

北京顺鑫控股集团有限公司

2025 年度第三期中期票据

信用评级报告

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〕8137号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫控股集团有限公司及其拟发行的北京顺鑫控股集团有限公司 2025 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，北京顺鑫控股集团有限公司 2025 年度第三期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年九月十六日

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北京顺鑫控股集团有限公司（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。

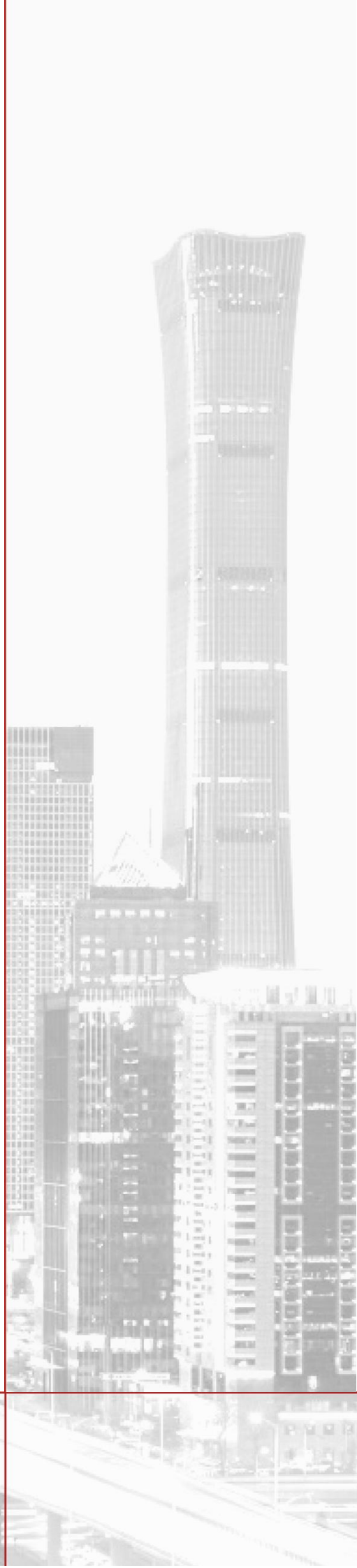
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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。



北京顺鑫控股集团有限公司 2025 年度第三期中期票据

信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA/稳定	AA/稳定	2025/09/16

债项概况

本期债项发行规模为不超过 5.00 亿元，分为 2 个品种，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项于北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）依照发行条款约定赎回之前长期存续，品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年；本期债项募集资金拟用于偿还公司有息债务；本期债项无信用增进；本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务。

评级观点

北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为顺义区国资委下属全资“大农业”产业集团，主营业务具备较强竞争优势，可获得一定政策与股东支持。公司经营格局稳定，收入主要来自白酒、猪肉、贸易等业务，其中白酒业务和猪肉业务在区域行业地位、品牌知名度和产能规模等方面具备较强的竞争优势。公司内控体系较为完善，董事缺位对公司治理的影响有限。2022—2023 年，受宏观经济形势影响，公司生产经营承压，利润总额持续亏损，2024 年以来受益于生猪行业景气度好转，公司经营实现扭亏。财务方面，公司资产流动性尚可，所有者权益结构稳定性较弱，整体债务负担重，本部偿债对外部融资依赖度高；收入实现质量良好，盈利能力受市场环境和生猪行业周期影响波动大；偿债指标表现较强。

本期债项具有公司赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务；同时，赎回和利率重置条款设置使得本期债项本金续期的可能性小，但利息支付的约束力较弱。本期债项发行后公司债务负担略有增加，公司的战略地位及畅通的间接融资渠道均为本期债项的偿付提供支撑。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东背景强，作为顺义区国资委下属全资大农业产业集团，可获得一定政策与股东支持。

评级展望

未来，随着公司白酒业务稳步发展，加之逐步延伸猪肉系列产业链，公司综合实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：新产品上市等令公司盈利大幅增长且具有可持续性；资产质量、偿债能力显著提升；获得股东增资等其他重要外部支持。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司市场份额被挤占，营业总收入及利润总额大幅下降；出现严重的食品安全风险事件，对公司经营业绩产生严重不利影响；公司因资产划转等因素，丧失对主要子公司的控制权；公司本部债务压力显著加大。

优势

- **公司股东背景强，作为顺义区国资委下属全资大农业集团，可获得一定政策与股东支持。**顺义区经济财政实力强，公司股东背景强，作为顺义区国资委下属全资大农业集团，主营业务具备较强竞争优势，在经济效益方面对控股股东贡献大，可获得一定政策与股东支持。
- **白酒业务品牌价值及知名度高。**公司白酒产业拥有“牛栏山”和“宁城”2 个中国驰名商标，2023 年，牛栏山在《2023 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》位列白酒品牌第十三名；2024 年，“牛栏山”以 764.67 亿元的品牌价值登上华樽杯第十六届中国酒类品牌价值榜单，同时牛栏山酒厂位列“2024 中华老字号酒业 TOP50”榜单。截至 2024 年末，牛栏山酒厂年产能为 81.00 千万升，产能位居北京地区自主酿造规模的前列。
- **猪肉业务区域行业地位突出。**公司猪肉产业拥有“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品 2 个中国驰名商标。截至 2024 年末，公司拥有 300 万头/年的生猪屠宰能力和 4 万吨的冷库储藏能力，在北京区域产能和市占率均处于领先地位。

- **公司收入实现质量良好，融资渠道畅通。**2024 年，公司现金收入比为 102.39%。截至 2025 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度人民币 454.58 亿元、美元 0.73 亿元、欧元 1.00 亿元，剩余可用额度为人民币 303.64 亿元、美元 0.57 亿元、欧元 0.70 亿元。公司控股子公司北京顺鑫农业股份有限公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

关注

- **盈利能力受市场环境变化及生猪行业周期性的影响波动大。**2023 年，市场环境导致白酒销售承压，白酒系列收入同比下降；生猪行业景气度低迷，猪肉系列收入和毛利率同比均有所下降。2024 年，受消费疲软、竞争加剧叠加成本上升影响，白酒系列毛利率同比下降；公司结合行业动态和猪价走势调整生产节奏，收缩屠宰量，猪肉系列毛利率同比提升，但收入同比下降。
- **公司合并层面债务负担重，本部偿债对外部融资依赖度高。**2024 年末，公司合并口径全部债务为 219.72 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分别为 81.97%、78.19%和 54.49%。同期末，公司本部全部债务为 125.18 亿元，全部债务资本化比率为 99.34%。2022—2024 年和 2025 年一季度，公司本部经营活动现金持续净流出，取得投资收益收到的现金规模很小，本部债务偿还对外部融资依赖度高。
- **2022 年，公司将原联营企业纳入合并范围，相关企业债务负担重且持续亏损。**2022 年 4 月，公司将北京顺鑫国门置业投资有限公司（原北京金盛顺鑫置业投资有限公司，以下简称“国门置业”）纳入合并范围。2022—2024 年，国门置业分别实现营业收入 2.17 亿元、2.15 亿元和 1.98 亿元，利润总额分别为-2.10 亿元、-1.27 亿元和-1.29 亿元。
- **本期债项利息支付约束力较弱。**本期债项募集条款约定公司有利息递延支付选择权，导致公司本期债项利息支付约束力较弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

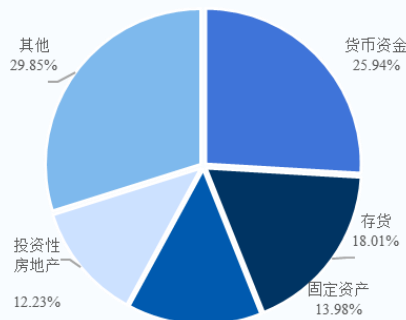
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	101.84	88.20	90.52	87.11
资产总额（亿元）	383.57	358.02	339.90	333.31
所有者权益（亿元）	74.46	64.71	61.28	63.07
短期债务（亿元）	102.05	120.61	146.34	139.12
长期债务（亿元）	115.89	106.81	73.38	89.91
全部债务（亿元）	217.94	227.42	219.72	229.03
营业总收入（亿元）	273.23	265.03	258.77	71.34
利润总额（亿元）	-6.09	-5.93	0.32	2.71
EBITDA（亿元）	17.02	8.96	14.14	--
经营性净现金流（亿元）	13.40	-4.23	5.16	-9.78
营业利润率（%）	10.47	10.63	11.71	14.21
净资产收益率（%）	-13.09	-15.28	-4.33	--
资产负债率（%）	80.59	81.93	81.97	81.08
全部债务资本化比率（%）	74.54	77.85	78.19	78.41
流动比率（%）	122.91	113.43	97.48	108.45
经营现金流动负债比（%）	6.94	-2.27	2.52	--
现金短期债务比（倍）	1.00	0.73	0.62	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.25	1.20	2.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.80	25.39	15.53	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	134.95	158.59	153.84	159.62
所有者权益（亿元）	7.13	3.65	0.83	0.19
全部债务（亿元）	112.88	128.95	125.18	133.55
营业总收入（亿元）	0.17	0.24	0.65	0.01
利润总额（亿元）	-3.34	-3.48	-2.98	-0.64
资产负债率（%）	94.71	97.70	99.46	99.88
全部债务资本化比率（%）	94.06	97.24	99.34	99.86
流动比率（%）	131.86	122.72	79.48	95.64
经营现金流动负债比（%）	-0.79	-0.50	-0.12	--

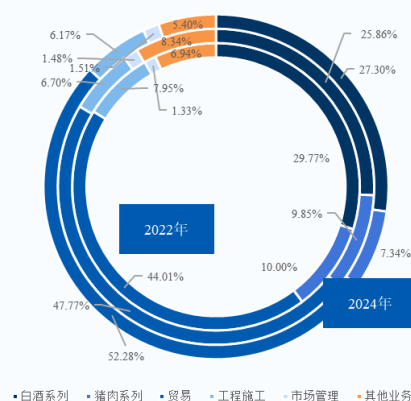
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2025 年 1—3 月财务数据未经审计；3. 本报告已将合并口径其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入相关债务指标计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

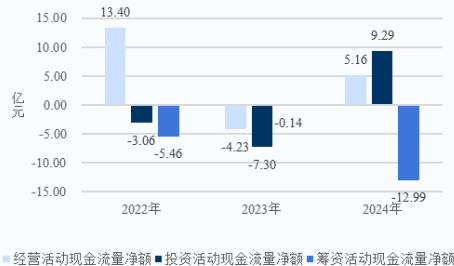
2024 年末公司资产构成



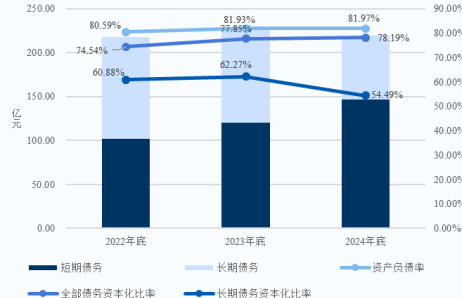
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA/稳定	2024/09/15	李敬云 王晴	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）	--
AA/稳定	2019/01/24	刘晓濛 王喜梅 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018年） 综合类行业企业信用评级模型（2016年）	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：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：王 晴 wangqing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

传真：010-85679228



一、主体概况

北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫控股”）成立于 1994 年 9 月，前身为北京市顺州工业开发经营中心，系经顺义县经济委员会核准设立的全民所有制企业，初始注册资本为 3.02 亿元。1997 年 11 月，顺义县经济委员会与顺义县人民政府签署了《变更隶属关系转让协议书》，将北京市顺州工业开发经营中心转让给顺义县人民政府所有，同时更名为北京市泰丰现代农业发展中心，注册资本变更为 6.80 亿元。2002 年 5 月，经北京市顺义区经委顺经字（2002）第 37 号文批准，公司改制为有限责任公司，更名为北京顺鑫农业发展集团有限公司，注册资本变更为 8.50 亿元。北京顺鑫投资管理公司和原北京霞光饲料总公司分别持有公司 92.80% 和 7.20% 的股权。2009 年 7 月，北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）出具顺国资复（2009）21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光饲料总公司持有的公司股权无偿划转给北京市顺义区国有资本经营管理有限公司（以下简称“顺义国资”、原北京市顺义区国有资本经营管理中心，2021 年更为现名），自此，顺义国资持有公司 100.00% 的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本与实收资本均为 8.50 亿元，顺义国资持有公司 100% 股权（未质押），公司实际控制人为顺义区国资委。

公司主营业务为白酒系列、猪肉系列（肉类加工业和种畜养殖业）和贸易等，其中白酒系列对公司利润贡献度高，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共计 25 家；其中，公司直接持股的北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）于 1998 年 11 月在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”。截至 2025 年 3 月末，公司持有顺鑫农业 38.36% 的股权（均未质押）。

截至 2024 年末，公司内设办公室、纪检办公室、人力资源部、风险管理部、战略投资部、企业管理部和集团财务部等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2024 年末，公司合并资产总额为 339.90 亿元，所有者权益为 61.28 亿元（含少数股东权益 45.76 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 258.77 亿元，利润总额 0.32 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额为 333.31 亿元，所有者权益为 63.07 亿元（含少数股东权益 47.43 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 71.34 亿元，利润总额 2.71 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街 1 号院 1 号楼 11 层；法定代表人：李颖林。

二、本期债项概况

公司拟发行“北京顺鑫控股集团有限公司 2025 年度第三期中期票据”（以下简称“本期债项”）。本期债项分为两个品种，其中，品种一初始发行规模为不超过 2.5 亿元（含 2.5 亿元），品种二初始发行规模为不超过 2.5 亿元（含 2.5 亿元）。两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过 5 亿元（含 5 亿元）。期限方面，品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

本期债项付息频率为按年付息，在到期日按面值加利息兑付。

本期债项无信用增进。

本期债项募集资金将用于偿还公司有息债务。

利率确定方式方面，品种一前 2 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，为初始基准利率加上初始利差。第 2 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 2 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。如公司选择不赎回品种一，则从第 3 个计息年度开始，每 2 年票面利率可调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300 个基点，在之后的 2 个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

品种二前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，为初始基准利率加上初始利差。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。如公司选择不赎回品种二，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率可调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差

+300个基点，在之后的3个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

特殊条款方面：

利息递延支付选择权：除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制。前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司选择利息递延支付，则于付息日前10个交易日发布《利息递延支付公告》。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

偿付顺序：本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务。

赎回选择权：本期债项于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，除下列情况外，公司没有权利也没有义务赎回本期债项：（1）公司可以选择在约定的赎回日进行赎回；（2）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期债项的存续支付额外税费，且公司在采取合理的税务筹划方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债项进行赎回；（3）由于一般会计准则或任何其他会计准则的变更或者更新而影响公司在合并财务报表中将本期债项计入公司的权益时，公司有权对本期债项进行赎回。

从第2年开始（含），每个赎回日公司均可按照面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债项品种一；从第3年开始（含），每个赎回日公司均可按照面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债项品种二。如公司选择不赎回，则公司将于付息日前20个工作日，发布《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

综合以上分析，本期债项具有赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务；同时，赎回条款设置使本期债项续期的可能性小，但利息支付的约束力较弱。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5月7日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6月，央行打破惯例两度提前公告并实施1.4万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

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年上半年报）》](#)。

四、行业分析

2024年，受消费信心不足等因素影响，食品饮料行业需求较为疲弱，但在扩内需、促消费等政策措施助力下，行业总体保持了平稳发展。

从主要细分领域看，白酒行业总需求继续下降，消费结构优化、行业集中度提高使得规模以上企业收入、利润增长，但经营者两级分化加剧，未来行业仍将延续调整和分化的趋势。肉类加工行业整体运行基本平稳，头部企业加强品牌建设、提高深加工比

例，收入整体略有下降但利润水平有所改善；行业发展的方向是规模化、集约化，具备资本实力和品牌优势的头部企业有望在竞争中获取更多市场份额。

展望 2025 年，货币政策的适度宽松以及一系列扩内需措施的执行有望提振食品饮料消费需求，粮食等主要原料价格的基本稳定有利于降低经营者的成本压力，食品饮料行业的景气度有望提升。在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下，食品饮料行业有望呈现市场规模扩容与竞争格局重构的特征，头部企业加速整合，通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势；部分中小企业通过专业化、个性化经营，亦有望在局部领域取得竞争优势，获得一定发展空间。完整版行业分析详见《[食品饮料行业观察及 2025 年信用风险展望](#)》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为北京市顺义区国资委下属全资企业，经过多年发展，已形成涵盖白酒、猪肉、贸易等业务的经营格局，其中白酒业务及猪肉业务在区域行业地位、经营规模、品牌知名度、市场竞争力等方面具有较为显著的竞争优势。

作为顺义区所属大型国有控股公司，公司随着自身经营战略调整及外部环境变化，主业逐步突出，已形成以白酒及猪肉为核心产业的双主业经营格局，并协同发展贸易和工程施工等业务。

公司白酒产业以“牛栏山”和“宁诚”品牌系列产品为代表，“牛栏山”拥有“经典二锅头”“传统二锅头”“百年牛栏山”“珍品牛栏山”“陈酿牛栏山”五大系列产品；“宁诚”主要为绵香型宁城老窖白酒，白酒制造业务在区域行业地位、经营规模、品牌知名度、市场竞争能力等方面均具备较为显著的竞争优势。2023 年，牛栏山在《2023 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》位列白酒品牌第十三名；同时，公司开发多个产品序列，覆盖中高端市场，提升品牌溢价能力。伴随着消费升级趋势，为满足不同消费者对产品的需求，公司推动“纯粮固态”与“新工艺技术”的双轮驱动发展。2024 年，“牛栏山”以 764.67 亿元的品牌价值登上华樽杯第十六届中国酒类品牌价值榜单，同时牛栏山酒厂位列“2024 中华老字号酒业 TOP50”榜单。截至 2024 年末，牛栏山酒厂年产能约为 81.00 千万升，产能位居北京地区自主酿造规模的前列。

公司猪肉产业拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链，产品品牌主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。公司在北京、汉中形成了种猪繁育、生猪养殖、检验防疫、屠宰、肉制品深加工及物流配送的产业链及可追溯的食品安全控制体系，在疫情防控、成本控制、规模化及集约化生产、抗周期波动等方面具备成熟经验。公司对肉食品的质量有着严格监控，先后取得质量管理体系认证、食品安全管理体系（ISO22000）、环境管理体系认证、无公害农产品认证、无公害农产品产地认定证书、HACCP 体系认证等，并且在平时的工作中执行高质量的食品检查标准。公司下属的小店畜禽良种场是全国 33 家国家级种猪场之一、农业部命名的国家级重点种畜禽场、农业部联合育种首批育种场，公司是中国大白猪育种协作组组长单位、中国养猪行业百强企业，“小店”商标为北京市著名商标。截至 2024 年末，公司拥有北京地区领先的安全肉食品生产基地，拥有单厂 300 万头的屠宰能力和华北地区领先的 4 万吨冷库储藏能力。公司凭借完整的产业链和科学的食品安全控制管理体系，成为北京奥运会、北京冬奥会、全国两会等重大活动和北京菜篮子工程的猪肉产品供应企业，先后荣获“中国十佳冷鲜猪肉生产企业”“中国十佳猪业全产业链标杆企业”“全国生猪屠宰标准化示范厂”等多项荣誉；公司产品品牌“鹏程”先后荣获“品牌猪肉奖”“5A 级优质猪肉奖”“全国三绿工程畅销品牌”“中国（农业产业）行业领军品牌奖”“北京老字号”等百余项荣誉。公司猪肉产品在北京市场达到约 40% 的占有率。整体看，公司在北京地区猪肉产销量居于前列，规模优势和品牌优势明显。

2 人员素质

公司人员结构与员工素质符合经营特征，能满足日常生产经营需要。

截至 2025 年 8 月末，公司董事 4 人（含董事长和 1 位职工董事），高级管理人员包括经理（兼董事）和 4 位副经理。

李颖林，男，1972 年 8 月出生，研究生学历，中共党员。曾任顺义国资副经理、区国资委副调研员；顺义国资党委委员、副经理、金融控股有限责任公司副经理；顺鑫控股监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席；顺鑫农业党支部书记、董事长。2017 年 5 月至 2023 年 9 月任顺鑫控股党委副书记、董事、经理。现任顺鑫控股党委书记、董事长；顺鑫农业党支部书记、董事长。

宋立松，男，1981年8月出生，本科学历，中共党员。曾任北京顺宇物业管理有限责任公司办公室主任；北京汽车城投资管理有限公司安全生产办公室副主任；北京汽车城投资管理有限公司总经理秘书；北京汽车城投资管理有限公司招商部部长；北京市顺义区杨镇地区党委组织委员；北京市顺义区杨镇地区办事处副主任、副镇长；北京市顺义区金融办副主任；北京市顺义区金融办党组成员、副主任；北京市顺义区政府办公室党组成员、副主任；北京顺义科技创新集团有限公司党委副书记、董事、经理。现任顺鑫控股党委副书记、董事、经理。

截至2025年3月末，公司（合并口径）共有在职员工6030人；员工构成符合公司发展需求。

图表1 • 截至2025年3月末公司员工结构情况

按学历划分		
分类	人数	占比
硕士及以上	181	3.00%
本科	1766	29.29%
大专	1378	22.85%
高中及以下	2705	44.86%
合计	6030	100.00%
按岗位性质划分		
分类	人数	占比
财务人员	264	4.38%
技术人员	695	11.53%
生产人员	2553	42.34%
行政人员	1292	21.43%
销售人员	326	5.41%
其他	900	14.93%
合计	6030	100.00%

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：9111000010255117XP），截至2025年8月11日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在1笔关注类贷款，根据公司提供说明，相关款项已于2003年6月9日结清。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，联合资信未发现公司逾期或违约记录，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。

六、管理分析

1 法人治理

公司内控体系较为完善，董事缺位对公司运营管理影响有限。

法人治理方面，公司未设立股东会，顺义国资是唯一出资人，代实际控制人顺义区国资委行使股东职权。公司设立董事会。董事会由7名董事组成，其中，董事长1名。公司设经理1人（兼董事）。根据2025年7月24日公司发布的相关公告，公司取消监事会，相关职能将由风险合规部承接。截至2025年8月末，公司高级管理人员设置符合章程规定；董事缺席3位，考虑到公司内控管理体系较为完善，董事缺位对公司运营管理影响有限。

2 管理水平

公司内部管理制度较健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司实行统一管理的模式，下属子公司在规章制度上统一遵循公司有关的规章制度要求，包括会计管理、投资管理、对外融资、子公司管理等。

会计管理方面，《北京顺鑫控股集团有限公司下属分公司、子公司主管会计统一管理制度》规定，公司财会人员纳归公司总部统一管理。财会人员的统管上收范围包括已正式成立或拟成立的下属分公司、子公司。公司总部对下属各公司的主管会计实行委派制，统一派遣，各下属公司一律无权撤换。

投资管理方面，《北京顺鑫控股集团有限公司投资管理办法》主要明确规定了投资方案的经济评价、投资的基本要求、投资的决策程序。公司在对外投资时，按规范实行风险预测和收益预测制度，在综合分析可能产生的损失（风险）和可能获得的收益（收益额和收益率）后，对投资时间、投资方式、投资期限作出决策。各种投资项目在经营活动中要充分考虑到变现能力，对可能出现的亏损进行防范，必要时应尽早进行清盘，结束企业经营活动，减少损失。投资意向由公司战略投资部提出投资报告报送主管经理，公司经理办公会研究签署具体意见后送财务部。财务部作出经济评估并提出资金筹措方案报送总经理。经理办公会根据综合提案作出决策，并向公司董事会提交投资计划提案。

对外融资方面，公司制订了《融资管理办法》等内部融资管理制度，规定公司及下属企业对外融资统一由公司负责，下属企业补充流动资金的融资需求采取“统借统还”的管理办法，以提高融资效率、降低财务成本和抵御违约风险。对外担保方面，公司对外担保的主体为本部，禁止下属企业之间进行互保和对外担保。

对下属公司管理控制方面，公司本部对二级公司授权经营，明确权限，强化职责；通过服务、协调、指导、监督，实现公司本部与各二级公司的有效沟通。公司本部通过财务计划部、企业管理部、资产管理部、战略投资部、安全生产部、风险管理部等部门协同合作，对下属各二级公司进行综合管理。公司本部每年对各二级公司下达考核指标，对各二级公司的业务收入、利润以及产品的生产销售等提出具体目标，按年度对其进行考核，通过激励和约束机制将各二级公司纳入集团总体发展战略中，避免出现对各二级公司管理失控的情况。

七、重大事项

2022 年，公司将原联营企业纳入合并范围，相关企业债务负担重且持续亏损，对公司业绩造成拖累。

2022 年 4 月前，公司直接持有北京顺鑫国门置业投资有限公司（原北京金盛顺鑫置业投资有限公司，以下简称“国门置业”）40%股份。国门置业原控股股东自顺鑫控股下属子公司顺鑫（北京）国际贸易有限公司（以下简称“顺鑫北京”）借入本金 3.98 亿元，该借款以其持有国门置业 60%股权做质押，由于对方无力偿还上述借款，2022 年 4 月法院裁定将国门置业 60%股权转入顺鑫北京，至此，顺鑫控股直接及间接持有国门置业 100%股权，将国门置业纳入合并范围。

国门置业主要经营家具基地出租和管理，以及房地产开发。2022—2024 年，国门置业分别实现营业总收入 2.17 亿元、2.15 亿元和 1.98 亿元，利润总额分别为-2.10 亿元、-1.27 亿元和-1.29 亿元。截至 2024 年末，国门置业资产总额 30.18 亿元，所有者权益合计-0.26 亿元。国门置业债务负担重且持续亏损，对公司业绩造成不利影响。

2023 年，顺鑫农业实现佳宇地产及其房地产业务的剥离，未对顺鑫农业盈利水平产生重大负面影响，有助于其聚焦主业。

顺鑫农业于 2023 年 4 月 7 日召开第九届董事会第五次会议，审议通过了《关于向全资子公司北京佳宇地产房地产开发有限公司购买资产的议案》，同意顺鑫农业以自有现金购买北京佳宇地产房地产开发有限公司¹（以下简称“佳宇地产”）持有的位于北京市顺义区的商务中心及寰宇中心两栋楼宇资产，交易总金额 198576.48 万元。顺鑫农业于 4 月 29 日发布《关于向全资子公司购买资产的进展公告》称，交易双方已办理完成上述资产的房产过户登记手续。

顺鑫农业于 2023 年 5 月 12 日发布《关于对全资子公司增资的公告》称，其拟转让佳宇地产的 100%股权，鉴于佳宇地产净资产为负且存在应付顺鑫农业债务 497398.39 万元，为便于北京产权交易所相关流程的推进，顺鑫农业于 2023 年 5 月 11 日召开第九届董事会第七次会议全票审议通过了《关于公司以债转股方式对北京佳宇地产房地产开发有限公司增资暨推进该全资子公司公开

¹截至 2022 年末及 2023 年末，佳宇地产总资产分别为 54.11 亿元和 33.98 亿元，所有者权益分别为-26.75 亿元和 25.16 亿元；2022—2023 年，佳宇地产实现营业总收入 6.97 亿元和 20.43 亿元，实现利润总额-8.26 亿元和-0.09 亿元。

挂牌转让》的议案，同意以前述债权对佳宇地产增资 497398.39 万元，本次增资资金全部计入佳宇地产的资本公积，不增加佳宇地产的注册资本。

顺鑫农业于 2023 年 6 月 26 日召开第九届董事会第八次会议，审议通过《关于公司拟在北京产权交易所公开挂牌转让北京佳宇地产房地产开发有限公司 100%股权》的议案，同意通过在北京产权交易所挂牌的方式公开转让佳宇地产 100%的股权。根据顺鑫农业于 2023 年 11 月 25 日发布的《关于在北京产权交易所公开挂牌转让全资子公司 100%股权暨关联交易进展公告》，顺鑫农业于 2023 年 11 月 23 日收到北京产权交易所出具的《动态报价结果通知书》，截至动态报价结束，北京顺正资产管理有限责任公司（以下简称“顺正资产”、为公司控股股东顺义区国资委全资子公司、由公司代为管理）成为本项目受让方，成交价格为 225880.14 万元；11 月 24 日，顺鑫农业与顺正资产就本次交易签署了《产权交易合同》。本次交易完成后，顺鑫农业不再持有佳宇地产股权，佳宇地产不再纳入顺鑫农业合并报表范围，因此年内佳宇地产出售给顺鑫农业两栋楼宇资产产生的收益，不再进行合并抵消。上述两项合计影响顺鑫农业 2023 年度损益 2.86 亿元。截至 2023 年 12 月 7 日，顺鑫农业已收到全部转让价款，本次股权转让事项所涉及的工商变更登记手续已完成。

截至 2022 年末，佳宇地产所涉开发成本与开发产品导致顺鑫农业累计计提存货跌价准备合计约 8.17 亿元；截至 2023 年末，顺鑫农业开发成本与开发产品合计存货跌价准备较上年末减少 8.55 亿元。2022 年和 2023 年，顺鑫农业存货跌价损失及合同履约成本减值损失分别为 6.33 亿元和 1.05 亿元。截至 2023 年末，顺鑫农业全部债务 48.63 亿元，较上年末下降 27.79%；全部债务资本化比率较上年末下降 7.04 个百分点至 41.69%。2023 年，顺鑫农业营业总收入同比下降 9.29%至 105.93 亿元，利润总额 0.73 亿元，扭亏为盈。整体看，佳宇地产剥离未对顺鑫农业当期盈利水平产生重大负面影响，且有利于其聚焦主业发展。

八、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，受市场环境变化及生猪行业周期性的影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率保持稳定。2024 年，贸易业务扩张平滑了猪肉系列收入下降对营业总收入的影响；白酒系列毛利率同比下降，低毛利率的贸易业务收入占比提升，猪肉系列毛利率回升，综合影响下，公司综合毛利率同比略有提升。

白酒系列、猪肉系列（肉类加工业和种畜养殖业）、工程施工和贸易为公司主要收入来源。2022—2024 年，受市场环境变化及行业周期性的影响，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 2.68%；综合毛利率保持稳定。2024 年，公司实现营业总收入 258.77 亿元，同比下降 2.36%；综合毛利率同比提升 0.64 个百分点至 15.79%。

具体看，2023 年，市场环境变化导致白酒销售承压，但公司调整产品销售结构，销售均价提升，白酒收入同比下降而毛利率有所提升；2024 年，公司白酒系列收入有所增长，但受消费疲软、竞争加剧叠加成本上升影响，毛利率同比下降。2023 年，生猪行业景气度低迷，公司猪肉系列收入和毛利率同比均有所下降；2024 年，公司结合行业动态和猪价走势调整生产节奏，收缩屠宰量，猪肉系列收入同比下降 27.24%，受益于养殖行业景气度好转，猪肉系列产品价格有所提升，同时公司压降成本，毛利率同比扭亏。2022—2024 年，贸易业务收入规模和占比同比均有所提升，毛利率保持在较低水平；工程施工业务收入同比下降，毛利率保持稳定；市场管理业务收入稳定，毛利率同比提升，主要系 2023 年受宏观环境影响，公司提供部分免租金摊位，2024 年相关优惠政策取消所致；其他业务包括食品加工、物业租赁、牛羊肉系列等，2024 年收入下降同时毛利率提升，主要系 2023 年公司剥离佳宇地产及其房地产业务所致。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 71.34 亿元，同比下降 5.52%；营业利润率为 14.21%，同比下降 2.51 个百分点。

图表 2 • 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			2024 年同比变动		
	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）
白酒系列	81.09	29.77%	44.20%	68.23	25.86%	50.22%	70.41	27.30%	44.99%	3.20%	1.44	-5.23
猪肉系列	27.23	10.00%	1.60%	25.99	9.85%	-6.15%	18.91	7.34%	5.13%	-27.24%	-2.51	11.28
贸易	119.88	44.01%	-1.06%	126.03	47.77%	0.10%	134.80	52.28%	0.10%	6.96%	4.51	0.00

工程施工	21.65	7.95%	7.85%	17.68	6.70%	8.94%	15.92	6.17%	8.61%	-9.95%	-0.53	-0.33
市场管理	3.62	1.33%	41.80%	3.89	1.48%	44.36%	3.90	1.51%	50.26%	0.26%	0.03	5.90
其他	18.93	6.94%	23.51%	22.01	8.34%	17.63%	13.93	5.40%	33.02%	-36.71%	-2.94	15.39
合计	272.39	100.00%	15.66%	263.84	100.00%	15.15%	257.87	100.00%	15.79%	-2.26%	--	0.64

注：尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供整理

图表 3 • 2024 年（底）公司经营主体主要财务数据（单位：亿元）

名称	公司持股比例	业务性质	期末资产总额	期末所有者权益	营业总收入	利润总额	利润同比变动	经营活动产生的现金流净额	经营净现金同比变动
顺鑫农业	38.36%	农副业	149.95	70.54	91.26	5.14	大幅提升	1.12	转正
顺鑫国际	100.00%	贸易	56.93	11.51	136.03	-1.43	持续亏损，亏幅小幅收缩	2.09	持续净流入，规模稳定
国门置业	100.00%	地产	30.18	-0.26	1.98	-1.29	持续亏损	0.63	持续净流入规模收窄
顺鑫建科集团	100.00%	工程施工	21.73	1.37	15.13	-0.06	转亏	-0.77	持续净流出
公司本部	--	控股平台	153.84	0.83	0.65	-2.98	持续亏损，亏幅收缩	-0.13	持续净流出
公司合并口径	--	综合	339.90	61.28	258.77	0.32	扭亏	5.16	由负转正

注：顺鑫国际为顺鑫国际（香港）集团有限公司，顺鑫建科集团为北京顺鑫建设科技集团有限公司

资料来源：Wind

具体看，2024 年，公司主要经营主体中，除顺鑫农业为公司贡献了主要利润外，其他子公司均存在不同程度亏损。其中顺鑫国际因直接持有国门置业 60%股权将其纳入合并口径，国门置业持续亏损，导致顺鑫国际利润总额亏损。

2 业务经营分析

（1）白酒系列

公司白酒产品以中低端白酒为主，产品价格白酒市场相对偏低。2022—2024 年，公司白酒业务产能稳定，销售均价有所提升，产、销量整体波动下降。

公司白酒生产及销售业务主要由控股子公司顺鑫农业下属的牛栏山酒厂和内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）承担，牛栏山酒厂对白酒业务收入及利润贡献度较高。公司将白酒划分为 3 个档次：单瓶售价在 10 元/500ml 以下的为低档酒（代表系列为陈酿、传统二锅头），10 元至 50 元/500ml 为中档酒（代表系列为珍品\金标陈酿、牛栏山一号），50 元/500ml 以上的为高档酒（代表系列为经典二锅头、百年牛栏山、魁盛号）。

采购模式方面，公司主要实行集中采购。公司白酒生产原材料主要包括酒基、粮食和包装材料。大部分酒基和部分包装材料由公司内部生产，其余部分外购，其中粮食主要来自东北三省，供应充足。此外，公司因生产需要，战略性采购部分成品酒。从成本构成情况来看，主要由原材料和成品酒构成，二者占比相对均衡，其中 2022 年原材料采购金额较大，主要系基础采购量增加和当年粮食价格较高所致。从原材料采购构成具体来看，酒基、粮食和包材几乎占据了原材料的绝大部分。2022~2024 年主要品种的采购金额有所波动，但尚处于相对合理水平。2022 年的酒基+粮食采购金额比较突出，主要系当年白酒产量较高叠加宏观环境导致粮食等原材料价格较高所致。

图表 4 • 公司白酒主要营业成本构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	22.93	50.69%	14.47	42.60%	15.72	40.58%
成品酒	15.08	33.32%	14.07	41.42%	17.64	45.54%
白酒营业成本	45.25	--	33.97	--	38.73	--

资料来源：公司提供

图表 5 • 公司白酒主要原材料采购情况（单位：亿元）

科目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
包材	9.76	39.67%	7.30	45.20%	6.65	42.41%
酒基+粮食	14.50	58.94%	8.56	53.00%	8.72	55.61%
其他	0.34	1.38%	0.29	1.80%	0.31	1.98%
合计	24.60	100.00%	16.15	100.00%	15.68	100.00%

注：尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

采购结算方面，对于粮食，公司一般年初与基地农户采用现货现款模式结算；对于包装材料，公司一般采取定期支付货款的模式结算。

生产方面，牛栏山酒厂酿酒历史悠久，工艺传统，具有较高的市场认同度。牛栏山酒厂生产基地拥有独特的水质、土壤、气候和微生物群等自然条件，并拥有较为先进的现代微生物技术和独特的酿造工艺。

牛栏山酒厂产品以清香型“牛栏山”牌二锅头、浓香型“百年牛栏山”、高端酒“经典二锅头”为代表，共计 400 余种。清香型白酒有 52 度经典二锅头、45 度珍品二锅头，浓香型白酒以 36 度百年牛栏山和百年红系列为代表。除了北京本厂，公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家生产基地。2022—2024 年，公司白酒产能无变化。

2022—2024 年，公司白酒生产以低档酒为主。具体来看，公司低档酒主要由牛栏山酒厂生产，辅以中档就和高档酒产能补充。受宏观环境影响，牛栏山酒厂低档酒产量及产能利用率随销量变化呈下降态势，中档酒产量及产能利用率随销量变化呈下降趋势，高档酒呈上升态势，整体产能利用率尚可。此外，宁城老窖产能布局亿中档酒为主，低档酒次之，高档酒作为补充。2022—2024 年，宁城老窖低档酒产量快速下降，中档酒产能利用率相对稳定，高档酒产能利用率波动上升，但整体产能利用率很低。

图表 6 • 公司白酒生产情况

项目		2022 年	2023 年	2024 年
牛栏山酒厂酒类产品				
低档酒	生产能力（千升）	750000	750000	750000
	产能利用率（%）	72.31	36.31	45.91
中档酒	生产能力（千升）	50000	50000	50000
	产能利用率（%）	77.82	70.03	55.64
高档酒	生产能力（千升）	10000	10000	10000
	产能利用率（%）	41.07	55.72	55.56
宁城老窖酒类产品				
低档酒	生产能力（千升）	4500	4500	4500
	产能利用率（%）	19.31	13.96	1.76
中档酒	生产能力（千升）	10000	10000	10000
	产能利用率（%）	12.85	12.14	9.08
高档酒	生产能力（千升）	1000	1000	1000
	产能利用率（%）	8.49	20.40	12.90

注：生产量包含战略采购成品酒

资料来源：公司提供

销售方面，公司白酒销售主要为与经销商合作，牛栏山酒厂在北京市场与平台商深度绑定，外阜市场主要采用区域大商模式开拓市场。区域大商负责区域的商超、餐饮和流通全渠道销售。公司白酒销售结算模式为先款后货，为公司贡献良好现金流。截至 2024 年末，公司京内经销商 72 个，京外经销商 388 个，较上年末分别减少 2 个和 5 个。公司巩固北京市场，并加强对外埠重点市场开发，优化经销商团队，推进扁平化管理，提高市场响应速度。

从产品价格来看，2022—2024 年，公司抵挡白酒销售均价持续提升；高档白酒销售均价持续下降；中档白酒中，牛栏山酒厂出品中档酒价格波动下降，宁城老窖中档酒价格持续提升。整体看，牛栏山酒厂的低档酒产品结构有所调整，公司白酒产品销售均价整体持续提升。

图表 7 • 公司白酒销售情况（单位：千升、万元、元/升）

品牌	品种	2022 年				2023 年				2024 年			
		产量	销售量	销售金额	销售均价	产量	销售量	销售金额	销售均价	产量	销售量	销售金额	销售均价
牛栏山	低档	542347	457135	606388	13.26	272350	326362	471492	14.45	344309	331813	496266	14.96
	中档	38911	32797	131434	40.08	35015	33227	107032	32.21	27819	30620	105069	34.31
	高档	4107	3459	65570	189.56	5572	5357	95570	178.40	5556	5550	94755	170.73
	小计	585365	493391	803392	16.28	312937	364946	674094	18.47	377684	367983	696090	18.92
宁城老窖	低档	869	948	1548	16.33	628	107	1012	18.88	79	256	533	20.82
	中档	1285	1126	4206	37.35	1214	949	4124	43.46	908	998	4387	43.96
	高档	85	79	1740	220.25	204	536	2239	209.25	129	122	2474	202.79
	小计	2239	2153	7494	34.81	2046	1592	7375	46.33	1116	1376	7394	53.74
合计		587604	495544	810886	16.36	314983	366538	681469	18.59	378800	369359	703484	19.05

注：上表中的单价和销售额为不含税金额；尾差系四舍五入造成
资料来源：公司提供

从产品结构看，牛栏山酒厂坚持“民酒”产品定位，产品覆盖高中低三个档次，2022—2024 年，牛栏山酒厂销售额以低档白酒为主，产品结构基本稳定；宁城老窖产品以中高档为主，中高档产品销售额占比快速提升。公司白酒合计销售量随低档酒销量变化呈下降态势。

图表 8 • 公司白酒销售占比情况

品牌	品种	2022 年		2023 年		2024 年	
		销量占比	销售金额占比	销量占比	销售金额占比	销量占比	销售金额占比
牛栏山	低档	93%	75%	89%	70%	90%	71%
	中档	7%	16%	9%	16%	8%	15%
	高档	1%	8%	1%	14%	2%	14%
	小计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
宁城老窖	低档	44%	21%	7%	14%	19%	7%
	中档	52%	56%	60%	56%	73%	59%
	高档	4%	23%	34%	30%	9%	33%
	小计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

从销售区域看，2022—2024 年，北京与外埠区域白酒销售收入约在 2:8 范围浮动。公司对北京市场的经销商掌控力较强，餐饮市场的终端餐饮店已发展到约 4000 家；外埠市场则以省级经销商为主进行市场拓展。

（2）猪肉系列

2022—2024 年，公司猪肉业务产业链较为完整，收入结构以生猪屠宰为主。公司结合行业动态和猪价走势调整生产节奏，战略收缩屠宰产能和产量。

公司猪肉业务包括种猪繁育、生猪养殖、生猪屠宰与加工等，其中种畜养殖业主要由顺鑫农业下属小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”），肉类加工业务主要由下属北京顺鑫农业股份有限公司鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。2022—2024 年，受生猪行业景气度影响，公司猪肉系列业务收入持续下降，毛利率波动较大。公司猪肉业务收入主要来自生猪屠宰，2024 年，屠宰业务和种畜养殖业务收入分别为 16.89 亿元和 2.02 亿元。

育种方面，公司设有原种猪场、祖代种猪场和父母代种猪场，形成种猪体系 3 级配套，满足不同类型种猪场的购种需求。

生产方面，公司建立了“公司+基地+农户”经营模式，将自繁自养与基地农户养殖相结合。公司外购原材料包括部分饲料及兽药、疫苗，饲料主要采购自北京正大饲料有限公司、大成食品（亚洲）有限公司，兽药主要采购自农科院畜牧研究所等。防疫、检疫方面，公司每个养猪场都有自己完整的动物疫病防疫体系，配备有专业兽医技术人员，在建场选址，猪舍排列布局，消毒池消毒器械的设置方面都充分考虑到防疫的要求，场内生产人员实行 24 小时驻场制，有严格的免疫、消毒及防疫制度；公司检疫实行 4 道程序：①宰前检疫，生猪进厂前索取生猪的“三证”即产地检疫证、运输车辆消毒证、免疫耳标，并按《肉品卫生检验试行规程》实施宰前检疫；②宰后检验，公司拥有 20 余人的检疫队伍，分布在生产线上，对 7 个环节严格进行检疫检验；③实验室检验，按 10%的抽样比例进行采样检测；④定期委托农业部畜禽检测中心、顺义区疾病预防控制中心对生、熟产品中的重金属、农药、兽药等有害残留物及卫生指标、理化指标等项目进行检验。

育种方面，公司对部分猪瘟疫情反复、设备老化、不符合养殖条件的外埠猪场进行了关停，导致 2023 年种猪存栏量下降。2024 年，公司对部分猪场消杀后引种复养及扩繁，种猪存栏量同比回升。生猪屠宰方面，2023 以来，公司全国范围内生猪屠宰能力收缩至 300 万头/年，主要系北京放开活猪运送进京限制后，公司主动缩减外阜屠宰规模所致。2022—2024 年，公司生猪收购均价波动较大，随行就市；实际屠宰量波动减少，主要系 2024 年公司根据市场情况调整经营策略，在保证北京市场供应稳定的基础上，主动收缩屠宰规模，去化库存冻品，调整产品结构，提高鲜品销售占比所致。

图表 9 • 公司猪肉系列业务主要产品指标情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
祖代存栏（套）	1130.00	551.00	2500
父母代存栏（套）	6011.00	3221.00	5416
屠宰能力（万头/年）	400.00	300.00	300.00
实际屠宰量（万头）	114.34	135.61	79.44
收购均价（元/公斤）	18.82	15.87	22.06
生猪肉制品销量（万吨）	12.79	14.28	9.06
生猪肉均价（元/公斤）	18.84	16.27	17.53
猪肉熟食销量（万吨）	0.64	0.75	0.62
猪肉熟食均价（元/公斤）	18.40	16.85	16.95

资料来源：公司提供

销售方面，种猪的销售主要通过直销模式，通过种猪育种和养殖专家学术推介，由消费者直接到养殖场购买。公司猪肉制品采取直销与经销相结合的销售模式，销售区域以北京为主，外埠市场主要集中在河北、山西和内蒙古等地区。销售渠道方面，公司形成了以航空食品、酒店供应为主的高端产品网络，以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络，以国家机关、大专院校为主的集团消费网络，以城区居民消费为主的大型社区市场网络。

产品结构方面，公司猪肉业务的销售收入主要来自屠宰业务。2022—2024 年，公司猪肉熟食制品销量规模较小。未来发展重点将转向下游熟食产业，并加快向保鲜调理和精细加工等下游产业转型，利用渠道优势扩大市场占有率，提高附加值。

（3）贸易业务

2022—2024 年，公司贸易业务收入规模逐年增长，整体盈利水平较低；上下游集中度一般，对营运资金占用明显。

公司贸易业务主要由顺鑫国际经营。

公司贸易业务由标准产品的境内贸易及境外贸易构成，贸易品种包括有色金属和农产品。2022—2024 年，贸易业务整体收入规模持续增长；受宏观环境、大宗商品贸易品种及经营模式影响，公司贸易业务毛利率始终处于较低水平。公司贸易业务以境内贸易为主，2022—2024 年，境内贸易销售收入分别占贸易业务销售收入的 68%、70%和 54%，2024 年境内贸易收入占比同比下降，主要系公司有色金属贸易规模同比增长所致。

按品种分，公司有色金属贸易主要包括铜、锌、铅、镍、铬等，主要为自营进口模式。自营进口业务为公司通过向主流的矿商进口镍、锌等产品，在寻求多种合作模式的同时，自身掌握一定矿产资源。农产品贸易主要包括白糖、粮油、猪肉等品种，公司与路易达孚开展经济作物标准品的合作，同时开拓国内猪肉市场，延伸业务链条至终端分销和加工。公司在白糖贸易业务中，与南华糖业、京日东大等大型企业建立了长期稳定的合作关系，并已成功搭建了从白糖产区到全国各销售区域无缝衔接的仓储物流运作系统；粮油业务客户包括广垦集团、上海首农及嘉吉集团等内贸客户；猪肉贸易通过依托自身猪副产品拓展终端分销市场。

公司境外贸易包括进口贸易及转口贸易，以转口贸易为主，贸易品种以有色金属为主。公司境外业务经营模式主要为以销定采，在经过广泛询价后，分别与上下游客户签署购销合同，并通过在合同中以“锁定汇率”“在触发汇率波动比例的条件要求客

户补缴保证金”等方式，一定程度转移汇率波动风险。定价方面，公司境外业务下游销售价格采取点价方式，即下游客户在支付 95% 货款后的 3 个工作日内完成点价，公司根据该销售价格向上游采购。结算方面，公司对于资信较好的上游客户采取预付形式。下游客户主要采取 T/T、D/P、D/A 等结算方式，以现金为主。公司境外业务上游客户类型以央企、国企背景贸易商或行业内大型贸易商为主；下游客户以贸易代理商为主。

公司境内业务采取以销定采的经营模式，价格波动风险主要转嫁给下游客户承担；贸易品种以有色金属为主，上游采购主要来自大型央企、国企，上游供应商定价话语权强；下游客户以国有贸易型企业为主。结算方面，公司境内贸易主要结算方式为电汇、银行承兑汇票、信用证，对上游供应商一般预付 15% 保证金，剩余货款以先款后货形式支付，对下游客户预收 15% 保证金，剩余货款以先款后货形式支付。

为防范贸易环节中可能存在的风险，公司规范化操作流程，职责具体到人，并培养人才团队；在资金流入流出公司环节上严格把关；在物流环节中合作较多的是上海世天威仓库、中储和中外运等拥有良好信誉的跨国物流公司以及国内央企物流公司。

上下游集中度方面，2024 年，公司贸易板块前五大供应商和客户占比分别为 39.67% 和 31.34%，集中度一般。公司在贸易业务中存在真实商品流转，拥有商品所有权而非简单行使货物代理责任。随着公司贸易业务扩张，存货和预付款项对资金占用明显，2024 年分别为 15.38 亿元（含国门置业存货 6.73 亿元）和 2.55 亿元。

（4）工程施工业务

2022—2024 年，公司工程施工业务承接重大项目波动下降，存货对营运资金占用明显，需关注项目回款情况。

公司其他业务主要包括工程施工、市场管理等。公司工程施工业务主要由全资子公司北京顺鑫建设科技集团有限公司（以下简称“顺鑫建科集团”）运营，下属经营主体主要包括北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）和北京顺鑫天宇建设工程有限公司（以下简称“顺鑫天宇”），鑫大禹具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，水利水电工程、市政公用工程施工总承包贰级资质，河湖整治工程、堤防工程专业承包资质等，为综合施工企业；顺鑫天宇具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，防水防腐保温工程专业承包壹级资质等，并具有承包境外房屋建筑工程和境内国际招标工程的资格。

经营模式方面，公司按照市场化运作进行经营，一般通过市场招投标的方式，不涉及 BT、BOT、PPP。中标后公司与业主签署施工合同，并组织施工队伍准备开展业务。公司承揽的工程项目一般是按照工程进度分阶段进行结算，业主根据施工合同约定预付部分款项，公司负责原材料采购、工程款等费用，并定期根据与业主进行工程量的结算，业主按合同约定比例支付工程款。工程完工后，公司办理竣工验收手续并向业主移交项目，业主审核通过后按照合同约定向公司支付施工合同款，业主通常会根据合同约定扣留 3%-5% 的工程款作为项目质保金，在项目质保期结束后支付。

承揽项目方面，公司项目区域以北京市顺义区为主，同时覆盖北京市其他区以及部分江苏、安徽、吉林等京外区域，业主方主要包括国有企业、民营企业 and 政府单位。2022—2024 年，公司施工项目当期承接重大项目数量、重大项目金额和新承接工程总金额均呈波动下降态势，主要系受宏观经济形势以及房地产行业影响，重大工程项目减少所致。随着业务多元化，公司建筑业务由集中的水利水电市场逐步向新农村基础设施建设扩散，考虑到公司系顺义区国资委下属企业，在政府相关项目方面存在获取可能性，该类客户回款安全性有一定保障，但项目建设和回款周期较长。截至 2024 年末，顺鑫建科集团存货 13.16 亿元，对营运资金占用明显。

图表 10 • 顺鑫建科集团承接 3000 万以上项目情况（单位：个、亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
重大项目数量	16	12	15
重大项目金额	19.84	7.37	14.21
新承接工程总金额	22.23	10.67	20.23

资料来源：公司提供

3 经营效率

2022—2024 年，公司销售债权周转效率和总资产周转效率有所下降，存货周转效率有所提升，经营效率整体表现尚可。

2022—2024 年，公司销售债权周转次数持续下降；总资产周转次数波动下降，主要系收入下降所致；存货周转次数持续增长；主要系 2023 年处置顺鑫佳宇，地产板块存货出表所致。

图表 11 • 公司经营效率指标情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	32.43	29.46	29.24
存货周转次数（次）	2.68	2.80	3.48
总资产周转次数（次）	0.76	0.71	0.74

资料来源：公司提供

4 未来发展

公司基于主营业务制定了发展规划，具备一定可行性。

结合自身实际和外部环境变化，公司 2021—2025 年发展战略与规划提出了成为全国领先的“大农业”投资控股型产业集团的战略定位。公司按照“立足新起点、把握新机遇、实现新发展”的主题主线，以“大农业”为发展方向，发展以白酒、肉食、农产品和智慧产业为重点的现代农业核心产业，培育壮大综合板块，实现“成为全国领先的大农业投资控股型产业集团和进入中国 500 强”两大目标。

白酒产业方面，公司以牛栏山酒厂为核心，坚持民酒定位和价值导向，通过产品中高端升级、重点市场突破、精细运营提升，打造中国最具影响力的民酒集团，实现价值驱动增长。

肉食产业方面，公司将加大生猪产业链一体化布局，形成多元化猪源供给，同步提升运营管理精细化水平，开展渠道体系建设与营销创新，加强品牌推广，成为大农业支撑。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年度财务报告进行了审计，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023—2024 年度财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

2022 年，公司合并范围内二级子公司减少 1 家；2023 年、2024 年及 2025 年一季度，公司合并范围未发生变化，截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内二级子公司合计 25 家，财务数据可比性很强。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模持续下降，构成以现金类资产、物业租赁、工程施工业务、酒业和猪肉系列业务相关的存货、投资性房地产及生产性资产为主，需关注存货计提跌价准备风险；现金类资产充裕，资产受限比例较低，整体流动性尚可。

2022—2024 年末，公司资产规模持续下降，年均复合下降 5.06%。2024 年末，公司资产较上年末下降，主要系其他应收款和固定资产减少所致。具体看，货币资金主要分布在下属上市公司，受限保证金 0.46 亿元，受限比例很低；其他应收款较上年末下降，主要系对代管企业北京顺正资产管理有限责任公司的应收款余额由上年末的 22.71 亿元减少至 11.05 亿元所致。其他应收款以一年以内的（占 83.18%）为主，累计计提坏账准备 0.14 亿元，主要包括经营性应收款和非经营性资金拆借等行为。存货主要由原材料（占 11.40%）、库存商品（34.82%）、消耗性生物资产（占 9.16%）、合同履约成本（占 19.67%）和开发产品（占 21.18%）构成，计提跌价准备合计 0.44 亿元，主要系猪肉类库存商品形成，生猪行业受到周期性波动影响，存货持续存在跌价风险。其他权益工具投资主要系对北京人寿保险股份有限公司的投资，以公允价值计量；投资性房地产主要为子公司顺鑫国贸置业投资有限公司用于出租的房产；固定资产累计折旧 37.39 亿元，累计计提减值准备 1.08 亿元；无形资产主要为土地使用权，累计摊销 4.86 亿元，未计提减值准备。截至 2024 年末，公司受限资产合计 39.09 亿元，主要为借款抵押的存货 11.05 亿元和投资性房地产 26.82 亿元，受限比例为 11.50%。

截至 2025 年 3 月末，公司资产规模和结构较上年末变化不大。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2024 年末较上年末变动	2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	237.46	61.91%	211.48	59.07%	199.67	58.74%	-5.59%	195.16	58.55%
货币资金	100.25	42.22%	87.00	41.14%	88.17	44.16%	1.34%	83.43	42.75%
其他应收款	18.66	7.86%	41.19	19.48%	29.91	14.98%	-27.40%	32.27	16.54%
存货	96.89	40.80%	63.97	30.25%	61.21	30.65%	-4.32%	56.33	28.86%
非流动资产	146.11	38.09%	146.53	40.93%	140.23	41.26%	-4.30%	138.15	41.45%
其他权益工具投资	13.27	9.08%	13.27	9.06%	13.27	9.47%	0.00%	13.27	9.61%
投资性房地产	12.47	8.54%	41.24	28.14%	41.56	29.64%	0.77%	41.27	29.87%
固定资产	79.13	54.16%	53.41	36.45%	47.51	33.88%	-11.04%	46.53	33.68%
无形资产	20.64	14.13%	19.25	13.13%	18.56	13.24%	-3.55%	18.44	13.35%
资产总额	383.57	100.00%	358.02	100.00%	339.9	100.00%	-5.06%	333.31	100.00%

注：占比系各项科目在流动资产/非流动资产/资产总额中的占比
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

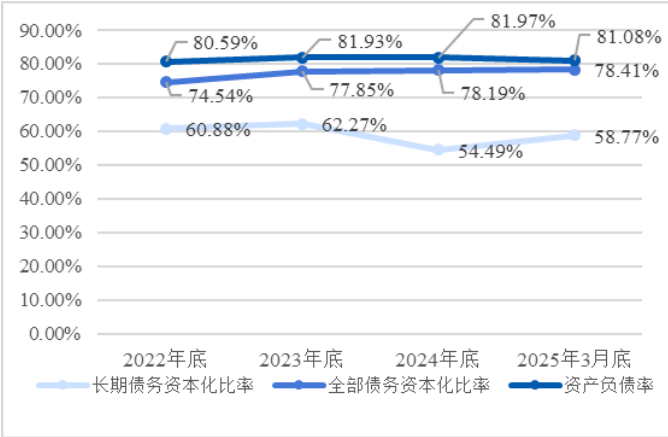
2 资本结构

2022—2024 年末，未分配利润持续减少对所有者权益侵蚀影响大，受持有下属核心上市子公司股权比例相对较低影响，少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱；有息债务规模变化不大，整体债务负担重。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 9.28%。2024 年末，公司所有者权益 61.28 亿元，较上年末下降 5.30%，主要系本部净利润亏损，导致未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 25.32%，少数股东权益占比为 74.68%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和其他综合收益分别占 13.87%、7.04%和 13.46%；2024 年公司净利润亏损较上年收窄，未分配利润为-6.05 亿元（本期归属于母公司股东的净利润-4.24 亿元），所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较上年末变化不大。

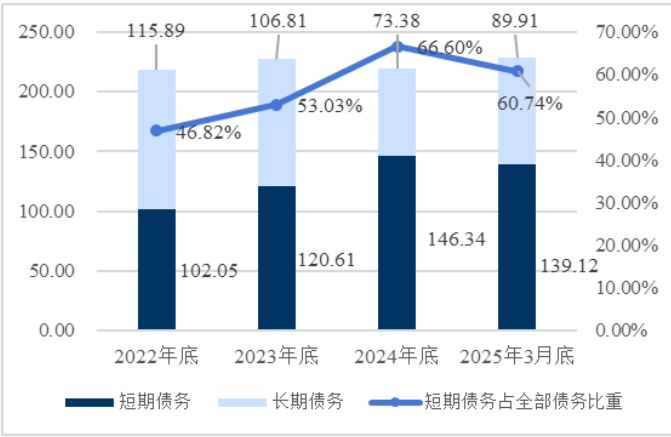
负债及债务方面，2022—2024 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 5.06%，主要系白酒类业务相关的合同负债减少所致；全部债务年均复合增长 0.41%。2024 年末，随着有息债务偿还和合同负债收缩，负债总额较上年末下降 5.01%至 278.62 亿元；全部债务 219.72 亿元，较上年末下降 3.38%，主要由短期借款（60.13 亿元）、长期借款（50.76 亿元）、应付债券 22.46 亿元、一年内到期的非流动负债（63.63 亿元）和超短期融资券（15.18 亿元）构成。从债务指标来看，截至 2024 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.97%、78.19%和 54.49%，较上年末分别提高 0.05 个百分点、提高 0.34 个百分点和下降 7.78 个百分点。截至 2025 年 3 月末，公司负债总额和负债结构较上年末均变化不大；全部债务 229.03 亿元，较上年末增长 4.24%。债务结构仍以短期债务为主；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 81.08%、78.41%和 58.77%，较上年末分别下降 0.89 个百分点、提高 0.22 个百分点和提高 4.28 个百分点。

图表 13 • 公司债务负担比率及变化情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司有息债务结构及变化情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，期间费用对毛利润侵蚀大。2024 年，利润总额扭亏，盈利指标表现同比有所提升。

盈利能力方面，2022—2024 年，受市场环境变化及生猪行业周期性的影响，白酒和猪肉系列收入规模收缩，但贸易业务扩张补充了公司收入，公司营业总收入年均复合下降 2.68%，2022 年和 2023 年发生利润总额亏损。2024 年，公司实现营业总收入 258.77 亿元，同比下降 2.36%；营业利润率为 11.71%，同比提高 1.08 个百分点；受益于生猪行业景气度好转以及资产减值损失规模大幅收窄，公司实现利润总额 0.32 亿元，同比扭亏。受益于白酒业务压降销售费用以及公司财务费用的减少，费用总额同比下降 17.00% 至 29.41 亿元，占营业总收入的比例为 11.37%，同比下降 2.00 个百分点。2024 年，公司实现投资收益 0.07 亿元，较上年大幅下降，主要系上年处置股权所致；资产减值损失同比收缩，主要系上年计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失规模较大所致。

2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 2.40 个百分点和 10.95 个百分点。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 71.34 亿元，同比下降 5.52%；营业利润率为 14.21%，同比下降 2.51 个百分点；利润总额 2.71 亿元，同比下降 45.17%。

图表 15 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	273.23	265.03	258.77	71.34
营业成本	230.67	224.97	218.04	57.95
费用总额	32.16	35.43	29.41	7.46
其中：销售费用	11.96	13.71	10.42	3.39
管理费用	13.79	14.34	13.39	3.18
研发费用	0.93	0.85	0.97	0.16
财务费用	5.48	6.52	4.63	0.74
资产减值损失	-6.42	-1.80	-0.77	-11.32 万元
投资收益	-0.03	2.86	0.07	0.02
利润总额	-6.09	-5.93	0.32	2.71
营业利润率	10.47%	10.63%	11.71%	14.21%
总资本收益率	-0.76%	-0.83%	1.56%	--
净资产收益率	-13.09%	-15.28%	-4.33%	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

4 现金流

2022—2024 年，公司经营性现金流波动大，投资活动现金由净流出转为净流入，筹资活动现金净流出规模波动大。2024 年，公司经营活动现金和投资活动现金同比由净流出转为净流入，筹资活动前现金流转正。考虑到公司存量债务置换，公司对外融资需求大。

公司收入实现质量良好。2022—2024 年，公司经营性现金波动大，投资活动现金由净流出转为净流入，筹资活动现金净流出规模波动大。2024 年，受益于生猪养殖行业景气度好转以及公司压降成本，公司购买商品、接受劳务支付的现金减少，经营活动现金流量净额由负转正；投资活动现金流量净额由负转正，主要系上年支付其他与投资活动有关的现金规模较大所致；筹资活动现金净流出规模扩张，主要系借款规模减少所致。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出，主要系支付职工薪酬、支付各项税费以及支付其他与经营活动有关的现金规模较大所致；投资活动现金净流出；筹资活动现金净流入。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	297.90	280.94	270.26	65.81
经营活动现金流出小计	284.50	285.17	265.10	75.58
经营活动现金流量净额	13.40	-4.23	5.16	-9.78
投资活动现金流入小计	0.13	18.65	12.67	0.02
投资活动现金流出小计	3.18	25.95	3.38	2.33

投资活动现金流量净额	-3.06	-7.30	9.29	-2.31
筹资活动前现金流量净额	10.35	-11.52	14.45	-12.09
筹资活动现金流入小计	158.75	142.78	123.28	45.02
筹资活动现金流出小计	164.21	142.92	136.27	37.89
筹资活动现金流量净额	-5.46	-0.14	-12.99	7.13
现金收入比	108.31%	104.38%	102.39%	91.05%
现金及现金等价物净增加额	4.89	-11.66	1.46	-4.96

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

2022—2024 年，公司偿债指标表现较强，考虑到公司间接融资渠道畅通，子公司顺鑫农业拥有直接融资渠道，公司偿债能力指标表现很强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	122.91%	113.43%	97.48%
	速动比率	72.76%	79.12%	67.60%
	经营现金流动负债比	6.94%	-2.27%	2.52%
	经营现金/短期债务（倍）	0.13	-0.04	0.04
	现金短期债务比（倍）	1.00	0.73	0.62
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	17.02	8.96	14.14
	全部债务/EBITDA（倍）	12.80	25.39	15.53
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	-0.02	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.25	1.20	2.01
	经营现金/利息支出（倍）	1.77	-0.57	0.73

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

2022—2024 年末，公司偿债指标表现呈下降态势。2024 年末，公司流动比率和速动比率较上年末均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度弱化；经营现金由净流出转为净流入，对流动负债和短期债务的保障程度提升；短期债务较上年末增长，现金类资产对其保障程度下降。2024 年，公司 EBITDA 同比提升，对全部债务和利息支出的保障程度提升；经营现金对全部债务和利息支出的保障程度提升。整体看，公司偿债指标表现较强。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在对合并范围外的担保事项和重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度人民币 454.58 亿元、美元 0.73 亿元、欧元 1.00 亿元，剩余可用额度为人民币 303.64 亿元、美元 0.57 亿元、欧元 0.70 亿元。公司控股子公司顺鑫农业为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部不从事具体经营活动，承担大部分融资职能，负担的财务费用导致本部持续亏损。截至 2024 年末，公司本部债务负担很重，对外部融资依赖度高。考虑到公司持有顺鑫农业优质股权市值较高，且均未质押，有助于提升本部财务弹性。

公司本部不从事具体经营活动，承担大部分融资职能。

截至 2024 年末，公司本部资产总额 153.84 亿元，较上年末下降 3.00%，主要由货币资金（6.02 亿元）、其他应收款（81.26 亿元，未计提减值准备）、长期股权投资（46.25 亿元）和其他权益工具投资（12.37 亿元）构成。公司本部其他应收款前五名欠款方应收款占其他应收款余额的 60.83%，全部为内部往来款；其他应收款应收股利 0.64 亿元。本部所持有顺鑫农业的股份参考市值为 54.85 亿元（按 2024 年 12 月 31 日收盘价 19.28 元/股计算），均未质押。

图表 18 • 截至 2024 年末公司本部其他应收款前五大情况（单位：亿元）

单位名称	与公司关系	业务性质	款项性质	账龄	金额	占其他应收款总额的比例
顺正资产	公司托管企业	投资与资产管理	内部往来	2 年以内	11.05	13.70%
国门置业	子公司	房地产	内部往来	3 年以内	13.01	16.13%
北京顺鑫鑫源食品集团有限公司	子公司	食品	内部往来	3 年以内	10.91	13.53%
顺鑫建科集团	子公司	科技	内部往来	3 年以内	7.48	9.28%
北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司	子公司	餐饮住宿	内部往来	3 年以内	6.60	8.19%
合计	--			--	49.04	60.83%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年末，公司本部负债总额 153.01 亿元，较上年末下降 1.24%，以流动负债为主（占 71.85%）。从构成看，负债主要由短期借款（23.00 亿元）、其他应付款（12.60 亿元）、一年内到期的非流动负债（59.11 亿元，长期借款和应付债券为主）、其他流动负债（15.18 亿元）、长期借款（20.60 亿元）、应付债券（22.46 亿元）构成，刚性债务规模大。截至 2024 年末，公司本部资产负债率为 99.46%，较上年末提高 1.77 个百分点；全部债务 125.18 亿元，以短期债务为主，占 65.60%。截至 2024 年末，公司本部全部债务资本化比率 99.34%，债务负担非常重。公司本部融资渠道以银行借款和发行债券为主，2022—2024 年和 2025 年一季度发行债券和取得借款收到的现金合计数分别为 93.83 亿元、68.90 亿元、74.89 亿元和 25.13 亿元。公司本部经营活动现金持续净流出，取得投资收益收到的现金规模很小，本部债务偿还对外部融资依赖度高。

截至 2024 年末，公司本部所有者权益为 0.83 亿元，较上年末下降 77.39%，主要系本部净利润亏损，未分配利润进一步减少所致。在所有者权益中，实收资本为 8.50 亿元、资本公积合计 5.64 亿元、未分配利润合计-21.68 亿元。

公司本部负担的财务费用导致本部持续亏损。2024 年，公司本部营业总收入为 0.65 亿元，财务费用 2.81 亿元；利润总额为-2.98 亿元，投资收益为-29.12 万元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.13 亿元，投资活动现金流净额 8.78 亿元，筹资活动现金流净额-6.95 亿元。公司本部投资活动和筹资活动净现金流波动大，但期末现金及现金等价物余额持续增长，2022—2024 年分别为 3.23 亿元、4.33 亿元和 6.02 亿元。

十、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，履行作为国企的社会责任，管理体系较健全，治理结构持续完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

2022—2024 年，公司本部未披露 ESG 相关报告，控股子公司顺鑫农业披露了年度环境、社会和公司治理报告。

环境方面，公司制定了环境保护和安全生产相关制度，持续完善能源节约与生态环境保护基础管理水平，将环保要求和标准纳入到产品研发、制造、服务等各个环节。2022—2024 年，公司未发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会方面，公司坚持政治责任、经济责任、社会责任一体承担，为利益相关方创造包括经济价值、社会价值和环境价值在内的综合价值。公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司主动响应政府政策。

内部治理方面，公司管理制度较完善；董事缺位对公司运营管理影响有限。

十一、外部支持

1 支持能力

顺义区政府支持能力很强。

近年来顺义区各项经济指标均位于北京市中上游水平。2024 年，顺义区实现地区生产总值 2388.3 亿元，位列北京市第六位，按可比价格计算同比增长 5.5%。临空经济优势和服务业制造业融合发展为顺义区财政实力提供有力支撑。2024 年，顺义区一般公共预算收入位列北京市各区第五位，自给度尚可；顺义区地方政府债务余额逐年增加，财政平衡能力波动提升。再融资环境方面，顺义区城投债主体仅顺义国资 1 家，近年来其发债活跃度相对较低，但未出现债务违约事件，区域整体再融资环境良好。

图表 19 • 顺义区主要经济财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP 总量（亿元）	2073.2	2203.6	2388.3
GDP 增速（%）	0.5	7.0	5.5
人均 GDP（万元）	15.65	16.61	17.99
固定资产投资增速（%）	6.8	10.3	6.5
一般公共预算收入（亿元）	169.0	175.0	180.2
公共财政平衡率（%）	51.92	59.10	55.81
地方政府债务余额（亿元）	790.60	802.04	873.11

注：公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；人均 GDP=当年 GDP 总量/当年年末人口
资料来源：顺义区人民政府官网，联合资信整理

2 支持可能性

公司股东背景强，公司作为顺义区国资委下属全资大农业集团，主营业务具备较强竞争优势，在经济效益方面对控股股东贡献大，可获得一定政策与股东支持。

顺义国资是顺义区重要的基础设施建设主体，在土地一级开发、保障房及棚改建设等传统城投业务方面有用较强的竞争力，同时拥有顺鑫控股等股权资产，履行国资管理和国有资产保值增值的任务，对区域重要性很高。公司作为顺义区国资委下属全资大农业集团，经营格局稳定，其中白酒业务和猪肉业务在区域行业地位、品牌知名度和产能规模等方面具备较强的竞争优势，在经济效益方面对控股股东贡献大，区域重要性强，可在政府补贴方面获得外部支持。2024 年，公司以政府补贴为主的其他收益和营业外收入分别为 0.21 亿元和 0.48 亿元。此外，公司控股股东顺义国资为顺义区国资委下属唯一发债平台公司，根据相关协议，为保证双方协同发展，当一方产生流动性需求时，顺义国资与顺鑫控股应向对方提供支持。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务规模和结构影响小。

本期债项为永续期中期票据，考虑到其具有赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债项利率重置条款设置使本期债项续期的可能性较小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

本期债项拟发行规模为不超过 5.00 亿元，分别占 2025 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 5.56%和 2.18%，对公司现有债务规模的影响小。以 2025 年 3 月底财务数据为基础，预计本期债项发行后，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将分别由 81.08%、78.41%和 58.77%上升至 81.36%、78.77%和 60.08%。考虑到本期债项发债用途为偿还债务，实际债务负担小于预测值。

2 本期债项偿还能力

2024 年，公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司作为顺义区国资委下属全资企业以及大农业集团，可获得一定政策与股东支持，间接融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

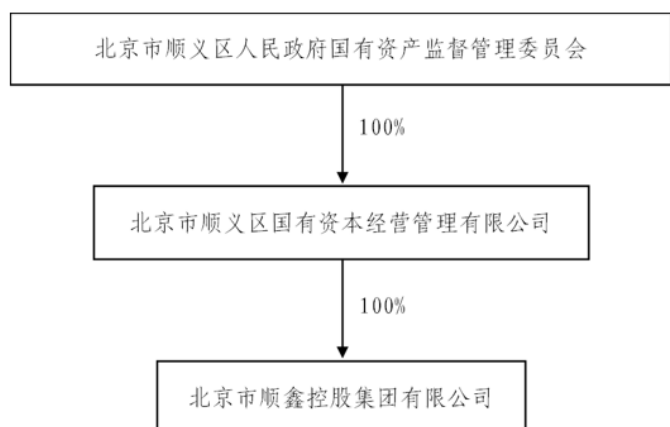
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	78.38
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.45
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.54

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十三、评级结论

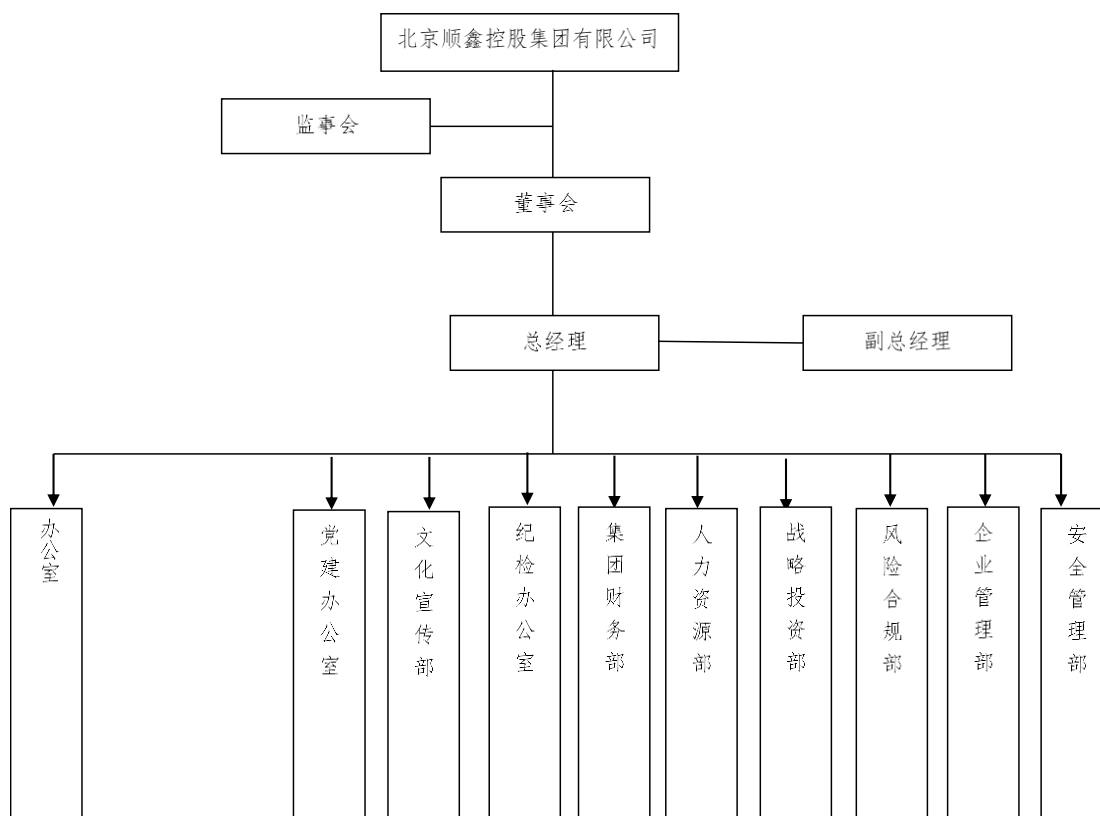
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2025 年 3 月末）

序号	子公司名称	实收资本 (元)	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)
1	城乡京润（北京）置业投资有限公司	42000000.00	北京	房地产	100.00
2	北京宝地环球工贸有限公司	500000.00	北京	塑料产品制造	100.00
3	北京顺鑫鑫悦面粉有限公司	9530000.00	北京	面粉生产	100.00
4	北京顺鑫鲲鹏食品有限公司	20310000.00	北京	生猪养殖	100.00
5	北京顺鑫智远资本管理有限公司	100000000.00	北京	房地产	100.00
6	北京顺鑫地产开发有限公司	200000000.00	北京	房地产	100.00
7	北京顺鑫农业股份有限公司	741766989.00	北京	农副业	37.51
8	北京顺鑫明珠文化发展有限公司	50000000.00	北京	文化艺术	100.00
9	北京润和生物科技有限公司	122340700.00	北京	生物科技	70.00
10	北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司	57220000.00	北京	餐饮住宿	83.22
11	北京顺鑫绿洲生态环境有限公司	20054500.00	北京	园林	51.00
12	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	9093544.43	北京	园林绿化	51.00
13	北京市顺义医药药材有限公司	15337600.00	北京	药品批发零售	100.00
14	北京顺鑫石门国际农产品批发市场集团有限公司	154795034.65	北京	市场管理	93.54
15	北京顺鑫国际种业集团有限公司	168981352.34	北京	种业	100.00
16	北京顺鑫建设科技集团有限公司	200000000.00	北京	科技	100.00
17	北京顺鑫鑫源食品集团有限公司	200000000.00	北京	食品	100.00
18	北京顺鑫鼎鑫实业发展有限公司	100000000.00	北京	贸易	100.00
19	顺鑫国际有限公司	306700.00	北京	贸易	100.00
20	北京乾荣置业有限公司	5000000.00	北京	物业管理	100.00
21	北京顺鑫福通大数据集团有限公司	48000000.00	北京	技术开发	100.00
22	北京顺鑫牵手有限责任公司	272730035.84	北京	饮品制造	100.00
23	北京顺鑫博润管理咨询有限公司	4000000.00	北京	管理咨询	100.00
24	北京鑫鸿城运营管理有限公司	28000000.00	北京	物业管理	100.00
25	北京顺鑫天鸿食品集团有限公司	5120000.00	北京	零售	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	101.84	88.20	90.52	87.11
应收账款（亿元）	7.71	7.49	6.66	7.30
其他应收款（合计）（亿元）	18.66	41.19	29.91	32.27
存货（亿元）	96.89	63.97	61.21	56.33
长期股权投资（亿元）	4.13	4.42	4.69	4.69
固定资产（合计）（亿元）	79.13	53.41	47.51	46.53
在建工程（合计）（亿元）	5.97	5.51	5.38	5.37
资产总额（亿元）	383.57	358.02	339.90	333.31
实收资本（亿元）	8.50	8.50	8.50	8.50
少数股东权益（亿元）	46.60	44.57	45.76	47.43
所有者权益（亿元）	74.46	64.71	61.28	63.07
短期债务（亿元）	102.05	120.61	146.34	139.12
长期债务（亿元）	115.89	106.81	73.38	89.91
全部债务（亿元）	217.94	227.42	219.72	229.03
营业总收入（亿元）	273.23	265.03	258.77	71.34
营业成本（亿元）	230.67	224.97	218.04	57.95
其他收益（亿元）	0.30	0.26	0.21	0.01
利润总额（亿元）	-6.09	-5.93	0.32	2.71
EBITDA（亿元）	17.02	8.96	14.14	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	295.94	276.63	264.95	64.96
经营活动现金流入小计（亿元）	297.90	280.94	270.26	65.81
经营活动现金流量净额（亿元）	13.40	-4.23	5.16	-9.78
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.06	-7.30	9.29	-2.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.46	-0.14	-12.99	7.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	32.43	29.46	29.24	--
存货周转次数（次）	2.68	2.80	3.48	--
总资产周转次数（次）	0.76	0.71	0.74	--
现金收入比（%）	108.31	104.38	102.39	91.05
营业利润率（%）	10.47	10.63	11.71	14.21
总资本收益率（%）	-0.76	-0.83	1.56	--
净资产收益率（%）	-13.09	-15.28	-4.33	--
长期债务资本化比率（%）	60.88	62.27	54.49	58.77
全部债务资本化比率（%）	74.54	77.85	78.19	78.41
资产负债率（%）	80.59	81.93	81.97	81.08
流动比率（%）	122.91	113.43	97.48	108.45
速动比率（%）	72.76	79.12	67.60	77.15
经营现金流动负债比（%）	6.94	-2.27	2.52	--
现金短期债务比（倍）	1.00	0.73	0.62	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.25	1.20	2.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.80	25.39	15.53	--

注：2025 年 1—3 月财务数据未经审计；其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入相关债务指标计算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.23	4.33	6.02	8.53
应收账款（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.05
其他应收款（合计）（亿元）	0.00	0.00	80.62	84.64
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	44.98	45.04	46.25	46.25
固定资产（合计）（亿元）	1.68	1.63	1.51	1.48
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	134.95	158.59	153.84	159.62
实收资本（亿元）	8.50	8.50	8.50	8.50
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	7.13	3.65	0.83	0.19
短期债务（亿元）	37.49	49.79	82.11	71.63
长期债务（亿元）	75.39	79.17	43.06	61.92
全部债务（亿元）	112.88	128.95	125.18	133.55
营业总收入（亿元）	0.17	0.24	0.65	0.01
营业成本（亿元）	0.05	0.09	0.03	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.04	0.00
利润总额（亿元）	-3.34	-3.48	-2.98	-0.64
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.14	0.19	0.08	0.04
经营活动现金流入小计（亿元）	0.20	0.25	0.43	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.41	-0.38	-0.13	-0.03
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.28	-19.45	8.78	-4.90
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.38	20.92	-6.95	7.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.68	5.33	12.90	--
存货周转次数（次）	30.48	71.19	33.70	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	81.15	77.55	12.38	402.87
营业利润率（%）	56.69	52.36	91.92	95.13
总资本收益率（%）	0.62	0.44	1.04	--
净资产收益率（%）	-46.88	-95.19	-360.54	--
长期债务资本化比率（%）	91.36	95.59	98.12	99.70
全部债务资本化比率（%）	94.06	97.24	99.34	99.86
资产负债率（%）	94.71	97.70	99.46	99.88
流动比率（%）	131.86	122.72	79.48	95.64
速动比率（%）	131.86	122.72	79.48	95.64
经营现金流动负债比（%）	-0.79	-0.50	-0.12	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.09	0.07	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2025 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。