

# 禾丰食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2026 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〔2026〕4428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：

二〇二六年六月二十九日

# 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。

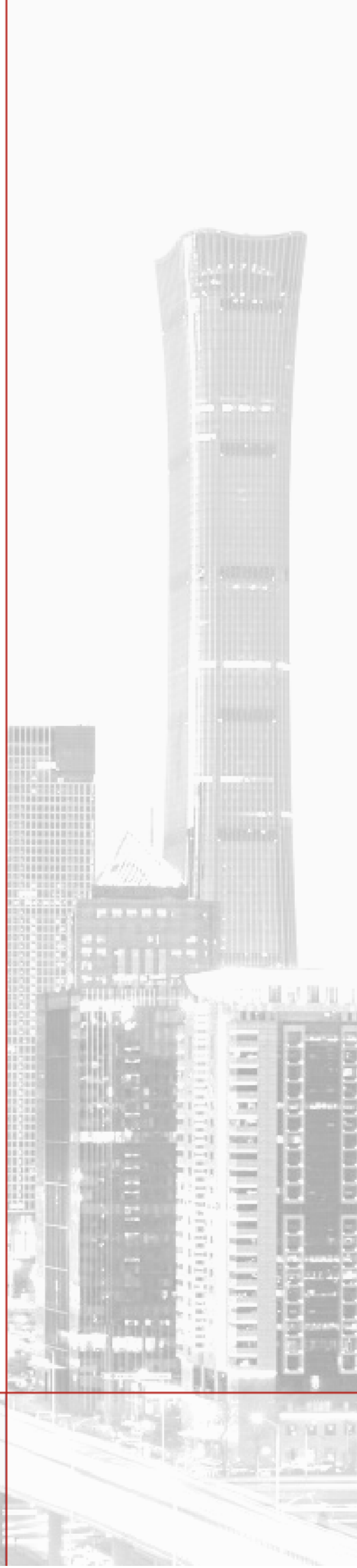
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

## 2026 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	2026/06/29
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。为推动公司白羽肉鸡事业发展，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，但标的企业负债偏高、新增费用推升经营及管控压力，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）将持续关注并购后续整合效果。经营方面，2025 年公司营业总收入同比增长，但生猪、白羽肉鸡行业景气度持续低迷，板块呈现“量增价跌”特征，肉禽、生猪业务毛利率下滑，2025 年利润总额同比显著收缩；饲料板块产能利用率低，同时畜禽疫病、原料价格波动、行业周期下行等长期经营风险持续存在。财务方面，公司资产质量较好，但存货和应收账款有所增长，对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险；并购叠加经营资金需求推升债务规模，资产负债率、全部债务资本化比率抬升，债务负担加重；期间费用规模大，对利润存在一定侵蚀；收入实现质量较好，长、短期偿债能力指标表现良好。

2025 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。当前转股动力不足，2026 年 6 月转债回售条款触发，若持有人集中回售将带来短期大额兑付压力；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。
- **公司资产受限比例较低，资产质量较好，备用流动性充足。**截至 2026 年 3 月末，公司受限资产账面价值 9.22 亿元，占总资产 4.91%，现金类资产 10.86 亿元，未使用银行授信 36.16 亿元，备用流动性充足。

### 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。2025 年白羽肉鸡、生猪市场低迷，公司肉禽业务毛利率 1.95%，生猪毛利率大幅下降至 0.48%，2026 年一季度生猪板块仍亏损。饲料行业受到成本端价格波动和需求端不振的双重挤压，2025 年公司饲料业务产能利用率 53.49%。

- **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。**2025 年末，公司存货 36.17 亿元、应收账款 9.91 亿元，合计占总资产的 25.35%，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。
- **收购标的公司带来多重经营财务压力。**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，合并后新增费用并承接养殖户担保等或有负债，整合管理难度上升，联合资信将持续关注相关收购事项对公司经营、财务等方面可能造成的不利影响。
- **禾丰转债回售导致现金流短期承压。**2026 年 6 月，因股价持续低于转股价 70%，回售条款生效，投资者可集中回售债券，公司短期内将面临大额现金兑付压力。虽公司拥有未使用银行授信额度 36.16 亿元作为流动性补充，但大额集中兑付仍对公司现金流管理和债务结构稳定性构成显著挑战，联合资信将持续关注回售申报情况及公司资金调度安排。

## 本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	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	F2	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
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: --				--
模型级别				AA

**个体信用状况和外部支持调整变动说明:** 因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订, 本次评级适用最新评级方法。

**其他说明:** 受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

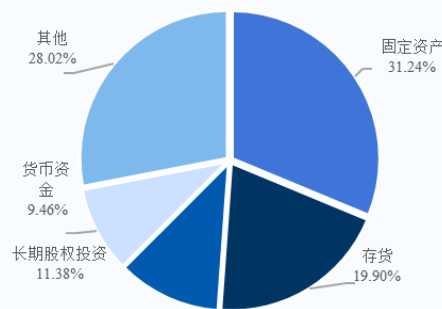
## 主要财务数据

合并口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产 (亿元)	18.23	17.23	10.86
资产总额 (亿元)	148.83	181.80	187.70
所有者权益 (亿元)	75.77	79.48	79.68
短期债务 (亿元)	10.65	23.45	26.47
长期债务 (亿元)	33.09	40.38	40.06
全部债务 (亿元)	43.74	63.83	66.53
营业总收入 (亿元)	325.45	357.62	89.31
利润总额 (亿元)	3.94	1.34	0.72
EBITDA (亿元)	12.31	12.06	--
经营性净现金流 (亿元)	11.77	6.81	-6.81
净营业周期 (天)	24.33	23.37	--
EBITDA 利润率 (%)	3.78	3.37	--
总资产报酬率 (%)	3.86	2.10	--
资产负债率 (%)	49.09	56.28	57.55
全部债务资本化比率 (%)	36.60	44.54	45.50
流动比率 (%)	153.43	116.18	113.83
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (%)	8.76	6.84	--
现金短期债务比 (倍)	1.71	0.73	0.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.80	5.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.55	5.29	--

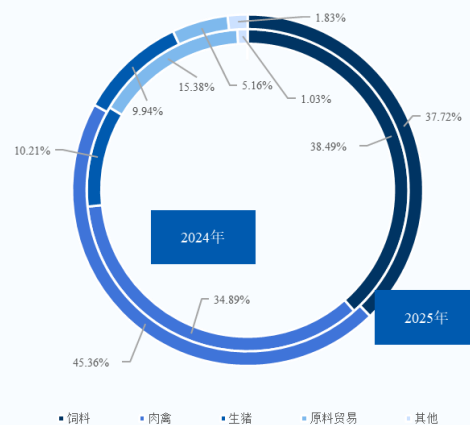
公司本部口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额 (亿元)	106.84	118.09	/
所有者权益 (亿元)	47.87	47.89	/
全部债务 (亿元)	29.42	37.11	/
营业总收入 (亿元)	6.82	7.11	/
利润总额 (亿元)	1.83	1.36	/
资产负债率 (%)	55.20	59.44	/
全部债务资本化比率 (%)	38.07	43.65	/
流动比率 (%)	116.10	100.33	/
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	0.19	0.18	/

注: 1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计, 公司本部 2026 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

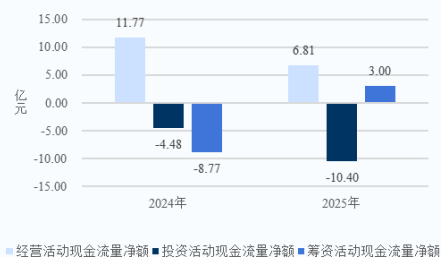
2025 年底公司资产构成



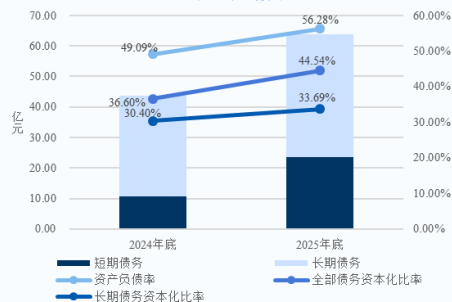
公司收入构成



公司现金流情况



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；债券余额为截至 2026 年 3 月底数据  
 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	2025/06/25	杨恒 李敬云	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2021/08/10	王进取 孙菁	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读原文</a>

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：李敬云 [lijy@lhratings.com](mailto:lijy@lhratings.com)

项目组成员：杨 恒 [yangheng@lhratings.com](mailto:yangheng@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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 2026 年 3 月底，公司总股本 9.08 亿股，自然人股东金卫东直接持有公司 16.46% 的股份，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 5.32% 的表决权，并通过《一致行动确认和承诺函》联合王凤久（持股 3.96%）、邵彩梅（持股 4.60%）两名股东控制公司 8.56% 的表决权。金卫东合计控制公司 30.34% 的股份表决权，是公司控股股东及实际控制人，公司实际控制人及一致行动人均未质押公司股份。

跟踪期内，公司主营业务未变化，仍从事饲料业务、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。

跟踪期内，公司本部组织架构图见附件 1-2。截至 2025 年底，公司合并范围内拥有子公司 207 家；在职员工 11758 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 181.80 亿元，所有者权益 79.48 亿元（含少数股东权益 13.29 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 357.62 亿元，利润总额 1.34 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 187.70 亿元，所有者权益 79.68 亿元（含少数股东权益 13.51 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 89.31 亿元，利润总额 0.72 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 2026 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，跟踪期内因分配 2024 年度利润，转股价格于 2025 年 6 月 10 日调整为 10.09 元/股。

图表 1 • 截至 2026 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

“禾丰转债”募集资金拟主要用于围绕饲料生产、生猪养殖、屠宰加工和熟食调理进行的募投项目。2025 年 9 月，公司对已建设完成并达到预定可使用状态的沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目、阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目、安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪项目以及补充流动资金项目予以结项；对尚未实施或仅初步实施的安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目、黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目、凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目、平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目、安徽禾丰食品有限责任公司 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目予以终止。上述结项及终止项目形成的结余募集资金本金为 72995.47 万元，产生利息收益 313.79 万元，合计 73309.26 万元。公司决定将其中的 15000 万元用于新增募投项目“四平禾丰食品有限公司双辽市 8000 万只肉鸡养殖屠宰深加工全产业链项目一期工程”（以下简称“四平肉鸡全产业链项目”）及“四平禾丰养殖有限公司年出栏 1440 万只肉鸡养殖项目”（以下简称“四平肉鸡养殖项目”）。剩余结余募集资金本金 57995.47 万元及对应的利息收益 313.79 万元继续留存于募集资金专户。截至 2026 年 4 月底，四平肉鸡全产业链项目及四平肉鸡养殖项目已结项，“禾丰转债”募集资金使用情况见下表。

图表 2 · 截至 2026 年 4 月底“禾丰转债”募集资金使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	募集资金拟投入金额	调整后拟投入金额	实际投入金额	拟投入金额与实际投入金额的差额	备注
1	沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目	8400.00	7988.44	7988.44	--	已于 2025 年结项
2	安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目	11400.00	-	-	--	已于 2025 年终止
3	黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目	3900.00	262.40	262.40	--	已于 2025 年终止
4	阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目	17400.00	12818.20	12818.20	--	已于 2025 年结项
5	凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目	24688.35	17.52	17.52	--	已于 2025 年终止
6	安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目	14400.00	9200.87	9200.87	--	屠宰项目已于 2025 年结项，肉制品深加工与冷链项目已于 2025 年终止
7	平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目	23800.00	705.45	705.45	--	已于 2025 年终止
8	补充流动资金	45000.00	45000.00	45000.00	--	已于 2025 年结项
9	四平禾丰食品有限公司双辽市 8000 万只肉鸡养殖屠宰深加工全产业链项目一期工程	--	10000.00	10000.00	--	已于 2026 年 4 月结项
10	四平禾丰养殖有限公司年出栏 1440 万只肉鸡养殖项目	--	5000.00	4100.00	900.00	已于 2026 年 4 月结项
11	尚未安排用途的募集资金	--	57995.47		57995.47	
<b>合计</b>		<b>148988.35</b>	<b>148988.35</b>	<b>90092.88</b>	<b>58895.47</b>	-

注：募投项目“四平肉鸡养殖项目”虽已满足结项条件，但仍有部分合同尾款及质保金等款项尚未支付，公司将保留该项目的募集资金专户，相应的募集资金将继续存放于该项目募集资金专户，募投项目应付未付金额最终以工程结算后数据为准  
 资料来源：公司公告，联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）](#)》。

## 五、行业分析

### 1 饲料行业

2025年，饲料行业玉米和豆粕等原料价格波动较大，主流饲料企业通过优化原料配比降低成本，饲料产品价格有所下降，利润空间基本稳定。展望2026年，生猪行业“去产能”压力较大，可能对饲料需求产生不利影响；饲料企业加强研发、控本增效，行业集中度可能进一步提升。

从上游看，2025年，中国粮食产量再次创出历史新高，全国粮食总产量同比增长约1.2%至14298亿斤，为饲料行业用粮提供了充足保障。饲料用玉米以国产为主，2025年，受年初余粮存量偏低、市场对2025年新季玉米种植预期偏紧、全年玉米实际产量增加等因素影响，玉米价格先涨后跌，波动较大。饲料用豆粕所需的大豆主要依靠进口，2025年，中国大豆进口量同比增长约6.5%至1.12亿吨。2025年初，受中美贸易争端影响，豆粕价格曾阶段性大幅上涨，但随着南美大豆进口量的增加，市场价格迅速回归。目前中国大豆进口来源地更趋多元，对单一国家进口依赖度已大幅下降。

从产销情况看，多数饲料企业采用“以销定产为主、适度安全库存为辅”的生产策略，2025年，全国工业饲料产量同比增长8.6%至34225万吨，猪、禽、水产和反刍类饲料产量均有不同程度的增长，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，受生猪存栏量增长的影响，猪料产量同比增长约15.6%至16639万吨，占比较上年提高约2.9个百分点至48.6%；禽饲料产量同比增幅较小，占比较上年下降2.1个百分点至39.1%。其他类饲料增幅小，饲料产业仍以猪料和禽料为主。

为应对部分原料进口依赖度较高、价格易受国际市场和贸易政策变化影响的局面，2025年饲料企业继续推进豆粕减量和替代蛋白研发，饲料综合成本整体有所下降，销售价格总体低于2024年水平，但主要生产企业的毛利率基本稳定。

图表3 · 中国玉米、豆粕价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合资信整理

图表4 · 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格（单位：元/公斤）



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2026年，一方面，在国内粮食“连丰”、大豆进口渠道进一步稳定的背景下，玉米与豆粕价格大概率保持区间震荡、基本稳定的格局，加之主要饲料企业继续推进豆粕减量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，行业集中度可能继续提高；而从下游需求端看，肉鸡养殖有望维持相对稳健，生猪产业长期处于底部，加之“去产能”政策的实施，可能导致生猪存栏量见顶回落，从而降低饲料需求。

### 2 白羽肉鸡养殖行业

2025年白羽肉鸡市场全年供需宽松，产业链利润分化格局延续，上游种鸡板块持续盈利，商品代养殖全年小幅微利、屠宰行业整体亏损。

供给方面，2024年末多国禽流感扰动海外引种节奏，2025年祖代更新结构调整，国内自繁种源占比提升，全年在产祖代、父母代种鸡存栏维持高位；种鸡场换羽、延迟淘汰行为仍普遍存在，叠加年内多轮疫病扰动，父母代生产效率偏弱。全年鸡苗走势前低后高，上半年种鸡存栏充足、鸡苗价格承压，下半年随前期引种减量传导、疫病推高淘汰量，商品鸡苗供给收缩，价格同比走高。

商品代养殖端，上半年毛鸡出栏量大、价格低迷；三季度高温叠加养殖场主动压减补栏，毛鸡供给收紧，价格阶段性上行；四季度种鸡产能持续释放，毛鸡出栏量回升，但下游加工端备货需求提振，毛鸡价格小幅回暖。2025年，我国专用肉鸡总出栏量为156.35亿只，同比增加5.34%；其中，白羽肉鸡90.57亿只、黄羽肉鸡35.42亿只、小型白羽肉鸡25.23亿只，分别较2024年增长5.97%、6.23%和1.86%。2025年，白羽肉鸡出栏量（屠宰量）约为90.57亿至92.94亿只，同比增长约6%至7.5%。全年国内白羽肉鸡出栏量、分割品总产量同比小幅增加，全年毛鸡均价低位运行。

需求端来看，2025年国内团餐、工厂食堂需求修复节奏平缓，快餐、熟食加工需求稳步扩容，家庭禽肉消费占比持续提升，宠物鸡肉原料形成新增需求；全年生猪价格低位运行，鸡肉替代消费空间有限，整体终端需求支撑不足。屠宰厂成品库存持续累积，经销商拿货意愿偏弱，屠宰开工率维持低位。分割品全年均价同比小幅下滑，各季度行情震荡：上半年持续走弱，三季度小幅反弹，四季度终端备货带动价格小幅抬升。2025年白羽肉鸡价格整体同比下跌。全国白羽肉鸡全年均价约为7.09元/公斤，同比下降6.7%，年内价格一度跌破近五年行业最低点。全年屠宰企业原料成本偏高、产品售价偏弱，行业整体亏损，一体化龙头企业依托全链成本管控，盈利优于中小屠宰厂。

整体来看，2025年白羽肉鸡整体供给充裕，终端需求修复不及供给增量，全年产品价格承压，产业链各环节、同环节不同企业盈利差距明显，行业加速产能整合。

## 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，跟踪期内，公司控股股东和实际控制人仍为金卫东。

企业规模和竞争力方面，公司核心业务覆盖饲料、白羽肉禽全产业链、生猪养殖。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。公司是“中国饲料工业协会副会长单位”“全国十大领军饲料企业”，商品饲料销量居于全国前列，2025年名列WATT国际传媒发布的全球顶尖饲料企业榜单第15位<sup>1</sup>；公司饲料业务依托东北全域生产基地形成区域规模优势。肉禽业务方面，白羽肉鸡产业布局核心集中东北三省，以及河南、河北和山东，位列WATT国际传媒发布的《2025年全球顶级肉鸡生产商50强》榜单第6位<sup>2</sup>。

饲料业务方面，公司饲料品类涵盖猪、禽、反刍多系列产品，销售网络覆盖全国32个省级行政区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾落地海外饲料生产基地；公司为中国饲料工业协会副会长单位。2025年，公司控股企业饲料外销量464万吨，同比增长17%。与同行业上市公司比，公司毛利率处于中上水平，在东北地区具备区位优势，渠道完善，与自有生猪、肉禽产能形成协同效应，但整体规模低于第一梯队。

肉禽业务方面，白羽肉鸡一体化产业为公司核心增长板块，近年来公司通过新建项目和并购整合持续扩张产能，控参股企业产能配套能力与总体规模持续提升。2025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9.9亿羽，同比增长7%，全年产销鸡肉分割品规模同步提升；公司持续优化产品渠道结构，快餐、商超、出口等高附加值渠道销售占比由2024年的38%提升至41%。与同行业上市公司比，公司白羽肉鸡收入主要来自商品代养殖与屠宰环节，深加工食品等高附加值品类占比偏低，制约毛利率进一步提升。

生猪业务方面，2025年，生猪价格持续走弱，公司维持稳定种群布局，全年控股企业合计出栏生猪219万头，其中肥猪194万头，仔猪、种猪合计25万头，年末能繁母猪存栏5万头、后备母猪存栏1万头。

公司是国家农业产业化重点龙头企业；2014年上市至今，4次获评中国主板上市公司价值百强、9次入选《财富》中国500强。公司是国内较早同时通过ISO9001国际质量管理体系、HACCP食品安全管理体系双认证的饲料企业，“禾丰”为中国驰名商标。截至2025年末，公司累计拥有发明专利78项，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，另有近20项省部级科技奖励。

<sup>1</sup> 排名衡量维度为企业上一自然年度复合配合饲料总产量。

<sup>2</sup> 排名衡量维度为企业全年肉鸡屠宰总羽数。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9121000074712989XU），截至2026年6月26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2026年6月28日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

## （二）管理水平

**跟踪期内，公司取消监事会；主要管理制度未发生重大变动。考虑到跟踪期内公司发生收并购事项，需关注公司的管理运作情况。**

跟踪期内，公司修订了《公司章程》和一系列制度，主要内部管理制度未发生重大变化，管理制度较为连续；2025年10月，公司取消监事会，由审计委员会行使监事会职权。2025年11月，陈宇辞去非独立董事职位，同时被选举为职工代表董事。

跟踪期内，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3.54亿元自有/自筹现金全额支付进行股权收购，13家标的企业由公司的参股公司变为公司的控股子公司，并于2025年4月起被纳入公司合并财务报表范围。截至2025年底，收购该13家公司形成商誉期末余额为0.27亿元，计提减值准备37.24万元。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，有利于整合东北区域白羽肉鸡产业资源，扩大肉鸡养殖、屠宰产能规模，完善一体化产业布局，但部分标的企业整体负债规模较高，公司同步承接相关担保、财务资助业务，期间费用支出负担增加。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，公司内部管控、协调方面承压，联合资信将持续关注。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

**2025年，公司主营业务无重大变化，收入同比增长，毛利率小幅下降。其中饲料产品产销量增长带动收入增长；并购拉升肉禽产能，但肉禽和生猪销售量增价跌，收入提升同时毛利率下降。**

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事饲料业务、肉禽业务和生猪业务，此三项业务收入合计占主营业务收入的比重超过93%。2025年，公司主营业务收入同比增长，主营业务毛利率小幅下降。其中，饲料产品产销量增长带动饲料业务收入同比增长，毛利率小幅下降，主要系饲料产品结构占比变化及市场竞争所致；并购拉升肉禽业务产能，肉禽和生猪销售均量增价跌，收入同比增长，毛利率不同程度下降。

2026年1-3月，公司实现营业总收入89.31亿元，同比增长15.87%，主营业务毛利率同比变化不大。

图表5·公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024年			2025年			2026年1-3月			2025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	收入同比变动	占比同比变动(个百分点)	毛利率同比变动(个百分点)
饲料	125.09	38.49%	10.64%	134.60	37.72%	9.82%	32.40	36.35%	9.43%	7.60%	-0.77	-0.81
肉禽	113.40	34.89%	2.81%	161.85	45.36%	1.95%	42.79	48.00%	6.28%	42.73%	10.47	-0.87
生猪	33.18	10.21%	11.97%	35.45	9.94%	0.48%	8.03	9.01%	-4.46%	6.86%	-0.27	-11.49
原料贸易	49.99	15.38%	-0.54%	18.41	5.16%	16.95%	3.51	3.94%	26.59%	-63.19%	-10.22	17.49
其他	3.33	1.03%	20.55%	6.52	1.83%	12.99%	2.41	2.71%	14.32%	95.89%	0.80	-7.56
<b>合计</b>	<b>325.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.43%</b>	<b>356.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.75%</b>	<b>89.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.47%</b>	<b>9.80%</b>	<b>--</b>	<b>-0.68</b>

注：尾差系数数据四舍五入所致  
资料来源：公司提供

#### （1）饲料业务

**2025年，公司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，产销量均同比增长；主要**

原材料采购方面，玉米、豆粕、小麦和DDGS采购量同比增长，采购均价变化不大。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，2025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。2025年，玉米、豆粕、DDGS和小麦采购量同比均有所增长，采购均价同比变动不大；鱼粉采购均价同比增长，采购量同比下降。

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，2025年，公司前五大供应商采购额合计46.23亿元（无关联方采购），占采购总额的13.72%，采购集中度低。

图表6·公司主要原材料采购情况

名称	项目	2024年	2025年	2026年1—3月	2025年同比变动率
玉米	采购量（万吨）	229.70	263.14	72.32	14.56%
	采购均价（元/吨）	2308.98	2380.10	2423.23	3.08%
豆粕	采购量（万吨）	134.65	145.67	35.38	8.18%
	采购均价（元/吨）	3431.23	3317.69	3253.70	-3.31%
DDGS	采购量（万吨）	11.35	12.61	2.83	11.10%
	采购均价（元/吨）	2129.31	2208.80	2250.53	3.73%
鱼粉	采购量（万吨）	2.28	1.89	0.48	-17.11%
	采购均价（元/吨）	11069.3	14480.42	16958.33	30.82%
小麦	采购量（万吨）	8.15	18.89	1.79	131.78%
	采购均价（元/吨）	2479.51	2454.26	2538.55	-1.02%

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。2025年，公司饲料产能有所增长，主要系公司并购所致；产量同比增长，产能利用率同比有所提升。

图表7·公司饲料业务产能及产量情况

产品	项目	2024年	2025年	2026年1—3月
饲料	产能（万吨）	1156.00	1260.00	315.00
	产量（万吨）	531.94	673.96	166.48
	产能利用率（%）	46.02	53.49	52.85

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，2025年，水产及其他饲料销量同比均有所下降，销售均价同比有所增长；禽饲料、猪饲料、反刍饲料销量同比有所增长，销售均价有所下降。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。公司饲料业务客户集中度低。

图表 8 • 公司饲料业务主要产品销售情况

项目	项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变化	2026 年 1—3 月
猪饲料	销量 (万吨)	140.54	159.74	13.66%	37.25
	销售均价 (元/吨)	3450.26	3305.37	-4.20%	3170.47
	销售额 (亿元)	48.49	52.80	8.89%	11.81
禽饲料	销量 (万吨)	169.91	206.28	21.41%	56.28
	销售均价 (元/吨)	2915.07	2518.91	-13.59%	2402.27
	销售额 (亿元)	49.53	51.96	4.91%	13.52
反刍饲料	销量 (万吨)	68.41	82.59	20.73%	24.71
	销售均价 (元/吨)	2812.45	2664.97	-5.24%	2573.86
	销售额 (亿元)	19.24	22.01	14.40%	6.36
水产及其他饲料	销量 (万吨)	17.32	15.76	-9.01%	1.24
	销售均价 (元/吨)	4520.79	4860.41	7.51%	5725.81
	销售额 (亿元)	7.83	7.66	-2.17%	0.71

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

## (2) 肉禽业务

**2025年, 肉禽业务养殖端延续“公司+大农场”的委托代养模式, 随着并购和养殖规模扩大, 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。

2025 年, 公司肉禽业务产能、产量、产能利用率同比均有所提升。

图表 9 • 公司肉禽业务产能、产量及产能利用情况

产品	项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变化	2026 年 1—3 月
白羽肉鸡	产能 (万羽/年)	44100	59093	34.00%	15152
	产量 (万羽)	40220	54546	35.62%	12556
	产能利用率 (%)	91.20	92.30	1.10 个百分点	82.87

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。2025 年, 受益于产能增长, 公司白羽肉鸡销量同比大幅增长, 销售均价同比下降。

图表 10 · 公司肉禽业务主要产品销量情况

产品	项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变化	2026 年 1—3 月
白羽肉鸡	销量（万吨）	106.80	185.62	73.80%	37.81
	销售均价（元/吨）	8930	8197	-8.21%	9095
	销售额（亿元）	95.37	152.15	59.54%	34.39

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，2025 年，公司肉禽业务前五大客户销售额 11.71 亿元（无关联方），占肉禽业务销售总额的 7.24%，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。2025 年，公司生猪养殖规模有所扩大，但生猪市场低迷，公司销售呈现量升价跌态势。

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公司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”两种销售渠道；销售方式主要为“线上竞标”和“线下销售”，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。

图表 11 · 公司合并口径生猪养殖情况（单位：万头）

项目	2024 年	2025 年
生猪出栏：	134	219
肥猪出栏	115	194
仔猪和种猪出栏	19	25
年底母猪存栏	4	6

资料来源：公司提供，联合资信整理

2025 年，随着肥猪出栏量大幅增加，公司生猪业务收入同比增长 6.86%至 35.45 亿元，但市场低迷、猪价下降，毛利率同比下降 11.49 个百分点至 0.48%。

## 2 经营效率

2025 年，公司应收账款周转次数由上年的 32.42 次提升至 37.96 次，主要系高周转率的肉禽业务收入占比提升所致；存货周转次数和总资产周转次数同比稳定，分别为 10.49 次和 2.16 次。

## 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。

公司以饲料业务为第一主业，2026 年将持续巩固饲料业务战略地位，加速渠道结构转型，精简组织流程、提升决策传导与落地效率，持续引进培育技术、市场关键人才，补强核心团队综合实力。肉禽业务方面，2026 年持续打磨内部运营体系，完善全国产业布局，持续优化养殖、屠宰、深加工全产业链配套结构。生猪业务方面，2026 年保持稳健投入节奏，审慎规划各类资本开支，

通过育种、饲喂、管理多维度持续压降养殖成本。

#### （四）财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。2025 年，公司合并范围内子公司新增 29 家，减少 6 家。公司主营业务未发生变化，合并范围存在一定变动，财务数据可比性有一定影响。

### 1 主要财务数据变化

**截至 2025 年底，随着业务规模扩张，公司资产总额较上年底增长，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。**

随着公司业务规模扩大，以及收购肉鸡产业相关公司股权，截至 2025 年底，公司资产总额较上年底增长。具体看，截至 2025 年底，应收账款和存货随着养殖和销售规模扩大较上年底增长。应收账款中 1 年以内的占 76.05%，累计计提坏账准备 2.35 亿元，计提比例为 19.18%，应收账款前五大欠款方集中度低。存货主要由饲料相关原材料（31.79%）、存栏鸡猪为主的消耗性生物资产（37.40%）和饲料产品、鸡肉分割品为主的库存商品（26.19%）构成，累计计提跌价准备 0.82 亿元。存货和应收账款规模大，合计占资产总额的 25.35%，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，2025 年底较上年底下降主要系收购肉鸡产业联营企业导致非同一控制下合并所致。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，2025 年权益法下确认的投资收益 0.65 亿元（上年同期为 1.26 亿元）。固定资产较上年底增长，主要系在建转入以及收购形成。累计计提折旧 34.92 亿元。其他非流动资产系预付合作养殖户饲养费，2025 年底较上年底增长，主要系公司收购肉鸡产业 13 家企业所致。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额和结构较上年底变化不大。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底		2025 年底较上年底 变化 (%)
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	
<b>流动资产</b>	<b>60.14</b>	<b>40.41</b>	<b>70.93</b>	<b>39.02</b>	<b>76.34</b>	<b>40.67</b>	<b>17.94</b>
货币资金	17.94	12.06	17.20	9.46	10.84	5.78	-4.13
应收账款	8.93	6.00	9.91	5.45	16.09	8.57	10.93
存货	28.09	18.87	36.17	19.90	40.39	21.52	28.76
<b>非流动资产</b>	<b>88.68</b>	<b>59.59</b>	<b>110.86</b>	<b>60.98</b>	<b>111.35</b>	<b>59.33</b>	<b>25.01</b>
长期股权投资	24.84	16.69	20.68	11.38	21.02	11.20	-16.75
固定资产（合计）	43.08	28.94	56.80	31.24	56.06	29.87	31.86
其他非流动资产	5.52	3.71	11.52	6.33	12.01	6.40	108.70
<b>资产总额</b>	<b>148.83</b>	<b>100.00</b>	<b>181.80</b>	<b>100.00</b>	<b>187.70</b>	<b>100.00</b>	<b>22.15</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受限资产方面，截至 2026 年 3 月底，公司受限制类资产账面价值 9.22 亿元，占资产总额的 4.91%，主要为冻结/保证金类货币资金（0.41 亿元），以及因抵押而受限的固定资产（6.59 亿元）、在建工程（1.41 亿元）和无形资产（0.81 亿元），受限比例低。

**截至 2025 年底，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。公司通过抬升杠杆补充并购和经营资金，债务负担加重，短期流动性承压。**

截至 2025 年底，公司所有者权益 79.48 亿元，较上年底增长 4.89%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.28%，少数股东权益占比为 16.72%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.48%、9.40% 和 59.48%。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 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长，主要系行业下行、盈利承压，公司通过抬升杠杆补充并购、经营资金所致。具体看，公司短、长期借款较上年底增长。其中，短期借款主要由抵押借款 1.06 亿元、保证借款 9.60 亿元（公司为子公司提供担保）和信用借款 7.94 亿元构成；长期借款（含一年内到期的 3.72 亿元）中信用借款占 61.67%。应付账款主要为与购货及费用相关的应付账款（20.47 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（6.48 亿元），无账龄超过 1 年或逾期的重要其他应付款。应付债券为“禾丰转债”。截至 2026 年 3 月底，负债总额较上年底小幅增长，主要系应付账款增加所致。

图表 13 · 公司主要负债情况（单位：亿元）

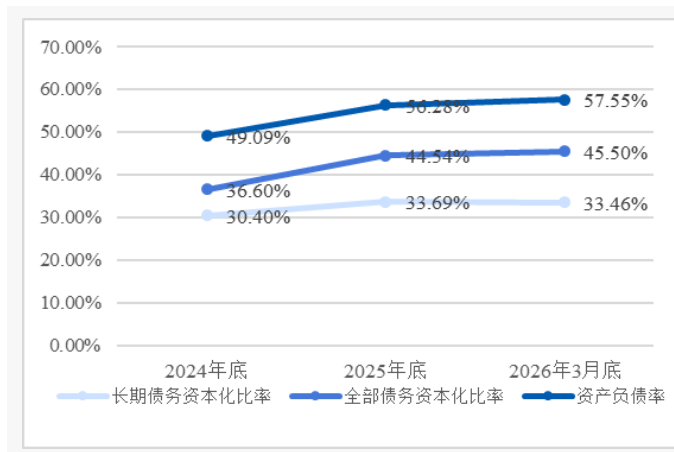
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底		2025 年底较上年底 变化 (%)
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	
<b>流动负债</b>	<b>39.20</b>	<b>53.66</b>	<b>61.05</b>	<b>59.67</b>	<b>67.07</b>	<b>62.09</b>	<b>55.76</b>
短期借款	5.67	7.77	18.61	18.19	19.56	18.11	228.00
应付账款	16.30	22.31	21.98	21.48	25.58	23.68	34.88
其他应付款（合计）	6.39	8.74	8.38	8.19	8.18	7.57	31.23
<b>非流动负债</b>	<b>33.85</b>	<b>46.34</b>	<b>41.26</b>	<b>40.33</b>	<b>40.95</b>	<b>37.91</b>	<b>21.88</b>
长期借款	14.44	19.77	20.71	20.25	20.06	18.57	43.43
应付债券	13.49	18.47	13.87	13.55	13.96	12.92	2.79
租赁负债	4.21	5.76	5.49	5.37	5.78	5.36	30.44
<b>负债总额</b>	<b>73.05</b>	<b>100.00</b>	<b>102.31</b>	<b>100.00</b>	<b>108.01</b>	<b>100.00</b>	<b>40.06</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务 63.83 亿元，较上年底增长 45.93%，主要系银行借款增加所致。债务结构方面仍以长期债务为主，短期债务占比提升。从债务指标来看，截至 2025 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为 56.28%、44.54%和 33.69%，较上年底分别上升 7.19 个百分点、7.94 个百分点和 3.29 个百分点。公司债务负担加重，短期流动性承压。

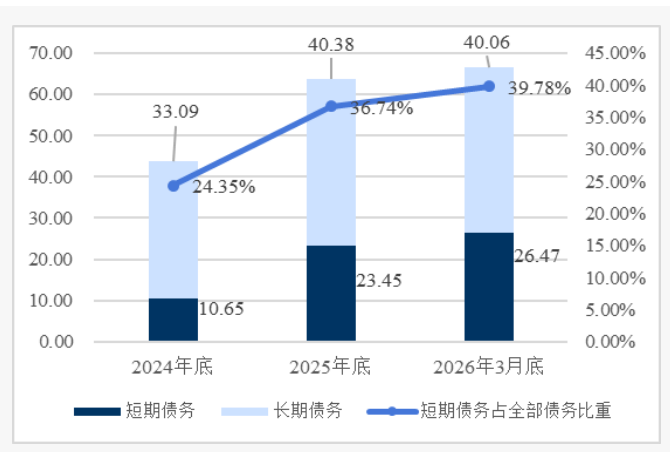
截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 66.53 亿元，较上年底增长 4.24%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。从债务指标来看，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.55%、45.50%和 33.46%，较上年底分别提高 1.27 个百分点、提高 0.96 个百分点和下降 0.23 个百分点。

图表 14 · 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 15 · 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

**2025 年，公司营业总收入同比增长，盈利能力下降，叠加非经常性损益对利润有所侵蚀，利润总额同比下降。**

盈利能力方面，2025 年，公司实现营业总收入 357.62 亿元，同比增长 9.88%，营业成本 336.93 亿元，同比增长 10.66%，盈利能力弱化。2025 年，公司期间费用仍以销售费用和管理费用为主，财务费用随着债务规模的扩大而增长，费用总额占营业总收入

的比例同比上升 0.13 个百分点至 4.98%。公司资产减值主要系存货跌价损失形成，信用减值损失主要系应收账款坏账形成。投资收益同比增长主要系收购股权购买日之前原持有股权按照公允价值重新计量产生的利得。非经常性损益对利润有一定影响，2025 年，公司利润总额 1.34 亿元，同比下降 66.04%。

从盈利能力指标来看，2025 年，各项指标同比下降。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 89.31 亿元，同比增长 15.87%，实现利润总额 0.72 亿元，同比下降 57.23%，主要系计提资产减值损失所致。

图表 16 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	325.45	357.62	89.31
营业成本	304.47	336.93	82.69
费用总额	15.80	17.82	4.47
资产减值损失	-0.53	-2.25	-1.53
信用减值损失	-1.42	-0.60	-0.14
投资收益	1.38	1.82	0.43
利润总额	3.94	1.34	0.72
EBITDA 利润率 (%)	3.78	3.37	--
总资产报酬率 (%)	3.86	2.10	--
净资产收益率 (%)	4.10	-0.04	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 17 · 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	347.73	422.45	100.66
经营活动现金流出小计	335.96	415.64	107.48
经营活动现金流量净额	11.77	6.81	-6.81
投资活动现金流入小计	0.43	1.37	0.13
投资活动现金流出小计	4.91	11.76	1.24
投资活动现金流量净额	-4.48	-10.40	-1.11
筹资活动前现金流量净额	7.29	-3.58	-7.92
筹资活动现金流入小计	20.31	33.76	9.52
筹资活动现金流出小计	29.08	30.76	8.02
筹资活动现金流量净额	-8.77	3.00	1.49
现金收入比 (%)	105.52	116.84	111.25

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

图表 18 · 2025 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	1068.56	6.28	0.78	-5.10
温氏股份	1038.62	11.18	7.14	12.19
圣农发展	200.94	12.58	6.86	12.36
禾丰股份	357.62	5.78	1.91	-0.04

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下游水平。

2025 年，公司经营现金净流入量同比下降，无法覆盖投资支出，筹资活动现金转为净流入，考虑到公司在建项目以募投项目为主，公司资本支出压力可控。

2025 年，公司收入实现质量较好，但由于养殖业务利润空间被压缩，经营活动现金净流量同比下降，公司投资活动现金净流出规模同比增加。经营净现金无法覆盖投资支出，公司筹资活动现金转为净流入。2026 年 1—3 月，公司经营现金和投资活动现金均为净流出。

## 2 偿债指标变化

2025 年，公司长、短期偿债指标均有所弱化，整体指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 19 · 公司偿债指标情况

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (倍)	8.76	6.84	--
	经营现金/短期债务 (倍)	1.11	0.29	--

	现金类资产/短期债务（倍）	1.71	0.73	0.41
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	12.31	12.06	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.55	5.29	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.27	0.11	--
	EBITDA/利息支出（倍）	6.80	5.65	--
	经营现金/利息支出（倍）	6.50	3.19	--

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 2025 年底，公司销售商品收到现金对流动负债的保障能力、现金类资产对短期债务的保障能力均有不同程度的下降。2025 年，公司 EBITDA 同比变化不大，由于债务规模扩大、利息支出增加，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度有所下降，经营现金对全部债务和利息支出的保障能力同比下降，整体长期偿债指标表现仍属良好。

银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 81.97 亿元（上年同期 65.07 亿元），尚未使用额度 36.16 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 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼事项。

截至 2026 年 3 月底，公司控股子公司对参股公司台安汇君生物质能源有限公司担保余额为 2700.00 万元，公司控股子公司对养殖户的担保余额为 12626.71 万元，均为因收购股权被动形成。公司对外担保余额合计 1.53 亿元，占当期净资产的 1.92%，或有负债风险可控。

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部作为控股平台，主要承担部分融资职能。公司本部资产以长期股权投资为主，债务以银行借款和应付债券为主，现金类资产可以保障短期债务。公司本部收入规模较小，利润主要依赖投资收益。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 118.09 亿元，主要由货币资金（14.34 亿元）、其他应收款（合计）（27.49 亿元，主要系与子公司的经营性往来）和长期股权投资（73.90 亿元）构成。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 70.19 亿元。主要由长、短期借款 20.80 亿元、其他应付款和应付债券 13.87 亿元构成。公司本部资产负债率为 59.44%，全部债务资本化比率 43.65%。全部债务 37.11 亿元。其中，短期债务 9.80 亿元，占 26.42%

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 47.89 亿元。在所有者权益中，实收资本为 9.12 亿元（占 19.05%）、资本公积合计 7.65 亿元（占 15.97%）、未分配利润合计 28.71 亿元（占 59.94%）、盈余公积合计 4.75 亿元（占 9.91%）。

2025 年，公司本部营业总收入为 7.11 亿元，利润总额为 1.36 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.84 亿元。

### （五）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，2025 年，公司未因环境问题受到重大行政处罚。

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；2025 年对外捐赠、公益、扶贫项目总投入 528.58 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、债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对“禾丰转债”和长期债务的保障程度较强。

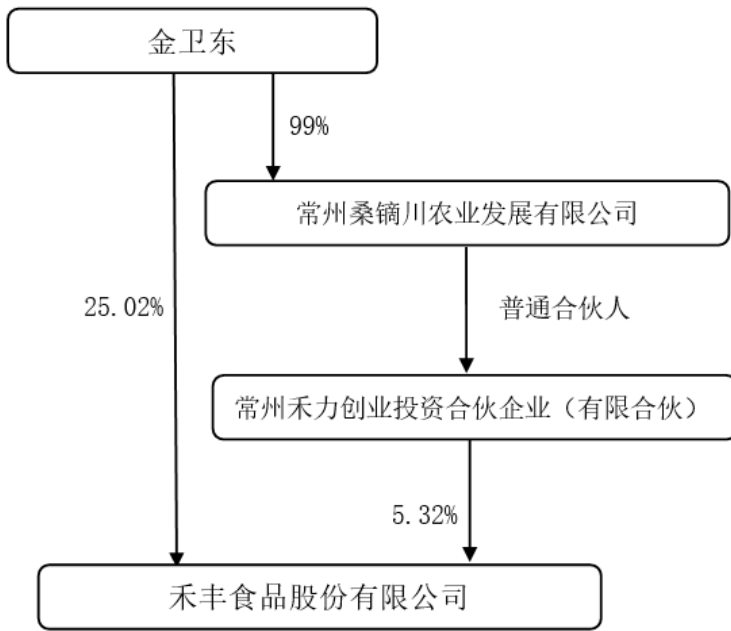
截至 2026 年 3 月底，公司发行的“禾丰转债”余额为 14.67 亿元。2025 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 422.45 亿元、6.81 亿元、12.06 亿元，为本期债券剩余额度（14.67 亿元）的 28.80 倍、0.46 倍和 0.82 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“禾丰转债”的保障程度较强。

2025年9月和2026年4月，公司股票先后两轮触发转股价下修条件，董事会决议不修正转股价格，且设置6个月冷却期，冷却期内即便再次达标也不下调，缺少低价转股吸引投资者的利好；2026年6月，由于公司股票在2026年5月7日至6月17日连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，且转债处于最后两个计息年度，“禾丰转债”有条件回售条款已生效。公司已于2026年6月18日发布公告，宣布“禾丰转债”持有人有权在2026年6月26日至7月2日期间，以100.33元/张的价格将债券回售给公司。若债券持有人集中选择回售，公司短期现金兑付能力承压。考虑到公司经营活动现金流入量规模大，授信额度较充裕，公司对待偿债券余额保障程度较强。

## 八、跟踪评级结论

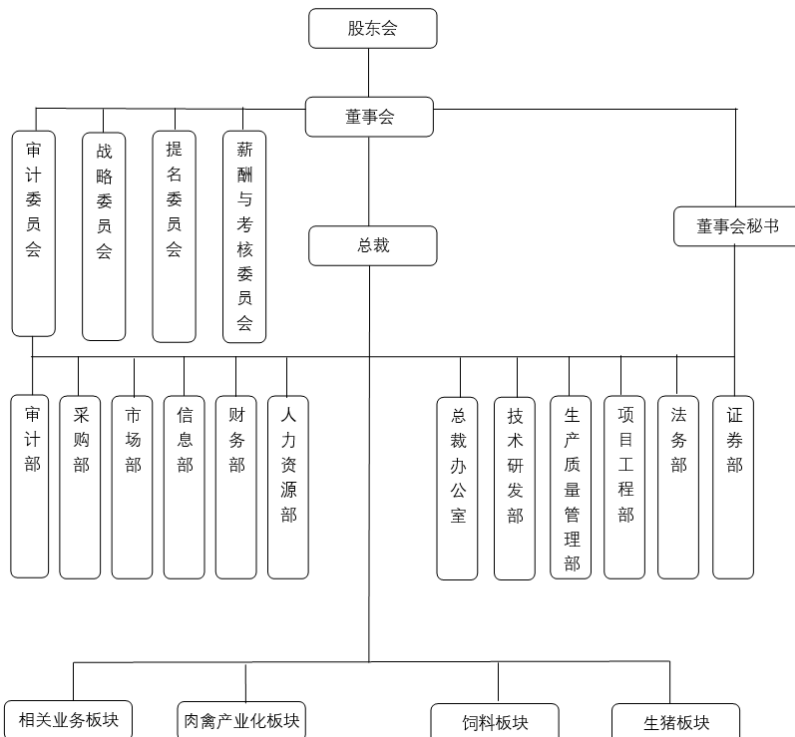
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“禾丰转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 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 2025 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	饲料生产及销售	70.00	--	投资设立
沈阳禾丰牧业有限公司	饲料生产及销售	100.00	--	投资设立
西安禾丰饲料科技有限公司	饲料生产及销售	80.00	--	投资设立
鞍山市九股河食品有限责任公司	肉鸡屠宰、加工、销售	70.00	--	非同一控制下合并
大连禾源牧业有限公司	饲料、种鸡、孵化、肉鸡养殖	57.00	--	投资设立
辽宁禾丰农牧发展有限公司	生猪养殖	100.00	--	非同一控制下合并
安徽禾丰牧业有限公司	饲料生产及销售、生猪养殖	70.00	--	投资设立
台安县九股河农业发展有限公司	肉鸡养殖、饲料	70.00	--	非同一控制下合并
沈阳禾丰反刍动物饲料有限公司	饲料生产及销售	100.00	--	投资设立
凌海市九股河饲料有限责任公司	肉鸡养殖、饲料	70.00	--	非同一控制下合并

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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	18.23	17.23	10.86
应收账款（亿元）	8.93	9.91	16.09
其他应收款（合计）（亿元）	0.69	1.28	1.12
存货（亿元）	28.09	36.17	40.39
长期股权投资（亿元）	24.84	20.68	21.02
固定资产（合计）（亿元）	43.08	56.80	56.06
在建工程（合计）（亿元）	1.89	2.85	2.52
资产总额（亿元）	148.83	181.80	187.70
实收资本（亿元）	9.19	9.12	9.08
少数股东权益（亿元）	8.82	13.29	13.51
所有者权益（亿元）	75.77	79.48	79.68
短期债务（亿元）	10.65	23.45	26.47
长期债务（亿元）	33.09	40.38	40.06
全部债务（亿元）	43.74	63.83	66.53
营业总收入（亿元）	325.45	357.62	89.31
营业成本（亿元）	304.47	336.93	82.69
其他收益（亿元）	0.38	0.32	0.07
利润总额（亿元）	3.94	1.34	0.72
EBITDA（亿元）	12.31	12.06	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	343.41	417.85	99.35
经营活动现金流入小计（亿元）	347.73	422.45	100.66
经营活动现金流量净额（亿元）	11.77	6.81	-6.81
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.48	-10.40	-1.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.77	3.00	1.49
<b>财务指标</b>			
净营业周期（天）	24.33	23.37	--
应收账款周转次数（次）	32.42	37.96	--
存货周转次数（次）	11.08	10.49	--
总资产周转次数（次）	2.18	2.16	--
现金收入比（%）	105.52	116.84	111.25
EBITDA 利润率（%）	3.78	3.37	--
总资产报酬率（%）	3.86	2.10	--
净资产收益率（%）	4.10	-0.04	--
长期债务资本化比率（%）	30.40	33.69	33.46
全部债务资本化比率（%）	36.60	44.54	45.50
资产负债率（%）	49.09	56.28	57.55
流动比率（%）	153.43	116.18	113.83
速动比率（%）	81.77	56.94	53.61
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（%）	8.76	6.84	--
现金短期债务比（倍）	1.71	0.73	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	5.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.55	5.29	--

注：1.公司 2026 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和提供资料整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项目	2024 年	2025 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	16.71	14.34
应收账款（亿元）	0.66	0.33
其他应收款（亿元）	22.16	27.32
存货（亿元）	0.66	0.52
长期股权投资（亿元）	64.85	73.90
固定资产（亿元）	1.18	1.09
在建工程（亿元）	0.05	0.00
资产总额（亿元）	106.84	118.09
实收资本（亿元）	9.19	9.12
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	47.87	47.89
短期债务（亿元）	5.58	9.80
长期债务（亿元）	23.84	27.30
全部债务（亿元）	29.42	37.11
营业总收入（亿元）	6.82	7.11
营业成本（亿元）	5.10	5.33
其他收益（亿元）	0.09	0.07
利润总额（亿元）	1.83	1.36
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.46	7.46
经营活动现金流入小计（亿元）	6.71	7.52
经营活动现金流量净额（亿元）	0.41	1.16
投资活动现金流量净额（亿元）	4.38	-9.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.20	5.66
<b>财务指标</b>		
净营业周期（天）	46.96	45.25
应收账款周转次数（次）	14.58	14.37
存货周转次数（次）	8.82	8.97
总资产周转次数（次）	0.06	0.06
现金收入比（%）	94.77	104.96
EBITDA 利润率（%）	--	--
总资产报酬率（%）	2.82	2.23
净资产收益率（%）	3.69	2.67
长期债务资本化比率（%）	33.24	36.31
全部债务资本化比率（%）	38.07	43.65
资产负债率（%）	55.20	59.44
流动比率（%）	116.10	100.33
速动比率（%）	114.19	99.10
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（%）	0.19	0.18
现金短期债务比（倍）	2.99	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：1. 公司本部 2026 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  
 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 <sup>3</sup>	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
<b>盈利指标</b>	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 <sup>4</sup> ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%

<sup>3</sup> 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

<sup>4</sup> 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

速动比率 <sup>5</sup>	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	$\text{销售商品提供劳务收到的现金}/\text{流动负债合计}$
经营活动现金流入/流动负债	$\text{经营活动现金流入}/\text{流动负债合计}$
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	$\text{经营活动现金流入}/(\text{流动负债合计}-\text{合同负债})$
现金短期债务比	$\text{现金类资产}/\text{短期债务}$

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  
 调整后 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-非经常性损益  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数  
 存货周转天数=360/存货周转次数  
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

<sup>5</sup> 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业，速动比率= $(\text{流动资产合计}-\text{存货}-\text{合同资产})/\text{流动负债合计}\times 100\%$

## 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

## 附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断