

禾丰食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5230号

联合资信评估股份有限公司通过对禾丰食品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，确定维持禾丰食品股份有限公司主体长期信用等级为 **AA**，维持“禾丰转债”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：

二〇二五年六月二十五日

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禾丰食品股份有限公司（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。

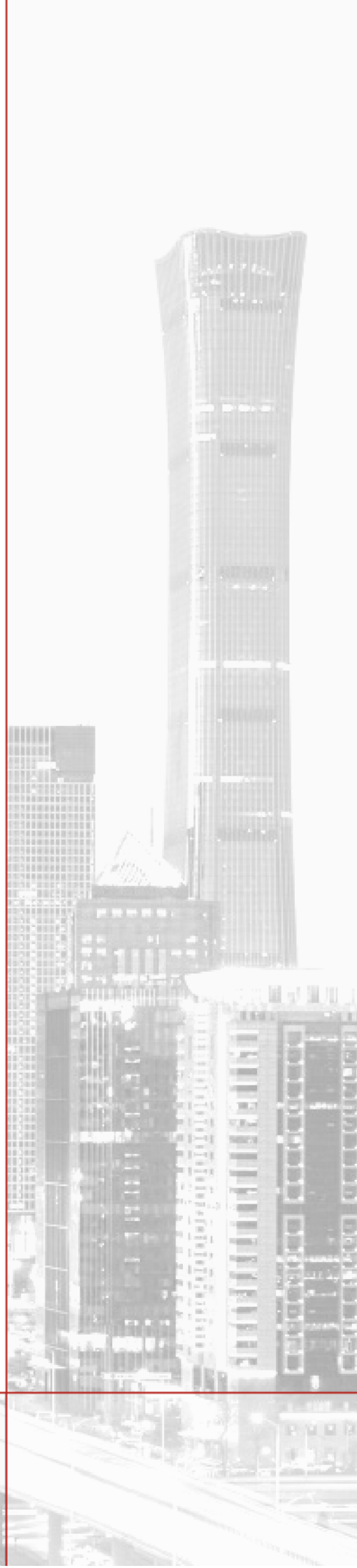
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



禾丰食品股份有限公司公开发行可转换公司债券

2025 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
禾丰食品股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/25
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，禾丰食品股份有限公司（以下简称“公司”）在规模、品牌和技术水平等方面维持了较强竞争优势。重大事项方面，控股股东（实际控制人）的部分一致行动人因退休解除一致行动关系后，实际控制人合计控股比例下降；为推动公司白羽肉鸡事业发展，进一步整合肉禽产业股权，公司现金收购 13 家参股公司股权，并于 2025 年 4 月起纳入公司合并财务报表范围，相关收购事项对公司经营、财务、或有事项等方面可能造成的影响，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）将持续关注。经营方面，2024 年，受饲料价格及销量下降影响，公司营业总收入同比下降，受成本端下降影响，综合毛利率同比提升，主营业务盈利空间有所提升，2024 年整体扭亏为盈，并在 2025 年一季度维持增长趋势；同时，公司饲料业务产能利用率低，且需持续面临畜禽疫病风险。财务方面，公司资产质量较好，但存货和应收账款对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险；公司债务规模有所波动，长期债务占比提高，债务压力尚可；期间费用规模大，对利润存在一定侵蚀；经营获现能力上升，收入实现质量较好；长、短期偿债能力指标表现良好。

2024 年，公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度高。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司依托区域内行业地位和产能规模等竞争优势，竞争实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司在保持财务状况的基础上，市场拓展取得重大进展，销量和市场占有率显著提升，拉动公司收入和利润大幅增长；公司资本市场表现较好，在其他能力保持稳定情况下，通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：畜禽养殖行业和饲料加工行业景气度持续下行；动物疫病等问题严重影响公司产品产能或计提大额资产减值；公司成本控制压力显著加大；公司债务负担明显加重，债务结构与资金使用期限严重错配，出现流动性紧张情况；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动或违法违规情况，对公司经营造成重大不利影响。

优势

- **区域内行业地位较为突出。**公司在东北地区农牧行业处于前列，在规模、品牌和技术等方面拥有较强的竞争优势。
- **畜禽市场情况回暖叠加成本端压力放缓，公司经营业绩好转。**2024 年，受益于畜禽市场情况回暖，叠加成本端压力放缓，公司业绩整体扭亏为盈。2025 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额同比均持续增长。
- **公司资产受限比例较低，资产质量较好；受益于主营业务盈利能力、回款与现金收入实现能力有所提升，公司长、短期偿债能力指标良好。**截至 2025 年 3 月底，公司受限资产合计 2.78 亿元，受限比例为 1.80%。截至 2024 年底，公司现金类资产/短期债务为 1.71 倍，经营现金/流动负债为 30.03%，经营现金/全部债务为 0.27 倍。2024 年，EBITDA/利息支出为 6.80 倍，全部债务/EBITDA 为 3.55 倍。

关注

- **公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险，公司盈利水平存在波动风险。**公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。
- **饲料业务产能利用率低。**2024 年，公司饲料业务产能利用率下降至 46.02%，饲料行业存量竞争加剧。考虑到公司募投项目仍涉及饲料产能扩张，新建产能消化存在不确定性。

- **存货和应收账款对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险。**截至 2024 年底，公司存货和应收账款规模大，合计占流动资产的 61.56%，对营运资金形成占用。考虑到饲料行业与养殖行业景气度仍处低位，饲料行业受到成本端价格波动和需求端不振的双重挤压，公司存在存货跌价风险和应收账款减值风险。
- **收购标的公司的财务情况参差不齐，个别项目经营亏损。**为推动公司白羽肉鸡事业发展，进一步整合肉禽产业股权，公司现金收购 13 家参股公司股权，并于 2025 年 4 月起纳入公司合并财务报表范围，部分标的公司财务状况不佳，相关收购事项对公司经营、财务等方面可能造成的影响，联合资信将持续关注。

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

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	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	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：由于经营分析、盈利能力、偿债能力等要素提升，财务风险评价结果变更为 F1，指示评级较上次评级提升 1 个子级；由于上次个体调整因素已不再适用，本次无个体调整因素，故公司的个体信用等级由 aa+ 上调为 aa。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

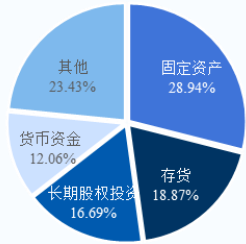
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见公司最新披露评级技术文件。

主要财务数据

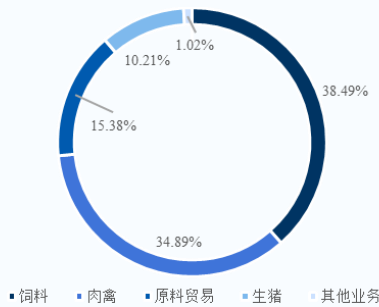
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.23	18.23	13.24
资产总额（亿元）	149.37	148.83	154.46
所有者权益（亿元）	76.15	75.77	76.91
短期债务（亿元）	19.04	10.65	14.09
长期债务（亿元）	26.36	33.09	35.74
全部债务（亿元）	45.40	43.74	49.84
营业总收入（亿元）	359.70	325.45	77.08
利润总额（亿元）	-4.81	3.94	1.67
EBITDA（亿元）	2.85	12.31	--
经营性净现金流（亿元）	9.56	11.77	-6.63
营业利润率（%）	3.82	6.27	7.21
净资产收益率（%）	-7.72	4.10	--
资产负债率（%）	49.02	49.09	50.20
全部债务资本化比率（%）	37.35	36.60	39.32
流动比率（%）	140.90	153.43	152.66
经营现金流动负债比（%）	20.98	30.03	--
现金短期债务比（倍）	1.01	1.71	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	6.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.95	3.55	--
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	104.87	106.84	/
所有者权益（亿元）	49.00	47.87	/
全部债务（亿元）	31.16	29.42	/
营业总收入（亿元）	7.16	6.82	/
利润总额（亿元）	0.41	1.83	/
资产负债率（%）	53.28	55.20	/
全部债务资本化比率（%）	38.87	38.07	/
流动比率（%）	109.46	116.10	/
经营现金流动负债比（%）	3.31	1.17	/

注：1.公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司本部 2025 年一季度财务报表未披露；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.合并口径长期应付款中有息部分已调整至长期债务中；4.“--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

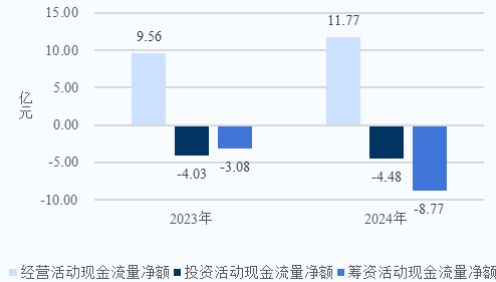
2024 年底公司资产构成



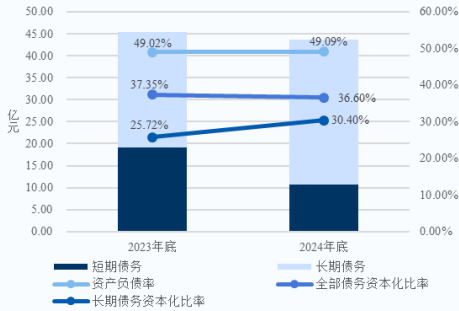
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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
禾丰转债	15.00 亿元	14.67 亿元	2028/04/22	回售条款；赎回条款

注：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

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
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/17	李敬云 蒲雅修	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
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2021/08/10	王进取 孙菁	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 （V3.0.201907）	阅读原文

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：杨 恒 yangheng@lhratings.com

项目组成员：李敬云 lijy@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”）关于禾丰食品股份有限公司（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

公司原名为辽宁禾丰牧业股份有限公司，于 2003 年 3 月 27 日在辽宁省工商行政管理局注册成立，注册资本为 5300.00 万元。2014 年 8 月，公司在上海证券交易所上市交易，股票简称“禾丰牧业”，股票代码“603609.SH”。2021 年 3 月，公司变更为现名，股票简称变更为“禾丰股份”，股票代码不变。历经多次股权变更及增资，截至 2025 年 3 月底，公司总股本 9.19 亿股，公司控股股东及实际控制人金卫东直接持有公司股票 1.50 亿股，占总股本的 16.27%；通过控制常州禾力创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“常州禾力”）间接控制公司 5.26% 的表决权；并通过《一致行动确认和承诺函》联合王凤久（持股 5.22%）、邵彩梅（持股 5.41%）两名股东控制公司 10.63% 的表决权；金卫东合计控制公司 32.16% 的股份表决权。截至 2025 年 3 月底，一致行动人王凤久质押公司股份占其所持公司股份的 20.81%。

截至 2025 年 3 月底，公司主营业务未变化，仍从事饲料及饲料原料贸易业务、肉禽业务和生猪业务；按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年底，公司本部组织架构无变化（组织架构图见附件 1-2），合并范围内拥有子公司 186 家；截至 2024 年底，公司在职工 9167 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 148.83 亿元，所有者权益 75.77 亿元（含少数股东权益 8.82 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 325.45 亿元，利润总额 3.94 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 154.46 亿元，所有者权益 76.91 亿元（含少数股东权益 9.03 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 77.08 亿元，利润总额 1.67 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市沈北新区辉山大街 169 号；法定代表人：金卫东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“禾丰转债”（债券概况见下表），“禾丰转债”在付息日正常付息。“禾丰转债”初始转股价格 10.22 元/股，截至 2025 年 3 月底累计共有 33,000,000 元“禾丰转债”转换为公司股份，因转股形成的股份数量为 3,216,252 股，转股价格为 10.14 元/股。

2023 年 5 月 26 日，“禾丰转债”转股价调整为 10.14 元/股，截至 2025 年 3 月底，“禾丰转债”转股价为 10.14 元/股。

截至 2024 年底，“禾丰转债”募集资金用途未变更，累计投入 7.60 亿元，累计投入进度 51.01%。募投项目主要围绕饲料生产、生猪养殖、屠宰加工和熟食调理进行。2023 年，考虑到生猪养殖行业持续亏损，猪价低迷，养殖端投料积极性下降，饲料供需关系存在产能过剩风险，公司延缓生猪养殖项目和饲料生产项目进度；受外部宏观因素影响，公司前期投入的其他食品项目延期竣工尚未满产，公司延期进行熟食调理品项目建设。相关项目预定可使用状态由 2023 年底和 2024 年 4 月延期至 2025 年底。2024 年，公司未进行募投项目建设投入。公司于 2024 年 4 月 25 日召开第八届董事会第三次会议及第八届监事会第三次会议，审议通过《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，公司拟使用不超过 6 亿元的闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限为自公司董事会审议通过之日起不超过 12 个月。2025 年 4 月 23 日，公司已按承诺将实际用于补充流动资金的可转换公司债券闲置募集资金 6 亿元全部归还至募集资金专用账户。2025 年 4 月 24 日召开第八届董事会第十一次会议及第八届监事会第七次会议，审议通过《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》。公司拟使用不超过 7.30 亿元的闲置募集资金暂时补充流动资金，仅限于与主营业务相关的生产经营使用，使用期限自公司董事会批准之日起不超过 12 个月。

图表 1 • 截至 2025 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
禾丰转债	15.00	14.67	2022/04/22	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》。

五、行业分析

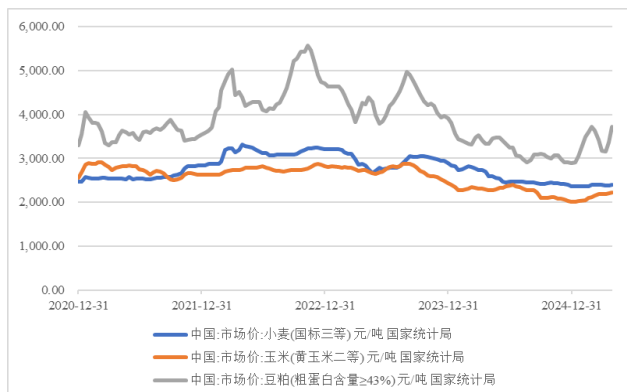
1 饲料行业

2024 年，饲料行业原料成本趋稳，豆粕、玉米等主要原料年末价格低于年初；受下游养殖需求分化的影响，饲料品类产量有所差异；饲料企业致力于控本增效，行业集中度可能进一步提升。

从上游原料端看：2024 年，全国粮食总产量 70650 万吨，同比增长约 1.6%，再创 7 亿吨以上丰收，为饲料粮提供了基础；大豆进口量 1.05 亿吨，同比增长约 6.5%，其中进口美国大豆量有所回落，进口巴西、阿根廷等地大豆量不同程度增长，大豆的进口依赖度仍高但来源更趋多元，豆粕价格震荡回落；玉米进口指数回落，国内玉米自给与价格调控作用显现，玉米价格有所回落；为应对原料进口依赖度较高、价格易受国际市场和贸易政策影响的局面，饲料企业正加速推进豆粕减量和替代蛋白研发以对冲外部价格波动。

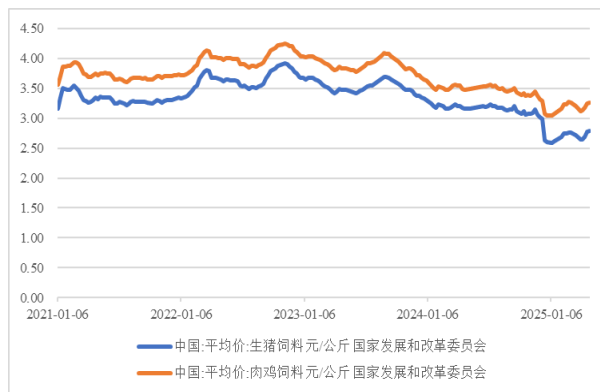
从供需两端看：供给方面，2024 年，全国工业饲料产量约 3.16 亿吨，主要品类变动有所差异，猪饲料、蛋禽饲料和水产饲料产量低于上年，肉禽饲料产量高于上年。需求端看，主要饲料品类的产量变化反映出下游养殖需求的分化。其中，受生猪存栏量调整的影响，猪料消费疲软；肉禽存栏量的上升带动了饲料需求；由于水产品价格长期低迷和极端天气频发，养殖户投苗积极性不高导致水产饲料需求减少。

图表2 • 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图表3 • 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

综合来看，原料成本趋稳与养殖端分化交织，促使饲料企业通过产品结构调整和成本优化来维持利润弹性。展望 2025 年，中国饲料行业预计延续“成本趋稳—供给微增—需求结构分化”的主线。一方面，原料端在国内粮食“连丰”与全球油籽增产并行的情景下，玉米与豆粕价格大概率保持区间震荡，配合国家豆粕减量行动计划扩容和替代蛋白规模化应用，原料成本压力整体可

控；另一方面，供给端在头部企业产能爬坡与中小厂环保、资金约束加剧的此消彼长中，工业饲料总产量有望小幅回升，品类结构受下游景气度影响有所调整，行业集中度可能进一步提高；同时，需求端受“猪周期”底部修复推动，规模猪场补栏带动猪料消费温和回暖，肉鸡养殖有望维持相对稳健，水产养殖则主要受消费复苏程度影响。

2 白羽肉鸡养殖行业

2024 年，白羽肉鸡市场价格处于低位，产业链条中各环节利润水平分化显著，上游种鸡端仍有利润，商品代养殖深度亏损，屠宰环节微亏。

供给方面，随着海外引种逐步恢复和国内品种的大量更新，在产祖代种鸡存栏上升，在产父母代种鸡存栏亦止跌回升，但由于种鸡场大量强制换羽、延迟淘汰种鸡情绪增强，导致父母代种鸡生产性能进一步下降，叠加疫病影响，下半年商品代鸡雏供应量趋于紧张，鸡雏价格同比上涨。商品代养殖环节，上半年毛鸡供应量相对充足，肉鸡价格持续下跌；三季度因规避高温天气，养殖端减少补栏，导致毛鸡供应量偏紧，且受到国外禽流感消息面影响，肉鸡价格短暂上行后回落；进入四季度毛鸡供应量明显增加，但下游鸡肉价格拉涨情绪增强，带动毛鸡价格小幅回升。全年来看，2024 年国内肉鸡出栏量同比增长 1.8%，肉鸡分割品同比增长 2.3%，白羽肉鸡价格同比下跌，养殖环节亏损严重。

需求方面，白羽肉鸡终端消费恢复相对平缓，企业、工厂等团餐渠道始终偏弱，餐饮、食品等渠道消化缓慢，家庭消费占比比较低，鸡肉市场需求端整体疲软、产品利润减少，经销客户拿货意愿不强，库存压力向上游屠宰端转移，导致鸡肉产品流通不畅，屠宰开工率下降，售价亦不断走跌，尽管猪价大幅上涨，鸡肉替代消费提升，但仍不足以完全消化产能的增长。全年来看，上半年鸡肉分割品综合售价持续下跌，三季度小幅反弹后重新走弱，四季度挺价情绪增强但涨幅有限，全年均价 9450 元/吨，同比下跌 12.17%，屠宰端整体处于亏损，由于经营管理、成本效率等方面存在差异，企业间盈利水平相差较大。

总体看，2024 年白羽肉鸡市场供给充足，但需求端支撑力度不足，白羽肉鸡价格处于相对低位，产业链不同环节之间、相同环节的不同企业之间，业绩差距不断扩大。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司在东北地区农牧企业中处于前列，保持了在区域内较为突出的行业地位和在规模、品牌和技术等方面较强的竞争优势；公司历史信用记录良好。

产权方面，2024 年共有 8000 元“禾丰转债”转换为公司股票，转股数 785 股，公司股份总数由 919,433,663 股增加至 919,434,448 股。控股股东和实际控制人仍为金卫东，其控制表决权比例变动情况见“（三）、重大事项”部分。

企业规模和竞争力方面，公司主要业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽业务、生猪养殖，同时涉及动物药品、养殖设备、宠物医疗等领域。公司在东北地区居于行业前列，在华北、华中、西北等地也拥有较高的品牌影响力。饲料业务方面，公司饲料产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，产品覆盖全国 32 个省级行政区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂。公司是“中国饲料工业协会副会长单位”。2024 年，公司控股企业饲料外销量 396 万吨，同比下降 8.02%。

肉禽业务方面，公司的白羽肉鸡业务发展较快，肉禽业务板块拥有多家控股及参股公司，产能配套能力与总体规模持续提升。2024 年，公司控参股企业年屠宰能力超过 11 亿羽，合计屠宰白羽肉鸡 9.2 亿羽，同比增长 14%；合计产销分割品 243 万吨，同比增长 15%。

生猪业务方面，2024 年，公司控股企业合计出栏生猪 134 万头，其中肥猪 115 万头、仔猪 16 万头、种猪 3 万头。

公司拥有“国家农业产业化重点龙头企业”“国家认定企业技术中心”“高新技术企业”等称号，2014 年上市以来 4 次当选“中国主板上市公司价值百强”，8 次入选《财富》中国 500 强榜单。公司是中国较早通过 ISO9001 国际质量管理体系和 HACCP 食品安全管理体系双认证的饲料企业之一，“禾丰”商标是中国驰名商标。截至 2024 年底，公司已累计获得发明专利 78 项，并获得 2 项国家科技进步奖、1 项国家技术发明奖、1 项丰收奖一等奖、近 20 项省部级科技奖励。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：9121000074712989XU），截至 2025 年 6 月 13 日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局

企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和“信用中国”网站等主要信用信息平台中的异常记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员均发生变动；公司主要管理制度未发生重大变动，关注公司的管理运作情况。

跟踪期内，公司修订了《投资管理制度》《舆情管理制度》《公司章程》，主要内部管理制度未发生重大变化，管理制度较为连续；公司部分董事、监事和高级管理人员发生变动，均系换届选举所致。

图表 4 • 2024 年以来公司董事、监事和高级管理人员变动情况

姓名	担任职务	类型	变动原因
陈宇	董事	选举	换届
陈宇	董事会秘书	聘任	换届
王凤久	监事会主席	选举	换届
王凤久	副总裁	离任	换届
赵馨	副总裁	聘任	换届
赵馨	董事会秘书	离任	换届
金戈	副总裁	聘任	换届
张文良	董事	离任	换届
王学强	副总裁	离任	换届
邸国	副总裁	离任	换届
王仲涛	监事长	离任	换届
任秉鑫	监事	离任	换届
院铭娥	监事	离任	换届

资料来源：公司提供，联合资信整理

（三）重大事项

控股股东（实际控制人）与部分一致行动人解除一致行动关系，解除后实控人控股权降至 32.16%，仍为公司控股股东。

2011 年 3 月 2 日，公司控股股东（实际控制人）金卫东先生及其一致行动人丁云峰先生、王凤久先生、邵彩梅女士、王仲涛先生（以下简称“五名一致行动人”）共同签署了《一致行动确认和承诺函》约定：各方在行使公司的股东大会的各项决议表决时与金卫东先生保持一致，在行使股东职权方面也与金卫东先生采取一致行动，金卫东先生合计控制公司 46.14% 的股份表决权，为公司控股股东、实际控制人。根据公司公告，2024 年 9 月 27 日，五名一致行动人签署了《一致行动确认和承诺函之补充协议》，一致同意丁云峰先生、王仲涛先生解除一致行动关系，金卫东先生、王凤久先生、邵彩梅女士继续保持一致行动关系。一致行动关系部分解除后，金卫东先生个人持公司 16.27% 股份，合计控制公司 32.16% 的股份表决权，仍为公司控股股东（实际控制人）。本次两位股东解除一致行动关系的主要原因为丁云峰先生、王仲涛先生均已退休，不在公司任职且不再参与公司日常经营管理决策。

收购肉禽业务参股公司部分股权

为推动公司白羽肉鸡事业发展，进一步整合肉禽产业股权，公司以自有及自筹（约 60%）资金收购金天明、马力、金鑫（以下简称“交易对手方”¹）持有的鞍山市九股河食品有限责任公司、鞍山丰盛食品有限公司、台安县九股河农业发展有限公司、台安丰九牧业有限公司、葫芦岛九股河食品有限公司、葫芦岛九股河饲料有限公司、葫芦岛九股河牧业有限公司、锦州九丰食品有限公司、锦州鑫丰食品有限公司、凌海市九股河饲料有限责任公司、辽宁裕丰生物科技有限公司、鞍山安泰塑料制品有限公司、鞍山九股河纸业包装有限公司 13 家公司（以下简称“标的公司”或“目标公司”）部分股权（以下简称“交易标的”），本次交易的基础对价合计为 35398.30 万元，不涉及业绩承诺，根据 2025 至 2029 年度目标公司的盈利情况设置了交易对价调整机制。本次

¹ 根据公司于 2025 年 2 月 26 日披露的《关于收购肉禽业务参股公司部分股权暨取得其控制权的公告》：“金天明和马力为夫妻关系，金鑫为金天明和马力的女儿。交易对手方与公司不存在关联关系。经查询相关公开网站，上述交易对手方不是失信被执行人。交易对手方持有的标的公司股权均权属清晰，未发现影响本次交易履约能力的情况”。

收购完成后，上述 13 家标的公司将成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。本次收购公司计划进一步优化白羽肉鸡业务整体布局。从标的公司的财务情况来看，个别标的公司的资产负债率水平很高，鞍山丰盛食品有限公司、台安县九股河农业发展有限公司、葫芦岛九股河饲料有限公司、葫芦岛九股河牧业有限公司、锦州鑫丰食品有限公司、辽宁裕丰生物科技有限公司资产负债率分别为 72.16%、93.78%、105.62%、158.65%、88.74%和 92.87%，个别标的公司的净利润亏损规模不小，关注标的公司未来的盈利情况。

图表 5 • 标的公司最近一年主要财务数据（截至 2024 年底/2024 年）（单位：万元）

标的公司	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润	转让股权	转让价款	累计持股
鞍山市九股河食品有限责任公司	106,689.88	47,379.00	59,310.88	187,464.32	4,143.65	20.58%	12,207.07	62.13%
鞍山丰盛食品有限公司	40,279.53	29,063.75	11,215.78	116,758.51	-1,226.98	25.56%	2,866.26	70.00%
台安县九股河农业发展有限公司	78,706.43	73,811.49	4,894.94	258,037.11	-4,957.51	27.97%	1,369.21	69.53%
台安丰九牧业有限公司	40,485.15	18,082.90	22,402.25	31,561.53	3,954.47	22.50%	5,040.51	60.50%
葫芦岛九股河食品有限公司	40,662.71	7,380.66	33,282.05	89,237.74	1,801.01	24.10%	8,020.97	62.10%
葫芦岛九股河饲料有限公司	15,210.33	16,064.40	-854.07	102,780.20	220.39	25.55%	-218.23	63.55%
葫芦岛九股河牧业有限公司	39,022.05	61,906.97	-22,884.92	159,744.59	-2,731.30	25.55%	-5,847.55	63.55%
锦州九丰食品有限公司	40,597.68	12,022.29	28,575.39	118,469.07	2,750.57	25.55%	7,301.18	63.55%
锦州鑫丰食品有限公司	27,768.51	24,641.97	3,126.54	3,123.40	188.40	32.00%	1,000.49	70.00%
凌海市九股河饲料有限责任公司	23,680.00	13,316.04	10,363.96	121,076.73	-1,296.98	24.10%	2,497.72	62.10%
辽宁裕丰生物科技有限公司	35,227.19	32,715.43	2,511.75	32,036.87	-1,772.52	20.00%	502.35	58.00%
鞍山安泰塑料制品有限公司	2,489.16	1,070.17	1,418.99	2,204.53	145.26	9.34%	132.53	39.74%
鞍山九股河纸业包装有限公司	4,727.70	2,515.57	2,509.73	5,873.54	223.94	20.95%	525.79	51.35%

注：1.转让价款=净资产*转让股权；2.股权转让附加价款的金额=本次收购股权对应的各目标公司未来五年累计净利润×出让方在转让的该目标公司股权比例；如果各目标公司 5 年累计净利润有盈有亏，亏损企业计算时净利润为负数，则各目标公司所得结果加总计算时，如果所有目标公司加总计算结果大于零，则受让方应于 2030 年 4 月 30 日前按照该加总计算结果金额支付该股权转让附加价款；如果所有目标公司加总计算结果小于零，则受让方无需支付股权转让价款

资料来源：公司提供，联合资信整理

收购完成后，标的公司将由公司的参股公司变为公司的控股子公司，日常关联交易将减少。2024 年，公司向标的公司采购商品/接受劳务的关联交易共计 0.65 亿元，出售商品/提供劳务共计 1.94 亿元。截至 2024 年底，公司应收账款关联方（标的公司）期末余额共计 0.75 亿元，公司应付账款关联方（标的公司）期末余额共计 0.12 亿元。同时，本次收购也被动形成公司合并范围新增对控股子公司、参股公司及养殖户（自然人）提供担保和往来款的情形。其中，新增对控股子公司提供担保合计 89603.88 万元，对参股公司（辽宁牧邦畜牧设备制造有限公司（以下简称“辽宁牧邦”）、台安汇君生物质能源有限公司（以下简称“台安汇君”）提供担保合计 7200.00 万元，对养殖户提供担保合计 30194.15 万元。截至 2025 年 5 月底，公司对参股公司和养殖户担保余额为 31161.75 万元，（详见图表 20，主要担保方为鞍山市九股河食品有限责任公司）；新增对控股子公司往来款（财务资助）合计 142106.14 万元，对参股公司（辽宁牧邦、台安汇君）往来款（财务资助）合计 7491.80 万元。本次收购完成后，标的公司不再对辽宁牧邦、台安汇君新增担保和财务资助，公司与金天明、马力在《股权转让合同》中明确约定了辽宁牧邦、台安汇君作为被担保和往来款对象的履约保障安排，金天明、马力将其在标的公司的剩余部分股权质押给公司作为反担保措施。标的公司对 97 户养殖户的银行借款提供的担保于到期后自动解除，不再展期或续保，养殖户在银行借款的同时已将鸡舍等财产抵押给标的公司作为反担保措施。

2025 年 6 月 7 日，公司公告已累计向金天明、马力、金鑫 3 名自然人支付股权转让款 35398.29 万元，约定的收购相关交割工作已全部完成。标的公司已完成工商变更备案登记手续，并于 2025 年 4 月起被纳入公司合并财务报表范围。本次收购事项围绕公司白羽肉鸡业务进行，所投资行业集中度进一步提升，部分标的公司财务状况不佳，本次收购事项对公司经营、财务、或有事项等方面可能造成的影响，联合资信将持续关注。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司主营业务架构无重大变化；受饲料价格及销量下降影响，公司营业总收入同比下降；受成本端下降影响，公司综合毛利率同比提升。公司主营业务盈利能力有所提升，非经常性损益对利润有一定影响，2024 年扭亏为盈。2025 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额同比均持续增长。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事饲料及饲料原料贸易业务、肉禽业务和生猪业务等，合计占营业总收入的比重超过 98%。2024 年，公司营业总收入同比下降 9.52%；其中，饲料和原料贸易业务收入同比均有所下降，主要系饲料价格和销量均有所下降，叠加饲料原料（如玉米、豆粕等）价格低位运行所致；肉禽业务收入同比略有增长，主要系肉鸡屠宰量增长所致；生猪业务收入同比有所增长，主要系生猪养殖规模增加所致。毛利率方面，随着饲料原料（如玉米、豆粕等）成本下降，公司饲料、肉禽、生猪（叠加生猪价格走高）业务成本均有所下降，相关业务毛利率同比均有所提升，原料贸易业务毛利率有所下降，受上述因素综合影响，2024 年，公司主营业务毛利率同比提升 2.47 个百分点至 6.43%。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 6.73%，主营业务毛利率同比提升 2.84 个百分点，肉禽业务、生猪业务和原料贸易业务收入规模和盈利能力均有所提升。

图表 6 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月			2024 年同比变动率		
	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（个百分点）	毛利率（个百分点）
饲料	164.70	45.85%	8.42%	125.09	38.49%	10.64%	28.58	37.15%	10.84%	-24.05	-7.36	2.21
肉禽	112.12	31.21%	0.62%	113.40	34.89%	2.81%	23.85	31.00%	3.38%	1.14	3.68	2.19
原料贸易	52.99	14.75%	2.75%	50.00	15.38%	-0.54%	14.63	19.01%	6.80%	-5.66	0.63	-3.29
生猪	25.76	7.17%	-9.23%	33.18	10.21%	11.97%	8.74	11.36%	7.69%	28.79	3.04	21.20
其他	3.66	1.02%	15.47%	3.33	1.03%	20.55%	1.14	1.48%	9.65%	-9.05	0.01	5.08
合计	359.24	100.00%	3.96%	325.00	100.00%	6.43%	76.94	100.00%	7.39%	-9.53	--	2.47

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司年报

（1）饲料及饲料原料贸易业务

2024 年，饲料业务生产模式与主要产品结构变化不大，仍以禽饲料、猪饲料和反刍饲料为主，产能和产量均同比增长，但随着销售均价的下降，销售额亦有所下滑；主要原材料采购方面，玉米和豆粕采购量同比增长，采购均价同比均有所下降。饲料主要原材料价格的下降，对公司的盈利能力有一定提升。公司饲料业务采购和销售集中度低。

公司饲料产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，2024 年，公司饲料业务采购模式未发生重大变化，管理模式上实行总部采购、区域采购、子公司独立采购相结合的模式。

公司饲料板块采购的主要原材料为玉米、豆粕、DDGS（Distillers Dried Grains with Solubles 的简写，译为干酒糟及其可溶物）、鱼粉、小麦和糙米等。采购量方面，公司根据饲料订单需求排产进行采购，并对多元化配方体系持续改进，对原料用量精度进行把控，从而实现降本增效。2024 年，DDGS、鱼粉、小麦和糙米的采购量同比下降，玉米、豆粕采购量同比增长。采购价格方面，2024 年，主要原材料价格均随行就市，采购均价同比均有不同幅度下降。结算方式方面，公司采购结算主要使用电汇，结算账期均在 15 天以内。

采购集中度方面，2024 年，公司前五大供应商采购额合计 57.91 亿元，同比增长 4.46%，占采购总额的比例同比提升 2.85 个百分点至 19.02%，采购品类以豆粕为主，采购集中度低。

图表 7 • 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比变动率（%）
玉米	采购量（万吨）	173.11	229.70	63.40	32.69
	采购均价（元/吨）	2771.94	2308.98	2163.66	-16.70
豆粕	采购量（万吨）	120.72	134.65	30.21	11.54
	采购均价（元/吨）	4558.66	3431.23	3240.71	-24.73
DDGS	采购量（万吨）	12.13	11.35	2.38	-6.43
	采购均价（元/吨）	2794.90	2129.31	2080.82	-23.81
鱼粉	采购量（万吨）	2.58	2.28	0.33	-11.63
	采购均价（元/吨）	12406.26	11069.3	11790.91	-10.78

小麦	采购量（万吨）	14.31	8.15	1.67	-43.05
	采购均价（元/吨）	2821.58	2479.51	2418.56	-12.12
糙米	采购量（万吨）	45.56	22.78	/	-50.00
	采购均价（元/吨）	2707.02	2457.24	/	-9.23

注：“/”表示未获取
资料来源：公司提供，联合资信整理

生产方面，跟踪期内，公司饲料产品仍主要采取按订单需求生产的模式。同时，根据各产品的不同特点采用统一生产或当地生产，各产品生产线均实现专业化生产。在整个生产过程中，公司 ERP 系统将生产、销售、库存等信息实时进行整合，为公司生产决策提供依据，使各相关部门协调运作。质量管理方面，公司建立了总部、区域、子公司三级管理的品质管理机制和检测体系，采用 ISO9001、ISO22000、ISO-IEC17025 等国际标准，执行农业农村部制定的一系列质量标准及公司各项规范，实现产品全程管控，并建立了追溯系统。公司饲料产品生产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计。2024 年，公司饲料产能有所增长，主要系公司改造升级及新建工厂所致；产量同比增长，但产能扩大使得产能利用率同比有所下降。

图表 8 • 公司饲料业务产能及产量情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
饲料	产能（万吨）	897.00	1156.00	289.00
	产量（万吨）	523.73	531.94	124.00
	产能利用率（%）	58.39	46.02	42.91

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

产能分布方面，公司产能主要分布于省外，2024 年以来，省外产能总额（722.47 万吨）与增速（29.91%）均大于省内产能，省内产能利用率（58.90%）显著高于省外（38.29%），2025 年 1—3 月，省内、省外产能利用率较 2024 年全年变动不大。

图表 9 • 公司饲料业务产能及产量情况

地区	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
省内	产能（万吨）	340.86	433.53	108.38
	产量（万吨）	251.39	255.33	59.24
	产能利用率（%）	73.75	58.90	54.66
省外	产能（万吨）	556.14	722.47	180.62
	产量（万吨）	272.34	276.61	64.76
	产能利用率（%）	48.97	38.29	35.85

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

饲料业务销售方面，公司根据养殖户规模以及养殖场的不同特点实行“经销+直销”的双重销售模式。小规模养殖户数目众多且多分布在广大的农村地区，公司的饲料产品主要通过经销商渠道销售给该类客户；大型养殖户和养殖场则一般直接向公司的各子公司购买饲料产品。销售结构方面，公司销售的饲料产品主要是禽饲料、猪饲料和反刍饲料，水产及其他饲料占比较低。销量方面，2024 年，禽饲料、猪饲料和反刍饲料销量同比均有所下降，水产及其他饲料销量同比有所增长。销售价格方面，随着饲料原料价格下降影响，公司饲料业务主要产品销售均价同比均有所下降。销售结算方式方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，主要采取现款现货的信用政策；仅针对一些规模大、实力强、信誉好的长期客户采取阶段性赊销方式。客户集中度方面，2024 年，公司饲料业务向前五大客户销售额 7.03 亿元，同比下降 22.15%，占当年饲料业务销售额的 5.62%，同比提升 0.14 个百分点，同比变化不大，集中度低。

图表 10 • 公司饲料业务主要产品销售情况

项目	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比变动（%）
禽饲料	销量（万吨）	184.95	169.91	38.34	-8.13
	销售均价（元/吨）	3602.42	2915.07	2930.36	-19.08
	销售额（亿元）	66.63	49.53	11.24	-25.66
猪饲料	销量（万吨）	155.65	140.54	36.36	-9.71
	销售均价（元/吨）	4121.48	3450.26	3336.08	-16.29

反刍饲料	销售额（亿元）	64.15	48.49	12.13	-24.41
	销量（万吨）	74.21	68.41	17.59	-7.82
	销售均价（元/吨）	3403.98	2812.45	2666.29	-17.38
	销售额（亿元）	25.26	19.24	4.69	-23.83
水产及其他饲料	销量（万吨）	15.70	17.32	0.93	10.32
	销售均价（元/吨）	5515.92	4520.79	5645.16	-18.04
	销售额（亿元）	8.66	7.83	0.53	-9.58

注：1. 数据尾差系四舍五入所致；2. 饲料销量仅为外销，不含内销
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司饲料原料贸易业务主要销售鱼粉、豆粕、玉米副产品等大宗饲料原料及氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、维生素等饲料添加剂产品，同时公司与多家知名跨国动保企业结成战略联盟，代理销售疫苗、兽药等动保产品。公司饲料原料业务分布于东北、华北、华东、华南、西南等地，部分产品出口至尼泊尔、印尼、蒙古等国家。贸易业务从采购到销售周期通常为 7~30 天，价格以现货价格为准。

（2）肉禽业务

2024年，肉禽业务养殖端采用“公司+大农场”的委托代养模式，产能、产销量同比均有所增长，销售均价受消费端需求低迷影响同比下降，销售集中度低。

肉禽业务板块的采购内容主要包括种禽、鸡雏、兽药及饲料。种禽采购方面，根据公司的战略规划和布局，向供应商采购。鸡雏采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。肉禽业务设置了种禽孵化事业部，根据各子公司养殖生产计划，并于前一年与种禽供应商制定采购计划。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各子公司销售鸡雏，并通过各子公司各自结算。兽药采购方面，公司采取集中、统一采购的模式。公司集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，每年进行招标，制定供应商名录，各兽药使用单位每月上报兽药采购需求，由集采小组兽药项目采购人员进行统计、汇总。饲料采购方面，公司会为肉禽业务配套相应饲料生产厂，原材料采购流程与饲料板块采购流程基本一致。

公司肉禽业务板块在生产模式上采用“市场导向、以需定产”的模式，销售部、财务部、生产部会根据当前市场的各种鸡肉产品的价格信息和公司各类产品毛利率，结合公司订单情况，制定产品结构，并形成生产方案后组织生产。在产品市场价格出现较大波动，尤其是当市场上出现一些热销或高毛利的产品时，销售部、财务部、生产部一般会重新计算生产方案，制定利润最大化的产品结构。

公司商品代肉鸡采用“公司+大农场”的委托代养模式。委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。

2024 年，公司肉禽业务产能同比增长 21.11%，产量同比增长 13.43%，产能利用率下降 6.18 个百分点。

图表 11 • 公司肉禽业务产能、产量及产能利用情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
白羽肉鸡	产能（万羽/年）	36412	44100	12150
	产量（万羽）	35457	40220	8970
	产能利用率（%）	97.38	91.20	73.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司的肉鸡产品采取经销、直销相结合的方式进行销售。根据行业惯例，公司向经销商和直接客户销售的产品均为买断式销售，货物发出即为销售结束，非产品质量、包装问题不负责退换货。客户通常提前将采购品种和数量等信息通知公司，公司按照实际生产情况对客户购货申请进行回复，同时约定提货时点，销售价格通常采取销售时点（提货时点）的市场价格。2024 年，受益于产能增长，公司白羽肉鸡销量同比增长 12.21%，销售均价同比下降 11.00%。

图表 12 • 公司肉禽业务主要产品销量情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
白羽肉鸡	销量（万吨）	95.18	106.80	23.34
	销售均价（元/吨）	10034	8930	8526
	销售额（亿元）	95.51	95.37	19.90

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

销售结算方式方面，公司肉禽业务主要结算方式为现款现货；存在少量赊销，账期最长 30 天。客户集中度方面，2024 年，公司肉禽业务前五大客户销售额 6.61 亿元，占肉禽业务销售总额的 5.83%，集中度较低。

（3）生猪业务

公司业务经营主体以控股子公司为主，产品以肥猪为主。2024 年，公司生猪养殖规模有所扩大，随着肥猪出栏量大幅增加，养殖成本下降叠加生猪价格回升，公司生猪业务收入和毛利率同比均大幅增长和提升。

公司通过自建、合资、租赁等方式在东北三省、内蒙古、河南、河北、安徽等区域进行生猪产业布局。生猪业务包括母猪繁殖业务、商品肥猪业务两个部分，其中母猪繁殖业务主要承担公司内部母猪的扩繁，同时向商品肥猪业务及公司外部供应育肥猪苗，自身也有部分的对外肥猪销售；商品肥猪业务，主要采取“公司+农户”的委托代养模式，由放养公司向养殖户提供养殖技术、猪苗、饲料、药品、疫苗及其他物料，养殖户提供猪舍、水电及劳动力，双方合作养猪，肥猪达到销售标准出栏后，根据代养合同给养殖户结算代养费。

生猪业务板块各分子根据战略规划和布局，结合市场行情确定销售、生产、采购计划，其中采购的主要产品及原料有：种猪、育肥猪苗、饲料、兽药疫苗等。目前种猪、育肥猪苗采购模式较为灵活，可分内部和外部两种采购方式。主要通过对方报价，实地考察、购前检测，以确定质优价廉的产品，内部采购参考外部市场确定交易价格。种猪及猪苗的采购基本没有账期，一般采取现款现货的交易方式；兽药疫苗采购方面：公司每年进行招标，制定采购名录，各兽药疫苗使用单位在采购目录内根据自己的需求进行采购。兽药疫苗的账期一般为 3-5 个月，根据采购的数量和约定的单价进行结算；饲料采购方面：各单位的饲料基本都从附近的内部饲料场进行采购，饲料单价按成本加成合同来确定。饲料账期为 1 个月。公司生猪的销售目前主要有“销售给经纪人”和“屠宰场”这两种销售渠道；销售方式主要为“线上竞标”和“线下销售”，所有的生猪销售全部采用现款现货的销售方式，没有账期。结算方式方面，根据销售现场确定的销售头数、重量以及约定的销售价格计算确定。

产能方面，截至 2024 年底，公司建成及在建的种猪场产能（按照母猪产床规模统计）为 152 万头。2024 年上半年，国内生猪产业供需逐渐完善，公司适度增加母猪存栏，同时积极采购低价仔猪；三季度以来，随着生猪市场价格显著提升，公司降低仔猪采购，减少母猪存栏；四季度，生猪市场价格震荡下行，叠加冬季疫病因素，公司缩短肥猪存栏时间，加快出栏。2024 年，公司生猪养殖规模有所扩大，公司控股企业合计出栏生猪 134 万头，其中肥猪 115 万头、仔猪 16 万头、种猪 3 万头。截至 2024 年底，公司生猪存栏量为 75 万头。

图表 13 • 公司合并口径生猪养殖情况（单位：万头）

项目	2023 年	2024 年
生猪：	116	134
肥猪	91	115
仔猪	21	16
种猪	4	3
存栏	57	75

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，联合资信整理

2024 年，随着肥猪出栏量大幅增加，养殖成本下降叠加生猪价格回升，公司生猪业务收入同比增长 28.79%至 33.18 亿元，毛利率同比提升 21.20 个百分点至 11.97%。

2 经营效率

2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 31.73 次、11.08 次和 2.18 次，同比分别下降 1.55 个百分点、0.34 个百分点和 0.19 个百分点。与同行业其他企业相比公司经营效率指标处于中游水平。

图表 14 • 2024 年同业主要上市公司经营效率情况

证券简称	存货周转次数（次）	应收账款周转次数（次）	总资产周转次数（次）
新希望	8.00	91.97	0.83
温氏股份	4.36	195.48	1.12
湘佳股份	6.01	15.11	1.05
禾丰股份	11.07	32.42	2.18

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，联合资信整理

3 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划；公司在建项目未来资金支出压力不大。

公司以饲料业务为第一主业，2025 年度，进一步夯实饲料业务的战略地位，稳步推进转型，进一步提升决策实施效率，优化组织架构，提高团队能力，增加关键性人才配置。肉禽业务方面，2025 年度，公司提升内部运营能力，推进产业布局，优化产业链结构。生猪业务方面，2025 年度，公司稳健投资，谨慎规划资本开支，降低养殖成本。

在建项目方面，截至 2024 年底，公司重要在建工程系围绕产线、产能改造和提升等项目，预算总数 16.13 亿元，资金来源全部为自筹、借款和募集，截至 2024 年底已累计投入 11.17 亿元，尚需投资 4.96 亿元。公司其他主要在建项目为“禾丰转债”募投项目，具体情况见“三、债券概况及募集资金使用情况”。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，容诚会计师事务所（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 2025 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围内子公司新增 17 家，减少 5 家；2025 年 1—3 月，公司合并范围内子公司增加 2 家。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 188 家。公司合并范围存在一定变动，但主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底变动不大，公司存货和应收账款对营运资金形成占用，需关注可能存在的存货跌价及应收账款减值风险，现金类资产较为充裕，资产质量较好。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底略有下降，资产结构仍以非流动资产为主。2024 年，公司主营业务规模有所下降，经营获现以及应收账款有所下降。货币资金主要由银行存款（占 97.43%）构成，受限资金 0.46 亿元，受限比例为 2.55%，主要为证券账户资金和期货保证金。应收账款账龄以 1 年以内的为主（占 74.30%），累计计提坏账准备 2.40 亿元，计提比例为 21.16%；应收账款前五大欠款方合计占比为 12.48%，集中度低。存货较上年底有所增长，主要系饲料原料价格低位，公司增加原材料库存所致，构成主要由原材料（占 36.04%）、消耗性生物资产（占 31.91%）和库存商品（占 27.78%）构成，累计计提跌价准备 0.51 亿元，计提比例为 1.77%。存货和应收账款规模大，合计占流动资产的 61.56%，对营运资金形成占用。考虑到饲料行业与养殖行业景气度仍处低位，公司存在存货跌价风险和应收账款减值风险。公司长期股权投资主要系对联营企业的投资（详见附件 1-4），公司投资的联营企业为农牧业及周边产业，可以与公司发展形成一定协同，2024 年权益法下确认的投资收益 1.26 亿元（上年同期为-1.19 亿元）。固定资产主要由房屋及建筑物（占 56.72%）和机器设备（占 39.15%）构成，累计计提折旧 25.32 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 154.46 亿元，较上年底增长 3.78%。资产结构较上年底变化不大。

受限制类资产方面，截至 2025 年 3 月底，公司受限制类资产账面价值 2.78 亿元，占资产总额的 1.80%，主要为保证金类货币资金，以及因抵押而受限的固定资产和无形资产，受限比例低。

图表 15 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	64.23	43.00%	60.14	40.41%	62.67	40.58%
货币资金	19.15	29.82%	17.94	29.83%	12.98	20.71%
应收账款	11.14	17.35%	8.93	14.85%	12.55	20.02%
存货	26.87	41.83%	28.09	46.71%	30.95	49.39%
非流动资产	85.14	57.00%	88.68	59.59%	91.78	59.42%
长期股权投资	23.16	27.20%	24.84	28.01%	25.08	27.33%
固定资产	41.68	48.95%	43.08	48.57%	42.70	46.52%
资产总额	149.37	100.00%	148.83	100.00%	154.46	100.00%

注：流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至 2024 年底，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。公司债务规模有所波动，长期债务占比提高，债

务压力尚可。

截至 2024 年底，公司所有者权益 75.77 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.36%，少数股东权益占比为 11.64%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 12.13%、10.66%、-0.52%和 62.36%。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 76.91 亿元，较上年底变化不大。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

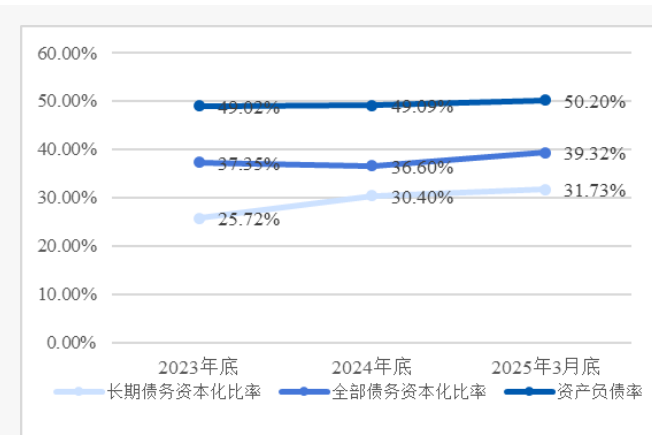
截至 2024 年底，公司负债规模变化不大，非流动负债占比有所提升，长期债务占比提升 17.58 个百分点至 75.65%。短期借款主要由保证借款（1.69 亿元）和信用借款（3.30 亿元）构成。应付账款主要为与购货及费用相关的应付账款（15.57 亿元），无账龄超过 1 年或逾期的重要应付账款。其他应付款主要为与费用、往来相关的经营性应付款（4.84 亿元），无账龄超过 1 年或逾期的重要其他应付款。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款（4.54 亿元）。长期借款主要由保证借款（3.90 亿元）和信用借款（14.07 亿元）构成。应付债券为“禾丰转债”未转股余额。租赁负债为厂房和设备相关的租赁增加所致。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 13.94%至 49.84 亿元，主要系短期借款和长期借款增加所致。债务结构方面，长期债务占 71.72%，其中，长期借款 17.03 亿元，1~2 年的占 41.05%，2~3 年的占 38.87%，3 年以上的占 20.08%。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，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为 50.20%、39.32%和 31.73%，较上年底分别提高 1.12 个百分点、2.72 个百分点和 1.33 个百分点。

图表 16 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	45.58	62.26%	39.20	53.66%	41.06	52.94%
短期借款	9.71	21.30%	5.67	14.47%	9.29	22.63%
应付账款	16.30	35.75%	16.30	41.57%	15.83	38.56%
其他应付款	4.80	10.53%	6.39	16.29%	6.26	15.25%
一年内到期的非流动负债	9.33	20.46%	4.98	12.69%	4.80	11.70%
非流动负债	27.63	37.74%	33.85	46.34%	36.49	47.06%
长期借款	9.20	33.30%	14.44	42.66%	17.03	46.68%
应付债券	13.06	47.26%	13.49	39.85%	13.59	37.26%
租赁负债	3.68	13.32%	4.21	12.43%	4.21	11.53%
负债总额	73.22	100.00%	73.05	100.00%	77.54	100.00%

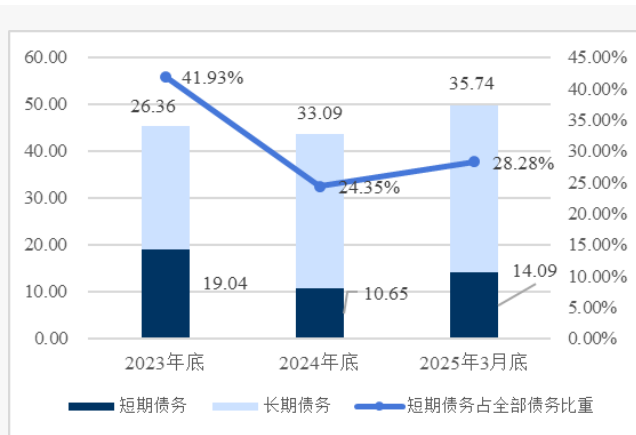
注：流动负债科目占比为占流动负债的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债的比重
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

图表 17 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，受饲料价格及销量下降影响，公司营业总收入同比下降，但受益于原材料价格更大幅度的下降，主营业务盈利空间有所提升，非经常性损益对利润有一定影响，利润扭亏为盈。

盈利能力方面，2024 年，公司营业总收入同比下降 9.52%，营业成本同比下降 11.85%，营业利润率同比提升 2.45 个百分点，

营业成本的下降对公司的盈利空间有一定提升。期间费用规模大，以职工薪酬、差旅费等经营相关的销售费用和管理费用对利润存在一定侵蚀。2024 年，公司资产和信用减值损失合计 1.95 亿元，同比略有增长，主要系应收类款项同比增长所致；实现投资收益 1.38 亿元，主要系经营畜禽养殖为主的联营企业本年度扭亏为盈，权益法下核算的长期股权投资收益增加所致。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 6.73%，营业利润率同比提升 2.83 个百分点，利润总额同比转盈。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	359.70	325.45	77.08
营业成本	345.40	304.47	71.36
费用总额	15.89	15.80	3.95
其中：销售费用	7.18	7.10	1.78
管理费用	6.15	6.73	1.72
其他收益	0.35	0.38	0.07
投资收益	-1.48	1.38	0.25
减值损失	-1.83	-1.95	-0.24
利润总额	-4.81	3.94	1.67
营业利润率（%）	3.82	6.27	7.21
总资本收益率（%）	-3.36	4.11	--
净资产收益率（%）	-7.72	4.10	--

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	375.13	347.73	76.91
经营活动现金流出小计	365.57	335.96	83.54
经营活动现金流量净额	9.56	11.77	-6.63
投资活动现金流入小计	2.06	0.43	0.35
投资活动现金流出小计	6.09	4.91	4.11
投资活动现金流量净额	-4.03	-4.48	-3.76
筹资活动前现金流量净额	5.53	7.29	-10.39
筹资活动现金流入小计	20.57	20.31	7.58
筹资活动现金流出小计	23.66	29.08	2.47
筹资活动现金流量净额	-3.08	-8.77	5.10
现金收入比（%）	103.58%	105.52%	98.87%

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

公司经营现金净流入量和现金收入比均有所提升，收入实现质量较好，可以有效覆盖投资支出，公司筹资活动现金净流出规模同比加大，但考虑到 2024 年以来偿还债务支付的现金增加，以及募投项目之外的在建项目规模较小，公司资本支出压力可控。

2024 年，公司经营活动现金净流量同比增加，回款与现金收入实现能力有所提升，收入实现质量较好。公司投资活动现金净流出规模同比略有增加。公司筹资活动现金净流出规模大幅增加，主要系偿还债务支付的现金同比增加所致。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金和投资活动现金均为净流出。

图表 21 • 2024 年同业主要上市公司盈利能力情况

证券简称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
新希望	1030.63	6.71	2.13	0.55
温氏股份	1048.63	17.31	11.39	21.85
湘佳股份	42.04	18.00	3.90	5.62
禾丰股份	325.45	6.45	3.86	4.10

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，联合资信整理

同业对比方面，与所选公司比较，公司盈利指标表现处于中游水平。

2 偿债指标变化

2024 年，公司长、短期偿债指标均大幅提升，整体指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 22 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	140.90	153.43	152.66
	速动比率（%）	81.96	81.77	77.26
	经营现金/流动负债（%）	20.98	30.03	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.50	1.11	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.01	1.71	0.94

长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.85	12.31	--
	全部债务/EBITDA（倍）	15.95	3.55	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.21	0.27	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.59	6.80	--
	经营现金/利息支出（倍）	5.33	6.50	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均变动不大，经营现金对流动负债和短期债务的保障能力有所提升；现金类资产对短期债务的保障程度维持在高水平。2024 年，公司 EBITDA 同比大幅增加 9.46 亿元，利润总额扭亏为盈，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均大幅提升，经营现金对全部债务和利息支出的保障能力同比提升。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 65.07 亿元，尚未使用额度 34.29 亿元，可用额度较为充足。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2025 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2025 年 5 月底，公司对外担保余额合计 3.12 亿元，占 2025 年 3 月底净资产的 4.06%，主要系收购肉禽业务部分参股公司股权所形成（详见“六、跟踪期主要变化（三）重大事项”），公司存在一定或有负债风险。

图表 23 · 截至 2025 年 5 月底公司对外担保情况

序号	被担保人	担保方	担保事项	担保到期日	担保余额
1	辽宁牧邦畜牧设备制造有限公司	鞍山市九股河食品有限责任公司	保证担保	2025/1/9—2026/1/8	1000.00
2	辽宁牧邦畜牧设备制造有限公司	鞍山市九股河食品有限责任公司	保证担保	2024/9/28—2025/9/28	1000.00
3	台安汇君生物质能源有限公司	鞍山市九股河食品有限责任公司	保证担保	2023/4/20—2028/3/22	3800.00
4	台安汇君生物质能源有限公司	鞍山市九股河食品有限责任公司	保证担保	2024/9/28—2025/9/28	1000.00
5	肉鸡养殖户	葫芦岛九股河食品有限公司、锦州九丰食品有限公司、 鞍山市九股河食品有限责任公司	保证担保	*	24361.75
合计					31161.75

注：“*”肉鸡养殖户担保到期日以及被担保人所提供的反担保措施详见公司于 2025 年 2 月 26 日披露的《关于收购参股公司部分股权将被动形成财务资助及对外担保的公告》。

资料来源：公司提供，联合资信整理

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产以长期股权投资为主，负债以流动负债为主，现金类资产可以保障短期债务。2024 年，公司本部收入规模较小，利润主要依赖投资收益，经营活动现金为净流入状态。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 106.84 亿元，较上年底增长 1.87%，较上年底变化不大。其中，流动资产 40.39 亿元（占 37.80%），非流动资产 66.45 亿元（占 62.20%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 41.37%）、其他应收款（合计）（占 55.34%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 97.59%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 16.71 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 58.97 亿元，较上年底增长 5.54%。其中，流动负债 34.79 亿元（占 58.99%），非流动负债 24.18 亿元（占 41.01%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 7.77%）、其他应付款（合计）（占 82.47%）、一年内到期的非流动负债（占 8.29%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 42.78%）、应付债券（占 55.79%）构成。公司本部 2024 年底资产负债率为 55.20%，较上年底提高 1.92 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 29.42 亿元。其中长期债务占 81.02%，全部债务资本化比率 38.07%。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 47.87 亿元，较上年底下降 2.31%。在所有者权益中，实收资本为 9.19 亿元（占 19.21%）、资本公积合计 8.22 亿元（占 17.17%）、未分配利润合计 27.93 亿元（占 58.35%）、盈余公积合计 4.75 亿元（占 9.92%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 6.82 亿元，利润总额为 1.83 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.67 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.41 亿元，投资活动现金流净额 4.38 亿元（其中收到其他与投资活动有关的现金（5.02 亿元）为本部从各子公司资金池借用的资金，投资支付的现金（1.83 亿元）为成立子公司、参股公司的投资款项），筹资活动现金流净额-5.20 亿元。

截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 71.79%；公司本部负债占合并口径的 80.72%；公司本部所有者权益占合并口径的 63.17%；公司本部全部债务占合并口径的 67.27%。2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 2.10%；公司本部利润总额占合并口径的 46.47%。

（六）ESG 方面

公司 ESG 方面表现水平对经营无重大不利影响。

环境责任方面，公司的部分子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2024 年因环境问题受到行政处罚涉及罚款 24.00 万元。公司启动整改工作，同时全面审查规范环保相关管理工作。

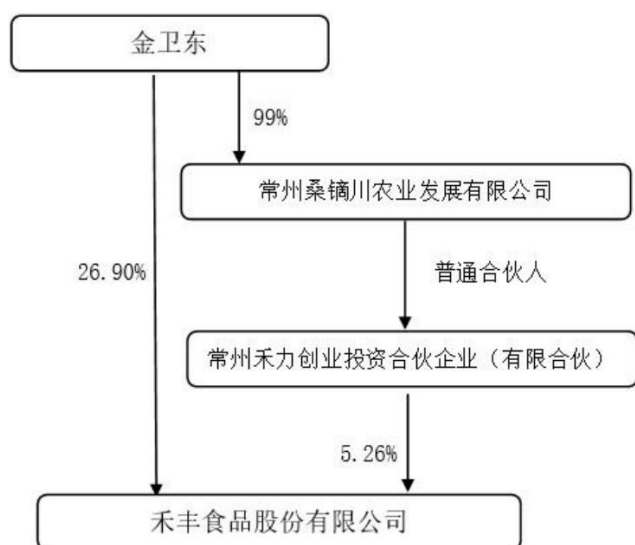
社会责任方面，公司注重投资者权益保护、员工权益保护、客户及供应商权益保护，参与环保、教育、扶贫、救灾等各项公益事业；2024 年对外捐赠、公益项目总投入 610.15 万元。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，可以满足公司日常经营管理需要。

七、跟踪评级结论

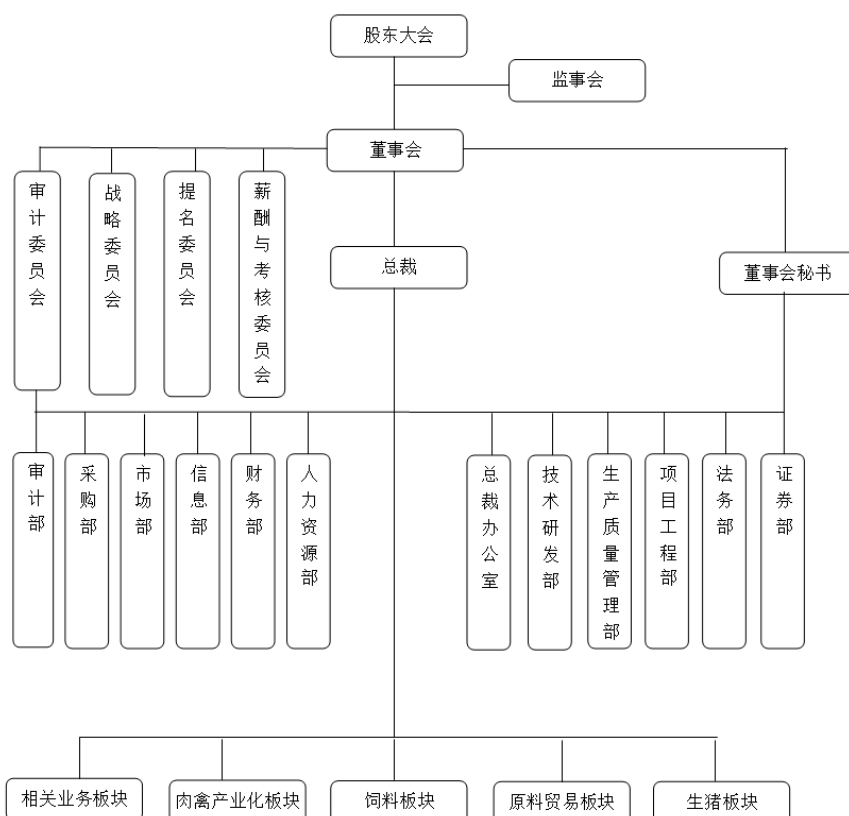
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“禾丰转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 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 2024 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
北京三元禾丰牧业有限公司	生产	70.00	--	投资设立
沈阳禾丰牧业有限公司	生产	100.00	--	投资设立
西安禾丰饲料科技有限公司	生产	80.00	--	投资设立
大连禾源牧业有限公司	生产	57.00	--	投资设立
辽宁禾丰农牧发展有限公司	生产	100.00	--	非同一控制下合并
安徽禾丰牧业有限公司	生产	70.00	--	投资设立
沈阳禾丰反刍动物饲料有限公司	生产	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-4 公司部分联营企业情况（截至 2024 年底）（单位：元）

被投资单位	期初余额	追加投资	权益法下确认的投资收益	其他综合收益调整	宣告发放现金股利或利润	期末余额
合计	2,304,365,330.65	85,999,306.08	125,758,620.85	-2,827,128.67	15,588,390.20	2,473,226,163.85
其中（部分）：						
北票市宏发食品有限公司	577,420,717.85	--	32,341,043.78	--	5,390,000.00	604,371,761.63
大连成三食品集团有限公司	335,590,076.13	--	39,747,509.78	--	5,000,000.00	370,337,585.91
鞍山市九股河食品有限责任公司	229,218,949.11	--	17,216,866.04	--	--	246,435,815.15
GOLDEN HARVESTA INC. （菲律宾金丰）	118,725,880.04	--	27,135,877.85	-1,533,053.64	--	144,328,704.25
丹东禾丰成三牧业有限公司	110,101,992.65	--	11,142,207.26	--	--	121,244,199.91
丹东禾丰成三食品有限公司	101,348,309.01	--	8,491,052.32	--	--	109,839,361.33
锦州九丰食品有限公司	98,214,303.40	--	10,452,169.84	--	--	108,666,473.24
台安丰九牧业有限公司	61,361,547.74	9,500,000.00	15,027,004.66	--	760,000.00	85,128,552.40
印尼辉煌禾丰农业科技有 限公司	61,235,381.67	--	4,473,546.46	-736,758.26	--	64,972,169.87
鞍山丰盛食品有限公司	55,295,625.46	--	-5,452,690.37	--	--	49,842,935.09
葫芦岛九股河食品有限公 司	34,887,946.48	--	-8,085,188.62	--	--	26,802,757.86
凌海市九股河饲料有限责 任公司	40,037,876.72	3,420,000.00	-5,824,765.63	--	--	37,633,111.09
兰考天地鸭业有限公司	30,267,279.37	--	6,089,245.12	--	--	36,356,524.49
大连禾丰鱼粉有限公司	12,774,842.36	4,045,613.31	7,186,056.72	--	--	24,006,512.39
台安县九股河农业发展有 限公司	26,553,370.21	15,249,951.00	-24,761,732.88	--	--	17,041,588.33
沈阳众文捷生物科技有限 公司	10,358,475.96	--	4,852,423.26	--	--	15,210,899.22
辽宁裕丰生物科技有限公 司	16,280,236.96	--	-6,735,576.94	--	--	9,544,660.02
五大连池市晟达牧场专业 合作社	11,134,388.17	--	-11,134,388.17	--	--	--

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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.23	18.23	13.24
应收账款（亿元）	11.14	8.93	12.55
其他应收款（合计）（亿元）	0.93	0.69	0.43
存货（亿元）	26.87	28.09	30.95
长期股权投资（亿元）	23.16	24.84	25.08
固定资产（亿元）	41.68	43.08	42.70
在建工程（亿元）	1.58	1.89	1.69
资产总额（亿元）	149.37	148.83	154.46
实收资本（亿元）	9.19	9.19	9.19
少数股东权益（亿元）	9.56	8.82	9.03
所有者权益（亿元）	76.15	75.77	76.91
短期债务（亿元）	19.04	10.65	14.09
长期债务（亿元）	26.36	33.09	35.74
全部债务（亿元）	45.40	43.74	49.84
营业总收入（亿元）	359.70	325.45	77.08
营业成本（亿元）	345.40	304.47	71.36
其他收益（亿元）	0.35	0.38	0.07
利润总额（亿元）	-4.81	3.94	1.67
EBITDA（亿元）	2.85	12.31	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	372.56	343.41	76.20
经营活动现金流入小计（亿元）	375.13	347.73	76.91
经营活动现金流量净额（亿元）	9.56	11.77	-6.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.03	-4.48	-3.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.08	-8.77	5.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	33.28	31.73	--
存货周转次数（次）	11.42	11.08	--
总资产周转次数（次）	2.37	2.18	--
现金收入比（%）	103.58	105.52	98.87
营业利润率（%）	3.82	6.27	7.21
总资本收益率（%）	-3.36	4.11	--
净资产收益率（%）	-7.72	4.10	--
长期债务资本化比率（%）	25.72	30.40	31.73
全部债务资本化比率（%）	37.35	36.60	39.32
资产负债率（%）	49.02	49.09	50.20
流动比率（%）	140.90	153.43	152.66
速动比率（%）	81.96	81.77	77.26
经营现金流动负债比（%）	20.98	30.03	--
现金短期债务比（倍）	1.01	1.71	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	6.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.95	3.55	--

注：1.公司 2025 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；3.长期应付款中有息部分已调整至长期债务中；4.“--”表示指标不适用

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	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	16.91	16.71
应收账款（亿元）	0.28	0.66
其他应收款（亿元）	22.90	22.16
存货（亿元）	0.49	0.66
长期股权投资（亿元）	61.97	64.85
固定资产（亿元）（合计）	1.31	1.19
在建工程（亿元）（合计）	0.04	0.05
资产总额（亿元）	104.87	106.84
实收资本（亿元）	9.19	9.19
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	49.00	47.87
短期债务（亿元）	13.28	5.58
长期债务（亿元）	17.88	23.84
全部债务（亿元）	31.16	29.42
营业总收入（亿元）	7.16	6.82
营业成本（亿元）	5.39	5.10
其他收益（亿元）	0.06	0.09
利润总额（亿元）	0.41	1.83
EBITDA（亿元）	1.59	2.98
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.30	6.46
经营活动现金流入小计（亿元）	7.59	6.71
经营活动现金流量净额（亿元）	1.24	0.41
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.34	4.38
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.87	-5.20
财务指标		
销售债权周转次数（次）	19.92	14.58
存货周转次数（次）	9.21	8.82
总资产周转次数（次）	0.07	0.06
现金收入比（%）	101.92	94.77
营业利润率（%）	24.50	24.94
净资产收益率（%）	0.62	3.69
长期债务资本化比率（%）	26.73	33.24
全部债务资本化比率（%）	38.87	38.07
资产负债率（%）	53.28	55.20
流动比率（%）	109.46	116.10
速动比率（%）	108.15	114.19
经营现金流动负债比（%）	3.31	1.17
现金短期债务比（倍）	1.27	2.99
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1.公司本部 2025 年一季度财务报表未披露；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.“--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取，“*”表示数据无穷大
 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	(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	
营业总收入年复合增长率	
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+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