转天数<sup>1</sup>逐年上升。应收对象以中小民企为主，公司累计计提坏账准备金0.43亿元，需持续关注坏账损失风险。存货主要系储备果蔬和用于贸易的冻肉等，受市场行情波动影响，需持续关注跌价损失风险。

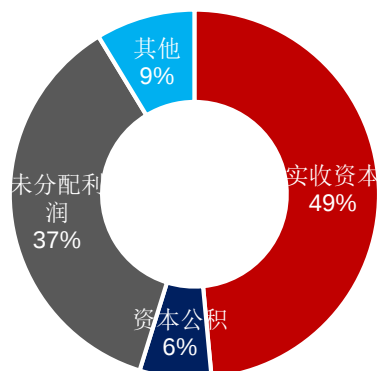
由于应收账款和存货对公司营运资金占用较大（2024年末合计占总资产比重为55.33%），公司账面货币资金规模持续处于偏低水平，2024年末43.19万元货币资金使用权受限。因宏辉转债募投项目部分工程和烟台宏辉车间建设工程转入，跟踪期内公司固定资产规模有所增加。2024年末公司固定资产无抵押。

图 3 公司资本结构



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

图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



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

<sup>1</sup> 2022-2024 年公司应收账款周转天数分别为 155.58 天、198.53 天和 230.35 天。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

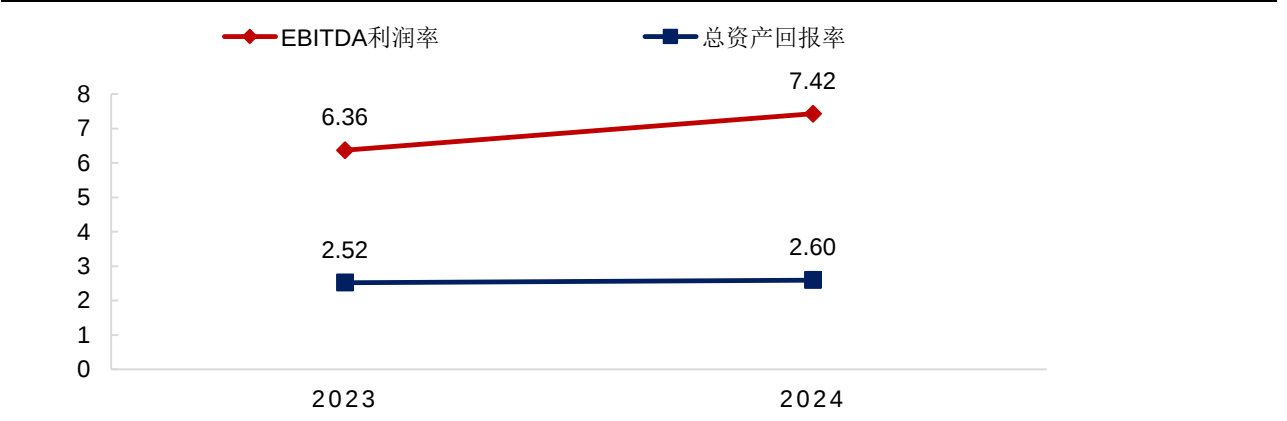
| 项目      | 2025 年 3 月 |         | 2024 年 |         | 2023 年 |         |
|---------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|
|         | 金额         | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 货币资金    | 0.66       | 3.44%   | 0.59   | 3.03%   | 0.39   | 2.10%   |
| 应收账款    | 7.45       | 38.70%  | 7.41   | 38.30%  | 6.41   | 34.77%  |
| 存货      | 3.12       | 16.21%  | 3.30   | 17.04%  | 3.79   | 20.54%  |
| 流动资产合计  | 12.06      | 62.65%  | 12.11  | 62.57%  | 11.34  | 61.50%  |
| 固定资产    | 5.24       | 27.20%  | 5.29   | 27.31%  | 5.05   | 27.41%  |
| 无形资产    | 1.07       | 5.57%   | 1.07   | 5.55%   | 1.06   | 5.78%   |
| 非流动资产合计 | 7.19       | 37.35%  | 7.25   | 37.43%  | 7.10   | 38.50%  |
| 资产总计    | 19.25      | 100.00% | 19.36  | 100.00% | 18.44  | 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

2024年公司营业收入规模比较稳定，水果主业销售毛利率有所回升但仍承压；食品和冻肉贸易业务持续亏损，粮油业务利润微薄；同时公司折旧摊销、利息支出和坏账准备较上年同期增加，公司净利润规模继续下滑。2024年公司EBITDA利润率有所抬升，总资产回报率仍处在较低水平。公司水果销售价格易受市场行情波动影响，存货减值和信用减值将持续对利润空间形成挤压，加之市场竞争加剧，同时公司食品领域业务盈利较弱，短期将继续拖累利润表现。整体来看，公司盈利水平将承压。

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

公司总债务主要由短期借款和“宏辉转债”组成。短期借款均为保证借款，用以满足采购资金需求，其规模持续上升。2025年6月17日“宏辉转债”未转股转债占转债发行总量比例为67.65%，“宏辉转债”（截至2025年6月10日，“宏辉转债”转股价格为5.85元/股，股票价格为6.24元/股）将于2026年2月到期，若未来无法顺利转股，可能加大公司资金压力。应付账款主要系应付货款及工程设备款。

**表9 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           | 4.38        | 58.41%         | 4.36        | 56.98%         | 3.98        | 57.43%         |
| 应付账款           | 0.47        | 6.32%          | 0.61        | 7.98%          | 0.52        | 7.52%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>4.99</b> | <b>66.53%</b>  | <b>5.14</b> | <b>67.23%</b>  | <b>4.61</b> | <b>66.58%</b>  |
| 应付债券           | 2.35        | 31.40%         | 2.35        | 30.66%         | 2.24        | 32.38%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>2.51</b> | <b>33.47%</b>  | <b>2.51</b> | <b>32.77%</b>  | <b>2.32</b> | <b>33.42%</b>  |
| 长期借款           | 0.08        | 1.07%          | 0.09        | 1.11%          | 0.00        | -              |
| <b>负债合计</b>    | <b>7.49</b> | <b>100.00%</b> | <b>7.65</b> | <b>100.00%</b> | <b>6.93</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务            | 6.82        | 91.01%         | 6.80        | 88.88%         | 6.23        | 89.82%         |
| 其中：短期债务        | 4.39        | 64.33%         | 4.37        | 64.25%         | 3.98        | 63.94%         |
| 长期债务           | 2.43        | 35.67%         | 2.43        | 35.75%         | 2.24        | 36.06%         |

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

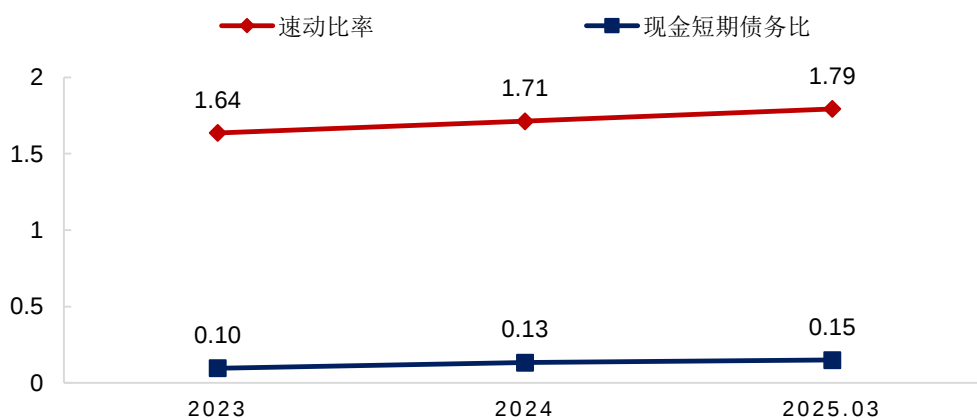
公司各财务杠杆指标仍表现较弱。受净利润下滑和债务规模增长影响，2024年公司EBITDA利息保障倍数有所降低，但盈利对利息支出的保障程度尚可。由于存货和应收账款对营运资金占用较大，跟踪期公司经营活动净现金流虽转正，但稳定性仍欠佳。由于采购季节对资金需求量较大，公司主要依靠银行短期借款来补充资金缺口，现金短期债务比持续处于低位；若外部融资环境恶化，公司面临较大的流动性压力。

**表10 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2025 年 3 月 | 2024 年 | 2023 年 |
|---------------|------------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 0.21       | 0.35   | -0.03  |
| FFO（亿元）       | --         | 0.41   | 0.26   |
| 资产负债率         | 38.93%     | 39.53% | 37.60% |
| 净债务/EBITDA    | --         | 8.14   | 8.91   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | 2.81   | 2.56   |
| 总债务/总资本       | 36.71%     | 36.75% | 35.12% |
| FFO/净债务       | --         | 6.33%  | 4.21%  |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 3.29%      | 5.42%  | -0.57% |
| 自由现金流/净债务     | 2.30%      | -1.53% | -4.66% |

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

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

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6月5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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

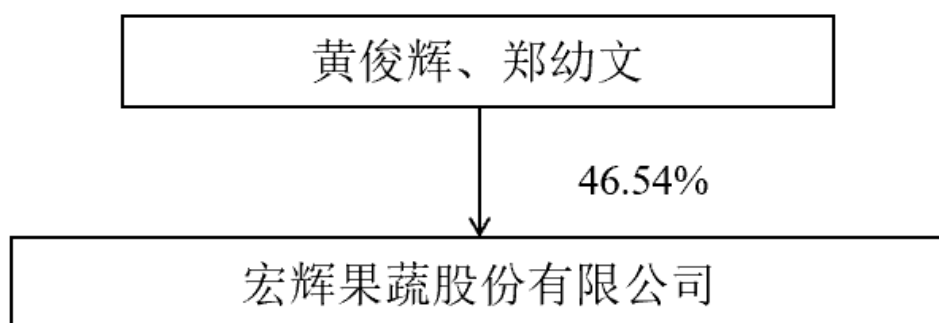
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2025 年 3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 0.66       | 0.59   | 0.39   | 0.44   |
| 应收账款          | 7.45       | 7.41   | 6.41   | 5.57   |
| 存货            | 3.12       | 3.30   | 3.79   | 3.92   |
| 流动资产合计        | 12.06      | 12.11  | 11.34  | 10.67  |
| 固定资产          | 5.24       | 5.29   | 5.05   | 3.35   |
| 非流动资产合计       | 7.19       | 7.25   | 7.10   | 7.12   |
| 资产总计          | 19.25      | 19.36  | 18.44  | 17.79  |
| 短期借款          | 4.38       | 4.36   | 3.98   | 3.45   |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.01       | 0.01   | 0.00   | 0.00   |
| 流动负债合计        | 4.99       | 5.14   | 4.61   | 4.12   |
| 长期借款          | 0.08       | 0.09   | 0.00   | 0.00   |
| 应付债券          | 2.35       | 2.35   | 2.24   | 2.13   |
| 长期应付款         | 0.00       | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 非流动负债合计       | 2.51       | 2.51   | 2.32   | 2.20   |
| 负债合计          | 7.49       | 7.65   | 6.93   | 6.31   |
| 总债务           | 6.82       | 6.80   | 6.23   | 5.58   |
| 其中：短期债务       | 4.39       | 4.37   | 3.98   | 3.45   |
| 长期债务          | 2.43       | 2.43   | 2.24   | 2.13   |
| 所有者权益         | 11.76      | 11.71  | 11.50  | 11.48  |
| 营业收入          | 2.46       | 10.80  | 10.86  | 11.33  |
| 营业利润          | 0.05       | 0.21   | 0.19   | 0.47   |
| 净利润           | 0.05       | 0.17   | 0.20   | 0.46   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.21       | 0.35   | -0.03  | -0.39  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.06      | -0.44  | -0.25  | -0.41  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.07      | 0.30   | 0.23   | 1.07   |
| 财务指标          | 2025 年 3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| EBITDA（亿元）    | --         | 0.80   | 0.69   | 0.83   |
| FFO（亿元）       | --         | 0.41   | 0.26   | 0.27   |
| 净债务（亿元）       | 6.24       | 6.52   | 6.15   | 5.46   |
| 销售毛利率         | 6.86%      | 9.06%  | 8.01%  | 8.45%  |
| EBITDA 利润率    | --         | 7.42%  | 6.36%  | 7.29%  |
| 总资产回报率        | --         | 2.60%  | 2.52%  | 3.85%  |
| 资产负债率         | 38.93%     | 39.53% | 37.60% | 35.49% |
| 净债务/EBITDA    | --         | 8.14   | 8.91   | 6.61   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | 2.81   | 2.56   | 3.39   |
| 总债务/总资本       | 36.71%     | 36.75% | 35.12% | 32.71% |

|               |       |       |        |        |
|---------------|-------|-------|--------|--------|
| FFO/净债务       | --    | 6.33% | 4.21%  | 5.03%  |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 3.29% | 5.42% | -0.57% | -7.14% |
| 速动比率          | 1.79  | 1.71  | 1.64   | 1.64   |
| 现金短期债务比       | 0.15  | 0.13  | 0.10   | 0.13   |

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 2025 年一季报，中证鹏元整理

## 附录三 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                                                                              |

## 附录四 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              |
|-----|-----------------|
| 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。

### 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。

### 债务人个体信用状况符号及定义

| 符号  | 定义                                             |
|-----|------------------------------------------------|
| aaa | 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。 |
| aa  | 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。  |
| a   | 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。   |
| bbb | 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。    |
| bb  | 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   | 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。    |
| ccc | 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。     |
| cc  | 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。      |
| c   | 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                 |
|----|--------------------|
| 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。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号