

# 新希望六和股份有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2025〕4486号

联合资信评估股份有限公司通过对新希望六和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，确定维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”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

二〇二五年六月二十四日

# 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新希望六和股份有限公司（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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

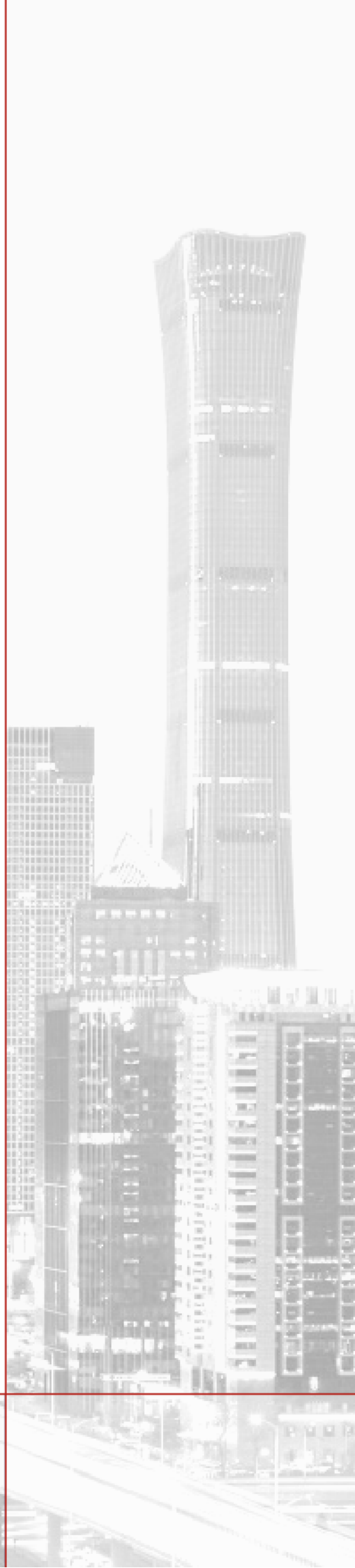
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



# 新希望六和股份有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

| 项 目                  | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间     |
|----------------------|--------|--------|------------|
| 新希望六和股份有限公司          | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/06/24 |
| 21 希望六和 MTN001(乡村振兴) | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |

### 评级观点

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内农牧行业龙头上市公司之一，完成战略调整后主营业务进一步聚焦于饲料和生猪养殖屠宰领域，跟踪期内，在经营规模和产业话语权、技术研发、农牧产业链一体化等方面的竞争优势延续，综合竞争实力强，经营管理规范。2024 年，饲料产业受下游生猪养殖产能去化影响产销回落，受益于原料采购成本下降及配方优化，盈利相对稳健；猪价回暖叠加养殖成本优化，猪产业毛利率转正；经营效率指标表现良好。财务方面，公司货币资金储备较高，持有优质金融资产，资产流动性和质量较好；权益小幅积累，债务规模回落，债务期限结构保持均衡，但整体债务负担仍重；营业收入保持较大规模，期间费用控制能力稳健，上年所处的经营性亏损情形得到明显改善，叠加投资收益的支撑，利润总额实现归正，经营活动现金流延续大规模净流入态势，资本支出规模回落，偿债指标表现尚可，较为通畅的直接、间接融资渠道，均对“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”的偿债形成支撑。

**个体调整：**公司资产流动性较好，并持有优质金融资产，投资收益对公司盈利能力形成良好支撑。

**外部支持调整：**公司实际控制人下辖的财务公司给予公司综合授信额度 130 亿元，可为公司流动性形成补充；公司每年可获得一定规模政府补助和税收优惠。

### 评级展望

未来，公司持续聚焦饲料产业和猪产业，围绕“做大规模、做精专业、降本增效”策略拓展国内外市场，盈利水平有望获进一步改善。

**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；债务规模大幅上升；偿债压力显著加大；其他可能影响公司信用水平的不利因素。

### 优势

- **作为农牧行业龙头企业，综合竞争实力强。**公司产业链布局覆盖饲料、生猪养殖、生猪屠宰等环节，产业链一体化有助于疫病防控、成本优化和价格对冲。2024 年，公司饲料总销量合计 2596 万吨（其中外销料销量 2121 万吨），总销量约占全国总产量 8.21%，经营规模保持行业前列；生猪出栏数达 1652 万头，出栏量位居国内上市公司第三名。
- **货币资金储备较高，持有优质金融资产，资产受限比例低，资产流动性和质量较好。**2024 年末，公司货币资金余额 86.99 亿元，持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）18.28 亿股且无质押（2025 年 3 月末参考市值 71.30 亿元），受限资产占总资产比重为 3.66%；2024 年，对民生银行的投资在权益法下确认投资收益以及宣告发放现金股利或利润额度分别为 11.68 亿元和 6.33 亿元，对整体利润形成良好支撑。
- **具备较为通畅的直接融资和间接融资渠道。**2024 年末，公司（合并）获得授信总额 757.17 亿元，尚未使用额度为 273.57 亿元，其中实际控制人下辖的财务公司给予公司综合授信额度 130 亿元，间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

### 关注

- **所处行业周期波动大，影响盈利稳定性。**由于所属农牧行业的经营和盈利同时受饲料原料价格波动、生猪价格周期性震荡以及动物疫病和食品安全风险、环保成本等多因素影响，公司盈利面临波动性风险，所持消耗性生物资产市场价格波动性较强，面临减值风险。
- **公司债务负担仍重，未来仍面临一定资本性支出。**2024 年末，公司全部债务、资产负债率和全部债务资本化比率分别为 671.93 亿元、69.01%和 64.77%，若将其他权益工具调整至长期债务，债务负担指标将进一步加重；2025 年 3 月末，公司主要在建工程计划投资额合计 45.27 亿元，未来尚需投资 22.77 亿元。

# 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业信用评级模型（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    | 1               |
|                                                                          |      |       | 企业管理    | 2               |
|                                                                          |      |       | 经营分析    | 2               |
| 财务风险                                                                     | F3   | 现金流   | 资产质量    | 3               |
|                                                                          |      |       | 盈利能力    | 5               |
|                                                                          |      |       | 现金流量    | 1               |
|                                                                          |      | 资本结构  |         | 2               |
|                                                                          |      | 偿债能力  |         | 3               |
| 指示评级                                                                     |      |       |         | aa <sup>-</sup> |
| 个体调整因素：公司资产流动性较好，并持有优质金融资产，投资收益对公司盈利能力形成良好支撑。                            |      |       |         | +2              |
| 个体信用等级                                                                   |      |       |         | aa <sup>+</sup> |
| 外部支持调整因素：公司实际控制人下辖的财务公司给予公司综合授信额度130亿元，可为公司流动性形成补充；公司每年可获得一定规模政府补助和税收优惠。 |      |       |         | +1              |
| 评级结果                                                                     |      |       |         | AAA             |

**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：**公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

**评级模型使用说明：**评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

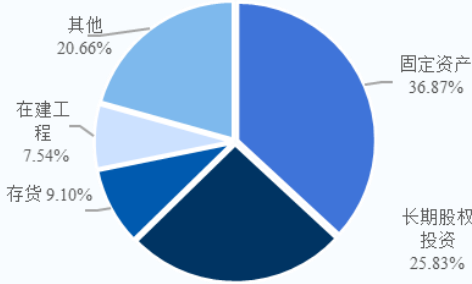
| 合并口径           |         |         |            |
|----------------|---------|---------|------------|
| 项 目            | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 117.06  | 88.50   | 85.09      |
| 资产总额（亿元）       | 1296.11 | 1179.14 | 1179.44    |
| 所有者权益（亿元）      | 359.30  | 365.45  | 362.69     |
| 短期债务（亿元）       | 367.65  | 335.69  | 361.43     |
| 长期债务（亿元）       | 379.54  | 336.24  | 311.26     |
| 全部债务（亿元）       | 747.19  | 671.93  | 672.69     |
| 营业总收入（亿元）      | 1417.03 | 1030.63 | 244.17     |
| 利润总额（亿元）       | -6.82   | 4.83    | 6.27       |
| EBITDA（亿元）     | 62.26   | 62.76   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 139.04  | 91.27   | 9.67       |
| 营业利润率（%）       | 2.58    | 6.54    | 8.21       |
| 净资产收益率（%）      | -2.66   | 0.55    | --         |
| 资产负债率（%）       | 72.28   | 69.01   | 69.25      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 67.53   | 64.77   | 64.97      |
| 流动比率（%）        | 56.51   | 47.32   | 45.18      |
| 经营现金流动负债比（%）   | 25.23   | 19.36   | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.32    | 0.26    | 0.24       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.82    | 2.40    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 12.00   | 10.71   | --         |

| 公司本部口径       |         |         |            |
|--------------|---------|---------|------------|
| 项 目          | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）     | 1075.95 | 1028.41 | 1052.91    |
| 所有者权益（亿元）    | 217.65  | 227.41  | 226.73     |
| 全部债务（亿元）     | 304.22  | 290.35  | 314.10     |
| 营业总收入（亿元）    | 6.47    | 4.05    | 0.98       |
| 利润总额（亿元）     | -3.41   | 1.45    | -0.53      |
| 资产负债率（%）     | 79.77   | 77.89   | 78.47      |
| 全部债务资本化比率（%） | 58.29   | 56.08   | 58.08      |
| 流动比率（%）      | 129.90  | 133.52  | 127.33     |
| 经营现金流动负债比（%） | 1.12    | 2.73    | --         |

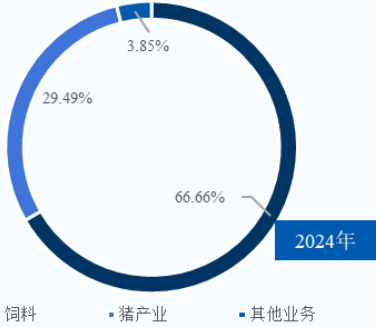
注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2.本报告将其他应付款中的有息债务计入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务计入长期债务核算；3.2025 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司资料及财务报表整理

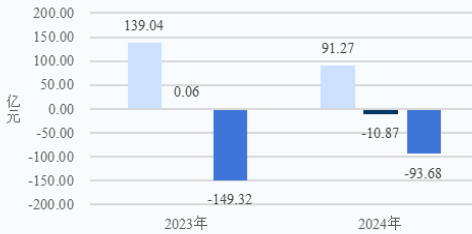
2024 年末公司资产构成



2024 年公司收入构成

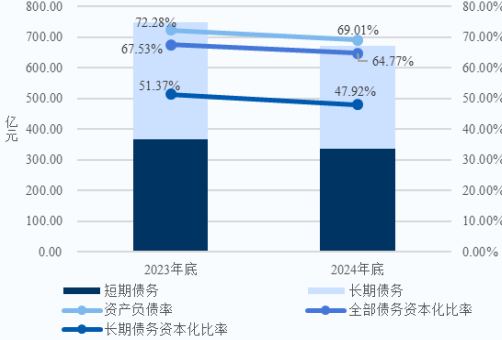


2023—2024 年公司现金流情况



■经营活动现金流量净额 ■投资活动现金流量净额 ■筹资活动现金流量净额

2023—2024 年末公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

| 债券简称                 | 发行规模     | 债券余额    | 到期日        | 特殊条款      |
|----------------------|----------|---------|------------|-----------|
| 21 希望六和 MTN001(乡村振兴) | 20.00 亿元 | 1.40 亿元 | 2026/03/19 | 调整票面利率，回售 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

| 债项简称                 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间       | 项目小组       | 评级方法/模型                                                                                    | 评级报告                 |
|----------------------|--------|--------|------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 21 希望六和 MTN001(乡村振兴) | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/06/28 | 杨恒 华艾嘉 王煜彤 | <a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">一般工商企业信用评级模型 V4.0.202208</a>       | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 希望六和 MTN001(乡村振兴) | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2021/03/12 | 刘丽红 李敬云    | <a href="#">一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a><br><a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：贺苏凝 [hesn@lhratings.com](mailto:hesn@lhratings.com)

项目组成员：李 明 [liming@lhratings.com](mailto:liming@lhratings.com)

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望六和”）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

公司原名为四川新希望农业股份有限公司，公司经四川省人民政府川府函〔1997〕260号文批准，于1998年3月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为14002.00万元。1998年3月11日和9月15日，公司向社会公众公开发行公众股3600.00万股和向内部职工发行内部职工股400.00万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011年12月，公司变更为现名。后历经多次股权转让、增资、可转换公司债券转股及库存股注销，2025年3月末，公司股本总额为45.26亿元，新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持有公司4.34%股份，通过“新希望—德邦证券—23希望E1担保及信托财产专户”（以下简称“财产专户”）和南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司20.63%和29.36%股份，是公司控股股东，刘永好先生为公司实际控制人（见附件1-1）。

根据公开信息，2025年3月末，新希望集团及南方希望所持新希望六和股份未质押；新希望集团以持有的部分新希望六和A股股票为标的（以下简称“标的股票”）用于发行“新希望集团有限公司2023年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）<sup>1</sup>”，标的股票被划入财产专户，并在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成标的股票的担保及信托登记，在前述可交换公司债券存续期间，新希望集团委托德邦证券股份有限公司作为受托管理人按照新希望集团的意愿代为行使表决权。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍以饲料生产和畜牧养殖为主，按照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。

2024年末，公司资产总额1179.14亿元，所有者权益合计365.45亿元（含少数股东权益108.88亿元）；2024年，公司实现营业收入1030.63亿元，利润总额4.83亿元。

2025年3月末，公司资产总额1179.44亿元，所有者权益合计362.69亿元（含少数股东权益105.38亿元）；2025年1—3月，公司实现营业收入244.17亿元，利润总额6.27亿元。

公司注册地址：四川省绵阳市国家高新技术产业开发区；法定代表人：刘畅。

## 三、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

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

<sup>1</sup> 该债券简称“23希望E1”，发行规模为65.00亿元，截至2025年6月12日，该债券余额为57.555亿元。

## 四、债券概况及募集资金使用情况

2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，本报告所跟踪债券正常付息，2025 年 3 月末，“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”债券余额 1.40 亿元，募集资金已全部使用，跟踪期内，该债券无变更募集资金用途的情况。

图表 1 • 2025 年 3 月末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     |
|----------------------|----------|----------|------------|--------|
| 21 希望六和 MTN001（乡村振兴） | 20.00    | 1.40     | 2021-03-19 | （3+2）年 |

资料来源：联合资信整理

## 五、行业分析

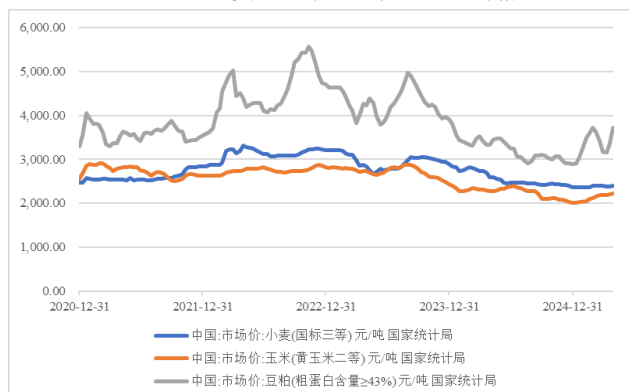
### 1 饲料行业

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

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

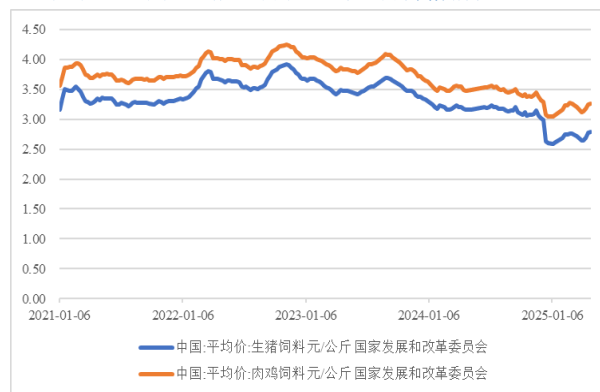
从供需两端看：供给方面，2024 年，全国工业饲料产量约 3.16 亿吨，主要品类变动有所差异，猪饲料、蛋禽饲料和水产饲料产量低于上年，肉禽饲料产量高于上年。需求端看，主要饲料品类的产量变化反映出下游养殖需求的分化。其中，受生猪存栏量调整的影响，猪料消费疲软；肉禽存栏量的上升带动了饲料需求；由于水产品价格长期低迷和极端天气频发，养殖户投苗积极性不高导致水产饲料需求减少。

图表2 • 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图表3 • 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

综合来看，原料成本趋稳与养殖端分化交织，促使饲料企业通过产品结构调整和成本优化来维持利润弹性。展望 2025 年，中国饲料行业预计延续“成本趋稳—供给微增—需求结构分化”的主线。一方面，原料端在国内粮食“连丰”与全球油籽增产并行的情景下，玉米与豆粕价格大概率保持区间震荡，配合国家豆粕减量行动计划扩容和替代蛋白规模化应用，原料成本压力整体可控；另一方面，供给端在头部企业产能爬坡与中小厂环保、资金约束加剧的此消彼长中，工业饲料总产量有望小幅回升，品类结构受下游景气度影响有所调整，行业集中度可能进一步提高；同时，需求端受“猪周期”底部修复推动，规模猪场补栏带动猪料消费温和回暖，肉鸡养殖有望维持相对稳健，水产养殖则主要受消费复苏程度影响。

## 2 生猪养殖行业

经历 2022 年以来的生猪产能持续震荡整理，2024 年，产能去化效果显现，猪价整体呈回升态势至 8 月后下行，同时饲料价格震荡下行，行业内企业盈利能力有所回升。2025 年一季度，活猪和猪肉价格继续下探。整体看，生猪行业市场价格对供需反应趋于迅速，但波幅趋于平缓。随着生猪产能去化初见成效，且行业在长期亏损后现金压力普遍较大，短期内产能扩建能力有限，有望推动猪周期逐步转入合理上行区间。同时也需关注，生猪养殖企业仍将长期面临原材料、动物疫病、环保等方面的成本控制挑战。随着集团化养殖企业占比提升，市场整体产能变化趋于稳定，猪周期造成的行业波动幅度有望进一步平滑。完整版行业分析详见《2025 年度养殖行业分析》。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

**跟踪期内，公司实际控制人未发生变化。**

2024 年末，公司实收资本由上年末 45.46 亿元小幅降至 45.26 亿元，实收资本变动主要包括因可转换公司债券转股增加股本 5234 股，以及库存股注销减少股本 1984.25 万股；控股股东和实际控制人未变化。

**公司作为农牧行业龙头企业，完成重大战略调整以来，业务聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大产业，在经营规模和产业话语权、技术研发等方面的竞争优势延续，农牧产业链一体化有助于疫病防控、成本控制和价格对冲，综合竞争实力强。**

公司自 2023 年完成重大战略调整<sup>2</sup>以来，转让了禽产业和食品深加工产业运营主体的控股权，保留了生猪屠宰业务并将其整合进猪产业事业群（以下简称“猪产业”），形成了聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大产业的控股业务组合，在经营规模和产业话语权、技术研发以及产业链一体化方面的突出竞争优势得以延续。

#### （1）规模优势

跟踪期内，公司饲料业务在国内饲料行业保持规模前列，依托规模优势的话语权，在与上下游对接中具备较强的议价能力；产品结构多元，所产饲料（根据饲喂动物分类）覆盖了禽料、猪料、水产料与反刍料等众多料种。2024 年，公司饲料总销量达 2596 万吨（其中外销料的销量为 2121 万吨），总销量约占全国总产量的 8.21%。同时，公司自 1999 年“出海”越南建立了第一家海外饲料公司至今约 25 年，2025 年 3 月末布局覆盖 15 个国家和地区，一方面利用当地农业资源降低采购和运输成本，另一方面有助于规避贸易壁垒，在核心布局的印尼、越南、埃及等东南亚国家，公司饲料销量已进入该国前四名，2024 年海外饲料销量达 526.49 万吨。

跟踪期内，公司猪产业的产能保持在 3800 万头/年，2024 年，公司生猪出栏数达 1652 万头（含仔猪和肥猪），出栏量相比上年下降 6.55%，出栏量位居国内上市公司第三名<sup>3</sup>。

#### （2）精细化技术研发

在中美贸易争端逐步升级的背景下，公司开展原料替代技术研究，积累了饲料豆粕减量替代的技术与方案。公司先后参与多项“十四五”国家重点研发计划、重点专项国际合作项目，创制非粮蛋白饲料新产品、替代玉米新型能量新产品，评估菌体蛋白、黑水虻等新型蛋白、棉粕、菜粕、棕榈粕等杂粕类，白酒糟、醋糟等糟渣类，木薯、大麦、高粱等多种饲料资源营养价值，研究相应原料在畜禽上的适宜添加量以及高值化应用技术，形成了一系列技术成果和应用方案。公司参与研发的“猪禽多元化日粮应用技术”入选农业农村部“饲料中豆粕减量替代典型案例”，有助于缓解国内蛋白饲料资源紧缺问题。

公司猪产业经历之前年度的快速拓展，逐步进入稳定运营期，持续推进养殖精细化改善，PSY（母猪年断奶仔猪数）、仔猪成活率等生产指标持续改善，2024 年末，公司母猪生产的平均 PSY 继续保持在 25 以上。同时，跟踪期内，公司逐步完善“金字塔+回交”双种猪体系，推动猪产业统一管理调配的回交猪生产和管理体系的建设，增加生产种猪的供给能力和调节能力，提升公司在应对动物疫病和极端行情冲击时的稳定性和经营调节的灵活性。

<sup>2</sup> 2022 年，公司向关联方成都天府兴新鑫农牧科技有限公司（以下简称“兴新鑫农牧”，公司持股 40%）出售川渝地区 11 个猪场项目公司股权，交易金额 9.26 亿元（包含股权转让价款 4.29 亿元和债权转让价款 4.97 亿元）；2023 年，公司将旗下禽产业链运营主体山东中新食品集团有限公司（以下简称“山东中新食品”）51%股权作价 27.00 亿元转让予中国牧工商集团有限公司，将旗下食品深加工业务运营主体德阳新希望六和食品有限公司（以下简称“德阳新希望”）67%股权作价 15.01 亿元转让予新希望集团全资控股的海南晟宸投资有限公司（以上合称股权处置交易），评估增值率分别为 232.67%和 230.35%；同时，规划向兴新鑫农牧进一步出售川渝地区 7 个猪场项目公司股权，交易金额 13.17 亿元（包含股权转让价款 1.11 亿元和债权转让价款 12.06 亿元）。

<sup>3</sup> 排名前 2 名的上市公司分别为牧原食品股份有限公司和温氏食品集团股份有限公司。

### （3）产业链一体化优势

公司已形成“饲料生产与销售、养殖、屠宰、渠道销售为一体”的产业链一体化经营模式，生猪养殖行业周期性波动大，产业链一体化有助于缓解生猪价格下行对公司整体业绩的不良影响，并提升疫病防控能力。

公司饲料业务（按照营养成分）涵盖了预混料、浓缩料和配合料三大类，预混料与浓缩料既对内部的配合料厂供应，也对外部市场销售，所产饲料除向外部市场销售外，所产猪料也对下游合同养殖户和自有养殖场供应。一方面，公司生猪养殖的饲料采购基本实现闭环，有助于降低养殖成本、加强疫病防控、控制饲料库存风险；另一方面，禽畜价格下行可能意味着社会上的畜禽养殖量处于相对高位，公司饲料业务受益，也能够相对平滑养殖周期性波动的影响。此外，公司在生猪养殖的下游环节配备屠宰加工能力，与养殖环节也能够形成价格对冲。

综上所述，公司的农牧产业链一体化有助于疫病防控、成本控制、价格对冲等方面提升公司的市场竞争力。

#### 公司本部无不良信贷记录。

从历史信用记录看，根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（授信机构版）》，截至2025年4月16日，公司本部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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2025年6月24日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

## （二）管理水平

#### 跟踪期内，公司内控管理体系延续，实际控制人因换届卸任董事职务，部分董事、监事及高管人员调整。

跟踪期内，公司治理结构、内控管理体系、主要管理制度未发生重大变化。

根据董事会会议决议公告，截至2025年4月末，公司聘任新一届高级管理人员，包括总裁陶玉岭先生，副总裁晏秋波先生、王维勇先生（兼人力资源总监）、李爽先生（兼工程与设备运营总监），财务总监史涵女士，投资发展总监王普松先生，董事会秘书赵亮先生。

人员变动方面：根据《2024年年度报告》，公司实际控制人刘永好先生因董事会换届卸任了董事职务，刘永好先生现年74岁，担任新希望集团董事长、中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）副董事长、全球川商总会会长等职务，为第十四届全国政协委员，中国上市公司协会副会长。此外，王航先生因董事会换届卸任了董事职务；蔡曼莉女士因董事会换届卸任了独立董事职务；张明贵先生因董事会换届卸任了总裁职务；兰佳先生因董事会换届卸任了董事会秘书、首席战略投资官职务；陈焕春先生因个人原因辞去了担任的独立董事职务；王永秀先生因退休辞去了担任的职工代表监事职务；其他人事及人员变动详见下表。

图表 4 • 公司 2024 年报披露的董事、监事、高级管理人员变动情况

| 姓名  | 担任的职务      | 类型    | 日期               | 原因   |
|-----|------------|-------|------------------|------|
| 杨芳  | 董事         | 被选举   | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 陶玉岭 | 董事、总裁      | 被选举   | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 周伯平 | 董事         | 被选举   | 2024 年 05 月 30 日 | 工作调动 |
| 彭龙  | 独立董事       | 被选举   | 2024 年 05 月 30 日 | 工作调动 |
| 谢佳扬 | 独立董事       | 被选举   | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 庞允东 | 监事         | 被选举   | 2024 年 08 月 26 日 | 工作调动 |
| 晏秋波 | 副总裁        | 聘任    | 2024 年 03 月 11 日 | 工作调动 |
| 王维勇 | 副总裁、人力资源总监 | 聘任    | 2024 年 12 月 02 日 | 工作调动 |
| 李爽  | 副总裁        | 聘任    | 2024 年 03 月 11 日 | 工作调动 |
| 赵亮  | 董事会秘书      | 聘任    | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 刘永好 | 董事         | 任期满离任 | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 王航  | 董事         | 任期满离任 | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |

| 姓名  | 担任的职务         | 类型    | 日期               | 原因   |
|-----|---------------|-------|------------------|------|
| 蔡曼莉 | 独立董事          | 任期满离任 | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 张明贵 | 总裁            | 任期满离任 | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 兰佳  | 董事会秘书、首席战略投资官 | 任期满离任 | 2025 年 04 月 03 日 | 换届   |
| 陈焕春 | 独立董事          | 离任    | 2024 年 05 月 30 日 | 个人原因 |
| 王永秀 | 监事            | 离任    | 2024 年 08 月 26 日 | 退休   |

资料来源：公司 2024 年年报

截至2025年4月末，公司董事长为刘畅女士，45岁，高级工商管理硕士（EMBA），曾任四川新希望农业股份有限公司办公室主任、新希望乳业股份有限公司（以下简称“新希望乳业”）办公室主任、公司董事等职务，现任公司董事长、新希望投资集团有限公司（以下简称“新希望投资集团”）董事长、新希望集团董事、南方希望董事、新希望乳业董事、消费品论坛（CGF）全球董事会成员；公司总裁为陶玉岭先生，51岁，华中农业大学淡水渔业专业本科学士，EMBA，曾任公司京津冀片区总经理、华北片联总裁，山东经营特区总裁、禽 BU 总裁、猪产业新海纵队总裁、猪产业事业群总裁、公司副总裁，现任公司董事、总裁。

### （三）重大事项

#### 拟向特定对象发行股票募集资金事项

公司拟向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过38亿元，用于猪场生物安全防控及数智化升级项目以及偿还银行债务。公司本次向特定对象发行股票事项尚需通过深交所审核，并经中国证券监督管理委员会同意注册后方可实施。

图表 5 • 本次向特定对象发行 A 股股票募集资金使用计划（单位：万元）

| 序号 | 项目名称             | 项目投资金额    | 拟投入募集资金   |
|----|------------------|-----------|-----------|
| 1  | 猪场生物安全防控及数智化升级项目 | 343055.47 | 270000.00 |
| 2  | 偿还银行债务           | 110000.00 | 110000.00 |
| 合计 |                  | 453055.47 | 380000.00 |

资料来源：《新希望六和股份有限公司2023年度向特定对象发行股票募集说明书（修订稿）》

#### 基于聚焦核心主业的发展战略并回收资金，进一步推进股权处置及资产盘活

2024年12月，公司发布公告称，为进一步优化产业发展战略，聚焦核心主业，控股子公司山东新希望六和集团有限公司与新希望投资集团（实际控制人为刘永好先生）签署《股份转让协议》，拟转让公司旗下参股公司——青岛大牧人机械股份有限公司<sup>4</sup>（以下简称“青岛大牧人”）25.875%的股份，该交易作价3.98亿元；公司与拉萨经济技术开发区新陆实业有限公司（实际控制人为刘永好先生）签署《股份转让协议》，拟转让公司持有的民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”）3.392%的股份，该交易作价4.17亿元；公司及公司的控股子公司四川新希望六和农牧有限公司（以下简称“六和农牧”）分别与海南锦麟投资有限公司（实际控制人为刘永好先生）签署《股权转让协议》，转让公司持有的海南新希望农业有限公司100%的股权及四川农牧持有的南昌国雄饲料科技有限公司（以下简称“国雄饲料”）100%的股权、南宁国雄科技有限公司100%的股权、重庆国雄饲料有限公司100%的股权、重庆希望饲料有限公司100%的股权、郴州希望饲料有限公司100%的股权，上述交易作价1.94亿元。

前述交易已经临时股东大会审议通过，其中民生人寿和国雄饲料尚未完成交易及工商变更，青岛大牧人等6家公司的转让已经完成工商变更。联合资信将对上述交易的后续进展予以关注，上述交易若顺利完成，会给公司带来一定资金回流及处置收益。

### （四）经营方面

#### 1 经营概况

2024 年，公司主营业务进一步聚焦于饲料和猪产业，由于上年转让部分业务板块以及猪料销售承压，营业收入有一定回落，猪价回暖带动猪产业毛利率转正，主业盈利能力相比上年改善。

战略调整完成后，公司形成了饲料和猪产业（生猪养殖与屠宰）为核心的业务组合，2024年，两大板块合计贡献营业收入和毛利润的96.15%和92.56%，主业集中度高。

<sup>4</sup> 该企业申请深交所主板 IPO 事项，于 2024 年 3 月，由于该企业提交撤回申请而终止。

2024年，公司实现营业收入1030.63亿元，同比下降27.27%，主要由于2023年末转让了白羽肉禽和食品深加工板块的控股权；其次，前期生猪产能及存栏量持续去化给国内猪料的销售带来一定压力，公司饲料收入同比下降15.48%；但同时，猪价整体表现优于上年，抵消了生猪销量小幅回落的影响，猪产业收入相比上年可比口径<sup>5</sup>增长7.19%。同年，公司综合毛利率为6.71%，主业盈利相比上年有所改善，主要受益于饲料成本下行、猪价回暖上涨使养殖环节盈利明显改善，猪产业毛利率有明显恢复；此外，原材料价格下行，叠加公司从原料采购、配方研发、营销转型等方面推进对成本端的优化，饲料毛利率小幅回落，仍处稳健态势。

2025年1—3月，公司实现营业收入同比小幅增长2.13%，主要源于饲料业务收入小幅提升；综合毛利率明显高于上年同期，其中饲料毛利率有所提升，猪产业毛利率提升明显、当期实现毛利率转正。

图表 6 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2022 年  |         |        | 2023 年  |         |        | 2024 年  |         |        | 2025 年 1—3 月 |         |        |
|------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------------|---------|--------|
|      | 收入      | 占比      | 毛利率    | 收入      | 占比      | 毛利率    | 收入      | 占比      | 毛利率    | 收入           | 占比      | 毛利率    |
| 饲料   | 791.78  | 55.95%  | 6.48%  | 812.79  | 57.36%  | 5.25%  | 686.98  | 66.66%  | 4.90%  | 164.54       | 67.39%  | 5.38%  |
| 猪产业  | 223.97  | 15.83%  | 13.60% | 213.02  | 15.03%  | -7.25% | 303.98  | 29.49%  | 9.97%  | 69.94        | 28.64%  | 14.34% |
| 禽产业  | 181.48  | 12.82%  | 3.17%  | 194.15  | 13.70%  | 3.25%  | --      | --      | --     | --           | --      | --     |
| 食品   | 108.51  | 7.67%   | 8.75%  | 116.72  | 8.24%   | 2.74%  | --      | --      | --     | --           | --      | --     |
| 商贸   | 102.40  | 7.24%   | -5.30% | 70.78   | 4.99%   | -0.63% | --      | --      | --     | --           | --      | --     |
| 其他   | 6.93    | 0.49%   | 34.19% | 9.57    | 0.68%   | 28.42% | 39.67   | 3.85%   | 12.97% | 9.69         | 3.97%   | 16.81% |
| 合计   | 1415.08 | 100.00% | 6.64%  | 1417.03 | 100.00% | 2.75%  | 1030.63 | 100.00% | 6.71%  | 244.17       | 100.00% | 8.40%  |

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2.2022—2023 年将屠宰业务计入食品板块，2024 年将屠宰业务重分类至猪产业板块  
资料来源：公司提供

从公司产品销售的区域分布来看，2024年，公司国内和国外销售收入占比分别为80.56%和19.44%，其中国外销售收入较为稳定，国内销售收入同比下降31.73%；从销售模式来看，公司经销收入为主，占比56.39%。

采购集中度方面，2024年，公司前五名供应商合计采购金额162.19亿元，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例19.48%，前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额比例4.44%，公司采购集中度不高。

客户集中度方面，2024年，公司前五名客户合计销售金额94.47亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例9.17%，前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额比例仅7.35%，其中关联方销售有所提升，主要源于饲料业务对2023年末被出让股权的禽产业及食品产业经营主体（主要为山东中新食品及其他控股子公司）的供应，公司销售集中度较低，但分散的客户结构对公司客户维护和管理有较高要求。

## 2 饲料

2024 年，公司饲料原料采购成本整体下降，配方结构优化，规模化养殖趋势下，采用原料加成模式的直采客户比重逐步提升；受下游生猪养殖产能去化影响，产量整体有所回落，但海外产量保持增长，整体产销率保持高位。

### （1）采购

跟踪期内，公司的主要采购物料、采购模式和结算方式均无重大变化，采购模式仍采取总部集中采购、总部与区域协同采购、区域自采相结合的模式，饲料采购可获得一定账期（基本是1个月左右）。

图表 7 • 公司三种采购模式对应的主要采购品类

| 采购模式      | 主要采购品类                                                      |
|-----------|-------------------------------------------------------------|
| 总部集中采购    | 氨基酸、矿物质、维生素、药物、功能性添加剂、动物蛋白（鱼粉、乳清粉、血球、血浆、进口肉骨粉等）             |
| 总部与区域协同采购 | 进口类原料（进口玉米、高粱、大麦、DDGS 等）、能量类原料（玉米、国产 DDGS、玉米蛋白粉等）和植物蛋白类原料（豆 |
| 区域自采      | 除上述外的其他品类                                                   |

资料来源：公司提供

玉米、豆粕等主要原料价格受国内外宏观经济形势、国际贸易关系、各国主粮产区收成及天气状况等多因素影响，可能存在波动性。2024年，公司饲料所用的原材料整体呈现下行态势，成本端压力较上年有所缓解。此外，为应对原材料的市场供应、市场价

<sup>5</sup> 2023 年，猪产业（含屠宰）实现收入合计 283.60 亿元，毛利率为-7.04%。

格（尤其进口原料）等方面的变化，公司动态调整饲料配方、优化采购成本。

图表 8 • 2022—2024 年主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

| 类别  | 2022 年  |       | 2023 年  |       | 2024 年  |       |
|-----|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|     | 采购量     | 采购均价  | 采购量     | 采购均价  | 采购量     | 采购均价  |
| 玉米  | 875.52  | 2769  | 805.44  | 2844  | 734.91  | 2394  |
| 豆粕  | 382.76  | 3938  | 431.49  | 4424  | 311.61  | 3552  |
| 花生粕 | 21.72   | 4362  | 12.33   | 4490  | 13.62   | 3513  |
| 赖氨酸 | 19.00   | 6282  | 20.42   | 6186  | 16.02   | 5862  |
| 棉粕  | 9.18    | 4483  | 6.28    | 6109  | 5.23    | 3134  |
| 蛋氨酸 | 4.07    | 18492 | 3.54    | 17161 | 4.34    | 18557 |
| 小麦  | 148.40  | 2926  | 294.35  | 2793  | 140.82  | 2484  |
| 合计  | 1460.65 | -     | 1573.85 | -     | 1226.55 | -     |

资料来源：公司提供

## （2）生产

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产”模式。国内饲料产业竞争较为激烈，行业已呈现趋于成熟、稳定的格局，公司饲料产业在除中国以外的地区发展逐步显现规模。由于各类饲料的产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计，2024年末，公司饲料产能有所回落，其中国内主动关停部分产能导致产能同比下降约13%，海外产能同比增长约20%。2024年，受下游生猪养殖行业需求影响，公司饲料产量也呈现回落态势，主要源于国内产量下降，海外产量较快增长，公司综合产能利用情况与上年基本持平。

图表 9 • 公司饲料业务产能、产量及产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨）

| 项目 | 2022 年 |      |        | 2023 年 |      |        | 2024 年 |      |        |
|----|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|
|    | 产能     | 产量   | 产能利用率  | 产能     | 产量   | 产能利用率  | 产能     | 产量   | 产能利用率  |
| 国内 | 4575   | 2392 | 52.28% | 5076   | 2405 | 47.38% | 4560   | 2081 | 45.64% |
| 海外 | 666    | 430  | 64.61% | 667    | 469  | 70.40% | 799    | 532  | 66.58% |
| 合计 | 5241   | 2822 | 53.85% | 5743   | 2874 | 50.05% | 5359   | 2613 | 48.76% |

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

## （3）销售

跟踪期内，公司饲料销售模式、结算模式方面无重大变化，除供应自身养殖业务外，饲料的下游需求主要源于经销商采购和面向规模化养殖户直接采购，其中经销模式占饲料外销的比重约65%，相比上年下降约5个百分点，面向下游的结算仍主要采取现款现货的信用政策。

公司销售定价模式主要有三类：①代工客户（直采为主）模式，售价按“原料成本+代工费+损耗”核算，通常每5日/10日由品管根据当期库存价、执行配方核算报价，双方沟通原料价格及配方后的售价执行至下一个报价日；②市场客户（经销商为主）模式，售价综合考量原料行情、养殖市场行情、竞争策略而制定；③大客户（直采）模式，根据具体合作协议执行，综合代工定价模式和市场化定价等方式。规模化养殖趋势下，采用原料加成模式的直采客户比重逐步提升。

2024年，公司饲料产品销量有所回落，由于原料价格整体下行，主要品类的饲料均价不同程度回落。其中，猪饲料销量同比下降约22%，主要受国内生猪养殖行业去产能影响；禽饲料和水产料销量较上年小幅回落2%左右。基于公司“以销定产”模式，公司饲料产品整体的产销率保持在99%以上。

分区域看，2024年，公司饲料销售按销量来看，相对集中的分布于海外区域以及国内的华东、华南区域，占比分别为20.28%、39.76%和12.71%；其余地区的销售分部相对均衡，占比在2.9%~8.4%之间。

图表 10 • 公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

| 类别  | 2022 年 |         | 2023 年 |         | 2024 年 |         |
|-----|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|     | 销量     | 销售均价    | 销量     | 销售均价    | 销量     | 销售均价    |
| 禽饲料 | 1526   | 3538.80 | 1522   | 3599.59 | 1496   | 3111.11 |

|     |      |         |      |         |      |         |
|-----|------|---------|------|---------|------|---------|
| 猪饲料 | 1070 | 3652.40 | 1113 | 3543.62 | 867  | 3047.59 |
| 水产料 | 178  | 4746.20 | 171  | 5107.22 | 169  | 4759.80 |
| 其他料 | 68   | 3555.20 | 70   | 4405.50 | 64   | 4662.39 |
| 合计  | 2842 | --      | 2876 | --      | 2596 |         |

注：表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源：公司提供

### 3 猪产业

2024 年，公司持续优化种猪和育肥管理，养殖成本实现压降；生猪销售适应市场变化，仔猪销量提升明显，生猪价格整体表现优于上年，猪产业利润空间改善。

#### （1）养殖

公司生猪养殖业务覆盖种猪生产和商品猪生产。①种猪生产方面，公司现已建立起以外三元杂交为主、PIC 五元配套系为辅的双系“金字塔”育种体系，同时建立了回交育种体系，增加生产种猪的供给和调节能力，提升公司在应对生猪疫病和极端行情时的经营稳定性与快速响应能力。②商品猪育肥方面，公司养殖模式仍以“公司+农户”合作养殖为主、一体化自养为辅，2024年末一体化自养比重较上年末有所提升，自育肥猪与放养肥猪存栏量比例约为35:65。

跟踪期内，公司生猪养殖产能保持稳定，2025年3月末仍为3800万头/年，2024年和2025年一季度生猪出栏数分别为1652.49万头和418.94万头。公司生猪养殖成本以饲料、苗猪、寄养费、药品及疫苗、人工等成本为主，其中饲料成本仍为养殖业务第一大成本，猪产业所需的饲料仍可全部由公司内部提供。

自营（含自养）方面：2024年末，公司建成及在建的种猪场产能（按照母猪产床规模统计）、建成及在建的自育肥场产能较上年末基本持平。2025年4月末，公司能繁母猪存栏数量由2024年4月末的72万头升至76万头，生猪存栏量由580万头降至550万头。

合作养殖方面：2024年末，公司在养肥猪投放存栏的合作放养农户为1439户，较上年末下降约21%，养户平均规模基本与上年末持平，养殖存栏规模的结构变化不大，规模在1001~3000头之间的农户数占比最为集中。2024年末，公司1000头以下的合作农户数约占8%，1001~3000头之间的农户数约占58%，3001~5000头之间的农户约占23%，5001头以上的农户约占11%；农户区域分布占比有小幅变化，东部区农户数占比上升3.4个百分点至22%，西南区农户数占比下降4.4个百分点至13%，中南区农户数占比最大为44%。养殖农户一旦出现违反合同约定情形，将承担较高失信风险并损失养殖押金，跟踪期内，由于养殖农户违约行为导致的损失情况处于较低水平。

成本优化方面：种猪环节，公司在种猪环节重点关注优化后备猪配种管理与妊娠母猪饲喂管理，前者使后备猪转固日龄持续降低，2024年平均转固日龄逼近220天，同比降低近30天，后者使妊娠母猪的饲喂更加精准，助力仔猪断奶成本的降低；育肥猪环节，2024年公司对北方部分受重大生猪疾病影响较多的自营场线，以及部分放养合作户做了正压通风改造等防疫设施设备改造，减少死淘损失，助力该区域产出能力的提升和养殖成本的压降，同时逐步提高自育肥比例。上述措施叠加作用下，公司多项生产指标和成本数据持续优化。2024年，公司养猪全年平均窝均断奶数达到10.8头（较上年增加0.3头），全年平均PSY达到24.7，（较上年增加1.7），全年平均断奶成本290元/头（较上年下降90元/头），全年平均育肥成活率达到92%（较上年增加3个百分点），全年平均料肉比达到2.67（较上年降低0.12）。

图表 11 • 公司生猪养殖业务产能及产量情况（单位：万头/年、万头）

| 项目   | 2022 年 |         |        | 2023 年 |         |        | 2024 年 |         |        |
|------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
|      | 产能     | 产量      | 产能利用率  | 产能     | 产量      | 产能利用率  | 产能     | 产量      | 产能利用率  |
| 生猪养殖 | 3800   | 1461.39 | 38.46% | 3800   | 1768.24 | 46.53% | 3800   | 1652.49 | 43.49% |

资料来源：公司提供

#### （2）销售

跟踪期内，公司生猪销售模式和结算方式无重大变化，猪产业的销售模式仍为“量价统筹、随行就市”，结算方式仍以现款现货为主；销售渠道方面，除了部分出栏生猪可以输送到体系内屠宰厂宰杀外，其它出栏生猪可通过公司研发的“聚宝猪”生猪交易平台实现销售。

2024年，公司生猪销量随着出栏量回落而有所下降，产销率维持在100%，仔猪和肥猪销量分别为300.20万头和1352.29万头（上年分别为166万头和1602万头）；其中仔猪销量同比大幅提升，系公司为丰富产品线和提升周转效率，根据市场变化及自身经营情

况，适时出售部分种仔猪，并根据肥猪和仔猪的价格走势差异调整仔猪出售力度，完善仔猪分级出售，以期实现销售价值最大化。同年，生猪养殖行业产能去化推动价格转向上行，生猪价格全年呈现“先升后降”走势，整体表现优于上年；实现营业收入235.43亿元（因涉及向内部屠宰厂销售产生抵减，与每月生猪销售情况简报中的累计销售收入相比较小），较上年增长10.52%。

图表 12 • 公司生猪养殖业务主要产品销售情况（单位：万头、元/公斤）

| 项目   | 2022 年  |       |         | 2023 年  |       |         | 2024 年  |       |         |
|------|---------|-------|---------|---------|-------|---------|---------|-------|---------|
|      | 销量      | 均价    | 产销率     | 销量      | 均价    | 产销率     | 销量      | 均价    | 产销率     |
| 生猪养殖 | 1461.39 | 18.10 | 100.00% | 1768.24 | 14.60 | 100.00% | 1652.49 | 16.30 | 100.00% |

资料来源：公司提供

### （3）屠宰

跟踪期内，公司屠宰分割业务仍沿用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式，主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式。公司根据上游养殖环节在不同区域的布局规模情况，每年所屠宰生猪源于自身养殖场的出栏肥猪以及于市场上收购的其他养殖场的肥猪，2024年末，公司在北京、辽宁、河北、山东、陕西等地形成了养猪与屠宰的产能配套。2024年，公司外部采购比重相比之前年度有所提升，主要基于控制采购成本以及运输距离、途损、途亡等因素的考虑，公司增加近距离生猪采购（200KM 以内）。

2024年末，公司屠宰产能保持稳定。2024年，公司共屠宰生猪278万头，受市场消费乏力影响，生猪屠宰量较上年（396万头）下降29.80%，生鲜猪肉产量较上年下降17.62%。

图表 13 • 公司屠宰分割业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

| 项目   | 2022 年 |       |        | 2023 年 |       |        | 2024 年 |       |        |
|------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
|      | 产能     | 产量    | 产能利用率  | 产能     | 产量    | 产能利用率  | 产能     | 产量    | 产能利用率  |
| 生鲜猪肉 | 60.00  | 34.60 | 57.67% | 60.00  | 46.54 | 77.57% | 60.00  | 38.07 | 63.45% |

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，公司持续优化渠道结构，生鲜猪肉产销率处于高水平，产销率持续高于100%，主要系公司部分屠宰产线外购生猪所致。2024年，公司生鲜猪肉销售均价同比提升，主要源于跟随市场价格变动。跟踪期内，公司屠宰业务销售结算周期仍为30天左右。

图表 14 • 公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨）

| 项目   | 2022 年 |      |         | 2023 年 |      |         | 2024 年 |      |         |
|------|--------|------|---------|--------|------|---------|--------|------|---------|
|      | 销量     | 均价   | 产销率     | 销量     | 均价   | 产销率     | 销量     | 均价   | 产销率     |
| 生鲜猪肉 | 40.11  | 1.95 | 115.94% | 48.00  | 1.65 | 103.14% | 40.42  | 1.93 | 106.17% |

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

## 4 关联交易

2024 年，公司关联采购占比低，关联销售占比有所提升，系向 2023 年出表的禽产业（参股）按照市场价的定价原则延续饲料供应，年末在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）的存款余额较多，但贷款余额相对有限。

根据《关于签订日常关联交易框架协议暨对2025年度日常关联交易进行预计的公告》，公司与以下关联人及其下属企业之间发生的产品购销行为构成关联交易，日常关联交易事项主要包括：2025年，公司向各关联人及其下属企业购买肉制品、养殖设备、饲料原料等产品的金额不超过37.36亿元，2024年同类交易实际发生总金额为34.11亿元（占营业成本3.55%）；接受各关联人及其下属企业提供的劳务不超过10.65亿元，2024年同类交易实际发生总金额为5.07亿元；向关联人承租资产不超过1000万元，2024年同类交易实际发生总金额为600.19万元；向关联人出租资产不超过2500万元，2024年同类交易实际发生总金额为1485万元；向各关联人及其下属企业销售饲料、肉制品、包装物、配件等产品的金额不超过74.14亿元，2024年同类交易实际发生总金额为80.36亿元（连同提供劳务金额合计占营业收入8.29%，主要为向山东中新食品<sup>6</sup>及其控股子公司销售饲料及饲料原料，根据公告按照市场价的定价原则开展）。

<sup>6</sup> 2024 年末，山东中新食品资产总额和所有者权益分别为 46.65 亿元和 18.90 亿元，2024 年实现营业收入和净利润分别为 221.64 亿元和 1.30 亿元。

图表 15 • 公司关联企业情况

| 关联企业                                         | 情况说明             |
|----------------------------------------------|------------------|
| 新希望乳业                                        | 公司董事长刘畅控制的企业     |
| 草根知本集团有限公司及其控股子公司、新希望五新实业集团有限公司、德阳新希望及其控股子公司 | 与公司受同一实际控制人控制的企业 |
| 兴源环境科技股份有限公司                                 | 公司董事担任董事的企业      |
| 山东中新食品及其控股子公司、成都天府兴新鑫农牧科技有限公司及其控股子公司         | 公司联营企业，公司高管担任董事  |

资料来源：《关于签订日常关联交易框架协议暨对 2025 年度日常关联交易进行预计的公告》

2024年末，公司在财务公司（新希望集团和公司分别持股42.54%和34.00%）存款余额为35.02亿元，存款利率范围为0.35%~2.25%，存款余额占货币资金余额比例为40.25%；贷款余额12.91亿元，贷款利率范围为1.88%~4.00%。公司与财务公司签订的《金融服务协议》规定，公司及下属子公司在财务公司的每日最高存款余额上限100.00亿元，财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度130.00亿元。

## 5 经营效率

2024 年，公司经营效率指标表现符合行业特征。

2024年，公司营业总收入回落，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数相应回落，较上年分别下降了17.70次、0.83次和0.23次。相比同行业上市公司，由于农牧行业特征，账期相对其他行业较短，应收账款周转效率整体较高；存货周转率相对较快，总资产周转率与可比企业差异不显著。整体看，公司经营效率指标有所回落，指标表现符合行业特征。

图表 16 • 2024 年同行业上市企业经营效率情况（单位：次）

| 公司名称         | 主要经营业务        | 应收账款<br>周转率 | 存货<br>周转率 | 总资产<br>周转率 | 公司名称         | 主要经营业务       | 应收账款<br>周转率 | 存货<br>周转率 | 总资产<br>周转率 |
|--------------|---------------|-------------|-----------|------------|--------------|--------------|-------------|-----------|------------|
| 温氏食品集团股份有限公司 | 禽类、生猪养殖业务     | 195.48      | 4.36      | 1.12       | 江西正邦科技股份有限公司 | 饲料、生猪养殖及兽药业务 | 86.69       | 4.67      | 0.49       |
| 牧原食品股份有限公司   | 一体化的生猪产业链     | 691.42      | 2.66      | 0.72       | 广东海大集团股份有限公司 | 饲料业务         | 54.80       | 9.58      | 2.47       |
| 天邦食品股份有限公司   | 生猪养殖及猪肉制品加工业务 | 335.18      | 4.14      | 0.63       | 公司           | 饲料、生猪养殖业务    | 91.97       | 8.00      | 0.83       |

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据  
资料来源：Wind

## 6 未来发展

公司聚焦饲料与生猪两大主业，由饲料、海外、猪产业三大单元协同拓展国内外市场，整体策略围绕“做大做强、做精专业、降本增效”，力求饲料稳健增长、海外突破扩张、猪产业恢复盈利。

自2024年起，出售白羽肉禽与食品深加工业务的控股权后，公司把经营重点收拢于饲料和生猪养殖与屠宰两大领域，通过饲料产业 BU、海外 BU、猪产业事业群三大单元共同推进国内外市场。

饲料 BU 的战略目标是“稳健增长”，重点关注“提升规模、强化专业、激活团队”三方面战略路径。①扩大规模：继续发挥禽料传统优势，带动产能利用率提升，并为其他料种提供效率支撑。②强化专业：围绕规模化养户的新需求——猪料深耕中小场、水产料聚焦特水料——通过引进人才、建设专线优化产品结构并提升盈利。③激活团队：实施过程考核、红蓝旗竞赛和末位淘汰，选拔人才；同时与海外业务联动，为人才提供轮岗和拓展机会。

海外 BU 的战略目标是“突破增长”，重点关注“聚焦核心、能力突破、拓展产能”三方面战略路径。①聚焦核心：主攻印尼、越南、埃及、孟加拉、菲律宾、缅甸等重点国家，专注饲料主业及当地优势料种。②能力提升：结合国内研发经验，加快提高海外产品力，尤其是水产料。③扩充产能：在核心市场通过新建、并购、租赁或合作等方式增加产能，支撑规模与利润扩张。

猪产业的战略目标是“修复增长”，从“养好”猪向养“好猪”逐步升级，重点关注“灵活经营、持续降本、提升人效”三方面战略路径。①灵活经营：在控制适度育肥规模、提升母猪存栏的基础上，根据市场行情在自育肥与仔猪销售之间灵活切换。②持续降本：短期对标行业标杆，夯实基础管理；中长期通过优化种猪品质挖掘降本空间。③提升人效：完善流程、提升技能，引入自动化和数字化手段，提高出栏人猪比。

公司在建项目主要围绕生猪养殖进行，后续仍面临一定资金支出需求；公司动态调整投资节奏，2025 年资本支出压力不大，但需关注项目投产后回报是否与预期相符。

公司主要在建项目（如下）均为猪舍及附属设施，整体布局较为分散，资金来源均为自筹资金。2025年3月末，公司主要在建项目计划投资额合计45.27亿元，累计完成投资22.50亿元，未来尚需投资22.77亿元，公司计划根据外部经营环境和的变化，动态调整投资节奏，2025年4—12月计划投入0.86亿元。考虑到生猪养殖产业属于重资产属性，且受供需动态变化影响，生猪价格存在周期性波动，未来可能面临投资回报不达预期的风险。

图表 17 • 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目/设备名称                     | 资金来源 | 总投资  | 2025 年 3 月末累计投入 | 投资规划          |        |
|-----------------------------|------|------|-----------------|---------------|--------|
|                             |      |      |                 | 2025 年 4—12 月 | 2026 年 |
| 广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目       | 自筹资金 | 5.78 | 2.70            | 0.02          | 3.06   |
| 福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏 30 万头生猪养殖项目 | 自筹资金 | 6.22 | 5.55            | 0.45          | 0.22   |
| 江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏 30 万头生猪养殖项目 | 自筹资金 | 6.00 | 4.03            | 0.08          | 1.89   |
| 安徽五河长淮园艺场年出栏 30 万头生猪养殖项目    | 自筹资金 | 4.00 | 3.42            | 0.08          | 0.50   |
| 山东利津李村屋子年出栏 30 万头生猪养殖项目     | 自筹资金 | 4.85 | 1.42            | 0.05          | 3.38   |
| 天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目       | 自筹资金 | 4.60 | 1.30            | 0.05          | 3.25   |
| 河北巨鹿项目年出栏 30 万头生猪养殖项目       | 自筹资金 | 4.18 | 2.01            | 0.08          | 2.09   |
| 溧阳年出栏量 15 万头生猪养殖项目          | 自筹资金 | 4.21 | 0.55            | 0.03          | 3.63   |
| 诸城皇华镇年出栏 30 万头生猪项目          | 自筹资金 | 5.43 | 1.52            | 0.02          | 3.89   |

注：广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目、天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目和溧阳年出栏量 15 万头生猪养殖项目目前均处于停工状态。目前，公司结合发展战略综合研判，对部分项目工程建设进度进行调控，未来，公司将再结合行业情况商讨对此类项目继续推进  
资料来源：根据公司提供资料整理

## （五）财务方面

公司提供了2024年度财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2025年一季度财务数据未经审计。

合并范围变动方面：2024年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司50家；相比上年末新增11家纳入合并范围的子公司，均为2024年投资设立，减少25家子公司，其中9家子公司由于股权处置而出表，其余均由于注销而出表。2025年3月末，公司相比上年末新增4家纳入合并范围的子公司，减少6家子公司。考虑到公司2023年转让了禽产业和食品深加工产业运营主体的控股权，对2024年利润表和现金流量表数据的可比性产生一定影响。

### 1 主要财务变化

#### （1）资产质量

2024 年末，公司资产规模有所回落，主要源于股权转让款部分回收、库存降低以及货币资金下降，非流动资产占比有所提升，资产整体偏重；货币资金储备仍较高，持有一定规模生物资产，由于市场价格存在波动性而面临一定减值风险，持有中国民生银行等优质金融资产，产生投资收益对公式利润形成良好支撑；综合看，公司资产流动性和质量较好。

2024年末，公司资产总额较上年末下降9.02%，资产偏重（非流动资产占81.08%），其中流动资产和非流动资产较上年末分别下降28.38%和2.90%，流动资产下降主要由于货币资金、其他应收款和存货均有回落，非流动资产规模平稳。

图表 18 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 项目   | 2023 年末 |       | 2024 年末 |       | 2025 年 3 月末 |       |
|------|---------|-------|---------|-------|-------------|-------|
|      | 金额      | 占比（%） | 金额      | 占比（%） | 金额          | 占比（%） |
| 流动资产 | 311.42  | 24.03 | 223.06  | 18.92 | 225.54      | 19.12 |
| 货币资金 | 108.50  | 34.84 | 86.99   | 39.00 | 83.35       | 36.95 |

|              |                |               |                |               |                |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 存货           | 133.16         | 42.76         | 107.32         | 48.11         | 106.41         | 47.18         |
| <b>非流动资产</b> | <b>984.68</b>  | <b>75.97</b>  | <b>956.08</b>  | <b>81.08</b>  | <b>953.90</b>  | <b>80.88</b>  |
| 长期股权投资       | 300.42         | 30.51         | 304.53         | 31.85         | 308.19         | 32.31         |
| 固定资产         | 358.68         | 36.43         | 434.76         | 45.47         | 442.49         | 46.39         |
| 在建工程         | 180.91         | 18.37         | 88.96          | 9.31          | 77.48          | 8.12          |
| <b>资产总额</b>  | <b>1296.11</b> | <b>100.00</b> | <b>1179.14</b> | <b>100.00</b> | <b>1179.44</b> | <b>100.00</b> |

注：流动资产科目占比为该科目占流动资产的比重，非流动资产科目占比为该科目占非流动资产的比重  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2024年末，公司货币资金较上年末下降19.82%至86.99亿元，主要由库存现金、其他货币资金和存放财务公司款项构成，使用受限比重为20.25%；存货账面余额及累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备分别为107.44亿元和0.12亿元，存货账面价值（107.32亿元）主要由原材料（40.83亿元）、库存商品（16.34亿元）、消耗性生物资产<sup>7</sup>（48.17亿元）构成，账面价值较上年末下降19.40%，主要源于消耗性生物资产的减少；其他应收款账面价值较上年末下降70.74%至9.83亿元（含应收股利0.22亿元），累计计提坏账准备占其账面余额（不含应收股利）23.21%，账面价值回落主要由于公司收到暂借款及中国牧工商集团有限公司和海南晟宸投资有限公司支付的股权转让款所致；长期股权投资规模保持平稳，权益法下确认投资收益和宣告发放现金股利或利润分别为12.71亿元和8.36亿元（上年分别为13.01亿元和4.74亿元），累计计提减值准备0.21亿元；固定资产账面价值较上年末增长21.21%，主要由于在建工程完工结转、新增机器设备等所致。

公司对民生银行（股票代码“1988.HK”“600016.SH”，2025年3月末持有18.28亿股且无质押）的投资余额<sup>8</sup>稳步提升，未对其计提减值准备，权益法下确认投资收益和宣告发放现金股利或利润分别为11.68亿元和6.33亿元（上年分别为13.16亿元和3.91亿元）。民生银行是全国性股份制商业银行，分支机构广泛覆盖中国内地以及中国香港，2024年末，资产总额、贷款总额和存款总额在12家全国性股份制商业银行中排名位居前列，市场地位显著，产生投资收益对公式利润形成良好支撑。

图表 19 • 2024 年末全国性股份制商业银行资产及存贷款情况（单位：万亿元）

| 名称   | 资产总额  | 贷款总额 | 存款总额 | 名称   | 资产总额 | 贷款总额 | 存款总额 |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 招商银行 | 12.15 | 6.89 | 9.10 | 平安银行 | 5.77 | 3.37 | 3.53 |
| 兴业银行 | 10.51 | 5.74 | 5.53 | 华夏银行 | 4.38 | 2.37 | 2.15 |
| 中信银行 | 9.53  | 5.72 | 5.78 | 广发银行 | 3.65 | 2.13 | 2.26 |
| 浦发银行 | 9.46  | 5.39 | 5.15 | 浙商银行 | 3.33 | 1.86 | 1.92 |
| 民生银行 | 7.82  | 4.45 | 4.25 | 渤海银行 | 1.85 | 0.94 | 1.05 |
| 光大银行 | 6.96  | 3.93 | 4.04 | 恒丰银行 | 1.54 | 0.86 | 0.86 |

资料来源：根据公开资料整理

图表 20 • 民生银行财务概况（单位：亿元）

| 时间     | 资产总额      | 所有者权益    | 营业收入     | 净利润    | 权益法下确认的投资收益 | 宣告发放现金股利或利润 |
|--------|-----------|----------|----------|--------|-------------|-------------|
| 2023 年 | 76,749.65 | 6,378.01 | 1,408.17 | 359.86 | 13.16       | 3.91        |
| 2024 年 | 78,149.69 | 6,565.68 | 1,362.90 | 327.22 | 11.68       | 6.33        |

资料来源：联合资信根据公司资料及公开资料整理

公司持有一定规模生物资产，包括消耗性生物资产和生产性生物资产。其中，消耗性生物资产是指为出售而持有的哺乳仔猪、保育仔猪、育肥猪、商品代肉鸡（鸭）等生物资产；生产性生物资产（2024年末为33.30亿元）是指为产出农产品而持有的种猪（含成熟及未成熟）、种鸡（含成熟及未成熟）等生物资产。上述生物资产易受疫病影响，且市场价格存在波动性，面临一定减值风险。

<sup>7</sup> 公司的生物资产包括消耗性生物资产和生产性生物资产。其中，消耗性生物资产是指为出售而持有的生物资产，生产性生物资产（属于非流动资产，2024 年末为 33.30 亿元）是指为产出农产品而持有的生物资产，公司的生产性生物资产主要包括种猪（含成熟及未成熟）、种鸡（含成熟及未成熟）等。

<sup>8</sup> 根据公司 2024 年报，公司管理层认为公司在民生银行董事会中派有代表，能积极参与民生银行的经营及财务政策，按权益法核算该项投资。

图表21 • 2024年末存货跌价准备和合同履约成本减值准备

(单位: 亿元)

| 项目      | 本期减少额    |         | 本期增加额 | 期末余额 |
|---------|----------|---------|-------|------|
|         | 转回或转销    | 其他      |       |      |
| 原材料     | 0.07     | --      | --    | --   |
| 库存商品    | 0.56     | --      | 0.40  | 0.12 |
| 消耗性生物资产 | 4.31     | 3.57 万元 | 1.49  | --   |
| 包装物     | 80.23 万元 | --      | --    | --   |
| 合计      | 4.94     | 3.57 万元 | 1.89  | 0.12 |

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

图表22 • 2024年末其他应收款按欠款方归集的前五名

(单位: 亿元)

| 单位  | 款项性质  | 账龄          | 期末余额 | 坏账准备期末余额 |
|-----|-------|-------------|------|----------|
| 单位一 | 股权转让款 | 1 年以内       | 1.99 | 0.03     |
| 单位二 | 股权转让款 | 1—2 年       | 1.22 | 0.02     |
| 单位三 | 股权转让款 | 1 年以内       | 0.97 | 0.01     |
| 单位四 | 往来款   | 1 年以内、1—2 年 | 0.86 | 0.04     |
| 单位五 | 股权转让款 | 1 年以内       | 0.38 | 0.02     |
| 合计  | --    | --          | 5.41 | 0.13     |

注: 上表中占比为前五大单位其他应收款的账面余额占其他应收款(不含应收股利)比重  
资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

2024年末, 公司受限资产账面价值合计43.15亿元, 占资产总额的比重为3.66%, 受限比例低。

图表 23 • 2024 年末公司资产受限情况 (单位: 亿元)

| 项目     | 期末账面价值 | 受限类型   | 受限情况                      |
|--------|--------|--------|---------------------------|
| 货币资金   | 14.28  | 保证金    | 购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等 |
| 存货     | 0.66   | 抵押/储备肉 | 用作短期抵押物及政府协定的储备肉          |
| 固定资产   | 21.49  | 抵押     | 用作长、短期借款抵押物, 及开展融资性售后租回   |
| 在建工程   | 0.32   | 抵押     | 用作长期借款抵押物                 |
| 无形资产   | 0.47   | 抵押     | 用作长、短期借款抵押物               |
| 长期股权投资 | 5.92   | 质押     | 用作长期借款质押物                 |
| 合计     | 43.15  | --     | --                        |

数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

## (2) 资本结构

2024 年末, 公司所有者权益小幅积累, 权益结构稳定性尚可; 债务规模回落, 主要由银行借款构成, 债务期限结构保持均衡, 债务负担指标较上年末有所优化, 但债务负担仍重。

2024年末, 公司所有者权益小幅积累; 其他权益工具主要由“希望转债”(1.92亿元)、“希望转2”(17.98亿元)和永续债(15.00亿元)构成, 较上年末增长15.56%, 主要源于永续债的增加; 资本公积较上年末下降12.91%, 主要由于执行员工持股计划<sup>9</sup>、对回购股份专用账户的管理需求注销股份以及少数股权变动、子公司股权变动等导致资本溢价(股本溢价)减少; 未分配利润较上年末增长4.30%, 其中2024年利润分配方案拟为“每10股派发现金红利0.24元(含税)”, 分红总额拟为1.09亿元(含税); 少数股东权益规模较大, 主要源于新希望六和投资有限公司<sup>10</sup>、六和农牧<sup>11</sup>的少数股东权益。2025年3月末, 公司所有者权益略有回落。整体看, 权益结构稳定性尚可。

图表 24 • 公司主要所有者权益情况 (单位: 亿元)

| 项目     | 2023 年末 |        | 2024 年末 |        | 2025 年 3 月末 |        |
|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
|        | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) | 金额          | 占比 (%) |
| 实收资本   | 45.46   | 12.65  | 45.26   | 12.38  | 45.26       | 12.48  |
| 其他权益工具 | 30.20   | 8.40   | 34.90   | 9.55   | 34.90       | 9.62   |
| 资本公积   | 59.74   | 16.63  | 52.03   | 14.24  | 50.72       | 13.98  |
| 其他综合收益 | -9.21   | -2.56  | -8.26   | -2.26  | -10.46      | -2.88  |
| 盈余公积   | 33.90   | 9.43   | 33.82   | 9.25   | 33.81       | 9.32   |
| 未分配利润  | 96.95   | 26.98  | 101.11  | 27.67  | 105.37      | 29.05  |

<sup>9</sup> 公司执行 2024 年员工持股计划, 拨付给员工的库存股与确认回购义务的差额导致减少资本(股本)溢价 1.08 亿元。

<sup>10</sup> 公司和新希望集团分别持有其 75%和 25%股权

<sup>11</sup> 公司、交汇东方新希望(苏州)私募投资基金有限公司和农银金融资产投资有限公司分别持有其 60.1358%、25.0997%和 14.7645%股权。

|               |        |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 归属于母公司所有者权益合计 | 247.76 | 68.96  | 256.57 | 70.21  | 257.30 | 70.94  |
| 少数股东权益        | 111.54 | 31.04  | 108.88 | 29.79  | 105.38 | 29.06  |
| 所有者权益合计       | 359.30 | 100.00 | 365.45 | 100.00 | 362.69 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

公司负债主要由有息债务构成。2024年末，公司负债总额较上年末下降13.14%，主要源于债务回落，全部债务较上年末下降10.07%至671.93亿元，债务结构均衡（短期债务占49.96%），短期债务和长期债务较上年末分别下降8.69%和11.41%，全部债务主要由银行借款（约占72%）和债券（约占13%）构成，2024年综合融资成本<sup>12</sup>约为3.69%；此外，应付票据和应付账款（合计）较上年末下降29.60%，主要由于兑现到期汇票以及加大对供应商货款的现金支付力度；其他应付款（含应付股利0.36亿元）较上年末下降59.87%，主要由于公司进一步清理与山东中新食品以及德阳新希望往来款所致。2025年3月末，公司负债总额基本与上年末持平。

图表 25 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

| 项目           | 2023 年末       |               | 2024 年末       |               | 2025 年 3 月末   |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 金额            | 占比 (%)        | 金额            | 占比 (%)        | 金额            | 占比 (%)        |
| <b>流动负债</b>  | <b>551.10</b> | <b>58.83</b>  | <b>471.35</b> | <b>57.93</b>  | <b>499.18</b> | <b>61.12</b>  |
| 短期借款         | 144.94        | 26.30         | 177.42        | 37.64         | 190.54        | 38.17         |
| 应付票据         | 59.14         | 10.73         | 41.84         | 8.88          | 34.67         | 6.95          |
| 应付账款         | 107.18        | 19.45         | 75.25         | 15.97         | 75.93         | 15.21         |
| 其他应付款        | 84.84         | 15.39         | 34.05         | 7.22          | 30.68         | 6.15          |
| 一年内到期的非流动负债  | 118.63        | 21.53         | 108.55        | 23.03         | 133.75        | 26.79         |
| <b>非流动负债</b> | <b>385.70</b> | <b>41.17</b>  | <b>342.33</b> | <b>42.07</b>  | <b>317.57</b> | <b>38.88</b>  |
| 长期借款         | 256.34        | 66.46         | 207.64        | 60.65         | 195.15        | 61.45         |
| 应付债券         | 84.07         | 21.80         | 89.68         | 26.20         | 79.50         | 25.03         |
| 租赁负债         | 35.68         | 9.25          | 30.81         | 9.00          | 30.03         | 9.46          |
| <b>负债总额</b>  | <b>936.80</b> | <b>100.00</b> | <b>813.68</b> | <b>100.00</b> | <b>816.75</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表26 • 短期借款和长期借款主要构成（单位：亿元）

| 借款类别        | 2023 年末       | 2024 年末       |
|-------------|---------------|---------------|
| <b>短期借款</b> | <b>144.94</b> | <b>177.42</b> |
| 其中：保证借款     | 22.63         | 33.99         |
| 信用借款        | 58.05         | 60.48         |
| 票据贴现借款      | 46.95         | 34.43         |
| 应收账款保理/反向保理 | 9.94          | 42.43         |
| 其他类         | 7.37          | 6.08          |
| <b>长期借款</b> | <b>256.34</b> | <b>207.64</b> |
| 其中：保证借款     | 129.42        | 96.62         |
| 信用借款        | 118.27        | 105.23        |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表27 • 其他应付款（按款项性质）主要构成（单位：亿元）

| 项目         | 2023 年末      | 2024 年末      |
|------------|--------------|--------------|
| 往来款        | 44.81        | 7.87         |
| 各种暂收押金、保证金 | 30.18        | 20.21        |
| 使用权资产款     | 3.32         | 2.37         |
| 限制性股票回购义务  | 4.19         | 1.72         |
| 代管担保资金     | 0.55         | 0.41         |
| 预提费用       | 0.57         | 0.82         |
| 股权转让款      | 0.32         | 0.29         |
| 其他         | 0.70         | 0.00         |
| <b>合计</b>  | <b>84.63</b> | <b>33.69</b> |

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

从债务指标来看，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69.01%、64.77%和47.92%，较上年末分别减少3.27个百分点、2.76个百分点和3.45个百分点；如将其他权益工具调入长期债务，2024年末全部债务增至706.83亿元，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71.97%、68.14%和52.89%。2025年3月末，公司债务规模与债务负担指标较上年末变动不显著。整体看，公司债务负担仍重。

<sup>12</sup> 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）\*2。

### (3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入有所回落，期间费用控制能力稳健，上年所处的经营性亏损情形得到明显改善，叠加投资收益的良好支撑，利润总额实现归正。

2024 年，公司营业总收入和营业成本同比分别下降 27.27% 和 30.23%，营业利润率和期间费用率较上年分别提升 3.96 个百分点和 0.82 个百分点至 6.54% 和 6.86%，上年所处的经营性亏损情形得到明显改善，期间费用控制能力保持稳健；投资收益大幅回落，主要由于上年投资收益中包含大额处置长期股权投资产生的投资收益（29.55 亿元）以及转让山东中新食品和德阳新希望等导致成本法转权益法剩余股份按公允价值重新计量产生的利得（22.78 亿元），其中权益法核算的长期股权投资收益与上年基本持平，对利润形成有力支撑；减值损失主要由应收账款坏账损失（-1.76 亿元）构成，计提金额同比大幅回落，主要由于上年计提大额存货跌价损失及合同履约成本减值损失（-13.72 亿元）而当年不存在该情形所致。综合作用下，公司 2024 年实现利润总额归正，综合盈利指标均有提升。

图表 28 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目                | 2023 年  | 2024 年  |
|-------------------|---------|---------|
| 营业总收入             | 1417.03 | 1030.63 |
| 投资收益              | 66.72   | 16.18   |
| 其中：权益法核算的长期股权投资收益 | 13.01   | 12.71   |
| 其他收益              | 2.47    | 1.28    |
| 减值损失(合计)          | -15.88  | -1.93   |
| 利润总额              | -6.82   | 4.83    |
| 营业利润率             | 2.58%   | 6.54%   |
| 期间费用率             | 6.04%   | 6.86%   |
| 总资本收益率            | 0.99%   | 2.15%   |
| 净资产收益率            | -2.66%  | 0.55%   |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 244.17 亿元，同比小幅增长 2.13%，营业利润率（8.21%）高于 2024 年水平，期间费用率（7.60%）略低于上年同期，利润总额为 6.27 亿元，相比上年同期（-23.10 亿元）明显改善。

与同行业上市公司相比，公司收入规模位于第二梯队，收入规模大；由于业务结构以及出栏节奏、采购策略、经营模式方面的差异，公司毛利率和净资产收益率相对低。

图表 29 • 2024 年同行业上市企业盈利情况（单位：次）

| 公司名称         | 营业总收入   | 毛利率   | 净资产收益率 | 公司名称         | 营业总收入   | 毛利率   | 净资产收益率 |
|--------------|---------|-------|--------|--------------|---------|-------|--------|
| 温氏食品集团股份有限公司 | 1048.63 | 17.31 | 21.85  | 江西正邦科技股份有限公司 | 88.70   | 14.82 | 1.85   |
| 牧原食品股份有限公司   | 1379.47 | 19.05 | 24.41  | 广东海大集团股份有限公司 | 1146.01 | 11.31 | 18.63  |
| 天邦食品股份有限公司   | 96.44   | 16.50 | 38.94  | 公司           | 1030.63 | 6.71  | 0.55   |

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

### (4) 现金流

2024 年，公司经营活动现金流延续大规模净流入态势，收入实现质量较高，购建固定资产等资本支出规模不断回落，筹资活动产现金流持续大规模净流出；综合作用下，现金及现金等价物有所消耗。

近年来，公司折旧摊销金额呈现持续回落（2024 年约为 37.64 亿元），经营活动现金流延续大规模净流入态势。2024 年，公司经营活动现金流净额为 91.27 亿元，同比下降 34.36%，主要由于禽产业、食品深加工产业不再纳入合并以及饲料业务规模有所收缩，现金收入比同比保持稳定，收入实现质量较高。同年，公司投资活动现金流净额为 -10.87 亿元。其中，公司取得投资收益收到的现金为 12.40 亿元（约占同期投资收益 77%），投资收益变现情况良好；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 21.84 亿元，同比下降 39.74% 近年保持下降态势；支付其他与投资活动有关现金同比显著提升，主要由于支付关联企业资金归集款（41.28 亿元）所致；筹资活动前现金流保持较大规模净流入。同年，公司筹资活动现金流延续大规模净流出态势，筹资活动现金净流出规

模收缩，主要由于上年收购少数股权支付的现金处于峰值（53.61亿元）而当年该项支付规模较低（5.00亿元）；综合作用下，当年现金及现金等价物有所消耗。

2025年1—3月，公司经营活动现金流净额高于上年同期，投资活动现金净流出规模低于上年同期，筹资活动前现金流净额表现优于上年同期（-8.92亿元），筹资活动现金流转为净流出，当期现金及现金等价物处于平衡状态。

图表 30 • 公司现金流情况（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                | 1470.29       | 1477.99        | 1074.72       | 246.25       |
| 经营活动现金流出小计                | 1377.91       | 1338.95        | 983.45        | 236.59       |
| <b>经营活动现金流量净额</b>         | <b>92.38</b>  | <b>139.04</b>  | <b>91.27</b>  | <b>9.67</b>  |
| 投资活动现金流入小计                | 17.29         | 42.85          | 54.89         | 0.94         |
| 其中：取得投资收益收到现金             | 8.44          | 4.77           | 12.40         | 0.16         |
| 投资活动现金流出小计                | 99.63         | 42.80          | 65.77         | 4.85         |
| 其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 | 68.53         | 36.25          | 21.84         | 4.76         |
| <b>投资活动现金流量净额</b>         | <b>-82.34</b> | <b>0.06</b>    | <b>-10.87</b> | <b>-3.90</b> |
| <b>筹资活动前现金流量净额</b>        | <b>10.04</b>  | <b>139.10</b>  | <b>80.39</b>  | <b>5.76</b>  |
| 筹资活动现金流入小计                | 420.79        | 450.86         | 472.40        | 115.35       |
| 筹资活动现金流出小计                | 475.66        | 600.18         | 566.08        | 121.71       |
| 其中：支付其他与筹资活动有关现金          | 49.16         | 77.24          | 29.72         | 9.99         |
| <b>筹资活动现金流量净额</b>         | <b>-54.87</b> | <b>-149.32</b> | <b>-93.68</b> | <b>-6.37</b> |
| 现金及现金等价物净增加额              | -45.79        | -10.58         | -13.85        | -0.60        |
| 现金收入比                     | 102.15%       | 102.17%        | 101.42%       | 98.41%       |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

## 2 偿债指标变化

2024 年末，公司偿债指标表现尚可，经营活动获现情况良好，具备较为通畅的间接融资核直接融资渠道。

偿债指标方面，2024 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有下降；2024 年，经营活动现金流净额相关指标表现良好，EBITDA 稳健，由于债务有所回落，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升；整体看，偿债指标表现尚可。

图表 31 • 公司偿债能力指标

| 项目     | 项目             | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|--------------|
| 短期偿债能力 | 流动比率           | 71.43% | 56.51% | 47.32% | 45.18        |
|        | 速动比率           | 35.46% | 32.35% | 24.55% | 23.87        |
|        | 经营现金/流动负债      | 18.56% | 25.23% | 19.36% | --           |
|        | 经营现金/短期债务（倍）   | 0.30   | 0.38   | 0.27   | --           |
|        | 现金短期债务比（倍）     | 0.39   | 0.32   | 0.26   | 0.24         |
| 长期偿债能力 | EBITDA（亿元）     | 57.16  | 62.26  | 62.76  | --           |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 12.74  | 12.00  | 10.71  | --           |
|        | 经营现金/全部债务（倍）   | 0.13   | 0.19   | 0.14   | --           |
|        | EBITDA/利息支出（倍） | 2.84   | 2.82   | 2.40   | --           |
|        | 经营现金/利息支出（倍）   | 4.59   | 6.29   | 3.48   | --           |

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

对外担保方面，2024 年末，公司实际对外担保余额合计 9.08 亿元，担保比率为 2.49%，或有负债风险可控。

未决诉讼方面，2024 年末，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，2025 年 3 月末，公司及其子公司获得授信总额 757.10 亿元，尚未使用额度为 257.42 亿元，间接融资渠道较为畅通；同时考虑到公司为上市公司，具备直接融资渠道。

### 3 本部财务分析

公司本部收入规模低，承担一定融资与信用支持功能，2024 年末，本部债务负担仍偏重，但利息费用可由利息收入和投资收益覆盖，且具备较为通畅的直接、间接融资渠道，均对偿债能力形成一定支撑；2024 年本部经营亏损明显收窄，利润实现转正。

公司本部承担小规模饲料业务，一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。

2024 年末，公司本部资产总额 1028.41 亿元，较上年末下降 4.42%，流动资产（820.45 亿元）主要由其他应收款（783.00 亿元，主要为合并报表范围内的应收款）和货币资金（37.26 亿元）构成，非流动资产（207.96 亿元）主要由长期股权投资（203.19 亿元，对子公司投资、对联营/合营企业投资余额分别为 185.12 亿元和 16.32 亿元）构成；本部负债总额 801.00 亿元，较上年末下降 6.68%，流动负债（614.46 亿元）主要由短期借款（57.36 亿元）、其他应付款（507.90 亿元）和一年内到期的非流动负债（46.40 亿元）构成，非流动负债（186.54 亿元）主要由长期借款（96.68 亿元）和应付债券（89.68 亿元）构成，本部全部债务 290.35 亿元，较上年末下降 4.56%，债务期限结构偏长期（长期债务占 64.20%），本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.89% 和 56.08%，分别较上年末减少 1.88 个百分点和 2.22 个百分点，本部债务负担偏重。

2024 年，公司本部营业总收入为 4.05 亿元，规模较大的利息费用（14.01 亿元）可被当年利息收入（14.73 亿元）所抵消，期费后营业利润（-0.56 亿元）相比上年（-11.17 亿元）有明显改善，叠加投资收益（1.41 亿元，以成本法核算的长期股权投资收益）的支撑，利润总额（1.45 亿元）实现归正；本部经营、投资、筹资活动现金流净额分别为 16.77 亿元、-22.92 亿元和 -8.83 亿元（其中取得投资收益收到的现金为 3.97 亿元），本部现金及现金等价物有所消耗（净增加额为 -14.33 亿元）。

偿债能力方面，2024 年末，公司本部流动比率和速动比率（均为 133.52%）处于高水平，本部短期债务规模偏大（103.96 亿元），现金短期债务比（0.36 倍）表现一般，面临一定短期债务压力；考虑到利息收入和投资收益可对利息费用形成覆盖，公司作为上市公司，较为通畅的直接融资和间接融资渠道可为本部债务偿付提供一定支撑。

### （六）ESG 方面

公司 ESG 管理符合公司现阶段可持续发展要求，并在能力范围内履行社会责任，对自身持续经营无负面影响。

公司披露了《2024 年可持续发展报告》（以下简称“《报告》”）。

环境方面，《报告》提及，公司通过发展光伏发电、推动循环农业和生物固碳项目，推动绿色转型，减少养殖场废弃物排放对环境造成的影响，并加强了水资源使用 and 环境保护的管理。2024 年，公司环保投入达到 15265 万元，年产生发酵粪肥 10.48 万吨，还田中水 1575.32 万吨，产出新鲜果蔬 257.59 万公斤，实现生物固碳约 9.45 万吨二氧化碳当量实现了资源的循环利用。

社会责任方面，《报告》提及，公司致力于扶贫事业，通过“光彩事业”模式为贫困地区提供产业支持，推动乡村振兴，帮助农户增收 30 亿元。此外，公司通过“美好农场”项目和多样的员工福利，关爱员工的身心健康。

公司治理方面，《报告》提及，公司建立由董事会领导的“监管—管理—执行”三级可持续发展管理架构，推进公司 ESG 与可持续发展工作的落实；董事会下设战略与可持续发展、审计、提名、薪酬与考核、风险控制五个专业委员会，2024 年，公司增选 1 名董事，董事会成员达到 9 人，为董事会的讨论和决策拓展了视角，还通过审计委员会、风险控制委员会等机制加强内部控制。

## 七、外部支持

公司作为农牧行业龙头企业，在资金补贴、税收优惠等方面均能够获得政府扶持，外部发展环境良好；此外，公司实际控制人下辖的财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度 130 亿元，可为公司流动性形成补充。

### （一）股东支持

2024 年末，公司实际控制人下辖的财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度 130 亿元，可为公司流动性形成补充。

此外，公司 2024 年 12 月陆续发布公告称，公司及控股子公司分别与公司实际控制人刘永好先生控制的企业签署《股份转让协议》，交易作价合计约 10 亿元，若上述交易完成，获得资金回流可对公司流动性形成补充。

## （二）政府支持

公司作为农牧行业龙头企业，在政府补贴、税收优惠等方面获得政府支持。公司享受包括饲料行业增值税优惠、西部大开发所得税优惠、肉类初加工业务免征企业所得税、技术企业所得税优惠等多项国家政策优惠；同时，每年可获得一定规模政府补助，2024 年，公司其他收益为 1.28 亿元，主要为与日常经营活动相关的政府补助（6151.05 万元）、递延收益摊销-资产（4338.15 万元）以及递延收益摊销-收益（1796.79 万元）。

## 八、债券偿还能力分析

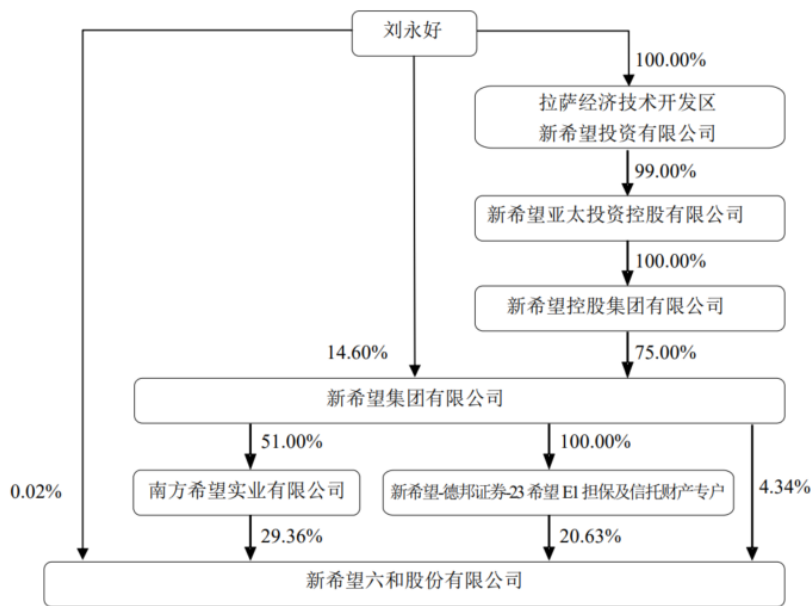
公司对“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”的偿还能力很强。

2024 年末，本报告跟踪债券“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”余额 1.40 亿元，现金类资产为本报告跟踪债券余额的 63.22 倍，覆盖程度很高。2024 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”余额的保障倍数分别为 767.66 倍、65.19 倍和 44.83 倍，保障能力均属很强。

## 九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、债项条款及外部支持等方面的综合分析评估，确定维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2024 年末）



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 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目                | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 117.06  | 88.50   | 85.09      |
| 应收账款（亿元）           | 12.69   | 9.72    | 15.74      |
| 其他应收款（亿元）          | 33.58   | 9.83    | 9.30       |
| 存货（亿元）             | 133.16  | 107.32  | 106.41     |
| 长期股权投资（亿元）         | 300.42  | 304.53  | 308.19     |
| 固定资产（亿元）           | 358.68  | 434.76  | 442.49     |
| 在建工程（亿元）           | 180.91  | 88.96   | 77.48      |
| 资产总额（亿元）           | 1296.11 | 1179.14 | 1179.44    |
| 实收资本（亿元）           | 45.46   | 45.26   | 45.26      |
| 少数股东权益（亿元）         | 111.54  | 108.88  | 105.38     |
| 所有者权益（亿元）          | 359.30  | 365.45  | 362.69     |
| 短期债务（亿元）           | 367.65  | 335.69  | 361.43     |
| 长期债务（亿元）           | 379.54  | 336.24  | 311.26     |
| 全部债务（亿元）           | 747.19  | 671.93  | 672.69     |
| 营业总收入（亿元）          | 1417.03 | 1030.63 | 244.17     |
| 营业成本（亿元）           | 1378.04 | 961.51  | 223.67     |
| 其他收益（亿元）           | 2.47    | 1.28    | 0.27       |
| 利润总额（亿元）           | -6.82   | 4.83    | 6.27       |
| EBITDA（亿元）         | 62.26   | 62.76   | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 1447.77 | 1045.28 | 240.29     |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 1477.99 | 1074.72 | 246.25     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 139.04  | 91.27   | 9.67       |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 0.06    | -10.87  | -3.90      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -149.32 | -93.68  | -6.37      |
| <b>财务指标</b>        |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 81.39   | 63.69   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 8.83    | 8.00    | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 1.06    | 0.83    | --         |
| 现金收入比（%）           | 102.17  | 101.42  | 98.41      |
| 营业利润率（%）           | 2.58    | 6.54    | 8.21       |
| 总资本收益率（%）          | 0.99    | 2.15    | --         |
| 净资产收益率（%）          | -2.66   | 0.55    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 51.37   | 47.92   | 46.18      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 67.53   | 64.77   | 64.97      |
| 资产负债率（%）           | 72.28   | 69.01   | 69.25      |
| 流动比率（%）            | 56.51   | 47.32   | 45.18      |
| 速动比率（%）            | 32.35   | 24.55   | 23.87      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 25.23   | 19.36   | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.32    | 0.26    | 0.24       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 2.82    | 2.40    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 12.00   | 10.71   | --         |

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.本报告将其他应付款中的有息债务计入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务计入长期债务核算；3.2025 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                | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 62.86   | 37.26   | 39.40      |
| 应收账款（亿元）           | 0.01    | 0.00    | 0.00       |
| 其他应收款（亿元）          | 806.95  | 783.00  | 794.97     |
| 存货（亿元）             | 0.21    | 0.05    | 0.08       |
| 长期股权投资（亿元）         | 201.44  | 203.19  | 213.28     |
| 固定资产（亿元）           | 0.23    | 0.21    | 0.20       |
| 在建工程（亿元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 资产总额（亿元）           | 1075.95 | 1028.41 | 1052.91    |
| 实收资本（亿元）           | 45.46   | 45.26   | 45.26      |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 所有者权益（亿元）          | 217.65  | 227.41  | 226.73     |
| 短期债务（亿元）           | 117.17  | 103.96  | 143.72     |
| 长期债务（亿元）           | 187.05  | 186.39  | 170.38     |
| 全部债务（亿元）           | 304.22  | 290.35  | 314.10     |
| 营业总收入（亿元）          | 6.47    | 4.05    | 0.98       |
| 营业成本（亿元）           | 6.20    | 3.95    | 0.91       |
| 其他收益（亿元）           | 0.23    | 0.13    | 0.03       |
| 利润总额（亿元）           | -3.41   | 1.45    | -0.53      |
| EBITDA（亿元）         | --      | --      | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 6.11    | 4.48    | 0.97       |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 17.42   | 23.57   | 6.82       |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 7.50    | 16.77   | 0.50       |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -4.58   | -22.29  | -7.88      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -15.83  | -8.83   | 9.17       |
| <b>财务指标</b>        |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 45.51   | 29.76   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 19.23   | 30.18   | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.01    | 0.00    | --         |
| 现金收入比（%）           | 94.43   | 110.68  | 99.00      |
| 营业利润率（%）           | 3.84    | 1.48    | 6.26       |
| 总资本收益率（%）          | 2.35    | 2.98    | --         |
| 净资产收益率（%）          | -1.59   | 0.63    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 46.22   | 45.04   | 42.90      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 58.29   | 56.08   | 58.08      |
| 资产负债率（%）           | 79.77   | 77.89   | 78.47      |
| 流动比率（%）            | 129.90  | 133.52  | 127.33     |
| 速动比率（%）            | 129.87  | 133.52  | 127.32     |
| 经营现金流动负债比（%）       | 1.12    | 2.73    | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.54    | 0.36    | 0.27       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | --      | --      | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | --      | --      | --         |

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 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)                      |
| 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%                               |
| <b>盈利指标</b>     |                                                         |
| 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%                         |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                         |
| 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%                                         |
| <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                                           |
| <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%                                      |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%                               |
| 经营现金流动负债比       | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                  |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                              |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 稳定   | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面   | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |