



2022年烟台中宠食品股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024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，但不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

2022年烟台中宠食品股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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
中宠转 2	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下推动我国宠物食品市场扩容，行业前景较好；烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”，股票代码：002891.SZ）具有一定的品牌优势和行业地位，在核心产品宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，2023 年公司不断加大市场开拓力度，业绩进一步提升。但中证鹏元也关注到，公司产品仍以外销为主，客户集中度较高，需关注国际贸易摩擦和汇率波动对境外业务的影响；同时，公司在建项目规模较大，需持续关注项目建设进度、未来新增产能利用情况及运营效益不达预期风险；此外，公司为推进全球化战略布局和国内市场建设而形成规模较大的股权投资和商誉，亦需关注股权投资风险、商誉减值风险。

评级日期

2024 年 6 月 24 日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	40.63	43.90	38.40	30.15
归母所有者权益	22.34	22.33	20.66	18.19
总债务	12.00	14.34	10.98	5.57
营业收入	8.78	37.47	32.48	28.82
净利润	0.65	2.92	1.21	1.26
经营活动现金流净额	-0.13	4.47	1.20	2.13
净债务/EBITDA	--	1.16	1.75	0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	14.35	12.28	17.38
总债务/总资本	33.21%	37.21%	33.09%	22.25%
FFO/净债务	--	58.20%	36.33%	79.64%
EBITDA 利润率	--	14.24%	9.01%	9.93%
总资产回报率	--	9.90%	5.23%	6.38%
速动比率	1.27	1.22	1.34	0.94
现金短期债务比	1.15	1.34	1.85	1.03
销售毛利率	27.85%	26.28%	19.79%	20.05%
资产负债率	40.58%	44.89%	42.18%	35.47%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下推动我国宠物食品市场扩容。**我国宠物食品行业起步较晚，宠物消费维持高景气，近年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模持续增长；随着经济发展、人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升，同时人口结构变化带来宠物陪伴需求上升，行业前景较好。
- **公司系国内宠物食品行业知名企业，在核心产品宠物零食领域有较强的供应链能力、客户资源和渠道优势；2023年不断加大市场开拓力度，业绩进一步提升。**公司长期深耕宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位，在核心产品宠物零食领域与美国品谱、英国 Armitages 等知名国际客户形成了较为稳定的合作关系。2023年公司境内、境外销售规模均有所增长，同时“以销定产”模式下，产能利用率提升；2023年主要原材料鸡肉价格下降，人民币兑美元贬值，叠加公司加强成本管控等因素影响，毛利率、净利润等盈利能力指标提升。

关注

- **公司产品仍以外销为主，需关注国际贸易摩擦和汇率波动对海外业务的影响，同时客户集中度较高。**2023年公司产品境外销售收入占比仍较高，为71.03%。产品主要销往北美、欧洲等国家或地区，若与美国的贸易摩擦加剧，将不利于公司产品出口；公司外销产品仍主要以美元计价，需关注汇率波动对公司海外业务的影响；此外，2023年公司前五大客户销售额占比45.25%，若主要客户减少对公司的采购甚至终止合同关系，可能会对公司业绩造成较大不利影响。
- **公司在建项目规模较大，需持续关注项目建设进度、未来新增产能利用情况及运营效益不达预期风险；此外，公司为推进全球化战略布局和国内市场建设而形成规模较大的股权投资和商誉，亦需关注股权投资风险、商誉减值风险。**公司长期股权投资为对同行业及上下游相关企业的股权投资，均为公司联营企业；商誉为因收购境内、外子公司产生，2024年3月末，长期股权投资和商誉账面价值合计4.46亿元，占公司总资产的比重为10.99%，若未来投资标的企业经营状况不达预期，公司面临一定的商誉减值及投资损失风险；同时公司在建宠物主粮生产项目全部投产后将大幅提升现有产能规模，若项目投产后市场需求不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而提升公司平均经营成本，拖累盈利水平。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为宠物食品市场发展前景广阔，公司具有一定品牌优势和行业地位，在核心产品宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，业务持续性较好，随着产能增加、产能利用率提升，营业收入规模有望持续扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	乖宝宠物	佩蒂股份	路斯股份	中宠股份
总资产	41.43	29.36	6.61	43.90
所有者权益	36.70	18.82	4.96	24.19
营业收入	43.27	14.11	6.96	37.47
净利润	4.30	-0.16	0.69	2.92
销售毛利率	36.84%	19.33%	19.87%	26.28%
资产负债率	11.43%	35.91%	24.94%	44.89%

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：iFinD，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（其他食品饮料）	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	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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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
中宠转 2	7.6905	7.6901	2023-06-07	2028-10-25

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2022年10月25日发行6年期7.6905亿元“中宠转2”，募集资金原计划用于年产6万吨高品质宠物干粮等4个项目建设和补充流动资金。截至2023年末，年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目尚未开工建设；年产2,000吨冻干宠物食品项目、平面仓库智能立体化改造项目已投产使用。2024年4月23日，公司第四届董事会第六次会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司本次使用不超过人民币3亿元暂时闲置募集资金进行现金管理，用于投资低风险、流动性好且不涉及《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》中规定的风险投资品种的保本型金融机构理财产品或结构性存款、收益凭证，期限自董事会审议批准之日起不超过12个月。根据《烟台中宠食品股份有限公司关于2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2023年末，“中宠转2”募集资金专项账户余额为378.77万元。

“中宠转2”自2023年5月4日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为28.35元/股，目前转股价格为28.06元/股，截至2023年末，转股数量为1,334股。

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均未发生变化，因本期债券转股，截至2023年末公司总股本由29,411.27万股变更为29,411.40万股，烟台中幸生物科技有限公司（以下简称“烟台中幸”）持有公司24.86%股权，为公司控股股东；郝忠礼和肖爱玲夫妇通过烟台中幸、烟台和正投资中心（有限合伙）、上海通怡投资管理有限公司一通怡春晓19号私募证券投资基金合计间接持有公司43.51%股权，为公司实际控制人，其股权无受限情况，公司股权结构图见附录二。

2023年公司合并范围新增3家子公司，无减少子公司，具体如下表所示。

表1 2023年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
杭州好氏品牌管理有限公司	90.00%	100.00	贸易	新设
烟台多益天然海洋食品有限公司	100.00%	500.00	贸易	新设
烟台哈基米品牌管理有限公司	70.00%	100.00	贸易	新设

资料来源：公司2023年年度报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023 年全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下将推动我国宠物食品市场扩容

宠物食品是专门为宠物提供的食物，其作用主要是为宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质，具有营养均衡、消化吸收效果好、方便饲喂以及可预防某些疾病等优点。宠物食品对饲养宠物而言需求刚性，贯穿宠物全生命周期，一般来说宠物食品消费复购性高、价格敏感性低、黏性较强。

根据Common Thread 数据显示，2022年全球宠物行业规模达到2,610亿美元，同比增长12.5%。2022-2027年，全球宠物行业 CAGR 将为6.1%，并达到3,500亿美元。其中，美国是全球最大的宠物饲养和消费国家，其次是欧洲、日本以及新兴市场。根据历年《APPA NATIONAL PET OWNERS SURVEY》的统计数据，从2018年到2023年，美国宠物主人在宠物产品和服务上的支出增长了60%以上，这一数据目前仍呈现上升态势。根据APPA在全球宠物博览会上发布的2024年战略洞察报告，2023年美国宠物行业总开支达到1,470亿美元，并预计到2030年将实现稳健持续增长，其中宠物食品和零食为644亿美元，用品、活体动物和非处方药达到320亿美元，兽医护理和产品销售额达383亿美元，寄宿、美容、保险、培训、宠物看护和散步以及兽医护理以外的所有服务共计123亿美元。

我国宠物食品行业起步较晚，宠物消费维持高景气，2023年“猫经济”表现仍然亮眼。根据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，2023年我国城镇犬猫宠物消费市场达2,793亿元，同比增长3.2%，增速有所放缓。其中犬消费市场1,488亿元，增长0.9%；猫消费市场规模达1,305亿元，同比增长6.0%。从养宠数量来看，2023年我国城镇犬猫数量11,655万只，同比增长3.7%，其中宠物犬数量5,175万只，同比增长1.1%，宠物猫数量6,980万只，同比增长6.8%。2023年国内宠物食品中营养品占比增加，但主粮市场仍为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

图 1 2023 年中国宠物食品消费结构

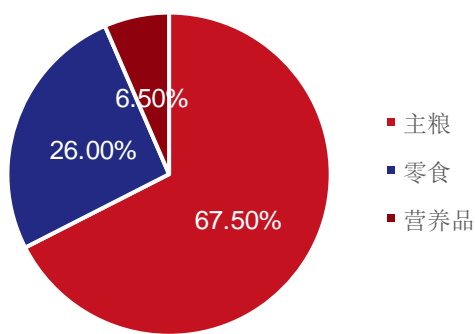
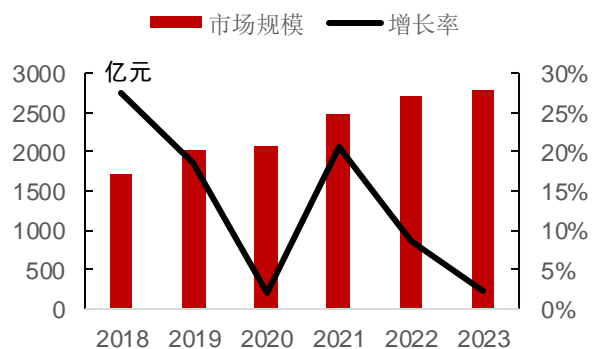


图 2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。伴随着我国经济不断增长及居民人均可支配收入不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物食品市场规模也随之增长。近三年虽受经济下行影响，宠物行业增长有所波动，但

整体增长情况仍终优于人均 GDP 增长。

人口结构变化带来宠物陪伴需求上升。我国于2000年进入老龄化社会。截至2023年底，65岁及以上老年人口数量达到2.17亿人，占我国总人口的比例达到15.4%。当前我国已处于深度老龄化社会时期，未来我国老龄化还将加速。根据联合国发布的《世界人口展望2022》预测，到2050年，我国60岁及以上老年人口将超过5亿人，占比将达到38.81%，将进入重度老龄化社会。随着老年人口的增多，我国空巢老人数量将持续增长。目前我国空巢老人占比已超过一半。另外，再加上近几年我国出生率下降，少子化、家庭规模小型化，人们对于宠物作为精神陪伴的需求不断上升。

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2023年白羽肉鸡价格回落，利好行业企业成本管控，但后续仍需关注白羽肉鸡价格上升对行业企业成本造成的影响

宠物食品的主要原材料是鸡肉，2023全国白羽肉鸡价格整体呈涨后震荡回落的走势，且目前仍处于价格低位。2023年1-4月，白羽肉鸡价格呈现整体上行走势，价格也在3月底4月初达到历史高点。从养殖角度看，养殖端在资金紧张和补栏成本高位的背景下，整体补栏情绪不足；且受季节性因素影响，鸡肉产量走低；从屠宰产能角度看，年后屠宰端仍有新投产的企业，部分老牌企业则借助春节进行设备改造扩张产能，导致整个屠宰产能增加。此后，随着鸡源供应增加，而终端消费较低迷，导致价格整体呈回落趋势。

2024年白羽肉鸡供给或收缩，关注鸡肉价格上行对行业企业成本造成的影响。从白羽鸡祖代及父母代种鸡存栏看，2024年4月末行业白羽祖代种鸡总存栏量196.78万套，环比+1.8%，其中在产环比-0.3%，后备环比+5.0%。父母代种鸡总存栏3,843.15万套，环比持平，其中在产环比-0.2%，后备环比+0.2%。根据42周移动平均父母代鸡苗销量对商品代鸡苗供给趋势进行推算，2024年肉鸡供给整体收缩，供给低点或在10月，供给确定性收缩或支撑白羽肉鸡价格上行。

图 3 中国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系国内宠物食品行业知名企业，具有一定的品牌优势，产品以外销为主，受益于境内、外市场的开拓，2023年销售规模继续增长，同时受主要原材料价格下降、人民币兑美元贬值、公司加强成本管控等因素影响，销售毛利率提升

公司长期深耕于宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位。公司经营业务起步于宠物零食领域，目前主要产品包括：宠物主粮、宠物湿粮、宠物零食，每个大类包含多个品种，包括宠物鲜肉粮系列、宠物主食湿粮系列、冻干零食系列、烘焙粮系列、鸡肉零食系列、鸭肉零食系列、牛肉零食系列、鱼肉零食系列、宠物饼干系列、洁齿骨系列等十余个产品系列，总计1,000多个品种。2023年宠物零食仍为公司最主要的收入来源，但占比有所下降。2023年公司营业收入保持增长，同时白羽鸡价格下降、公司加强成本管控等因素影响，销售毛利率提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
宠物零食	23.51	62.74%	25.39%	21.41	65.91%	18.57%
宠物罐头	6.35	16.94%	32.62%	6.00	18.48%	26.41%
宠物主粮	5.77	15.39%	29.06%	3.60	11.08%	20.45%
其他	1.85	4.93%	7.06%	1.47	4.52%	8.88%
合计	37.47	100.00%	26.28%	32.48	100.00%	19.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，目前公司产品仍以外销为主，需关注国际贸易摩擦和汇率波动对境外业务的影响，同时客户集中度较高

公司的产品主要包括自主品牌和代工产品，其中自主品牌主要面向国内市场，代工产品面向国外客户。公司零食产品以贴牌外销为主，宠物干粮和罐头等产品主要以自主品牌进行销售。公司在宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势。公司代工产品主要销往北美、欧盟等国家或地区，国外客户主要为当地拥有品牌的宠物食品品牌商、经销商和宠物用品店等，近年来公司与美国品谱、英国Armitages等知名国际客户形成了较为稳定的合作关系，有利于保障海外销售业绩的稳定性。

销售模式方面，跟踪期内未发生变化，仍采取直销和经销相结合的方式，直销主要是在京东、天猫等平台开设网络直营店，经销主要是通过电商、商超渠道以及宠物专门店、宠物医院等专业渠道。公司设置了国际营销中心和国内营销中心，分别负责国外和国内的市场推广工作。海外业务方面，公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区。国外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，公司是按照客户订单以OEM/ODM方式生产产品，自主品牌销量相对较小。国内市场方面，公司主要通过抖音、小红书等新媒

体投放、参加国内展会、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式开拓国内市场；公司产品的主要销售渠道包括：线上渠道（天猫、淘宝、京东等）、专业渠道（宠物专门店、宠物医院）、商超渠道（山姆、沃尔玛、大润发等大型连锁超市）、特殊渠道（犬、猫繁育场、CKU、工作犬）等。

从销售地区分布来看，公司主要客户来自境外市场，2023年公司产品境外销售收入占营业收入的71.03%，其中北美客户集中度仍较高，需关注中美贸易摩擦及汇率波动对公司盈利的影响。

表3 2023年公司营业收入按区域分类情况（单位：万元）

地区	金额	比例
境内	108,560	28.97%
北美地区	158,222	42.22%
欧洲	59,932	15.99%
境外其他	48,006	12.81%
合计	374,720	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	销售金额	占销售总额比例
2023年	1	客户一	美国	72,795.93	19.42%
	2	客户二	美国	62,247.63	16.61%
	3	客户三	柬埔寨	12,390.87	3.31%
	4	客户四	美国	12,077.33	3.22%
	5	客户五	爱尔兰	10,121.01	2.70%
			合计	-	169,632.78
2022年	1	客户一	美国	66,667.15	20.53%
	2	客户二	美国	49,721.13	15.31%
	3	客户三	柬埔寨	9,825.68	3.03%
	4	客户四	美国	9,364.71	2.88%
	5	客户五	爱尔兰	8,963.05	2.76%
			合计	-	144,541.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司零食、宠物罐头和宠物干粮销量、产能利用率均有所提升，目前正在建的宠物主粮产品设计产能规模很大，关注投产后的产能消化风险

生产方面，公司对代工产品采取“以销定产”，对自主品牌产品采取提前预估、产销结合的生产模式。近年公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等地自建和收购工厂，实现了部分产品的本土化生产和销售，提高了公司在国际贸易摩擦等不确定环境下的产品供应能力。2023年公司宠物零食、宠物罐头和宠物干粮产能未发生变化，其中宠物零食产能利用率仍保持较高水平，且有所提升；在“以销定产”模式下，2023年宠物罐头和宠物干粮销量均有所增加，产销量提升，带动产能利用率提升。

表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：吨）

产品名称	项目	2023年	2022年
宠物零食	产能	25,728	25,728
	产量	31,528	29,221
	产能利用率	122.54%	113.58%
	销量	37,635	36,498
	产销率	119.37%	124.90%
宠物罐头	产能	38,000	38,000
	产量	27,629	24,628
	产能利用率	72.71%	64.81%
	销量	28,843	27,172
	产销率	104.39%	110.33%
宠物干粮	产能	40,760	40,760
	产量	26,095	23,791
	产能利用率	64.02%	58.37%
	销量	29,083	21,408
	产销率	111.45%	89.98%

注：1）上述数据仅包含公司自行生产产品的产量与销量信息，未包含外购产品对外销售的销量数据；2）公司宠物零食的产能利用率保持在较高水平，主要是部分车间由两班制改为三班制，产量大幅提升；同时烘干效率明显提升。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为满足宠物主粮的市场需求和契合公司推广自主品牌的经营战略，公司新建宠物罐头和干粮产能规模较大，截至2023年末在建项目主要包括年产2万吨宠物湿粮新西兰项目¹，本期债券募投项目年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目等。另外，募投项目年产2,000吨冻干宠物食品项目和平面仓库智能立体化改造项目已基本建设完成，投入使用。年产2万吨宠物湿粮新西兰项目受新西兰当地强风、暴雨等极端天气的影响，附属配套设施建设、设备安装调试进度有所滞后，同时，当地政府对工程建设的审批事项、流程繁琐，审批周期较长，导致项目建设进展有所影响，预计2024年6月达到可使用状态。年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目计划2024年开工建设，公司新建项目全部建成后将大幅提升产能规模。

考虑到国内宠物食品市场竞争激烈，若项目投产后市场需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而增加公司平均经营成本，进而拖累盈利水平。截至2023年末，公司在建项目预计总投资9.50亿元，已投资额4.33亿元，尚需投资5.18亿元，尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、行业环境、地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。

¹ 该项目主要定位高端产品。

表6 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	所在地区	总投资额	已投资额
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	新西兰	46,520.70	43,260.39
年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	中国	22,960.71	0.00
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	中国	25,552.34	0.00
合计	-	95,033.75	43,260.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购集中度不高，供应商渠道较为丰富，2023年鸡肉价格有利于公司盈利水平提升，但仍需关注鸡肉等主要原材料价格波动对公司成本管控带来的挑战

公司的国内原材料采购由采购中心统一负责，海外子公司的原材料采购由当地子公司负责，在当地进行采买。公司生产所需的原材料可分为原料、辅料以及包装材料。原料主要为各种肉类，其中以鸡胸肉、鸭胸肉为主。2023年公司采购集中度有所下降，供应商渠道较为丰富，不存在过度依赖单一供应商的情况，主要原材料供应较为充足。从成本构成来看，鸡肉为公司产品的主要原材料构成，2023年鸡肉价格有所下降，全年采购均价下降，有利于公司盈利水平提升，但后续仍需关注鸡肉价格波动对公司成本管控造成的影响。

表7 公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	采购额	占年度采购额的比例
2023 年	1	供应商一	柬埔寨	28,102.80	14.56%
	2	供应商二	美国	5,813.78	3.01%
	3	供应商三	中国	5,273.80	2.73%
	4	供应商四	美国	4,479.99	2.32%
	5	供应商五	中国	4,172.26	2.16%
			合计	-	47,842.63
2022 年	1	供应商一	柬埔寨	21,712.18	11.25%
	2	供应商二	美国	11,964.31	6.20%
	3	供应商三	马来西亚	8,379.79	4.34%
	4	供应商四	美国	8,292.62	4.30%
	5	供应商五	日本	5,205.23	2.70%
			合计	-	55,554.13

注：2022年、2023年公司第一大供应商为公司关联方爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司，公司持有其49%股份，采购其生产的肉质宠物零食对外销售。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2023 年	2022 年
鸡肉	采购均价（元/kg）	9.69	14.62
	数量（吨）	33,420	35,743

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、 财务分析

财务分析基础说明

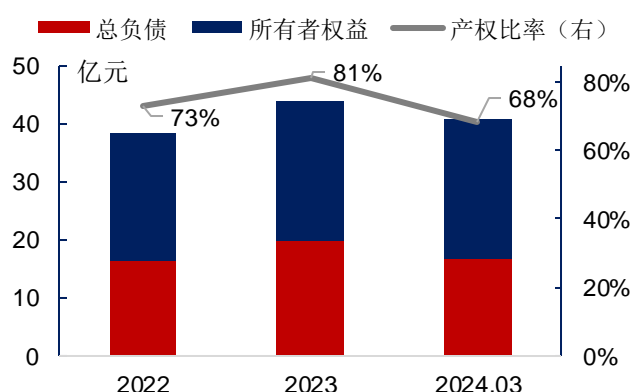
以下分析基于公司提供的经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年、2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增3家子公司，无减少子公司。

资本实力与资产质量

公司资产中宠物食品生产工厂为主的固定资产和在建工程占比较大，为公司未来业务发展提供重要保障，整体资产质量较好；但公司在建项目规模较大，且为推进全球化战略布局和国内市场建设形成的股权投资和商誉规模较大，需关注未来新增产能利用情况、股权投资风险及商誉减值风险

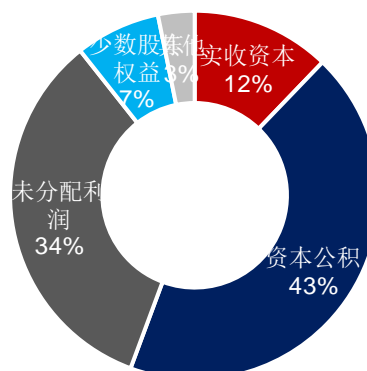
随着公司业务规模扩大，公司总负债增加，同时利润积累带动所有者权益增加，综合影响下，2023年公司产权比率有所提升；2024年3月末，产权比率有所下降，公司所有者权益对债务的保障程度尚可。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

为满足宠物主粮的市场需求和契合公司推广自主品牌的经营战略，公司新建宠物罐头和干粮产能规模较大，随着新增投资及建设项目转固，公司固定资产和在建工程账面价值同比有所增长，2024年3月末二者合计占公司总资产的36.92%，为公司业务规模的扩大提供重要保障。同时公司在建项目新建产能规模较大，需关注项目建成后新增产能利用情况。

公司通过对外投资及收购等方式，推进全球化战略布局和国内市场建设，其中长期股权投资为公司对同行业及上下游相关企业的股权投资，均为公司联营企业，2023年公司新增对共青城金瑞股权投资合伙企业（有限合伙）和重庆乐檬宠物食品有限公司投资共计900万元，权益法下确认长期股权投资收益1,613.10万元。公司商誉主要因收购境内、外子公司而产生，2023年末通过对商誉进行减值测试，未发

生减值情况。但若未来公司投资标的的企业经营状况不达预期，公司面临一定的商誉减值及投资损失风险。

2023年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金1.07亿元，主要为银行承兑汇票保证金。公司用闲置资金购买银行理财产品，2023年交易性金融资产账面价值有所提升，获得投资收益517.57万元。公司应收账款主要为应收货款，随着公司销售规模不断增长，应收账款余额持续增长，增幅高于营业收入增幅，2023年占当期营业收入的比例为13.14%；2023年末应收账款账龄基本在1年以内，前五大应收账款和合同资产期末余额占应收账款和合同资产期末余额合计数的比例为56.11%，集中度偏高，公司应收款项占资产比重较大，占用较多营运资金。公司存货包括原材料、产成品和在产品，公司产品生产周期较短，2023年宠物干粮产销量提升，存货账面价值有所下降；由于公司出口业务主要采取以销定产模式，原材料跌价风险相对可控，而国内产品公司会进行一定备货，需关注国内市场开拓情况。

截至2023年末，公司包括货币资金、固定资产、无形资产在内的受限资产账面价值合计2.23亿元，占总资产的5.08%，另有0.57亿元的固定资产尚未办妥产权证书。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

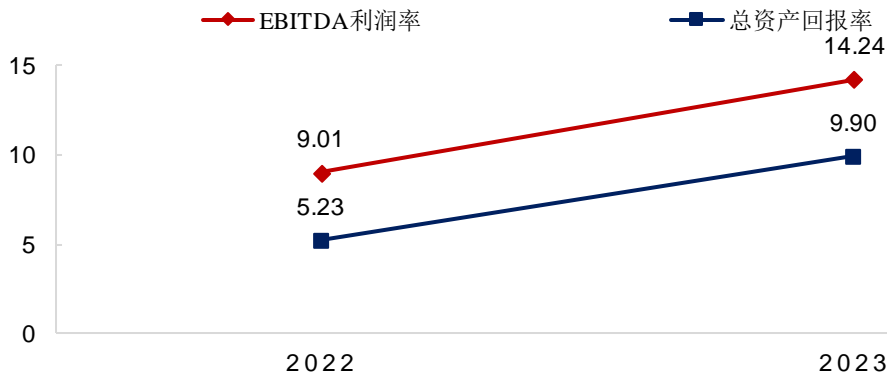
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.96	12.21%	5.27	12.01%	5.78	15.04%
交易性金融资产	0.30	0.74%	3.89	8.86%	1.00	2.61%
应收账款	5.05	12.42%	4.68	10.65%	3.63	9.44%
存货	6.33	15.58%	5.80	13.22%	6.10	15.88%
流动资产合计	17.33	42.66%	20.22	46.05%	17.45	45.43%
长期股权投资	2.20	5.43%	2.15	4.91%	1.87	4.88%
固定资产	10.65	26.22%	10.70	24.38%	10.15	26.43%
在建工程	4.35	10.70%	4.68	10.66%	2.19	5.70%
商誉	2.26	5.56%	2.26	5.15%	2.26	5.89%
非流动资产合计	23.30	57.34%	23.69	53.95%	20.96	54.57%
资产总计	40.63	100.00%	43.90	100.00%	38.40	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于境内、外市场的开拓，以及主要原材料价格下降、人民币兑美元贬值、公司加强成本管控等因素影响，公司业绩进一步提升

公司长期深耕于宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位，2023年境内业务同比增长20.40%，境外业务同比增长13.44%，带动公司营业收入同比增长。同时，受益于公司主要原材料价格下降、人民币兑美元贬值、公司加强成本管控等因素影响，公司销售毛利率提升，EBITDA利润率和总资产回报率均有所增长，公司盈利能力提升。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着公司经营规模扩大，债务规模增长，但短期偿债指标表现较好，整体债务压力可控

2023年公司主要通过短期借款筹集资金，总债务规模增加。公司短期借款以保证借款为主，长期借款为抵押借款，应付债券为本期债券，租赁负债主要系子公司租赁办公楼和厂房等产生。从总债务期限结构来看，2023年公司短期债务占比有所增加。

经营性债务方面，公司应付账款主要为材料款和工程设备款，随着经营规模扩大，2023年末应付账款略有增加。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.37	26.51%	6.66	33.77%	3.40	21.00%
应付账款	2.96	17.93%	3.78	19.18%	3.56	21.96%
一年内到期的非流动负债	0.17	1.03%	0.19	0.94%	0.15	0.93%
流动负债合计	8.66	52.53%	11.86	60.15%	8.49	52.42%
长期借款	0.34	2.07%	0.40	2.05%	0.45	2.76%
应付债券	6.83	41.40%	6.77	34.33%	6.52	40.25%
非流动负债合计	7.83	47.47%	7.85	39.85%	7.71	47.58%
负债合计	16.49	100.00%	19.71	100.00%	16.20	100.00%
总债务	12.00	72.80%	14.34	72.76%	10.98	67.79%
其中：短期债务	4.54	27.53%	6.84	34.71%	3.66	22.57%
长期债务	7.46	45.27%	7.50	38.05%	7.32	45.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着债务规模增加，2023年公司财务杠杆水平有所提升。2023年公司经营活动现金流净额大幅增长，同时利润提升，FFO/净债务及EBITDA利息保障倍数表现较好。随着短期债务增加，2023年末速动比率

和现金短期债务比有所下降，但短期偿债指标仍表现较好，整体债务风险可控。同时公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，截至2023年末，尚未使用的银行授信额度合计18.36亿元，流动性压力相对可控。

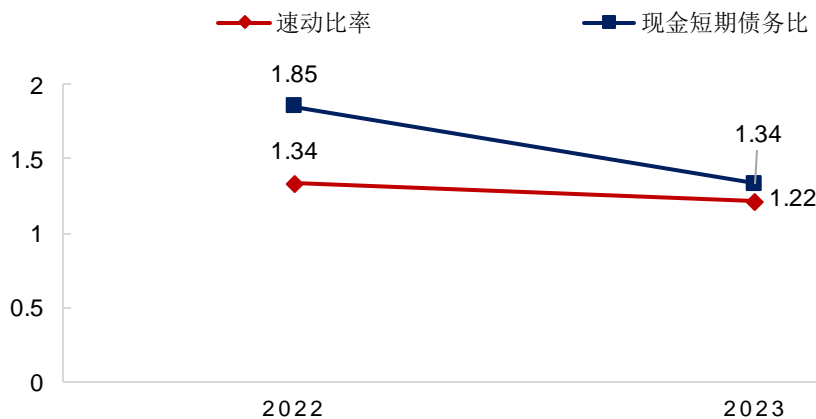
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.13	4.47	1.20
FFO（亿元）	--	3.60	1.86
资产负债率	40.58%	44.89%	42.18%
净债务/EBITDA	--	1.16	1.75
EBITDA 利息保障倍数	--	14.35	12.28
总债务/总资本	33.21%	37.21%	33.09%
FFO/净债务	--	58.20%	36.33%
经营活动现金流净额/净债务	-1.89%	72.24%	23.34%
自由现金流/净债务	-15.81%	6.50%	-44.78%

注：2024年3月经营活动现金流净额/净债务为负值及2022年、2024年3月自由现金流/净债务为负值，系经营活动现金流净额和自由现金流为负值所致。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司2022-2023年审计报告，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表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响，同时中证鹏元关注到，公司推进全球化战略布局，在境外收购、设立多家子公司，需关注公司对境外子公司的实际管控情况

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年没有因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年没有拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。2023年3月，聘任陆敏吉先生担任公司副总裁；2023年11月公司独立董事孙礼任期满离任，聘任唐玉才为公司独立董事；刘淑清女士因职务调整，不再担任公司财务总监，聘任为公司副总裁，聘任肖明岩为公司财务总监。

公司产品以外销为主，为推进全球化战略布局，公司设立、收购多家境外子公司，包括加拿大、美国、新西兰等，不同国家面临的市场环境、适用的监管法规不同，对公司的管理能力提出更高要求。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月11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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月17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

2023年全球宠物食品市场需求继续扩张，我国宠物食品行业起步较晚，宠物消费维持较高景气，随着经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升，同时人口结构变化带来宠物陪伴需求上升，公司面临的行业环境较好；公司系国内宠物食品行业知名企业，具有一定的品牌优势和行业地位，2023年公司不断加大市场开拓力度，业绩进一步提升。但中证鹏元也关注到，公司产品以外销为主，面临国际贸易摩擦、汇率波动等风险；公司在建项目规模较大，需持续关注项目建设进度、未来新增产能利用情况及运营效益不达预期风险；此外，公司为推进全球化战略布局和国内市场建设而形成规模较大的股权投资和商誉，亦需关注股权投资风险、商誉减值风险。随着公司经营规模扩大，公司债务规模增长，但短期偿债指标表现较好；截至2023年末，公司尚未使用银行授信额度合计18.36亿元，银行授信可为公司提供一定流动性支持。总体来看，公司的抗风险能力较好。

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“中宠转2”的信用等级为AA-。

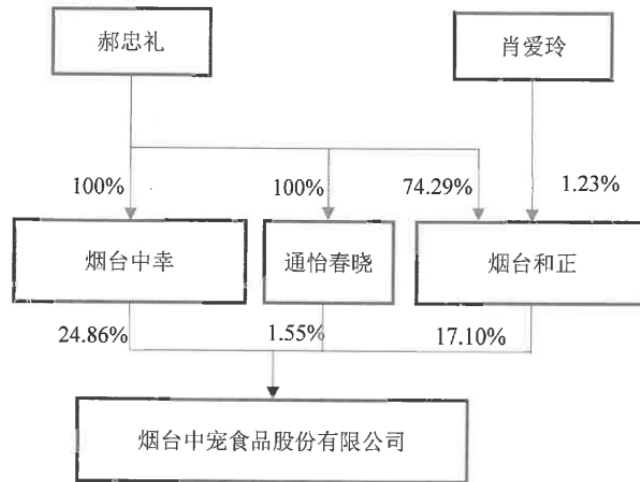
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.96	5.27	5.78	3.51
应收账款	5.05	4.68	3.63	3.45
存货	6.33	5.80	6.10	5.17
其他流动资产	0.33	0.35	0.53	0.38
流动资产合计	17.33	20.22	17.45	13.37
长期股权投资	2.20	2.15	1.87	1.33
固定资产	10.65	10.70	10.15	7.84
在建工程	4.35	4.68	2.19	1.42
商誉	2.26	2.26	2.26	2.26
非流动资产合计	23.30	23.69	20.96	16.78
资产总计	40.63	43.90	38.40	30.15
短期借款	4.37	6.66	3.40	3.59
应付账款	2.96	3.78	3.56	3.49
应付职工薪酬	0.66	0.76	0.89	0.84
其他应付款	0.09	0.08	0.12	0.11
一年内到期的非流动负债	0.17	0.19	0.15	0.35
流动负债合计	8.66	11.86	8.49	8.68
长期借款	0.34	0.40	0.45	1.14
应付债券	6.83	6.77	6.52	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.83	7.85	7.71	2.01
负债合计	16.49	19.71	16.20	10.69
总债务	12.00	14.34	10.98	5.57
其中：短期债务	4.54	6.84	3.66	3.94
所有者权益	24.14	24.19	22.21	19.46
营业收入	8.78	37.47	32.48	28.82
营业利润	0.82	3.72	1.55	1.61
净利润	0.65	2.92	1.21	1.26
经营活动产生的现金流量净额	-0.13	4.47	1.20	2.13
投资活动产生的现金流量净额	2.61	-6.80	-4.36	-3.37
筹资活动产生的现金流量净额	-2.59	0.84	5.11	2.01
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	5.34	2.93	2.86
FFO（亿元）	--	3.60	1.86	1.84
净债务（亿元）	6.99	6.19	5.12	2.31
销售毛利率	27.85%	26.28%	19.79%	20.05%

EBITDA 利润率	--	14.24%	9.01%	9.93%
总资产回报率	--	9.90%	5.23%	6.38%
资产负债率	40.58%	44.89%	42.18%	35.47%
净债务/EBITDA	--	1.16	1.75	0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	14.35	12.28	17.38
总债务/总资本	33.21%	37.21%	33.09%	22.25%
FFO/净债务	--	58.20%	36.33%	79.64%
经营活动现金流净额/净债务	-1.89%	72.24%	23.34%	92.00%
自由现金流/净债务	-15.81%	6.50%	-44.78%	-30.95%
速动比率	1.27	1.22	1.34	0.94
现金短期债务比	1.15	1.34	1.85	1.03

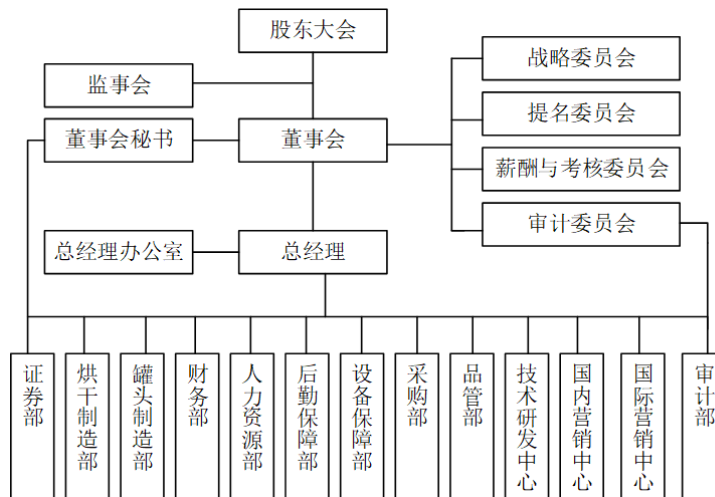
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	主要经营地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
烟台好氏宠物食品科技有限公司	99.49 万元	山东省烟台市	生产	100.00%	
烟台顽皮宠物用品销售有限公司	300.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	
烟台顽皮国际贸易有限公司	230.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	
烟台中卫宠物食品有限公司	203.00 万元	山东省烟台市	生产	51.00%	
上海中宠食品科技有限公司	300.00 万元	上海市	贸易	100.00%	
HAO's Holdings, Inc	1,276.00 万美元	美国加州	贸易	100.00%	
American Jerky Company, LLC	2,250.00 万美元	美国加州	生产	-	59.50%
烟台爱丽思中宠食品有限公司	6,879.08 万元	山东省烟台市	生产	100.00%	
Canadian Jerky Company, LTD	105.30 加元	加拿大不列颠哥伦比亚省素里市	生产	94.97%	
北京中宠好氏宠物食品有限公司	1,000.00 万元	北京市	贸易	51.00%	
The Natural Pet Treat Co. Ltd	10,035.29 万新元	新西兰奥克兰	生产及贸易	100.00%	
Wanpy Europe Pet Foods B.V.	10.00 万欧元	荷兰福尔豪特	贸易	75.00%	
Zeal Pet Foods New Zealand Limited	288,600.00 股	新西兰奥克兰	贸易	100.00%	
上海中宠品牌管理有限公司	500.00 万元	上海市	贸易	100.00%	
山东顽宠电子商务有限公司	500.00 万元	山东省威海市	贸易	63.68%	
杭州中宠华元宠物科技有限公司	500.00 万元	浙江省杭州市	贸易	55.00%	
樟树市众鑫金鼎投资管理中心（有限合伙）	4,500.00 万元	江西省宜春市	投资咨询	98.00%	
杭州领先宠物食品有限公司	6,000.00 万元	浙江省杭州市	贸易	90.00%	
PetfoodNZ International Limited	100.00 万新元	新西兰吉斯伯恩	生产	70.00%	
上海好氏宠物食品有限公司	500.00 万元	上海市	贸易	100.00%	
烟台中宠联合供应链有限公司	15,630.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	
杭州好氏品牌管理有限公司	100.00 万元	浙江省杭州市	贸易		90.00%
烟台多益天然海洋食品有限公司	500.00 万元	山东省烟台市	贸易		100.00%

烟台哈基米品牌管理有限公司

100.00 万元 山东省烟台市

贸易

70.00%

资料来源：公司 2023 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、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。

四、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。