

信用评级公告

联合〔2022〕3124号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏晓鸣农牧股份有限公司及其拟发行的 2022 年公开发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定宁夏晓鸣农牧股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，宁夏晓鸣农牧股份有限公司 2022 年公开发行可转换公司债券信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月二十三日

宁夏晓鸣农牧股份有限公司

2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：A⁺

本次债券信用等级：A⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过 3.29 亿元

本次债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息

募集资金用途：扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于“红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）”“南方种业中心一期项目”以及“补充流动资金”等项目

评级时间：2022 年 5 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		A ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
公司资产抵押比例较高，在建拟建项目规模较大，可转债发行后公司债务				-1

评级观点

宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“公司”）是中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，是中国商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，在经营规模、产品质量和疫病防治方面具有一定竞争优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利水平受行业周期影响大、饲料原材料价格上涨带来的成本压力、抵押资产在公司所有者权益中占比较高、在建和拟建项目规模较大带来的资金需求压力，以及募投项目收益可能不达预期等因素对公司信用状况产生的不利影响。

本次债券的发行对公司债务结构影响较大，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本次债券保障能力较弱。

未来，公司将在宁夏建设养殖基地，并在湖南建设配套孵化基地，待相关项目投产后，公司产能将进一步扩大，市场占有率有望进一步巩固。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 A⁺，本次可转换公司债券信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司的商品代蛋鸡雏鸡业务具有一定规模优势。公司作为中国首家以蛋种鸡为主业的 A 股上市公司，在行业内具有一定影响力。同时，公司是中国商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，2019—2021 年，公司商品代蛋鸡雏鸡的销售量约占全国总销售量的 10.04%、12.52%和 14.95%，市场占有率逐年提高。

2. 公司在产品质量及疫病防治领域有一定竞争力。公司在禽白血病、高致病性禽流感、新城疫等疫病防治方面获得了国家级和宁夏回族自治区认证，同时，公司采用的“集中养殖，分散孵化”“全网面高床平养”生产模式对产品质量和疫病防治能力有一定提升。

3. 2019—2021 年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量较好。2019—2021 年，公司经营活动现金流净额分别为 1.86 亿元、0.85 亿元和 1.75 亿元；公司现金收入比分别为

负担将有所加重，募投项目收益可能
不达预期。

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：华艾嘉 李敬云

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

103.44%、101.95%和 101.05%。

关注

1. 行业波动对公司盈利情况影响较大。受非洲猪瘟、中小养殖场（户）较多等因素影响，蛋鸡养殖行业景气度波动较为频繁。同时，突发禽类疫病也可能会导致蛋鸡养殖行业大幅震荡。整体看，公司的盈利能力受蛋鸡行业景气度影响较大。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.88 亿元，同比增长 27.41%；公司实现利润总额 0.14 亿元，同比下降 21.23%。

2. 饲料原材料价格上涨，公司面临较大的成本控制压力。玉米、豆粕等饲料原材料作为公司需要持续采购的主要商品，2020 年以来价格持续走高。2021 年，全国豆粕现货全年平均价格较 2020 年上涨约 19.51%，较 2019 年上涨约 25.06%。

3. 公司在建及拟建项目规模较大，抵押资产在所有者权益中占比较高，存在一定的资金需求。公司 IPO 募投项目拟募集资金 6.02 亿元，实际募集资金 1.47 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司未来尚需投入 4.45 亿元，其中，IPO 募集资金剩余 0.52 亿元，预计通过本次可转债募集 2.50 亿元，公司还需自筹约 1.43 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 3.39 亿元，尚未使用授信额度 1.34 亿元；公司债务以抵押借款为主，抵押物账面净值 4.05 亿元，在所有者权益中占比为 48.13%。

4. 本次可转换公司债券募投项目投资收益可能不达预期。公司本次募投项目规模较大，同时，畜禽养殖项目具有投资回收期较长、疫病风险高、盈利水平受行业周期影响较大等特点。未来，若蛋鸡养殖行业出现大幅意外波动，或公司在新市场的拓展效果不佳，公司募投项目收益可能不达预期。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	0.42	0.44	1.72	1.23
资产总额(亿元)	7.75	8.74	11.61	12.30
所有者权益(亿元)	5.65	6.15	8.25	8.41
短期债务(亿元)	0.22	0.56	0.39	0.45
长期债务(亿元)	0.50	1.10	1.64	1.82
全部债务(亿元)	0.72	1.66	2.03	2.27
营业总收入(亿元)	5.39	5.40	7.14	1.88
利润总额(亿元)	1.11	0.50	0.82	0.14
EBITDA(亿元)	2.08	1.27	1.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.86	0.85	1.75	0.22
营业利润率(%)	38.37	26.73	22.23	14.25
净资产收益率(%)	19.59	8.17	9.92	--
资产负债率(%)	27.11	29.67	28.93	31.67
全部债务资本化比率(%)	11.29	21.30	19.76	21.29
流动比率(%)	86.26	92.09	175.59	119.20
经营现金流动负债比(%)	122.57	59.97	105.17	--
现金短期债务比(倍)	1.91	0.77	4.37	2.72
EBITDA 利息倍数(倍)	76.88	20.73	22.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.35	1.31	1.24	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	7.88	8.93	11.81	/
所有者权益(亿元)	5.67	6.14	8.26	/
全部债务(亿元)	0.72	1.66	2.02	/
营业总收入(亿元)	5.21	5.13	7.02	/
利润总额(亿元)	1.13	0.47	0.84	/
资产负债率(%)	28.02	31.27	30.04	/
全部债务资本化比率(%)	11.25	21.34	19.67	/
流动比率(%)	75.33	77.85	154.68	/
经营现金流动负债比(%)	122.81	52.59	95.68	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 3. 公司合并口径 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化, 母公司 2022 年一季度财务数据未披露; 4. 本报告 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据; 5. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
A ⁺	稳定	2021/12/31	华艾嘉 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--

声 明

一、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。

二、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。

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

四、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。

五、本报告系联合资信接受宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

宁夏晓鸣农牧股份有限公司

2022 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

宁夏晓鸣农牧股份有限公司（以下简称“公司”或“晓鸣股份”）成立于 2011 年 7 月，初始注册资本为 500.00 万元。公司由魏晓明、杜建峰、石玉鑫、朱万前、吴忠红五位自然人共同出资设立，魏晓明以货币出资 447.50 万元，认购股份占公司总股本的 89.50%，为公司实际控制人。2011 年 11—12 月，宁夏晓鸣生态农牧有限公司（以下简称“晓鸣生态”）以经评估的实物资产和货币资金向公司增资，安徽国富产业投资基金管理有限公司、王学强、拓明晶、周观平以货币资金向公司增资，魏晓明以经评估的实物资产和货币资金向公司增资，三次增资后公司总股本增加至 2500.00 万元，魏晓明合计持有 2015.00 万股，占公司总股本的 80.60%。2014 年 10 月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，证券简称“晓鸣农牧”，证券代码“831243.NQ”。挂牌后经过一次优先股发行和多次定向增发，公司总股本增至 14050.60 万股。2021 年 4 月 13 日，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“晓鸣股份”，股票代码“300967.SZ”。截至 2022 年 5 月 20 日，公司总股本为 19021.15 万股，注册资本为 19021.15 万元。截至 2022 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人为魏晓明，持股比例为 42.14%，所持股份无质押。

公司经营范围：祖代、父母代种鸡养殖；父母代、商品代雏鸡（蛋）销售；商品鸡、育成鸡养殖及销售；商品蛋销售；粮食种植、收购、加工及销售；饲料生产、加工及销售；畜禽屠宰；肉制品、蛋制品生产、加工及销售；有机肥料及微生物肥料、复混肥料、水溶肥料的生产、加工及销售；农牧业技术推广及服务；林草种植。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2022 年 3 月末，公司设股东大会、董事会及监事会，内设财务部、采购部、技术服务部等部门。公司组织架构图详见附件 1—2。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 11.61 亿元，所有者权益 8.25 亿元，无少数股东权益；2021 年，公司实现营业总收入 7.14 亿元，利润总额 0.82 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 12.30 亿元，所有者权益 8.41 亿元，无少数股东权益；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.88 亿元，利润总额 0.14 亿元。

公司注册地址：宁夏回族自治区银川市永宁县黄羊滩沿山公路 93 公里处向西 3 公里处；法定代表人：魏晓明。

二、本次债券概况

1. 本次公司债券概况

本次发行的可转换公司债券（以下简称“本次债券”）拟募集资金总额不超过 3.29 亿元（含 3.29 亿元），续存期为自发行之日起六年。本次债券每张面值为 100.00 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转换为公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，将由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券不提供担保。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价

格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况使公司股份发生变化时，公司将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派发现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中， P_0 为调整前转股价， P_1 为调整后转股价， D 为每股派送现金股利， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率。

转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期内，当公司股票在任意三十个连续交易日中有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在

转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券。本次可转债的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3000万元时，公司董事会（或由董事会授权的人士）有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次债券。

（3）回售条款

有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度内，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分以面值加当期应计利息回售给公司。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使

回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用将用于“红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）”“南方种业中心一期项目”以及“补充流动资金”等项目。

“红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）”为养殖场建设项目，建成后可实现年存栏父母代蛋种鸡100万套，年产合格种蛋24600万枚，商品蛋2500万枚，同时每年淘汰父母代蛋种鸡70万套，年销售鸡粪14200吨。2019—2021年，公司父母代蛋种鸡平均存栏量分别为168.27万套、183.55万套和227.27万套，“红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）”新增的父母代蛋种鸡存栏量分别占公司2019—2021年父母代蛋种鸡平均存栏量的59.43%、54.48%和44.00%。其中，一期、二期、三期项目投资利润率分别为10.93%、9.22%和11.82%，静态投资回收期分别为6.76年、7.30年和6.48年（均含建设期）。

“南方种业中心一期项目”为孵化厂建设项目，建成后，可实现年产商品代蛋鸡雏鸡1亿羽，2019—2021年公司商品代蛋鸡雏鸡销售量分别为1.20亿羽、1.43亿羽和1.73亿羽，“南方种业中心一期项目”新增的商品代蛋鸡雏鸡产

量分别占公司2019—2021年商品代蛋鸡雏鸡的销售量的83.33%、69.93%和57.70%。“南方种业中心一期项目”投资利润率为32.15%，投资回收期为4.07年（含建设期）。

整体来看，公司本次募投项目对公司经营规模影响较大。同时，畜禽养殖项目具有投资回收期较长、疫病风险高、盈利水平受行业周期影响较大等特点。未来，若蛋鸡养殖行业出现大幅意外波动，或者公司在新市场的拓展效果不佳，公司募投项目收益可能不达预期。

表1 本次债券拟募投项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目建设年限
红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）	3.00	2.00	2021年10月—2023年12月
南方种业中心一期项目	1.59	0.50	2021年7月—2022年12月
补充流动资金	0.79	0.79	--
合计	5.38	3.29	--

资料来源：《宁夏晓鸣农牧股份有限公司关于公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》以及公司提供资料，联合资信整理

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不

及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易

顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季

1.为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价

基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

近年来，受国家畜牧业政策、环保政策驱动和 H7N9 病毒等因素影响，中国蛋鸡养殖行业集中度持续上升，但仍然以中小规模养殖企业为主，蛋鸡养殖行业景气度具有较大周期波动性。目前，国内蛋鸡企业海外引种和自行育种兼有，且国产祖代鸡占比已经超过海外引种。

中国蛋鸡养殖行业历史悠久，发展历程可大致分为以下四个阶段：第一阶段，20 世纪 80 年代以前的传统农户散养模式；第二阶段，20 世纪 80 年代至 90 年代中期的专门化养鸡场（户）模式；第三阶段，20 世纪 90 年代中期至 21 世纪初，“公司+农户”模式成为行业发展潮流；第四阶段，21 世纪初至今，“一体化生产基地模式”“公司+农户”“专门化养殖场（户）”并存。随着蛋鸡养殖模式的发展以及蛋鸡养殖水平的提高，中国鸡蛋生产已基本满足国内鸡蛋消费的需求。

近年来，受国家畜牧业政策、环保政策驱动和 H7N9 病毒等因素影响，小规模养殖企业及养殖户逐渐退出市场，蛋鸡养殖行业集中度

持续上升，但整体来看，蛋鸡养殖行业仍然以中小规模的养殖企业及养殖户为主。

完整的蛋鸡产业链覆盖了从原种鸡、曾祖代蛋种鸡、祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡、商品代蛋鸡到鸡蛋产品的代次繁育过程。目前，欧美发达国家的蛋鸡育种技术相对成熟，许多国内蛋鸡养殖企业选择从国外引进祖代蛋种鸡自行饲养。国外蛋种鸡品种主要包括美国海兰国际公司（以下简称“美国海兰”）的海兰系列、德国罗曼家禽育种公司的罗曼系列和荷兰汉德克育种公司的伊莎系列等。同时，国内蛋鸡育种企业也先后培育出京红（粉）系列、大午系列、农大系列和新杨系列等品种。根据中国畜牧业协会数据显示，2010年，全国更新的祖代蛋种鸡中，国产品种占比达到51.41%，首次超过国外品种，并持续至今。

2. 产能及产量

2019—2021年，中国在产祖代蛋种鸡存栏量波动增长，基本保持在60万套左右；中国在产父母代蛋种鸡存栏量波动下降，基本保持在1500—1600万套，平均每年能够稳定输出约11亿羽的商品代蛋鸡雏鸡。

产能方面，祖代蛋种鸡的存栏量和父母代蛋种鸡的存栏量是商品代蛋鸡雏鸡供应量的先导指标。根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据，2019—2021年，中国祖代蛋种鸡年平均存栏量为59.97万套、56.72万套和61.73万套；中国父母代蛋种鸡年平均存栏量为1515.88万套、1587.39万套和1500.37万套。按照蛋鸡生产的一般标准，1套祖代蛋种鸡可以繁育约60套父母代蛋种鸡，1套父母代蛋种鸡可以繁育约80羽商品代蛋鸡。祖代、父母代蛋种鸡以及商品代蛋鸡的雏鸡在17周后进入产蛋期，一般情况下，祖代与父母代蛋种鸡的生产周期分别为68周龄和72周龄。

产量方面，根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据，2019—2021年，中国商品代蛋鸡雏鸡的销售量分别为11.93亿羽、11.44亿羽和

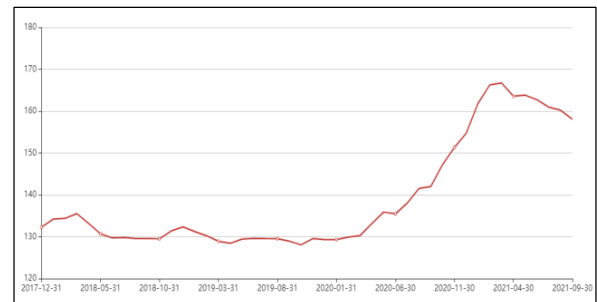
11.59亿羽，波动下降。2019年，受非洲猪瘟影响，猪价大幅上涨，鸡蛋作为猪肉替代品价格上涨，下游商品代蛋鸡养殖企业补栏意愿较强，商品代蛋鸡雏鸡销售量较高。

3. 上下游及产品价格

近年来，受国际原粮价格上行影响，蛋鸡养殖行业面临饲料成本压力。价格方面，2019年，蛋鸡雏鸡价格达到近年高点；2020年，受供应端放量与需求端收缩影响，蛋鸡雏鸡价格回落；2021年，饲料价格仍在高位，蛋鸡行业景气度略优于上年。

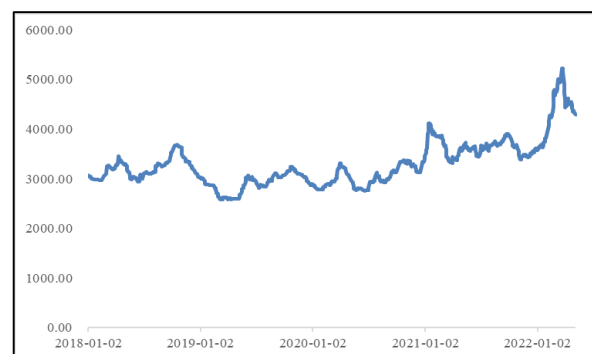
蛋鸡养殖行业产业链上游主要为饲料供应商。根据国家统计局数据，2020年，中国玉米价格同比上涨7.6%，主要系国内生猪存栏量恢复，海内外原粮供应偏紧所致。2021年以来，受供应端偏紧影响，国际原粮价格持续高位运行，国内豆粕价格持续上涨，2021年，全国豆粕现货全年平均价格较2020年上涨约19.51%，较2019年上涨约25.06%，畜禽行业内企业面临饲料成本压力。

图1 全国原粮收购价格指数走势图（单位：点）



资料来源：中国储备粮管理有限公司

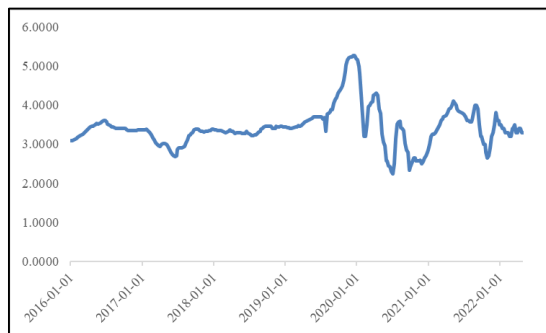
图2 全国豆粕现货价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

蛋鸡养殖行业产业链下游主要为鸡蛋、副产品消费市场及相关加工产业。价格方面，2019年，非洲猪瘟叠加在产蛋鸡存栏量不足影响，商品代蛋鸡雏鸡销量增加，价格上升。截至2019年末，主产区蛋鸡苗平均价格上涨至5.19元/羽，较上年同期增长50.87%，成为近年来的最高点。2020年以来，新冠肺炎疫情叠加蛋鸡存栏量充足影响，市场需求不振，主产区蛋鸡苗平均价格逐步回落，截至2020年末已下降至2.85元/羽。2021年，新冠疫情影响减弱，整体来看，蛋鸡养殖行业景气度略优于上年。

图3 主产区蛋鸡苗平均价格走势（单位：元/羽）



资料来源：Wind

4. 竞争格局

中国蛋鸡养殖行业较为成熟，行业参与者多，竞争比较激烈，行业集中度不高。近年来，受政策驱动、环保因素、禽类疫病和新冠肺炎疫情影响，行业整体向规模化、标准化养殖的方向发展，未来行业集中度将进一步提升。

目前，国内的蛋鸡养殖企业可以分为以下三类：第一类为全国覆盖型的头部企业，主要

包括晓鸣股份、北京市华都峪口禽业有限责任公司、华裕农业科技有限公司等企业，这类企业养殖和孵化基地较多，销售网络能够覆盖全国大部分地区，在行业内有一定影响力。第二类为区域覆盖型的中部企业，该等企业主要分布在上海、辽宁、河南等省市，代表性企业有沈阳华美畜禽有限公司、上海家禽育种有限公司、北京农效种禽繁育有限公司、四川圣瑞达禽业有限公司等。第三类为仅在本地销售的底部企业，这类企业一般为中小微企业，数量较多、经营相对灵活。

国内蛋鸡养殖行业参与者众多，行业集中度不高。近年来，随着《土壤污染防治行动计划》《畜禽养殖禁养区划定技术指南》等政策法规的出台及推进，各地政府部门划分“禁养区”“限养区”，大量养殖场舍拆迁、整改，养殖门槛进一步提高；各级政府鼓励畜禽养殖产业健康、快速发展，逐步建立规模化、标准化的高效生态养殖模式。在此大背景下，拥有技术、人才、资金等资源优势的规模化养殖企业，正逐步填补中小养殖户退出的市场份额，未来行业资源预计将逐步向头部企业集中，行业集中度上升空间较大。

5. 行业政策

近年来，中国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、优化种质、环保指导以及推动行业向规模化、工业化方向发展，为蛋鸡养殖行业可持续发展营造了较好的政策环境。

表3 近年来中国畜禽养殖行业政策文件

行业政策	相关内容
2021年中央一号文件：《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	深入实施农作物和畜禽良种联合攻关。实施新一轮畜禽遗传改良计划和现代种业提升工程。尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。加强育种领域知识产权保护。支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加快建设南繁硅谷，加强制种基地和良种繁育体系建设，研究重大品种研发与推广后补助政策，促进育繁推一体化发展
2019年《国务院关于促进乡村产业振兴的指导意见》	创新产业组织方式，推动种养业向规模化、标准化、品牌化和绿色化方向发展，延伸拓展产业链，增加绿色优质产品供给，不断提高质量效益和竞争力。巩固提升粮食产能，全面落实永久基本农田特殊保护制度，加强高标准农田建设，加快划定粮食生产功能区和重要农产品生产保护区。加强生猪等畜禽产能建设，提升动物疫病防控能力，推进奶业振兴和渔业转型升级。
2019年9月生态环境部和农业农村部《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通	除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区

知》	
2019 年中央一号文件：《中共中央、国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	夯实农业基础，保障重要农产品有效供给。调整优化农业结构，实施农产品质量安全保障工程，健全监管体系、监测体系、追溯体系。加快突破农业关键核心技术，继续组织实施水稻、小麦、玉米、大豆和畜禽良种联合攻关，加快选育和推广优质草种。加强农村污染治理和生态环境保护，发展生态循环农业，推进畜禽粪污、秸秆、农膜等农业废弃物资源化利用，实现畜牧养殖大县粪污资源化利用整县治理全覆盖，下大力气治理白色污染
2018 年中央一号文件：《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》	加强动物疫病防控体系建设，优化养殖业空间布局，大力发展绿色生态健康养殖
2018 年 1 月农业部办公厅：《2018 年畜牧业工作要点》	继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖户的生产经营水平

资料来源：公开资料，联合资信整理

6. 行业关注

原料端价格波动风险。畜禽养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

产品价格波动风险。如市场上禽类产品供大于求，或有食品安全事件等情况出现，禽类产品价格可能下行，直接影响企业盈利水平，行业内企业的经营业绩将面临下降的风险。

禽类疫病风险。禽类在饲养过程中可能受到新城疫、H7N9 病毒等疾病的侵扰。疫病可能直接导致蛋鸡大量死亡，企业可能面临防疫要求导致的支出或损失。另外，疫病的流行会影响消费者心理，引发产品价格波动和市场需求下降的风险。

其他风险。如食品安全事件、港口封关等稀有事件。食品安全事件经过媒体曝光放大，可能影响消费者信心，进而影响下游需求。流行疾病或贸易冲突等事件可能导致港口封关，国内蛋种鸡从海外引种受阻，进而影响下游蛋雏鸡供应。

7. 未来发展

未来，蛋鸡行业集中度和产业化程度有望同步提升，大型生产企业将在竞争中获得优势；随着国家对饲料添加剂管控更严，无抗养殖已成趋势，行业对企业疫病防治能力提出了更高的要求。

随着环保政策趋严，蛋鸡养殖行业集中度和产业化程度将同步提升。未来，蛋鸡养殖行业有望逐步向规模化、标准化发展，绿色养殖、废弃物无害化处理技术、蛋鸡良种繁育等都对企业的技术水平、生产规模、疫病防治以及环保措施提出了较高要求，大型生产企业行业地位有望进一步提升。

随着科学技术的发展和人们健康观念的转变，越来越多的人意识到养殖环节滥用抗生素对人体产生的危害，限制养殖环节抗生素使用的呼声日益高涨。《中华人民共和国农业农村部公告》第194号文：自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。中国开始全面推行无抗养殖，满足人们对高品质畜禽产品的需求，也对企业疫病防治能力提出更高的要求。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司控股股东、实际控制人为魏晓明，直接持有公司42.14%的股份，所持股份无质押。

2. 企业规模和竞争力

公司作为中国首家以蛋种鸡为主业的A股

上市公司，是中国商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，具有一定的规模优势。同时，公司在疫病防治和产品质量方面具有一定竞争力。

2021年4月13日，公司在深圳证券交易所创业板上市，成为中国首家以蛋种鸡为主业的A股上市公司。

规模方面，近年来，公司商品代蛋鸡雏鸡的市场占有率逐年提升，目前公司已经成为国内较大的商品代蛋鸡雏鸡供应商之一。根据中国畜牧业协会禽业分会的统计数据，2019—2021年，中国商品代蛋鸡雏鸡的销售量分别为11.93亿羽、11.44亿羽和11.59亿羽，其中公司商品代蛋鸡雏鸡的销售量分别为1.20亿羽、1.43亿羽和1.73亿羽，约占全国总销售量的10.04%、12.52%和14.95%。对于公司下游的蛋鸡养殖企业来说，在同一时点引入同质化的商品代蛋鸡雏鸡能够降低后续饲养和管理的难度。公司的经营规模能够满足下游大客户对于商品代雏鸡“全进全出”的需求，具有一定的规模优势。

疫病防治和产品质量方面，公司的疫病防治水平在国内同行业中处于领先地位，公司采用“集中饲养，分散孵化”和“全网面高床平养”模式，既有效防控疫病，又提高了种蛋品质。近年来，公司通过“畜禽规模养殖场生物安全隔离区”认证，成为首批国家蛋鸡良种扩繁推广基地及国家首批禽白血病净化示范场之一。2020年12月，公司青铜峡分公司的4个养殖区和宁夏养殖基地的3个生产单元通过了中华人民共和国农业农村部无高致病性禽流感和无新城疫小区认证。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备较强技术背景和丰富行业经验，员工结构符合公司特点和发展需求。

截至2022年3月末，公司共有9位董事，其中包含1位董事长和3位独立董事；公司共有3位监事，其中包含1位监事会主席和1位职工代表监事；公司共有8位高级管理人员，其中包含1位总经理（兼任董事长）、1位董事会秘书（兼任董事

和副总经理）、1位财务总监以及6位副总经理。

公司董事长兼总经理魏晓明先生，男，1965年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，1985年毕业于西北农业大学畜牧专业。1985年至1997年就职于宁夏大学农学院，任畜牧系教师；1992年至2000年就职于宁夏畜牧兽医研究所，担任实验种禽场场长；2000年至2006年就职于宁夏种禽场，担任场长；2006年创建晓鸣生态并担任总经理；2011年7月，作为发起人之一设立晓鸣股份；2011年7月至今，担任晓鸣股份董事长、总经理。魏晓明先生现为中国林牧渔业经济学会副会长，中国畜牧兽医学会动物福利委员会副理事长，宁夏质量奖获得者，中国畜牧协会常务理事，中国畜体系银川试验站站牧协会禽业分会副会长，国家蛋鸡产业技术长，宁夏回族自治区“蛋种鸡精细化制种与健康饲养技术创新团队”带头人，获“2010年中国禽业十大年度人物”“第二届、三届、四届中国畜牧行业先进个人”。

截至2022年3月末，公司在职员工合计1841人。公司生产人员与研发人员占比较高，人员结构符合公司经营特点和发展需求。

表4 截至2022年3月末公司员工情况（单位：人）

专业类别	员工数	教育程度	员工数
生产人员	1434	本科及以上学历	181
销售人员	93	大专	219
管理人员	120	高中及中专	241
研发人员	194	初中及以下	1200
合计	1841	合计	1841

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91640000574864688D），截至2022年5月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司依照《公司法》等相关法律法规要求，建立了由股东大会、董事会及其专门委员会、监事会、高级管理人员以及独立董事、董事会秘书等组成的较为完善的法人治理结构及运作机制，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡的公司治理体系。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等事项。

公司设董事会，董事会是公司的日常决策机构，董事会对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1人。董事由股东大会选举或者更换，任期3年，任期届满可连选连任。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。专门委员会对董事会负责，成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士且担任召集人。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、管理层的行为及公司的财务进行监督。公司监事会由3名监事组成，其中职工代表监事得比例不低于1/3，由职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生；监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司高级管理人员包括总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，每届任期3年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作。公司设副总经理若干名，副总

经理的任免由总经理提名、董事会通过。副总经理协助总经理工作，按分工负责分管工作，对总经理负责，受总经理委托，负责完成委托的具体事项或专项任务。

2. 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，内部控制制度较为健全。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在子公司管理、财务管理、营运资金管理、对外投资管理、关联交易管理等方面建立了相应的制度，内部控制制度健全。

子公司管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》及《公司章程》等相关规定，制定了《宁夏晓鸣农牧股份有限公司子公司管理制度》，对子公司的人事管理、规范运作、经营及投资决策管理、财务管理、信息披露管理、审计监督、考核奖惩等事项作出了规定。公司原则上应按出资比例向控股子公司推荐或委派董事、监事、高级管理人员等，全资子公司由公司委派董事和股东代表监事。子公司财务运作由公司财务部管理，子公司资金由公司集中管理，子公司资金归集实行总额控制，每类支出申请不单独申请，按月度资金计划进行拨付。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国会计法》《企业财务通则》及其他有关法律法规和《公司章程》，结合公司实际制定《宁夏晓鸣农牧股份有限公司财务管理制度》，对公司的预算管理、资金管控、投融资管理、资产与产权管理、收入与成本管理、财务监督与风险管理、业绩考核与评价、财务信息化管理、财务人员管理等事项作出了规定。公司对各单位的资金管控实行收支两条线管理，各单位实现的收入全部上缴公司资金管控中心，所需支出由资金管控中心按预算拨付。分公司原则上不得融资，确需融资的由公司本部统筹安排，分公司不得对外提供担保。

营运资金管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国会计法》《企业会

计准则》《企业内部控制规范》等法律法规，结合公司的实际，制定《宁夏晓鸣农牧股份有限公司营运资金管理制度》，针对公司财务部及其他与资金收支有关的部门，对资金预算、货币资金管理、备用金管理、票据管理、费用报销管理、财务印鉴管理等事项作出规定。

对外投资管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》及《公司章程》，结合公司自身经营特点和管理要求制定了《宁夏晓鸣农牧股份有限公司对外投资管理制度》，对于公司对外投资范围及权限、对外投资的决策管理、对外投资的转让与收回、对外投资的人事管理、对外投资的财务管理及审计等事项进行规定。

关联交易管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》

《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》等有关法律、法规、规范性文件及《公司章程》的有关规定，制定《宁夏晓鸣农牧股份有限公司关联交易管理制度》，对公司的关联方和关联关系、关联交易、关联交易的决策程序、关联交易的信息披露等事项进行了规定。公司关联交易的价格或收费原则应不偏离市场独立第三方的价格或收费的标准，公司应对关联交易的定价依据予以充分披露，并应当与关联人就关联交易签订书面合同或协议。

3. 安全环保

公司制定了一系列安全环保工作管理制度，并采用建设配套设施、签署年度责任书等措施推动制度落实。

安全方面，公司制定了《安全管理制度》《饲料生产安全管理制度》《电梯安全管理制度》《电梯机房管理制度》《电梯抢修处置预案》《液压升降作业平台安全操作规程》，建立了包括各职能部门、技术人员、岗位操作人员在内的安全生产责任制。同时，公司对员工进行定期或不定期安全生产培训，按年度制定《年度安全生产工作目标计划》，高管签署《年度高层管理者目标责任书》，定期、不定期开展安全检查，并形成安全检查报告、生产安全检查与整改、安全生产自检

自查报告，推动相关制度和计划落实。

环保方面，公司在经营过程中产生的主要污染源包括废气、废水、固体废弃物以及噪声。公司按照环保部门要求，针对不同的污染源采取了特异性措施，如建设隔离带以减少废气对外界环境的影响、在生产区进行混凝土防渗处理以防止废水污染地下水、将鸡粪及废弃疫苗药品包装等固体废弃物委托给有资质的企业处理等。与此同时，公司制定了《养殖场综合环境管理办法》《环保兼职管理人员岗位职责》《养殖场污染防治管理措施》《养殖场环境污染事故应急预案》等环保管理制度，并按年度在高管签署的《年度高层管理者目标责任书》中落实环保责任要求。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，鸡产品收入是营业总收入的主要来源，副产品收入对营业总收入形成一定补充；受行业周期波动影响，公司主营业务毛利率波动较大。

公司营业总收入主要包括鸡产品收入和副产品收入两部分。其中，鸡产品收入占比最大，主要来自于商品代蛋鸡雏鸡、商品代蛋鸡育成鸡以及父母代蛋种鸡雏鸡的销售；副产品收入主要来自于鲜蛋、毛蛋、无精蛋、死胎蛋等不合格蛋的销售，难以作为蛋鸡饲养的鉴别雏（包括公雏和二等母雏）的销售，以及淘汰鸡和鸡粪等产品的销售。2019—2021年，公司营业总收入持续增长。

从营业总收入构成来看，2019—2021年，公司主营业务收入占比均超过99.90%，主营业务突出。2019—2021年，公司鸡产品收入持续增长，年均复合增长31.10%，鸡产品收入占主营业务收入比重持续上升。2021年，鸡产品收入在主营业务收入中的占比达到88.91%。2019—2021年，公司副产品收入波动增长，副产品收入占主营业务收入比重持续下降。

毛利率方面，2019—2021年，公司主营业务毛利率有所下降。受行业波动影响，2020年，公

司毛利率同比下降11.62个百分点，其波动趋势与蛋鸡价格波动趋势相符。2021年，公司毛利率同比下降4.43个百分点，主要系公司根据中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）会计司关于企业会计准则相关实施问答的有关规定，于2021年1月1日起将为履行客户销售合同而发生的运输成本从“销售费用”重分类至“营业成本”所致。按照变更后的会计政策追溯调整2020

年相关科目后，2020年，公司主营业务毛利率为21.31%，2021年，公司主营业务毛利率较2020年同比增加1.15个百分点。2019—2021年，公司副产品收入的毛利率较为稳定。

2022年1—3月，公司实现营业总收入1.88亿元，同比增长27.41%；公司实现利润总额0.14亿元，同比下降21.23%，主要系商品代蛋鸡雏鸡价格略有下降同时原材料价格上涨所致。

表 5 2019—2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年				2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率(%)		收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
						追溯调 整前	追溯调 整后			
鸡产品收入	4.63	85.89	40.30	4.77	88.34	26.88	20.56	6.38	88.91	21.61
其中：商品代雏鸡	4.28	79.41	42.84	4.22	78.15	26.61	20.87	5.93	83.02	23.05
商品代育成鸡	0.21	3.90	10.88	0.31	5.74	18.28	15.99	0.16	2.25	1.34
父母代种雏鸡	0.14	2.60	7.59	0.22	4.07	42.73	41.41	0.26	3.63	28.37
副产品收入	0.76	14.11	27.58	0.63	11.66	27.03	19.24	0.79	11.09	20.40
合计	5.39	100.00	38.51	5.40	100.00	26.89	21.31	7.14	100	22.46

注：1.尾数差异系四舍五入所致；2.细分版块占比为收入占主营业务收入比例；3.2021 年公司调整会计政策，将部分销售费用转入营业成本，上表中 2020 年毛利率为未按新准则追溯调整的数值以及追溯调整后两种

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 鸡产品收入

公司鸡产品收入的经营主体为母公司以及全资子公司兰考晓鸣禽业有限公司（以下简称“兰考晓鸣”）。2019—2021年，商品代雏鸡的销售收入在鸡收入中占比达到90%以上，是公司鸡产品收入的主要来源。

（1）采购

公司引进的祖代蛋种鸡雏鸡均来自美国海兰，对单一供应商存在依赖；饲料、疫苗和兽药等物资的供应商集中度尚可。2019—2021年，公司饲料采购价格上行，对成本控制形成一定压力。

2021年，公司按照财政部会计司相关实施问答的规定，将商品代雏鸡、父母代种雏鸡以及父母代育成鸡的运输费用由销售费用调整至营业成本。公司的营业成本由直接材料、直接人工、制造费用、燃料动力以及运输费用五部分构成。2019—2021年，直接材料在营业成本中占比较大，均在50%以上。

公司的采购内容主要包括祖代蛋种鸡雏鸡、饲料、疫苗和兽药以及其他物资。

公司祖代蛋种鸡雏鸡的引种工作主要由生产部门负责，总经理参与采购合同谈判。公司的祖代鸡引种品种为海兰褐、海兰白、海兰灰以及海兰粉，均来自美国海兰。美国海兰是公司唯一的祖代蛋种鸡雏鸡供应商，其作为全球大型蛋鸡育种、生产和销售公司，在美国、加拿大、法国、波兰、巴西、西班牙等国家均拥有种鸡场。公司根据生产计划与美国海兰签订祖代鸡进口合同，并与进出口代理商签订进口代理协议。公司已经与美国海兰建立了较为稳定的长期合作关系，一旦某个种源地国家封关，公司能够及时通过美国海兰在其他国家的种鸡场补充引种，减少海外封关对公司祖代种鸡供应的冲击。

公司的饲料、疫苗和兽药以及其他物资的采购由采购部门统一负责，采购方式包括招标采购、询价议价采购和单一来源采购。公司每年制定年度采购计划，经过部门经理、采购部经理、分管副总经理审核后，上报财务部门纳入预算管理；公司按月制定月度采购计划，每月25日前，物资需求部门编制《月度物资采购

计划》，经过需求部门经理、采购部经理、分管副总经理审核并最终确定。公司所采购饲料包括饲料原材料和成品饲料两部分，其中成品饲料为用于喂养1~20日龄雏鸡的小颗粒饲料，在采购金额中占比较小。公司采购的饲料原材料主要为玉米、豆粕以及饲料添加剂等，公司的玉米供应商主要为宁夏周边粮商和农户，豆粕供应商主要为国内外资企业。公司疫苗和兽药的供应商包括国内、外厂商的国内经销商，为减少新冠疫情对进口厂商产品货期的影响，公司根据需要提前制定疫苗和兽药的采购计划。

采购结算方面，公司针对不同供应商采取不同结算方式。对于祖代蛋种鸡雏鸡供应商，公司一般采取先款后货的支付方式，首先根据合同约定的货款、手续费、代收机场检验费等进行预付，最终以双方认可的隔离第七日祖代种鸡雏鸡存活数量作为结算依据；对于玉米、豆粕此类对资金占用较大的大宗原材料，公司一般采取先货后款的支付方式，账期通常在原材料检验合格入库后7~15天左右；对于小品种饲料添加剂等其他产品，公司一般采用先货后款的方式，结算账期通常在30天左右。

表 6 主要生产资料采购情况

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年
祖代鸡	采购量（万套）	4.19	4.89	5.00
	采购均价（元/套）	196.62	183.38	232.63
	采购金额（万元）	823.85	896.75	1163.15
饲料原材料	采购量（吨）	58240.58	62399.99	75241.01
	采购均价（万元/吨）	0.23	0.26	0.32
	采购金额（万元）	13360.13	16188.05	24030.55
成品饲料	采购量（吨）	5350.26	6189.73	5477.27
	采购均价（万元/吨）	0.30	0.28	0.35
	采购金额（万元）	1630.47	1751.80	1909.15
疫苗、兽药	采购量（万个）	65.79	60.04	54.92
	采购均价（元/个）	63.80	74.80	85.17
	采购金额（万元）	4197.35	4490.58	4678.05

资料来源：公司提供，联合资信整理

采购价格方面，2019年以来，公司祖代种雏鸡采购均价略有波动，主要系公司每年根据生产计划采购的祖代种雏鸡品种和对应数量不同，不同品种的祖代种雏鸡价格不同所致。玉米和豆粕的价格受国家农产品政策、国内与国际市场供求状况、运输条件、气候、自然灾害等多种因素的影响。2020年以来，玉米豆粕等大宗原料价格上行对公司造成一定的成本压力。2019—2021年，公司疫苗兽药价格持续增长，主要系中美贸易摩擦以及新冠疫情冲击导致部分产品供应受到影响，公司将进口渠道更换为国内渠道使部分产品成本变化所致；同时，国内渠道的产品价格随人工、包装成本等因素变动，造成公司疫苗兽药的采购均价有所

增长。

采购量方面，2019—2021年，随着公司生产销售规模的扩大，公司采购的祖代鸡、饲料原材料等均有所增长；公司采购的疫苗、兽药数量有所下降，主要系公司采购疫苗的规格变化，以及公司加强技术人员培训，提高疫苗使用效率，加强生物安全管理，减少兽药使用量所致。

供应商集中度方面，2019—2021年，公司前五大供应商的采购金额占比分别为24.16%、33.43%和25.34%，采购商品主要为饲料原料，采购集中度尚可。公司祖代蛋种雏鸡主要从美国海兰进口，对单一供应商依赖程度高。

（2）生产与销售

公司在生产中采用独创的“集中养殖，分散孵化”模式，销售中以产定销，直销与经销方式并行。公司各孵化基地毗邻销售端，而养殖基地与主要销售端距离较远。2019-2021年，公司主要产品商品代雏鸡的产量、销量持续增长，销售均价随行业趋势波动变化。

公司鸡收入的产品包括商品代雏鸡、商品代育成鸡和父母代种雏鸡。其中，商品代雏鸡是公司鸡收入的主要来源，2019—2021年，商品代雏鸡的销售收入在鸡收入中的占比均在90%以上；商品代育成鸡和父母代种雏鸡占比较小。

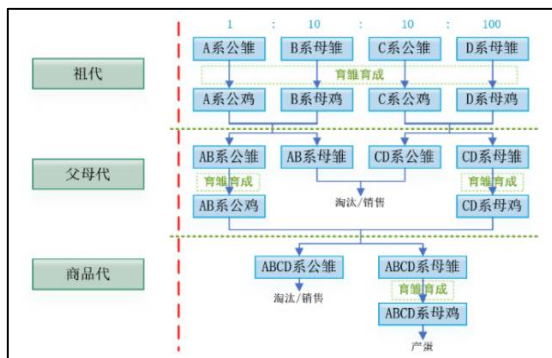
公司鸡产品的生产过程可以分为养殖和孵化两部分。首先，公司从海外引进1日龄祖代蛋种鸡雏鸡，在祖代鸡养殖基地育雏、育成后，将其所产种蛋送到孵化厂进行孵化，得到父母代蛋种鸡雏鸡。经过挑选能够作为父母代蛋种鸡的雏鸡，部分进入公司的父母代鸡养殖基地进行育雏、育成，其余公司自身产能无法消耗的父母代种雏鸡则销售到其他企业的父母代种鸡养殖场。公司的父母代蛋种鸡育成后，所产蛋将被送到孵化基地进行孵化，得到商品代蛋鸡雏鸡。经过挑选能够作为商品代蛋鸡的雏鸡，大部分直接销售至下游蛋鸡饲养企业和蛋鸡养殖户，少量运输至公司位于河南省开封市兰考县的育成鸡养殖场，饲养至85~105日龄后作为商品代育成鸡销售至下游客户。上述过程中，公雏及不适合作为蛋鸡养殖的母雏作为副产品销售。

蛋种鸡饲养方面，公司采用“全网面高床平养”的方式，将种鸡饲养在离地1.8米高的竹制漏粪网架上，克服了传统室内地面平养和一高两低网上平养模式中鸡群与粪便接触带来的疫病风险。与此同时，相比于笼养，“全网面高床平养”的种鸡能够自由活动，最大限度保持了自然习性，有助于提高种蛋品质。

与国内其他蛋鸡企业不同，公司采用“集中养殖，分散孵化”的生产模式，将祖代蛋种鸡和父母代蛋种鸡集中养殖在宁夏回族自治区银川市闽宁镇、宁夏回族自治区青铜峡市、内蒙古自治区阿拉善盟的三大养殖基地；三大养殖基地坐落于贺兰山东麓及西麓，纬度高、气候干燥、人烟稀少，符合蛋鸡“喜干不喜热”的生活习性，并能够对禽类疫病形成一定的地理隔离，有助于提升种鸡品质、减少疫病发生。种鸡产蛋后，公司将蛋分别运输至宁夏回族自治区银川市闽宁镇、新疆维吾尔自治区五家渠市、河南省开封市兰考县、吉林省长春市及陕西省咸阳市三原县的五座孵化厂中进行孵化，五座孵化厂毗邻公司的父母代种鸡养殖基地和下游客户，便于雏鸡运输。其中，宁夏闽宁孵化厂靠近公司养殖基地，便于孵化出的父母代种鸡雏鸡运输至养殖基地育雏、育成，并与新疆五家渠孵化厂覆盖西北市场；河南兰考孵化厂位于河南、河北、山东、江苏四个鸡蛋主产省份交界，按照每个孵化厂的最大运输半径为1000千米计算，河南兰考孵化厂能够覆盖河北、山西、陕西、山东、江苏、安徽等地区，触及大量下游客户资源；吉林长春孵化厂靠近鸡蛋生产大省辽宁，能够覆盖东北地区；陕西三原孵化厂则能覆盖部分西南地区。

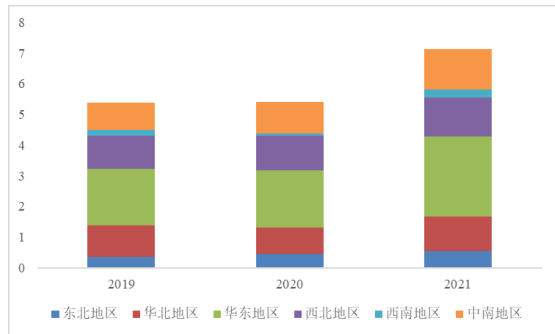
2019—2021年，除西北地区以外，其他地区的收入在公司主营业务收入中占比分别为79.86%、79.39%和82.42%，占比较大。公司的孵化基地毗邻销售市场，但养殖基地位于西北地区，距离主要销售市场距离较远。公司在生产过程中需要将种蛋从养殖基地运输至孵化基地，种蛋的单位运输成本在总成本中占比较小，不构成重大影响。

图4 公司鸡产品生产示意图



资料来源：公司招股说明书

图5 公司主营业务收入分地区列示情况
(单位: 亿元)



注：公司出口到蒙古国的收入极少，2019—2021年出口收入占比最高仅为0.03%，故未在上图中列示

资料来源：公司提供，联合资信整理

表7 2019—2021年鸡产品产销情况

产品	项目	单位	2019年	2020年	2021年
商品代雏鸡	产量	万羽	12051.99	14530.50	17443.58
	销量	万羽	11980.09	14323.73	17331.20
	销售均价	元/羽	3.57	2.95	3.42
商品代育成鸡	产量	万羽	74.15	129.36	69.47
	销量	万羽	73.46	129.77	68.76
	销售均价	元/羽	28.56	23.66	23.32
父母代种雏鸡	产量	万套	330.01	282.97	500.04
	销量	万套	165.10	150.36	270.85
	销售均价	元/套	8.65	15.88	9.58

资料来源：公司提供，联合资信整理

销售模式方面，公司采用直销和经销并行的方式，对于规模较大的蛋鸡养殖企业，公司全部采用直销的模式进行销售，经销商及其下游客户以自然人或小规模养殖场（户）为主。2019—2021年，公司直销客户销售金额在主营业务收入中的占比分别为58.84%、59.41%和63.77%，持续增长。经销商管理方面，公司与经销商签订《经销商合作协议》，约定经销商不得经销其他厂家同类产品，由于销售产品为生物资产，储存困难，所以经销商基本无法囤货。公司实行以产定销，根据当年鸡产品的产量确定销售数量，并适时以价格为杠杆，确保所有产品均可完成销售。

结算方式方面，公司采用预收全款、预收定金发货前付清余款、供货后有账期三种方式，公司依据客户的合作情况、客户在市场影响力、区域市场的特点等情况执行不同的信用政策。对于大部分客户，公司采用预收全款或预收定金发货前付清余款的方式，其中，采用预收定

公司的商品代育成鸡业务主要由全资子公司兰考晓鸣负责，公司商品代育成鸡的销售收入在鸡收入中的占比很小。公司的商品代育成鸡养殖场位于河南兰考，主要用于公司销售团队的技术服务技能培训以及下游客户的商品代蛋鸡养殖技能培训，不作为公司主要的收入来源。

金发货前付清余款方式的客户普遍规模较大，按照月度或者季度在公司进行滚动采购，回款账期平均在1个月之内；少量国企客户因为预收款手续办理周期较长，所以采用供货后有账期的结算方式，账期平均在1个月之内。

销售价格方面，雏鸡产品价格主要受市场供求关系影响，与蛋鸡行业景气度高度相关。公司是中国规模化养殖美国海兰祖代、父母代种鸡的企业之一，是国内商品代蛋鸡雏鸡销售规模较大的企业之一，在雏鸡定价方面有一定影响力，但总体来看仍遵循市场价格趋势。2019—2021年，受行业波动影响，公司商品代雏鸡销售均价波动下降。2019年，由于蛋鸡行业景气度上升叠加2018年蛋鸡存栏量不足影响，公司商品代雏鸡销售均价维持在高位；2020年，受新冠疫情冲击叠加蛋鸡行业景气度回落、蛋鸡存栏量较大等因素影响，公司商品代雏鸡销售均价同比下降17.47%；2021年，行业景气度略有回升，公司商品代雏鸡销售价格

同比有所上涨。

客户集中度方面，2019—2021年，公司前五大客户占比分别为11.58%、9.70%和8.83%，持续下降，集中度低。

2022年1—3月，公司鸡产品业务收入为1.65亿元，商品代雏鸡销售均价达到3.34元，相比于2021年略有下降。

3. 副产品收入

公司副产品主要为生产过程中产生的不合格蛋、难以作为蛋鸡饲养的雏鸡、淘汰鸡以及鸡粪等，对公司的主营业务收入形成良好补充。2019—2021年，公司副产品收入波动增长，在主营业务收入中的占比持续下降。

公司的副产品收入主要来自于鲜蛋、毛蛋、无精蛋、死胎蛋等不合格蛋的销售，难以作为蛋鸡饲养的鉴别雏（包括公雏和二等母雏）的销售，以及淘汰鸡和鸡粪的销售。公司的鲜蛋销售给客户作为食用鸡蛋对外批发零售，无精蛋、死胎蛋、毛蛋等不合格蛋销售给客户用于动物饲料加工；难以作为蛋鸡饲养的鉴别雏，其中部分公雏销售给肉鸡养殖企业或个人作为肉鸡养殖，其余销售给客户用于动物饲料加工；失去繁殖能力的淘汰鸡销售给客户用于屠宰加工；鸡粪销售给下游客户经无害化处理后用于生产有机肥料。

2019—2021年，公司的副产品收入波动上升。2021年，副产品收入在主营业务收入中的占比为11.09%，规模较小。

4. 经营效率

与同行业相比，公司整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数分别为47.55次、46.77次和55.39次；存货周转次数分别为5.49次、5.88次和6.84次；总资产周转次数分别为0.75次、0.65次和0.70次。

与同行业相比，公司整体经营效率一般。

表 8 2021 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
民和股份	3.35	42.46	0.50
益生股份	6.82	45.43	0.40
仙坛股份	7.01	63.01	0.59
圣农发展	5.46	18.34	0.91
晓鸣股份	6.84	55.39	0.70

注：1.除晓鸣股份外，以上所有上市公司主营均为肉鸡业务；2. 为了便于对比，上表公司相关数据来自Wind

数据来源：Wind

5. 关联交易情况

公司关联交易对象主要为北京大北农业科技集团股份有限公司（以下简称“大北农”）及其控制的各子公司、正大投资股份有限公司（以下简称“正大投资”）及相关的正大体系内各公司。2019—2021年，公司关联采购和关联销售占比较小。

公司主要的关联交易对象为大北农及其控制的各子公司、正大投资及相关的正大体系内各公司。其中，正大投资为公司第二大股东，截至2022年3月末，持股比例为11.87%，在公司董事会中拥有2个席位；大北农为公司第四大股东，截至2022年3月末，持股比例为2.63%，在公司董事会中拥有1个席位。

公司的关联交易主要包括关联采购和关联销售两部分，与关联方的采购价格和销售价格均参照市场价格确定。公司的关联采购主要为向大北农及其控制的各子公司、正大投资及相关的正大体系内各公司采购饲料和疫苗等产品，2019—2021年，关联采购在营业成本中的占比分别为4.86%、4.63%和3.22%。公司的关联销售主要为向正大投资及相关的正大体系内各公司销售商品代雏鸡等产品，2019—2021年，关联销售在营业总收入中的占比分别为2.80%、2.33%和5.25%。整体看，关联采购和关联销售占比较小。

6. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目未来拟投资规模较大，未来存在一定的融资需求。

截至2022年3月末，公司重要的在建及拟

建项目包括IPO募投项目、本次可转债募投项目以及其他项目。

2021年12月29日，公司召开股东大会，审议通过《关于变更部分募集资金用途及调整部分募集资金投资项目实施进度的议案》，由于IPO实际募集资金较计划募集规模差距较大、公司与红寺堡区人民政府签订了《战略合作框架协议》以及考虑到公司短期内对祖代、父母代和育雏育成鸡舍的需求情况等原因，公司将阿拉善种鸡养殖场建设项目（以下简称“阿拉善养殖场项目”）剩余的募集资金5870.32万元调整至本次可转债募投项目之一的红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）。阿拉善养殖场项目的具体建设内容为种鸡育雏成分场、父母代种鸡测定分场和祖代种鸡养殖分场，已投入资金较少。

截至2022年3月末，公司的IPO募投项目阿拉善百万种鸡生态养殖项目（以下简称“阿拉善生态养殖项目”）已投入1.42亿元，拟投入募集资金剩余0.01亿元。阿拉善生态养殖项目的具体建设内容为标准化父母代种鸡场，共分为三期建设，目前一期工程已完成，二期工程

的鸡舍已建成投产，二期工程剩余部分预计2022年内完工，届时，该项目的剩余拟投入募集资金将使用完毕。由于IPO实际募集资金较计划募集规模差距较大，阿拉善生态养殖项目的三期工程暂无投资计划，具体实施进度视公司资金筹措情况和未来经营需求实施。

截至2022年3月末，公司未来尚需投入4.45亿元，其中，IPO募集资金剩余0.52亿元用于建设闽宁养殖基地建设项目、阿拉善生态养殖项目以及红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期），预计通过本次可转债募集2.50亿元用于建设南方种业中心一期项目和红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期），公司还需自筹约1.43亿元。上述项目投资期主要集中在2022年和2023年，公司未来存在一定的集中融资需求。

此外，畜禽养殖项目具有投资规模较大、投资回收期较长、盈利水平受行业周期影响较大、易受突发疫病冲击等特点。未来，若蛋鸡养殖行业出现大幅波动或者受到意外情况冲击，公司募投项目收益可能不达预期。

表9 截至2022年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	截至2022年3月末 已完成投资额	2022年4—12月投 资计划	2023年投资计 划	性质
南方种业中心一期项目	15850.00	12649.65	3200.35	--	本次可转债募投项目
红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）	30001.69	3097.30	16000.00	11000.00	本次可转债募投项目
红寺堡智慧农业产业示范园祖代种业基地建设项目	9371.72	150.35	5000.00	4371.72	--
闽宁智慧农业扶贫产业园扩建项目	3158.01	241.86	2916.15	--	--
阿拉善种鸡养殖项目	42830.6	495.95	--	--	IPO募投项目（已变更募集资金用途）
阿拉善百万种鸡生态养殖项目	34024.00	14155.93	111.56	--	IPO募投项目
闽宁养殖基地建设项目	5772.52	4325.55	1859.43	--	IPO募投项目
合计	141008.54	35116.59	29087.49	15371.72	--

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

7. 未来发展

公司的商品代蛋鸡雏鸡业务已经比较成熟。未来，公司将继续扩大蛋鸡雏鸡生产规模，坚持品牌建设，逐步拓展南方市场。

经过多年发展，公司的商品代蛋鸡雏鸡业务已经比较成熟。目前，公司已经明确了主营业务战略目标，2025年鸡产品销量不低于35000万羽，2022—2025年累计净利润不低于64000万元。公司将持续做强做大主业，保持营业总收入、产品销售数量、市场占有率三大指标的持续增长，保持稳定的现金流和每年20%左右的销售规模增长；持续强化技术创新和研发投入，坚持“集中养殖、分散孵化”，建设养殖、孵化及饲料加工基地，持续完善生物安全体系建设；持续推动建设公司信息化管理系统，强化预算管理、人才管理和财务管理。

近年来，国内蛋鸡行业逐渐向规模化、工业化的模式转变，市场持续向头部企业集中。未来，公司将继续扩大产业规模，在宁夏回族自治区吴忠市红寺堡区建设养殖基地，并在湖南省常德市建设配套孵化基地，进一步扩大更受南方市场欢迎的粉壳蛋雏鸡品种的生产规模，加强品牌建设，增加南方地区的市场份额。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，信永中和会计师事务所（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2022年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2019—2021年，公司合并范围未发生变化，截至2021年末，公司合并范围共有子公司2家。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司合并资产总额11.61亿元，所有者权益8.25亿元，无少数股东权益；2021年，公司实现营业总收入7.14亿元，利润总额0.82亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额12.30亿元，所有者权益8.41亿元，无少数股东权益；2022年1—3月，公司实现营业总收入1.88亿元，利润总额0.14亿元。

2. 资产质量

2019—2021年末，公司资产规模快速增长，以非流动资产为主，资产中固定资产规模较大，资产受限比例较高，资产流动性一般。

2019—2021年末，随着在建项目的陆续投产、销售规模扩大以及公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市，公司资产规模持续增长。截至2021年末，公司合并资产总额较上年末增长32.82%，主要系2021年公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市使货币资金增加所致。资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，流动资产较上年末占比上升较快。

表 10 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	1.31	16.88	1.30	14.90	2.93	25.23	2.42	19.64
货币资金	0.42	31.98	0.44	33.40	1.71	58.52	1.23	50.94
应收账款	0.12	9.41	0.11	8.28	0.15	5.12	0.14	5.88
存货	0.70	53.85	0.64	49.09	0.98	33.43	0.95	39.19
非流动资产	6.44	83.12	7.44	85.10	8.68	74.77	9.88	80.36
固定资产	4.78	74.24	5.96	80.08	6.35	73.08	6.27	63.47
生产性生物资产	0.70	10.89	0.83	11.10	1.04	11.98	1.06	10.76
无形资产	0.22	3.46	0.27	3.67	0.46	5.27	0.47	4.72
资产总额	7.75	100.00	8.74	100.00	11.61	100.00	12.30	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021年末，流动资产规模波动增长。截至2021年末，公司流动资产较上年末增幅较大，主要系2021年公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市使货币资金增加所致，公司流动资产主要由货币资金、应收账款以及存货构成。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长。截至2021年末，公司货币资金较上年末大幅增长，主要系2021年公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市获得募集资金所致。

2019—2021年末，公司应收账款波动增长。截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末有所增长，主要系当年公司大客户增加所致。应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账0.01亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.10亿元，占比为58.55%，集中度高。

2019—2021年末，公司存货波动增长。截至2021年末，公司存货较上年末有所增长，主要系生产规模扩大导致在产品增加以及春节原料备货增加所致。存货主要由原材料、在产品、坤村商品以及消耗性生物资产构成，原材料主要包括饲料原料、外购饲料、疫苗、药品等，在产品主要包括种蛋、自制饲料等，未计提跌价准备。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，随着公司募投项目等在建项目的持续建设，公司非流动资产规模持续增长。截至2021年末，公司非流动资产主要由固定资产、生产性生物资产以及无形资产构成。

2019—2021年末，由于公司在建项目陆续投产，公司固定资产规模持续增长。截至2021年末，公司固定资产累计计提折旧1.85亿元；固定资产成新率78.62%，成新率尚可。

2019—2021年末，公司生产性生物资产持续增长。公司的生产性生物资产包括祖代蛋种鸡和父母代蛋种鸡，种鸡在23周之前为成长期，23周开始为产蛋期，祖代蛋种鸡和父母代蛋种鸡成长期发生的成本以及父母代蛋种鸡孵化期发生的成本全部资本化，计入生产性生物资产。生产性生物资产达到预定生产经营目的后发生的管护、饲养费用等后续支出计入当期损益。截

至2021年末，公司生产性生物资产1.04亿元，较上年末有所增长，主要系生产销售规模扩大所致。

2019—2021年末，公司无形资产持续增长。截至2021年末，公司无形资产较上年末增幅较大，主要系公司购置土地使用权所致。公司无形资产主要由土地使用权和计算机软件构成，累计摊销0.05亿元，未计提减值准备。

截至2022年3月末，公司资产受限情况如表11所示，总体看，公司资产受限比例较高。

表 11 截至 2022 年 3 月末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占所有者权益比例 (%)	受限原因
固定资产	2.94	35.03	抵押贷款
无形资产	0.34	4.10	抵押贷款
在建工程	0.76	9.00	抵押贷款
合计	4.05	48.13	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末增长5.92%，主要系在建项目持续投入所致。资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，非流动资产较上年末占比上升较快。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末，随着未分配利润增长和公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市，**公司所有者权益持续增长。整体看，公司所有者权益稳定性尚可。**

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长。截至 2021 年末，公司所有者权益 8.25 亿元，较上年末增长 34.21%，主要系 2021 年公司在深圳证券交易所挂牌创业板上市收到募集资金所致。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.72%、33.27%和 38.91%，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益 8.41 亿元，较上年末增长 1.84%，较上年末变化不大。

(2) 负债

2019—2021 年末,公司负债规模持续增长,负债结构相对均衡;有息债务规模持续增长,以长期债务为主。2020 年,公司为应对市场波动增加银行借款,导致有息债务规模快速增长;2021 年,随着生产经营规模的扩大,公司偿还短期借款并增加长期借款,有息债务规模有所增加。整体看,公司债务负担较轻,1~2 年内需

要偿还的债务在总债务中占比较大,存在一定集中偿付压力。

2019—2021 年末,公司负债规模持续增长。截至 2021 年末,公司负债较上年末有所增长,主要系公司经营规模扩大导致长期借款及应付账款等增加所致;公司负债结构相对均衡,负债结构较上年末变化不大。

表 12 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	1.52	72.20	1.42	54.54	1.67	49.65	2.03	52.04
应付账款	0.70	45.87	0.44	30.94	0.68	40.48	0.82	40.36
应付职工薪酬	0.17	11.10	0.11	8.00	0.22	13.35	0.14	7.07
其他应付款	0.11	7.37	0.09	6.07	0.13	7.52	0.44	21.64
一年内到期的非流动负债	0.22	14.45	0.27	19.35	0.39	23.56	0.45	22.40
合同负债	0.00	0.00	0.20	14.01	0.25	14.83	0.17	8.29
非流动负债	0.58	27.80	1.18	45.46	1.69	50.35	1.87	47.96
长期借款	0.21	36.32	1.10	93.40	1.45	85.96	1.65	88.55
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18	10.92	0.16	8.82
负债总额	2.10	100.00	2.59	100.00	3.36	100.00	3.90	100.00

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末,公司流动负债波动增长。截至 2021 年末,公司流动负债较上年末有所增长,主要系应付账款及一年内到期的长期借款增加所致。公司流动负债主要由应付账款、应付职工薪酬、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及合同负债构成。

2019—2021 年末,公司应付账款波动下降。截至 2021 年末,公司应付账款 0.68 亿元,较上年末增长 54.25%,主要系公司加强供应商管控叠加经营规模扩大所致,公司应付账款账龄以一年以内为主。

2019—2021 年末,公司应付职工薪酬波动增长。截至 2021 年末,公司应付职工薪酬 0.22 亿元,较上年末增长 96.86%,主要系公司扩大经营规模,员工数量增加所致。

2019—2021 年末,公司其他应付款波动增长。截至 2021 年末,公司其他应付款较上年末增长 46.08%,主要系 2021 年公司数字农业项目验收后应付的质保金增加以及 2021 年末预提各类费用报销金额增加所致。

2019—2021 年末,公司一年内到期的非流动负债持续增长。截至 2021 年末,公司一年内到期的非流动负债 0.39 亿元,较上年末增长 43.60%,主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2019 年末,公司无合同负债。截至 2020 年末,公司新增合同负债 0.20 亿元,主要系 2020 年 1 月 1 日起,公司开始执行新收入准则,将 2020 年期初的 0.32 亿元预收账款记为合同负债所致。截至 2021 年末,随着公司销售规模扩大,公司合同负债较上年末有所增长。

2019—2021 年末,公司非流动负债持续增长。截至 2021 年末,公司非流动负债较上年末增长 43.45%,主要系随着经营规模扩大公司增加长期借款所致。公司非流动负债主要由长期借款构成。

2019—2021 年末,公司为保证市场波动情况下生产周转资金的安全,同时随着生产经营规模扩大,公司增加银行长期抵押和保证借款,导致公司长期借款持续增长。长期借款主要由

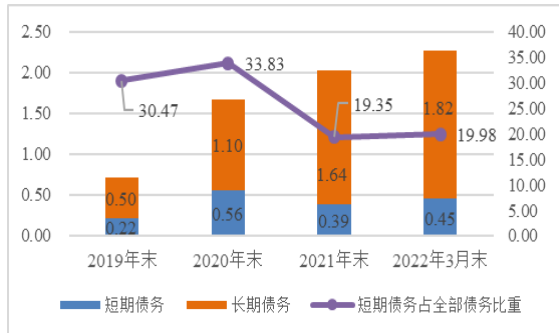
抵押借款和保证借款构成，其中抵押借款占比大。

2019—2020年末，公司无租赁负债。2021年，公司开始执行新租赁准则，截至2021年末，公司按照新租赁准则调整后，新增租赁负债0.18亿元。

截至2022年3月末，公司负债总额3.90亿元，

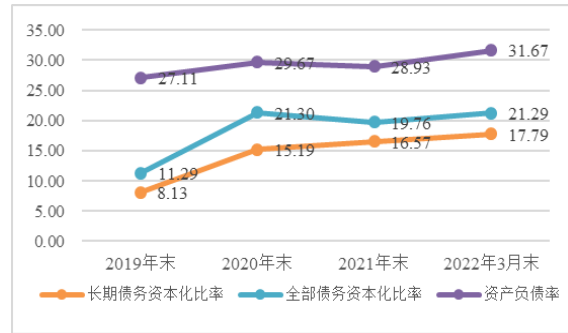
较上年末增长15.92%，主要系公司增加限制性股票激励计划导致的限制性股票回购义务使其其他应付款增加叠加长期借款增加所致。其中，流动负债占52.04%，非流动负债占47.96%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

图 6 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 7 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

有息债务方面, 2019—2021 年, 公司全部债务持续增长。截至 2021 年末, 公司全部债务 2.03 亿元, 较上年末有所增长, 主要系长期债务增加所致; 债务结构方面, 公司债务以长期债务为主; 其中, 短期债务较上年末有所下降, 主要系公司偿还短期借款所致; 长期债务较上年末有所增长, 主要系公司经营规模扩大增加长期借款所致。从债务指标来看, 2019—2021 年, 公司资产负债率波动增长, 全部债务资本化比率波动增长, 长期债务资本化比率持续增长; 截至 2021 年末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.93%和 19.76%, 较上年末分别下降 0.74 个百分点和 1.55 个百分点, 长期债务资本化比率 16.57%, 较上年末提高 1.38 个百分点, 公司债务负担较轻。

截至 2022 年 3 月末, 公司全部债务较上年末有所增长; 债务结构方面, 公司债务依然以长期债务为主; 其中, 短期债务较上年末有所增长, 主要系一年内到期的长期借款增加所致; 长期债务较上年末有所增长, 主要系公司进一步增加长期借款所致。从债务指标来看, 截至 2022 年 3 月末, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和

长期债务资本化比率分别为 31.67%、21.29%和 17.79%, 较上年末分别提高 2.73 个百分点、提高 1.53 个百分点和提高 1.22 个百分点。

从债务期限分布看, 截至2022年3月末, 公司1~2年需偿还债务占比较大, 存在一定偿债压力。

表 13 截至 2022 年 3 月末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
一年到期的非流动负债	0.41	--	--	--	0.41
长期借款	--	1.06	0.41	0.18	1.65
合计	0.41	1.06	0.41	0.18	2.06
占比	19.84	51.42	19.82	8.92	100

注: 1.尾差系四舍五入所致 2.上表中未包含租赁负债, 截至2022年3月末, 公司共有租赁负债0.16元

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2019—2021年, 公司盈利水平受行业波动影响明显。2021年, 公司按照财政部会计司相关实施问答的规定, 将商品代雏鸡、父母代种雏鸡以及父母代育成鸡的运输费用由销售费用调整至营业成本, 调整后, 公司期间费用率有所下降。

2019—2021年, 随着公司经营规模扩大, 公

司营业总收入和营业成本均持续增长。2019—2021年，公司利润总额波动下降，主要系行业波动所致。

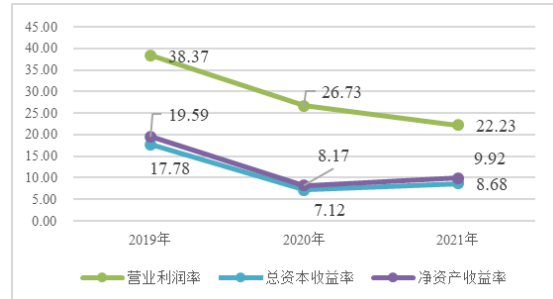
从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额持续下降。2019—2021年，公司期间费用率分别为18.11%、17.70%和13.04%。2021年，公司费用总额为0.93亿元，同比有所下降，主要系2021年公司按照财政部会计司相关实施问答的规定，将商品代雏鸡、父母代种雏鸡以及父母代育成鸡的运输费用由销售费用调整至营业成本所致。若按照相同方式追溯调整2020年销售费用，则2020年公司期间费用率为12.12%，期间费用总额为0.65亿元，2021年费用总额同比有所增长。从构成看，2021年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为28.79%、36.92%、26.99%和7.30%，销售费用、管理费用以及研发费用占比较为均衡。其中，销售费用为0.27亿元，同比下降44.86%，主要系公司调整会计政策，将部分销售费用改计入营业成本所致；管理费用为0.34亿元，同比增长60.59%，主要系上市相关活动费用增加及管理人員薪酬增加所致；研发费用为0.25亿元，同比增长21.45%，主要系公司持续增加研发投入所致；财务费用为0.07亿元，同比增长41.21%，主要系为保证公司生产经营周转所需资金，增加了金融机构借款，同时项目投产后固定资产贷款利息费用化，导致财务费用支出所致。2021年，公司期间费用率为13.04%，同比下降4.66个百分点。公司费用规模尚可，对整体利润存在一定侵蚀。

非经常性损益方面，2019—2021年，公司投资收益分别为9.98万元、0.00元、0.28万元，主要为理财产品产生的收益，金额非常小；其他收益分别为126.11万元、369.28万元和609.09万元，持续增长，主要系与日常活动相关的政府补助增加所致；资产处置收益分别为4.98万元、0.00元、25.88万元，金额非常小；营业外收入分别为240.00万元、376.41万元和1362.14万元，持续增长；营业外支出分别为94.34万元、407.54万元和276.92万元，波动增长。公司投

资收益、其他收益、资产处置收益、营业外收入和营业外支出金对公司利润有一定补充。

图8 2019—2021年公司盈利指标

(单位：%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司比较，2021年，公司销售毛利率、总资产报酬率以及净资产收益率均保持在较高水平。从行业看，公司整体盈利水平较好。

表14 2021年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
民和股份	17.75	18.07	1.56	1.36
益生股份	20.90	13.96	1.42	0.42
仙坛股份	33.12	1.67	1.74	1.92
圣农发展	144.78	8.71	3.80	4.56
晓鸣股份	7.14	22.46	7.68	9.92

资料来源：Wind

2022年1—3月，公司实现营业总收入1.88亿元，同比增长27.41%；公司实现利润总额0.14亿元，同比下降21.23%。

5. 现金流

2019—2021年，受行业波动影响，公司经营现金净流入规模波动明显，投资活动保持净流出，筹资活动由净流出转为净流入。2020年至今，公司筹资前现金流为负，考虑到尚存在在建以及未来拟建项目，公司存在持续性融资需求。

表15 公司现金流量情况 (单位：亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
经营活动现金流入小计	5.66	5.64	7.42	1.94
经营活动现金流出小计	3.80	4.79	5.67	1.71
经营现金流量净额	1.86	0.85	1.75	0.22
投资活动现金流入小计	0.13	0.00	0.00	0.00

投资活动现金流出小计	1.91	1.68	1.88	1.24
投资活动现金流量净额	-1.78	-1.68	-1.88	-1.24
筹资活动前现金流量净额	0.08	-0.83	-0.13	-1.02
筹资活动现金流入小计	0.18	1.46	2.40	0.59
筹资活动现金流出小计	0.62	0.59	1.00	0.05
筹资活动现金流量净额	-0.44	0.86	1.41	0.53
现金收入比 (%)	103.44	101.95	101.05	97.21

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入波动增长；经营活动现金流出持续增长；公司经营现金净额波动下降。2021 年，公司经营现金净流入同比增长 106.77%，主要系 2021 年公司营业利润增加同时公司收到政府补助及利息收入增加所致。2019—2021 年，公司现金收入比分别为 103.44%、101.95%和 101.05%，持续下降，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入和投资活动现金流出均有所下降，投资活动现金净额波动增长。2020 年，公司无投资活动现金流入；2021 年，公司投资活动现金流入 30.25 万元，主要为办理国网电 e 盈理财产品所致。2021 年，公司投资活动现金流出同比有所增长，主要系在建项目支出增加所致。2021 年，公司投资活动现金净流出同比有所增长。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流由净流入转为净流出，公司存在一定的融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，筹资活动现金流出波动增长。2019—2021 年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入，主要原因是 2020 年公司为了保证市场波动情况下公司生产周转资金的安全增加了银行借款，2021 年公司在深圳证券交易所挂牌收到募集资金所致。

从经营活动来看，2022 年 1—3 月，公司实现经营现金净流入 0.22 亿元，公司实现投资活动现金净流出 1.24 亿元，公司实现筹资活动现金净流入 0.53 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现和长期偿债指标表

现较好，公司偿债能力较强。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	86.26	92.09	175.59
	速动比率 (%)	39.81	46.89	116.89
	经营现金/流动负债 (%)	122.57	59.97	105.17
	经营现金/短期债务 (倍)	8.49	1.51	4.46
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.91	0.77	4.37
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	2.08	1.27	1.64
	全部债务/EBITDA (倍)	0.35	1.31	1.24
	经营现金/全部债务 (倍)	2.59	0.51	0.86
	EBITDA/利息支出 (倍)	76.88	20.73	22.13
	经营现金/利息支出 (倍)	68.85	13.88	23.70

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

从短期偿债指标看，2019—2021 年，公司流动比率持续增长，公司速动比率持续增长。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率波动下降，公司经营现金/短期债务波动下降，公司现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较高。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2019—2021 年，公司全部债务/EBITDA 波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高；经营现金/全部债务波动下降，经营现金对全部债务的保障程度尚可；经营现金/利息支出波动下降，经营现金对利息的保障程度高。

截至 2022 年 3 月末，公司及其子公司对外担保金额为 0.30 亿元，担保对象为银川中小企业融资担保有限公司（以下简称“银川担保公司”），担保期限为 2020 年 6 月 15 日—2023 年 6 月 15 日。本笔担保实质为保证反担保，银川担保公司为公司国家开发银行的贷款提供担保，公司向其提供反担保抵押。截至 2022 年 3 月末，公司无未执行完毕的、金额在 500 万元以上的重大诉讼、仲裁。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 3.39 亿元，尚未使用授信额度 1.34 亿元。公司债务中抵押借款占比大，且资产流动性一般，间接融资渠道有待拓宽。公司为

A股上市公司，具备直接融资渠道。

九、本次债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务结构影响较大，公司经营活动现金流和EBITDA对本次债券保障能力较弱。

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行规模为3.29亿元，分别占公司2022年3月末长期债务和全部债务的180.85%和144.72%，对公司现有债务结构影响较大。以2022年3月末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由31.67%、21.29%和17.79%上升至46.09%、39.83%和37.80%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

截至2022年3月末，公司现金类资产为1.23亿元，为本次债券发行额度（3.29亿元）的0.37倍；2021年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为7.42亿元、1.75亿元、1.64亿元，为本次债券发行额度（3.29亿元）的2.26倍、0.53倍和0.50倍，对本次债券保障能力较弱。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款，有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款，有利于促进债券持有人转股。本次债券发行后，考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能。

表 17 本次债券偿还能力测算

项目	2021 年	2022 年 3 月
发行后长期债务（亿元）	4.93	5.11
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.51	0.38
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.36	0.04
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.01	--

注：发行后长期债务为将本次债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 A⁺，本次债券信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。


```
graph TD; WS[魏晓明 42.14%]; ZD[正大投资 11.87%]; YCT[银川辰途股权投资合伙企业 7.15%]; DBN[大北农 2.63%]; CTF[辰途第一产业股权投资基金 2.10%]; BRTHA[北京融拓智慧农业投资合伙企业（有限合伙） 1.51%]; HSYZSD[合肥市泽森东和投资咨询中心（有限合伙） 1.01%]; QTD[其他股东 31.59%]; NXM[宁夏晓鸣农牧股份有限公司]; LKXJY[兰考晓鸣家禽研究院有限公司]; LKXPY[兰考晓鸣禽业有限公司]; WS --- NXM; ZD --- NXM; YCT --- NXM; DBN --- NXM; CTF --- NXM; BRTHA --- NXM; HSYZSD --- NXM; QTD --- NXM; NXM -- 100%控股 --> LKXJY; NXM -- 100%控股 --> LKXPY;
```

股东名称	持股比例
魏晓明	42.14%
正大投资	11.87%
银川辰途股权投资合伙企业	7.15%
大北农	2.63%
辰途第一产业股权投资基金	2.10%
北京融拓智慧农业投资合伙企业（有限合伙）	1.51%
合肥市泽森东和投资咨询中心（有限合伙）	1.01%
其他股东	31.59%

宁夏晓鸣农牧股份有限公司

100%控股

兰考晓鸣家禽研究院有限公司

100%控股

兰考晓鸣禽业有限公司

资料来源：公司提供

```

graph TD
    A[股东大会] --> B[董事会]
    A --> C[监事会]
    B --> D[审计部]
    B --> E[战略委员会]
    B --> F[审计委员会]
    B --> G[提名委员会]
    B --> H[薪酬与考核委员会]
    B --> I[董事会秘书]
    I --> J[证券部]
    B --> K[总经理]
    K --> L[财务总监]
    K --> M[行政副总]
    M --> N[财务部]
    M --> O[行政部]
    M --> P[人力资源部]
    M --> Q[采购部]
    M --> R[项目部]
    K --> S[孵化副总]
    S --> T[兰考孵化事业部]
    S --> U[闽宁孵化事业部]
    S --> V[运营中心]
    K --> W[技术总监]
    W --> X[动保中心]
    W --> Y[畜牧中心]
    W --> Z[技术服务部]
    K --> AA[总经办]
    K --> AB[生产副总]
    AB --> AC[青铜峡第一事业部]
    AB --> AD[青铜峡第二事业部]
    AB --> AE[青铜峡第三事业部]
    AB --> AF[闽宁事业部]
    AB --> AG[阿拉善第一事业部]
    AB --> AH[祖代事业部]
    AB --> AI[饲料及生产服务部]
    K --> AJ[营销副总]
    AJ --> AK[销售北区]
    AJ --> AL[销售南区]
    AJ --> AM[市场部]
    AJ --> AN[新疆特区]
  
```

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月末宁夏晓鸣农牧股份有限公司主要子公司情况

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	
兰考晓鸣禽业有限公司	4000.00	海兰褐祖代、父母种鸡养殖	100.00	--	投资设立
兰考晓鸣家禽研究院有限公司	300.00	科研	100.00	--	投资设立

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.42	0.44	1.72	1.23
资产总额（亿元）	7.75	8.74	11.61	12.30
所有者权益（亿元）	5.65	6.15	8.25	8.41
短期债务（亿元）	0.22	0.56	0.39	0.45
长期债务（亿元）	0.50	1.10	1.64	1.82
全部债务（亿元）	0.72	1.66	2.03	2.27
营业总收入（亿元）	5.39	5.40	7.14	1.88
利润总额（亿元）	1.11	0.50	0.82	0.14
EBITDA（亿元）	2.08	1.27	1.64	--
经营性净现金流（亿元）	1.86	0.85	1.75	0.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	47.55	46.77	55.39	--
存货周转次数（次）	5.49	5.88	6.84	--
总资产周转次数（次）	0.75	0.65	0.70	--
现金收入比（%）	103.44	101.95	101.05	97.21
营业利润率（%）	38.37	26.73	22.23	14.25
总资本收益率（%）	17.78	7.12	8.68	--
净资产收益率（%）	19.59	8.17	9.92	--
长期债务资本化比率（%）	8.13	15.19	16.57	17.79
全部债务资本化比率（%）	11.29	21.30	19.76	21.29
资产负债率（%）	27.11	29.67	28.93	31.67
流动比率（%）	86.26	92.09	175.59	119.20
速动比率（%）	39.81	46.89	116.89	72.49
经营现金流动负债比（%）	122.57	59.97	105.17	--
现金短期债务比（倍）	1.91	0.77	4.37	2.72
EBITDA 利息倍数（倍）	76.88	20.73	22.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.35	1.31	1.24	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2022 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 本报告 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据；5. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.39	0.40	1.71	/
资产总额（亿元）	7.88	8.93	11.81	/
所有者权益（亿元）	5.67	6.14	8.26	/
短期债务（亿元）	0.22	0.56	0.39	/
长期债务（亿元）	0.50	1.10	1.63	/
全部债务（亿元）	0.72	1.66	2.02	/
营业总收入（亿元）	5.21	5.13	7.02	/
利润总额（亿元）	1.13	0.47	0.84	/
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.00	0.85	1.79	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	45.93	46.46	56.67	/
存货周转次数（次）	5.56	5.78	6.86	/
总资产周转次数（次）	0.73	0.61	0.68	/
现金收入比（%）	102.96	103.00	100.79	/
营业利润率（%）	39.41	26.98	22.66	/
总资本收益率（%）	17.65	5.97	8.15	/
净资产收益率（%）	19.89	7.59	10.15	/
长期债务资本化比率（%）	8.10	15.22	16.48	/
全部债务资本化比率（%）	11.25	21.34	19.67	/
资产负债率（%）	28.02	31.27	30.04	/
流动比率（%）	75.33	77.85	154.68	/
速动比率（%）	34.99	38.45	104.15	/
经营现金流动负债比（%）	122.81	52.59	95.68	/
现金短期债务比（倍）	1.76	0.72	4.36	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 母公司 2022 年一季度数据未披露；4. 本报告 2019 - 2021 年数据使用相应年度报告期末数据；5. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 宁夏晓鸣农牧股份有限公司 2022 年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

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

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

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

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

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