

天津食品集团有限公司

2026 年主体跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕5890号

联合资信评估股份有限公司通过对天津食品集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定维持天津食品集团有限公司长期信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月二十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天津食品集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的信息，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、档案管理等保持独立，因此该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、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2027 年 4 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

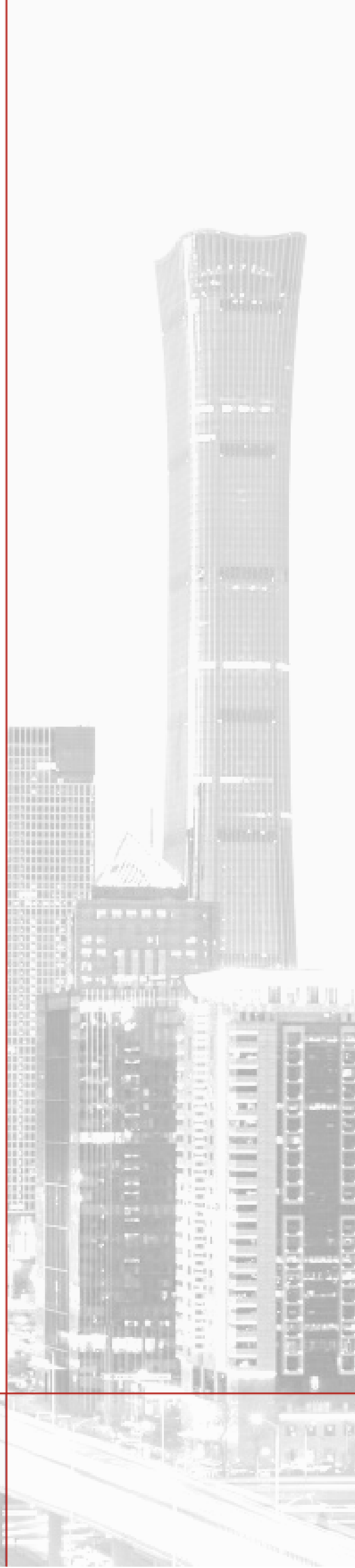
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



天津食品集团有限公司 2026 年主体跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天津食品集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2026/07/29

主体概况

天津食品集团有限公司（以下简称“公司”）于 2015 年 7 月由天津农垦集团有限公司等四家企业整合重组而成。2026 年 6 月底，公司注册资本及实收资本均为 69.04 亿元，控股股东天津津鼎企业管理服务有限公司持有公司 57.42% 股权，天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“渤海国资”）直接及间接合计持有公司 100.00% 股权。公司实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会。公司经营业务涉及粮油仓储与贸易、乳制品生产、肉类加工、调味品生产、成品油零售、葡萄酒生产、奶牛养殖、糕点生产及房地产开发等，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

评级观点

跟踪期内，公司仍是天津市重要的现代农业产业集团，拥有天津地区最大的粮食储备体系，担负着天津市和部分中央政策性粮油储备职能，在天津市储备战略地位显著；形成了以现代农牧渔、食品生产加工、仓储物流及贸易服务和房地产为主的多元化产业格局，在区域内具备显著优势。公司法人治理结构及内控体系无重大变化。2025 年，公司营业总收入保持增长，各业务板块盈利能力有所下滑，非经营性损益为利润总额主要来源，部分收益稳定性一般；需关注房地产业务资金需求和去化压力。财务方面，公司资产规模同比增长，需关注存货跌价风险和其他应收款回收风险；有息债务规模有所增长，债务负担加重；偿债能力指标表现一般；但考虑公司融资渠道畅通以及作为天津市重要的现代农业产业集团获得的外部支持，实际偿债能力较强。整体看，公司违约概率很低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在天津市粮食及肉食储备领域战略地位显著，在政府补助及资金注入方面获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着公司持续聚焦主业，加强外部合作与内部整合，打通产业链关键环节，逐步盘活存量资源，公司盈利能力以及竞争力有望改善，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司股东及相关各方对公司的支持意愿显著增强；公司主业盈利能力大幅提升且具有可持续性；资产质量、偿债能力显著提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产重组，导致大规模核心资产被划出合并范围；外部支持力度下降，公司债务大幅增加，经营性回款大幅减少，偿债压力急剧上升；其他对公司的经营和融资构成重大不利影响因素。

优势

- **公司区域战略地位显著。**公司作为天津市重要的现代农业产业集团，承担天津市和部分中央政策性粮油储备职能，在民生供给保障、食品物价稳定和食品安全保障等方面具备突出战略地位。
- **公司持续获得政府及股东的有力支持。**公司其他收益主要为土地补偿款及政府补助，持续性良好。2025 年，各股东对公司现金增资共 0.07 亿元，2026 年 6 月底，公司实收资本增至 69.04 亿元。
- **公司旗下知名品牌众多，产业链布局完善，具备良好的区域竞争力和品牌知名度。**公司聚焦天津食品产业优势资源，重点以现代农牧渔业、食品生产加工、仓储物流及贸易服务和房地产开发为发展方向，旗下有“迎宾”肉、“利达”粮油、“利民”调料、“桂顺斋”糕点、“海河”奶、“王朝”酒和“山海关”豆制品等众多驰名商标和知名品牌。

关注

- **公司地产类存货规模较大，存在跌价风险；其他应收款中往来款规模大且账龄偏长，存在一定资金占用及回收风险。**2025 年底，公司存货占资产总额比重为 25.06%，以地产类存货为主，跌价准备计提比例低。公司其他应收款余额为 40.06 亿元，1 年以内（含）和 3 年以上占余额的比重分别为 36.43% 和 27.93%，累计计提坏账准备 6.24 亿元。

- **公司利润总额对非经营性损益依赖度高。**2025 年，公司其他收益、投资收益、资产处置收益和营业外收入分别为 14.85 亿元、-1.39 亿元、4.55 亿元和 4.67 亿元，合计占当期利润总额的 8.84 倍。受外部环境及市场竞争影响，公司核心产业盈利能力下滑，利润总额对非经营性损益依赖逐渐加重，部分收益稳定性一般。
- **跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担加重。**截至 2025 年末，公司全部债务 273.13 亿元，较上年末增长 10.08%。资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.60 和 61.35%，较上年末均有所提高。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型					一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次		
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	3		
			企业管理	3		
			经营分析	2		
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3		
		资本结构		2		
		偿债能力		2		
指示评级				a ⁺		
个体调整因素：--				--		
个体信用等级				a ⁺		
外部支持调整因素：政府支持				+3		
模型级别				AA ⁺		

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

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

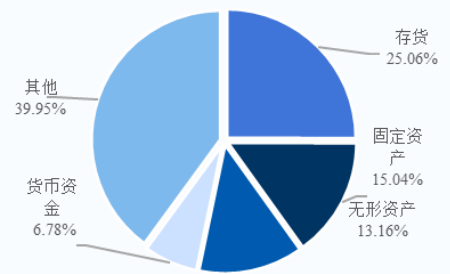
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	31.85	34.69	37.22	38.78
资产总额（亿元）	520.04	536.75	548.06	542.26
所有者权益（亿元）	186.80	176.42	172.08	172.45
短期债务（亿元）	127.78	181.05	161.22	142.26
长期债务（亿元）	98.51	67.06	111.91	148.20
全部债务（亿元）	226.29	248.11	273.13	290.46
营业总收入（亿元）	372.20	413.66	456.88	95.55
利润总额（亿元）	13.68	2.13	2.57	0.70
EBITDA（亿元）	28.20	19.33	19.46	--
经营性净现金流（亿元）	7.43	2.18	4.46	2.33
净营业周期（天）	143.18	106.47	94.13	--
EBITDA 利润率（%）	7.58	4.67	4.26	--
总资产报酬率（%）	3.65	1.88	1.88	--
资产负债率（%）	64.08	67.13	68.60	68.20
全部债务资本化比率（%）	54.78	58.44	61.35	62.75
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.82	1.74	2.24	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.19	0.23	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	4.82	2.47	2.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.02	12.83	14.04	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	350.98	359.39	370.66	386.72
所有者权益（亿元）	143.11	137.74	138.03	151.23
全部债务（亿元）	118.40	121.31	138.04	143.59
营业总收入（亿元）	4.40	4.61	3.53	0.56
利润总额（亿元）	1.30	0.08	0.90	-0.83
资产负债率（%）	59.22	61.67	62.76	60.89
全部债务资本化比率（%）	45.28	46.83	50.00	48.70
流动比率（%）	91.34	71.37	91.36	120.70
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	0.00	0.02	0.02	--

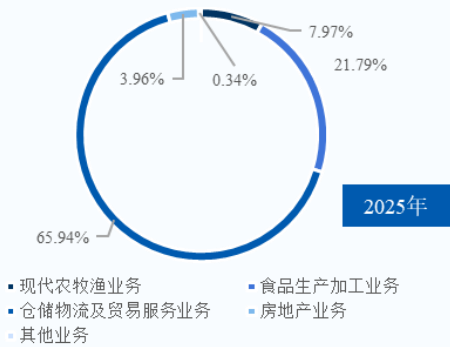
注：1. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径其他应付款中的借款调整计入短期债务，2026 年 3 月底债务调整项使用 2025 年底数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

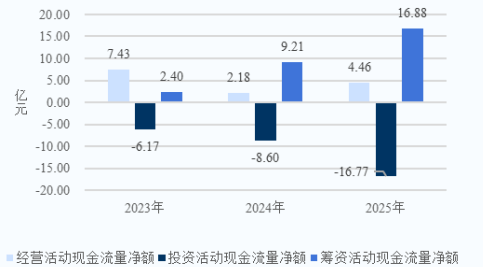
2025 年底公司资产构成



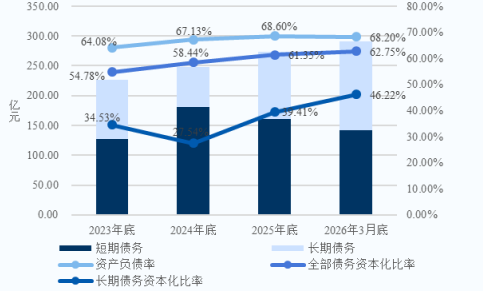
2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2026 年 3 月底公司债务情况



评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2026/04/03	华艾嘉 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--
AA+/稳定	2021/12/21	孙长征 华艾嘉	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	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人： 华艾嘉 huaaj@lhratings.com

项目组成员： 曹梦茹 caomr@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”）关于天津食品集团有限公司（以下简称“公司”或“天津食品集团”）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

公司于 2015 年 7 月由天津农垦集团有限公司、天津二商集团有限公司、天津市粮油集团有限公司和天津立达集团有限公司进行整合重组而成。后经多次股权划转及增资，2026 年 6 月底，公司注册资本及实收资本均为 69.04 亿元，控股股东为天津津鼎企业管理服务有限责任公司，持股比例为 57.42%；天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“渤海国资”）直接持股 38.73%；津联（天津）商务信息咨询有限公司持股比例为 3.85%，渤海国资直接及间接合计持有公司 100.00% 的股权。公司实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”），公司控股股东及实际控制人所持公司股份均未质押。

公司经营业务涉及粮油仓储与贸易、乳制品生产、肉类加工、调味品生产、成品油零售、葡萄酒生产、奶牛养殖、糕点生产及房地产开发等，按照联合资信行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

2025 年底，公司本部下设党委办公室、组织部、行政办公室、法务部、财务部、规划与投资部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 548.06 亿元，所有者权益 172.08 亿元（含少数股东权益 16.80 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 456.88 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 542.26 亿元，所有者权益 172.45 亿元（含少数股东权益 16.81 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 95.55 亿元，利润总额 0.70 亿元。

公司注册地址：天津市河西区气象台路 96 号；法定代表人：万守朋。

三、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

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

四、行业和区域环境分析

1 粮食行业

2024 年及 2025 年上半年，受消费信心不足等因素影响，食品饮料行业需求较为疲弱；但在扩内需、促消费等政策措施助力下，行业总体运行基本平稳。从主要细分领域看，白酒行业消费结构优化、行业集中度提高的趋势仍在持续，总需求收缩使得规模以上企业收入、利润增速大幅下降，经营者两级分化加剧；未来行业仍将延续调整和分化的趋势。屠宰及肉类加工行业头部企业加强品牌建设、提高深加工比例，盈利状况有所改善，但行业平均利润水平仍较低；在规模化、集约化发展中，具备资本实力和品牌优势的企业有望获取更多市场份额。乳制品行业景气度下行，高端巴氏奶销售增速较高，但常温奶仍是最大的品类，行业竞争格局仍呈“两超多强”的局面；中国人均乳品消费量较低，未来居民收入水平和健康意识的提高有望对乳制品行业发展形成支撑。主要受益于产品品类的拓展和渠道的完善，休闲食品行业 2024 年以来发展情况良好；未来，具备多元渠道布局且品牌影响力强的企业存在提升市场份额的机会。软饮料行业市场规模大但增长空间有限，行业集中度已达较高水平，存量竞争中，头部企业在产品创新、品牌影响力和销售渠道方面具有较大优势。2024 年以来，食品饮料发债企业盈利能力有所减弱，经营获现能力保持较高水平，债务负担和偿债指标变化较小。展望未来，货币政策的适度宽松以及一系列扩内需措施的执行有望提振食品饮料消费需求，主要农产品供应稳定有利于降低原料价格波动风险，食品饮料行业的景气度有望企稳回升。在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下，食品饮料行业有望呈现市场规模扩容与竞争格局重构的特征，头部企业加速整合，通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势；部分中小企业通过专业化、个性化经营，也可以在局部领域取得竞争优势，获得一定发展空间。完整版行业分析详见《[食品饮料行业观察及 2025 年信用风险展望](#)》。

2 区域环境分析

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区，中国北方重要的港口城市。2025 年，天津市地区生产总值保持增长，产业优势明显，公司外部发展环境良好。

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区。天津市共辖 16 个区，总面积 11966.45 平方千米。天津市地处中国北部，西靠首都北京市，是中蒙俄经济走廊主要节点、海上丝绸之路的战略支点，是邻近内陆国家的重要出海口，也是中国北方重要的港口城市。2025 年底，天津市常住人口总量 1363 万人，其中城镇常住人口 1175 万人，乡村常住人口 188 万人；城镇化率为 86.21%，较上年底提高 0.2 个百分点。

根据《2025 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2025 年，天津市农业生产平稳增长，全年农林牧渔业总产值 554.13 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.2%。主要农作物增势良好，粮食总产量达 279.22 万吨，同比增长 3.2%，实现“二十二连丰”；蔬菜产量 282.03 万吨，同比增长 5.9%。牛肉产量 5.20 万吨，同比增长 13.0%；牛出栏量 21.4 万头，同比增长 0.1%。2025 年底，天津市累计登记注册农民专业合作社超过 1 万家，累计认定 225 个“津农精品”品牌，推动“小站稻”等品牌向精品化发展。同年，天津市地区生产总值（GDP）及 GDP 增速均保持增长，经济实力稳步提升。

根据天津市统计局公开数据，2025 年全年，天津市地区生产总值 18539.82 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为 293.55 亿元、6154.46 亿元和 12091.81 亿元，同比分别增长 3.0%、3.5%和 5.4%。

图表 1 • 天津市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	16737.3	18024.32	18539.82
GDP 增速（%）	4.3	5.1	4.8
三产结构	1.6:35.7:62.7	1.58:34.48:63.94	1.6:33.2:65.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为天津市重要的保证民生供给、促进食品物价稳定、投放放心食品的涉农现代化农业产业集团，承担天津市和部分中央的政策性粮油储备职能，在天津市重要食品储备、食品物价稳定和食品安全保障等方面具备显著的战略地位。公司已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，旗下产品品牌众多，产品销售渠道布局完善，区域内品牌知名度高。

政策性业务方面，公司作为天津市重要的保证民生供给、促进食品物价稳定、投放放心食品的涉农现代化农业产业集团，拥有天津地区最大的粮食储备体系，承担天津市和部分中央的政策性粮油储备职能，在天津市重要食品储备、食品物价稳定和食品安全保障等方面具备显著的战略地位。公司下属子公司延寿利达粮油有限公司（以下简称“延寿利达”）仓储规模庞大，在天津的静海、西青、东丽、临港、红桥等区域已形成专业化、集约化、规范化的粮食仓储企业集群。

市场化业务方面，公司持续聚焦天津食品产业优势资源，重点以现代农牧渔业、食品生产加工、仓储物流及贸易服务和房地产开发为发展方向，已形成从田间到餐桌的完整产业链条。品牌建设方面，公司旗下有“迎宾”肉、“利达”粮油、“利民”调料、“桂顺斋”糕点、“海河”奶、“王朝”酒、“山海关”豆制品等众多当地驰名商标和知名品牌，包括获得中华老字号品牌 6 个，津门老字号品牌 7 个，在市场上具有较高的知名度、信誉度和美誉度。公司销售区域以京津冀市场为主，逐步向全国市场辐射，全国销售网点超过 1 万个，大客户数量已达到 800 余家。

此外，公司基于天津市内农商食品国有企业重组而成，上述企业经营历史悠久，品牌美誉度高，积累了丰富的农业土地资源。2026 年 3 月底，公司在天津市宝坻区、北辰区、东丽区、滨海新区、津南区、静海区等行政区域及部分外埠省市拥有土地使用权面积约 8.96 万亩，主要为农业用地。

公司本部过往债务履约情况良好。

信用记录方面，根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：911200003410493986），截至 2026 年 7 月 27 日，公司本部无已结清或未结清的不良信贷信息记录。根据公司本部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 2026 年 7 月 28 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

2025 年，公司主要管理制度方面无重大变化，部分董事及高级管理人员或履行同等职责人员发生工作调动。

跟踪期内，公司主要管理制度方面无重大变化。

2025 年，公司控股股东、实际控制人未发生变化。董事、高级管理人员或履行同等职责人员变更情况如下：

图表 2 • 2025 年公司董事、高级管理人员变动情况

变更人员类型	变更人员名称	变更人员职务	变更类型	决定（议）时间或辞任生效时间
董事	赵建军	外部董事	新任	2025 年 11 月 10 日

资料来源：联合资信根据公司公告整理

（三）经营方面

1 经营概况

2025 年，公司营业总收入继续增长，仓储物流及贸易业务是公司收入主要组成部分；受下游消费景气度低迷影响，公司核心控股产业盈利能力呈下行趋势，综合毛利率小幅下降。

公司形成了现代农牧渔、食品生产加工、仓储物流及贸易服务和房地产的业务格局。2025 年，公司实现营业总收入 456.88 亿元，同比增长 10.45%，主要系食品生产加工业务和仓储物流及贸易服务业务收入增长所致。具体看，随着贸易品类拓宽，仓储物

流及贸易服务业务收入及占比均有所提升；公司食品生产加工业务收入保持增长；公司现代农牧渔业收入小幅下降；房地产行业整体疲软，且公司主要完工项目进入尾盘阶段、新开工项目尚在建设期，结转收入有所减少。

毛利率方面，2025 年，现代农牧渔业务的毛利率由负转正，主要由于天津嘉立荷牧业集团有限公司（以下简称“嘉立荷牧业”）推进降本增效工作，优化奶牛饲料配方，强化生产全流程成本精细化管理，提升饲料利用率与生产运营效率，推动公斤奶完全成本及单位养殖成本大幅下降，带动亏损额显著减少，经营效益改善；受宏观经济及行业竞争激烈影响，食品生产加工业务毛利率有所下降；公司仓储物流及贸易服务板块的毛利率继续下降；房地产行业整体疲软，但房地产业务 2025 年毛利率同比提升，主要系新开发的项目瞄准地区改善楼盘稀缺痛点，开发四代住宅，售价相对较高所致。公司其他业务体量小，毛利率同比提高。上述因素综合影响下，2025 年，公司综合毛利率继续小幅下降。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农牧渔业务	41.22	11.07%	1.87%	37.28	9.01%	-7.35%	36.42	7.97%	1.37%
食品生产加工业务	74.43	20.00%	8.38%	79.26	19.16%	9.31%	99.56	21.79%	6.61%
仓储物流及贸易服务业务	206.12	55.38%	10.08%	266.21	64.36%	2.73%	301.26	65.94%	1.55%
房地产业务	48.91	13.14%	15.23%	29.84	7.21%	10.89%	18.09	3.96%	14.42%
其他业务	1.51	0.41%	62.25%	1.07	0.26%	82.24%	1.55	0.34%	87.87%
合计	372.20	100.00%	9.72%	413.66	100.00%	3.88%	456.88	100.00%	3.44%

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 其他业务主要包含包装、纸业、织造和小额信贷等；3. 房地产业务收入包括施工、开发、商管服务三个板块，其中地产项目销售结转收入为 5.16 亿元

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 95.55 亿元，同比增长 5.05%；营业利润率为 4.14%，同比增长 0.61 个百分点。

公司主要经营实体情况如下：

图表 4 • 2025 年（末）公司主要经营实体情况（单位：亿元）

公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营活动产生的现金流净额
天津嘉立荷牧业集团有限公司	39.14	11.12	11.67	-2.64	0.05
天津市利民调料有限公司	16.39	4.16	29.03	-0.18	-0.23
天津二商迎宾肉类食品有限公司	18.37	5.30	45.69	0.03	-0.71
天津海河乳品有限公司	11.78	4.75	12.42	0.61	-0.85
天津市广源畜禽养殖有限公司	3.57	1.71	2.43	-0.17	-0.07
天津市农垦房地产开发建设有限公司	87.81	33.44	17.53	0.49	-1.87

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）现代农牧渔业务

公司承担着保障天津市放心农产品供应的重要社会责任，现代农牧渔业板块收入主要源于畜牧业，2025 年该板块收入有所下降，由于公司压降成本，毛利率有所回升，运营主体子公司净利润亏损额有所收窄。

现代农牧渔业方面，公司现代农牧业板块承担着保障天津市放心农产品供应的重要社会责任，现代农牧渔业收入来自种植业、生态观光业、畜牧业和水产养殖业等多个领域，其中畜牧业是该板块重要的收入来源，主要包括原料奶、鸡蛋、肉牛及肉羊产业。嘉立荷牧业是公司原料奶的核心经营主体，截至 2025 年底拥有牛存栏 6.56 万头，年产生鲜乳 35 万吨，生鲜乳在天津市的市场占有率约为 40%。

原材料采购方面，公司大宗原材料主要包括菜粕、豆粕、棉粕、膨化大豆粉等饲料。公司根据生产需求、市场变化趋势和生产配方调整等制定年度预算和季度预算。价格方面，公司主要原材料采购价格的变化主要取决于市场价格，通过采用一体化管理、集中采购，运用询价比价和招标的方式保证优质优价，通过签订年度合同和季度合同规避价格波动，保证供应。销售方面，嘉立荷牧业销售模式为直营模式，产品主要销往华中和华北地区。

图表 5 • 现代农牧渔业主要产品产销情况

项目		2023 年	2024 年	2025 年
原料奶	产量（吨）	285877.27	316947.09	354880.29
	销量（吨）	275872.65	296225.30	342019.61
	均价（元/公斤）	3.70	3.08	3.04
鸡蛋	产量（吨）	27238.51	27309.05	27385.44
	销量（吨）	27278.57	27469.14	27317.81
	均价（元/公斤）	10.43	9.33	7.59

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，随着公司牛群数量提升，原料奶的产销量有所增长，销售均价随行就市有所下行，行业整体仍处于相对低谷周期；鸡蛋的产量有所增长、销量小幅下降，整体较为稳定；销售均价继续下降。2025 年，公司现代农牧渔板块主要运营主体嘉立荷牧业净利润由上年的亏损 4.73 亿元变为亏损 2.64 亿元，亏损幅度有所收窄。

（2）食品生产加工业

公司食品生产加工业板块的收入以调料和肉类为主，2025 年调料和肉类整体经营情况良好，带动板块业务收入规模增长。受宏观经济及行业竞争激烈影响，食品生产加工业务毛利率有所下降

公司食品生产加工业包括调料、肉类、乳业和粮油等，2025 年，该板块业务收入规模继续增长，收入结构以调料和肉类为主。

调料业务方面，公司生产的调料品种包括甜面酱、酱腌菜、酱油等 8 大类，近 200 个品种的酿造及复合调味品，主要采用以销定产模式，部分产品如料酒、酿造醋以委托加工形式进行生产，生产所需原材料主要包含辣椒酱、大豆、面粉和番茄酱等，采购渠道包含公司内部采购和外部采购两种，以内部采购为主。公司部分原材料直接从产地进行采购，并根据市场情况，提前锁定价格。采购结算方面，供应商一般给予公司 1 至 3 个月账期，个别原材料如辣椒酱和大豆等需采取预付货款形式。生产方面，2025 年底，公司主要产品生产能力为蒜蓉辣酱 15500 吨/年、番茄调味酱 2500 吨/年、酿造酱油 5000 吨/年、涮羊肉调料 1200 吨/年和甜面酱 8100 吨/年。产能利用率方面，2025 年，公司蒜蓉辣酱和甜面酱的产能利用率水平高，均维持在 100.00%左右；受市场需求影响，番茄调味酱、酿造酱油和辣酱的产能利用率较低，分别约为 80.00%、65.00%和 70.00%。销售方面，公司销售遍布全国市场，主要以东北、华北和西北地区为主销地区，经销分销网络覆盖到县级城市。公司主要产品产销率维持在较高水平（约 100.00%）。2025 年，公司调料业务主要经营主体天津市利民调料有限公司营业总收入为 29.03 亿元，较上年的 25.31 亿元有所增长，净利润为-0.18 亿元，较上年的-0.06 亿元亏损有所加深。

肉类业务方面，公司肉类板块主营生猪屠宰、分割加工及肉制品生产。原材料方面，公司原料肉的采购区域以东北、山东为主，近年来受非洲猪瘟的影响，价格波动较大；辅料主要以盐、糖、味精和淀粉等为主，市场价格波动较小。生产方面，公司的生产模式为以销定产，销售区域以天津市及市区周边为主，销售模式包含经销商、自营、专卖店及电商等，其中经销商销售占比较大。2025 年底，公司生猪屠宰能力为 100 万头/年，分割加工白条猪肉能力为 40 万头/年，熟肉制品生产能力为 4 万吨/年，冷冻冷藏能力为 1.5 万吨，多个传统熟肉制品（老火腿、拐头肠、玫瑰肠及老粉肠）的产销率稳定在 90%以上。产量方面，2025 年，除玫瑰肠外，公司熟食产品如老火腿、拐头肠等多种品类的产量均呈不同程度下降；同时，白条肉和分割品产量有所增长、销量大幅下降，主要系部分白条肉转储备销售及转肉制品车间深加工自用所致。

2025 年，公司肉类业务主要经营主体天津二商迎宾肉类食品有限公司（以下简称“二商迎宾”）营业总收入为 45.69 亿元，较上年的 31.67 亿元大幅增长，主要由于二商迎宾依托供应链业务拓展新客户、扩大贸易规模，其供应链业务增长；净利润为 332.31 万元，与上年的 313.11 万元基本持平。

（3）仓储物流及贸易服务业务

公司承担着天津市和部分中央政策性粮油储备职能，仓储物流及贸易业务是公司收入主要组成部分。2025 年，公司仓储物流商业连锁业务的营业收入有所增长，但随着市场竞争加剧，该板块整体毛利率下滑。

公司仓储物流及贸易服务业务具体包括仓储物流商业连锁、成品油批发及零售、其他贸易及其他服务业。

图表 6 • 公司仓储物流及贸易服务业务收入、成本及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	上、下游结算方式、结算周期	盈利模式	2024 年			2025 年		
			收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
仓储物流商业连锁	电汇、银行转账、1 个月内账期	购销差价	177.09	178.51	-0.80%	213.90	216.10	-1.03%
成品油批发及零售	零售现金、预付	购销差价	24.24	20.90	13.77%	22.80	20.36	10.69%
其他贸易	电汇、银行转账、1 个月内账期	购销差价	24.77	24.31	1.86%	23.09	22.60	2.15%
其他服务业	现结、一个月账期	增值服务	40.11	35.22	12.18%	41.48	37.53	9.51%
合计	--	--	266.21	258.94	2.73%	301.26	296.59	1.55%

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 其他业务主要包含包装、纸业、织造和小额信贷等
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司拥有华北最大单体粮库，承担天津市和部分中央政策性粮油储备职能，调节社会粮食供求总量，稳定粮食市场，保障区域粮食安全以及应对重大自然灾害或者其他突发事件，主要贸易品种涉及小麦、稻米和饲料原粮，其经营的储备粮接近或达到储存期限时，需要转为贸易粮售出，购入符合质量标准的粮食并进行购销轮换。公司仓储物流商业连锁的销售区域中，天津市占比约为 75%，其次是辽宁、江苏、山东和上海等地。2024 年以来，受市场竞争加剧影响，公司调整产品结构，增加大宗原料、粮食和油脂等品类贸易，该业务收入同比大幅增长，但新增贸易品类盈利水平低，同时部分子公司进行战略调整，暂停经营，导致仓储物流及贸易服务业务板块毛利率同比大幅下滑至-0.80%；2025 年，仓储物流商业连锁业务收入 213.90 亿元，较上年有所增长，但毛利率继续下滑至-1.03%，亏损程度加深。

公司成品油批发与零售业务主要经营主体为壳牌华北石油集团有限公司（以下简称“壳牌华北”，中外合资企业，公司持股 51%），涉及汽油、柴油销售及加油站便利店产品销售，盈利模式主要为购销差价，2025 年底，公司经营的加油站 45 座（较上年底的 63 座减少 18 座），公司业务覆盖天津（约占 80%~85%）和河北（约占 10%~15%）等地区，已经进入的城市包括天津、石家庄、保定、唐山、廊坊、沧州、秦皇岛、济南、青岛、烟台、潍坊、淄博、德州、滨州和东营；前五大供应商采购额占比为 94.50%，集中度很高，销售主要是加油站，较为分散。2025 年，成品油批发及零售业务收入为 22.80 亿元，较上年的 24.24 亿元有所下降，毛利率为 10.69%，较上年（13.77%）有所下降。公司持续战略收缩部分区域加油站业务，未来 3 至 5 年，公司经营的油站将根据市场情况择优发展。

公司其他服务业主要经营烟酒糖茶和食品，其中食糖和白酒为主要收入来源。采购方面，公司持有烟草专卖证，烟草商品直接从中国烟草总公司天津市公司进货；对于酒和茶叶等，则取得代理权直接从厂家采购，供应商主要为中粮糖业有限公司和山西杏花村汾酒销售有限责任公司等。采购结算方面一般为先款后货，订单签订后付款，账期通常为 1 个月。公司烟酒茶叶销售群体主要为个人及单位，一般为现场购买，现款现结；食糖销售群体主要为个人及单位，个人一般是现款现结，单位一般是在信保额度内进行赊销。

（4）房地产业务

住宅地产开发是房地产业务主要的收入及利润来源。2025 年，新开工面积同比有所增长，在开发项目仍存在较大投资需求；受 2022—2023 年无新开工面积影响，2025 年以来公司无竣工面积；公司房地产签约销售金额和结转收入均有所下降，房地产业务波动性较大。

公司房地产业务主要涉及住宅地产、商业地产等开发，住宅地产开发是房地产业务最主要的收入及利润来源，商业地产销售和租金收入贡献小。由于 2025 年以来无竣工面积，当期可结转项目规模较小，公司房地产业务收入同比大幅下降。

土地储备方面，截至 2026 年 3 月底，天津市农垦房地产开发建设有限公司（以下简称“农垦房地产”）拥有土地储备 6.30 万平方米，土地出让金合计 14.30 亿元，已全部缴纳，土地性质均为商服用地，公司暂无开工计划。

图表 7 • 公司住宅地产开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
开工面积	--	15.37	26.08	0.00
竣工面积	33.68	12.17	0.00	0.00
签约销售面积	9.05	15.54	9.65	1.96
签约销售金额	15.85	15.54	13.96	2.67
确认销售收入	31.05	14.67	5.16	0.17

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

投资开发方面，2025 年，公司新开工面积为 26.08 万平方米，同比增长较多，主要系 2024 年以来新开工项目陆续建设及含章锦棠项目于 2025 年开工所致；2026 年 1—3 月，公司无新开工面积，与拿地节奏有关。2025 年以来，公司无项目竣工，主要系 2022—2023 年公司均无新开工面积，2024 年以来新开工项目（含章棠华、含章岚樾、含章锦棠等）仍处于建设期所致，含章棠华预计于 2026 年竣工。截至 2026 年 3 月底，公司在建住宅及商业地产预计总投资额分别为 47.74 亿元和 39.83 亿元，累计已投资 26.44 亿元和 21.36 亿元，后续还需投入较多金额，资金压力较大。

销售方面，2025 年，公司签约销售面积及签约销售金额均有所下降，主要由于公司主要完工项目进入尾盘阶段，以及地产行业景气度较低导致新开工项目销售进度缓慢所致。截至 2026 年 3 月底，公司主要在售住宅项目累计销售 42.66 亿元，含章雅著和含章宝邸的去化率分别为 68.75%和 97.69%；枫润园为农场职工保障安置项目，项目竣工后不进行销售，主要分配给职工。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月底公司已完工住宅情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	项目所在地	项目总投资	占地面积	建筑面积	可售面积	已售面积	销售进度	截至 2026 年 3 月底 已售金额
含章雅筑	住宅	河东区	50.33	6.05	25.71	15.39	10.58	68.75%	34.32
枫润园	住宅	滨海新区-大港	7.11	4.84	10.01	6.97	0.00	0.00%	0.00
含章宝邸	住宅	宝坻区	10.14	4.88	12.17	8.66	8.46	97.69%	8.34
合计	--	--	67.58	15.77	47.89	31.02	19.04	61.38%	42.66

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 截至 2026 年 3 月底公司在建住宅及商业地产情况（单位：万平方米、亿元）

项目类别	项目名称	项目所在地	建筑面积	预计总投资	项目建设期	累计投资	项目进展	尚需投资	资金来源	累计预售金额
住宅	含章岚樾	滨海新区	13.65	11.79	2024.12-2027.8	6.29	1#楼三层二次结构施工中、2#楼 9 层施工完成、3#楼 11 层在施，7#楼二层在施、9#楼二层在施、10-18#楼四层在施；其中，未办销售许可证：4#-6#楼首层施工中、8#架空层施工	5.50	融资、自筹	1.16
	含章锦棠	武清区	12.43	11.15	2025.4-2027.12	6.22	主体工程施工	4.93	融资、自筹	2.83
	含章棠华	武清区	14.94	12.83	2024.4-2026.12	9.80	配套完成，验收完成	3.03	融资、自筹	9.56
	含章棠颂	武清区	13.71	11.97	2026.4-2028.12	4.13	场地平整	7.84	融资、自筹	0.00
	合计	--	54.73	47.74	--	26.44	--	21.30	--	13.55
商业	解放南路 21 号地块	河西区	16.44	25.17	2019.07-2025.12	13.57	前期施工准备，已取得土地权证	11.89	借款	--
	解放南路 38 号地块	河西区	--	14.66	2020.10-2025.12	7.79	前期规划，已取得土地权证	7.18	借款	--
	合计	--	16.44	39.83	--	21.36	--	19.07	--	--

注：商业项目均原计划于 2025 年完工，截至 2026 年 3 月底均暂缓建设。

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 未来发展

公司将围绕主业发展，除房地产业务外，其他业务板块资本支出规模小。

未来公司将围绕四大主业，加强外部合作与内部整合，建设以现代农牧渔业与食品生产加工为核心、以仓储物流及贸易服务为带动，打通产业链的关键环节，实现三次产业融合发展。

2026 年 3 月底，公司围绕主营业务在建项目（不包含房地产业务）的剩余投资金额可控。相关项目建成投产后，公司奶牛年养殖规模可达 12000 头。近两年，原料奶行业正处于周期性低谷，市场供需失衡导致产品价格下行，产能利用率不足，公司养殖场项目投资节奏趋缓。

图表 10 • 2026 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	区域	总投资	已投资	资本金	资本金 到位金额	投资计划		项目内容
						2026 年 4 - 12 月	2027 年 及以后	
内蒙古万头奶牛养殖场	内蒙古自治区呼和浩特市托克托县	5.00	1.30	2.44	0.41	0.005	3.695	项目占地面积约 1500 亩，建设包括办公生活区、成母牛舍、挤奶厅、干草棚、精料库、青贮窖、氧化塘、机械库、门卫室、固液分离间、垫料大棚、环保设施、道路硬化等

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，利安达会计师事务所（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；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2025 年底，纳入财务报表合并范围的直属全资及控股子公司 210 家，较 2024 年底新增 14 家，减少 10 家。截至 2026 年 3 月底，纳入财务报表合并范围的直属全资及控股子公司 208 家，较 2025 年底新增 1 家，减少 3 家。公司合并范围变动对财务数据的可比性有一定影响。

1 资产质量

截至 2025 年底，公司资产规模小幅增长，构成以地产类存货、关联方往来款为主的其他应收款及用于农产品生产、加工的相关固定资产和无形资产为主，其中存货跌价准备计提比例低，其他应收款账龄偏长。总体看，公司资产受限比例较低，资产流动性偏弱，资产整体质量尚可，需关注存货跌价风险和其他应收款回收风险。

截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底增长 2.11%，变化不大。资产结构相对均衡。

截至 2025 年底，流动资产较上年底增长 0.94%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货构成。公司货币资金较上年底增长 7.77%，货币资金中有 1.44 亿元受限资金，主要为信用证保证金 1.19 亿元。截至 2025 年底，公司其他应收款主要为关联方往来款，较上年底下降 30.37%，主要由于公司集中清理往来款项，催收押金、保证金退回等。其他应收款余额为 40.06 亿元，1 年以内（含）和 3 年以上占余额的比重分别为 36.43%和 27.93%，账龄偏长，累计计提坏账准备 6.24 亿元；前五名占 47.34%（上年期末占 24.55%），未计提坏账准备；在采用特定组合方式计提坏账准备的其他应收款中，政府客户组合对应的账面余额规模较大（10.55 亿元），主要为应收政府补助类款项。截至 2025 年底，公司存货较上年底增长 7.38%，原材料、开发成本、库存商品均有所增长；其中，房地产开发成本（自制半成品及在产品）和开发产品（库存商品（产成品））分别占当期末公司存货账面余额的 29.01%和 22.86%，公司累计计提存货跌价准备 1.71 亿元，计提比例低。截至 2025 年底，公司其他流动资产 20.93 亿元，较上年底增长 37.04%，主要系壳牌华北结构性存款增加 5.59 亿元所致。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	259.62	49.92	259.32	48.31	261.74	47.76	255.08	47.04
货币资金	29.44	5.66	34.50	6.43	37.18	6.78	38.73	7.14
其他应收款	42.16	8.11	48.54	9.04	33.80	6.17	27.01	4.98
存货	136.78	26.30	127.89	23.83	137.32	25.06	125.28	23.10
其他流动资产	14.84	2.85	15.27	2.85	20.93	3.82	25.74	4.75
非流动资产	260.42	50.08	277.43	51.69	286.32	52.24	287.18	52.96
固定资产	74.17	14.26	78.48	14.62	82.45	15.04	83.05	15.31
在建工程（合计）	23.90	4.59	25.53	4.76	22.83	4.17	26.00	4.80
无形资产	68.89	13.25	72.80	13.56	72.14	13.16	72.47	13.37
其他非流动资产	6.69	1.29	16.77	3.12	18.39	3.36	18.37	3.39
资产总额	520.04	100.00	536.75	100.00	548.06	100.00	542.26	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2025 年底，公司非流动资产较上年底增长 3.20%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程（合计）和无形资产构成。截至 2025 年底，公司固定资产 82.45 亿元，较上年底增长 5.06%；固定资产主要由房屋、建筑物和机器设备构成。截至 2025 年底，公司在建工程（合计）22.83 亿元，较上年底下降 10.54%，主要系站点建设工程和宝坻九园厂房提升改造项目陆续转固所致。截至 2025 年底，公司无形资产较上年底下降 0.91%，变化不大；无形资产主要由土地使用权构成。截至 2025 年底，公司其他非流动资产 18.39 亿元，较上年底增长 9.70%，主要系普和家园居民安置费增加所致。

资产受限方面。2025 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面余额合计占同期末资产总额的 11.12%，较上年的 7.06% 有所上升，整体受限资产占比一般。

图表 12 • 2025 年底公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额账面余额	受限原因
货币资金	1.44	各类保证金、房地产预售存款
存货	38.19	借款抵押、涉诉查封
固定资产	8.24	借款抵押
无形资产	3.35	借款抵押
投资性房地产	4.71	借款抵押
在建工程	1.88	借款抵押
生产性生物资产	3.11	融资租赁担保
合计	60.93	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 1.06%，变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

2025 年底，公司所有者权益规模小幅下降，权益稳定性尚可。

截至 2025 年底，公司所有者权益 172.08 亿元，较上年底下降 2.46%，主要系未分配利润和少数股东权益减少所致。未分配利润 13.96 亿元，同比减少 13.04%，公司补缴以前年度收到的土地补偿款应缴纳的企业所得税 2.14 亿元，以及公司对天津农垦康嘉生态养殖有限公司租入土地调整使用权资产，涉及调整以前年度使用权资产折旧以及租赁负债摊销 1.04 亿元所致；少数股东权益减少。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 90.24%，少数股东权益占比为 9.76%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 40.12%、39.46%、0.16% 和 8.11%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 172.45 亿元，较上年底增长 0.21%，变化不大。

（2）负债

2025 年底，公司负债总额和有息债务均呈增长状态，结构仍以短期为主，但债务结构有所优化，融资渠道以银行借贷为主，债务负担加重。截至 2026 年 3 月底，公司长期借款大幅增加，长期债务占比提升。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 4.34%。负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2025 年底，公司流动负债较上年底下降 12.02%。公司短期借款 107.15 亿元，主要为保证借款（70.02 亿元）和信用借款（36.81 亿元）。应付账款较上年底增长 24.40%，主要系子公司天津立达置业发展有限公司计提荣邦大厦应付开发成本款 2.02 亿元、地产板块下属施工公司新增开发项目增加 1.34 亿元；应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主。其他应付款较上年底下降 65.36%，主要系关联方往来款及借款减少所致。一年内到期的非流动负债较上年底下降 35.94%。截至 2025 年底，公司非流动负债 130.87 亿元，较上年底增长 60.14%，主要系长期借款增加所致，长期借款主要为保证借款（31.08 亿元）和信用借款（85.10 亿元）。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	224.03	67.23	278.60	77.32	245.11	65.19	202.71	54.82
短期借款	101.86	30.57	111.56	30.96	107.15	28.50	115.09	31.12

应付账款	32.24	9.68	27.19	7.55	33.83	9.00	26.20	7.08
预收款项	3.98	1.19	6.13	1.70	4.32	1.15	4.01	1.08
其他应付款	30.63	9.19	35.61	9.88	12.33	3.28	6.75	1.82
一年内到期的非流动负债	9.60	2.88	53.98	14.98	34.58	9.20	3.81	1.03
合同负债	20.53	6.16	22.61	6.28	19.64	5.22	13.16	3.56
非流动负债	109.21	32.77	81.72	22.68	130.87	34.81	167.09	45.18
长期借款	88.76	26.63	61.57	17.09	98.23	26.13	127.04	34.35
负债总额	333.24	100.00	360.33	100.00	375.98	100.00	369.81	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报和公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 10.08%。债务结构方面，短期债务占 59.03%，长期债务占 40.97%。其中，短期债务较上年底下降 10.95%；长期债务较上年底增长 66.88%。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.60%、61.35%和 39.41%，较上年底分别上升 1.47 个百分点、2.90 个百分点和 11.86 个百分点，整体债务负担有所上升；公司融资渠道主要为银行借款，保证借款和信用借款约各占一半，长期借款的利率区间约 2.50%~5.00%。截至 2026 年 6 月底，公司存续债券（中期票据及短期融资券）余额为 10.80 亿元，票面利率分布在 1.94%~2.24%，其中 4.00 亿元短期融资券将在 2026 年 11 月 6 日到期。

图表 14 • 公司债务及相关指标情况（单位：亿元）

指标	2023 年底	2024 年底	2025 年底	2026 年 3 月底
短期债务	127.78	181.05	161.22	142.26
长期债务	98.51	67.06	111.91	148.20
全部债务	226.29	248.11	273.13	290.46
短期债务占全部债务比重	56.47%	72.97%	59.03%	48.98%
资产负债率	64.08%	67.13%	68.60%	68.20%
全部债务资本化比率	54.78%	58.44%	61.35%	62.75%
长期债务资本化比率	34.53%	27.54%	39.41%	46.22%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 1.64%。公司全部债务 290.46 亿元，较上年底增长 6.34%。其中，长期债务 148.20 亿元，较上年底增长 32.43%，主要系长期借款增长所致。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 68.20%、62.75%和 46.22%，较上年底分别下降 0.40 个百分点、上升 1.40 个百分点和上升 6.81 个百分点。

3 盈利能力

2025 年，公司营业总收入有所增长，毛利润及各盈利指标有所下滑，利润总额对非经营性损益的依赖程度加重，部分收益稳定性一般；公司盈利能力趋弱。

2025 年，公司实现营业总收入 456.88 亿元，同比增长 10.45%；营业成本 441.15 亿元，同比增长 10.95%；毛利润同比小幅下降；营业利润率为 3.18%，同比下降 0.30 个百分点。

2025 年，公司费用总额为 29.59 亿元，同比下降 5.58%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 27.94%、42.44%、6.46%和 23.16%。其中，销售费用为 8.27 亿元，同比增长 1.57%；管理费用为 12.56 亿元，同比下降 2.49%；财务费用为 6.85 亿元，同比下降 20.41%，公司债务增加、财务费用下降主要系公司与各大金融机构进行沟通，压降贷款利率所致。2025 年，公司期间费用率为 6.48%，同比下降 1.10 个百分点。

2025 年，公司实现投资收益-1.39 亿元，同比转为损失，主要系处置长期股权投资产生的投资损失 1.04 亿元所致。其他收益 14.85 亿元，同比下降 14.41%，主要系部分补贴款较少所致；其他收益主要为政府补助，涉及项目较多，有一定持续性。资产处置收益 4.55 亿元，同比大幅增加，主要系利达粮油处置欧亚达地块导致持有待售的非流动资产处置利得增加 4.73 亿元所致。营业外支出 4.41 亿元，同比增长 95.90%，主要系罚款支出、滞纳金以及违约金、赔偿金增加所致。所得税费用同比增长，主要系利达粮油处置欧亚达地块需缴纳所得税导致所得税增加 1.08 亿元。综上，公司利润总额同比小幅增长，净利润同比下降至较低水平。

2025 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别下降 0.24 个百分点和 0.26 个百分点。公司各盈利指标表现小幅下降。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	372.20	413.66	456.88	95.55
营业成本	336.01	397.62	441.15	91.37
毛利润	36.19	16.05	15.73	4.17
费用总额	30.26	31.33	29.59	6.58
其中：销售费用	8.52	8.14	8.27	1.94
管理费用	14.49	12.88	12.56	2.50
研发费用	1.20	1.71	1.91	0.28
财务费用	6.05	8.61	6.85	1.85
利润总额	13.68	2.13	2.57	0.70
其他收益	10.56	17.35	14.85	2.98
投资收益	-0.72	0.03	-1.39	0.00
资产处置收益	-0.01	0.24	4.55	0.02
营业外收入	2.89	4.68	4.67	0.70
营业外支出	1.46	2.25	4.41	0.38
所得税费用	4.52	1.57	2.46	0.25
净利润	9.16	0.56	0.10	0.45
EBITDA 利润率	7.58	4.67	4.26	--
总资产报酬率	3.65	1.88	1.88	--
净资产收益率	4.90	0.32	0.06	--

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 95.55 亿元，同比增长 5.05%，营业利润率为 4.14%，同比增长 0.61 个百分点。

4 现金流

2025 年，经营活动现金流净流入额同比增加，经营获现能力良好，投资活动现金净流出规模扩大，对外融资需求高。

2025 年，公司经营活动现金流入量及流出量同比均有所增加，现金净流入规模增加，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加；支付其他与经营活动有关的现金减少，主要系公司加强期间费用预算管控，压缩外部中介服务费、营销推广费及差旅招待等非必要经营性支出，同时 2025 年收回上年支付的各类保证金、押金，以及部分经营费用延后结算挂账应付所致。公司经营获现能力良好。

2025 年，收到其他与投资活动有关的现金同比大幅增加，主要系壳牌华北赎回结构性存款理财所致。支付其他与投资活动有关的现金同步大幅增加，主要系壳牌华北购买结构性存款理财所致。综上，2025 年，现金流量净流出额同比大幅增加。经营活动现金流净额无法覆盖投资活动资金缺口且缺口有所扩大，筹资活动前现金流自 2024 年起转为净流出；公司通过融资支撑资金需求，筹资活动净现金流保持净流入。依靠融资，公司现金积累表现为净增加。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	606.93	514.12	568.45	131.79
经营活动现金流出小计	599.50	511.94	563.99	129.46
经营活动现金流量净额	7.43	2.18	4.46	2.33
投资活动现金流入小计	5.74	5.18	39.73	9.05
投资活动现金流出小计	11.92	13.79	56.50	16.58
投资活动现金流量净额	-6.17	-8.60	-16.77	-7.53
筹资活动前现金流量净额	1.26	-6.42	-12.31	-5.20

筹资活动现金流入小计	212.69	208.57	263.43	81.54
筹资活动现金流出小计	210.29	199.36	246.54	73.35
筹资活动现金流量净额	2.40	9.21	16.88	8.19
现金收入比（%）	109.61	116.86	119.99	129.30
现金及现金等价物净增加额	3.70	2.65	4.66	2.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

5 偿债指标

公司偿债能力指标表现一般，但考虑公司融资渠道畅通以及作为天津市重要的涉农现代产业集团，实际偿债能力较强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	115.89	93.08	106.79
	速动比率（%）	54.83	47.17	50.76
	现金短期债务比（倍）	0.25	0.19	0.23
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.82	1.74	2.24
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	3.19	2.67	3.40
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	28.20	19.33	19.46
	全部债务/EBITDA(倍)	8.02	12.83	14.04
	EBITDA/利息支出（倍）	4.82	2.47	2.55

注：经营现金指经营活动所得现金净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料、审计报告和财务报表整理

2025 年，公司短期偿债能力指标表现偏弱，现金类资产对短期债务保障能力一般，经营活动现金流入量对流动负债保障能力良好。随着公司债务增加，全部债务/EBITDA 指标有所弱化，EBITDA 对利息支出保障程度良好。

截至 2026 年 3 月底，公司获得主要合作银行业金融机构的授信额度约 643.32 亿元，尚未使用额度 367.61 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，考虑公司在区域内产业地位突出，公司综合偿债能力较强。

对外担保方面，2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保情况。

诉讼方面，截至 2026 年 3 月末，公司无作为被告、涉及金额超过 1000 万元的重大未决诉讼。

6 公司本部财务分析

公司本部作为控股型公司，收入规模很小，盈利主要依赖其他收益；本部资产中以对控股子公司的资金拆借及股权出资为主。公司本部承担主要融资职能，债务负担较重，债务本息的偿还对再融资依赖度大。考虑到公司职能定位和外部支持情况，其再融资能力较强。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 370.66 亿元，较上年底增长 3.13%。其中，流动资产 141.99 亿元（占 38.31%），非流动资产 228.67 亿元（占 61.69%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（12.16 亿元、占 8.56%）、其他应收款（占 80.10%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 69.21%）、无形资产（占 27.04%）构成，长期股权投资主要为对子公司投资。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 232.63 亿元，较上年底增长 4.96%。其中，流动负债 155.41 亿元（占 66.81%），非流动负债 77.22 亿元（占 33.19%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 23.16%）、其他应付款（合计）（占 60.47%）和一年内到期的非流动负债（占 15.99%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 91.14%）、应付债券（占 8.81%）构成。截至 2025 年底，公司本部全部债务 138.04 亿元。其中，短期债务占 44.09%（60.86 亿元）、长期债务占 55.91%。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 62.76%，全部债务资本化比率 50.00%，公司本部债务负担较重。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 138.03 亿元，较上年底增长 0.21%。在所有者权益中，实收资本为 69.04 亿元（占 50.02%）、资本公积合计 55.95 亿元（占 40.53%）、未分配利润合计 11.07 亿元（占 8.02%）、盈余公积合计 3.09 亿元（占 2.24%）。所有者权益稳定性较高

2025 年，公司本部营业总收入为 3.53 亿元，利润总额为 0.90 亿元，投资收益为 4.28 亿元。公司本部经营活动现金流净额为 6.21 亿元，投资活动现金流净额-8.59 亿元，筹资活动现金流净额 11.45 亿元。

偿债能力方面，同期，公司本部经营活动现金净流入 6.21 亿元，取得投资收益收到的现金 0.60 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金（5.41 亿元）；本部货币资金对本部财务费用 5.58 亿元覆盖能力较弱，本部债务本息偿还对再融资依赖度大。考虑到本部有息债务以间接融资融资为主，同时公司作为天津市重要的涉农现代农业产业集团，区域产业地位显著，上述融资接续可能性大，本部再融资能力较强。

（五）ESG 方面

公司履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司未发生违反安全和环保法律、法规的行为，未发生重大安全和环境污染事故。公司坚持绿色养殖，采用国外先进的养殖设备，实现饲养管理流程规范化、标准化、绿色化，养殖环境控制仿生态自动化；蛋品经过十道工序、六道检测加工后包装上市，以达到清洁、安全、营养、绿色标准。

社会责任方面，公司以民需为导向，重点以现代农牧渔业、食品生产加工业、仓储物流及贸易服务为发展方向，主要承担着保障城市放心食品供应的社会责任，承担天津市级储备粮任务，2024 年底储存天津市级储备粮 7.25 万吨。在东西部扶贫协作中，公司推进对口帮扶承德、新疆、西藏、甘肃工作，善始善终，将扶贫工程转化成产业工程，依托扶贫带来的良好政商关系和企业形象，把扶贫项目快速转变为市场项目，切实履行好企业社会责任。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力较强，建立了完善的法人治理结构。

六、外部支持

1 支持能力

天津市经济发展良好，财政实力保持提升。控股股东区域定位突出，竞争优势明显。

2023—2025 年，天津市一般公共预算收入持续增长，财政实力非常强。公司股东渤海国资直接及间接合计持有公司 100.00% 股权。渤海国资由天津市国资委批准并出资组建，定位是以国有资本经营和国有股权管理为重点，以国有资本的证券化和价值最大化为目标，在天津市国有资产运营管理领域地位突出。2025 年底，渤海国资合并资产总额 2028.92 亿元，所有者权益 967.54 亿元；2025 年，渤海国资实现营业总收入 607.18 亿元，利润总额 38.35 亿元。

图表 18 • 天津市主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	2027.5	2133.7	2221.73
税收收入（亿元）	1579.1	1620.7	1690.39
一般公共预算支出（亿元）	3280.5	3620.5	3359.69
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	77.9	76.0	76.1
财政自给率（%）	61.8	58.9	66.1

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 支持可能性

公司作为天津市重要的国有企业、涉农现代产业集团，在天津市粮食及重要食品储备领域战略地位显著。公司在政府补贴及股东增资方面获得有力的外部支持。

公司作为天津市重要的涉农现代农业产业集团，拥有天津地区最大的粮食储备体系，承担天津市和部分中央政策性粮油储备职能，在天津市战略地位显著。

公司作为天津市重要的保证民生供给、促进食品物价稳定、投放放心食品的涉农现代化产业集团，在天津市重要食品储备领域战略地位显著。公司下属子公司延寿利达在天津的静海、西青、东丽、临港、红桥等区域已形成专业化、集约化、规范化的粮食仓储企业集群，2025 年底，延寿利达现有库房 3 栋，仓储能力 16 万吨（平房仓 14 万吨，筒仓 2 万吨），目前储存天津市级储备粮

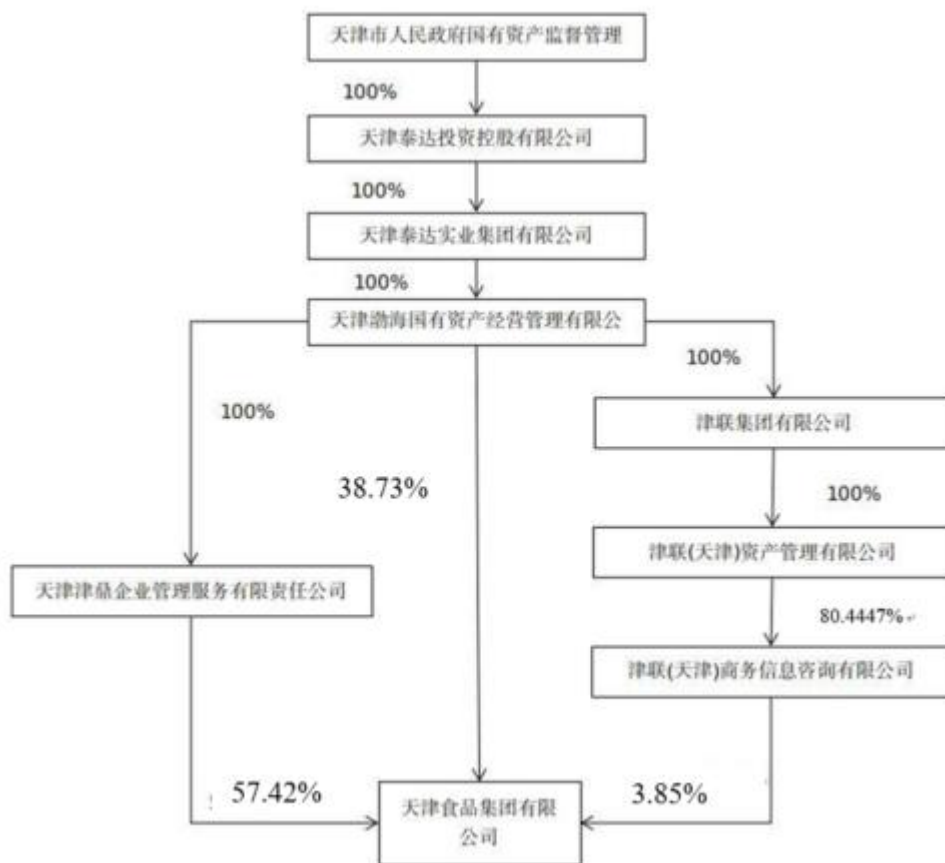
7.25 万吨。公司下属的二商迎宾常年承储市级冻猪肉 6000 吨，冬季四个月临时储备市级冻猪肉 3000 吨，起到调控市场、应急救灾、确保社会稳定的重要作用，并承担天津市重要会议、重大活动的食品供应工作。

2023—2025 年，公司其他收益分别为 10.56 亿元、17.35 亿元和 14.85 亿元，营业外收入分别为 2.89 亿元、4.68 亿元和 4.67 亿元，均呈增长态势。2025 年以来，渤海国资及其他股东向公司货币增资共 0.07 亿元，2026 年 6 月底，公司注册资本及实收资本增至 69.04 亿元。

七、跟踪评级结论

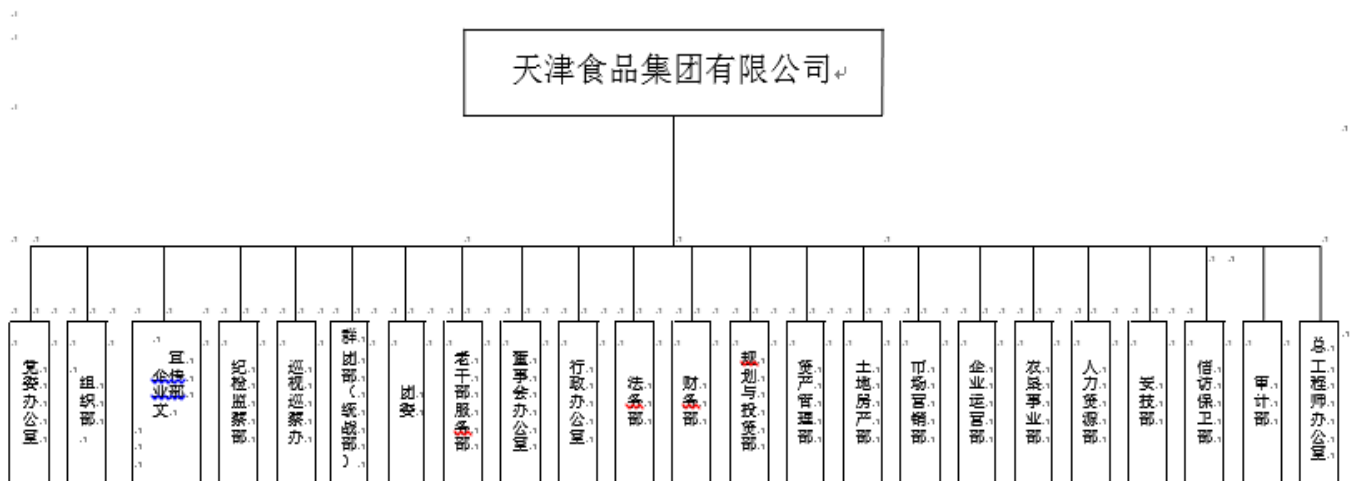
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（2026 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（2025 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	31.85	34.69	37.22	38.78
应收账款（亿元）	18.29	12.87	14.57	21.54
其他应收款（亿元）	42.16	48.54	33.80	27.01
存货（亿元）	136.78	127.89	137.32	125.28
长期股权投资（亿元）	9.65	11.79	10.86	10.94
固定资产（亿元）	74.17	78.48	82.45	83.05
在建工程（亿元）	23.90	25.53	22.83	26.00
资产总额（亿元）	520.04	536.75	548.06	542.26
实收资本（亿元）	67.98	68.97	69.04	69.04
少数股东权益（亿元）	21.10	19.15	16.80	16.81
所有者权益（亿元）	186.80	176.42	172.08	172.45
短期债务（亿元）	127.78	181.05	161.22	142.26
长期债务（亿元）	98.51	67.06	111.91	148.20
全部债务（亿元）	226.29	248.11	273.13	290.46
营业总收入（亿元）	372.20	413.66	456.88	95.55
营业成本（亿元）	336.01	397.62	441.15	91.37
其他收益（亿元）	10.56	17.35	14.85	2.98
利润总额（亿元）	13.68	2.13	2.57	0.70
EBITDA（亿元）	28.20	19.33	19.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	407.98	483.40	548.22	123.54
经营活动现金流入小计（亿元）	606.93	514.12	568.45	131.79
经营活动现金流量净额（亿元）	7.43	2.18	4.46	2.33
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.17	-8.60	-16.77	-7.53
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.40	9.21	16.88	8.19
财务指标				
净营业周期（天）	143.18	106.47	94.13	--
应收账款周转次数（次）	21.25	26.55	33.29	--
存货周转次数（次）	2.24	3.00	3.33	--
总资产周转次数（次）	0.70	0.78	0.84	--
现金收入比（%）	109.61	116.86	119.99	129.30
EBITDA 利润率（%）	7.58	4.67	4.26	--
总资产报酬率（%）	3.65	1.88	1.88	--
净资产收益率（%）	4.90	0.32	0.06	--
长期债务资本化比率（%）	34.53	27.54	39.41	46.22
全部债务资本化比率（%）	54.78	58.44	61.35	62.75
资产负债率（%）	64.08	67.13	68.60	68.20
流动比率（%）	115.89	93.08	106.79	125.83
速动比率（%）	54.83	47.17	50.76	64.03
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.82	1.74	2.24	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.19	0.23	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	4.82	2.47	2.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.02	12.83	14.04	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径其他应付款中的借款调整计入短期债务，2026 年 3 月底债务调整项使用 2025 年底数据

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.48	3.08	12.16	9.65
应收账款（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.03
其他应收款（亿元）	114.34	119.29	113.73	122.22
存货（亿元）	0.11	0.11	0.11	0.11
长期股权投资（亿元）	144.86	150.17	158.25	161.87
固定资产（亿元）	4.22	4.06	3.93	3.91
在建工程（亿元）	0.24	0.05	0.11	0.12
资产总额（亿元）	350.98	359.39	370.66	386.72
实收资本（亿元）	67.98	68.97	69.04	69.04
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	143.11	137.74	138.03	151.23
短期债务（亿元）	58.12	88.39	60.86	36.81
长期债务（亿元）	60.29	32.91	77.18	106.79
全部债务（亿元）	118.40	121.31	138.04	143.59
营业总收入（亿元）	4.40	4.61	3.53	0.56
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	5.62	2.23	1.20	0.00
利润总额（亿元）	1.30	0.08	0.90	-0.83
EBITDA（亿元）	8.80	6.41	6.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.19	4.17	3.80	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	290.43	224.74	443.83	78.37
经营活动现金流量净额（亿元）	-10.14	16.59	6.21	77.90
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.23	-15.34	-8.59	-5.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	9.73	-2.65	11.45	4.46
财务指标				
净营业周期（天）	--	--	--	--
应收账款周转次数（次）	796.79	408.48	209.96	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	4.32	90.35	107.58	0.00
EBITDA 利润率（%）	200.06	138.92	190.03	--
总资产报酬率（%）	2.07	1.73	1.78	--
净资产收益率（%）	0.79	0.06	1.08	--
长期债务资本化比率（%）	29.64	19.29	35.86	41.39
全部债务资本化比率（%）	45.28	46.83	50.00	48.70
资产负债率（%）	59.22	61.67	62.76	60.89
流动比率（%）	91.34	71.37	91.36	120.70
速动比率（%）	91.26	71.31	91.29	120.61
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.00	0.02	0.02	--
现金短期债务比（倍）	0.08	0.03	0.20	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.06	1.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.46	18.93	20.55	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数	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	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额 × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA/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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
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

应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

存货周转天数=360/存货周转次数

应付账款周转天数= 360/(营业成本/平均应付账款)

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

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

附件 4-3 列入评级观察设置及含义

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

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