

广东海大集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

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〔2024〕8210号

联合资信评估股份有限公司通过对广东海大集团股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定广东海大集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十月二十一日

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广东海大集团股份有限公司（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、该评级结果自 2024 年 10 月 21 日至 2025 年 10 月 20 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。

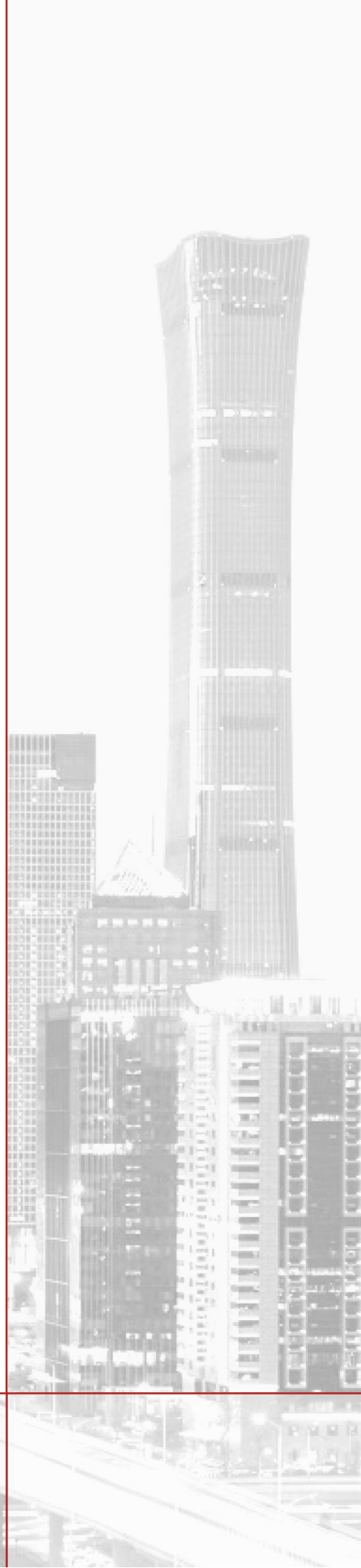
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。



广东海大集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/10/21

主体概况 广东海大集团股份有限公司（以下简称“公司”）注册成立于 2004 年；截至 2024 年 6 月底，公司注册资本为 16.64 亿元，广州市海灏投资有限公司（简称“海灏投资”）为公司控股股东，自然人薛华为公司实际控制人；公司以饲料生产与销售为主业，同时涵盖动保、种苗、生猪和水产养殖等业务，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农林牧渔业。

评级观点 公司作为国内领先的饲料生产企业，在销售规模、产品组合、技术研发等方面具备综合竞争优势；公司法人治理结构完善，管理运作情况良好；经营方面，2021—2023 年，公司饲料和生猪养殖业务规模持续扩大，带动营业总收入持续增长；农产品和贸易业务毛利率受到生猪价格和原料市场价格波动影响，但核心饲料业务毛利率相对稳定，公司综合毛利率小幅波动；财务方面，公司资产质量高，债务负担适中，盈利能力稳健，经营活动现金持续净流入，收入实现质量高；公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现很强，间接融资渠道畅通。同时需关注到，养殖业务易受行业周期性波动影响，公司对上游议价能力弱，饲料产能利用率有待进一步提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 未来，公司将以饲料为主业，围绕养殖上下游，完善种苗、动保和养殖技术服务等全产业链服务能力，同时，随着生猪、水产保持适当养殖规模，公司竞争力有望维持。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司经营情况恶化，持续大额亏损或获现能力显著下降；公司债务规模大幅攀升，偿债压力显著增大；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动并对公司经营造成重大不利影响；其他可能影响公司信用水平的不利因素。

优势

- **公司饲料销售规模处于行业领先水平，产品组合丰富，抗风险能力强。**2023 年，公司饲料销量为 2440 万吨（含内部养殖耗用量 180 万吨），约占全国饲料销量的 7.03%；饲料内外销量位列中国饲料行业第二位。在饲料业务的基础上，公司拓展了种苗、动保业务，基本覆盖了养殖全流程需求；依托饲料、种苗和动保优势，公司延伸至下游养殖领域，布局了生猪养殖和水产养殖业务。公司围绕养殖上下游形成了丰富的产品组合，业务抗风险能力强。
- **公司技术研发水平较强，具备成本竞争优势。**截至 2023 年底，公司研发人员合计 3525 人，占公司员工总数的 9.08%；2021—2023 年，公司研发投入金额分别为 6.05 亿元、7.11 亿元和 8.03 亿元，逐年增加。针对饲料配方技术，公司建立了“动物营养需求数据库”和“原料利用数据库”，储备了原料的开发利用技术、功能性饲料添加剂的应用技术、水产畜禽节能环保饲料配方及制备方法、水产畜禽动物病害防治方法等。公司产品配方持续优化能力强，能在原材料价格波动时快速调整配方，获得成本竞争优势。截至 2023 年底，公司共计 300 余件授权专利，主持制定国家、行业标准 10 余项。
- **公司盈利能力稳健，经营获现能力强，收入实现质量高。**2021—2023 年，公司营业总收入分别为 860.92 亿元、1047.15 亿元和 1161.17 亿元，毛利率分别为 8.48%、9.27%和 8.47%；利润总额分别为 25.09 亿元、38.23 亿元和 35.18 亿元。2021—2023 年，公司经营活动现金净流入额分别为 31.38 亿元、68.18 亿元和 126.98 亿元，现金收入比分别为 101.24%、100.76%和 101.18%。

关注

- **公司养殖业务易受行业周期性波动影响。**公司养殖业务上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易产生周期性波动，经营过程中面临动物疫病、食品安全等风险。
- **公司对上游议价能力弱。**2023 年，玉米、豆粕等上游原料价格高位震荡下行，下游养殖行业整体景气度较为低迷，处于产业链中游的饲料行业受到需求不振与成本承压的双重压力，市场竞争加剧。作为头部饲料企业，公司在销售规模、产品组合、技术研发等方面具备竞争优势，对下游具备一定的成本转移能力，但对上游议价能力弱。
- **公司饲料产能利用率有待进一步提升。**2021—2023 年，公司饲料业务产能利用率分别为 59.72%、55.45%和 52.37%，持续下降，饲料产能利用率有待进一步提升。

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	A	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	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：				
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：				
评级结果				AAA

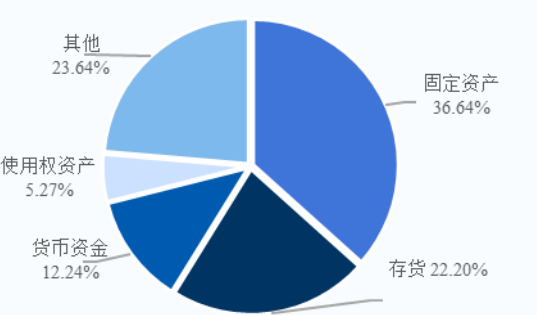
个体信用状况变动说明：不适用。
 外部支持变动说明：不适用。

主要财务数据

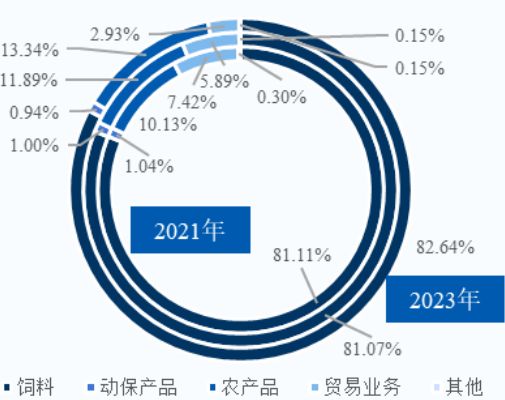
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
现金类资产（亿元）	17.52	29.67	67.76	56.01
资产总额（亿元）	356.95	444.70	447.47	491.95
所有者权益（亿元）	159.74	193.60	209.11	215.26
短期债务（亿元）	47.98	77.18	83.71	108.89
长期债务（亿元）	59.90	66.77	46.47	41.35
全部债务（亿元）	107.87	143.95	130.18	150.24
营业总收入（亿元）	860.92	1047.15	1161.17	522.96
利润总额（亿元）	25.09	38.23	35.18	25.21
EBITDA（亿元）	42.84	62.54	61.48	--
经营性净现金流（亿元）	31.38	68.18	126.98	19.01
营业利润率（%）	8.36	9.16	8.35	11.01
净资产收益率（%）	11.59	16.37	13.73	--
资产负债率（%）	55.25	56.47	53.27	56.24
全部债务资本化比率（%）	40.31	42.65	38.37	41.10
流动比率（%）	123.87	121.71	113.40	107.45
经营现金流动负债比（%）	24.07	39.11	68.88	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.38	0.81	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	13.40	12.68	14.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	2.30	2.12	--
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
资产总额（亿元）	212.74	248.50	274.49	303.17
所有者权益（亿元）	99.18	112.23	119.62	116.81
全部债务（亿元）	41.37	76.14	87.66	104.37
营业总收入（亿元）	20.40	27.53	29.39	13.68
利润总额（亿元）	11.34	14.42	16.31	4.57
资产负债率（%）	53.38	54.84	56.42	61.47
全部债务资本化比率（%）	29.44	40.42	42.29	47.19
流动比率（%）	129.82	121.27	112.59	100.80
经营现金流动负债比（%）	31.46	20.47	41.93	--

注：1. 公司 2024 年半年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. 2021 和 2022 年财务数据采用期初数据/调整后数据；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

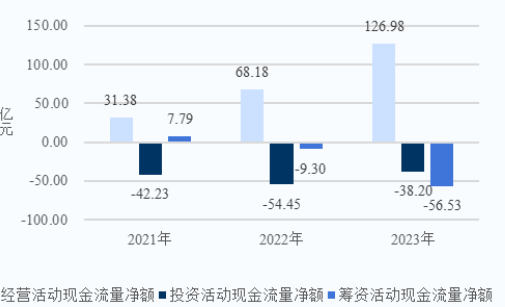
2023 年底公司资产构成



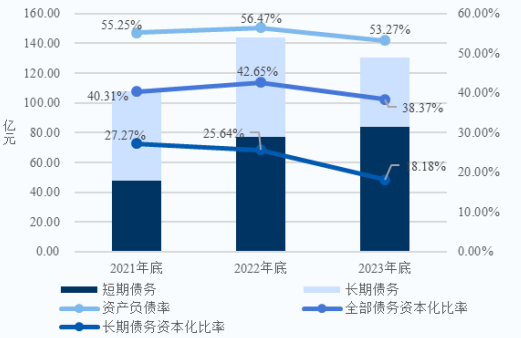
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	饲料收入占比（%）	销售债权周转次数（次）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	营业利润率（%）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA 利息倍数（倍）
公司	AAA	82.64	57.66	447.47	209.11	1161.17	35.18	8.35	53.27	38.37	2.12	14.14
新希望	AAA	57.36	81.39	1296.11	359.30	1417.03	-6.82	2.58	72.28	67.53	12.00	2.82

注：新希望全称为新希望六和股份有限公司

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

主体评级历史：无

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：李成帅 lics@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、主体概况

广东海大集团股份有限公司（简称“公司”）前身为成立于 1998 年的广州海大饲料公司，2004 年，广东海大集团有限公司（简称“广东海大集团”）注册成立，2007 年，经《商务部关于同意广东海大集团有限公司转为外商投资股份有限公司的批复》（商资批（2007）905 号文）批准，由广东海大集团以截至 2006 年 12 月 31 日经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计确认的股东权益值 244970346.42 元按 1:0.6858 比例折为 168000000 股，整体变更设立为股份有限公司，并变更为现名，注册资本为 1.68 亿元。

2009 年，经中国证监会《关于核准广东海大集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可（2009）1149 号）批准，公司向社会公众投资者公开发行普通股（A 股）股票 5600 万股（每股面值 1.00 元，每股发行价人民币 28.00 元），募集资金总额为 15.68 亿元；公司股票在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“海大集团”，证券代码“002311”），公司注册资本从 1.68 亿元变更为 2.24 亿元。此后经资本公积转增股本、非公开发行股票、股权激励以及可转债发行等，截至 2024 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 16.64 亿元，广州市海灏投资有限公司（简称“海灏投资”）持有公司 54.73% 股份，为公司控股股东，自然人薛华持有海灏投资 39.75% 股份，为公司实际控制人。截至 2024 年 9 月底，海灏投资所持 5575 万股公司股权处于质押状态，占公司总股本的 3.35%。

公司主营业务为饲料生产与销售，同时涵盖动保、种苗、生猪和水产养殖等，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农林牧渔业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年 6 月底，公司内设运营发展中心、市场中心、财务中心、采购中心等部门。截至 2023 年底，公司在职工合计 38804 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 447.47 亿元，所有者权益 209.11 亿元（含少数股东权益 12.64 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1161.17 亿元，利润总额 35.18 亿元。截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 491.95 亿元，所有者权益 215.26 亿元（含少数股东权益 13.88 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 522.96 亿元，利润总额 25.21 亿元。

公司注册地址：广东省广州市番禺区南村镇万博四路 42 号海大大厦 2 座 701；法定代表人：薛华。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。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，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年半年报）](#)》。

三、行业分析

1 饲料行业

2023 年，饲料行业在下游养殖行业全面亏损、上游原材料价格整体高位震荡下行的双重压力下，存量竞争加剧、低效产能持续出清，未来行业集中度有望持续提升。国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

从上游原料供应看，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，主要原材料成本占饲料生产成本的比重约 75%~80%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要来

自国内，进口占比较小。近年来，我国玉米年产量较为稳定，维持在 2.7 亿吨左右（其中 60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国 and 阿根廷，以巴西为主。2019 年以来受国际局势、天气等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原材料带动饲料价格呈上升态势，于 2022 年末达到顶峰。2023 年，粮食及饲料价格先降后升，整体在波动下行，但仍处于较高水平。2024 年以来，粮食及饲料价格继续下探。

图表 1 • 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 2 • 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

从供给端看，2023 年，工业饲料总产量 32162.7 万吨，同比增长 6.6%。从主要品种看，猪饲料产量 14975.2 万吨，同比增长 10.1%；蛋禽饲料产量 3274.4 万吨，同比增长 2.0%；肉禽饲料产量 9510.8 万吨，同比增长 6.6%；反刍饲料产量 1671.5 万吨，同比增长 3.4%；水产饲料产量 2344.4 万吨，同比下降 4.9%。从销售方式看，全国散装饲料总量 13050.2 万吨，同比增长 21.9%，占配合饲料总产量的 43.7%，比上年提高 5.4 个百分点。从集中度来看，全国年产百万吨以上规模饲料企业集团 33 家，合计饲料产量占全国饲料总产量的 56.1%。

从需求端看，猪料方面，2023 年上半年生猪价格处于低位，但由于能繁母猪去化缓慢，生猪存栏量仍维持高位，对猪料需求形成支撑；下半年生猪价格持续下行，生猪养殖企业连续亏损，行业资金压力累积，产能去化速度加快，猪料需求有所回落；禽料方面，白羽肉鸡存栏量处于高位，肉鸡料需求上升；反刍料方面，牛羊肉价格持续下跌，反刍动物存栏量调整下行，饲料需求量明显走弱。

行业竞争格局方面，2023 年，全国 10 万吨以上规模饲料生产厂增至 1050 家，同比增加 103 家；合计饲料产量 1.96 亿吨，占全国总量的 61%，占比同比提高了 3.5 个百分点。2023 年，全国共有 7 家企业饲料年产量超过 1000 万吨，分别为新希望六和股份有限公司、海大集团、牧原食品股份有限公司、温氏食品集团股份有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司、桂林力源粮油食品集团有限公司、正大投资股份有限公司，合计总量超过 1.3 亿吨，占全国总量的比例约为 41%，行业集中度较高。其中，新希望和海大集团饲料产销量处于行业前两位。

图表 3 • 饲料行业内企业销量情况（单位：万吨）

年度	项目	新希望	海大集团	通威股份	唐人神	大北农
2021 年	饲料	2824.15	1963.01	551.59	510.00	589.59
	其中：猪饲料	994.54	523.85	/	/	457.56
2022 年	饲料	2842.11	2165.11	719.40	616.63	531.50
	其中：猪饲料	1070.04	607.13	/	/	408.58
2023 年	饲料	2875.95	2440.23	741.34	708.31	585.05
	其中：猪饲料	1113.24	734.48	/	/	465.92

注：1.新希望全称为新希望六和股份有限公司，通威股份全称为通威股份有限公司，唐人神全称为唐人神集团股份有限公司，大北农全称为北京大北农科技集团股份有限公司；2.销量数据均含内外销量，“/”表示未获取
资料来源：联合资信根据上述公司财务报告及公司提供资料整理

行业政策方面，国家继续推动饲料新产品、新技术、新工艺的研究和应用，致力于降低饲料成本和提高饲料利用率。农业农村部制定的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》等政策的实施，将进一步推动饲料行业减少玉米、豆粕等原料的使用，降低对进口原料的依赖。

整体看，2023 年，玉米、豆粕等上游原料价格高位震荡下行，下游养殖行业整体景气度较为低迷，处于产业链中游的饲料行业受到需求不振与成本承压的双重压力，市场竞争加剧，利润空间压缩。头部饲料企业在技术、采购、运营、服务、品牌等方面具有优势，对下游具备一定的成本转移能力，但对上游议价能力弱。

2 生猪养殖行业

(1) 行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50% 以上，总产值已接近 2 万亿元。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，截至 2022 年末，中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%，但整体仍处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

(2) 生猪产能及产量分析

本轮猪周期自 2018 年开始，周期波动剧烈。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。2023 年能繁母猪存栏量有所回落，已进入产能调控绿色合理区域，2024 年一季度，同比有所下降。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约 3~4 年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟疫情及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2023 年末，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头、4329 万头、4390 万头和 4142 万头。其中 2019 年同比下降主要系 2018 年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020 年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长，已超 2015—2017 年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月末，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月末，能繁母猪存栏量连续增长 21 个月至峰值的 4541 万头后的迎来首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月末降至全年末部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年末，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。2023 年以来，随着猪价低迷、养殖户补栏意愿弱、产能出清，能繁母猪存栏量有所下降。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；2023 年 12 月和 2024 年 4 月，中国能繁母猪存栏量分别为 4142 万头和 3986 万头，分别相当于正常保有量的 101.02% 和 97.22%，已进入产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2023 年，中国生猪出栏头数先降后升，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头、7.00 亿头和 7.27 亿头。其中 2019 年同比下降 21.61% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 2.94% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年以来，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量逐年增加。由于 2023 年能繁母猪存栏量有所回落，2024 年一季度，中国生猪出栏量为 1.95 亿头，较 2023 年一季度的 1.99 亿头有所下降。

图表 4 • 2016 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大成本控制压力，2023 年以来，粮食及饲料价格有所回落，但整体仍处于较高水平。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75%~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。2019 年以来受国际局势、天气等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原材料带动饲料价格呈上升态势，于 2022 年末达到顶峰。2023 年，粮食及饲料价格先降后升，整体在波动下行，但仍处于较高水平。2024 年以来，粮食及饲料价格继续下探。中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况详见图表 1，中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况详见图表 2。

根据国家统计局数据，2020—2023 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤、26.9 公斤和 23.5 公斤，同比分别下降 10.34%、增长 38.46%、增长 6.7%和下降 12.64%，在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2023 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 65%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供应供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

图表 5 • 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

自 2018 年非洲猪瘟疫情爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟病毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年末—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国活猪平均价格自 2021 年 1 月的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤）。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022 年下半年，猪价开始缓慢上涨。2023 年，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

（3）行业政策

从政策上看，国家出台相关政策，优化生猪产能调控机制。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。2021 年 2 月，《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（2021 年中央一号文件）提出，要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。2021 年 9 月 23 日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。2023 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出，落实生猪稳产保供省总负责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控；严格“菜篮子”市长负责制考核。2024 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2024 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》（2024 年中央一号文件）提出，要加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，优化生猪产能调控机制，稳定牛羊肉基础生产能力。

收储和放储方面，2022 年以来由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，实际收储量为 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，2022 年 9 月，国家发改委于 2022 年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，并于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备 13.71 万吨。2023 年以来猪价回落，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发展改革委、财政部于 2 月开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 7100 吨；随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于 2023 年 7 月跌破 5:1 警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 2 万吨；11 月，开展第三批中央储备冻猪肉收储工作，收储 1 万吨。

（4）未来发展

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，目前处于 2006 年以来第四个猪周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后，高位震荡整理，于 2023 年出现下降，预计 2024 猪肉供应节奏有所放缓。叠加饲料、种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2024 年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫情等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫情防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间更长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。历史上中国一个“猪周期”通常是 3~5 年，近年来由于养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，所以“猪周期”也在逐渐拉长。自 2006 年以来，我国已经经历了四个完整的周期，目前处于第四个周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。2021 年 7 月末，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理，于 2023 年开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约

10~12 个月，预计 2024 年供应节奏或将有所放缓。随着产能下降、宏观经济及居民消费的恢复、有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到 2023 年粮食和饲料价格有所下降，同时猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格较低，预计 2024 年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为国内领先的饲料生产企业，在销售规模、产品组合、技术研发等方面具备综合竞争优势。

公司业务围绕动物养殖布局，涵盖饲料、动保、种苗，生猪、水产养殖以及饲料原料贸易业务等。其中，饲料产品包括禽饲料、猪饲料和水产饲料等，整体销量处于行业领先水平。2023 年，公司饲料销量为 2440 万吨（含内部养殖耗用量 180 万吨），约占全国饲料销量的 7.03%；饲料内外销量位列中国饲料行业第二位。在饲料业务的基础上，公司拓展了种苗、动保业务，基本覆盖了养殖全流程需求；依托饲料、种苗和动保优势，公司延伸至下游养殖领域，布局了生猪养殖和水产养殖业务。公司围绕养殖上下游形成了丰富的产品组合，业务抗风险能力强。

技术研发方面，公司在“动物遗传与育种、动物营养与饲料、动物医学与生物制药、微生物工程、生物化工、蛋白质工程、健康养殖”七大研发方向上的基础性、前瞻性、关键共性问题展开研究，不断完善研发体系。截至 2023 年底，公司研发人员合计 3525 人，占公司员工总数的 9.08%；2021—2023 年，公司研发投入金额分别为 6.05 亿元、7.11 亿元和 8.03 亿元，逐年增加。针对饲料配方技术，公司建立了“动物营养需求数据库”和“原料利用数据库”，储备了原料的开发利用技术、功能性饲料添加剂的应用技术、水产畜禽节能环保饲料配方及制备方法、水产畜禽动物病害防治方法等。因此，公司产品配方持续优化能力强，能在原材料价格波动时快速调整配方，获得成本竞争优势。种苗方面，公司拥有的国家水产新品种数量已增至 6 个，包括凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、凡纳滨对虾“海兴农 3 号”和团头鲂“华海 1 号”等。在对虾育种方面，公司已有 14 代系谱，每年保种 2000 多个家系，构成高遗传多样性的种质资源库，并拥有 8 个专业化对虾育种中心、扩繁和测试基地，保证公司对虾种苗产品的强大竞争力。截至 2023 年底，公司共计 300 余件授权专利，主持制定国家、行业标准 10 余项。

与所选同行业公司对比，公司在资产、收入规模方面处于中上游水平，盈利能力处于领先水平。

图表 6 • 2023 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	新希望	大北农
资产总额（亿元）	447.47	1296.11	297.84
营业总收入（亿元）	1161.17	1417.03	333.90
EBITDA（亿元）	60.71	6.00	-0.15
销售毛利率	8.47%	2.75%	9.63%
主要业务	饲料、种苗、动保、生猪、水产、贸易	饲料、猪、禽、食品、贸易	饲料、动保、生猪、种子植保、贸易
饲料产能（万吨）	4635.90	5743.27	--
饲料销量（万吨）	2440.23	2875.95	585.05

注：1.新希望全称为新希望六和股份有限公司，大北农全称为北京大北农科技集团股份有限公司；2. Wind 与联合资信在 EBITDA 和销售毛利率指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，相关指标统一采用 Wind 数据；3.饲料销量含内销部分
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2 人员素质

公司高层管理人员行业管理经验丰富；员工学历及岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至 2024 年 6 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 22 人。其中，非独立董事 4 人、独立董事 3 人、监事 3 人、非董事高级管理人员 12 人。

薛华先生，生于 1970 年，硕士学位，工程师。1992 年毕业于华中农业大学水产学院特种水产养殖专业；1995 年获中山大学生命科学院动物学硕士学位。1995 至 1998 年，薛华先生就职于广东省农科院；1998 年，薛华先生创立公司，为公司创始人之一，现任公司董事长、总裁（总经理）及公司控股股东海灏投资执行董事。

截至 2023 年底，公司员工以生产人员和销售服务人员为主；研发人员学历结构以本科及以上为主。公司员工结构符合公司当前经营需要。

图表 7 • 截至 2023 年底公司人员结构

岗位类别	员工数	教育程度	员工数
生产人员	18180	博士研究生	141
销售服务人员	10626	硕士研究生	1787
技术人员	3525	本科	8302
财务人员	1854	大专	7771
行政人员	3700	中专、高中及以下	20803
采购人员	919	--	--
合计	38804	合计	38804

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

企业信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914400007578948436），截至 2024 年 8 月 1 日，公司本部无未结清或已结清关注类和不良/关注类贷款。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存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾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。

五、管理分析

1 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会、监事会和经理层，法人治理结构完善，管理有序，各机构依法行使职权。

法人治理方面，公司依据《公司法》《证券法》等相关规定的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，对发行公司债券作出决议，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式做出决议以及修改公司章程等。

公司董事会设 7 名董事，其中董事长 1 名，独立董事 3 名；董事会对股东大会负责，其职权包括召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度预算方案和决算方案、制订公司利润分配及弥补亏损方案、决定公司内部管理机构的设置以及制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人。监事会包括 2 名股东代表和 1 名职工代表，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会的职权包括检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督以及向股东大会提出提案等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，其主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案等。

2 管理水平

公司建立了相对规范的内部管理制度和经营管理机制，部门设置齐全，管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合业务具体情况，设置了总裁办、采购中心、运营发展中心、市场中心、财务中心以及人力资源中心等部门，并在财务管理、资金管理、采购管理、投融资管理、对外担保等方面建立了相应的内部控制制度。

图表 8 • 公司部分管理制度

制度名称			
费用管理制度	应收账款管理制度	新建及扩建项目立项评审制度	饲料板块采购合同管理办法
合同管理制度	现金管理制度	银行融资及其担保管理制度	安全环保事故事件管理办法
全面预算管理制度	资金结算管理制度	投资决策管理制度	外汇套期保值业务管理制度
控股子公司管理制度	对外担保管理制度	采购管理制度	关联方和关联交易管理制度

资料来源：联合资信根据公司公告整理

控股子公司管理方面，公司董事会、各职能部门根据公司内部控制制度，对控股子公司的经营、财务、重大投资、信息披露、法律事务及人力资源等方面进行监督、管理和指导。其中，公司财务部对控股子公司的会计核算和财务管理进行实施指导、监督；对控股子公司经营计划的上报和执行、财务会计、资金调配、对外担保以及关联交易等方面进行监督管理。公司有权对控股子公司的经营及财务实施审计和核查，并提出整改意见，要求控股子公司限期进行整改；公司对控股子公司的审计由公司审计部负责组织实施；公司审计部应在每季度末对控股子公司的财务状况进行监督与核查。公司按年度组织实施对控股子公司进行业绩考核工作；控股子公司考核按照年初公司董事会下达的生产经营目标计划执行，并按计划目标完成情况进行奖惩，若有重大失误者给予解聘，并承担相应责任。

投资决策管理方面，公司投资事项包括实物投资、资本投资、其他投资事项。公司购买、出售资产按照《公司法》及其他有关法律、法规和《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》等规定的权限履行审批程序。对于证券及衍生品的投资，应由提出投资建议的业务部门协同董事会办公室、财务部门进行调查、财务测算后提出项目可行性分析资料及有关其他资料报总经理办公会议审议后，按有关法律、法规及公司章程和制度规定办理相应审批程序。

关联交易管理方面，公司从关联方及关联交易的确认、关联交易决策权限和关联交易审议程序等方面设置了相应细则。需要股东大会审议的关联交易包括：（1）与关联方发生的单笔交易金额或在 12 个月内累计交易金额在 3000 万元人民币以上，且占公司最近一个会计年度经审计净资产绝对值超过 5%的关联交易；（2）虽属总经理、董事会有权判断并实施的关联交易，但独立董事或监事会认为应当提交股东大会审核的；（3）对公司可能造成重大影响的关联交易；（4）公司为关联人提供担保的，不论数额大小，均应当在董事会审议通过后提交股东大会审议。公司为持有本公司 5%以下股份的股东提供担保的，参照前述的规定执行；（5）中国证监会或证券交易所规定的应提交股东大会审议的关联交易。在上述权限之下的由总经理和董事会判断并实施。

2021—2023 年，公司不存在被证券监管部门和交易所处罚的情形，不存在高级管理人员重大违法违规情况。

六、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司饲料和生猪养殖业务规模持续扩大，带动营业总收入持续增长；农产品和贸易业务毛利率受到生猪价格和原料市场价格波动影响，但核心饲料业务毛利率相对稳定，公司综合毛利率小幅波动；2024 年 1—6 月，公司营业总收入同比微

降，利润总额显著增长。

公司业务围绕动物养殖布局，涵盖饲料、动保、种苗，生猪、水产养殖以及饲料原料贸易业务等。其中，饲料业务为公司的核心收入来源，2021—2023 年，饲料业务收入占公司营业总收入的比重均超过 80%。从收入地区来看，2023 年，公司境外收入占 9.42%（含内部交易）；公司销售区域以境内市场为主。

具体业务来看，2021—2023 年，公司饲料业务和动保产品业务收入均持续增长，主要系饲料业务产能产量持续提升以及动保和饲料融合发展所致；农产品业务（包括生猪养殖、水产养殖和种苗业务）收入持续增长，主要系公司生猪养殖规模持续扩大、生猪产量持续增加所致；贸易业务（主要为玉米等饲料原料贸易）收入持续下降，其中 2023 年贸易业务收入显著下降，主要系行业内企业普遍资金紧张，公司控制贸易规模，降低经营风险所致；其他业务收入波动下降，占整体收入比重较小。

毛利率方面，2021—2023 年，公司饲料和动保业务毛利率相对稳定；农产品业务毛利率波动增长，主要受到生猪市场价格波动影响；贸易业务毛利率持续下降，主要系原料市场价格波动所致；其他业务毛利率波动上升。综上，公司综合毛利率小幅波动。

2024 年 1—6 月，公司营业总收入 522.96 亿元，同比下降 0.84%，主要由于饲料大宗原材料农产品价格下跌，导致饲料产品单价跟随下调所致；公司实现利润总额 25.21 亿元，同比增长 69.58%，主要系饲料主业市场份额和盈利均较好增长，养殖业务扭亏为盈所致。

图表 9 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—6 月		
	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	毛利率
饲料	698.26	81.11%	9.08%	848.92	81.07%	8.05%	959.56	82.64%	8.53%	413.41	79.05%	9.76%
动保产品	8.92	1.04%	50.85%	10.45	1.00%	48.71%	10.95	0.94%	49.52%	4.66	0.89%	57.79%
农产品	87.23	10.13%	0.78%	124.56	11.89%	16.87%	154.92	13.34%	6.23%	84.23	16.11%	16.89%
贸易业务	63.90	7.42%	4.05%	61.67	5.89%	2.33%	34.01	2.93%	0.47%	19.27	3.69%	2.62%
其他	2.61	0.30%	68.19%	1.56	0.15%	81.63%	1.74	0.15%	75.89%	1.39	0.27%	37.08%
合计	860.92	100.00%	8.48%	1047.15	100.00%	9.27%	1161.17	100.00%	8.47%	522.96	100.00%	11.15%

注：1. 上表公司营业总收入为对应年度审计报告期初/调整后数据；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

采购集中度方面，2021—2023 年，公司对前五名供应商采购金额分别占当年采购总金额的 12.60%、10.96%和 15.41%，全部为对非关联方采购，供应商集中度较低。

销售集中度方面，2021—2023 年，公司向前五名客户销售金额占全年销售收入的比重分别为 2.07%、1.73%和 1.77%，全部为非关联方销售，客户集中度低。

2 饲料业务经营分析

公司饲料业务的主要原材料玉米、豆粕等采购价格随行就市，公司通过饲料配方技术积累、套期保值等方式减缓原材料价格波动压力；公司饲料生产和销售均实行本部、大区/分子公司分级管理的模式，2021—2023 年，公司饲料产能、产销量均持续增长，周转效率作为饲料业务竞争力的重要体现，公司产销率维持在较高水平，但产能利用率有待提升；公司饲料价格主要按成本加成模式确定，2021—2023 年原材料价格维持高位致使饲料销售均价亦波动增长，2024 年上半年原材料价格回落，饲料销售均价亦有所下调。

（1）采购

公司饲料原材料采购主要采用“公司本部+区域中心”集中采购模式，主要的供应商为大型粮商。集中采购模式下，由公司本部采购中心统一根据各分、子公司的采购需求进行供应商的询价和选择，并集中与供应商进行商务谈判，确定最后的交易条件后，由各用货分、子公司与供应商签订采购合同，并由采购中心监督合同的执行。公司及下属各分、子公司饲料生产中所用的玉米、豆粕、鱼粉、棉粕、菜粕等大宗饲料原料品种均实行集中采购，由总部采购中心统筹安排。大区采购中心主要负责采购部分不适合集中采购的小品种原材料，占比较低，如仅在该大区产出的特色原材料等。

从饲料业务的营业成本构成来看，2021—2023 年，材料成本占饲料营业成本的比重分别为 95.23%、95.91%和 96.10%。公司采购的原材料主要包括谷物、动物蛋白、面粉以及添加剂等，其中谷物是采购额占比最高的原材料，公司采购的谷物主要包括玉米和

小麦。公司从境外采购的原材料主要为玉米和豆粕等，进口谷物占饲料原材料采购金额的比例根据每年的价格、配额不同有差异。

采购量方面，公司采购金额占比较高的主要是玉米、豆粕、小麦、鱼粉和小麦粉。具体采购量来看，2021—2023 年，公司饲料产销规模持续扩大，玉米采购持续增长、豆粕类和小麦粉采购量波动增长，小麦采购量波动下降；随着水产饲料产销量的逐年增加，鱼粉采购量持续增长。

采购价格方面，公司原材料采购价格随行就市，2021—2023 年，受到气候异常、贸易摩擦、能源价格上涨等因素影响，玉米、小麦等谷物价格均呈现上涨态势，公司采购的玉米、豆粕、鱼粉的采购均价持续升高，小麦和小麦粉波动升高；2024 年 1—6 月，受到国内产量增加、市场需求减少以及国际市场粮食价格变动影响，玉米、小麦等谷物价格均有回落，公司采购的主要原材料价格均有下降。公司为了规避玉米、粕类等原材料市场价格的波动，开展了商品期货的套期保值业务。

图表 10 • 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—6 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
玉米	512.42	2380.30	571.97	2691.67	629.03	2761.86	371.49	2405.26
豆粕类	276.63	3569.66	274.95	4127.04	319.60	4369.57	150.30	3579.00
小麦	296.77	2485.13	71.83	2734.32	257.03	2721.92	50.02	2359.83
鱼粉	38.36	9066.37	48.36	10555.49	55.61	11970.96	29.60	10904.33
小麦粉	94.36	2753.57	89.62	3235.91	147.51	3036.94	76.65	2736.69

注：1.原材料采购口径包含贸易采购；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

采购结算方面，公司与大型供应商主要有两种结算方式，第一种为先款后货，没有账期；第二种为先货后款，付款账期在 7-30 天不等。公司支付方式以现金为主，银行承兑汇票作为支付方式的补充。

（2）生产

公司饲料生产采用“当地设厂、就近供应”的产销策略，生产上以最为贴近市场、物流便利、资源丰富为目标，进行多点布局，公司在本部设置运营中心，按照总部、大区和分子公司实行三级管理。公司工厂主要分布于中国和东南亚地区，中国以广东省、广西省和福建省最为集中。公司设备主要是由江苏丰尚、瑞士布勒设计，配置自动化水平高，能源消耗和原料使用情况都能即时反馈。公司通过 SAP、EPS 等管理软件实现产品生产及内部运营工作的流程化、标准化和数据化。

公司饲料业务采用“以销定产”的生产模式，由客户向公司的销售部门提交订货需求，确定所需饲料产品的规格、数量及提货日期，由销售管理部门记录汇总后向生产部下达生产任务单，生产部根据生产任务单，结合实际存货库存量制定生产计划，并按订单先后顺序制作生产计划单下达生产车间，生产车间班组按照生产计划单进行生产。周转时效方面，2021—2023 年，公司存货周转次数分别为 9.71 次、8.80 次和 9.42 次。

产能方面，2021—2023 年，公司重点推进可转债募投项目建设，猪料、禽料和水产料产能呈现不同程度的增长。公司产能以自建为主，租赁补充，租赁占比不超过 20%。产量及产能利用率方面，2021—2023 年，随着公司产能布局逐步完善，公司禽饲料、猪饲料和水产饲料销量提升拉动公司产能的持续增长；随着产能不断提升，公司产能利用率持续下降，有待进一步提升。

图表 11 • 公司饲料产能及产量情况（单位：万吨）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
产能	3297.00	3930.85	4635.90	4930.91
产量：	1968.72	2179.47	2427.65	1189.08
禽饲料	961.20	1012.73	1145.05	593.72
猪饲料	530.77	637.07	721.40	330.71
水产饲料	476.75	529.66	534.41	251.84
其他饲料	--	--	26.79	12.81
产能利用率	59.72%	55.45%	52.37%	48.23%

注：产能、产量均含内销部分
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）销售

公司饲料产品的销售采用总部原则指导、各区域自主安排及实施的销售模式，按属地原则进行客户开发及市场销售管理。公司总部每年度、每月统筹制定销售计划，各区域子公司根据销售计划和本区域的市场行情灵活制定销售策略，同时公司总部各职能部门为各区域子公司提供技术服务和宣传推广支持。

公司采用经销商经销与养殖户直销相结合的销售模式，以经销商模式为主。经销模式下，公司可以减少渠道建设和维护的成本，并通过经销商迅速实现销售网络布局，实现对终端养殖客户的开发。直销模式下，公司与规模化养殖户签订年度饲料产品买卖合同，终端客户直接向公司购买饲料产品。

销量和产销率方面，2021—2023 年，公司产能布局逐步完善，依托自身产品竞争力和技术服务体系优势进行市场拓展，禽饲料、猪饲料和水产饲料销量均持续增长，产销率维持在较高水平。

销售价格方面，公司饲料价格主要按成本加成模式确定，2021—2023 年，公司禽饲料、猪饲料销售均价波动增长，水产饲料销售均价持续增长。2024 年 1—6 月，随着原材料价格回落，公司禽饲料、猪饲料和水产饲料销售均价有所下调。货款结算方面，公司主要采取“预收款+现款”结算方式。

图表 12 • 公司主要产品销售情况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
禽饲料	销售金额（亿元）	290.86	348.35	386.69	177.14
	销量（万吨）	944.15	1001.82	1130.43	586.68
	销售均价（元/吨）	3080.62	3477.20	3420.69	3019.36
猪饲料	销售金额（亿元）	158.78	183.67	213.71	77.49
	销量（万吨）	460.20	495.32	578.66	240.43
	销售均价（元/吨）	3450.25	3706.23	3693.18	3222.85
水产饲料	销售金额（亿元）	247.07	312.36	351.38	155.26
	销量（万吨）	467.41	512.48	524.10	240.86
	销售均价（元/吨）	5285.92	6095.09	6704.50	6446.19
其他饲料	销售金额（亿元）	1.55	4.54	7.78	3.52
	销量（万吨）	5.45	14.68	26.43	13.01
	销售均价（元/吨）	2848.59	3184.69	2944.16	2706.78

注：1.尾差系四舍五入所致；2.销售金额及销量均不含内销部分
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 13 • 公司饲料产销率数据

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
禽饲料	99.82%	100.17%	99.91%	100.09%
猪饲料	98.70%	95.30%	101.81%	98.78%
水产饲料	99.47%	99.74%	100.15%	97.30%
其他饲料	--	--	98.95%	101.72%
合计	99.71%	99.34%	100.52%	99.15%

注：产销量计算含内销部分
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 生猪养殖业务经营分析

公司建立了“公司+家庭农场”合作代养和“一体化自养”的养殖模式；2021—2023 年，公司生猪产能持续提升，产销量亦逐年增加，产能利用率维持在较高水平。2023 年，猪价低位震荡，生猪销售均价大幅回落，公司生猪养殖业务亏损；2024 年上半年猪价回暖，公司生猪养殖业务扭亏为盈。

（1）采购

广州市益豚猪业投资有限公司（由公司间接持股 100%，以下简称“益豚猪业”）是公司生猪养殖板块的运营实体。

公司生猪养殖业务采购的原材料主要为饲料和兽药等，饲料由公司旗下饲料子公司提供。公司各生猪养殖场制定饲料采购计划，根据采购计划及饲料的库存量向饲料厂下发采购订单，饲料的采购价格与饲料子公司对外销售的市场价格一致。兽药等原材料主要通过向外部供应商采购，公司与外部供应商签署的合同和订单，根据自身的采购计划和生产计划实施采购，采购兽药等原材料经技术员验收后入库。2023 年，公司生猪养殖成本中，饲料占比约 56%，兽药占比约 2%，苗种（含生物性资产折旧）占比约 29%。

（2）生产和销售

公司建立了“公司+家庭农场”合作代养和“一体化自养”的养殖模式，以“公司+家庭农场”合作代养的模式为主。“公司+家庭农场”合作代养模式下，公司从自有仔猪场生产仔猪或向外部供应商采购仔猪，将仔猪交由农户按照公司统一的养殖标准进行代养育肥后，由公司组织统一回收对外销售，并根据生猪的料肉比、存活率等指标向农户支付代养费用。“一体化自养”模式下，公司的仔猪由公司自行培育，公司目前已经建立了完善的曾祖代—祖代—父母代—商品代一体化商品猪养殖体系。2023 年，“公司+家庭农场”肥猪出栏量占比约 85%。

仔猪产能和产量方面，公司自繁仔猪产能和产量均持续增长，产能利用率维持在较高水平，主要系后备母猪达到能繁状态，实际产出仔猪总数高于年初存栏能繁母猪预计产仔数所致。截至 2023 年底，公司生猪存栏量 295 万头，其中能繁母猪 12 万头。外购仔猪数量方面，2021 年公司外购仔猪与自繁仔猪比重约 1.6: 1，2022 年以来外购仔猪与自繁仔猪比重约为 1: 1。

图表 14 • 公司自繁仔猪产能及产量情况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
仔猪	产能（万头/年）	107.15	184.26	270.27	268.35
	产量（万头）	119.89	225.57	287.41	157.98
	产能利用率	111.89%	122.42%	106.34%	117.74%

注：1. 结合生猪养殖周期特性，产能利用率中的产能以上年末能繁母猪存栏量为基础计算；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司根据生猪出栏及市场情况通过商品猪经销商将生猪销售给下游屠宰场或食品加工企业。2021—2023 年，公司生猪销量随产量增加而持续增长，产销率超过 100%，主要系生猪养殖的生物生长周期特性以及外购仔猪所致。

2021 年以来，生猪养殖行业进入下行周期，2023 年，猪价仍在低位运行，公司生猪销售均价同比回落，公司生猪养殖业务毛利率由正转负。生猪销售结算采用预收款和现货现结方式，不存在应收账款。

图表 15 • 公司生猪养殖业务销售情况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
生猪	销售金额（亿元）	46.91	72.68	93.66	54.39
	销量（万头）	194.98	318.25	466.49	270.28
	销售均价（元/吨）	18.62	18.78	14.68	15.03

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司农产品业务除生猪养殖外还包括水产养殖和种苗业务。水产养殖方面，公司养殖的主要品种为对虾、生鱼等特种水产品，公司的经营策略主要是利用自身种苗、饲料和动保产品优势，开展标准化、工厂化养殖。

种苗业务方面，公司种苗业务与饲料业务配合发展，形成产品的优势叠加。截至 2023 年底，公司拥有的国家水产新品种数量已增至 6 个，包括凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、凡纳滨对虾“海兴农 3 号”等。动保业务方面，公司主要生产畜禽和水产养殖过程中所需的生物制品、兽药、疫苗等。公司通过研发投入，对市场需求量较高的产品进行创新升级，实施饲料和动保融合发展策略。

4 贸易业务分析

饲料原料贸易业务方面，公司在满足自身饲料生产原材料采购需求的前提下，开展部分原料贸易业务。公司贸易业务以玉米为主，还包括高粱、菜粕、大麦等。公司贸易产品采购由公司本部采购中心负责，贸易客户主要为国内外粮食贸易商。

5 经营效率

2021—2023 年，公司存货周转次数和总资产周转次数相对稳定，但销售债权周转次数持续下降；与选择的同行业公司相比，公司经营效率指标表现处于行业领先水平。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 72.09 次、64.20 次和 57.66 次，存货周转次数分别为 9.71 次、8.80 次和 9.42 次，总资产周转次数分别为 2.72 次、2.61 次和 2.60 次。

与所选同行业公司相比，2023 年，公司存货周转效率和总资产周转率处于领先水平，应收账款周转率处于较高水平。

图表 16 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	新希望	大北农
应收账款周转次数（次）	57.93	110.91	30.91
存货周转次数（次）	9.42	8.83	6.87
总资产周转次数（次）	2.61	1.06	1.10

注：1.新希望全称为新希望六和股份有限公司，大北农全称为北京大北农科技集团股份有限公司；2.Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

6 未来发展

公司经营策略符合自身的发展方向，有利于其自身竞争力的提升；公司在建项目规模不大，资金压力相对可控。

公司的发展策略是专业化基础上的规模化，核心竞争力基础上的产业链延伸。公司将围绕养殖上下游，完善饲料、种苗、动保和养殖技术服务等全产业链服务能力，为养殖户提供全面的解决方案，扩大公司饲料、种苗和动保产品销售规模，提升养殖户、经销商的盈利能力。同时在风险可控、投资可控的前提下适当保持生猪、水产的养殖规模，构建轻资产、低风险的稳健养殖模式。

截至 2023 年底，公司在建项目主要为饲料产能建设项目（以海外产能建设项目为主）。其中主要饲料建设项目如下表所示，规划总投资额 6.97 亿元，已投资 1.90 亿元，未来仍需投入 5.07 亿元，资金压力相对可控。

图表 17 • 截至 2023 年底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目	开工时间	总投资	资金筹措方案		已投资	拟投资		
			自有资金	贷款		2024 年	2025 年	2026 年
海阳升龙饲料厂项目-升龙生物科技（海阳）有限公司	2023 年 04 月	2.45	1.33	1.12	1.17	1.13	0.15	--
潜江海龙饲料厂项目-潜江海龙生物科技有限公司	2023 年 10 月	2.00	2.00	--	0.26	0.44	1.18	0.12
印尼楠榜海大饲料厂项目-印尼楠榜海大科技有限公司	2023 年 12 月	2.52	1.71	0.81	0.47	0.41	1.49	0.15
合计	--	6.97	5.04	1.93	1.90	1.98	2.82	0.27

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

七、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年半年度财务报表未经审计。

公司财务报表按照财政部已发布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定的要求进行编制。本报告财务分析部分 2023 年财务数据使用 2023 年审计报告期末数据，2021—2022 年数据使用 2022—2023 年审计报告期初数据。

合并范围方面，2022 年，公司合并范围内新增子公司 50 家，减少子公司 20 家。2023 年，公司合并范围内新增子公司 52 家，减少子公司 23 家。2024 年 1—6 月，公司合并范围内新增子公司 14 家，减少子公司 11 家；截至 2024 年 6 月底，公司纳入合并范围的子公司共有 560 家。整体看，公司新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

1 资产质量

2021—2023 年底，随着经营规模扩大，公司资产规模持续增长；公司资产结构相对均衡，存货规模较大，对营运资金存在占用，非流动资产以固定资产为主；公司资产受限比例非常低，整体资产质量高。

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 11.96%。流动资产方面，2021—2023 年底，公司货币资金及交易性金融资产均持续增长，主要系公司业务规模扩大，经营活动现金流增加所致；公司交易性金融主要为衍生金融资产和理财产品。2021—2023 年底，公司应收账款持续增长，其中 2022 年应收账款较年初增加 50.93%，主要系公司经营规模扩大、及年末 11 月、12 月因运输不畅、消费低迷，养殖户卖鱼及回款节奏推迟所致，2023 年应收账款较年初变动不大；截至 2023 年底，公司应收账款账龄以 1 年以内为主（占 81.01%），预期信用损失率为 15.27%，计提坏账准备金额 3.71 亿元，前五名应收账款和合同资产金额占合计数的比例为 7.41%。2021—2023 年底，公司存货规模波动增长，其中 2022 年底存货较年初增加 40.74%，主要系公司业务规模扩大及原材料价格整体上涨所致；2023 年底存货较年初下降 21.30%，主要系公司减少原材料备货所致；截至 2023 年底，公司存货主要由原材料（占 52.67%）、在产品（占 0.13%）、库存商品（占 19.13%）、消耗性生物资产（占 28.03%）和合同履约成本（占 0.05%）构成，累计计提跌价准备/合同履约成本减值准备 0.67 亿元，计提比例为 0.67%，考虑到行业波动风险，计提比例较低。

非流动资产方面，2021—2023 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 20.60%，主要系在建项目竣工投产转入以及新增购置固定资产所致；截至 2023 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 57.72%）和机器设备（占 38.09%）构成，累计计提折旧 68.63 亿元。2021—2023 年底，公司使用权资产变动不大；截至 2023 年底，公司使用权资产主要为土地使用权（占 60.48%）、房屋及建筑物（占 27.45%）、机器设备（占 10.72%）等。2021—2023 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 8.86%，主要系公司购置土地使用权、专利权及非专利技术以及企业合并带动土地使用权增加所致；截至 2023 年底，公司无形资产主要由土地使用权（占 84.11%）和软件使用权、商标权（占 9.03%）等构成，累计摊销 6.35 亿元，计提减值准备 0.10 亿元。

图表 18 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		年均复合 增长率	2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	161.50	45.25%	212.18	47.71%	209.06	46.72%	13.77%	245.60	49.92%
货币资金	17.40	10.77%	22.61	10.65%	54.76	26.20%	77.43%	47.08	19.17%
交易性金融资产	0.03	0.02%	7.00	3.30%	12.87	6.16%	2165.18%	8.75	3.56%
应收账款	12.93	8.01%	19.52	9.20%	20.57	9.84%	26.11%	40.58	16.52%
存货	89.70	55.54%	126.25	59.50%	99.36	47.53%	5.25%	116.82	47.57%
非流动资产	195.45	54.75%	232.53	52.29%	238.41	53.28%	10.45%	246.34	50.08%
固定资产	112.72	57.67%	149.33	64.22%	163.94	68.76%	20.60%	163.27	66.28%
使用权资产	23.31	11.93%	23.72	10.20%	23.60	9.90%	0.62%	28.09	11.40%
无形资产	14.90	7.63%	16.19	6.96%	17.66	7.41%	8.86%	18.31	7.43%
资产总额	356.95	100.00%	444.70	100.00%	447.47	100.00%	11.96%	491.95	100.00%

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 491.95 亿元，较上年底增长 9.94%，主要系流动资产中应收账款和存货规模增加所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 1.15 亿元，占资产总额的比例非常低。

图表 19 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（万元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	10894.78	0.24%	土地复垦保证金、信用证保证金、担保保证金、银行保函等
应收票据	6.72	0.0002%	未终止确认的已背书未到期应收票据
固定资产	618.94	0.01%	财产保全
合计	11520.44	0.26%	---

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年底，随着未分配利润积累，公司所有者权益持续增长；所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳

定性一般。

2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.42%。截至 2023 年底，公司所有者权益 209.11 亿元，较年初增长 8.01%，主要系未分配利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.95%，少数股东权益占比为 6.05%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.96%、25.90%、1.43%和 59.90%。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 6 月底，公司所有者权益 215.26 亿元，较上年底增长 2.94%，所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2021—2023 年底，公司负债和债务规模均波动增长，以流动负债为主；公司原材料采购增加票据结算方式，短期债务占比持续升高，债务负担适中。

2021—2023 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 9.94%，主要系流动负债增加所致。流动负债方面，2021—2023 年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降 39.24%，主要系公司原材料采购增加票据结算方式导致借款减少以及公司调整债务结构所致。2021—2023 年底，公司应付票据持续增长，年均复合增长 280.62%，主要系公司原材料采购增加票据结算方式所致；截至 2023 年底，公司应付票据包括银行承兑汇票（占 87.42%）和国内信用证（占 12.58%）。2021—2023 年底，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.20%，其中 2022 年较年初增长 31.83%，主要系原材料采购规模扩大致使应付款项增加所致，2023 年较年初下降 11.19%，主要系公司原材料备货减少所致。2021—2023 年底，公司合同负债波动增长，年均复合增长 0.36%，其中 2022 年底较年初下降 9.84%，主要系 11-12 月因消费低迷，养殖户卖鱼、及预付款节奏推迟所致，2023 年底较年初增长 11.72%，主要系公司业务规模扩大，预收款项增加所致。

非流动负债方面，2021—2023 年底，公司长期借款波动下降，年均复合下降 17.15%，其中 2022 年底长期借款较年初增长 14.86%，主要系长短期借款结构调整所致，2023 年底较年初下降 40.24%，主要系公司提前偿还部分长期借款所致；截至 2023 年底，公司长期借款包括信用借款（占 99.13%）和保证借款（占 0.73%）。2021—2023 年底，公司租赁负债持续增长，年均复合增长 1.28%，变动不大。

截至 2024 年 6 月底，公司负债总额较上年底增长 16.08%，主要系应付类款项增加所致。其中，流动负债占 82.61%，非流动负债占 17.39%。公司以流动负债为主，流动负债占比有所上升。

图表 20 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		年均复合增长率	2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	130.38	66.11%	174.33	69.42%	184.35	77.34%	18.91%	228.57	82.61%
短期借款	37.82	29.01%	29.11	16.70%	13.96	7.57%	-39.24%	12.93	5.66%
应付票据	4.07	3.12%	35.02	20.09%	58.98	31.99%	280.62%	77.12	33.74%
应付账款	40.52	31.08%	53.41	30.64%	47.43	25.73%	8.20%	52.33	22.89%
合同负债	19.08	14.64%	17.21	9.87%	19.22	10.43%	0.36%	26.73	11.70%
非流动负债	66.83	33.89%	76.78	30.58%	54.01	22.66%	-10.10%	48.12	17.39%
长期借款	44.11	66.00%	50.66	65.99%	30.28	56.06%	-17.15%	21.21	44.09%
租赁负债	15.79	23.62%	16.10	20.97%	16.20	29.99%	1.28%	20.14	41.85%
负债总额	197.22	100.00%	251.11	100.00%	238.35	100.00%	9.94%	276.69	100.00%

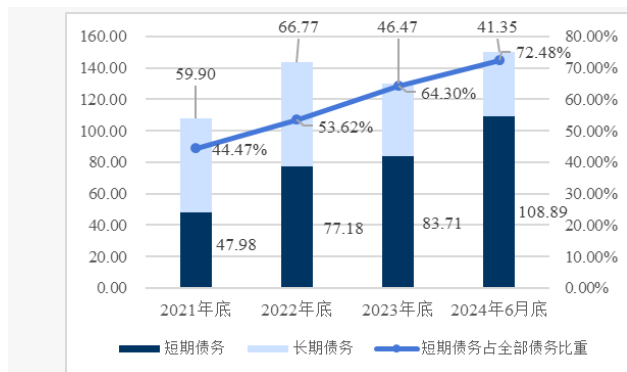
注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，2021—2023 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.86%。截至 2023 年底，公司全部债务 130.18 亿元，较年初下降 9.56%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占 64.30%，长期债务占 35.70%，以短期债务为主，其中，短期债务 83.71 亿元，较年初增长 8.46%，主要系公司应付票据增加所致；长期债务 46.47 亿元，较年初下降 30.40%，主要系公司提前偿还部分长期借款所致。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.27%、38.37%和 18.18%，较年初分别下降 3.20 个百分点、4.28 个百分点和 7.46 个百分点，公司债务负担适中。

截至 2024 年 6 月底，公司全部债务 150.24 亿元，较上年底增长 15.40%，主要系应付票据增加使得短期债务规模扩大所致。债务结构方面，短期债务占 72.48%，长期债务占 27.52%，以短期债务为主且短期债务占比有所升高。从债务指标来看，截至 2024

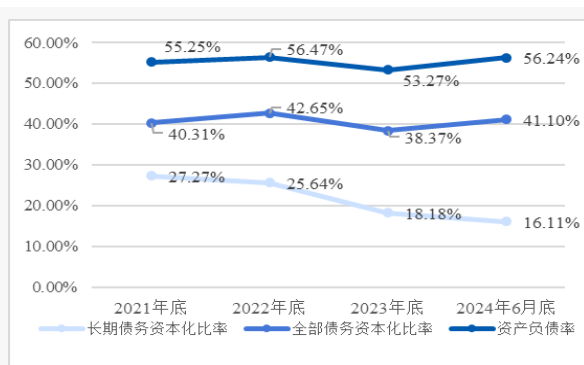
年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为56.24%和41.10%，较上年底分别提高2.98个百分点和2.74个百分点，长期债务资本化比率为16.11%，较上年底下降2.07个百分点。

图表 21 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 22 • 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

从债务期限分布看，公司长期债务到期期限分布相对分散。

图表 23 • 截至 2023 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	13.96	--	--	--	13.96
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.22				0.22
应付票据	58.98	--	--	--	58.98
一年内到期的非流动负债	10.55	--	--	--	10.55
长期借款	--	13.90	7.57	8.80	30.28
租赁负债	--	2.93	2.23	11.03	16.20
合计	83.71	16.83	9.80	19.83	130.18
占比	64.30%	12.93%	7.53%	15.23%	100.00%

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

3 盈利能力

2021—2023 年底，随着业务规模持续扩大，公司营业总收入持续增长，利润总额波动增长；公司期间费用控制能力强，投资收益和其他收益对公司利润形成有效补充；整体看，公司盈利能力稳健，盈利指标表现呈现波动上升趋势。

公司营业总收入及毛利率分析详见本报告“六、经营分析”。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 10.62%。2023 年，公司费用总额同比增长 5.12%，主要系销售费用和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 36.60%、42.39%、12.71% 和 8.30%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 22.59 亿元，同比增长 14.04%，主要系公司销售规模扩大、人员增加、薪酬水平提升以及业务推广费用增加所致；管理费用为 26.17 亿元，同比增长 1.27%，同比变化不大；研发费用为 7.85 亿元，同比增长 10.35%，主要系公司研发人员增加、薪酬水平提升及研发投入增加所致；财务费用为 5.13 亿元，同比下降 14.12%，主要系融资规模减少及融资成本下降所致。2023 年，公司期间费用率为 5.32%，同比下降 0.29 个百分点，公司期间费用控制能力强。

2021—2023 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 1.60 亿元、2.04 亿元和 3.19 亿元，分别相当于营业利润的 6.35%、5.22% 和 8.98%，减值损失对营业利润影响不大。2021—2023 年，公司其他收益分别占营业利润的 3.61%、3.67% 和 3.17%，其他收益主要为公司收到的政府补助；公司投资收益分别占营业利润的 15.30%、6.84% 和 6.92%，投资收益主要为公司权益法核算的长期股权投资收益和处置交易性金融资产取得的投资收益。

盈利指标方面，2021—2023 年，公司营业利润率相对稳定，总资本收益率和净资产收益率均波动上升。

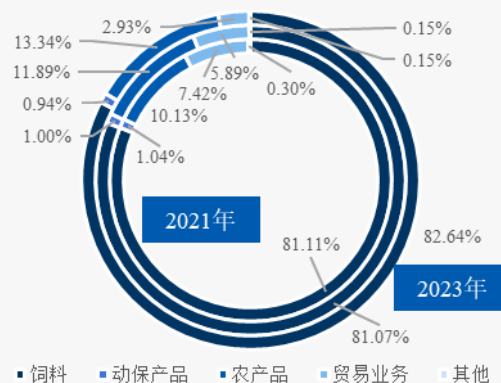
2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 522.96 亿元，营业利润率为 11.01%，实现利润总额 25.21 亿元。

图表 24 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
营业总收入	860.92	1047.15	1161.17	522.96
营业成本	787.93	950.04	1062.81	464.67
期间费用	50.45	58.73	61.73	33.60
其他收益	0.91	1.43	1.13	0.64
投资收益	3.85	2.67	2.46	1.21
利润总额	25.09	38.23	35.18	25.21
营业利润率（%）	8.36	9.16	8.35	11.01
总资本收益率（%）	8.11	10.85	9.74	--
净资产收益率（%）	11.59	16.37	13.73	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 25 • 2021—2023 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

与所选公司比较，公司收入规模仅次于新希望，盈利能力指标表现处于行业前列。

图表 26 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标/公司简称	公司	新希望	大北农
营业总收入（亿元）	1161.17	1417.03	333.90
销售毛利率	8.47%	2.75%	9.63%
总资产报酬率	8.74%	0.92%	-6.91%
净资产收益率	14.53%	0.71%	-22.96%

注：1.新希望全称为新希望六和股份有限公司，大北农全称为北京大北农科技集团股份有限公司；2.Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：联合资信根据Wind整理

4 现金流

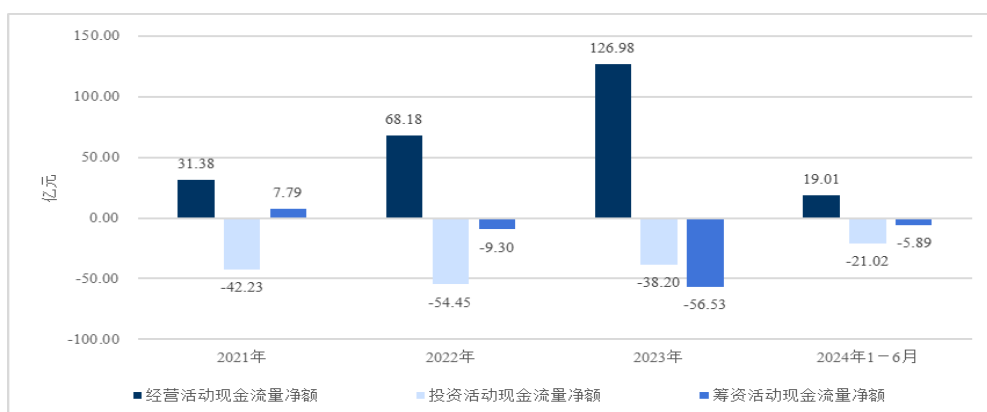
2021—2023 年，随着收入规模持续扩大，公司经营活动现金持续净流入且流入规模持续增长，收入实现质量高；随着公司饲料产能布局的逐步完成，投资活动现金净流出额波动下降；公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

经营活动方面，2021—2023 年，公司业务持续发展，经营活动现金流入量、流出量均持续增长，经营现金流量净额年均复合增长 101.16%至 126.98 亿元。2021—2023 年，公司现金收入比分别为 101.24%、100.76%和 101.18%，收入实现质量高。

投资活动方面，2022 年，公司投资活动现金净流出规模有所扩大，主要系产能建设投资、使用闲置自由资金进行现金管理及套期保值金额增加所致；2023 年，随着公司饲料产能布局已经完成，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金有所减少，公司投资活动现金净流出规模有所下降。

筹资活动方面，2022 年，公司筹资活动现金由净流入转为净流出，主要系公司在上年银行贷款大幅增加的基础上维持了基本持平的银行贷款余额；2023 年，公司减少借款规模，筹资活动现金持续净流出且净流出金额大幅增加。

图表 27 • 公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现很强，间接融资渠道畅通。

图表 28 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	123.87%	121.71%	113.40%
	速动比率	55.07%	49.29%	59.51%
	经营现金流动负债比	24.07%	39.11%	68.88%
	经营现金/短期债务（倍）	0.65	0.88	1.52
	现金短期债务比（倍）	0.37	0.38	0.81
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	42.84	62.54	61.48
	全部债务/EBITDA（倍）	2.52	2.30	2.12
	经营现金/全部债务（倍）	0.29	0.47	0.98
	EBITDA 利息倍数（倍）	13.40	12.68	14.14
	经营现金/利息支出（倍）	9.81	13.82	29.20

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

从短期偿债指标看，2021—2023 年底，公司流动比率和速动比率相对稳定，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度很高；现金短期债务比持续提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高；经营现金/流动负债和经营现金/短期债务均持续升高，经营活动现金对流动负债、短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 波动增长。2023 年，公司 EBITDA 为 61.48 亿元，同比下降 1.70%；从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 33.13%）、计入财务费用的利息支出（占 7.07%）、利润总额（占 57.23%）构成。2023 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 12.68 倍升高至 14.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 2.30 倍下降至 2.12 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般；经营现金/全部债务由上年的 0.47 倍升高至 0.98 倍，经营现金对全部债务的保障程度很高；经营现金/利息支出由上年的 13.82 倍提高至 29.20 倍，经营现金对利息支出的保障程度很高。整体看，公司长期偿债能力指标表现很强。

截至 2024 年 6 月底，公司对外担保余额为 11.95 亿元，全部为公司向养殖户或经销商等客户融资采购公司产品提供的担保；公司无重大未决诉讼事项。

银行授信方面，截至 2024 年 6 月底，公司共获授信额度 387.00 亿元，其中未使用授信额度 249.78 亿元；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部主要经营部分饲料产品的销售及少量原材料贸易业务，通过投融资以及资金管理等方式对业务发展提供支持。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 274.49 亿元，较年初增长 10.46%。其中，流动资产 155.87 亿元（占 56.78%），非流动资产 118.63 亿元（占 43.22%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 20.75%）和其他应收款（合计）（占 75.51%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 92.54%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 32.34 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 154.87 亿元，较年初增长 13.65%。其中，流动负债 138.44 亿元（占 89.39%），非流动负债 16.44 亿元（占 10.61%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 6.12%）、应付票据（占 42.60%）和其他应付款（合计）（占 45.35%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 93.00%）构成。截至 2023 年底，公司本部全部债务 87.66 亿元。其中，短期债务占 82.07%、长期债务占 17.93%。截至 2023 年底，公司本部 2023 年资产负债率为 56.42%，全部债务资本化比率 42.29%，公司本部债务负担适中。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 119.62 亿元，较年初增长 6.58%，主要系未分配利润积累所致。在所有者权益中，股本为 16.64 亿元（占 13.91%）、资本公积合计 58.00 亿元（占 48.49%）、未分配利润合计 47.59 亿元（占 39.78%）、盈余公积合计 8.32 亿元（占 6.95%），所有者权益结构稳定性一般。

2023 年，公司本部营业总收入为 29.39 亿元，利润总额为 16.31 亿元，投资收益为 5.22 亿元。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 58.05 亿元，投资活动现金流净额-13.30 亿元，筹资活动现金流净额-21.84 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 61.34%；公司本部负债占合并口径的 64.98%；公司本部全部债务占合并口径的 67.33%；公司本部所有者权益占合并口径的 57.20%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 2.53%；公司本部利润总额占合并口径的 46.37%。

八、ESG 分析

公司注重安全生产与节能减排，积极履行作为上市公司的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为饲料生产企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。针对减少范围一碳排放量，公司配备多样锅炉节能技术，如加装节能器、余热回收、使用燃料添加剂提高效率等；针对减少范围二碳排放量，公司通过光伏发电、购买绿电、实施配电系统节能技术等，降低电耗。公司围绕水资源管理议题分析主要业务板块面临的水资源风险等级，识别出各业务面临的水资源风险点，有针对性地围绕风险制定改善策略并落地执行。同时，通过节约用水、循环用水、合规排水，持续减少生产运营对当地水资源造成的压力。2023 年，公司子公司临西县海赢食品有限公司因场内大量砂土露天堆放，未采取有限覆盖措施防治扬尘污染，受到改正违法行为并处罚款 5 万元的行政处罚；公司已按时足额缴纳罚款，并采取有限覆盖措施，对公司生产经营无重大不利影响。

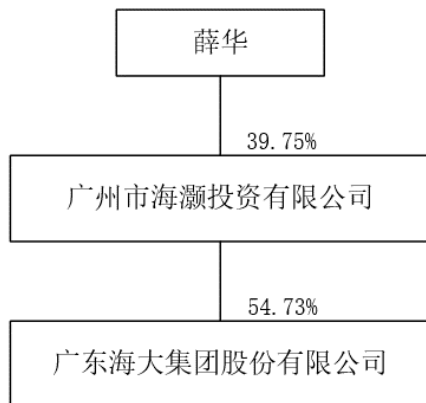
社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 38804 人，构建了涵盖入司培训、通用力培训、领导力培训和专业力培训的多层次人才培养机制，注重员工安全及多元包容雇佣，女性员工占比 23%。公司在研发方面持续投入，技术创新优势处于行业两线地位。截至 2023 年底，公司研发人员合计 3525 人，占公司员工总数的 9.08%；2021—2023 年，公司研发投入金额分别为 6.05 亿元、7.11 亿元和 8.03 亿元，逐年增加。在核心主业饲料领域，公司完善动物营养与饲料配方数据库，储备多种原材料配方技术，每年有几千组对比实验结果补充到动物核心营养需求和原料利用数据库中，以将技术转化为生产力。种苗方面，公司拥有的国家水产新品种数量已增至 6 个，包括凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、凡纳滨对虾“海兴农 3 号”和团头鲂“华海 1 号”等。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司积极响应政府政策，参与社会公益活动。2023 年，公司捐赠总金额超 1800 万元，获广东扶贫济困红棉杯金杯奖、广州慈善榜样五星企业称号。公司建立了董事会为决策层、各分子公司负责人及员工为执行层的可持续发展工作机制；公司定期披露社会责任报告，ESG 信息披露质量较高。

公司治理结构和内控制度较为完善，详见本报告“五、管理分析”章节。

九、评级结论

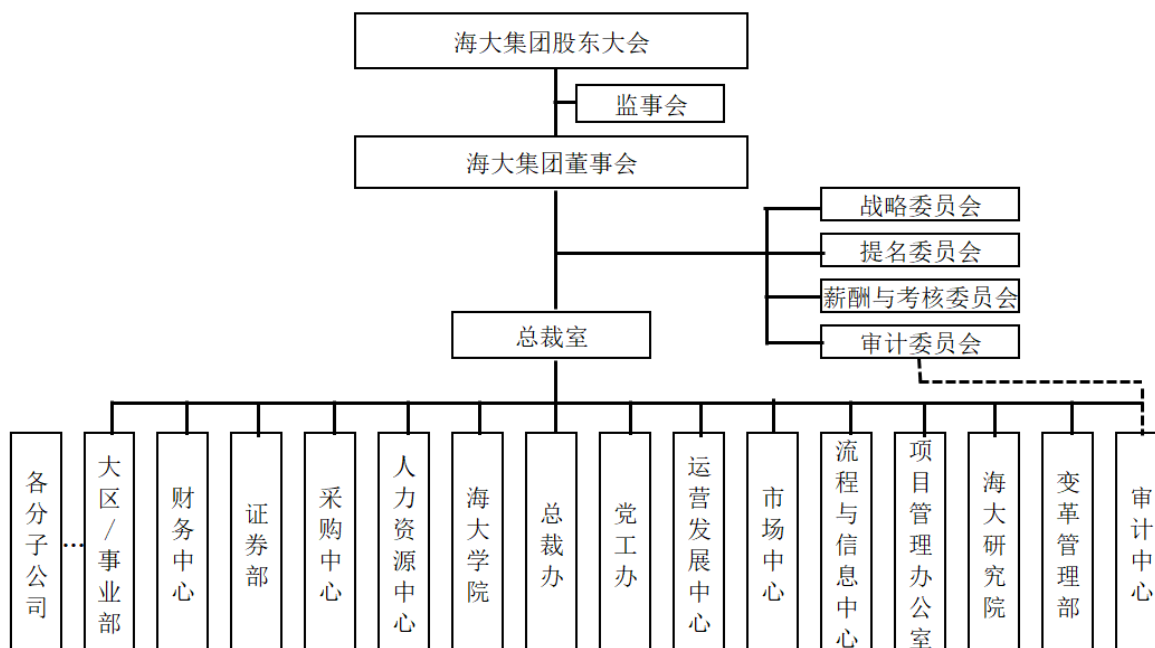
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 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 6 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
广东海因特生物技术集团有限公司	8000.00	饲料产品生产及销售	97.00%	3.00%	设立
清远海贝生物技术有限公司	10000.00	饲料产品生产及销售	100.00%	--	设立
广州市益豚猪业投资有限公司	150000.00	生猪养殖投资	--	100.00%	设立

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.52	29.67	67.76	56.01
应收账款（亿元）	12.93	19.52	20.57	40.58
其他应收款（亿元）	7.79	13.23	9.58	13.80
存货（亿元）	89.70	126.25	99.36	116.82
长期股权投资（亿元）	3.01	3.15	2.17	2.69
固定资产（亿元）	112.72	149.33	163.94	163.27
在建工程（亿元）	15.31	13.77	6.88	6.31
资产总额（亿元）	356.95	444.70	447.47	491.95
股本（亿元）	16.61	16.61	16.64	16.64
少数股东权益（亿元）	14.72	15.27	12.64	13.88
所有者权益（亿元）	159.74	193.60	209.11	215.26
短期债务（亿元）	47.98	77.18	83.71	108.89
长期债务（亿元）	59.90	66.77	46.47	41.35
全部债务（亿元）	107.87	143.95	130.18	150.24
营业总收入（亿元）	860.92	1047.15	1161.17	522.96
营业成本（亿元）	787.93	950.04	1062.81	464.67
其他收益（亿元）	0.91	1.43	1.13	0.64
利润总额（亿元）	25.09	38.23	35.18	25.21
EBITDA（亿元）	42.84	62.54	61.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	871.56	1055.15	1174.86	513.53
经营活动现金流入小计（亿元）	887.65	1069.60	1190.76	521.81
经营活动现金流量净额（亿元）	31.38	68.18	126.98	19.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-42.23	-54.45	-38.20	-21.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.79	-9.30	-56.53	-5.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	72.09	64.20	57.66	--
存货周转次数（次）	9.71	8.80	9.42	--
总资产周转次数（次）	2.72	2.61	2.60	--
现金收入比（%）	101.24	100.76	101.18	98.20
营业利润率（%）	8.36	9.16	8.35	11.01
总资本收益率（%）	8.11	10.85	9.74	--
净资产收益率（%）	11.59	16.37	13.73	--
长期债务资本化比率（%）	27.27	25.64	18.18	16.11
全部债务资本化比率（%）	40.31	42.65	38.37	41.10
资产负债率（%）	55.25	56.47	53.27	56.24
流动比率（%）	123.87	121.71	113.40	107.45
速动比率（%）	55.07	49.29	59.51	56.34
经营现金流动负债比（%）	24.07	39.11	68.88	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.38	0.81	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	13.40	12.68	14.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	2.30	2.12	--

注：1. 公司 2024 年半年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. 2021 和 2022 年财务数据选取期初数据/调整后数据；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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.09	10.81	37.40	22.04
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	132.07	131.26	117.69	151.72
存货（亿元）	0.52	0.73	0.64	0.70
长期股权投资（亿元）	63.31	95.03	109.78	114.47
固定资产（亿元）	2.70	3.50	3.44	3.39
在建工程（亿元）	0.22	0.11	0.11	0.09
资产总额（亿元）	212.74	248.50	274.49	303.17
股本（亿元）	16.61	16.61	16.64	16.64
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	99.18	112.23	119.62	116.81
短期债务（亿元）	35.21	58.74	71.94	91.90
长期债务（亿元）	6.16	17.40	15.72	12.47
全部债务（亿元）	41.37	76.14	87.66	104.37
营业总收入（亿元）	20.40	27.53	29.39	13.68
营业成本（亿元）	8.93	12.94	12.76	5.33
其他收益（亿元）	0.11	0.12	0.12	0.15
利润总额（亿元）	11.34	14.42	16.31	4.57
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.64	16.11	30.17	13.58
经营活动现金流入小计（亿元）	944.09	1308.17	1459.06	670.21
经营活动现金流量净额（亿元）	33.65	24.14	58.05	-3.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.05	-21.56	-13.30	0.44
筹资活动现金流量净额（亿元）	-23.33	0.75	-21.84	-7.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	236938.91	190485.78	167290.24	--
存货周转次数（次）	13.05	20.68	18.67	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.12	0.11	--
现金收入比（%）	3.14	58.51	102.63	99.27
营业利润率（%）	56.09	52.88	56.43	60.69
总资本收益率（%）	9.24	8.76	8.55	--
净资产收益率（%）	10.87	11.99	12.50	--
长期债务资本化比率（%）	5.85	13.42	11.61	9.65
全部债务资本化比率（%）	29.44	40.42	42.29	47.19
资产负债率（%）	53.38	54.84	56.42	61.47
流动比率（%）	129.82	121.27	112.59	100.80
速动比率（%）	129.33	120.65	112.13	100.39
经营现金流动负债比（%）	31.46	20.47	41.93	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.18	0.52	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 公司本部 2024 年半年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. 2021 和 2022 年财务数据采用期初数据/调整后数据；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+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 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，联合资信将在广东海大集团股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。