

宁夏晓鸣农牧股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4319号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏晓鸣农牧股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调宁夏晓鸣农牧股份有限公司主体长期信用等级为 **A**，下调“晓鸣转债”信用等级为 **A**，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：

二〇二四年六月十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

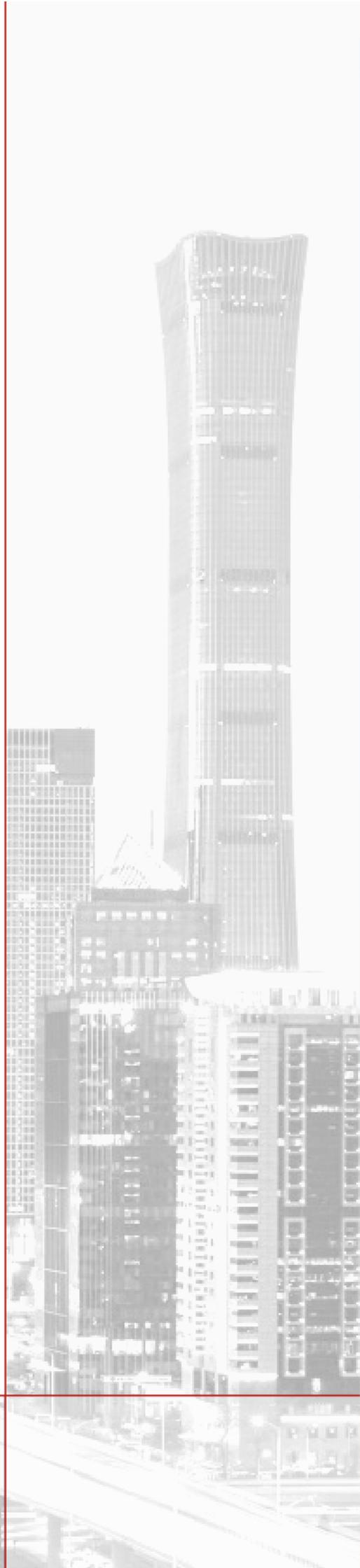
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宁夏晓鸣农牧股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
宁夏晓鸣农牧股份有限公司	A/稳定	A+/稳定	2024/06/19
晓鸣转债	A/稳定	A+/稳定	

评级观点

宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“公司”）是中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，是中国商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，跟踪期内，公司在经营规模、产品质量和疫病防治方面保持一定竞争优势。2023 年，公司营业总收入同比有所增长，商品代雏鸡全国市场占有率超过 20%；受下游蛋鸡养殖场（户）的补栏意愿下降影响，公司商品代雏鸡销售价格下降，主营业务毛利率同比大幅下降，利润总额由盈转亏，公司盈利水平受行业景气度影响较大。公司资产流动性较弱且受限比例较高；受“晓鸣转债”发行影响，债务规模增长；期间费用和资产/信用减值损失对利润总额存在一定侵蚀；公司间接融资渠道有待拓宽。

2023 年，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对“晓鸣转债”及长期债务的保障程度一般。“晓鸣转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“晓鸣转债”的保障能力或将增强。

个体调整：无

外部支持调整：无

评级展望

未来，随着下游市场需求转好，公司业绩有望企稳。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司商品代雏鸡销售量大幅提升；公司产品质量、品牌地位和产品竞争力明显提升且对公司发展产生正面影响；渠道拓展使得盈利和经营获现能力显著提高；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：蛋鸡养殖行业景气度持续波动，下游需求持续减弱，公司持续亏损，市场占有率大幅下降；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降；公司实际控制人及核心管理层发生重大变动，对公司经营造成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司商品代蛋鸡雏鸡业务具有一定规模优势，2023 年公司收入规模有所增长。**公司作为中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，在行业内具有一定影响力。同时，公司是中国商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，2023 年，公司销售商品代雏鸡 2.36 亿羽，全国市场占有率超过 20%；公司实现营业收入 8.31 亿元，同比增长 5.77%。
- **公司在产品质量及疫病防治领域有一定竞争力。**公司在禽白血病、高致病性禽流感、新城疫等疫病防治方面获得了国家级和宁夏回族自治区认证；同时，公司采用的“集中养殖，分散孵化”“全网面高床平养”生产模式对产品质量和疫病防治能力有一定提升。

关注

- **行业波动对公司盈利情况影响较大。**受国家畜牧业政策、环保政策驱动和全球禽流感疫病等因素影响，蛋鸡养殖行业景气度波动较为频繁，公司盈利能力受蛋鸡行业景气度影响较大。
- **饲料成本高企，公司成本控制持续承压；2023 年，公司利润总额由盈转亏。**2023 年，主要饲料原料（玉米和豆粕等）价格长期维持高位，公司饲料成本高企，加之猪肉价格下跌抑制了鸡蛋价格，进一步压缩下游蛋鸡养殖场（户）的利润空间，影响了下游蛋鸡养殖场（户）的补栏意愿，公司主要产品销售价格下降。2023 年，公司营业利润率为 0.68%，同比下降 11.74 个百分点；实现利润总额-1.55 亿元，由盈转亏。
- **资产流动性较弱且受限比例较高，间接融资渠道有待拓宽。**截至 2023 年底，公司资产构成以非流动资产为主（占 88.40%），固定资产占资产总额比重较高（占 70.45%），资产流动性较弱；受限资产规模为 4.16 亿元，资产受限比例为 25.74%，受限比例较高。截至 2023 年底，公司共计获得银行授信额度 4.68 亿元，剩余授信额度 0.31 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	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	4
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	4	
		偿债能力	2	
指示评级				a
个体调整因素：				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：				--
评级结果				A

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

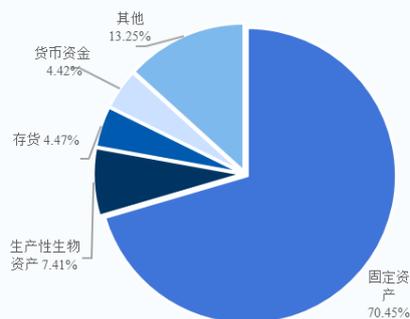
主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	0.41	0.72	0.56	
资产总额（亿元）	14.53	16.17	16.02	
所有者权益（亿元）	7.98	7.37	7.29	
短期债务（亿元）	0.89	0.90	0.74	
长期债务（亿元）	3.54	6.18	6.56	
全部债务（亿元）	4.43	7.08	7.30	
营业总收入（亿元）	7.86	8.31	1.75	
利润总额（亿元）	0.07	-1.55	-0.10	
EBITDA（亿元）	0.97	0.05	--	
经营性净现金流（亿元）	1.07	0.61	0.13	
营业利润率（%）	12.43	0.68	-0.05	
净资产收益率（%）	0.92	-20.99	--	
资产负债率（%）	45.07	54.40	54.53	
全部债务资本化比率（%）	35.69	48.99	50.05	
流动比率（%）	61.50	74.17	87.16	
经营现金流动负债比（%）	36.85	24.16	--	
现金短期债务比（倍）	0.46	0.80	0.75	
EBITDA 利息倍数（倍）	36.50	0.16	--	
全部债务/EBITDA（倍）	4.55	132.32	--	

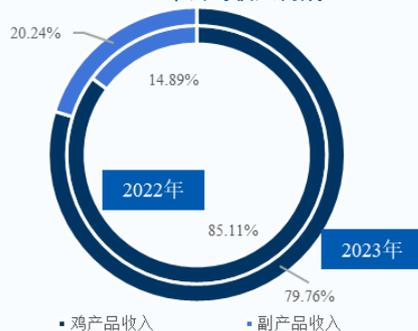
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
资产总额（亿元）	14.73	16.37	/	
所有者权益（亿元）	8.00	7.39	/	
全部债务（亿元）	4.42	7.07	/	
营业总收入（亿元）	7.67	8.11	/	
利润总额（亿元）	0.09	-1.55	/	
资产负债率（%）	45.66	54.88	/	
全部债务资本化比率（%）	35.59	48.92	/	
流动比率（%）	56.01	66.38	/	
经营现金流动负债比（%）	34.57	22.25	/	

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2022—2023 年数据使用相应年度报告期末数据；4. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年底公司资产构成



2022—2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
晓鸣转债	3.29 亿元	3.29 亿元	2029/04/06	转股修正条款、有条件赎回条款等

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 债券余额系截至 2024 年 3 月底
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
晓鸣转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/06/21	华艾嘉 王煜彤	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
晓鸣转债	A+/稳定	A+/稳定	2022/05/23	华艾嘉 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 阳 wangyang@lhratings.com

项目组成员：王煜彤 wangyt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于2011年7月，初始注册资本为500.00万元。公司由魏晓明、杜建峰、石玉鑫、朱万前、吴忠红五位自然人共同出资设立，魏晓明以货币出资447.50万元，认购股份占公司总股本的89.50%，为公司实际控制人。2011年11—12月，宁夏晓鸣生态农牧有限公司（以下简称“晓鸣生态”）以经评估的实物资产和货币资金向公司增资，安徽国富产业投资基金管理有限公司、王学强、拓明晶、周观平以货币资金向公司增资，魏晓明以经评估的实物资产和货币资金向公司增资，三次增资后公司总股本增加至2500.00万元，魏晓明合计持有2015.00万股，占公司总股本的80.60%。2014年10月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，证券简称“晓鸣农牧”，证券代码“831243.NQ”。挂牌后经过一次优先股发行和多次定向增发，公司总股本增至14050.60万股。2021年4月13日，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“晓鸣股份”，股票代码“300967.SZ”。截至2024年3月底，公司注册资本和股本均为1.89亿元，公司控股股东、实际控制人为魏晓明，持股比例为42.28%，所持股份无质押。

公司主营业务为祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡养殖，父母代雏鸡、商品代雏鸡（蛋）及其副产品销售，商品代育成鸡养殖及销售。按照联合资信行业分类标准划分为畜牧业行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至2024年3月底，公司本部内设董办、财务部、行政部、工程项目部等多个职能部门；合并范围内拥有子公司2家。截至2023年底，公司在职工合计1923人。

截至2023年底，公司合并资产总额16.17亿元，所有者权益7.37亿元，全部为归属母公司所有者权益；2023年，公司实现营业总收入8.31亿元，利润总额-1.55亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额16.02亿元，所有者权益7.29亿元，全部为归属母公司所有者权益；2024年1—3月，公司实现营业总收入1.75亿元，利润总额-0.10亿元。

公司注册地址：宁夏回族自治区银川市永宁县黄羊滩沿山公路93公里处向西3公里处；法定代表人：魏晓明。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至2023年底累计使用3.25亿元，募集资金均按指定用途使用。2023年7月5日“晓鸣转债”转股价格调整为19.46元/股。截至2024年3月底，“晓鸣转债”累计已有0.64万元转换为公司A股股票，占可转债转股前公司已发行股份总额的比重很小，“晓鸣转债”在付息日正常付息。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
晓鸣转债	3.29	3.29	2023/04/06	6年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业分析

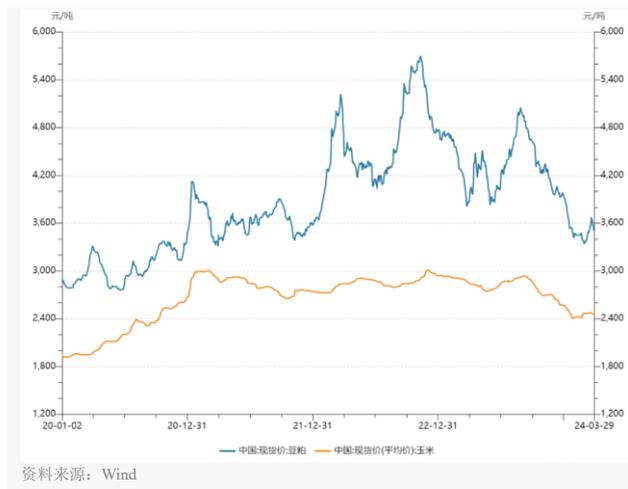
近年来，受国家畜牧业政策、环保政策驱动和全球禽流感疫病等因素影响，中国蛋鸡养殖行业集中度持续上升，但仍然以中小规模养殖企业为主，蛋鸡养殖行业景气度具有较大周期波动性。2023年，饲料成本持续高位运行，压缩下游养殖户的利润空间；猪肉价格走低对鸡蛋价格形成抑制。未来，蛋鸡产业有望向自动化、数智化、品牌化方向发展，非笼养蛋鸡养殖将对行业发展及出口机会提供增长空间。

中国蛋鸡养殖行业已形成“一体化生产基地模式”“公司+农户”“专门化养殖场（户）”并存的蛋鸡养殖模式，随着蛋鸡养殖模式的发展以及蛋鸡养殖水平的提高，中国鸡蛋生产已基本满足国内鸡蛋消费的需求。近年来，受国家畜牧业政策、环保政策驱动和全球禽流感疫病等因素影响，小散养殖企业及养殖户逐渐退出市场，蛋鸡养殖行业集中度持续上升，但整体来看，蛋鸡养殖行业仍然以中小规模的养殖企业及养殖户为主。完整的蛋鸡产业链覆盖了从原种鸡、曾祖代蛋种鸡、祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡、商品代蛋鸡到鸡蛋产品的代次繁育过程。目前，欧美发达国家的蛋鸡育种技术相对成熟，许多国内蛋鸡养殖企业选择从国外引进祖代蛋种鸡自行饲养。

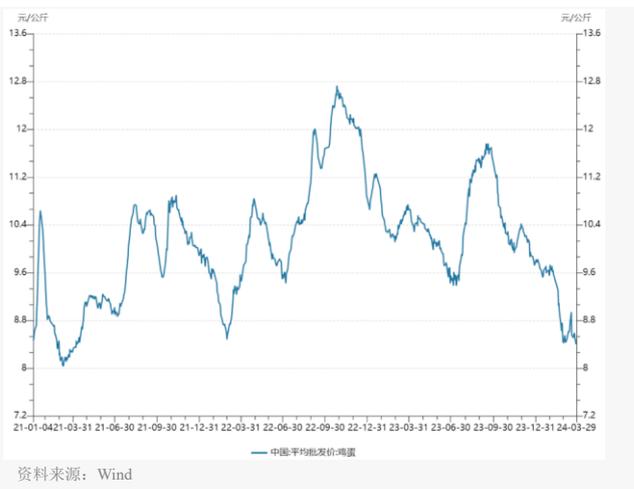
祖代蛋种鸡的存栏量和父母代蛋种鸡的存栏量是商品代蛋鸡雏鸡供应量的先导指标。根据博亚和讯家禽生产统计和产量预测系统测算，2023年，中国父母代在产蛋鸡平均存栏1363万羽，同比下降11.99%。2023年，受国外禽流感疫情持续影响，蛋种鸡进口受阻，根据中国畜牧业协会统计数据，2023年中国在产祖代蛋种鸡平均存栏57.11万套，同比下降15.80%，但仍能够满足全国祖代供种需求，2024年一季度国外供种陆续恢复正常。

蛋鸡养殖行业产业链上游主要为饲料供应商。根据Wind数据，2023年，国内玉米现货价格（均价）由年初的2938.82元/吨震荡下跌至2744.90元/吨，9月份迅速反弹至2934.98元/吨后逐渐回落，全年价格仍处于高位；全国豆粕现货价格由年初的4770.29元/吨震荡运行，上涨至最高5024.57元/吨（8月底）后回落。饲料成本的持续高位运行，压缩了下游养殖户的利润空间，影响了养殖场的补栏意愿，进而减少了其对商品代雏鸡的需求。

图表2·中国玉米及豆粕现货价格走势



图表3·中国鸡蛋平均批发价格走势



蛋鸡养殖行业产业链下游主要为鸡蛋、副产品消费市场及相关加工产业。根据中国禽业发展报告和博亚和讯统计数据，2023年，全国鸡蛋总产量为2377.59万吨，同比增长2.89%。2023年，我国父母代在产蛋鸡平均存栏1363万羽，同比下降11.99%；在产商品代蛋鸡全年平均存栏10.37亿羽，同比增长3.39%，后备商品代蛋鸡全年平均存栏3.77亿羽，同比下降3.03%；商品代雏鸡补栏量约为10.61亿羽，同比下降0.87%。猪肉和禽肉、禽蛋在一定程度上具有蛋白食品消费替代性，2023年鸡蛋价格高位震荡运行，受猪肉价格影响第四季度鸡蛋价格持续下降，全年鸡蛋批发均价为9.11元/公斤，同比下降3.65%。2023年，我国蛋鸡行业头部三家企业（华裕农业科技有限公司、北京市华都峪口禽业有限责任公司和公司）合计市场占有率约60%。

中国大多数蛋鸡养殖经营者的抗风险能力弱，市场预判能力不足，往往根据鸡蛋当前的市场行情决定补栏或空栏。长期来看，这种滞后的市场行为直接导致鸡蛋价格周期性地发生较大幅度的波动，进而影响商品代雏鸡的销售价格。

国内蛋鸡养殖行业参与者众多，行业集中度不高。近年来，随着《土壤污染防治行动计划》《畜禽养殖禁养区划定技术指南》等政策法规的出台及推进，各地政府部门划分“禁养区”“限养区”，大量养殖场舍拆迁、整改，养殖门槛进一步提高；各级政府鼓励畜禽养殖产业

健康、快速发展，逐步建立规模化、标准化的高效生态养殖模式。在此大背景下，拥有技术、人才、资金等资源优势的规模化养殖企业，正逐步填补中小养殖户退出的市场份额，未来行业资源预计将逐步向头部企业集中，行业集中度上升空间较大。

此外，欧盟国家在 2012 年 1 月 1 日率先提出禁止传统蛋鸡笼养模式，其中包括瑞士、奥地利、德国、荷兰和瑞典等欧洲福利蛋鸡养殖领先的国家，以及美国、澳大利亚、加拿大和新西兰等国。同时，中国开始发展非笼养蛋鸡养殖，中国连锁经营协会发布了团体标准《非笼养鸡蛋生产评价指南》。非笼养蛋鸡养殖将对行业发展及出口机会提供增长空间。

随着环保政策趋严，蛋鸡养殖行业集中度和产业化程度将同步提升。未来，蛋鸡产业有望逐步向自动化、数智化、品牌化方向发展，绿色养殖、废弃物无害化处理技术、蛋鸡良种繁育等都对企业的技术水平、生产规模、疫病防治以及环保措施提出了较高要求，大型生产企业行业地位有望进一步提升。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司作为中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，在经营规模、产品质量和疫病防治方面保持一定竞争优势；公司控股股东及实际控制人无变化；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人无变化，魏晓明持有公司 42.28% 股份为公司控股股东及实际控制人，所持股份无质押。

企业规模和竞争力方面，公司作为中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，其商品代雏鸡市场占有率逐年提升，已成为国内较大的商品代蛋鸡雏鸡供应商之一。根据中国禽业发展报告、博亚和讯和卓创资讯数据显示，2023 年，公司销售商品代雏鸡 2.36 亿羽，全国市场占有率超过 20%。2023 年，公司完成募投项目红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地、南方种业中心一期、红寺堡祖代种业基地等项目建设，并使用自有资金建设红寺堡智慧农业产业示范园东岭养殖基地项目、张家沟养殖基地项目等，实现了双地祖代、双区育雏的生物安全模式。公司的经营规模能够满足下游大客户对于商品代雏鸡“全进全出”的需求，减少交叉感染的同时具有一定的规模优势。

疫病防治和产品质量方面，公司采用“集中养殖，分散孵化”和“全网面高床平养”模式，既有效防控疫病，又提高了种蛋品质。近年来，公司通过“畜禽规模养殖场生物安全隔离区”认证，成为首批国家蛋鸡良种扩繁推广基地及国家首批禽白血病净化示范场之一。2020 年 12 月，公司青铜峡分公司的 4 个养殖区和闽宁养殖基地的 3 个生产单元通过了中华人民共和国农业农村部无高致病性禽流感和无新城疫小区认证。2021 年 12 月，公司被中华人民共和国农业农村部评为国家级禽白血病净化场。

此外，2022 年公司获批宁夏地方标准《蛋鸡福利养殖管理技术规范》和全国名特优新产品证书；2023 年公司获得“非笼养鸡蛋”认证证书，有利于公司未来接轨动物福利国际化。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91640000574864668D），截至 2024 年 4 月 17 日，公司本部无已结清/未结清的不良/关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

“晓鸣转债”系公司首次公开市场发行的债务融资工具，公司无其他逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司监事会成员无变化，董事及部分核心高级管理人员因换届选举发生变动。公司修订部分管理制度及规则，对公司经营无重大影响。

2023 年，公司部分董事及高级管理人员发生变动（换届选举），监事会成员无变化。2024 年 2 月 23 日，董事长兼总经理魏晓明辞任总经理职务，同时聘任孙迎春为公司总经理。

图表 4 公司董事、监事及主要高级管理人员变动情况

人员名称	职位	变动日期	变动类型
尤玉双	董事	2023 年 09 月 15 日	任期满离任
郭磊	董事	2023 年 09 月 15 日	股东大会选举
王念昌	副总经理	2023 年 09 月 15 日	董事会聘任

张宗辉	副总经理	2023年09月15日	董事会聘任
魏晓明	总经理（原）	2024年02月23日	工作调整
孙迎春	总经理	2024年02月23日	董事会聘任

资料来源：公司提供

公司总经理孙迎春先生，55岁，中共党员，1991年于中国农业大学畜牧系动物营养与饲料加工专业，毕业后就职福建正大集团有限公司，历任养殖场技术员、场长、生产部副经理、生产部经理、人事行政部经理、人力资源部经理、营销部经理、子公司总经理、集团家禽线肉鸡生产总监、北方区家禽线资深副总裁，期间曾出任北京华都集团有限公司企管部部长职务；2020年7月至2023年12月，历任华裕农业科技有限公司资深副总裁、常务副总裁、副董事长。

2023年，为进一步加强制度体系建设，提高企业基础管理水平，公司修订了《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《独立董事制度》《董事会审计委员会工作细则》《董事会提名委员会工作细则》《董事会战略委员会工作细则》《董事会薪酬与考核委员会工作细则》《关联交易管理制度》等三会管理制度，对公司经营影响不大。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司副产品收入增长带动营业总收入同比有所增长；饲料成本高企以及猪肉价格下跌影响下游蛋鸡养殖场（户）的补栏意愿，公司商品代雏鸡销售价格下降，主营业务毛利率同比大幅下降，利润总额由盈转亏。2024年1—3月，公司营业总收入同比有所下降，利润总额持续亏损。

公司主营业务收入主要包括鸡产品收入和副产品收入两部分。其中，鸡产品收入占比较大，主要来自于商品代雏鸡、商品代育成鸡以及父母代种雏鸡的销售。2023年，公司鸡产品收入同比变化不大；副产品收入同比增长43.70%（收入占比提升5.35个百分点），带动营业总收入同比增长5.77%至8.31亿元。

2023年，饲料成本持续高位运行，加之猪肉价格下跌抑制了鸡蛋价格，进一步压缩下游蛋鸡养殖场（户）的利润空间，使得下游蛋鸡养殖场（户）多采取延长在产蛋鸡的养殖周期以规避短期价格风险，以上因素在较大程度上影响了下游蛋鸡养殖场（户）的补栏意愿，进而减少其对商品代雏鸡的需求，抑制了商品代雏鸡的市场价格，公司主要产品销售价格下降，营业收入同比增长5.77%的同时，营业成本亦同比增长20.04%，主营业务毛利率大幅下降至0.93%；同时，因销售价格下降导致的存货资产减值在本年度亦出现增加。综合影响下，2023年，公司利润总额亏损1.55亿元。

2024年1—3月，受下游蛋鸡养殖场（户）补栏意愿低的持续不利影响，公司实现营业总收入1.75亿元，同比下降17.24%；利润总额-0.10亿元，持续亏损。

图表5 • 2022—2023年及2024年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024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
鸡产品	6.68	85.11%	11.06%	6.62	79.76%	-2.68%	1.37	78.28%	-1.83%
副产品	1.17	14.89%	22.20%	1.68	20.24%	15.15%	0.38	21.71%	7.91%
合计	7.85	100.00%	12.72%	8.30	100.00%	0.93%	1.75	100.00%	0.30%

注：尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（1）鸡产品

2023年，公司采购模式较上年未发生较大变化；饲料原材料采购价格处于高位，公司采购成本持续承压。公司采用“集中养殖，分散孵化”的生产模式，销售采用以产定销，直销与经销方式并行。2023年，公司鸡产品收入同比变化不大，其中主要产品商品代雏鸡的产销量保持增长；受下游蛋鸡养殖场（户）补栏意愿下降影响，商品代雏鸡销售价格下降，该板块营业利润亏损。

采购方面，公司的采购内容主要包括祖代蛋种鸡雏鸡、饲料、药品、疫苗以及其他物资等。2023年，公司采购模式较上年未发生较大变化。公司与全球知名蛋鸡育种企业美国海兰国际公司建立了长期战略合作关系，通过代理商根据年度生产计划进行祖代蛋种鸡雏鸡的采购。公司的饲料、药品、疫苗以及其他物资的采购由采购部门统一负责，采购方式包括招标采购、询价议价采购和单一来源采购。公司每年制定年度采购计划，经过部门经理、采购部经理、分管副总经理审核后，上报财务部门纳入预算管理；公司按月制定月度采购计划，每月25日前，物资需求部门编制《月度物资采购计划》，经过需求部门经理、采购部经理、分管副总经理审核并最终确定。公司所采购饲料

包括饲料原材料和成品饲料两部分，其中成品饲料为用于喂养 1~20 日龄雏鸡的小颗粒饲料，在采购金额中占比较小。公司采购的饲料原材料主要为玉米、豆粕以及饲料添加剂等，公司的玉米供应商主要为宁夏周边粮商和农户，豆粕供应商主要为国内外资企业。公司疫苗和兽药的供应商包括国内、外厂商的国内经销商，公司根据需要提前制定疫苗和兽药的采购计划。

采购结算方面，公司针对不同供应商采取不同结算方式。对于祖代蛋种鸡雏鸡供应商，公司一般采取先款后货的支付方式，首先根据合同约定的货款、手续费、代收机场检验费等进行预付，最终以双方认可的隔离第七日祖代种鸡雏鸡存活数量作为结算依据；对于玉米、豆粕此类对资金占用较大的大宗原材料，公司一般采取先货后款的支付方式，账期通常在原材料检验合格入库后 7~15 天左右；对于小品种饲料添加剂等其他产品，公司一般采用先货后款的方式，结算账期通常在 30 天左右。

图表 6 · 公司主要原材料采购情况

项目		2022 年	2023 年
饲料原材料	采购数量（吨）	105972.36	125888.81
	采购均价（万元/吨）	0.34	0.32
成品饲料	采购数量（吨）	6899.59	2127.00
	采购均价（万元/吨）	0.38	0.40
疫苗、药品	采购数量（万个）	67.03	63.37
	采购均价（元/个）	73.96	71.77

资料来源：公司提供

2023 年，公司饲料原材料采购均价略有下降，主要系玉米豆粕等大宗原料价格下降所致，但其采购价格仍处于高位；受成品饲料采购均价上升影响，公司增加饲料原材料采购量，采购成本持续承压。2022—2023 年，受美国禽流感疫病影响，公司未进口祖代鸡。2024 年一季度国外供种陆续恢复正常，公司采购祖代鸡 3.57 万套。进口祖代鸡具有产能利用率高、品牌优势突出等特点。

供应商集中度方面，2023 年，公司向前五名供应商采购额合计为 1.99 亿元（无关联采购情况），占年度采购总额的比重为 28.36%，采购集中度尚可。

生产及销售方面，公司鸡产品包括商品代雏鸡、商品代育成鸡和父母代种雏鸡，其中，商品代雏鸡是公司鸡收入的主要来源。与国内其他蛋鸡企业不同，公司采用“集中养殖，分散孵化”的生产模式。销售模式方面，公司采用以产定销，直销与经销方式并行，对于规模较大的蛋鸡养殖企业，公司全部采用直销的模式进行销售，经销商及其下游客户以自然人或小规模养殖场（户）为主。结算方式方面，公司采用预收全款、预收定金发货前付清余款、供货后有账期三种方式。对于大部分客户，公司采用预收全款或预收定金发货前付清余款的方式。其中，采用预收定金发货前付清余款方式的客户普遍规模较大，按照月度或者季度在公司进行滚动采购，回款账期平均在 1 个月之内；少量国企客户因为预收款手续办理周期较长，所以采用供货后有账期的结算方式，账期平均在 1 个月之内。

图表 7 · 公司鸡产品产销情况

产品		2022 年	2023 年
商品代雏鸡	产量（万羽）	20431.73	24936.16
	销量（万羽）	19869.19	23600.24
	销售均价（元/羽）	3.19	2.72
商品代育成鸡	产量（万羽）	92.34	96.39
	销量（万羽）	91.69	96.34
	销售均价（元/羽）	24.02	24.12
父母代种雏鸡	产量（万套）	419.64	287.64
	销量（万套）	166.88	3.33
	销售均价（元/套）	7.42	8.29

资料来源：公司提供

2023 年，商品代雏鸡作为公司鸡收入的主要来源，其产销量均有所增长；受饲料成本高位运行以及猪肉价格下跌等因素影响，下游蛋鸡养殖场（户）的补栏意愿低，公司商品代雏鸡销售价格下降的同时成本亦承压，商品代雏鸡毛利率下降至-3.18%，其收入同比变化不大。公司商品代育成鸡和父母代种雏鸡销售收入占鸡收入比重较小。其中，2023 年父母代种雏鸡产量大幅下降，主要系 2022—2023 年公司连续两年未引进祖代鸡所致；父母代种雏鸡销量大幅下降，主要系公司商品代雏鸡产能增速较快导致公司自身对父母代种雏鸡需求量增加所致。2023 年，公司鸡产品整体收入同比下降 0.88%，变化不大。

从销售集中度来看，2023年，公司对前五名客户销售额为1.04亿元，占年度销售总额的12.49%，集中度低；前五名客户中，关联方销售额占公司年度销售总额的3.12%。

（2）副产品收入

公司的副产品收入主要来自于鲜蛋、毛蛋、无精蛋、死胎蛋等不合格蛋的销售，难以作为蛋鸡饲养的鉴别雏（包括公雏和二等母雏）的销售，以及淘汰鸡和鸡粪等产品的销售。公司副产品结算方式为月末对账次月十日前付款。

2023年，公司副产品收入同比有所增长，收入占比亦有所提升，对公司的主营业务收入形成良好补充。

2 经营效率

2023年，公司存货周转次数较上年有所提升，销售债权周转次数和总资产周转次数均有所下降；公司经营效率指标在同行业中表现一般。

2023年，公司存货周转次数为8.94次，较上年提高2.41次；销售债权周转次数和总资产周转次数分别为30.42次和0.54次，较上年分别下降14.20次和0.06次。

同业对比方面，公司存货周转率高于行业中位数水平，应收账款周转率和总资产周转率均低于行业中位数水平。

图表 8 2023年同行业上市公司经营效率对比情况

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
民和股份	3.57	29.05	0.54
益生股份	5.76	65.51	0.52
仙坛股份	7.17	50.73	0.90
圣农发展	4.95	20.51	0.89
中位数	5.36	39.89	0.72
晓鸣股份	8.94	30.42	0.54

注：1. 除晓鸣股份外，以上所有上市公司主营均为肉鸡业务；2. 为了便于对比，上表公司相关数据来自Wind
资料来源：Wind

3 关联交易

公司关联交易对象主要为北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“大北农”）及其控制的各子公司、正大投资股份有限公司（以下简称“正大投资”）及相关的正大体系内各公司。2023年，公司关联采购和关联销售占比较小。

公司主要的关联交易对象为大北农及其控制的各子公司、正大投资及相关的正大体系内各公司。其中，正大投资为公司第二大股东，截至2024年3月底，持股比例为11.91%，在公司董事会中拥有2个席位；大北农为公司第四大股东，截至2024年3月底，持股比例为1.64%。

公司的关联交易主要包括关联采购和关联销售两部分，与关联方的采购价格和销售价格均参照市场价格确定。公司的关联采购主要为向正大投资及相关的正大体系内各公司采购饲料等产品，2023年，公司关联采购金额在营业成本中的占比为1.04%。公司的关联销售主要为向正大投资及相关的正大体系内各公司销售商品代雏鸡等产品，2023年，关联销售金额在营业总收入中的占比为3.12%。整体看，关联采购和关联销售占比较小。

4 未来发展

公司商品代蛋鸡雏鸡业务较为成熟；主要在建项目均已建设完毕。未来，公司将继续优化蛋种鸡产业规模，坚持“集中养殖、分散孵化”，优化关键人才团队，继续拓展南方市场。

经过多年发展，公司的商品代蛋鸡雏鸡业务已经比较成熟。未来，公司将继续实施“优化蛋种鸡产业规模、柔性品种和产品结构、提高产品品质，实现可持续健康绿色发展”的整体发展战略；通过“产、采、销、研、管”一体化，合理降本增效；坚持“集中养殖、分散孵化”，持续提高公司生物安全水平。公司将持续优化关键人才团队，升级激励机制，加强组织能力与系统运营能力建设。未来，公司将保持营业总收入、产品销售数量、市场占有率三大指标的适度持续增长，并继续拓展南方市场。

在建项目方面，截至2024年3月底，公司主要在建项目均已建设完毕；其中，阿拉善种鸡养殖场建设项目（首次公开发行股票募集项目）已变更为红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期），已建设完毕；阿拉善规划范围地区将成为公司储备项目地区。公司近期无重大投资项目。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2023 年底，公司合并范围内子公司较 2022 年底无变化；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 2 家，较 2023 年底无变化。公司财务数据可比性较强。

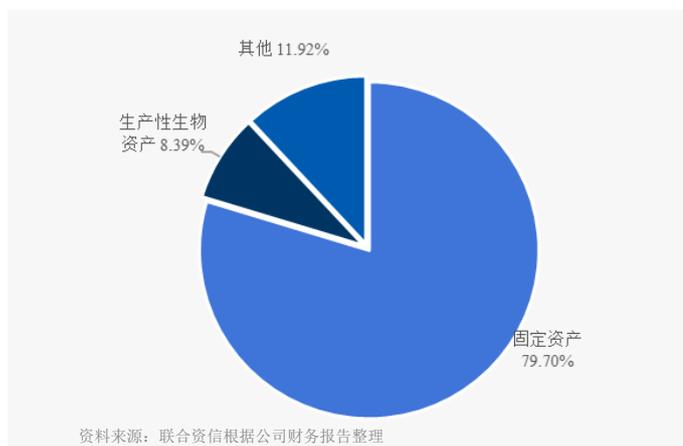
1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产规模有所增长，资产流动性较弱且受限比例较高；受未分配利润减少影响，所有者权益有所下降；受“晓鸣转债”发行影响，债务规模增长，债务负担有所加重。2023 年，公司营业总收入同比增长，利润总额由盈转亏；公司期间费用和资产/信用减值损失对利润总额存在一定侵蚀；公司经营活动现金净流入规模有所下降，投资活动现金净流出规模有所收窄，公司经营活动现金净流入无法覆盖投资需求。

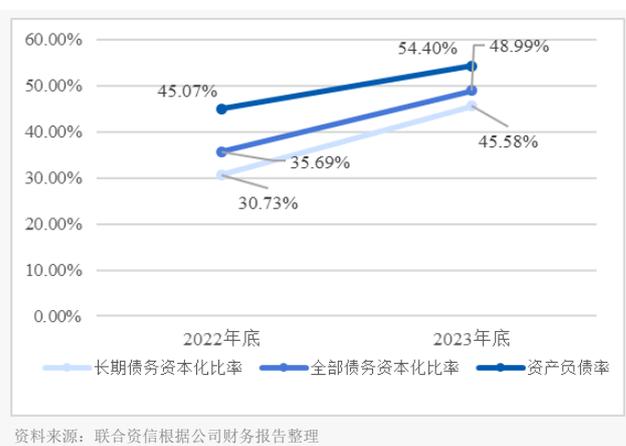
截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 11.25%至 16.17 亿元，主要系固定资产增长所致，资产构成以非流动资产为主（占 88.40%），资产流动性较弱。截至 2023 年底，公司应收账款较上年底增长 70.33%至 0.34 亿元，主要系副产品销售规模增长所致（副产品付款方式为月末对账次月十日前付款）；存货规模较上年底下降 35.50%至 0.72 亿元，主要系原材料备货减少所致，公司存货构成主要为原材料（占 54.65%）和在产品（占 35.76%），存在跌价风险（2023 年合计计提存货跌价准备 0.16 亿元）。截至 2023 年底，固定资产占资产总额比重较高（占 79.70%），固定资产较上年底增长 28.14%至 11.39 亿元，主要系项目完工转固所致；固定资产累计计提折旧 3.07 亿元，计提减值准备 82.43 万元，固定资产成新率 78.88%，成新率一般。截至 2023 年底，公司受限资产规模为 4.16 亿元，包括因借款而抵押的固定资产和无形资产，资产受限比例为 25.74%，受限比例较高。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 16.02 亿元，较上年底下降 0.89%，主要系货币资金和应收账款下降所致；资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底下降 7.65%至 7.37 亿元，主要系未分配利润减少所致。其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.70%、11.76%、41.45%、5.83%和 18.28%。截至 2024 年 3 月底，受未分配利润减少影响，公司所有者权益较上年底下降 1.19%至 7.29 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大，所有者权益结构稳定性较强。

图表 9 • 2023 年底公司非流动资产构成



图表 10 • 2022—2023 年底公司债务指标情况



截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 34.28%至 8.80 亿元，主要系应付债券增长所致；负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债较上年底增长 72.43%至 6.27 亿元。其中，应付账款较上年底下降 29.35%至 0.83 亿元，主要系存货采购减少所致；其他应付款较上年底下降 17.64%至 0.43 亿元，主要系限制性股票激励回购款减少所致；受“晓鸣转债”发行影响，公司产生应付债券 2.52 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底变化不大，负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 59.78%至 7.08 亿元，主要系应付债券增长所致；债务结构仍以长期债务为主，长期债务较上年底增长 74.37%至 6.18 亿元。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底增长 9.33 个百分点、13.30 个百分点和 14.85 个百分点，债务负担有所加重。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 3.10%至 7.30 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有增长。截至 2024 年 3 月底，公司存续债券为“晓鸣转债”，债券余额为 3.29 亿元，于 2029 年到期。

2023年，公司营业总收入及利润总额分析详见本报告“六、跟踪期主要变化（三）经营方面”。从期间费用看，2023年，公司费用总额1.35亿元，同比增长52.79%。其中，销售费用同比增长17.75%至0.36亿元，主要系销售规模增加所致；管理费用同比增长77.56%至0.44亿元，主要系职工薪酬及股权激励费用增加所致；受债券利息摊销增加影响，财务费用同比增长241.86%至0.30亿元。公司期间费用率为16.28%，同比增长5.01个百分点，对整体利润存在一定侵蚀。2023年，公司计提资产/信用减值损失1999.65万元，主要为应收账款、其他应收款及存货，其中计提资产减值损失1923.99万元，主要系2023年公司商品代雏鸡的销售价格下降，用于孵化商品代雏鸡的在产品父母代种蛋和饲养父母代种鸡的饲料原料的可变现净值低于账面价值，父母代种蛋及饲料原料计提的跌价金额增加所致。公司资产/信用减值损失合计占利润总额的12.92%。盈利指标方面，2023年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为0.68%、-8.52%和-20.99%，同比下降11.74个百分点、9.11个百分点和21.91个百分点，盈利能力有所下降。2024年1-3月，公司营业总收入同比下降17.24%至1.75亿元，利润总额同比下降10.98%至-0.10亿元。

2023年，受公司销售收入增加影响，公司经营活动现金流入量同比增长6.45%至8.62亿元；受支付日常费用及职工薪酬增加影响，公司经营活动现金流出量同比增长14.04%至8.01亿元；公司经营活动现金净流入额同比下降43.12%至0.61亿元；现金收入比维持较高水平。2023年，公司收回投资收到的现金增加拉动投资活动现金流入量同比大幅增长，在建项目减少导致投资活动现金流出量同比有所下降，投资活动现金净流出规模有所收窄；公司经营活动现金净流入无法覆盖投资需求，主要项目投入资金来源于自有资金、首次公开发行股票募集资金和“晓鸣转债”。受可转债募集资金增加影响，公司筹资活动现金净流入额同比有所增长。2024年1-3月，公司实现经营活动现金净流入0.13亿元，投资活动现金净流出0.44亿元，筹资活动现金净流入0.15亿元。

2 偿债指标变化

公司长、短期偿债能力指标有所下降；考虑到公司在经营规模、产品质量和疫病防治方面具有的优势，整体偿债能力仍属较强。公司间接融资渠道有待拓宽，具备直接融资渠道。

图表 11 · 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率（%）	61.50	74.17
	速动比率（%）	23.11	45.62
	经营现金/流动负债（%）	36.85	24.16
	经营现金/短期债务（倍）	1.21	0.68
	现金类资产/短期债务（倍）	0.46	0.80
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	0.97	0.05
	全部债务/EBITDA（倍）	4.55	132.32
	经营现金/全部债务（倍）	0.24	0.09
	EBITDA/利息支出（倍）	36.50	0.16
	经营现金/利息支出（倍）	40.27	1.79

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所增长，公司经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务的保障程度偏弱，现金类资产对短期债务的保障程度偏弱。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降。

2023年，公司EBITDA同比大幅下降，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度偏弱，经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出的覆盖程度均有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标有所下降。

对外担保方面，截至2023年底，公司无对合并范围外的担保事项。

未决诉讼方面，截至2023年底，公司无重大未决诉讼。

融资渠道方面，截至2023年底，公司共计获得银行授信额度4.68亿元，剩余授信额度0.31亿元，间接融资渠道有待拓宽；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为主要经营主体，其子公司（合计2家）资产规模、所有者权益、营业总收入、净利润占公司合并口径比例相对较小，因此公司本部与合并报表在资产质量、资本结构、债务规模、盈利能力和现金流状况等方面相差不大。

图表 12 • 2023 年公司合并报表与公司本部财务数据比较（单位：亿元）

科目	合并报表	公司本部
资产总额	16.17	16.37
所有者权益	7.37	7.39
全部债务	7.08	7.07
营业总收入	8.31	8.11
利润总额	-1.55	-1.55
经营活动现金流量净额	0.61	0.61

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（五）ESG 方面

公司注重环境保护，积极履行作为民营企业的社会责任，治理结构和内控制度较完善。整体来看，目前公司 ESG 表现对其持续经营无负面影响。

跟踪期内，公司治理方面，公司组织完善、修订公司内部控制规章制度，制定详细的年度审计计划（全年完成审计项目 17 个）；公司各党支部遵守企业党组织工作制度，坚持开展“三会一课”，截至 2023 年底，公司共有 6 个党支部，合计 31 名党员。2023 年，公司共完成信息披露业务 177 项；与重要采购合作伙伴累计签署 348 份《反商业贿赂协议》。社会责任方面，2023 年，公司累计开展培训 1491 场，累计参训人数 2.81 万人次；11 月，公司向西北农林科技大学捐款 5 万元，推进校企合作；公司多次进行公益捐赠。环境保护与可持续发展方面，公司利用封闭保温鸡舍技术、热回收技术、空气能热泵加热技术达到节能效果；使用节水式饮水线和节能环保型锅炉；病死动物无害化处理；推进低碳养殖等多种方式响应落实国家“双碳”战略目标，提高可持续发展能力。

七、债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“晓鸣转债”余额的保障程度一般，考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“晓鸣转债”的保障能力或将增强。

截至 2024 年 3 月底，公司发行的“晓鸣转债”余额为 3.29 亿元。出于计算的合理性考虑，使用 2023 年数据进行测算，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“晓鸣转债”余额的保障程度一般。

“晓鸣转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“晓鸣转债”的保障能力或将增强。

图表 13 • 公司存续债券偿还能力指标

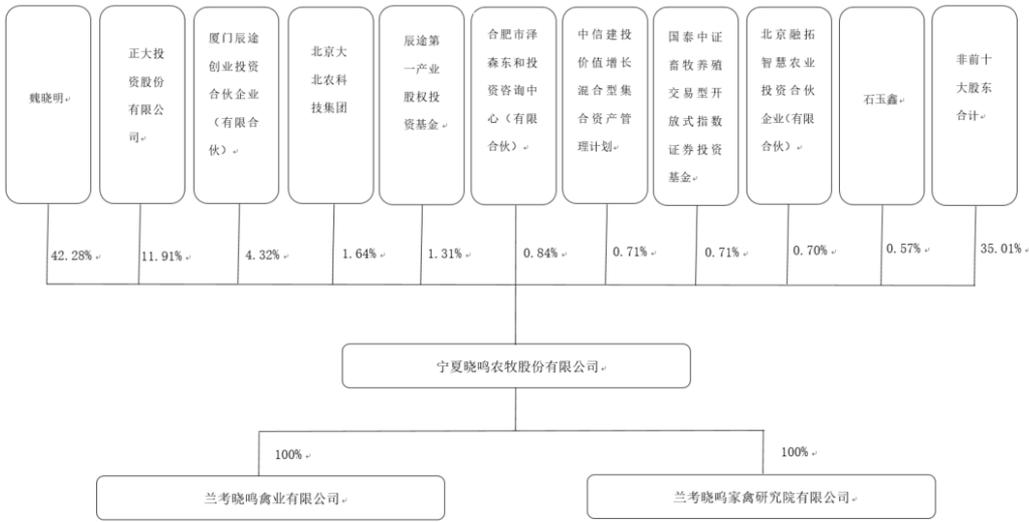
项目	2023 年
待偿债券余额（亿元）	3.29
现金类资产/待偿债券余额（倍）	0.22
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	2.62
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	0.19
EBITDA/待偿债券余额（倍）	0.02

注：出于计算的合理性考虑，使用 2023 年数据进行测算债券偿还能力指标
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

八、跟踪评级结论

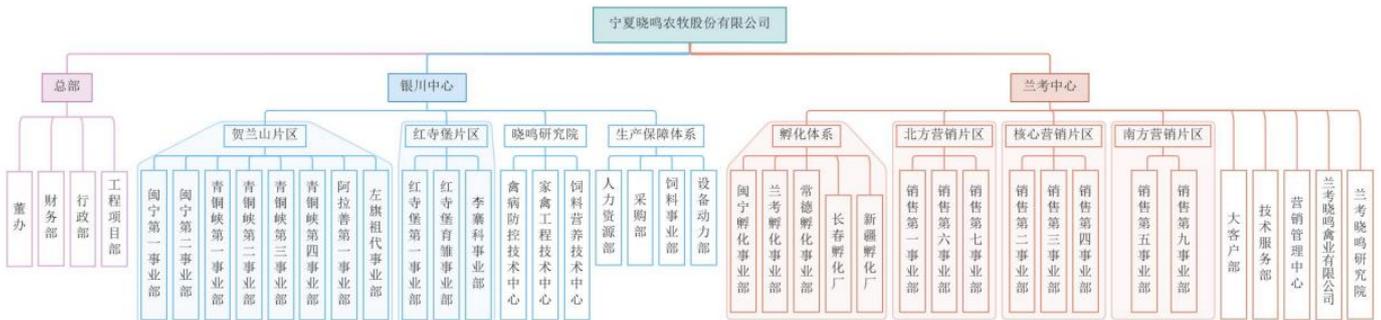
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A，下调“晓鸣转债”的信用等级为 A，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
兰考晓鸣禽业有限公司	4000.00	海兰褐祖代、父母种鸡养殖	100.00%	--	投资设立
兰考晓鸣家禽研究院有限公司	300.00	科研	100.00%	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.41	0.72	0.56
应收账款（亿元）	0.20	0.34	0.31
其他应收款（亿元）	0.02	0.02	0.02
存货（亿元）	1.12	0.72	0.87
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	8.89	11.39	11.51
在建工程（亿元）	1.70	0.34	0.00
资产总额（亿元）	14.53	16.17	16.02
实收资本（亿元）	1.90	1.89	1.89
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	7.98	7.37	7.29
短期债务（亿元）	0.89	0.90	0.74
长期债务（亿元）	3.54	6.18	6.56
全部债务（亿元）	4.43	7.08	7.30
营业总收入（亿元）	7.86	8.31	1.75
营业成本（亿元）	6.86	8.23	1.75
其他收益（亿元）	0.06	0.05	0.00
利润总额（亿元）	0.07	-1.55	-0.10
EBITDA（亿元）	0.97	0.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.80	8.30	1.81
经营活动现金流入小计（亿元）	8.10	8.62	1.87
经营活动现金流量净额（亿元）	1.07	0.61	0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.73	-3.25	-0.44
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.21	3.09	0.15
财务指标			
销售债权周转次数（次）	44.62	30.42	--
存货周转次数（次）	6.53	8.94	--
总资产周转次数（次）	0.60	0.54	--
现金收入比（%）	99.28	99.94	103.57
营业利润率（%）	12.43	0.68	-0.05
总资本收益率（%）	0.59	-8.52	--
净资产收益率（%）	0.92	-20.99	--
长期债务资本化比率（%）	30.73	45.58	47.37
全部债务资本化比率（%）	35.69	48.99	50.05
资产负债率（%）	45.07	54.40	54.53
流动比率（%）	61.50	74.17	87.16
速动比率（%）	23.11	45.62	45.67
经营现金流动负债比（%）	36.85	24.16	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.80	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	36.50	0.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.55	132.32	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.40	0.71	/
应收账款（亿元）	0.19	0.34	/
其他应收款（亿元）	0.02	0.02	/
存货（亿元）	1.09	0.67	/
长期股权投资（亿元）	0.42	0.42	/
固定资产（亿元）	8.74	11.25	/
在建工程（亿元）	1.71	0.34	/
资产总额（亿元）	14.73	16.37	/
实收资本（亿元）	1.90	1.89	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	8.00	7.39	/
短期债务（亿元）	0.89	0.90	/
长期债务（亿元）	3.53	6.17	/
全部债务（亿元）	4.42	7.07	/
营业总收入（亿元）	7.67	8.11	/
营业成本（亿元）	6.67	8.05	/
其他收益（亿元）	0.06	0.05	/
利润总额（亿元）	0.09	-1.55	/
EBITDA（亿元）	--	--	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.63	8.08	/
经营活动现金流入小计（亿元）	8.01	8.51	/
经营活动现金流量净额（亿元）	1.07	0.61	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.73	-3.25	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.21	3.10	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	45.70	30.61	/
存货周转次数（次）	6.57	9.17	/
总资产周转次数（次）	0.58	0.52	/
现金收入比（%）	99.45	99.67	/
营业利润率（%）	12.68	0.41	/
总资本收益率（%）	0.70	-8.57	/
净资产收益率（%）	1.09	-21.05	/
长期债务资本化比率（%）	30.63	45.51	/
全部债务资本化比率（%）	35.59	48.92	/
资产负债率（%）	45.66	54.88	/
流动比率（%）	56.01	66.38	/
速动比率（%）	20.94	41.91	/
经营现金流动负债比（%）	34.57	22.25	/
现金短期债务比（倍）	0.45	0.79	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	/
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	/

注：公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持