

信用评级公告

联合〔2021〕4601号

联合资信评估股份有限公司通过对上海百润投资控股集团股份有限公司及其拟发行的可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定上海百润投资控股集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，上海百润投资控股集团股份有限公司可转换公司债券信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

上海百润投资控股集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

公司主体信用等级：AA
本次可转换公司债券信用等级：AA
评级展望：稳定

债项概况

债券规模：不超过 12.80 亿元（含）
债券期限：6 年
转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：麦芽威士忌陈酿成熟项目

评级时间：2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

上海百润投资控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内从事预调鸡尾酒和食用香精的研发、生产和销售上市公司，在细分市场地位、技术研发等方面具有一定竞争优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司所处细分市场规模小，可转债发行将加重公司债务负担等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本次可转换公司债券发行规模不超过 12.80 亿元（含），期限为 6 年，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

未来，随着居民可支配收入水平的进一步提高，预调鸡尾酒的受众群体将进一步扩大，公司综合实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- “RIO（锐澳）”品牌知名度、市场认可度高。公司旗下“RIO（锐澳）”为国家驰名商标，品牌知名度高，在预调鸡尾酒细分行业中市场占有率排名第一，具备较明显的规模优势和先发竞争优势。
- 研发创新优势明显。公司深耕香精香料行业 20 余年，积累大量的产品与技术，在预调鸡尾酒品质及口味研发过程中发挥了重要的战略协同效应。截至 2020 年底，公司预调鸡尾酒产品已经形成了微醺、经典、清爽、强爽和夜狮等多个系列 40 多种口味的产品布局，以满足不同消费者和不同消费场景的需求。
- 财务弹性良好，主业盈利能力显著提升。2018 年以来，公司营业收入和利润总额不断增长，年均复合增长率分别为 25.16% 和 97.39%，主业盈利能力显著增强；截至 2020 年底，公司现金类资产充足且经营获现能力较强，有息债务规模小，债务负担轻。
- 2020 年 11 月，公司非公开发行股票上市。公司向特定投

分析师：刘 哲
李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

资者发行人民币普通股（A股）1604.98万股，共募集资金10.06亿元，扣除发行费用后全额用于“烈酒（威士忌）陈酿熟成项目”。

关注

1. **细分市场规模小。**根据欧睿国际统计，2019年中国预调鸡尾酒销量占酒饮料销售比例仅为0.2%左右，细分市场规模小。
2. **可转债的发行预计将加重公司现有负担。**截至2020年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为17.20%和0.04%，若本次12.80亿元规模可转换公司债券发行成功，上述指标将分别上升至37.71%和28.47%，长期债务资本化比率为28.45%。
3. **公司非公开发行股票及可转债募投项目投产后存在效益不达预期的风险。**尽管公司对非公开及可转债募投项目进行了审慎的可行性研究论证，若市场环境、客户需求等不确定性因素发生变化，则募投项目有可能无法实现预期效益，从而对公司业绩产生不利影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	6.43	4.88	15.06	12.80
资产总额 (亿元)	24.25	25.62	38.87	42.01
所有者权益 (亿元)	19.23	20.03	32.18	33.49
短期债务 (亿元)	0.10	0.01	0.01	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.10	0.01	0.01	0.00
营业收入 (亿元)	12.30	14.68	19.27	5.17
利润总额 (亿元)	1.73	3.81	6.75	1.68
EBITDA (亿元)	2.49	4.54	7.70	--
经营性净现金流 (亿元)	3.42	5.30	7.23	2.94
营业利润率 (%)	64.03	63.35	60.31	60.45
净资产收益率 (%)	6.43	14.99	16.64	--
资产负债率 (%)	20.69	21.80	17.20	20.27
全部债务资本化比率 (%)	0.52	0.05	0.04	0.00
流动比率 (%)	208.73	163.69	280.82	195.35
经营现金流动负债比 (%)	76.22	107.28	111.20	--
现金短期债务比 (倍)	64.32	494.75	1328.16	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	97.08	7425.20	331.66	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.04	0.00	0.00	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	26.35	24.27	38.88	39.45
所有者权益 (亿元)	25.23	23.93	38.58	38.99
全部债务 (亿元)	0.00	0.01	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	2.07	2.41	2.79	0.77
利润总额 (亿元)	0.37	1.05	8.08	0.48
资产负债率 (%)	4.27	1.40	0.77	1.17
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.04	0.00	0.00
流动比率 (%)	1391.26	4296.18	10426.95	6645.65
经营现金流动负债比 (%)	33.82	1039.05	451.83	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. 2019 和 2020 年公司全部债务规模过小, 导致全部债务/EBITDA 数值过小
资料来源: 公司提供

主体评级历史: 首次评级

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由上海百润投资控股集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


李敬之

联合资信评估股份有限公司

上海百润投资控股集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

上海百润投资控股集团股份有限公司（以下简称“百润股份”或“公司”）前身系上海百润香精香料有限公司（以下简称“百润香料”），于1997年6月设立，初始注册资本为100.00万元。2008年10月，经百润香料股东会决议，按经会计师事务所审计的净资产折股，整体变更设立股份公司。2011年3月，经中国证券监督管理委员会证监许可（2011）332号文核准，公司公开发行2000.00万股人民币普通股并在深圳证券交易所上市（股票简称：百润股份，股票代码：002568.SZ）。截至2021年3月底，公司总股本为53585.24万元。其中自然人刘晓东先生持股比例为40.52%，为公司控股股东和实际控制人。截至2021年5月19日，公司实际控制人刘晓东先生累计质押1865.00万股，占其所持股份的8.59%，占公司总股本的3.48%。

公司经营范围：香精香料的制造加工；香精香料化工原料及产品批发零售；经营本企业资产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务（但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）。

截至2021年3月底，公司本部内设巴克斯酒业、证券部、法务部、财务部、行政人事部及香精香料事业部等部门，详见附件1-2；纳入合并范围的子公司18家，其中子公司上海巴克斯药业有限公司（以下简称“巴克斯酒业”）2020年实现营业收入17.50亿元，占合并口径的90.81%，截至2020年底，公司持有的巴克斯酒业股权100.00%，所持股份均未质押。

截至2020年底，公司合并资产总额38.87亿元，所有者权益32.18亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2020年，公司实现营业收入19.27亿元，利润总额6.75亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额42.01亿元，所有者权益33.49亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2021年1-3月，公司实现营业收入5.17亿元，利润总额1.68亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区康桥工业区康桥东路558号；法定代表人：刘晓东。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“上海百润投资控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“可转债”），本次债券发行规模为不超过12.80亿元（含），债券期限为自发行之日起6年，转股期限为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券票面利率由股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值100元，按面值发行，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前20个交易日公司股票交易均价=前20个交易日公司股票交易总额/该20个交易日公司

股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，公司将按上述条件出现的先后顺序，依次对转股价格进行累积调整，具体调整办法如下（调整值保留小数点后两位，最后一位实行四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1=P_0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1=(P_0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1=(P_0+A\times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1=P_0-D$ ；

上述三项同时进行： $P_1=(P_0-D+A\times k)/(1+n+k)$ ；

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个工作日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情

况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3000.00 万元时，公司有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次债券的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本次债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本次债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次募投项目投产运营可扩大公司产品种类，进一步提高公司综合竞争力。

本次债券募集资金总额不超过人民币 12.80 亿元（含），扣除发行费用后，拟全部用于以下项目。

表 1 本次债券募集资金运用概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)
1	麦芽威士忌陈酿熟成项目	155957.01	128000.00
合计		155957.01	128000.00

资料来源：公司提供

“麦芽威士忌陈酿熟成项目”计划项目实施周期 36 个月，待建成并完全达产后，能实现约 33750.00kL 麦芽威士忌原酒（酒精度约 70 度）的储藏能力。该项目预计项目财务内部收益率（税后）为 8.80%，含建设期的静态投资回收期（税后）为 12.08 年。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20
--------------	------	------	------	------	------

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季

度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了

上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

四、行业分析

公司主要从事预调鸡尾酒和食用香精的生产、研发与销售工作；产品属于酒、食品及饮料行业。由于公司超80%收入由预调鸡尾酒业务贡献，下文将以酒、饮料和精制茶制造业进行分析，预调鸡尾酒属于该行业的细分行业。

1. 行业概况

预调鸡尾酒的概念兴起于欧洲，近年来逐渐进入中国市场，目前销售主要集中在一、二线城市。

预调鸡尾酒最早于20世纪80年代出现于欧洲，凭借其独特的口感和饮用文化，在日本、澳大利亚、新西兰及东南亚市场得到较大的发展。中国酒类消费以白酒和啤酒为主，近年来随着中国经济的发展和国际化的不断深入，东西方酒类文化不断融合，中国消费者的酒类消费观念也在发生变化，消费呈现个性化、健康化和多样化特征。预调鸡尾酒的出现恰好迎合了国内年轻一代消费者对低酒精类饮品的消费诉求。此外，2018年7月，中国酒业协会发布了T/CBJ5101《预调鸡尾酒》团体标准，为预调鸡尾酒行业提供了更加健康、有序、规范的市场发展环境。

从世界范围来看，欧美等发达国家预调鸡尾酒占酒精饮料比例远高于目前国内水平，国内预调鸡尾酒的人均消费量仍较低。中国与日本饮食文化相近，较之日本市场，中国预调鸡尾酒市场存在较大的市场增长空间。目前，中国预调鸡尾酒主要消费市场集中于一二线城市，销售渠道主要以非即饮渠道为主，酒吧、KTV、餐厅等即饮渠道市场份额较少。在国内人均可支配收入持续增长、消费者对预调鸡尾酒品牌和品类认识的逐步加深、人口结构变化、饮用洋酒氛围逐步成熟等综合因素的影响下，预调鸡尾酒也将逐步向三、四线城市和餐饮消费等即饮渠道进一步扩张，从而推动预调鸡尾酒市场规模的持续增长。

2020年，全国酒、饮料和精制茶制造业营业收入14829.60亿元，同比下降3.09%；实现利润

总额2414.00亿元，同比增长8.91%；企业单位数5658家，同比下降6.99%。

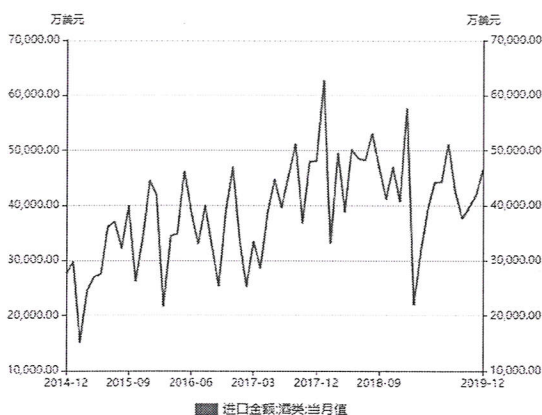
2. 上下游情况

预调鸡尾酒原料以进口酒、果汁等为主，市场供应充足；销售终端为消费者。

从整体上看，酒、饮料和精制茶制造业的上游主要为粮食、水果、糖等农副产品，下游主要为经销商及终端消费者。预调鸡尾酒的原材料主要为各类基酒、果汁等。

上游方面，基酒及果汁的市场供应量充足，预调鸡尾酒的生产以进口基酒与果汁为主。2020年，中国进口酒类及饮料³共计53.81亿美元。2015—2019年，中国酒类进口金额波动式增长；2019年，当年进口金额为49.70亿美元。

图1 2015—2019年中国酒类进口金额

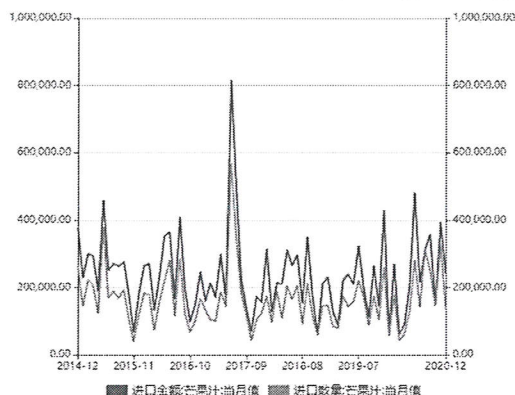


资料来源：Wind

果汁方面，以进口芒果汁为例，2015—2020年，中国进口芒果汁从量和价上均出现波动下降。2020年，中国累计进口芒果汁284.00万美元。

图2 2015—2020年中国芒果汁进口金额

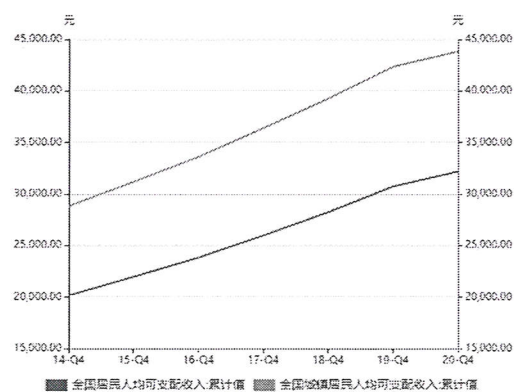
(单位：美元、千克)



资料来源：Wind

下游方面，预调鸡尾酒的终端客户是消费者，目前主要消费市场集中在二线城市。2014—2020年，中国居民人均可支配收入与城镇居民人均可支配收入均逐年增长；2020年，全国居民人均可支配收入与城镇居民人均可支配收入分别为3.22万元和4.38万元，较上年分别增长4.89%和3.30%。

图3 2014—2020年中国人均可支配收入情况



资料来源：Wind

3. 行业政策

中国出台了多项法律法规及相关政策以规范食品行业，尤其是对食品质量予以高度关注。

酒、饮料及精制茶行业政策亦受食品制造相关政策影响，国内食品制造行业政策主要在于规范食品安全。

³ 2020年以来，海关总署不再单独统计酒类进口金额及数据。

表 3 中国食品制造业相关政策情况

时间	部门	法律法规及相关政策	基本情况
2016年5月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营日常监督检查管理办法》(国家食品药品监督管理总局令第23号)	加强食品生产经营活动的日常监督检查,规范日常检查事项、要求及法律责任等
2016年12月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营风险分级管理办法(试行)》	食品生产经营风险分级,程序要求,结果运用
2017年4月	国家食品药品监督管理总局	《关于食品生产经营企业建立食品安全追溯体系的若干规定》	对食品生产经营企业建立食品安全追溯体系,各类企业应当记录的基本信息以及信息记录、保存和衔接等方面作出具体规定
2018年10月	全国人大常委会	《中华人民共和国农产品质量安全法》	对农产品质量安全标准,农产品产地,农产品生产,农产品包装和标识,农产品质量安全监督检查等方面进行规范
2018年11月	国家卫生健康委员会	《关于印发2018年度食品安全国家标准立项计划的通知》	制定了食品相关产品标准食品产品标准及食品添加剂质量规格标准、食品添加剂质量规格标准及检验方法标准等,最新且更加严格的标准会使食品安全行业更加健康发展
2018年12月	全国人大常委会	《中华人民共和国食品安全法》	对食品生产经营中涉及食品安全风险监测和评估,食品安全标准,食品生产经营,食品检验,食品进出口,食品安全事故处置,食品安全监督管理等方面进行规范
2019年9月	国家市场监督管理总局	《关于规范使用食品添加剂的指导意见》	对食品生产者使用食品添加剂作出具体规定
2019年12月	国务院	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	进一步进行了一定的补充和完善,其中包括了严控源头风险、严查掺杂掺假、严格“处罚到人”严惩失信失德以及严打恶意违法等重要内容
2020年3月	国家市场监督管理总局	《食品生产许可管理办法》	对食品生产许可的申请、受理、审查、决定及其监督检查等方面作出具体规定

资料来源:联合资信整理

4. 行业关注

(1) 原材料价格波动影响

原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响而产生浮动,如果原材料价格上涨而产品销售价格保持不变,产品毛利率水平将下降,从而对预调鸡尾酒行业产生不利影响。

(2) 食品安全问题

食品安全问题造成了国内外部分消费者对中国的信任危机,将直接影响食品生产企业产品的市场需求。近年来国内爆发了一系列的食品安全事件,如苏丹红事件、三聚氰胺事件等。同时,公众的食品安全意识逐步提高,对食品行业要求越来越高,若出现食品安全方面的突发事件将对整个预调鸡尾酒行业的经营与声誉产生重大不利影响。

(3) 细分市场规模小

中国酒类消费以白酒和啤酒为主,消费者

对于预调鸡尾酒的认知仍有待提高。根据欧睿国际统计,2019年日本、澳大利亚、美国的预调鸡尾酒占酒饮料销量比重已达到16.6%、8.1%和4.5%,中国预调鸡尾酒销量占比仅0.2%左右,细分市场规模小。

5. 行业发展

由于东西方酒文化的不断融合,人们对预调鸡尾酒的认知不断加深,需求不断增长,尤其符合现代年轻人的消费需求,因此其市场需求将持续增长,市场前景广阔。随着国民经济的持续高速发展,城乡差距、地区差距将会逐步缩小,国内中小城市以及乡镇农村市场的消费者购买能力不断提高。今后,预调鸡尾酒在消费区域上将有所突破,将从目前以大城市消费为主,逐步拓展到中小城市以及广大农村,这将会极大促进预调鸡尾酒的消费增长。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司总股本为5.36亿元，其中自然人刘晓东先生持股比例为40.52%，为公司控股股东和实际控制人。截至2021年5月19日，公司实际控制人刘晓东先生累计质押1865.00万股，占其所持股份的8.59%，占公司总股本的3.48%。

2. 企业规模和竞争力

公司主要从事预调鸡尾酒及香精香料的研究、生产和销售，在产业链布局、品牌影响力、研发创新和品质保证等方面具备明显的竞争优势。

经过多年发展，公司形成以预调鸡尾酒和香精香料两大业务为主的经营格局。公司深耕香精香料行业20余年，是国内香精香料行业技术领先的高新技术企业，在食用香精香料领域得到了市场及客户的广泛认同。公司被中国轻工业联合会评定为中国轻工业科技百强企业、中国香料香精行业十强企业。子公司巴克斯酒业目前已成为国内预调鸡尾酒龙头企业，“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒为国家驰名商标，市场占有率持续提升，据上海酿酒专业协会的数据显示，按销量计算，“RIO（锐澳）”在鸡尾酒行业市场占有率逐年提升，2019年“RIO（锐澳）”在鸡尾酒行业市场占有率提升至84%，占据绝对领先地位。此外，巴克斯酒业还是中国酒业协会《预调鸡尾酒》团体标准的主要起草单位。

公司全产业链布局已具有一定规模，战略性协同效应充分显现。公司预调鸡尾酒业务和香精香料业务，在基础技术研究、新产品开发、供应链管理等方面共享资源、协同增效，共同提升双品牌知名度和市场占有率，实现业务协同发展，提升公司整体价值。烈酒基地的建成不仅降低预调鸡尾酒产品成本，保证基酒高质高效供应，更使产品可控度高、可追溯性强，产品安全更有保障；同时也为公司推广烈酒及配制酒新品奠定良好基础。低酒精度饮料及烈酒文化体验中心的建设，有助于公司实现产业升级、体验

升级和品牌升级。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至2020年底，公司董事、监事及高级管理人员共12人。其中，董事长1人、非独立董事3人、独立董事3人、监事3人、非董事高级管理人员2人。

刘晓东先生，1967年出生，硕士学位；曾在原兰州卷烟厂、深圳波顿香料有限公司、原上海爱普香料有限公司任职；1997年至今，在公司工作，现任公司董事长兼总经理。

张其忠先生，1969年出生，硕士学位；曾任原中国第一铅笔股份有限公司子公司财务科科长助理、财务科副科长；1999年至今，在公司工作，现任公司董事、副总经理、财务负责人。

截至2021年3月底，公司本科及以上学历教育程度人员占比超过30.00%，年龄结构较合理，专业构成以销售人员为主，能够满足公司日常生产经营需要。

表4 截至2021年3月底公司员工情况

类别	构成	占比 (%)
专业构成	技术人员	10.59
	销售人员	56.92
	管理人员	6.92
	财务人员	2.72
	行政人员	12.13
	生产人员	10.71
教育程度	研究生及以上	3.43
	本科	27.93
	大专及以下	68.64
年龄构成	50岁以上	19.35
	31~50岁	78.46
	30岁及以下	2.19

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供 联合资信整理

4. 税收优惠

母公司作为高新技术企业，享受税收优惠。

母公司通过高新技术企业认证，享受以15%

税率计缴企业所得税的优惠政策。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91310000632005686K），截至2021年5月13日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

截至2021年6月21日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等一系列治理规范性文件的要求和现代企业管理规范，设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

股东大会是公司的权力机构，其职权包括：决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算、决算方案，审议批准公司利润分配和弥补亏损方案，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，修改公司章程等。

公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名，董事长由董事会全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会对股东大会负责，其职权包括：召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、决定公司内部管理机构的设置、制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事由股东大会选举产生，职工监事通过职工代表

大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会是公司的监督机构，监事会对股东大会负责，其职权包括：检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等。

公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，总经理负责主持公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，根据《会计法》《企业会计准则》《企业财务会计报告条例》《企业会计制度》等有关法律和法规，结合具体情况，公司制定了一系列财务管理规定以及相关的操作流程。上述规定和操作流程在资产管理、费用控制等方面均作出了详细的、具有操作性的规定，并明确制定了会计核算办法以及会计档案管理制度，规范了公司的会计核算和财务基础管理。

投资方面，为适应企业快速发展需要，同时严控投资风险，公司规定了系统的对外投资管理规则，明确了投资审批权限，避免投资的盲目性。

资金管理方面，公司制定了《募集资金管理制度》，对募集资金专户存储、使用、变更、监督以及募集资金使用的申请、分级审批权限、决策程序、风险控制措施、信息披露程序和责任追究等内容进行了明确规定。

安全生产方面，公司按照国家法律法规制定安全生产管理制度、各重要工种安全操作规程、设置安全生产管理机构、配备专职安全管理人员，建立了较完备的安全生产管理体系和安全生产责任制度。

质量管理方面，公司坚持以质量为中心，执行全面的食品安全和质量控制体系，并贯穿预调鸡尾酒业务及食用香精业务生产过程的各重

要环节。

七、重大事项

2020年5月9日，公司公告《2020年度非公开发行股票预案》，拟募集不超过100600.00万元，扣除发行费用后拟全额用于“烈酒（威士忌）陈酿熟成项目”。随着国内以威士忌作为基酒的预调鸡尾酒品种需求日益上升，公司对威士忌基酒的需求也将不断增长。目前公司威士忌基酒均通过外购解决，受国际市场供给不稳定、贸易壁垒等因素的影响，外购威士忌面临供应短缺、原材料价格波动等风险，也难以满足公司对威士忌基酒口味多样化及品质稳定的要求。因此，公司正在实施烈酒生产线项目，建设完工之后，将新增威士忌原酒产能，以满足预调鸡尾酒对威士忌基酒的需求。

从项目构成上看，建设投资为10.17亿元，占项目总投资的86.62%。其中，橡木桶购置费7.00亿元，建筑工程费2.16亿元，合计占建设投资的90.08%。

2020年8月24日，公司收到证监会证监许可（2020）1861号《关于核准上海百润投资控股集团股份有限公司非公开发行股票的批复》核准，公司向符合中国证监会相关规定条件的特定投资者发行人民币普通股（A股）1604.98万股，每股面值人民币1元，每股发行价格62.68元，发行前公司股本总数为51980.27万股，发行后公司股本总数为53585.24万股。截至2020年底，公司2020年度非公开发行股票事项实施完毕。

尽管公司对非公开发行股票的募投项目进行了审慎的可行性研究论证，但若市场环境、客户需求等不确定性因素发生变化，募投项目有

可能无法实现预期效益，从而对公司业绩产生不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司营业收入和利润总额不断增长，主业盈利能力显著增强；2020年受新会计准则调整影响，综合毛利率有所下降。

公司主要从事预调鸡尾酒和食用香精的生产、研发与销售工作。公司收入主要由预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精两块业务组成。2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长25.16%；营业成本持续增长，年均复合增长31.35%；公司利润总额波动增长，年均复合增长97.39%。

从收入构成来看，预调鸡尾酒（含气泡水）是公司主要收入来源，2018—2020年，随着市场需求的增长，预调鸡尾酒（含气泡水）类产品销售收入逐年增长，该板块收入年均复合增长率为28.00%。受市场竞争加剧及公司产品结构调整影响，2018—2020年，公司食用香精产品收入持续增长，年均复合增长5.15%。

从产品毛利率情况看，2018—2020年，公司综合毛利率持续下降。其中，预调鸡尾酒（含气泡水）产品毛利率持续下降，主要系2020年受执行新会计准则影响，运输费重分类至营业成本所致；食用香精产品毛利率波动增长，其中2019年毛利率上升主要系公司优化产品定价机制所致，2020年毛利率下降主要系受执行新会计准则影响，运输费重分类至营业成本所致。综合来看，剔除新会计准则的影响，公司产品毛利率水平整体较为稳定。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
预调鸡尾酒（含气泡水）	10.45	84.96	69.46	12.79	87.12	68.55	17.12	88.86	65.37	4.58	88.49	67.16
食用香精	1.80	14.66	64.28	1.81	12.33	66.93	1.99	10.30	66.27	0.50	9.63	66.35
其他	0.05	0.38	65.42	0.08	0.55	52.89	0.16	0.84	70.31	0.10	1.88	79.86
合计	12.30	100.00	68.68	14.68	100.00	68.27	19.27	100	65.50	5.17	100.00	67.32

资料来源：公司提供

2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，同比增长52.88%，主要系公司主要产品销售增长所致；营业利润率为60.45%，同比下降1.46个百分点，同比变化不大。

2. 原材料采购

2018—2020年，随着市场需求的增长，公司物料采购金额占比较大，整体采购金额逐年增长，供应商集中度较高。

公司生产所需的原材料以各类基酒、果汁、糖为主，物料以玻璃瓶、易拉罐为主。

采购模式方面，预调鸡尾酒（含气泡水）业务由公司设立的采购部负责采购事宜。供应计划部根据生产计划或生产安排，并结合实际库存等情况制定《采购计划》，按照采购物料技术标准在《合格供方名录》中选择合适的供方，与其签订合同进行具体采购。采购的原材料到货后，质量部对物料的进货进行检验工作，储运部负责卸货及清点确认工作，切实保障进厂原材料的质量合格，数量及品类与采购所需原材料保持一致。

采购单价方面，公司原材料采购价格根据市场销售情况以定价。原材料方面，2018—2020年，公司基酒及糖的采购均价变化不大；公司果汁采购价格波动增长，年均复合增长22.85%。物料方面，2018—2020年，公司玻璃瓶及易拉罐采购均价变化不大。

采购总额方面，公司物料采购总额占比较大。其中，2018—2020年，公司玻璃瓶采购金额波动下降，年均复合下降5.15%；公司易拉罐采购量逐年增长，年均复合增长60.10%，主要系微醺系列产品市场需求大幅增长所致。原材料方面，2018—2020年，随着产量的增长，基酒、果汁和糖三种主要原材料采购金额均逐年增长，年均复合增长率分别为37.73%、74.62%和39.47%。

在选择供应商时，前期采购部根据物料技术标准和生产需要，通过对物料的质量、价格、供货周期、技术服务、售后保障、企业资质证明

等因素进行合理比较，选择合适的供应商。2018—2020年，公司前五大供应商集中度较高，且逐年增长；2020年，第一大供应商的采购占比超过15%，公司对其存在一定依赖。

表 6 2018—2020 年公司前五大供应商情况

年份	序号	供应商名称	采购金额 (万元)	占公司采购 总额比例 (%)
2018 年	1	供应商 A	2847.49	8.79
	2	供应商 B	2058.82	6.36
	3	供应商 C	1843.78	5.69
	4	供应商 D	1632.16	5.04
	5	供应商 E	1189.71	3.67
	合计			9571.95
2019 年	1	供应商 A	2943.93	7.08
	2	供应商 B	2807.38	6.75
	3	供应商 C	2671.07	6.42
	4	供应商 D	2080.66	5.00
	5	供应商 E	1961.39	4.72
	合计			12464.44
2020 年	1	供应商 A	7914.82	15.66
	2	供应商 B	3739.84	7.40
	3	供应商 C	2375.87	4.70
	4	供应商 D	2245.83	4.44
	5	供应商 E	2185.43	4.32
	合计			18461.78

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

3. 产品生产

2018—2020年，公司主要产品产量保持增长，预调鸡尾酒（含气泡水）产能有所提升，产能利用率小幅增长，但仍处较低水平。

公司主要产品以预调鸡尾酒（含气泡水）和食用香精为主。预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品，主要由水、糖、果汁、酒基（伏特加、威士忌、白兰地、朗姆等）、酸料等调制后，充加二氧化碳制成，属于低酒精度饮料，是可供日常饮用的快速消费品。公司生产的预调鸡尾酒业务主要包括“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒产品。食用香精广泛应用于食品工业，包含果汁饮料、冰品乳品、烘焙类食品等众多食品领域，也应用于烟草行业。

预调鸡尾酒（含气泡水）方面，公司拥有上

海、天津、成都、佛山四个生产基地，用于自产预调鸡尾酒产品。具体生产模式为：每月末供应计划部编制下个月的月生产计划，并将编制的计划提前发放至生产部、储运部等部门，以备各部门提前计划，做好部门协调工作安排，组织落实生产任务。生产部会根据实际销售情况对已

制定的生产计划作动态调整。食用香精方面，由于公司生产的香精属于非标准化产品，需根据客户的具体要求进行研发与生产，因此公司在日常经营中采用了“以销定产”的生产模式，即根据公司业务承接安排和组织生产，生产方式为自产。

表 7 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司主要产品生产情况

名称	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
预调鸡尾酒 (含气泡水)	产能(万箱/年)	4600.00	4600.00	6600.00	1650.00
	产量(万箱)	1037.08	1290.84	1884.32	658.77
	产能利用率(%)	18.99	26.73	28.55	39.93
食用香精	产能(吨/年)	3000.00	3000.00	3000.00	750.00
	产量(吨)	1803.46	1885.45	1915.57	739.33
	产能利用率(%)	60.12	62.85	63.85	98.58

资料来源：公司提供

2018—2020年，公司预调鸡尾酒(含气泡水)产能由于新厂产能释放，2020年产能大幅提高43.48%；公司食用香精产能保持稳定。2018—2020年，预调鸡尾酒(含气泡水)及食用香精产量均保持增长，年均复合增长34.79%和3.06%。

公司预调鸡尾酒(含气泡水)业务产能利用率持续增长，但始终处于较低水平。为满足产品运输半径需求及未来发展，公司在上海、天津、四川、广东等地设厂，产能配置较高。但除上海与天津工厂产能利用率较高以外，其他工厂产能利用率均不高，与产品销售集中在华东区域有一定关系。公司食用香精业务产能利用率持续增长，但产能利用率水平不高，主要系食用香精业务采用“以销定产”的方式，导致实际产量与产能有所差距所致。

4. 产品销售

2018—2020年，受市场需求增长的影响，公司主要产品销量逐年增长，产销率波动增长且维持在较高水平；公司客户集中度低。

公司预调鸡尾酒类产品主要销往各级经销商，食用香精产品主要客户为各类食品加工企业。

公司生产的各类预调鸡尾酒产品属于快速消费品，销售模式是以经销模式为主，直销模式

为辅，分为线下零售渠道、数字零售渠道和即饮渠道等。经销模式指公司通过广泛的经销商群体将产品延伸至零售终端或平台，系目前主要的销售模式，目前公司主要采取预收款为主的结算方式，给予部分客户一定的授信赊销额度；直销模式指公司在部分大型连锁商超、天猫及京东等第三方网络销售平台进行直接销售，使产品直接面向终端消费者。食用香精业务制定了“以大客户为依托，以中小客户为辅助”的销售策略，主要采用了直销和经销相结合，以直销为主的销售模式。

为激励经销商持续扩大预调鸡尾酒的销售规模，巴克斯酒业根据各经销商客户的业务合作等因素的综合考量，制定以年度、季度为核算周期的销售返利政策，给予经销商客户合理的销售返利。各期末其他流动负债中预计销售返利根据经销商购销合同及当期各经销商实际合作情况进行核算，并随着经销商的实际使用而减少。

从产品销售情况看，2018—2020年，由于市场需求增长，公司预调鸡尾酒(含气泡水)类和食用香精类产品销量均逐年增长，年均复合增长35.61%和3.43%。产销率方面，2018—2020年，预调鸡尾酒(含气泡水)和食用香精的产销率均波动增长，且维持在较高的水平。

销售价格方面, 2018—2020年, 公司预调鸡尾酒(含气泡水)类产品结构调整, 瓶装产品占比持续下降, 公司年报上反映预调鸡尾酒(含气泡水)产品销售均价逐年下降, 年均复合下降

5.61%, 但从各个细分品种来看, 销售均价相对稳定; 受原材料价格增长及新产品价格增长的影响, 公司食用香精类产品销售均价逐年提高, 年均复合增长12.25%。

表 8 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司主要产品销售情况

名称	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
预调鸡尾酒 (含气泡水)	销量(万箱)	983.19	1268.71	1807.98	490.07
	产销率(%)	94.80	98.29	95.95	74.39
	销售均价(元/箱)	106.29	100.84	94.69	93.39
食用香精	销量(吨)	1807.84	1872.87	1934.07	540.98
	产销率(%)	100.24	99.33	100.97	73.17
	销售均价(元/千克)	113.96	128.29	143.60	141.85

资料来源: 公司提供

从销售区域来看, 公司产品销售以华东和
华南区域为主。2018—2020年, 华东区域的销售

金额占比均超过四成, 且销售金额逐年增长, 年均复合增长17.75%。

表 9 2018—2020 年公司区域销售情况

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
华北区域	17710.26	14.40	21659.60	14.75	24554.48	12.74
华东区域	49630.04	40.34	60557.03	41.24	83934.78	43.57
华南区域	34951.39	28.42	40976.12	27.91	49406.93	25.64
华西区域	20242.10	16.46	22839.51	15.55	33156.02	17.21
其他	465.33	0.38	811.70	0.55	1612.11	0.84
合计	122999.13	100.00	146843.96	100.00	192664.32	100.00

资料来源: 联合资信根据公司年度报告整理

客户集中度方面, 2018—2020年, 公司对前
五大客户的销售收入占营业收入的比例逐年增

长, 客户集中度低, 前五大客户中以预调鸡尾酒
(含气泡水)业务居多。

表 10 2018—2020 年公司前五大客户情况

年份	序号	客户名称	销售金额(万元)	占营业收入的比例(%)
2018年	1	客户 A	4057.85	3.30
	2	客户 B	3820.27	3.11
	3	客户 C	2989.17	2.43
	4	客户 D	2851.02	2.32
	5	客户 E	2488.50	2.02
		合计		16206.81
2019年	1	客户 A	4735.17	3.22
	2	客户 B	4502.91	3.07
	3	客户 C	3759.91	2.56

	4	客户 D	3159.59	2.15
	5	客户 E	2781.18	1.89
	合计		18938.76	12.89
2020年	1	客户 A	7164.78	3.72
	2	客户 B	6099.21	3.17
	3	客户 C	4672.20	2.43
	4	客户 D	4168.47	2.16
	5	客户 E	3567.61	1.85
	合计		25672.27	13.33

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

5. 在建工程

公司在建工程尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

截至2020年底，公司在建工程主要围绕烈酒展开，总投资规模为20.49亿元，截至2020年

底已累计投资26.70%，公司存在一定的资金支出压力。“烈酒（威士忌）陈酿熟成项目”在总投资中占比最大，截至2020年底已完成投资进度为6.21%。

表 11 截至 2020 年底公司在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案 (贷款/自筹)	资金落实情况及债务 资金偿债来源	截至2020年 底完成投资 情况	2021年投资 计划	2022年投资 计划	预计完工时 间
成都伏特加项目	57500.00	自筹	自有资金	47147.54	8914.96	1437.50	2022年12月31日
烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	117381.96	自筹	2020年非公开发行股票募集资金	7289.43	50000.00	60092.53	2023年7月31日
烈酒品牌文化体验中心	30000.00	自筹	自有资金	270.39	15006.55	14723.06	2022年12月31日
合计	204881.96	—	—	54707.36	73921.51	76253.09	--

注：1. 成都伏特加项目目前主体结构已完工，进入设备安装调试阶段；2. 烈酒品牌文化体验中心项目目前处在土地报批阶段
资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司主要从事预调鸡尾酒的生产销售，与其他从事啤酒和饮料生产销售的上市公司相比，公司整体经营效率处于行业中上等水平。

从经营效率指标看，2018—2020年，公司存货周转次数逐年提高，分别为5.02次、5.63次和6.82次。公司销售债权周转次数逐年提高，分别为12.63次、13.03次和16.85次。公司总资产周转次数逐年增长，分别为0.52次、0.59次和0.60次。与其他从事啤酒和饮料生产销售的上市公司相

比，公司整体经营效率处于行业中上等水平。

表 12 2020 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转 次数（次）	应收账款周转 次数（次）	总资产周转 次数（次）
燕京啤酒	1.71	50.60	0.60
青岛啤酒	5.12	205.19	0.70
ST 维维	3.12	118.46	0.29
百润股份	6.82	17.08	0.60

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

7. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身

经营特色，有利于未来公司的持续健康发展。

公司以产品和服务创新为核心，借助资本市场的创新平台，致力于发展成为一个综合性的食品饮料及配料集团公司。公司董事会综合分析宏观经济运行状况和行业发展趋势，将“加强数字化运营能力，推进主营业务快速发展，加快烈酒全产业链战略布局”作为2021年公司经营主基调。2021年度，公司将努力实现主营业务收入持续较快增长。围绕以上经营目标，重点做好以下工作：在预调鸡尾酒业务中，加强数字化运营能力，推进主营业务快速发展；引领行业发展，开拓细分市场；加大产品渗透力度，实现多渠道共同发展；加快烈酒基地升级项目建设；优化品牌传播组合，进行精准定位和营销。在香精香料业务中，坚持大客户战略，适应消费升级，持续提升服务能力；积极开拓新市场、新客户；持续加大技术研发投入，努力提高核心竞争力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年三年联审财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司2021年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则的规定编制。

合并范围方面，截至2018年底，公司新增子公司2家；截至2019年底，公司新增子公司1家；截至2020年底，公司新增子公司1家。截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共有17家。整体看，公司财务数据可比性尚可。

截至2020年底，公司合并资产总额38.87亿元，所有者权益32.18亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2020年，公司实现营业收入19.27亿元，利润总额6.75亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额42.01亿元，所有者权益33.49亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，利润总额1.68亿元。

2. 资产质量

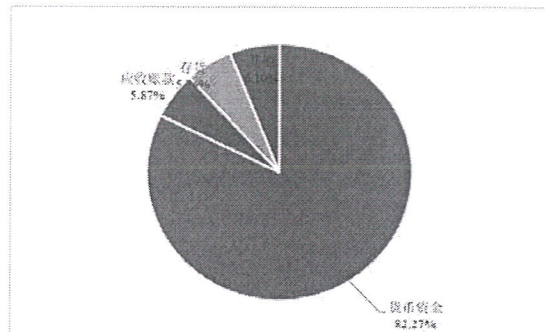
2018—2020年底，公司资产规模逐年增长，资产结构相对均衡，受限资产占比很低，整体资产质量良好。

2018—2020年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长26.60%。从资产构成看，公司流动资产占资产总额比例波动上升，非流动资产占资产总额比例波动下降。截至2020年底，公司合并资产总额38.87亿元，其中，流动资产占47.00%，非流动资产占53.00%。公司资产结构相对均衡。

(1) 流动资产

2018—2020年底，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长39.59%。截至2020年底，公司流动资产18.27亿元，较上年底增长125.69%。公司流动资产主要由货币资金（占82.27%）、应收账款（占5.87%）和存货（占5.76%）构成。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长52.87%。截至2020年底，公司货币资金15.03亿元，较上年底增长208.17%，主要系公司经营性现金净流量增加和非公开发行股票募集资金到位所致。货币资金中有0.01亿元受限资金，受限规模很小。

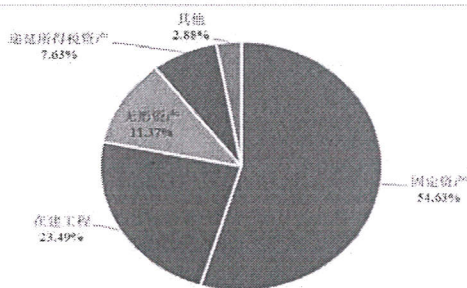
2018—2020年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长0.08%。截至2020年底，公司应收账款账面价值为1.07亿元，较上年底下降9.54%，主要系下游客户回款增长所致。应收账款账龄以1年以内的为主（占98.06%），累计计提坏账0.02亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.37亿元，占比为34.01%，集中度一般。

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长17.75%。截至2020年底，公司存货1.05亿元，较上年底增长17.33%，主要系产成品大幅增长所致。存货主要由原材料（占34.90%）、包装物（占22.20%）和产成品（占35.79%）构成，公司未计提跌价准备。

（2）非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长17.68%。截至2020年底，公司非流动资产20.60亿元，较上年底增长17.58%，公司非流动资产主要由固定资产（占54.63%）、在建工程（占23.49%）、无形资产（占11.37%）和递延所得税资产（占7.63%）构成。

图5 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长13.28%。截至2020年底，公司固定资产11.25亿元，较上年底下降4.60%。固定资产主要由房屋及建筑物（占61.14%）和专用设备（占36.41%）构成，累计计提折旧3.57亿元；固定资产成新率78.51%，成新率尚可。

2018—2020年底，公司在建工程波动增长，年均复合增长76.59%。截至2020年底，公司在建工程4.84亿元，较上年底增加3.91亿元，主要系巴克斯（成都）伏特加项目持续投入和烈酒（威士忌）陈酿熟成项目新建投入所致。

2018—2020年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长9.12%。截至2020年底，公司无形资产2.34亿元，较上年底增长22.05%，主要系巴克斯酒业（成都）购置工业用地所致。公司无形资产主要由土地使用权（占97.54%）构成，累计摊销0.27亿元，公司未计提减值准备。

2018—2020年底，公司递延所得税资产持续下降，年均复合下降11.46%。截至2020年底，公司递延所得税资产1.57亿元，较上年底下降12.00%，主要系项目陆续投产导致可抵扣亏损减少，同时项目补贴满足条件结转其他收益所致。

截至2020年底，公司资产受限情况如下表所示。总体看，公司资产受限比例很低。

表13 截至2020年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (万元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	113.40	0.03	银行承兑汇票存款保证金

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月底，公司合并资产总额42.01亿元，较上年底增长8.07%。其中，流动资产占38.77%，非流动资产占61.23%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比较上年底上升较快。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020年底，随着资本公积的增长，公司所有者权益波动增长。公司所有者权益中资本公积占比较高，权益结构稳定性较好。

2018—2020年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长29.35%。截至2020年底，公司所有者权益32.18亿元，较上年底增长60.66%，主要系资本公积大幅增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.94%，少数股东权益占比为0.06%。在归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占16.66%、67.75%和9.67%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2021年3月底，公司所有者权益33.49亿元，较上年底增长4.06%。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.95%，少数股东权益占比为0.05%。在归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占16.01%、65.10%和13.20%。

（2）负债

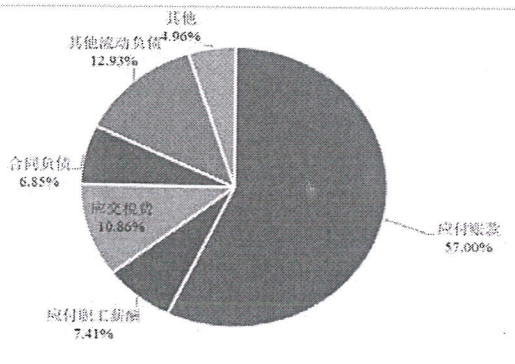
2018—2020年底，公司负债规模持续增长，构成以流动负债为主；公司现有有息债务规模

小，债务负担轻。

2018—2020 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 15.44%。截至 2020 年底，公司负债总额 6.69 亿元，较上年底增长 19.74%。其中，流动负债占 97.31%，非流动负债占 2.69%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2018—2020 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 20.35%。截至 2020 年底，公司流动负债 6.51 亿元，较上年底增长 31.55%。公司流动负债主要由应付账款（占 57.00%）、应付职工薪酬（占 7.41%）、应交税费（占 10.86%）、合同负债（占 6.85%）和其他流动负债（占 12.93%）构成。

图6 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长48.64%。截至2020年底，公司应付账款3.71亿元，较上年底增长37.89%，主要系巴克斯酒业应付工程款增长，同时预调鸡尾酒

业务加强营销推广导致广告费等增长所致。应付账款账龄以1年以内的为主。

2018—2020年底，公司应付职工薪酬波动增长，年均复合增长17.41%。截至2020年底，公司应付职工薪酬0.48亿元，较上年底增长53.46%，主要系公司计提年终奖增长所致。

2018—2020年底，公司应交税费持续增长，年均复合增长18.81%。截至2020年底，公司应交税费0.71亿元，较上年底增长10.90%，主要系公司计提应交所得税增长所致。

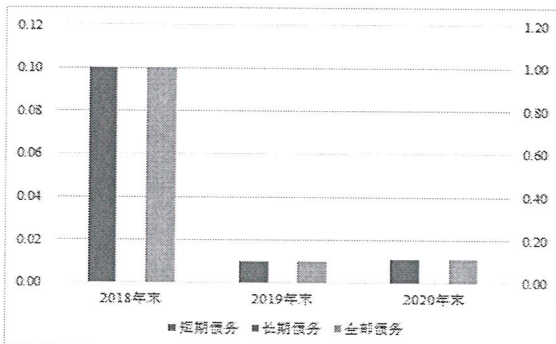
截至2020年底，由于执行新会计准则，公司新增合同负债0.45亿元。

2018—2020年底，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长92.31%。截至2020年底，公司其他流动负债0.84亿元，较上年底增长16.21%，主要系公司微醺系列等产品销量大幅增长，以致期末预提的销售返利余额有所增长；同时由于执行新会计准则，与产品销售相关的预收款项重分类至合同负债，相应的待转销项税额重分类至其他流动负债综合所致。

2018—2020年底，公司非流动负债波动下降，年均复合下降41.47%。截至2020年底，公司非流动负债0.18亿元，较上年底下降71.80%。公司非流动负债全部为递延收益。

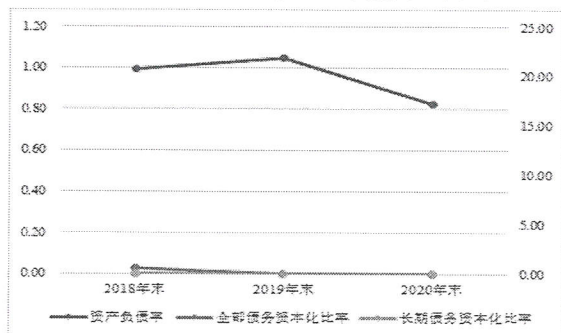
2018—2020年底，公司递延收益波动下降，年均复合下降41.47%。截至2020年底，公司递延收益0.18亿元，较上年底下降71.80%，主要系公司递延收益转至其他收益所致。

图7 2018—2020 年底公司债务结构（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

图8 2018—2020 年底公司债务杠杆水平



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

全部债务方面, 2018—2020 年底, 公司全部债务波动下降, 年均复合下降 66.33%, 公司债务全部由短期债务组成。截至 2020 年底, 公司全部债务 0.01 亿元, 较上年底增长 15.04%, 主要系应付票据增长所致。从债务指标来看, 截至 2020 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 17.20%和 0.04%, 较上年底分别下降 4.60 个百分点和 0.01 个百分点。公司债务负担轻。

截至 2021 年 3 月底, 公司负债总额 8.51 亿元, 较上年底增长 27.37%。其中, 流动负债占 97.92%, 非流动负债占 2.08%, 负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底, 公司无有息债务。从债务指标来看, 截至 2021 年 3 月底, 公司资产负债率为 20.27%, 较上年底提高 3.07 个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020 年, 公司营业收入与利润总额持续增长, 主业盈利能力显著增强; 公司期间费用对利润存在一定影响。

2018—2020 年, 公司营业收入持续增长, 年均复合增长 25.16%; 2020 年, 公司实现营业收入 19.27 亿元, 同比增长 31.20%, 主要系公司产品销售收入增长所致。2018—2020 年, 公司营业成本持续增长, 年均复合增长 31.35%; 2020 年, 公司营业成本为 6.65 亿元, 同比增长 42.63%, 主要系成本随销售的增长, 同时执行新会计准则导致运输费重分类至营业成本所致。2018—2020 年, 公司三年营业利润率加权平均值为 61.97%; 2020 年, 公司实现营业利润率为 60.31%, 同比下降 3.05 个百分点。

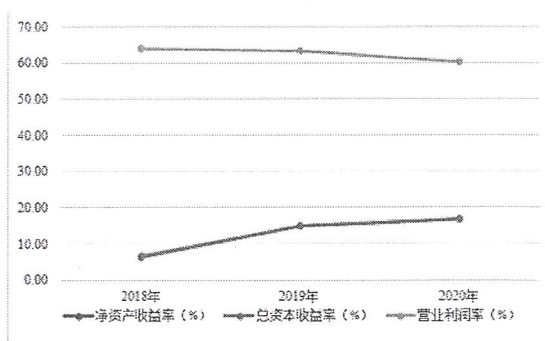
从期间费用看, 2018—2020 年, 公司期间费用波动下降, 年均复合下降 5.92%。2020 年, 公司费用总额为 5.85 亿元, 同比增长 1.34%, 变化不大。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 73.19%、17.24%、10.91%和 -1.35%, 以销售费用为主。其中, 销售费用为 4.28 亿元, 同比下降 0.24%, 同比变化不大; 管理费用为 1.01 亿元, 同比增长 12.36%, 主

要系公司产品销量增长所致; 研发费用为 0.64 亿元, 同比增长 0.14%, 同比变化不大; 财务费用由上年的 -0.05 亿元下降至 -0.08 亿元, 主要系报告期内公司经营活动现金流量净额同比增长、募集资金到账增加利息收入所致。2018—2020 年, 公司期间费用率分别为 53.73%、39.31%和 30.36%。2020 年, 公司期间费用率为 30.36%, 同比下降 8.95 个百分点, 对利润存在一定影响。

2018—2020 年, 公司其他收益波动增长, 年均复合增长 50.52%; 2020 年, 公司实现其他收益 0.96 亿元, 同比增长 142.88%, 主要系递延收益转至其他收益和政府补贴增加所致, 其他收益占营业利润比重为 14.21%, 对营业利润影响不大。

2018—2020 年, 公司利润总额持续增长, 年均复合增长 97.39%。2020 年, 公司利润总额 6.75 亿元, 同比增长 77.12%, 主要系公司主要产品销售增长所致。

图 9 2018—2020 年公司盈利指标



数据来源: 公司财务报告, 联合资信整理

盈利指标方面, 2018—2020 年, 公司总资本收益率和净资产收益率三年加权平均值分别为 14.15%和 14.10%。2020 年, 上述两项指标分别为 16.70%和 16.64%, 同比分别提高 1.72 个百分点和 1.65 个百分点。

对比同行业公司盈利情况, 公司营业收入规模较小, 毛利率、总资产报酬率及净资产收益率均处于行业较高水平。

表 14 2020 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
燕京啤酒	109.28	39.19	2.04	1.49

青岛啤酒	277.60	40.42	6.59	10.67
ST 维维	47.99	22.74	9.97	14.66
百润股份	19.27	65.50	17.13	16.65

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致
资料来源：Wind

2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，同比增长52.88%，主要系公司主要产品销售收入增长所致；营业利润率为60.45%，同比下降1.46个百分点，同比变化不大。

5. 现金流分析

2018—2020年，公司经营现金净流入规模持续增长，收入实现质量尚可；投资活动现金流呈持续净流出状态；筹资活动现金由净流出转为净流入。

表 15 2018—2020年及2021年1—3月公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
经营活动现金流入小计	17.32	20.18	24.26	7.26
经营活动现金流出小计	13.90	14.87	17.02	4.32
经营现金流量净额	3.42	5.30	7.23	2.94
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1.70	3.66	3.85	5.20
投资活动现金流量净额	-1.70	-3.66	-3.85	-5.20
筹资活动前现金流量净额	1.73	1.64	3.38	-2.26
筹资活动现金流入小计	2.22	0.00	10.94	0.00
筹资活动现金流出小计	3.65	3.21	4.17	0.00
筹资活动现金流量净额	-1.43	-3.21	6.76	0.00
现金收入比	136.17	132.75	121.32	139.19

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营现金流入持续增长，分别为17.32亿元、20.18亿元和24.26亿元，年均复合增长18.35%；同期，公司经营现金流出亦持续增长，分别为13.90亿元、14.87亿元和17.02亿元，年均复合增长10.68%。2018—2020年，公司经营现金净额分别为3.42亿元、5.30亿元和7.23亿元，持续增长，年均复合增长45.36%。2018—2020年，公司现金收入比持续下降，分别为

136.17%、132.75%和121.32%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入规模较小，2020年公司投资活动现金流入较上年的5.66万元增长至10.66万元；同期，公司投资活动现金流出持续增长，分别为1.70亿元、3.66亿元和3.85亿元，年均复合增长50.63%。2018—2020年，公司投资活动现金净额分别为-1.70亿元、-3.66亿元和-3.85亿元，年均复合增长50.61%。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额波动增长，分别为1.73亿元、1.64亿元和3.38亿元，年均复合增长40.01%。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入持续增长，分别为2.22亿元、0.00亿元和10.94亿元，年均复合增长121.79%；同期，公司筹资活动现金流出波动增长，分别为3.65亿元、3.21亿元和4.17亿元，年均复合增长6.94%。2018—2020年，公司筹资活动现金净额分别为-1.43亿元、-3.21亿元和6.76亿元，由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

2018—2020年，公司债务规模极小，相应短期及长期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率和速动比率三年加权平均值为231.26%和214.35%，2020年，上述两项指标分别为280.82%和264.64%。公司流动资产对流动负债的保障程度强。2018—2020年，公司经营现金流动负债比率持续增长，分别为76.22%、107.28%和111.20%，三年加权平均值为103.03%。2018—2020年，公司现金短期债务比持续增长，分别为64.32倍、494.75倍和1328.16倍，现金类资产对短期债务的保障程度很强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，分别为2.49亿元、4.54亿元和7.70亿元。2018—2020年，公司EBITDA

利息倍数波动增长，分别为 97.08 倍、7425.20 倍和 331.66 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较强。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 持

续下降，分别为 0.04 倍、0.00 倍和 0.00 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	208.73	163.69	280.82	195.35
	速动比率 (%)	191.83	145.55	264.64	175.32
	经营现金流动负债比 (%)	76.22	107.28	111.20	--
	现金短期债务比 (倍)	64.32	494.75	1328.16	--
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	2.49	4.54	7.70	--
	全部债务/EBITDA (倍)	0.04	0.00	0.00	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	97.08	7425.20	331.66	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年3月底，公司不存在其他对外担保情况。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼。

截至2021年3月底，公司已获得银行授信 6.80 亿元，目前尚未使用。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

十、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务结构影响较大，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次可转换公司债券的覆盖倍数尚可，同时考虑到本次债券未来转股的可能性较大，以及公司在行业地位和客户质量等方面的竞争优势，公司对本次债券的偿还能力仍属较强。

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

公司本可转换公司债券发行规模不超过 12.80 亿元（含），按发行金额上限测算，本次可转换公司债券占 2020 年底公司全部债务的 1280.00%，对公司现有债务结构影响大。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 17.20% 和 0.04%，本次可转换公司债券发行后上述指标将分别上升至 37.71% 和 28.47%，长期债务资本化比率为 28.45%。发行后公司债务负担将明显加重。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次可转换公司债券覆盖倍数水平尚可。

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 2.49 亿元、4.54 亿元和 7.70 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 0.19 倍、0.35 倍和 0.60 倍。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 17.32 亿元、20.18 亿元和 24.26 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 1.35 倍、1.58 倍和 1.89 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 3.42 亿元、5.30 亿元和 7.23 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 0.27 倍、0.41 倍和 0.57 倍。

表 17 本次可转换公司债券保障能力测算

指标	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量 (亿元)	17.32	20.18	24.26
经营活动现金流入量保障倍数 (倍)	1.35	1.58	1.89
经营活动现金流量净额 (亿元)	3.42	5.30	7.23
经营活动现金流量净额保障倍数 (倍)	0.27	0.41	0.57
EBITDA (亿元)	2.49	4.54	7.70
EBITDA 保障倍数 (倍)	0.19	0.35	0.60

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转

股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含），或本次可转债未转股余额不足人民币3000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有进一步下降的可能。

综合考虑，联合资信认为，公司对本次可转换公司债券的偿还能力很强。

十一、结论

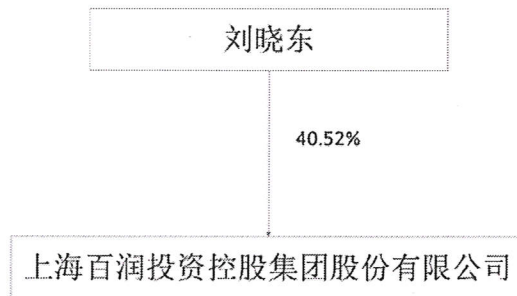
公司作为国内从事预调鸡尾酒和食用香精的研发、生产和销售的上市公司，在细分市场地位、技术研发等方面具有一定竞争优势。同时，联合资信也关注到，公司所处细分市场规模小，可转债发行将加重公司债务负担等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本次可转换公司债券发行规模不超过12.80亿元（含），期限为6年，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

未来，随着居民可支配收入水平的进一步提高，预调鸡尾酒的市场受众群体将进一步扩大，公司综合实力有望进一步增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

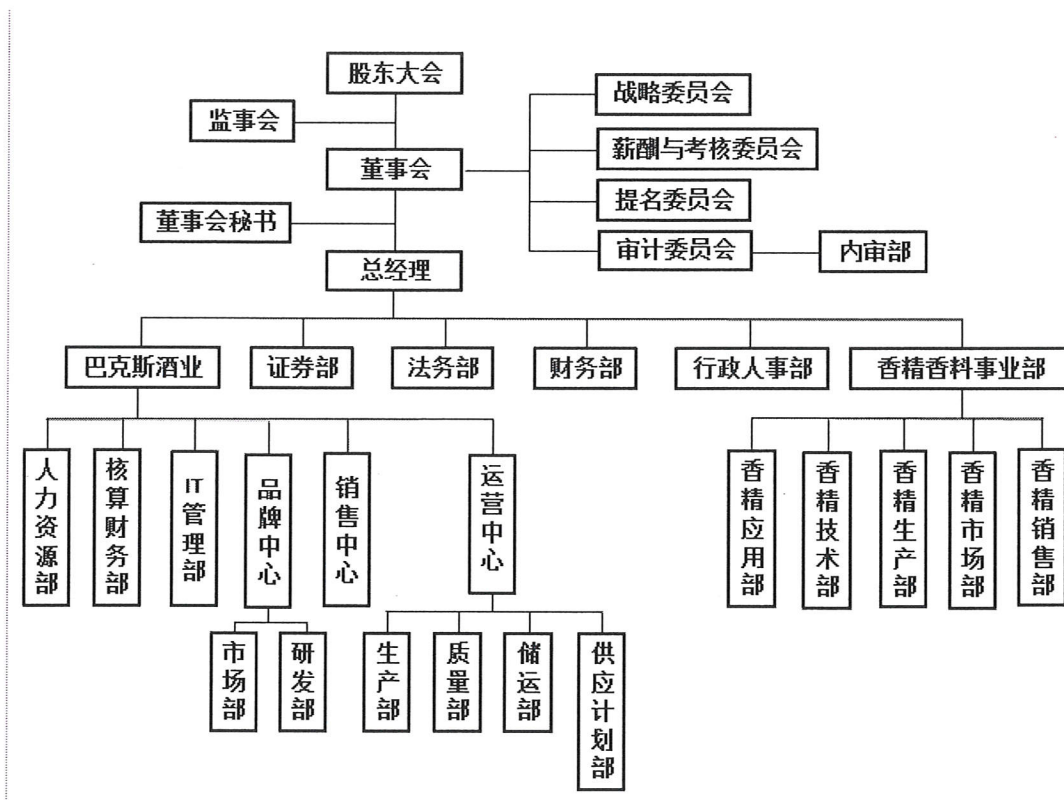
基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底上海百润投资控股集团股份有限公司
主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接持股	间接持股	
1	上海百润香精香料发展有限公司	制造业	1000.00	100.00	--	设立
2	上海百润香料有限公司	制造业	1000.00	100.00	--	设立
3	上海巴克斯酒业有限公司	制造业	12000.00	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	6.43	4.88	15.06	12.80
资产总额 (亿元)	24.25	25.62	38.87	42.01
所有者权益 (亿元)	19.23	20.03	32.18	33.49
短期债务 (亿元)	0.10	0.01	0.01	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.10	0.01	0.01	0.00
营业收入 (亿元)	12.30	14.68	19.27	5.17
利润总额 (亿元)	1.73	3.81	6.75	1.68
EBITDA (亿元)	2.49	4.54	7.70	--
经营性净现金流 (亿元)	3.42	5.30	7.23	2.94
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	12.63	13.03	16.85	--
存货周转次数 (次)	5.02	5.63	6.82	--
总资产周转次数 (次)	0.52	0.59	0.60	--
现金收入比 (%)	136.17	132.75	121.32	139.19
营业利润率 (%)	64.03	63.35	60.31	60.45
总资本收益率 (%)	6.53	14.98	16.70	--
净资产收益率 (%)	6.43	14.99	16.64	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	0.52	0.05	0.04	0.00
资产负债率 (%)	20.69	21.80	17.20	20.27
流动比率 (%)	208.73	163.69	280.82	195.35
速动比率 (%)	191.83	145.55	264.64	175.32
经营现金流流动负债比 (%)	76.22	107.28	111.20	--
现金短期债务比 (倍)	64.32	494.75	1328.16	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	97.08	7425.20	331.66	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.04	*	*	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. 2019 和 2020 年, 公司全部债务规模过小, 导致全部债务/EBITDA 数值过小
资料来源: 公司财务报表 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.35	2.51	14.05	11.63
资产总额 (亿元)	26.35	24.27	38.88	39.45
所有者权益 (亿元)	25.23	23.93	38.58	38.99
短期债务 (亿元)	0.00	0.01	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.00	0.01	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	2.07	2.41	2.79	0.77
利润总额 (亿元)	0.37	1.05	8.08	0.48
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	0.38	3.27	1.22	-2.43
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.58	6.08	5.84	--
存货周转次数 (次)	3.94	4.57	4.92	--
总资产周转次数 (次)	0.08	0.10	0.09	--
现金收入比 (%)	116.65	111.13	109.16	109.04
营业利润率 (%)	63.05	65.60	68.48	66.32
总资本收益率 (%)	1.11	3.78	20.36	--
净资产收益率 (%)	1.11	3.78	20.36	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.04	0.00	0.00
资产负债率 (%)	4.27	1.40	0.77	1.17
流动比率 (%)	1391.26	4296.18	10426.95	6645.65
速动比率 (%)	1374.75	4242.02	10350.31	6565.08
经营现金流动负债比 (%)	33.82	1039.05	451.83	--
现金短期债务比 (倍)	--	254.89	--	1.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：公司本部 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司本部财务报表 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 上海百润投资控股集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年上海百润投资控股集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海百润投资控股集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海百润投资控股集团股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对上海百润投资控股集团股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，上海百润投资控股集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海百润投资控股集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现上海百润投资控股集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海百润投资控股集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上海百润投资控股集团股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海百润投资控股集团股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。