

北京顺鑫控股集团有限公司

2026 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〔2026〕6495号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“25 顺鑫 MTN003”和“25 顺鑫 MTN006”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

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

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

二、本报告系联合资信接受北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次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。

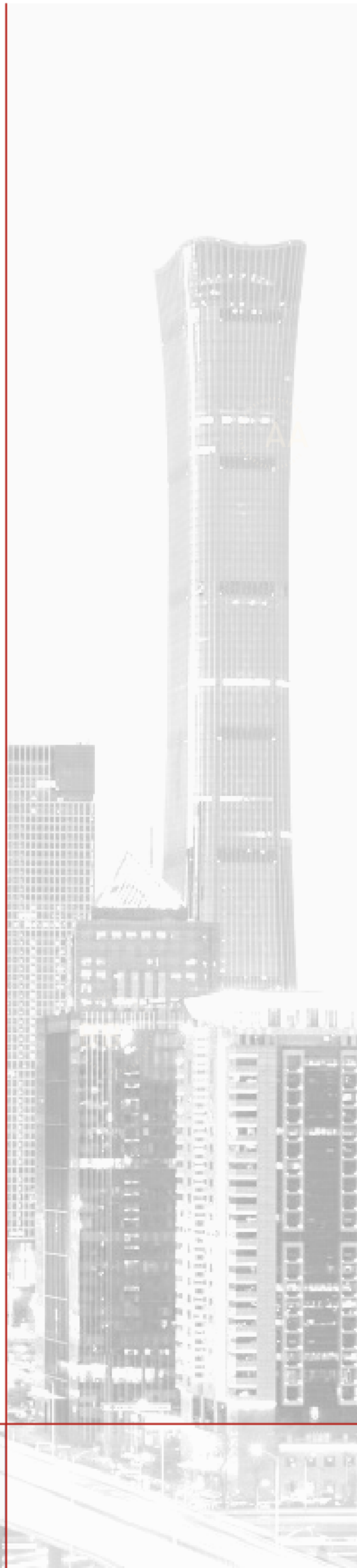
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告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。



北京顺鑫控股集团有限公司

2026 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
北京顺鑫控股集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/07/29
25 顺鑫 MTN003	AA/稳定	AA/稳定	
25 顺鑫 MTN006	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）下属全资“大农业”产业集团，白酒业务和猪肉业务在品牌知名度、产业链完整性等方面仍具备较强的竞争优势。经营方面，2025 年，公司经营格局保持稳定，营业收入主要来源于白酒、猪肉、贸易等业务板块。受宏观经济变动、消费需求疲软及行业周期性波动的影响，公司白酒销量同比下滑，生猪及猪肉产品销售价格持续低迷，白酒与猪肉业务对公司整体业绩的贡献有所减弱；受贸易业务收入规模扩大的影响，公司营业总收入较上年基本持平。与此同时，合并报表范围内部分子公司及公司本部发生亏损，对公司整体盈利能力形成拖累，公司合并口径利润呈现亏损状态。整体看，公司经营风险很低，但仍需关注市场环境变化及行业周期性波动对公司经营带来的压力。财务方面，公司资产流动性较好，所有者权益结构稳定性较弱，整体债务负担重，本部偿债对外部融资依赖度高；公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现较弱。考虑到公司间接融资渠道畅通，并拥有直接融资渠道，再融资能力很好，同时公司作为顺义区国资委下属全资大农业产业集团，可获得持续的政策与股东支持，公司实际偿债能力仍很强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为顺义区国资委下属全资大型农业产业集团，可获得持续的政策支持与股东支持。

评级展望

未来，公司在白酒及猪肉领域的行业地位和竞争优势有望保持，但合并范围内子公司及本部业绩改善仍面临压力，该情况或将持续对公司盈利能力形成拖累。后续公司将持续推动各业务板块降本增效，评级展望为稳定。

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

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

优势

- **白酒业务及猪肉业务在品牌知名度、产业链完整性等方面具备较强的竞争优势。**公司白酒产业以“牛栏山”和“宁诚”品牌系列产品为代表，“牛栏山”拥有“经典二锅头”“传统二锅头”“百年牛栏山”“珍品牛栏山”“陈酿牛栏山”五大系列产品；“宁诚”主要为绵香型宁城老窖白酒，截至 2025 年末，牛栏山酒厂年产能 81.00 万千升，产能位居北京地区自主酿造规模的前列。公司猪肉产业拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链，产品品牌主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。截至 2025 年末，公司拥有北京地区领先的安全肉食品生产基地，拥有单厂 300 万头的屠宰能力和华北地区领先的 4 万吨冷库储藏能力，在北京地区猪肉产销量居于前列，规模优势和品牌优势明显。
- **公司融资渠道畅通，再融资能力很好。**截至 2025 年末，公司剩余银行授信额度包括人民币 326 亿元、美元 8000 万元、欧元 1 亿元，备用流动性充足。公司控股子公司北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）为 A 股上市公司，具有直接融资渠道；本部及顺鑫农业均有通畅的发债直融渠道。

- **公司作为顺义区国资委下属全资大型农业集团，可获得持续的政策支持与股东支持。**顺义区经济财政实力强，公司控股股东资本实力和支持能力很强。公司作为顺义区国资委下属全资大型农业集团，区域重要性很强，同时公司系控股股东顺义国资核心经营主体，对股东的重要性很高，可获得持续的政策支持与股东支持。

关注

- **盈利能力受宏观经济变化及行业周期性的影响波动大，公司本部及合并范围内部分子公司呈亏损状态。**2025 年，受宏观经济变化、消费需求疲软及行业周期性波动影响，白酒销量同比下滑，生猪及猪肉产品销售价格处于低位，子公司顺鑫农业由盈利转为亏损，白酒与猪肉业务对公司整体业绩的拉动作用有所减弱。同期，受地产行业景气度低迷影响，子公司北京顺鑫国门置业投资有限公司及北京顺鑫建设科技集团有限公司均呈亏损状态；公司本部受财务费用高企影响仍呈亏损状态。
- **资产中存货占比高，存在一定跌价风险。**公司合并口径存货规模 58.49 亿元，占资产总额比重为 17.88%，存货由以猪肉类为主的库存商品、工程施工产生的合同履约成本及开发产品构成，若公司主营业务所处相关行业持续不景气、产品需求持续低迷，公司将面临一定的存货跌价风险。
- **公司合并层面债务负担重，本部偿债对外部融资依赖度高。**2025 年末，公司合并口径全部债务为 217.94 亿元，全部债务资本化比率 77.58%。同期末，公司本部全部债务为 126.85 亿元，全部债务资本化比率为 93.96%。2025 年，公司本部经营活动现金持续净流出，取得投资收益收到的现金规模很小，本部债务偿还对外部融资依赖度高。

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](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	资产质量和盈利能力		4
		资本结构		4
		偿债能力		4
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：股东支持				+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

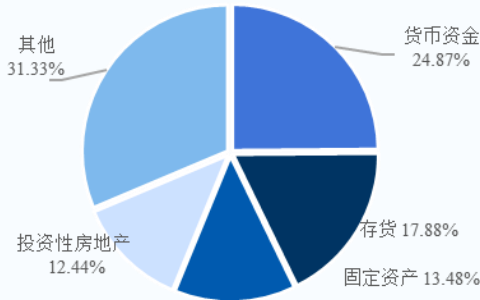
合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	88.20	90.52	85.92	85.69
资产总额（亿元）	358.02	339.90	327.18	325.55
所有者权益（亿元）	64.71	61.28	62.98	63.21
短期债务（亿元）	120.61	146.34	104.89	108.80
长期债务（亿元）	106.81	73.38	113.05	114.18
全部债务（亿元）	227.42	219.72	217.94	222.97
营业总收入（亿元）	265.03	258.77	259.91	61.47
利润总额（亿元）	-5.93	0.32	-5.80	0.74
EBITDA（亿元）	1.52	14.14	6.38	--
经营性净现金流（亿元）	-4.23	5.16	-3.33	-4.47
净营业周期（天）	103.36	84.42	82.79	--
EBITDA 利润率（%）	0.57	5.47	2.45	--
总资产报酬率（%）	0.21	1.06	0.05	--
资产负债率（%）	81.93	81.97	80.75	80.58
全部债务资本化比率（%）	77.85	78.19	77.58	77.91
流动比率（%）	113.43	97.48	127.12	129.68
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.48	1.29	1.75	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.62	0.82	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	2.01	1.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	149.54	15.53	34.17	--

公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	158.59	153.84	156.45	156.47
所有者权益（亿元）	3.65	0.83	8.15	7.59
全部债务（亿元）	143.95	140.18	126.85	129.82
营业总收入（亿元）	0.24	0.65	0.32	0.03
利润总额（亿元）	-3.48	-2.98	-1.84	-0.50
资产负债率（%）	97.70	99.46	94.79	95.15
全部债务资本化比率（%）	97.52	99.41	93.96	94.48
流动比率（%）	122.72	79.48	114.83	115.22
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.25	0.07	0.06	--

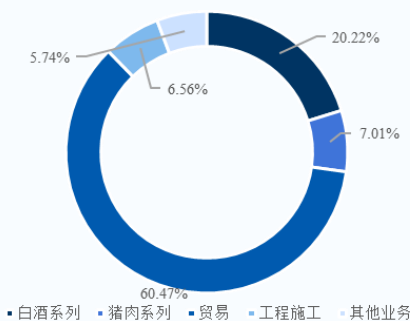
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2026 年 1—3 月财务数据未经审计；3. 本报告已将其他流动负债中的有息债务纳入相关债务指标计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

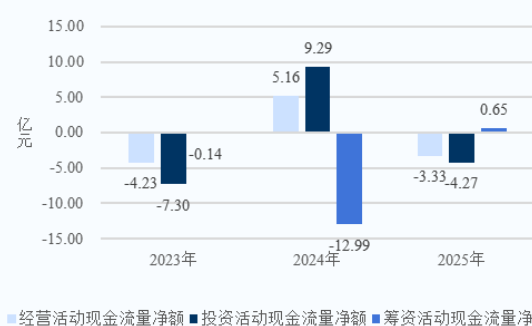
2025 年底公司资产构成



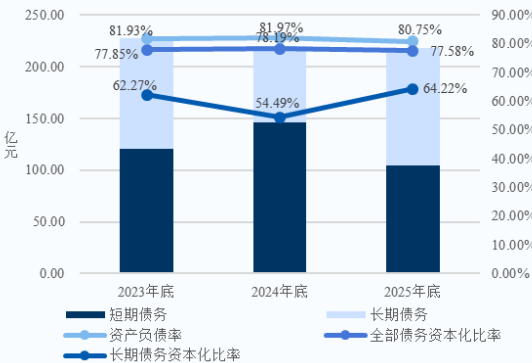
2025 年公司总收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 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	到期兑付日	特殊条款
25 顺鑫 MTN006	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/10/23	延期、赎回、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
25 顺鑫 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/09/19	延期、赎回、调整票面利率、利息递延权、持有人救济

注：1. 含权债券所列到期兑付日按最近一次行权日计算；2. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至本报告出具日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
25 顺鑫 MTN006	AA/稳定	AA/稳定	2025/10/14	李敬云 王晴	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
25 顺鑫 MTN003	AA/稳定	AA/稳定	2025/09/16	李敬云 王晴	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；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：候珍珍 [houzz@lhratings.com](mailto:houz@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”）关于北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）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

公司成立于 1994 年 9 月，前身为北京市顺州工业开发经营中心，系经顺义县经济委员会核准设立的全民所有制企业，初始注册资本为 3.02 亿元。1997 年 11 月，顺义县经济委员会与顺义县人民政府签署了《变更隶属关系转让协议书》，将北京市顺州工业开发经营中心转让给顺义县人民政府所有，同时更名为北京市泰丰现代农业发展中心，注册资本变更为 6.80 亿元。2002 年 5 月，经北京市顺义区经委顺经字〔2002〕第 37 号文批准，公司改制为有限责任公司，更名为北京顺鑫农业发展集团有限公司，注册资本变更为 8.50 亿元。北京顺鑫投资管理公司和原北京霞光饲料总公司分别持有公司 92.80% 和 7.20% 的股权。2009 年 7 月，北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）出具顺国资复〔2009〕21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光饲料总公司持有的公司股权无偿划转给北京市顺义区国有资本经营管理有限公司（以下简称“顺义国资”、原北京市顺义区国有资本经营管理中心，2021 年更为现名），自此，顺义国资持有公司 100.00% 的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本与实收资本均为 8.50 亿元，公司控股股东为顺义国资，实际控制人为顺义区国资委。

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

截至 2026 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共计 24 家；其中，公司直接持股的北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）于 1998 年 11 月在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”。截至 2026 年 3 月末，公司持有顺鑫农业 38.36% 的股权（均未质押），持股市值 36.65 亿元。公司根据经营管理需要设立多个职能部门（见附件 1-2）。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 327.18 亿元，所有者权益 62.98 亿元（含少数股东权益 44.09 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 259.91 亿元，利润总额-5.80 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 325.55 亿元，所有者权益 63.21 亿元（含少数股东权益 44.73 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.47 亿元，利润总额 0.74 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券情况见下表，“25 顺鑫 MTN003”和“25 顺鑫 MTN006”均为永续债，已按照约定用途使用完毕，跟踪期内，上述债券均未到首个付息日。公司永续债券具有公司赎回选择权、票面利率重置、利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司存续期永续债券赎回条款的设置使其不赎回的可能性较小。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
25 顺鑫 MTN006	5.00	5.00	2025/10/23	2（2+N）年
25 顺鑫 MTN003	5.00	5.00	2025/09/19	2（2+N）年

资料来源：联合资信整理

四、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。工企利润高位增长，“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涨风险正在逐步传导，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）》](#)。

五、行业分析

1 白酒行业

2025 年，白酒行业产量延续下滑态势，存量竞争进一步加剧，行业集中度持续提升，营收与利润增速显著放缓。

根据国家统计局数据，2025 年我国规模以上白酒企业累计白酒产量为 354.9 万千升，同比下降 12.1%，延续了白酒产量下降趋势，且降幅较上一年度有所扩大。整体而言，白酒行业仍处于以深度调整与结构性转型为主导的关键阶段，行业整体供给向头部企业集中的趋势显著，中小区域酒企的生存空间持续受到挤压，挤压式竞争进一步加剧。

2025 年，白酒行业销售额排名前十的企业市场占有率合计约 47.2%，较 2024 年约上升 3.4 个百分点。2025 年，行业内企业普遍面临市场预期偏弱、价格体系承压、终端需求结构变化等多重挑战。一方面，宏观消费复苏节奏放缓，商务宴请、礼品馈赠等传统核心白酒消费场景需求走弱，市场整体消费预期偏弱；另一方面，渠道库存高企、流通环节利润收窄，生产企业、经销商、终端门店的价格体系持续承压，降价促销、折扣走量成为普遍现象；同时，消费人群结构迭代推动终端需求结构性转变，年轻消费群体崛起、家庭自饮占比提升，传统高端礼赠需求增量不足，行业原有增长逻辑面临挑战。根据中国酒业协会数据，2025 年，全国规模以上白酒企业实现销售收入 6625.4 亿元，利润总额 1785.6 亿元，同比分别增长 1.2% 和 0.8%，增速较上年显著放缓。

消费者对白酒消费趋于理性，不再盲目追求高溢价及高端收藏型白酒，转而更加注重产品的实际饮用体验、性价比以及与自身消费场景的适配性。消费需求的变化驱动市场格局调整，白酒行业竞争模式逐步由“规模扩张”转向“价值深耕”与“品质体验”。与此同时，低度化、潮流化产品成为酒企转型发展的方向，“微醺”“悦己”等场景的消费需求日益凸显，白酒市场中质价比突出的产品受到市场青睐。

2 猪肉行业

2025 年，国内猪肉市场呈现供需两端深度调整的格局，终端消费延续疲软态势。能繁母猪产能持续去化，生猪养殖行业产能过剩情况有所缓解，行业集中度进一步提升；猪肉屠宰加工行业产能仍过剩，企业分化加剧，行业集中度仍处于较低水平。

从消费端来看，2025 年国内猪肉市场有效需求持续疲软，猪肉消费总量同比下降。2025 年居民家庭人均猪肉消费量同比减少 5.4%，人均年消费量回落至 21.5 公斤。

从生猪养殖行业来看，产能主动去化与养殖提质增效已成为全行业核心发展趋势，行业竞争已从“规模竞争”转向“成本竞争”。根据国家统计局数据，2025 年全年猪肉产量 5938 万吨，同比增长 4.1%；年末能繁母猪存栏量回落至 3961 万头，同比下降 2.9%。行业发展主线聚焦于产能去化与提质增效，竞争重心由规模扩张转向成本控制。头部企业主动调减产能、优化生猪体重，推动行业集中度进一步提升。降本增效、微利经营成为行业常态，同时差异化竞争趋势逐步显现，高端品类市场规模持续扩大，成为养殖端利润增长的重要方向。

从猪肉屠宰加工行业来看，结构性矛盾依然突出。全国屠宰产能总体过剩，企业分化态势加剧。2019 年以来，受动物疫情、环保政策、产业结构调整等因素影响，行业经历了一轮整合，部分小型、不规范企业被市场淘汰，行业集中度逐步提升。大型屠宰企业通过兼并重组等方式扩大市场份额，提高产能利用率，逐步形成规模化经营格局。现阶段中国肉类加工行业仍存在经营者“多、小、散、乱”的特点。根据农业农村部全年定点屠宰监测数据测算，2025 年全国生猪总出栏量 71973 万头，规模以上生猪定点屠宰企业全年累计屠宰生猪 41137 万头，屠宰量占全国生猪出栏量的比例为 57.2%，较 2019 年 35.1% 的占比提升超 22 个百分点，但整体行业集中度仍处于较低水平，大量生猪仍通过小型屠宰场、本地散户自宰渠道流通，行业规范化整合仍存在较大空间。

3 贸易行业

2025 年，中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行，延续了稳中向好的发展势头，累计出口同比保持良好增长，韧性较强；累计进口同比保持稳定；2026 年 1—4 月，中国进出口贸易延续较快增长，进口增速高于出口。中国贸易伙伴不断扩容，积极拓展新兴市场，“一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎，中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化，出口目的地结构更趋多元，但欧美需求、转口合规和贸易壁垒风险仍需关注。大宗商品价格方面，2025 年，原油价格下跌，钢铁、煤炭震荡运行，黄金价格创历史新高，玉米价格略有抬升；2026 年以来，原油价格强势反弹，大幅攀升，钢铁、煤炭价格有所回升，黄金价格波动加剧，玉米高位震荡后回落。贸易行业竞争格局变化不大，整体呈现“大市场、小主体”特征，行业集中度很低。政策层面，国家贸易政策持续迭代升级，在简化外贸流程、降低企业成本的同时，重点培育数字、绿色、服务等高端外贸业态，健全行业法治与标准体系，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。展望 2026 年，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动和境外合规规则变化仍将对外需形成压制。国内方面，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础。依托扩大高水平对外开放、全面深化改革的政策导向，叠加产业升级、数字贸易、绿色贸易等扶持举措，营商环境持续优化。《贸易行业运行分析（2026 年 5 月）》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为顺义区国资委下属全资企业，经过多年发展，已形成涵盖白酒、猪肉、贸易等业务的多元化经营格局，业态多元与协同度较好。其中，白酒业务及猪肉业务在品牌知名度、产业链完整性等方面具备较强的竞争优势，核心运营禀赋及产业链控制能力均较好。公司过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

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

（1）规模和市场地位

公司白酒产业以“牛栏山”和“宁诚”品牌系列产品为代表，“牛栏山”拥有“经典二锅头”“传统二锅头”“百年牛栏山”“珍品牛栏山”“陈酿牛栏山”五大系列产品；“宁诚”主要为绵香型宁城老窖白酒，白酒制造业务在区域行业地位、经营规模、品牌知名度等方面均具备较强的竞争优势。2025 年，牛栏山酒厂新产品“特级牛二”入选中国酒类流通协会“酒业未来 30 产品”名单，牛栏山酒厂荣获尚普咨询集团有限公司颁发的“牛栏山陈酿全国销量领先”市场地位声明书，“牛栏山”品牌入选“世界蒸馏酒品牌榜”。

公司猪肉产业公司凭借完整的产业链和科学的食品安全控制管理体系，成为北京奥运会、北京冬奥会、全国两会等重大活动和北京菜篮子工程的猪肉产品供应企业，先后荣获“中国十佳冷鲜猪肉生产企业”“中国十佳猪业全产业链标杆企业”“全国生猪屠宰标准化示范厂”等多项荣誉；公司产品品牌“鹏程”先后荣获“品牌猪肉奖”“5A 级优质猪肉奖”“全国三绿工程畅销品牌”“中国（农业产业）行业领军品牌奖”“北京老字号”等百余项荣誉。公司在北京地区猪肉产销量居于前列，在北京区域品牌优势明显。育种方面，公司下属的小店畜禽良种场是全国 33 家国家级种猪场之一、农业部命名的国家级重点种畜禽场、农业部联合育种首批育种场，公司是中国大白猪育种协作组组长单位、中国养猪行业百强企业，“小店”商标为北京市著名商标。

（2）核心运营禀赋

公司白酒产业共在北京、河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 4 家生产基地，截至 2025 年末，牛栏山酒厂年产能为 81.00

万千升，产能位居北京地区自主酿造规模的前列。

公司对肉食品的质量有着严格监控，先后取得质量管理体系认证、食品安全管理体系（ISO22000）认证、环境管理体系认证、无公害农产品认证、无公害农产品产地认定证书、HACCP 体系认证等，并且在平时的工作中执行高质量的食品检查标准。截至 2025 年末，公司拥有北京地区领先的安全肉食品生产基地，拥有单厂 300 万头的屠宰能力和华北地区领先的 4 万吨冷库储藏能力。

（3）业态多元与协同度

业态多元化方面，公司主营业务涵盖白酒、猪肉、贸易及工程施工等行业，业态多元化程度高，协同度一般。

（4）产业链控制能力

公司猪肉产业拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链，产品品牌主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。公司在北京、汉中形成了种猪繁育、生猪养殖、检验防疫、屠宰、肉制品深加工及物流配送的全产业链及可追溯的食品安全控制体系，在疫情防控、成本控制、规模化及集约化生产、抗周期波动等方面具备成熟经验。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 5 月 6 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在 1 笔关注类贷款，根据公司提供说明，相关款项已于 2003 年 6 月 9 日结清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，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 27 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，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，2025 年，公司不再设置监事会、监事，监事会有关职能将由风险合规部承接，高管人员、主要管理制度和治理结构均无重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司主营业务收入与上年基本持平。其中，受宏观经济变化、消费需求疲软影响，白酒系列收入同比降幅较大；贸易板块收入实现同比增长。公司综合毛利率较上年有所下降。

2025 年，白酒系列、猪肉系列和贸易业务仍为公司主要收入来源。2025 年，公司主营业务收入同比基本持平，综合毛利率较上年下降 4.74 个百分点。

分板块看，2025 年，受宏观经济变化、消费需求疲软影响，白酒系列销售承压，销量同比减少，收入同比下降 25.88%，受刚性成本影响，毛利率较上年减少 2.46 个百分点；受行业周期性影响，公司猪肉系列产品销售价格持续低迷，猪肉系列收入同比下降 4.39%，毛利率较上年减少 0.98 个百分点；贸易业务收入同比增长 15.77%，毛利率较上年有所提升，但仍处于很低水平；工程施工业务收入同比小幅增长，毛利率较上年减少 2.31 个百分点；市场管理收入同比小幅增长，毛利率仍处于较高水平；其他业务包括食品加工、物业租赁、牛羊肉系列等，2025 年其他业务收入同比下降 23.12%，毛利率减少 11.47 个百分点。

2026 年 1—3 月，公司主营业务收入 61.39 亿元，较上年同期下降 13.77%，主要系白酒系列和猪肉系列收入持续下降所致；主营业务毛利率 16.83%，较上年同期下降 1.84 个百分点。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	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
白酒系列	68.23	25.86%	50.22%	70.41	27.30%	44.99%	52.18	20.22%	42.53%
猪肉系列	25.99	9.85%	-6.15%	18.91	7.34%	5.13%	18.08	7.01%	4.15%
贸易	126.03	47.77%	0.10%	134.80	52.28%	0.10%	156.06	60.47%	0.16%

工程施工	17.68	6.70%	8.94%	15.92	6.17%	8.61%	16.92	6.56%	6.30%
市场管理	3.89	1.48%	44.36%	3.90	1.51%	50.26%	4.11	1.59%	47.32%
其他	22.01	8.34%	17.63%	13.93	5.40%	33.02%	10.71	4.15%	21.55%
合计	263.84	100.00%	15.15%	257.87	100.00%	15.79%	258.06	100.00%	11.05%

注：尾数差异系四舍五入所致
 资料来源：公司提供整理

从各经营主体运营情况来看，顺鑫农业为公司白酒系列与猪肉系列的核心经营主体，2025 年，受消费需求疲软及行业周期性波动影响，净利润由上年盈利转为亏损。顺鑫国际有限公司（以下简称“顺鑫国际”）为公司贸易业务的经营主体，2025 年，其营业总收入与毛利润均实现增长，叠加期间费用压降，净利润由上年亏损转为盈利。北京顺鑫国门置业投资有限公司（以下简称“国门置业”）主营商业地产租赁业务，2025 年，公司通过内部股权交易，将国门置业的直接持股比例由 60%调整为 100%，国门置业由六级子公司调整为二级子公司；受地产行业景气度低迷影响，国门置业物业的所有者权益为负值，主要持有的国门一号商业综合体租金收入同比下降。受折旧费用及利息费用较高等因素影响，其利润持续处于亏损状态。北京顺鑫建科集团有限公司（以下简称“顺鑫建科集团”）为公司工程施工业务的经营主体，2025 年，受下游地产行业景气度低迷影响，建筑施工行业运营持续承压，顺鑫建科集团由盈利转为亏损。

图表 3 • 2025 年（底）公司经营主体主要财务数据（单位：亿元）

名称	公司持股比例	业务性质	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	2024 年净利润
顺鑫农业	38.36%	农副业	137.62	67.98	72.24	-1.45	2.52
顺鑫国际	100.00%	贸易	14.61	1.57	155.69	0.10	-1.50
国门置业	100.00%	物业租赁	29.26	-1.79	1.21	-1.53	-1.29
顺鑫建科集团	100.00%	工程施工	23.51	1.38	11.34	-0.27	0.14

资料来源：公司提供

（1）白酒系列

公司白酒产品以中低端品类为主，产品定价在白酒市场中处于相对偏低水平。2025 年，公司白酒业务产能维持稳定，但受宏观经济形势变动、消费需求疲软影响，白酒产量与销量同比均有所下降，销售均价同比基本持平。公司为稳定终端价格，减产去库存，产能利用率大幅降低至低水平，闲置产能导致的单位成本上升挤压利润，白酒业务毛利率下降。

公司白酒生产及销售业务主要由控股子公司顺鑫农业下属的牛栏山酒厂和内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）承担，牛栏山酒厂对白酒业务收入及利润贡献度较高。公司将白酒划分为 3 个档次：单瓶售价在 10 元/500ml 以下的为低档酒（代表系列为陈酿、传统二锅头），10 元至 50 元/500ml 为中档酒（代表系列为珍品、金标陈酿、牛栏山一号），50 元/500ml 以上的为高档酒（代表系列为经典二锅头、百年牛栏山、魁盛号）。2025 年，公司白酒业务实现营业收入 52.18 亿元，同比减少 25.89%；毛利率 42.53%，较上年减少 2.46 个百分点，主要系公司为稳定终端价格，减产去库存，产能利用率大幅降低至低水平，闲置产能导致的单位成本上升挤压利润，白酒系列毛利率下降。

采购模式方面，公司主要实行集中采购。公司白酒生产原材料主要包括酒基、粮食和包装材料。大部分酒基和部分包装材料由公司内部生产，其余部分外购，其中粮食主要来自东北三省，供应充足。此外，公司因生产需要，战略性采购部分成品酒。从成本构成情况来看，主要由原材料和成品酒构成，二者占比相对均衡。其中，原材料主要包括酒基、粮食和包材，2025 年，主要原材料总采购金额同比下降，主要系白酒销量和产量下降导致采购量下降所致。原材料中，酒基+粮食采购金额占比由上年的 55.61%下降至 50.80%，主要系粮食等原材料价格下降所致；包装材料采购金额占比由上年的 42.41%提升至 45.49%。

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

图表 4 • 公司白酒主要营业成本构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	14.47	42.60%	15.72	40.58%	12.38	41.28%
成品酒	14.07	41.42%	17.64	45.54%	13.68	45.62%
白酒营业成本	33.97	--	38.73	--	29.99	--

资料来源：公司提供

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

牛栏山酒厂产品以清香型“牛栏山”牌二锅头、浓香型“百年牛栏山”、高端酒“经典二锅头”为代表，共计 400 余种。清香型白酒有 52 度经典二锅头、45 度珍品二锅头，浓香型白酒以 36 度百年牛栏山和百年红系列为代表。除北京本厂，公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家生产基地。2025 年，公司白酒产能无变化。

2025 年，公司白酒生产仍以低档酒为主。具体来看，公司低档酒主要由牛栏山酒厂生产，辅以中档酒和高档酒产能补充。受宏观环境影响，牛栏山酒厂低档酒、中档酒及高档酒产量及产能利用率均随销量下降而下降。此外，宁城老窖产能布局以中档酒为主，低档酒次之，高档酒作为补充。2025 年，宁城老窖低档酒和中档酒产量和产能利用率有一定提升，高档酒产能利用率同比基本持平，但整体产能利用率仍很低。

图表 5 • 公司白酒生产情况

项目		2023 年	2024 年	2025 年
牛栏山酒厂酒类产品				
低档酒	生产能力（千升）	750000	750000	750000
	产能利用率（%）	36.31	45.91	25.96
中档酒	生产能力（千升）	50000	50000	50000
	产能利用率（%）	70.03	55.64	42.97
高档酒	生产能力（千升）	10000	10000	10000
	产能利用率（%）	55.72	55.56	49.78
宁城老窖酒类产品				
低档酒	生产能力（千升）	4500	4500	4500
	产能利用率（%）	13.96	1.76	3.96
中档酒	生产能力（千升）	10000	10000	10000
	产能利用率（%）	12.14	9.08	10.35
高档酒	生产能力（千升）	1000	1000	1000
	产能利用率（%）	20.40	12.90	12.78

资料来源：公司提供

销售方面，公司白酒销售主要与经销商合作，牛栏山酒厂在北京市场与平台商深度绑定，外埠市场主要采用区域大商模式开拓市场。区域大商负责区域的商超、餐饮和流通全渠道销售。公司白酒销售结算模式为先款后货，为公司贡献良好现金流。从销售区域看，2025 年，北京与外埠区域白酒销售收入约在 2:8 范围浮动。公司对北京市场的经销商掌控力较强，餐饮市场的终端餐饮店已发展到约 4000 家；外埠市场则以省级经销商为主进行市场拓展。

从产品结构看，牛栏山酒厂坚持“民酒”产品定位，产品覆盖高中低三个档次，2025 年，产品结构较上年基本稳定。牛栏山酒厂销售额仍以低档白酒为主，宁城老窖销售额以中高档白酒为主。从产品销售量看，2025 年，受宏观经济变化、消费需求疲软的影响，白酒销量同比下滑 26.79%，销售金额同比下降 25.96%，各品种白酒销量均有所下降。从产品价格来看，牛栏山酒厂低档白酒销售均价同比提升，中档和高档白酒销售均价同比下降；宁城老窖低档、中档及高档酒价格同比均有所下降。整体看，公司白酒产品销售均价同比基本持平。

图表 6 • 公司白酒销售情况（单位：千升、万元、元/升）

品牌	品种	2023 年				2024 年				2025 年			
		产量	销售量	销售金额	销售均价	产量	销售量	销售金额	销售均价	产量	销售量	销售金额	销售均价
牛栏山	低档	272350	326362	471492	14.45	344309	331813	496266	14.96	194730	243518	372378	15.29
	中档	35015	33227	107032	32.21	27819	30620	105069	34.31	21485	21125	68333	32.35
	高档	5572	5357	95570	178.40	5556	5550	94755	170.73	4978	4472	73819	165.07
	小计	312937	364946	674094	18.47	377684	367983	696090	18.92	221193	269115	514529	19.12

宁城老窖	低档	628	107	1012	18.88	79	256	533	20.82	178	239	439	18.37
	中档	1214	949	4124	43.46	908	998	4387	43.96	1035	947	3619	38.22
	高档	204	536	2239	209.25	129	122	2474	202.79	128	116	2237	192.84
	小计	2046	1592	7375	46.33	1116	1376	7394	53.74	1341	1302	6295	48.35
合计		314983	366538	681469	18.59	378800	369359	703484	19.05	222534	270417	520824	19.26

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

（2）猪肉系列

2025 年，公司猪肉业务收入以生猪屠宰业务为核心来源。公司结合行业动态及生猪价格走势调整生产与销售节奏，种猪存栏量较上年有所下降，生猪屠宰量与猪肉制品销量较上年实现小幅提升。但受猪肉产品销售价格持续低迷及屠宰业务人工成本等刚性成本持续上涨等因素影响，公司猪肉系列收入与毛利率较上年仍有所下降。

公司猪肉业务包括种猪繁育、生猪养殖、生猪屠宰与加工等，其中种畜养殖业务主要由顺鑫农业下属小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”），肉类加工业务主要由下属北京顺鑫农业股份有限公司鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。2025 年，受生猪行业景气度低的影响，猪肉产品销售价格持续低迷，公司猪肉系列收入 18.08 亿元，同比下降 4.39%；当期毛利率为 4.15%，较上年下降 0.98 个百分点，毛利率下降主要系屠宰业务人工成本等刚性成本持续上涨，叠加前期生猪采购价格处于高位、部分冷冻肉开展去库存处理所致。公司猪肉业务收入主要来自生猪屠宰业务，2025 年，生猪屠宰业务和种畜养殖业务收入分别为 15.91 亿元和 2.17 亿元。

育种方面，公司设有原种猪场、祖代种猪场和父母代种猪场，形成种猪体系 3 级配套，满足不同类型种猪场的购种需求。种猪的销售主要通过直销模式，通过种猪育种和养殖专家学术推介，由消费者直接到养殖场购买。2025 年，公司结合市场行情科学调控种猪存栏量，并推行养殖全流程精细化管理，压降生产成本，种猪存栏量同比下降。

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

生猪屠宰方面，2025 年，公司全国范围内生猪屠宰能力 300 万头/年，较上年持平。公司生猪收购均价随行就市，同比大幅下降 35.58%；实际屠宰量同比提升 7.01%。公司猪肉制品采取直销与经销相结合的销售模式，销售区域以北京为主，外埠市场主要集中在河北、山西和内蒙古等地区。销售渠道方面，公司形成了以航空食品、酒店供应为主的高端产品网络，以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络，以国家机关、大专院校为主的集团消费网络，以城区居民消费为主的大型社区市场网络。2025 年，公司销售产品结构仍以生猪肉制品为主，猪肉熟食销量占比较低。公司生猪肉制品销量同比增长 6.29%，生猪肉制品销售均价同比下降 11.52%。

图表 7 • 公司猪肉系列业务主要产品指标情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
祖代存栏（套）	551.00	2500	1522
父母代存栏（套）	3221.00	5416	6860
屠宰能力（万头/年）	300.00	300.00	300.00
实际屠宰量（万头）	135.61	79.44	85.01
收购均价（元/公斤）	15.87	22.06	14.21
生猪肉制品销量（万吨）	14.28	9.06	9.63
生猪肉制品销售均价（元/公斤）	16.27	17.53	15.51

猪肉熟食销量（万吨）	0.75	0.62	0.56
猪肉熟食均价（元/公斤）	16.85	16.95	17.13

资料来源：公司提供

（3）贸易业务

公司贸易业务以有色金属与农产品贸易为核心，经营模式以自营为主，境内业务与境外业务占比均衡，贸易业务上下游集中度一般，相关风控措施较为完善。2025 年，公司贸易业务收入实现增长，但毛利率仍处于较低水平，同时该业务对营运资金存在一定程度的占用。

公司贸易业务主要由子公司顺鑫国际下属公司顺鑫国际（香港）集团有限公司（以下简称“顺鑫国际（香港）”）经营。

顺鑫国际（香港）贸易品种主要为有色金属（锌、镍、铜等）和农产品。2025 年，顺鑫国际（香港）实现贸易业务收入 143.75 亿元，同比增长 6.84%，主要系有色金属贸易收入增长所致；受宏观环境、大宗商品贸易品种及经营模式影响，贸易业务毛利率 0.13%，仍处于较低水平。顺鑫国际（香港）贸易业务分境内和境外业务，2025 年境内业务收入和境外业务占比分别为 53.45%和 46.55%，占比较为均衡。

分贸易品种看，顺鑫国际（香港）有色金属贸易主要为自营模式，通过向主流矿商进口镍、锌等产品，在寻求多种合作模式的同时，自身掌握一定矿产资源，2025 年，顺鑫国际（香港）有色金属贸易收入 123.23 亿元，同比增长 11.53%。农产品贸易主要包括白糖、粮油、猪肉等品种。顺鑫国际（香港）与路易达孚开展经济作物标准品的合作，同时开拓国内猪肉市场，延伸业务链条至终端分销和加工，2025 年，农产品贸易收入 20.52 亿元，同比下降 14.71%。白糖贸易方面，顺鑫国际（香港）与多家大型食品生产企业建立了长期稳定的合作关系，并已成功搭建了从白糖产区到全国各销售区域无缝衔接的仓储物流运作系统；粮油业务客户包括广东省农垦集团公司、上海首农投资控股有限公司及 Cargill, Incorporated（嘉吉公司）等；猪肉贸易通过依托自身猪副产品，开展加工分割业务并拓展终端分销市场。

境外业务经营模式主要为：在广泛询价后，分别与上下游客户签署购销合同，并通过在合同中采用“锁定汇率”“在触发汇率波动比例的要求下要求客户补缴保证金”等方式，一定程度上转移汇率波动风险。定价方面，境外业务下游销售价格采取点价方式，即下游客户在支付 95%货款后的 3 个工作日内完成点价，顺鑫国际（香港）根据该销售价格向上游采购。境外业务上游供应商类型以央企、国企背景的贸易商或行业内大型贸易商为主；下游客户以贸易代理商为主。结算方面，对上游供应商结算方式以国际信用证为主，对下游客户主要采取 T/T、D/P、D/A 等结算方式。

境内业务经营模式、定价模式和境外业务基本一致，通过点价、保证金等多种方式转移价格波动风险。境内业务上游供应商主要为大型央企、国企，上游供应商定价话语权强；下游客户以国有贸易型企业为主。结算方面，境内贸易主要结算方式为电汇、银行承兑汇票、信用证，对上游供应商一般预付 15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付，对下游客户预收 15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付。

为防范贸易环节可能存在的各类风险，顺鑫国际（香港）对业务流程进行了标准化规范，明确各岗位职责到人，并搭建培育专业化人才团队；对资金收付环节建立了严格的管控机制；物流环节主要与上海世天威仓库、中储发展股份有限公司、中国外运股份有限公司等信誉良好的跨国物流企业及国内央企背景物流企业开展合作，以控制货权相关风险。

上下游集中度方面，2025 年，顺鑫国际（香港）向前五大供应商采购额占采购总额比重为 31.99%，向前五大客户销售额占销售总额比重为 36.69%，采购和销售集中度均一般。顺鑫国际（香港）在贸易业务中拥有商品所有权，截至 2025 年末，顺鑫国际（香港）贸易业务占款¹（应收账款+存货+预付款项）为 2.68 亿元，较上年同期有所下降，但贸易业务对公司营运资金仍形成一定程度的占用。

（4）工程施工业务

公司工程施工业务资质齐全。2025 年，受宏观经济形势及房地产行业景气度低迷影响，公司新承接工程总金额同比大幅下降。期末在建项目主要包括顺义区农村污水治理项目及新农村基础设施建设项目等，项目业主方以顺义区国有企业及事业单位为主，对该类客户回款安全性有一定保障，但该类施工周期较长，对公司资金形成一定程度的占用。

公司工程施工业务主要由子公司顺鑫建科集团运营，下属经营主体主要包括北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）和北京顺鑫天宇建设工程有限公司（以下简称“顺鑫天宇”），鑫大禹具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，水利水电

¹ 因 2025 年国门置业不再纳入顺鑫国际（香港）合并范围，顺鑫国际存货规模较上年底大幅减少，2024 年和 2025 年期末贸易业务资金占款可比性弱。

工程、市政公用工程施工总承包贰级资质，河湖整治工程、堤防工程专业承包资质等，为综合施工企业；顺鑫天宇具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，防水防腐保温工程专业承包壹级资质等，并具有承包境外房屋建筑工程和境内国际招标工程的资格。

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

承揽项目方面，公司项目区域以北京市顺义区为主，同时覆盖北京市其他区以及部分江苏、安徽、吉林等京外区域，业主方主要包括国有企业、民营企业和政府单位。2025 年，公司施工项目承接重大项目金额和新承接工程总金额同比均大幅下降，主要是受宏观经济形势以及房地产行业景气度下行的影响，重大工程项目减少所致。截至 2025 年末，公司在建项目主要包括顺义区农村污水治理项目及新农村基础设施建设项目等，业主方主要为顺义区国企及事业单位，该类客户回款安全性有一定保障。但该类项目施工周期较长，2025 年末，公司合并报表存货科目中合同履行成本为 14.40 亿元，较上年增加 2.36 亿元，主要系施工业务结算进度有所放缓，对公司资金形成一定程度的占用。

图表 8 • 顺鑫建科集团承接 3000 万以上项目情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
重大项目数量（个）	12	15	14
重大项目金额（亿元）	7.37	14.21	7.27
新承接工程总金额（亿元）	10.67	20.23	9.33

资料来源：公司提供

（5）经营效率

2025 年，公司经营效率指标较上年保持稳定。

2025 年，公司营业总收入、应收账款及存货规模较上年变化不大，应收账款周转次数、存货周转次数、总资产周转次数及净营业周期较上年基本持平。

图表 9 • 公司经营效率指标情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转次数（次）	34.86	36.58	38.73
存货周转次数（次）	2.80	3.48	3.85
总资产周转次数（次）	0.71	0.74	0.78
净营业周期（天）	103.36	84.42	82.79

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司围绕主营业务制定的发展规划具备可行性。

作为农业产业化国家级重点龙头企业，公司依托白酒、猪肉、贸易、工程施工四大板块开展多元布局，坚持高质量发展主线，各业务板块已制定差异化经营规划并协同推进。整体以多产业协同、科技创新赋能、品牌文旅融合为核心抓手，持续完善全产业链布局，推动各业务板块实现降本增效与品牌增值。

白酒板块坚守民酒定位，紧抓消费升级机遇推进产品年轻化转型。一方面深耕核心市场，在线上渠道推广低度金标牛新品，挖掘消费场景；另一方面依托菌群培育、低温慢酿等工艺强化科研成果转化，借助非遗文旅、AR 沉浸式体验深度挖掘京味文化价值，实现品牌焕新升级。猪肉业务分为屠宰、养殖两大板块，屠宰环节优化产销布局，开展新媒体品牌宣传，研发即食类新产品，深入挖掘副产品价值，完善冷链体系保障食品安全；养殖环节推行精细化管理以降低生产成本，依托全基因组测序技术开展育种工作，打造“小店”种猪特色品牌，健全完善疫病防控体系。贸易板块由顺鑫国际统筹国内外业务，境外平台对接大宗商品市场，境内平台联动中央企业与地方国有企业，依托自身供应链优势拓展流通渠道。工程施工板块深耕水利、房屋建筑本地市场，同时跨区域承接重点项目，联合科研机构开展桩基工艺技术研发，巩固区域市场施工竞争力。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对 2025 年度财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年末，公司合并范围内二级子公司较上年末减少 1 家；2026 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2026 年 3 月末，公司合并范围内二级子公司合计 24 家，财务数据可比性很强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

2025 年末，公司资产规模较上年底有所下降，构成以现金类资产、其他应收款、投资性房地产及生产性资产为主，需关注其他应收款回款风险及存货跌价风险；资产受限比例较低，整体流动性较好。

截至 2025 年末，公司合并资产总额较上年底下降 3.74%。公司货币资金较上年底下降 7.71%，货币资金规模较大，其中大部分集中在上市公司顺鑫农业，货币资金中有 0.63 亿元为受限资金，受限比例很低，主要为保证金。公司其他应收款 32.84 亿元，较上年底增长 9.80%，主要系对关联公司拆借款增加所致，其他应收款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例 0.44%，该科目欠款方主要为公司参股企业及顺义区国有企业，坏账风险整体较低，但仍需关注其回款风险。存货较上年底下降 4.43%，存货主要由原材料（6.49 亿元）、库存商品（15.83 亿元，其中白酒 8.58 亿元）、合同履约成本（14.40 亿元）和开发产品（14.13 亿元，主要为国门置业改建中的商业地产项目）构成，计提跌价准备合计 0.41 亿元，主要系对猪肉类库存商品计提的跌价准备，若公司所处工程施工行业、猪肉行业景气度持续低迷，公司存货仍存在一定跌价空间。公司其他权益工具投资较上年底变化不大，主要为股权类资产，以公允价值计量，其中，北京人寿保险股份有限公司（以下简称“北京人寿”）股权账面价值 12.37 亿元，北京人寿 2025 年净利润 1.59 亿元，该股权减值风险较低。截至 2025 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大，主要为写字楼（顺鑫国际商务中心）、国门 1 号商业综合体、石门国际农产品批发市场等用于出租的房产，以成本法计量。公司固定资产 44.11 亿元，较上年底下降 7.17%，主要系折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧 40.55 亿元。公司无形资产较上年底下降 3.10%，主要为土地使用权，累计摊销 5.44 亿元。

截至 2025 年末，公司受限资产合计 40.31 亿元，主要为借款抵押的投资性房地产，资产受限比例为 12.32%。

截至 2026 年 3 月末，公司资产规模和结构较上年末变化不大。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	211.48	59.07	199.67	58.74	192.01	58.69	191.92	58.95
货币资金	87.00	41.14	88.17	44.16	81.37	42.38	81.13	42.27
其他应收款	41.19	19.48	29.91	14.98	32.84	17.10	32.67	17.02
存货	63.97	30.25	61.21	30.65	58.49	30.46	56.59	29.48
非流动资产	146.53	40.93	140.23	41.26	135.17	41.31	133.63	41.05
其他权益工具投资	13.27	9.06	13.27	9.47	13.27	9.82	13.27	9.93
投资性房地产	41.24	28.14	41.56	29.64	40.71	30.12	40.42	30.25
固定资产	53.41	36.45	47.51	33.88	44.11	32.63	43.41	32.48
无形资产	19.25	13.13	18.56	13.24	17.99	13.31	17.91	13.40
资产总额	358.02	100.00	339.90	100.00	327.18	100.00	325.55	100.00

注：占比系各会计科目占比为在流动资产/非流动资产中的占比，流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比重

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）资本结构

2025 年末，受发行永续债的影响，公司所有者权益较上年底小幅增长；少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱；有息债务规模变化不大，整体债务负担重。

截至 2025 年末，公司所有者权益 62.98 亿元，较上年底增长 2.78%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.00%，少数股东权益占比为 70.00%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.50%、15.88%、6.63%、13.10%和-19.94%。截至 2025 年末，其他权益工具 10.00 亿元，为公司发行的永续债。所有者权益结构稳定性较弱。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 63.21 亿元，较上年底变化不大。

负债及债务方面，截至 2025 年底，公司负债总额 264.19 亿元，较上年底下降 5.18%，主要系应付账款、合同负债等经营性负债下降所致。公司负债仍以有息债务为主，截至 2025 年底，公司全部债务 217.94 亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，2025 年，随着公司发行债券并偿还到期银行借款，长期债务占比较上年底有所上升，短期债务占比下降，2025 年末，短期债务占 48.13%，长期债务占 51.87%，债务结构相对均衡。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 80.75%、77.58%和 64.22%，较上年底分别下降 1.22 个百分点、下降 0.61 个百分点和上升 9.73 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2025 年末，公司全部债务增至 227.94 亿元。债务结构方面，短期债务占 46.02%，长期债务占 53.98%。从债务指标看，截至 2025 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.81%、81.14%和 69.90%，较调整前分别上升 3.06 个百分点、3.56 个百分点和 5.68 个百分点。

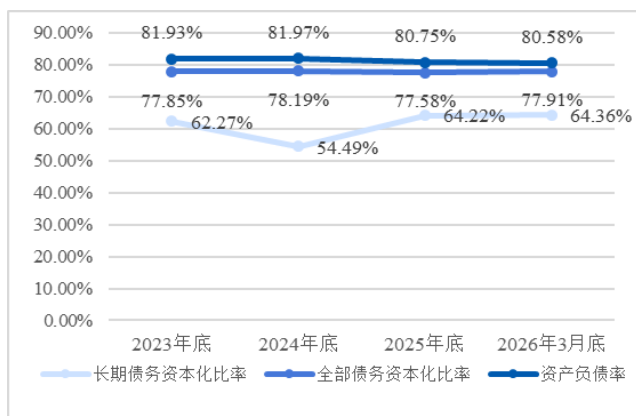
截至 2026 年 3 月末，公司负债总额 262.34 亿元，负债规模及结构较上年底变化均不大。公司全部债务 222.97 亿元，较上年底增长 2.31%，债务结构较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2026 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.58%、77.91%和 64.36%，较上年底分别下降 0.17 个百分点、上升 0.33 个百分点和上升 0.14 个百分点。

图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	186.44	63.56	204.84	73.52	151.05	57.17	147.99	56.41
短期借款	58.07	31.15	60.13	29.36	61.27	40.56	66.80	45.14
应付票据	8.85	4.75	7.58	3.70	8.50	5.63	8.82	5.96
应付账款	18.76	10.06	16.08	7.85	9.63	6.37	10.41	7.04
其他应付款（合计）	8.66	4.65	9.22	4.50	9.30	6.15	8.71	5.89
一年内到期的非流动负债	38.69	20.75	63.63	31.06	25.13	16.63	23.17	15.66
合同负债	29.08	15.60	24.56	11.99	20.72	13.72	12.69	8.57
其他流动负债	17.97	9.64	17.46	8.52	11.83	7.83	11.00	7.44
非流动负债	106.87	36.44	73.78	26.48	113.14	42.83	114.35	43.59
长期借款	77.10	72.14	50.76	68.80	65.00	57.45	66.09	57.80
应付债券	29.35	27.46	22.46	30.44	47.91	42.34	47.91	41.90
负债总额	293.31	100.00	278.62	100.00	264.19	100.00	262.34	100.00

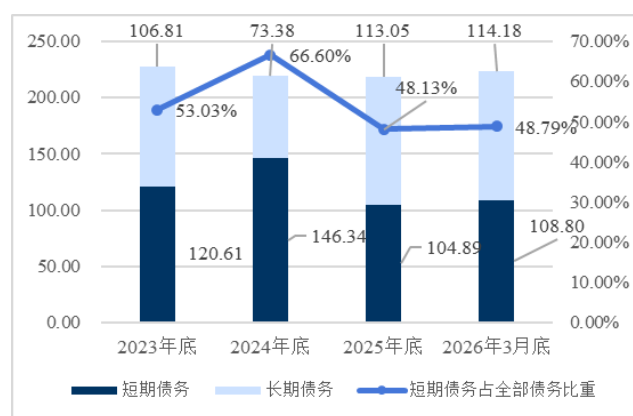
注：占比系各会计科目占比为在流动负债/非流动负债中的占比，流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 12 • 公司债务负担比率及变化情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司有息债务结构及变化情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(3) 盈利和现金流

2025 年，公司营业总收入同比基本持平，毛利润同比下降，期间费用及资产减值损失对利润形成侵蚀，利润总额由上年盈利转为亏损，盈利指标表现同比有所弱化。

2025 年，公司实现营业总收入同比基本持平，受营业成本同比增长的影响，毛利润同比下降 27.08%；期间费用同比下降 9.82%，仍对利润形成侵蚀；资产减值损失同比增加，主要系计提猪肉类存货跌价损失增加所致。受上述因素影响，公司利润总额由上年盈利转为亏损。从盈利指标看，2025 年，公司 EBITDA 利润率、总资产报酬率及净资产收益率较上年均有所下降。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.47 亿元，同比下降 13.83%，主要系白酒和猪肉销售收入持续下降所致；实现利润总额 0.74 亿元，同比下降 72.60%。

图表 14 • 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	265.03	258.77	259.91	61.47
营业成本	224.97	218.04	230.21	51.10
费用总额	35.43	29.41	26.52	6.66
资产减值损失	-1.80	-0.77	-0.80	0.00
信用减值损失	-0.02	-0.25	-0.01	0.00
投资收益	2.86	0.07	-0.10	0.00
利润总额	-5.93	0.32	-5.80	0.74
EBITDA 利润率（%）	0.57	5.47	2.45	--
总资产报酬率（%）	0.21	1.06	0.05	--
净资产收益率（%）	-15.28	-4.33	-11.54	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，受白酒业务经营承压及工程施工业务结算进度放缓影响，公司经营活动现金流转由上年净流入转为净流出，投资活动现金由净流入转为净流出，考虑到公司存量债务置换，公司对外融资需求仍很大。

2025 年，公司白酒销售收入下降，但原料、人工等刚性成本支出降幅小于收入降幅，叠加工程施工业务结算进度放缓，资金占用规模上升，公司经营活动现金流转由上年净流入转为净流出。投资活动现金由净流入转为净流出，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致；公司筹资活动现金流入主要为发行债券及借款融资，现金流出主要为偿还债务本金及利息，筹资活动现金流入和现金流出规模基本持平，考虑到未来存量债务置换，公司对外融资需求仍很大。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金呈净流出状态，投资活动现金呈净流入状态，筹资活动现金呈净流入状态。

图表 15 • 公司现金流情况（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	280.94	270.26	269.25	60.90
经营活动现金流出小计	285.17	265.10	272.58	65.37
经营活动现金流量净额	-4.23	5.16	-3.33	-4.47
投资活动现金流入小计	18.65	12.67	0.07	1.06
投资活动现金流出小计	25.95	3.38	4.33	0.25
投资活动现金流量净额	-7.30	9.29	-4.27	0.81
筹资活动前现金流量净额	-11.52	14.45	-7.60	-3.66
筹资活动现金流入小计	142.78	123.28	175.25	26.26
筹资活动现金流出小计	142.92	136.27	174.59	22.86
筹资活动现金流量净额	-0.14	-12.99	0.65	3.40
现金收入比（%）	104.38	102.39	101.69	98.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债能力指标变化

2025 年，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现较弱。考虑到公司间接融资渠道畅通，子公司顺鑫农业拥有直接融资渠道，公司再融资能力很好，同时公司作为顺义区国资委下属全资大农业产业集团，可获得一定政策与股东支持，公司实际偿债能力仍很强。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	现金短期债务比（倍）	0.73	0.62	0.82	0.79
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.48	1.29	1.75	--
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	2.29	1.81	2.52	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.52	14.14	6.38	--
	全部债务/EBITDA（倍）	149.54	15.53	34.17	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	2.01	1.04	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年末，销售商品提供劳务收到的现金对短期债务及流动负债的覆盖倍数较高。2025 年，公司 EBITDA 同比大幅下降，对全部债务和利息支出的保障程度显著弱化，长期偿债指标表现较弱。截至 2025 年末，公司获得贷款银行授信额度：人民币 469 亿元、美元 8000 万元、欧元 1 亿元；剩余授信额度包括人民币 326 亿元、美元 8000 万元、欧元 1 亿元，备用流动性充足。公司控股子公司顺鑫农业为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2026 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对合并范围外的担保事项和重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部不从事具体经营活动，承担大部分融资职能，相应产生的财务费用导致本部持续亏损。公司本部债务负担很重，对外部融资依赖度高。公司本部现金类资产规模处于一般水平，可对除上市公司外的全资子公司资金实现一定程度的统筹调用，同时考虑到公司持有顺鑫农业优质股权市值较高，且均未质押，有助于提升本部财务弹性。

公司本部不从事具体经营活动，承担大部分融资职能。

截至 2025 年末，公司本部资产总额 156.45 亿元，较上年底基本持平，主要由现金类（7.64 亿元）、其他应收款（74.73 亿元，未计提减值准备，主要为对顺鑫建科集团等子公司的借款，以及对参股公司和顺义区国资企业借款）、长期股权投资（53.51 亿元）和其他权益工具投资（12.37 亿元）构成。截至 2026 年 3 月末，本部所持有顺鑫农业的股票参考市值为 36.65 亿元，未质押。

截至 2025 年末，母公司所有者权益为 8.15 亿元，较上年底增长 886.45%，主要系发行永续债（债券余额 10.00 亿元）所致。截至 2025 年底，公司本部负债总额 148.30 亿元，较上年底下降 3.08%。本部全部债务 126.85 亿元，其中短期债务占 40.15%，公司本部融资渠道以银行借款和发行债券为主。本部全部债务资本化比率 93.96%，债务负担很重。

2025 年，公司本部营业总收入 0.32 亿元，投资收益 0.48 亿元，受财务费用（1.97 亿元）侵蚀影响，利润总额持续亏损，为-1.84 亿元。2025 年，公司本部经营活动现金持续净流出，取得投资收益收到的现金（0.45 亿元，主要为上市子公司顺鑫农业分红）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（3.85 亿元）覆盖能力弱，本部债务对外部融资依赖度高。考虑到本部持有顺鑫农业优质股权市值较高，且未质押，有助于提升本部财务弹性。

（五）ESG 方面

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

2025 年，公司本部未披露 ESG 相关报告，控股子公司顺鑫农业披露了年度环境、社会和公司治理报告。

环境方面，公司制定了环境保护和安全生产相关制度，持续完善能源节约与生态环境保护基础管理水平，将环保要求和标准纳入到产品研发、制造、服务等各个环节。2025 年，公司未发生污染与废物排放等相关监管处罚。

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

内部治理方面，公司管理制度较完善，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

七、外部支持

1 支持能力

顺义区经济财政实力强，公司控股股东资本实力和支持能力很强。

近年来顺义区各项经济指标均位于北京市中上游水平。2025 年，顺义区实现地区生产总值 2451.9 亿元，位列北京市第 5 位，按可比价格计算同比增长 3.4%。临空经济优势和服务业制造业融合发展为顺义区财政实力提供了有力支撑。2025 年，顺义区一般公共预算收入位列北京市各区第 5 位。公司控股股东顺义国资是顺义区重要的基础设施建设主体，在土地一级开发、保障房及棚改建设等传统城投业务方面有较强的竞争力，同时拥有顺鑫控股等股权资产，履行国资管理和国有资产保值增值的任务，对区域重要性很高。顺义国资资本实力和支持能力很强，2025 年末，顺义国资产总额 937.81 亿元，所有者权益 386.46 亿元；2025 年，顺义国资营业总收入 343.15 亿元，利润总额-16.77 亿元。

2 支持可能性

公司作为顺义区国资委下属全资大型农业集团，区域重要性很强，同时公司系控股股东顺义国资核心经营主体，对股东的重要性很高，可获得持续的政策支持与股东支持。

公司作为顺义区国资委下属全资大型农业集团，经营格局稳定，其中白酒业务和猪肉业务在区域行业地位、品牌知名度等方面具备较强的竞争优势，区域重要性强；公司系顺义国资核心经营主体，对股东的重要性很高。2025 年，公司以政府补贴为主的其它收益和营业外收入分别为 1035.53 万元和 1772.51 万元，收到顺义区国资委资本项目专项资金 670 万元，计入资本公积。此外，公司控股股东顺义国资为顺义区国资委下属唯一发债平台公司，根据相关协议，为保证双方协同发展，当一方产生流动性需求时，顺义国资与公司应向对方提供支持。

八、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续期永续债券 10.00 亿元。公司永续债券具有公司赎回选择权、调整票面利率、利息递延累积等特点，上述永续债券均约定公司有权在首个赎回日及后续每个付息日赎回债券，若不赎回则票面利率将重置。根据市场惯例，公司在首个赎回日不赎回的可能性较低，鉴于公司 2025 年底现金类资产 85.92 亿元，可保障每年永续债利息能力充足，预计公司不会行使递延权。

为审慎评估公司对普通债券的保障能力，本报告将全部永续债券调入长期债务进行测算。2025 年，公司经营活动现金流入对长期债务的覆盖倍数为 2.19 倍，表明公司年度经营回款规模能够覆盖全部长期债务，这是公司偿债能力的核心保障。经营活动现金流量净额和 EBITDA 对长期债务的覆盖能力很弱，反映出公司实际可用于偿还债务的自由现金流有限。但考虑到公司作为顺义区国资委下属全资大农业集团，综合经营实力很强，融资渠道畅通且可持续获得外部支持，公司实际债券偿还能力很强。

图表 18 • 公司永续债券偿还能力指标

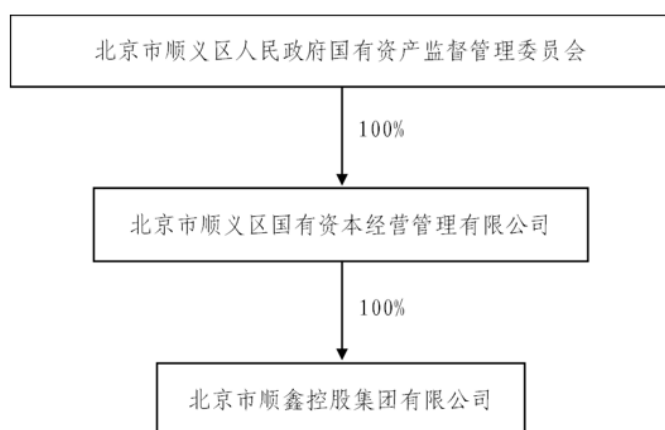
项目	2025 年
长期债务*（亿元）	123.05
经营现金流入/长期债务（倍）	2.19
经营现金/长期债务（倍）	-0.03
长期债务/EBITDA（倍）	19.29

注：1. 上表中的长期债务为将存续永续债券计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用最新年度数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

九、评级结论

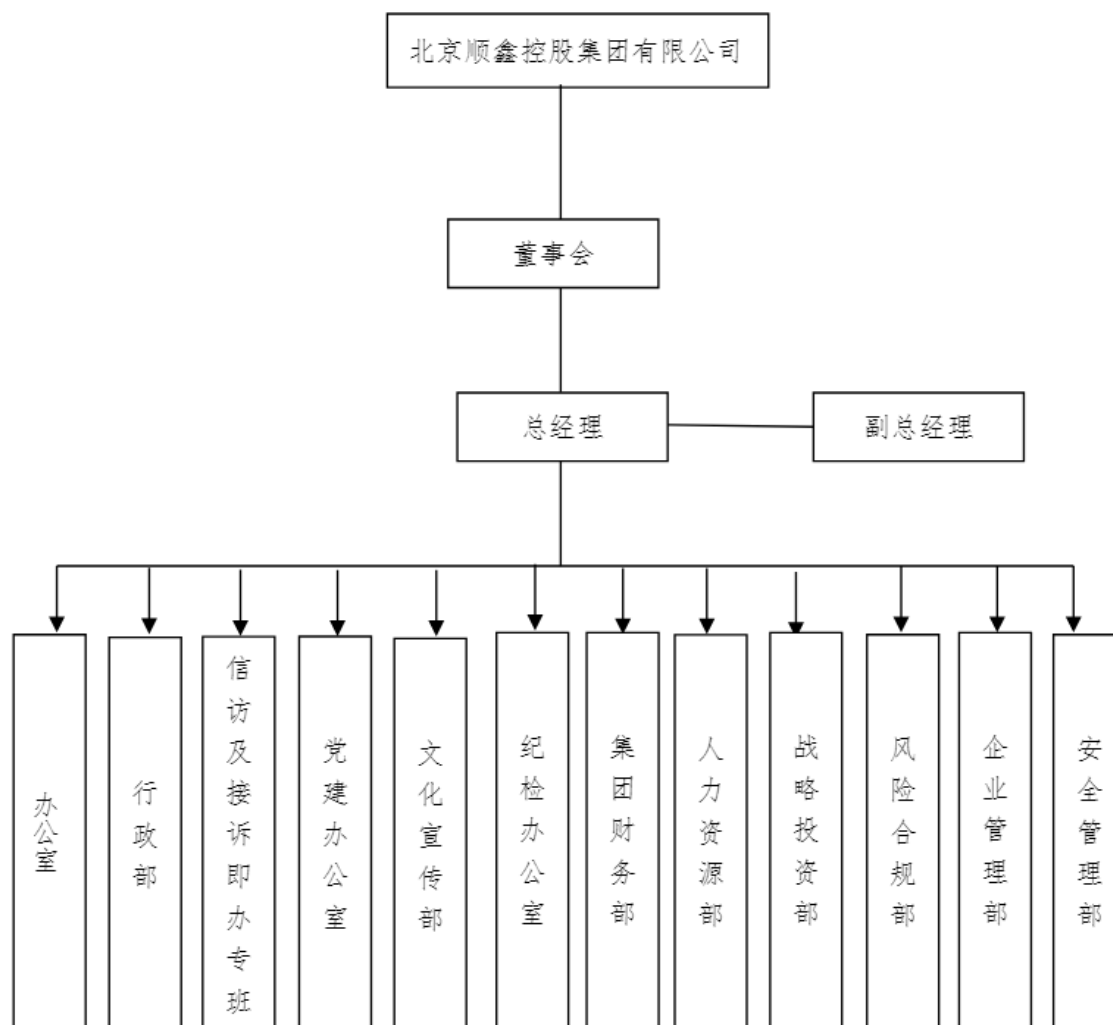
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“25 顺鑫 MTN003”和“25 顺鑫 MTN006”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司官方网站公开信息整理

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）	88.20	90.52	85.92	85.69
应收账款（亿元）	7.49	6.66	6.76	7.80
其他应收款（亿元）	41.19	29.91	32.84	32.67
存货（亿元）	63.97	61.21	58.49	56.59
长期股权投资（亿元）	4.42	4.69	4.53	4.53
固定资产（亿元）	53.41	47.51	44.11	43.41
在建工程（亿元）	5.51	5.38	5.68	5.79
资产总额（亿元）	358.02	339.90	327.18	325.55
实收资本（亿元）	8.50	8.50	8.50	8.50
少数股东权益（亿元）	44.57	45.76	44.09	44.73
所有者权益（亿元）	64.71	61.28	62.98	63.21
短期债务（亿元）	120.61	146.34	104.89	108.80
长期债务（亿元）	106.81	73.38	113.05	114.18
全部债务（亿元）	227.42	219.72	217.94	222.97
营业总收入（亿元）	265.03	258.77	259.91	61.47
营业成本（亿元）	224.97	218.04	230.21	51.10
其他收益（亿元）	0.26	0.21	0.10	0.03
利润总额（亿元）	-5.93	0.32	-5.80	0.74
EBITDA（亿元）	1.52	14.14	6.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	276.63	264.95	264.29	60.24
经营活动现金流入小计（亿元）	280.94	270.26	269.25	60.90
经营活动现金流量净额（亿元）	-4.23	5.16	-3.33	-4.47
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.30	9.29	-4.27	0.81
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.14	-12.99	0.65	3.40
财务指标				
净营业周期（天）	103.36	84.42	82.79	--
应收账款周转次数（次）	34.86	36.58	38.73	--
存货周转次数（次）	2.80	3.48	3.85	--
总资产周转次数（次）	0.71	0.74	0.78	--
现金收入比（%）	104.38	102.39	101.69	98.00
EBITDA 利润率（%）	0.57	5.47	2.45	--
总资产报酬率（%）	0.21	1.06	0.05	--
净资产收益率（%）	-15.28	-4.33	-11.54	--
长期债务资本化比率（%）	62.27	54.49	64.22	64.36
全部债务资本化比率（%）	77.85	78.19	77.58	77.91
资产负债率（%）	81.93	81.97	80.75	80.58
流动比率（%）	113.43	97.48	127.12	129.68
速动比率（%）	79.12	67.60	88.39	91.45
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.48	1.29	1.75	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.62	0.82	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	2.01	1.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	149.54	15.53	34.17	--

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；2. 除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.33	6.02	7.64	7.89
应收账款（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
其他应收款（亿元）	88.54	80.62	74.73	74.49
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	45.04	46.25	53.51	53.58
固定资产（亿元）	1.63	1.51	1.39	1.37
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	158.59	153.84	156.45	156.47
实收资本（亿元）	8.50	8.50	8.50	8.50
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	3.65	0.83	8.15	7.59
短期债务（亿元）	64.79	97.11	50.93	53.09
长期债务（亿元）	79.17	43.06	75.92	76.72
全部债务（亿元）	143.95	140.18	126.85	129.82
营业总收入（亿元）	0.24	0.65	0.32	0.03
营业成本（亿元）	0.09	0.03	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.04	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-3.48	-2.98	-1.84	-0.50
EBITDA（亿元）	0.59	1.31	1.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.19	0.08	0.04	0.04
经营活动现金流入小计（亿元）	0.25	0.43	0.08	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.38	-0.13	-0.43	-0.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-19.45	8.78	9.13	-1.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.92	-6.95	-7.08	2.31
财务指标				
净营业周期（天）	46.19	-31.08	-1679.74	
应收账款周转次数（次）	5.33	12.90	6.43	--
存货周转次数（次）	71.19	33.70	0.73	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	77.55	12.38	13.81	154.74
EBITDA 利润率（%）	240.45	202.07	557.97	--
总资产报酬率（%）	0.20	0.42	0.58	--
净资产收益率（%）	-95.19	-360.54	-22.60	--
长期债务资本化比率（%）	95.59	98.12	90.31	91.00
全部债务资本化比率（%）	97.52	99.41	93.96	94.48
资产负债率（%）	97.70	99.46	94.79	95.15
流动比率（%）	122.72	79.48	114.83	115.22
速动比率（%）	122.72	79.48	114.83	115.22
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.25	0.07	0.06	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.06	0.15	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.14	0.31	0.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	244.75	107.05	70.42	--

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；2. 除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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 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 4-4 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 个月内信用等级的调整方向尚无法判断