

北京顺鑫农业股份有限公司

主体长期信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕8366号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫农业股份有限公司进行综合分析和评估，确定北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年九月二十二日



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农业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、该评级结果自 2026 年 9 月 22 日至 2027 年 9 月 21 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、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。





北京顺鑫农业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级时间

2026/09/22

AA+/稳定

主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）是北京市顺义区国有上市公司。截至 2026 年 6 月底，公司总股本 7.42 亿股，北京顺鑫控股集团有限公司持有公司 38.36% 的股份，为公司控股股东，所持股份无质押；北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。公司主营业务为白酒酿造与销售以及种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工，按照联合资信行业分类标准划分为一般工业（适用一般工商企业信用评级方法）。

评级观点

公司所在的白酒行业总需求持续下降，处于存量竞争阶段；生猪周期拉长，当前处于周期底部后段。公司白酒品牌“牛栏山”品牌知名度较高，并具备全国范围的销售渠道，核心产品“白牛二”为低价光瓶酒，其销量受行业需求下降及竞争加剧影响下降较大。受猪周期探底及市场竞争加剧影响，公司猪肉业务盈利性较弱，亏损主要来自屠宰业务。考虑到公司具备从种猪培育到熟食加工的完整产业链，熟食加工可贡献一定利润，且公司同时承担一定猪肉保供职能，猪肉业务仍可持续运营。整体看，公司经营风险尚可。公司资产质量较好，货币资金较充裕，债务负担尚可，以短期债务为主，盈利能力一般，但收入实现质量高，现金虽处于持续消耗状态，但未来无大规模固定资产建设开支，公司现金对短期债务覆盖程度高，EBITDA 对利息覆盖程度尚可，未使用的银行授信额度充裕，具备直接融资渠道，融资能力较强。公司为顺义区国资委实际控制的上市公司，控股股东持续为其融资提供担保，能够对经营业绩下滑形成一定缓冲。整体看，公司财务风险较低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

短期内，公司白酒业务仍将面临需求收缩和产品升级压力，猪肉业务盈利能力亦较弱，经营业绩明显改善尚需时间；但公司在大众白酒市场仍具有较强的品牌和渠道基础，现金储备充裕，债务负担尚可，银行授信余额较大，融资渠道畅通，能够对经营波动形成有效缓冲。综合评估，公司评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：白酒核心产品销量及市场份额企稳回升，升级产品形成稳定经营规模，公司收入、盈利和经营活动现金流持续改善；猪肉板块实现稳定盈利；同时债务规模明显下降，盈利及经营现金流对债务的保障能力显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：白酒核心产品竞争力和市场地位进一步弱化，产品升级未达预期，导致公司持续大额亏损；猪肉业务亏损明显扩大，或发生重大食品安全、动物疫病及环保事件；经营活动现金流持续大额净流出，现金储备明显减少，债务规模上升或短期偿债压力显著加大；融资渠道受限或股东支持力度明显减弱。

优势

- **品牌及销售网络具有较强竞争力。**“牛栏山”在二锅头及大众白酒市场具有较高知名度，公司在北京市场基础稳固，并已形成覆盖全国的经销和终端网络，为白酒业务维持较大经营规模提供了基础。
- **流动性较充裕，融资能力较强。**截至 2026 年 6 月底，公司现金类资产 59.76 亿元，现金短期债务比为 1.93 倍；银行授信余额较充足，同时具备上市公司直接融资渠道，短期偿债保障程度高。
- **结算方式有利于控制信用风险。**白酒业务主要采用先款后货模式，猪肉业务回款周期较短，公司应收账款规模较小，收入实现质量高。
- **国有股东背景及区域职能有助于维持融资稳定性。**公司实际控制人为顺义区国资委，控股股东持续为公司融资提供担保；公司猪肉业务承担首都市场保供、猪肉储备及重大活动供应等职能，具有一定区域重要性。

关注

- **白酒业务盈利水平下降。**公司白酒产品仍以低价位产品为主，消费群体购买能力和消费场景均有所收缩；同时，头部酒企向大众价格带下沉，进一步加剧市场竞争。2023—2025 年，公司白酒业务收入波动下降，毛利率持续下降。2026 年上半年，白酒业务实现营业收入 28.00 亿元，同比减少 22.33%，短期内经营压力仍将持续。
- **猪肉业务持续拖累公司盈利。**屠宰业务产品差异化程度低，购销价差较薄，人工、折旧、环保和冷链等成本较为刚性；现有屠宰产能利用率不足 30%，固定成本难以有效摊薄。熟食及精深加工业务规模仍较小，猪肉板块短期内实现稳定盈利的难度较大。
- **盈利及经营现金流对债务的保障能力弱化。**2025 年以来，公司盈利水平明显下降，2025 年及 2026 年上半年经营活动现金流均为净流出，货币资金持续减少

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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	资产质量及盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：无				--
模型级别				AA ⁺

个体信用状况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

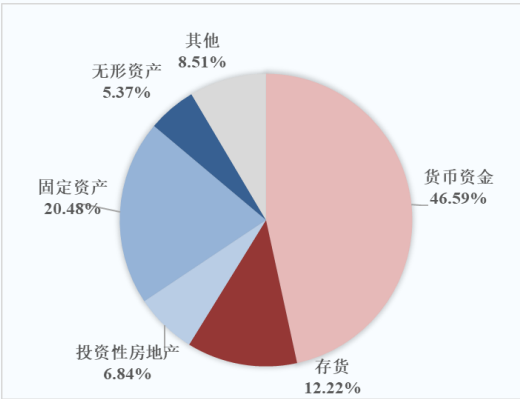
合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	73.74	71.78	68.66	59.76
资产总额（亿元）	153.67	149.95	137.62	126.34
所有者权益（亿元）	68.02	70.54	67.98	68.42
短期债务（亿元）	35.92	31.73	36.17	31.04
长期债务（亿元）	12.70	14.56	10.60	16.26
全部债务（亿元）	48.63	46.29	46.77	47.31
营业总收入（亿元）	105.93	91.26	72.24	38.04
利润总额（亿元）	0.73	5.14	-0.21	1.30
EBITDA（亿元）	6.43	10.01	4.12	--
经营性净现金流（亿元）	-7.38	1.12	-2.73	-6.35
净营业周期（天）	135.80	82.46	96.91	--
EBITDA 利润率（%）	6.07	10.97	5.71	--
总资产报酬率（%）	1.58	4.23	0.58	--
资产负债率（%）	55.74	52.95	50.60	45.85
全部债务资本化比率（%）	41.69	39.62	40.76	40.88
流动比率（%）	138.55	156.83	155.11	196.52
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.45	1.49	1.26	--
现金短期债务比（倍）	2.05	2.26	1.90	1.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.08	7.81	3.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.56	4.62	11.34	--

公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
资产总额（亿元）	155.30	151.81	139.47	128.00
所有者权益（亿元）	70.32	73.19	70.52	70.92
全部债务（亿元）	47.75	45.40	45.90	46.44
营业总收入（亿元）	93.17	88.27	69.53	36.67
利润总额（亿元）	-28.25	5.48	-0.33	1.27
资产负债率（%）	54.72	51.79	49.44	44.59
全部债务资本化比率（%）	40.44	38.28	39.43	39.57
流动比率（%）	144.58	163.13	161.84	205.91
销售商品提供劳务收到的现/流动负债(倍)	1.27	1.44	1.21	--

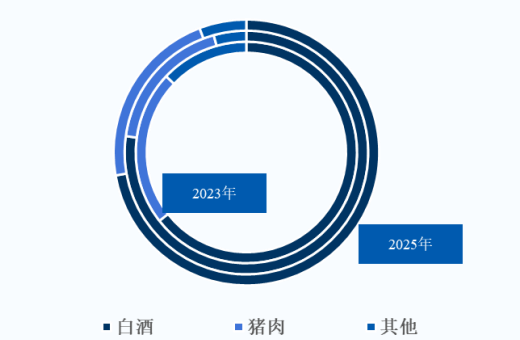
注：1.本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.除特别说明外，均指人民币；3.“--”代表数据不适用，下文同；4.2026 年半年报未经审计；5.合并口径中，长期应付款中的带息负债已调整至有息债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

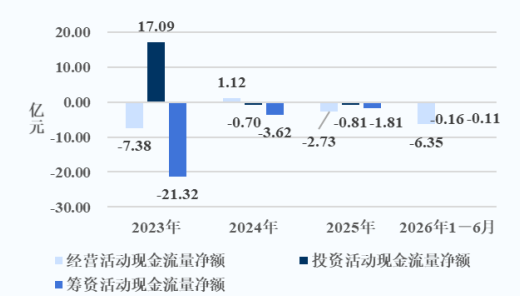
2025 年底公司资产构成



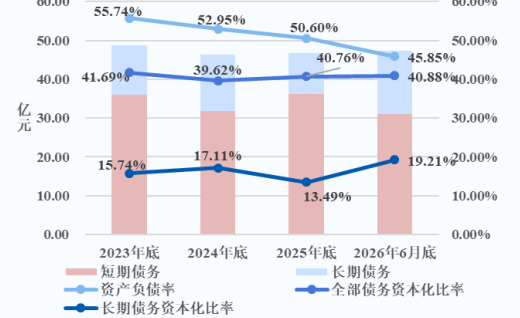
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年及 2026 年 1—6 月公司现金流情况



2023—2025 年底及 2026 年 6 月底公司债务情况



主体评级历史

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	2024/10/10	华艾嘉 李敬云	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	阅读全文
AA+/稳定	2018/05/29	高鹏 康赣华	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA/稳定	2012/05/07	刘献荣 肖雪	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA-/稳定	2009/08/20	李志博 赵广辉	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
A+/稳定	2007/11/01	谭亮 李志博	债券资信评级方法（2003 年）	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编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：侯珍珍 houzhenzhen@lhratings.com

王佳晨子

侯珍珍

联合资信邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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



一、主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”或“公司”）成立于1998年，于1998年在深圳证券交易所挂牌上市，证券简称“顺鑫农业”，证券代码为000860.SZ。截至2026年6月底，公司总股本7.42亿股，北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“顺鑫控股”）持有公司38.36%的股份，为公司控股股东，所持股份无质押；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”）通过其全资子公司北京市顺义区国有资本经营管理有限公司持有顺鑫控股100%股权，为公司实际控制人。

公司主营业务为白酒酿造与销售，以及种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工，按照联合资信行业分类标准划分为一般工业（适用一般工商企业信用评级方法）。

截至2025年底，公司合并资产总额137.62亿元，所有者权益67.98亿元（含少数股东权益0.48亿元）；2025年，公司实现营业收入72.24亿元，利润总额-0.21亿元。

截至2026年6月底，公司合并资产总额126.34亿元，所有者权益68.42亿元（含少数股东权益0.51亿元）；2026年1—6月，公司实现营业收入38.04亿元，利润总额1.30亿元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街1号院1号楼顺鑫国际商务中心12层；法定代表人：宋立松。

二、宏观经济和政策环境分析

2026年上半年，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，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

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，国民经济整体运行在合理区间，上半年GDP同比增长4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义GDP增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察半年报（2026年6月）》](#)。

三、行业分析

1 白酒行业

白酒行业已进入存量竞争阶段，行业竞争主要考验品牌力、渠道控制能力和价格体系管理能力，行业分化明显，行业集中度持续提升。未来，白酒消费总量预计仍将下降，高端市场竞争格局预计稳定，次高端及中低端市场竞争可能加剧。

白酒是以粮谷为主要原料，经制曲、发酵、蒸馏、陈酿、勾调等工艺制成的蒸馏酒，主要包括浓香型、酱香型、清香型等。行业发展较为成熟，需求具有一定周期性，受居民消费能力、商务活动、宴席需求及消费政策等因素影响较大。白酒生产端技术门槛总体不高，但品牌、渠道和消费者认知壁垒较高。中高端产品具有较强的社交和礼赠属性，新进入企业需要较长时间建立品牌认知和经销网络。高端白酒还受到优质基酒、窖池、储存周期等因素限制，短期扩产能力有限。

国内白酒销售量自 2016 年以来持续下降，行业已进入存量竞争阶段。根据国家统计局数据，2024 年，全国规模以上白酒企业白酒产量 414.5 万千升，同比下降 1.8%；实现销售收入 7,963.8 亿元，同比增长 5.3%；利润总额 2,508.7 亿元，同比增长 7.8%。2025 年以来，居民消费趋于谨慎、商务宴请需求下降、渠道库存较高，行业调整明显加深，规模以上企业降至 892 家，白酒产量 354.9 万千升，同比下降 12.1%¹，销售收入和利润总额分别同比下降 7.5%和 13.1%，行业出现量、价、利同步承压。

白酒行业竞争主要考验品牌力、渠道控制能力和价格体系管理能力，行业集中度持续提升，规模以上白酒企业数量由 2017 年的 1,593 家下降至 2025 年的 892 家。白酒行业按照价格和品牌影响力大致可分为高端、次高端、中端和大众酒市场。高端市场品牌壁垒较高，竞争格局相对稳定。中国酒业协会调研显示，500~800 元价格带产品经营压力较大，行业主销价格带由 300~500 元向 100~300 元下移。中端市场主要由全国性名酒的中低端产品及区域龙头参与，宴席和家庭消费占比较高，竞争主要依赖区域品牌基础和渠道覆盖。大众酒价格敏感度较高，市场较为分散，企业盈利能力较弱。白酒产品价格由品牌定位、终端需求、渠道库存和厂商渠道政策共同决定。头部品牌对经销商具有较强议价能力，中小品牌销售更依赖经销商，通常需要通过返利、费用投入等方式维持渠道。

图表 1 • 不同价格带白酒品牌列示

价格带参考	代表公司
高端（800 元及以上）	贵州茅台、五粮液、泸州老窖
次高端（300~800 元）	山西汾酒、洋河股份、剑南春集团、郎酒集团、舍得酒业
中端（100~300 元）	水井坊、酒鬼酒、口子窖、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒
大众酒（100 元以下）	顺鑫农业（牛栏山）、金种子酒、伊力特、天佑德酒、皇台酒业

注：本表划分不具备权威性，同一家公司可能同时覆盖多个价格带，不同研究机构的划分标准略有差异
资料来源：联合资信根据公开资料整理

未来 1~3 年，白酒消费总量预计仍将下降。人口结构变化、年轻消费者饮酒习惯变化等因素将继续制约行业需求。行业内企业盈利能力预计持续分化，头部企业市场地位相对稳定；次高端市场受消费降档和参与者较多影响，竞争压力较大；大众酒需求韧性相对较强，但随着中高档酒进入 100 元以下市场，市场竞争可能加剧。

2 猪肉行业

猪肉行业曾具有明显周期性，后受养殖集中度提升影响，周期明显拉长。生猪养殖竞争主要考验养殖成本、疫病防控和资金实力，当前行业仍位于底部后期。未来，行业短期内将仍处于去产能阶段，行业集中度仍有提升空间。

猪肉行业主要包括种猪繁育、生猪养殖、生猪屠宰及猪肉加工等环节，其中生猪养殖是产业链核心环节。猪肉是我国居民主要肉类消费品之一，行业需求总体稳定，供给端具有明显周期性。2018 年非洲猪瘟后，行业集中度和规模化率显著提升，大型企业继续扩充产能是猪价磨底期拉长的重要原因。截至 2026 年 9 月初，行业仍处于本轮猪周期底部及产能去化阶段。

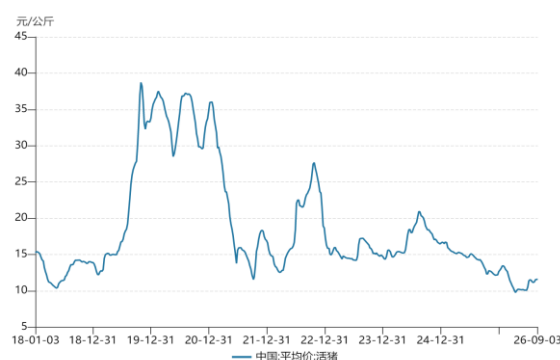
近五年我国生猪养殖规模总体保持高位。2026 年上半年，生猪养殖行业处于深度亏损状态。截至 2026 年 6 月底，全国能繁母猪存栏 3,780 万头，同比下降 6.5%，已接近新的 3,750 万头正常保有量，产能去化速度明显加快。

图表 2 • 近年我国生猪生产情况

年份	生猪出栏量 (亿头)	猪肉产量 (万吨)	年底生猪存栏 (亿头)
2021	6.71	5,296	4.49
2022	7.00	5,541	4.53
2023	7.27	5,794	4.34
2024	7.03	5,706	4.27
2025	7.20	5,938	4.30
2026 年 1-6 月	3.72	3,119	

资料来源：国家统计局

图表 3 • 全国活猪均价



资料来源：Wind

¹ 此处同比下降 12.1%，基数为按照 2025 年规模以上企业名录重新整理的 2024 年白酒产量。

生猪养殖竞争主要考验养殖成本、疫病防控和资金实力。其中，养殖成本是当前最主要的竞争因素，成本控制取决于母猪繁殖效率、仔猪成活率、料肉比、饲料配方、育肥效率和产能利用率等。2025 年牧原、温氏和新希望等头部企业完全成本已下降至 12 元/公斤左右，低效养殖场成本明显更高；疫病防控直接影响成活率和养殖成本，生物安全能力逐渐成为规模养殖的重要壁垒；资金实力主要影响企业在周期底部的生存能力。

图表 4 • 主要生猪养殖企业比较

企业	2025 年生猪销量	主要养殖模式	主要特点
牧原股份	7,798 万头	自繁自育自养	规模最大，成本控制较强，资产投入较重
温氏股份	4,048 万头	公司+农户	固定资产投入相对较低，合作养殖体系成熟
新希望	1,755 万头	自养+公司+农户	具备饲料、养殖、屠宰产业链基础
正邦科技	854 万头	公司+农户为主	重整后恢复产能，成本和产能利用率仍在改善
天邦食品	666 万头	公司+农户等	养殖与屠宰并举，规模低于前三家

注：各企业销售口径存在一定差异，部分包含仔猪
资料来源：公开资料，联合资信整理

生猪养殖上游主要包括玉米、小麦、豆粕等饲料原料，以及种猪、疫苗、兽药和养殖设备。其中饲料是最大的成本项目，一般占生猪养殖成本的 55%~65%。饲料原料多为大宗商品，养殖企业对上游议价能力有限。生猪养殖行业下游主要包括生猪屠宰企业、肉制品加工企业、批发市场、商超、餐饮企业等。生猪市场价格主要由全国供求关系决定，单个养殖企业通常缺乏定价能力。

近年来，政策持续下调正常能繁母猪保有量。短期看，行业仍处于去产能过程。中长期看，猪周期仍将存在，但振幅预计有所收窄，行业竞争格局将继续向规模企业集中。

图表 5 • 近年来猪肉行业重要政策

时间	政策名称	发布单位	主要内容及影响
2021 年	《生猪产能调控实施方案（暂行）》	农业农村部	将全国能繁母猪正常保有量确定为 4,100 万头左右，并根据存栏变化启动产能调控，形成以能繁母猪为核心的逆周期调控机制
2023 年	《畜禽屠宰“严规范 促提升 保安全”三年行动方案》	农业农村部	推动落后屠宰产能退出，提高屠宰行业集中度和产能利用率，要求生猪屠宰企业实施屠宰质量管理规范
2024 年	《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》	农业农村部	将能繁母猪正常保有量由 4,100 万头调降至 3,900 万头，主要考虑母猪生产效率提高及猪肉消费趋稳
2026 年	《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》	农业农村部	将能繁母猪正常保有量进一步调降至 3,750 万头，并将大型养殖企业纳入重点产能监测，强化母猪、仔猪和肥猪全过程调控

资料来源：公开资料，联合资信整理

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司为光瓶酒传统龙头和北京地区最大的猪肉生产企业，存量规模与渠道优势仍在，但两大主业市场份额和收入规模持续收缩，产能大量闲置，研发投入强度低，竞争优势趋于弱化。

（1）规模和市场地位

白酒业务方面，公司白酒总产能超 80 万千升，为北京地区规模最大的白酒生产企业，“牛栏山”品牌曾长期占据光瓶酒市场首位，2025 年品牌价值 755.76 亿元。但受行业深度调整和光瓶酒竞争加剧影响，核心单品销量较 2019 年峰值缩水约六成，2025 年白酒收入降至 52.18 亿元，产能利用率不足 30%，龙头地位已被汾酒玻汾等名酒光瓶产品取代，行业议价能力明显减弱。猪肉业务方面，公司在北京拥有单厂 300 万头生猪屠宰能力，生鲜产品占北京市场份额四成以上，长期承担北京市猪肉储备和重大活动供应任务，区域龙头地位稳固；但销售区域高度集中于北京，收入规模由 2020 年的 46.37 亿元萎缩至 2025 年的 15.91 亿元，对整体竞争力的支撑有限。

（2）核心运营要素

供应链方面，猪肉业务具备种猪繁育、养殖、屠宰、深加工到冷链配送的完整链条，食品安全管控能力较强；白酒原酒供应以自有基地为主，但近年成品酒外购规模扩大、成本上升，自主保障能力有所弱化。销售渠道方面，白酒采用大商制深度分销，终端覆盖曾居光瓶酒行业首位，渠道下沉为传统优势；但 2024 年以来经销商连续两年净减少，渠道控制力正在衰减。研发方面，公司

具备 CNAS 实验室、博士后工作站等平台，但 2023—2025 年研发投入由 3,053 万元降至 2,770 万元，占营业收入比例不足 0.4%，研发人员持续减少，投入强度显著低于白酒行业头部企业，产品结构升级成效不佳，技术竞争力不足。

(3) 业态多元与协同度

公司横跨白酒与猪肉两大行业，风险特征有所差异，但两业态间缺乏实质协同，2025 年收入同步下滑，未能形成风险对冲；猪肉业务毛利率长期低于 3%，战略定位存在不确定性，业态多元化对信用实力的支撑作用有限。

2 人员素质

公司高级管理人员具备丰富管理经验，员工结构符合生产经营特点。

2026 年 7 月 10 日，公司原董事长宋立松先生因工作调动辞去职务。鉴于公司新任董事长的选举工作尚需经过相应的法定程序，为保证公司董事会运作及经营决策顺利开展，公司董事会召开会议，同意推举董事康涛先生代行公司董事长、法定代表人以及战略投资与可持续发展委员会主任委员职责，同时授权康涛先生代表公司对外签署相关文件。康涛先生原总经理、董事会秘书职务不变，上述代行职责的期限自第十届董事会第三次会议审议通过之日起至公司选举产生新任董事长之日止。

公司代行董事长、总经理康涛先生，1975 年生，本科学历，法律专业。最近五年曾任顺鑫农业副总经理、北京顺鑫福通大数据集团有限公司党支部委员、董事、副经理，现任顺鑫农业代行董事长、总经理、董事会秘书，北京上市公司协会副理事长。

图表 6 • 2025 年底公司人员结构

岗位类别	人数	教育程度	人数
生产人员	2,062	研究生及以上	78
销售人员	171	本科	758
技术人员	343	大专	692
财务人员	88	中专	409
行政人员	798	高中	281
其他人员	118	初中及以下	1,362
合计	3,580	合计	3,580

资料来源：公司年报，联合资信整理

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 8 月 13 日，公司本部无未结清或已结清的关注/不良/违约类贷款。

截至 2026 年 9 月 21 日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

截至 2026 年 9 月 21 日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

五、 管理分析

1 法人治理

公司股权结构集中，实际控制关系明确，已建立合规治理体系。

公司作为国有控股上市公司，法人治理结构较为完善。公司依照《公司法》等相关法律法规要求，建立了由股东会、董事会及其专门委员会、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。

截至 2026 年 9 月 11 日，公司董事会由 8 名董事组成，其中独立董事 3 名、职工董事 1 名，下设审计、提名、薪酬与考核以及战略投资与可持续发展等专门委员会。公司取消监事会后，由董事会审计委员会承接相关监督职责。公司重大经营事项根据权限分别由管理层、董事会或股东会审议，并履行党委前置研究程序，决策及监督机制较为健全。

公司设总经理 1 人，总经理兼任董事会秘书。副总经理 4 人，其中 1 人兼任财务总监。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

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。

公司已建立覆盖财务、投资、资金、关联交易、担保、内部审计和信息披露等方面的管理制度，内部控制体系较为健全。2025 年，公司未发现财务报告和财务报告内部控制重大或重要缺陷，外部审计机构对公司财务报告内部控制出具了标准无保留意见。

公司实行资金集中管理，除少数经营主体因业务需要可以直接融资外，下属企业融资及资金调配主要由总部统一管理，有利于控制债务规模并提高资金使用效率。重大投资按照金额和事项性质实行分级审批，公司不存在对合并范围外主体提供担保的情况，对子公司担保规模较小。

公司白酒和猪肉业务在生产周期、市场特征及资金需求等方面差异较大，下属经营主体较多，对总部预算管理、资金调配和经营监督能力形成一定压力。

总体看，公司治理和内部控制体系较为健全，资金及重大事项管理较为规范，整体管理风险可控。

六、 经营分析

1 业务概要

公司营业总收入持续下降，毛利率有所波动。受总需求减少、高端酒下沉影响，2025 年，白酒业务收缩较快；受行业周期影响，猪肉业务收入持续下降。

2023—2025 年，公司营业总收入持续下降。白酒业务方面，2025 年，受白酒市场需求下降、市场竞争加剧及经销商去库存影响，牛栏山各产品收入均有所下降，产能利用率下降，人工、折旧等固定成本摊薄减弱，收入降幅明显，毛利率进一步下降。猪肉业务方面，2025 年，北京放宽外埠白条肉进入，市场竞争加剧，公司屠宰量增加，但购销价差仍然较薄，收入毛利率再次下降。

图表 7 • 2023—2025 年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			2025 年增长率
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
白酒	68.23	64.41	50.22	70.41	77.15	44.99	52.18	72.24	42.53	-25.88
猪肉	24.01	22.67	-5.94	16.90	18.51	2.42	15.91	22.03	1.01	-5.82
其他	13.68	12.92	6.22	3.96	4.34	20.07	4.14	5.74	23.41	4.73
合计	105.93	100.00	31.80	91.26	100.00	36.03	72.24	100.00	32.29	-20.84

注：1.其他业务包括：利息收入、房屋租赁、劳务等；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2026 年 1—6 月，公司实现营业总收入 38.04 亿元，同比减少 17.17%；利润总额为 1.30 亿元，同比减少 58.28%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比减少 76.66%，主要系白酒业务持续收缩、猪肉行业仍供过于求致使盈利水平较低所致。其中，白酒业务实现营业收入 28.00 亿元，同比减少 22.33%，毛利率同比变化不大；猪肉业务同比收入 8.02 亿元，同比增长 2.53%，毛利率同比变化不大。

2 白酒业务

公司白酒产品以中低端品类为主，受需求疲软、竞争加剧影响，白酒产量与销量同比均有所下降，销售均价同比基本持平，产能利用率下降导致毛利率下降。

公司白酒业务主要由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。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，公司白酒业务收入与毛利率均有所下降，主要系公司为稳定终端价格，减产去库存，产能利用率下降导致单位成本上升所致。

采购方面，公司主要实行集中采购。白酒生产原材料主要包括基酒、粮食、包装材料和部分成品酒。2022 年 6 月起实施的白酒“新国标”规定，白酒不得使用非粮食食用酒精，也不得添加食品添加剂。公司核心大单品“白牛二”此前属于配制酒，新规下若继续沿用原有工艺，产品将不能再叫“白酒”，因此公司选择大量外购符合新国标的粮食酒成品酒，与自产基酒进行勾调，以提升产品品质、满足新标准。2023—2025 年，公司主要原材料总采购金额波动下降，主要系白酒产销量波动下降所致。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 8 • 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，联合资信整理

图表 9 • 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（百万升）	750.00	750.00	750.00
	产能利用率（%）	36.31	45.91	25.96
中档酒	生产能力（百万升）	50.00	50.00	50.00
	产能利用率（%）	70.03	55.64	42.97
高档酒	生产能力（百万升）	10.00	10.00	10.00
	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（百万升）	4.50	4.50	4.50
	产能利用率（%）	13.96	1.76	3.96
中档酒	生产能力（百万升）	10.00	10.00	10.00
	产能利用率（%）	12.14	9.08	10.35
高档酒	生产能力（百万升）	1.00	1.00	1.00
	产能利用率（%）	20.40	12.90	12.78

资料来源：公司提供，联合资信整理

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为 2:8。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 4,000 家；外埠市场则以省级经销商为主进行市场拓展。2025 年，公司白酒产销仍以低档酒为主，整体产能利用率仍很低。

图表 10 • 公司白酒销售情况（单位：百万升、亿元、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	272.35	326.36	47.15	14.45	344.31	331.81	49.63	14.96	194.73	243.52	37.24	15.29
	中档	35.02	33.23	10.70	32.21	27.82	30.62	10.51	34.31	21.49	21.13	6.83	32.35
	高档	5.57	5.36	9.56	178.40	5.56	5.55	9.48	170.73	4.98	4.47	7.38	165.07

小计	312.94	364.95	67.41	18.47	377.68	367.98	69.61	18.92	221.19	269.12	51.45	19.12
宁城老窖	2.05	1.59	0.74	46.33	1.12	1.38	0.74	53.74	1.34	1.30	0.63	48.35
合计	314.98	366.54	68.15	18.59	378.80	369.36	70.35	19.05	222.53	270.42	52.08	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，联合资信整理

公司盈利模式高度依赖销量和周转。低价白酒单瓶毛利润较低，其消费者价格敏感，公司难以通过提价完全转移成本。销量下降后，生产人员、设备折旧和生产基地维护等固定成本无法同步减少，单位生产成本随产能利用率下降而上升。与此同时，为维持终端陈列和经销商积极性，公司仍需进行促销和渠道投入，进一步压缩利润空间。2025 年，公司白酒生产仍以低档酒为主，整体产能利用率仍很低。未来，白酒业务恢复程度仍取决于白牛二销量企稳以及升级产品能否形成稳定的消费群体。

3 猪肉业务

公司猪肉板块亏损主要来自屠宰业务。受猪肉价格低迷及屠宰刚性成本上涨等因素影响，公司猪肉业务收入持续下降，毛利率较低。

公司猪肉业务已形成完整产业链，包括种猪选育与繁育、商品猪养殖、生猪采购、屠宰、分割及冷鲜肉生产、熟食和肉制品深加工等。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”）负责经营，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。2023—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，公司实际屠宰数量、生猪肉制品销量、生猪肉制品销售价格均波动下降；猪肉熟食销量持续下降，猪肉熟食均价小幅提升。

图表 11 • 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	2500	1522
父母代存栏（套）	3221	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，联合资信整理

猪肉板块的主要亏损来自屠宰业务。屠宰环节采购生猪价格随行就市，销售的白条肉和普通鲜肉则具有较强的标准化属性，产品差异有限，价格透明。屠宰属于重资产业务，人工、折旧、检疫、环保、能源和冷链等成本较为刚性。公司具备年屠宰 300 万头生猪的设计能力，2025 年实际屠宰量约 85 万头，产能利用率不足 30%，较低的开工率使固定成本难以得到有效摊薄。

公司能够在持续亏损的情况下维持猪肉业务，一方面是因为其仍具有种猪资源、屠宰资质、冷链设施、机构客户及公共保供职能，整体退出将造成较大的资产和市场价值损失；另一方面，储备业务和机构客户能够提供一定稳定现金流。2025 年，猪肉板块亏损已明显收窄。

总体看，公司猪肉业务在全产业链、食品安全控制、北京区域品牌、机构客户和应急保供方面具备一定优势，但在商品猪养殖成本、屠宰产能利用率和普通鲜肉定价能力方面不具备明显优势。短期内，生猪供给仍较充足，外埠白条肉进入北京以及大型养殖企业向下游延伸将继续压缩公司传统屠宰业务利润。猪肉板块扭亏主要取决于养殖成本能否进一步下降、屠宰开工率能否提高，以及熟食和深加工产品能否形成足以覆盖重资产运营成本的经营规模。

4 经营效率

公司经营效率整体有所下降。

2023—2025 年，公司净营业周期波动下降，分别为 135.80 天、82.46 天和 96.91 天；应收账款周转次数持续下降，分别为 355.30 次、313.49 次和 211.13 次；总资产周转次数波动下降，分别为 0.59 次、0.60 次和 0.50 次。

5 未来发展

未来公司暂无产能扩建计划，将重点在产品研发、市场推广和渠道建设方面进行投入，经营业绩改善尚需时间。

截至 2026 年 6 月底，公司在建工程账面余额 0.12 亿元，主要为局部升级改造项目，暂无产能扩建计划。

为应对低价酒消费场景收缩和消费群体老化，公司计划在稳定陈酿系列等传统产品的同时，发展低度、轻口味产品，推动产品向较高价格带延伸，并加强餐饮、商超和线上渠道。公司具有品牌知名度和全国经销网络，但低价品牌认知较为固化，新品还将面临较强竞争，品牌升级需要较长培育期，短期内难以完全弥补传统产品销量下降。

猪肉业务将根据市场需求控制屠宰节奏，同时减少冻品库存，稳定现有客户，扩大熟食、精深加工和直营零售业务。公司具备北京市场基础、品牌和全产业链优势，相关计划具有一定可行性；但屠宰产能利用率偏低，进一步控量可能加重固定成本分摊压力，熟食和直营门店仍需市场培育，预计猪肉业务有望继续减亏，但短期内实现稳定盈利仍存在难度。

七、 财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报告，北京德皓国际会计师事务所（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报告。公司提供的 2026 年半年报未经审计。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求进行编制。

截至 2025 年底，公司合并范围内子公司 15 家，较 2024 年底减少 2 家；截至 2026 年 6 月底，公司合并范围较 2025 年底无变化。

1 资产质量

公司资产质量较好，货币资金较充裕，未来存在一定资产减值压力。

2023—2025 年底，公司资产规模持续收缩，主要系房地产业务出表、经营亏损消耗及主动去杠杆所致。其中，货币资金逐年下降，主要系偿还银行借款、支付股利及弥补经营亏损所致；存货波动下降，主要系 2025 年公司主动降低白酒产量去库存所致，同时屠宰业务减少库存占用；投资性房地产规模基本稳定，固定资产逐年下降，系正常折旧及 2025 年计提固定资产减值准备所致；无形资产变化不大。截至 2025 年底，公司货币资金仍较充裕，无受限情况；存货以白酒产成品和基酒为主，计提跌价准备 1.38%，考虑到白酒终端价格仍在下行通道，若产品售价进一步走低，存货存在补充计提减值可能；投资性房地产系房地产业务剥离后保留的出租物业，若后续租金收益下降，可能存在减值压力；固定资产主要为白酒酿造和屠宰加工的厂房设备，相关资产的使用效能不足，若产销规模长期无法恢复，后续仍存在减值压力；在建工程已于 2025 年基本转固完毕，公司产能扩张期结束，未来资本开支将维持在较低水平。截至 2025 年底，公司无受限资产。

图表 12 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		年复合增长率（%）
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	
流动资产	101.07	65.77	101.15	67.46	91.52	66.50	-4.84
货币资金	72.71	47.31	69.49	46.34	64.11	46.59	-6.10
存货	21.94	14.28	22.92	15.29	16.82	12.22	-12.45
非流动资产	52.60	34.23	48.79	32.54	46.11	33.50	-6.38
投资性房地产	10.14	6.60	9.78	6.52	9.41	6.84	-3.70
固定资产	32.75	21.31	29.73	19.83	28.18	20.48	-7.24
无形资产	7.87	5.12	7.63	5.09	7.39	5.37	-3.12
资产总额	153.67	100.00	149.95	100.00	137.62	100.00	-5.37

注：占比指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 6 月底，公司合并资产总额 126.34 亿元，较上年底下降 8.20%，主要系经营活动使货币资金流出所致，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

(1) 所有者权益

受经营亏损影响，公司所有者权益有所下降，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益 67.98 亿元，较上年底下降 3.63%，主要系未分配利润下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.30%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 10.99%、38.92%、13.06%和 37.47%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2026 年 6 月底，公司所有者权益 68.42 亿元，所有者权益的规模与结构较上年底变化不大。

(2) 负债

公司负债规模随业务收缩有所下降，债务以短期债务为主，债务负担尚可。

2023—2025 年底，公司负债规模持续下降。其中，短期借款略有上升，主要系公司置换高成本及长期债务、转而使用成本更低的短期流动资金贷款所致；合同负债持续下降，主要系业务规模收缩，经销商在行业调整期打款备货趋于谨慎；一年内到期的非流动负债波动较大，系长期借款到期重分类与提前偿还共同影响；长期借款 2025 年大幅下降，主要系公司于 2025 年 7 月发行“25 顺鑫农业 MTN001”（5 亿元、票面利率 1.87%、2027 年 7 月到期）置换所致，债务期限结构有所优化、融资成本有所下降。截至 2026 年 6 月底，公司负债总额 57.93 亿元，较上年底下降 16.82%，主要系合同负债减少所致，流动负债占比有所下降。

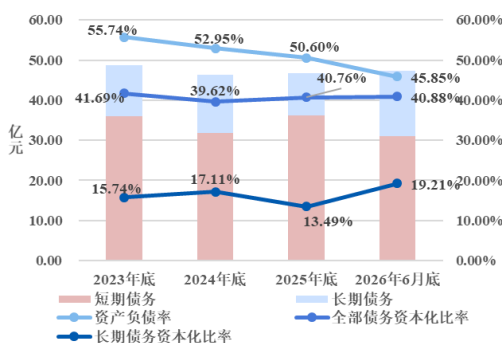
图表 13 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		年复合增长率（%）
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	
流动负债	72.95	85.17	64.50	81.23	59.00	84.72	-10.07
短期借款	25.64	29.94	27.89	35.13	27.88	40.03	4.26
应付账款	9.07	10.59	9.42	11.87	4.45	6.39	-29.96
一年内到期的非流动负债	10.28	12.00	3.84	4.83	8.30	11.92	-10.15
合同负债	21.98	25.67	17.58	22.14	14.11	20.26	-19.89
非流动负债	12.70	14.83	14.90	18.77	10.64	15.28	-8.47
长期借款	12.35	14.42	14.23	17.92	5.29	7.60	-34.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	7.18	--
负债总额	85.65	100.00	79.40	100.00	69.64	100.00	-9.83

注：占比指占负债总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年底，公司债务总额变化不大。截至 2025 年底，公司全部债务 46.77 亿元，短期债务占 77.34%，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较上年底下降 2.35 个百分点、提高 1.14 个百分点和下降 3.62 个百分点，债务负担尚可。

图表 14 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

公司收入规模持续收缩，盈利能力一般。

2023—2025 年，公司营业总收入持续下降，利润总额波动较大。2023 年投资收益 2.89 亿元，主要系剥离房地产业务所得的处置长期股权投资产生的投资收益。2025 年，公司费用总额为 15.23 亿元，以销售费用和管理费用为主，公司期间费用率为 21.09%，费用规模较大，对整体利润侵蚀较重。2026 年 1—6 月，公司利润总额同比大幅下降，具体分析见本报告“六、经营分析”章节。

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—6 月
营业总收入	105.93	91.26	72.24	38.04
营业成本	72.24	58.38	48.92	25.50
费用总额	22.65	16.69	15.23	7.26
投资收益	2.89	0.03	0.01	0.00
利润总额	0.73	5.14	-0.21	1.30
EBITDA 利润率	6.07	10.97	5.71	--
总资产报酬率	1.58	4.23	0.58	--
净资产收益率	-4.39	3.58	-2.13	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

公司收入实现质量高，但经营获现波动大，投资支出维持低位，筹资活动持续净流出，存量资金持续消耗。

得益于白酒先款后货、猪肉现款现货的结算模式，公司收入实现质量高，但公司经营活动现金流量净额三年波动很大：2023 年大额净流出，主要系渠道去库存下经销商打款减少所致；2024 年转正，与当年利润修复同步；2025 年再度净流出，主要系收入下滑叠加合同负债下降（经销商打款减少）。投资活动方面，2023 年大额净流入主要来自房地产业务剥离回款，2024—2025 年转为小额净流出；筹资活动连续三年净流出，主要用于偿还银行借款和分配股利。综合看，公司现金及现金等价物余额逐年下降，经营端尚不能形成稳定的正向积累，存量资金的消耗速度取决于白酒业务何时企稳。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	106.81	97.86	76.34	32.40
经营活动现金流出小计	114.19	96.74	79.07	38.76
经营活动现金流量净额	-7.38	1.12	-2.73	-6.35
投资活动现金流入小计	18.63	0.03	0.02	0.02
投资活动现金流出小计	1.53	0.73	0.84	0.18
投资活动现金流量净额	17.09	-0.70	-0.81	-0.16
筹资活动前现金流量净额	9.71	0.42	-3.54	-6.51
筹资活动现金流入小计	40.22	33.78	35.86	24.98
筹资活动现金流出小计	61.54	37.40	37.67	25.09
筹资活动现金流量净额	-21.32	-3.62	-1.81	-0.11
现金收入比	99.81	105.30	103.17	84.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—6 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金均为净流出。

5 偿债指标

公司短期偿债指标保持稳健，货币资金对短期债务覆盖程度高；但盈利类偿债指标显著弱化，偿债来源对存量资金和再融资的依赖上升。

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	现金短期债务比（倍）	2.05	2.26	1.90
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.45	1.49	1.26
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	2.94	3.03	2.06
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	6.43	10.01	4.12
	全部债务/EBITDA（倍）	7.56	4.62	11.34
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.08	7.81	3.93

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，公司现金类资产对短期债务覆盖程度高，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债和短期债务覆盖程度较高。从长期偿债指标看，2023—2025 年，公司 EBITDA 波动下降。2025 年，公司 EBITDA 为 4.12 亿元，主要由利润总额（占 5.10%）、折旧（占 73.05%）、摊销（占 6.60%）、计入财务费用的利息支出（占 25.45%）构成。EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低，对利息的覆盖程度尚可。

截至 2026 年 6 月底，公司已获得银行授信总额 147.18 亿元，已使用额度 41.72 亿元，间接融资空间充裕；公司为 A 股上市公司，具备股权和债券直接融资渠道，控股股东顺鑫控股持续为公司授信提供担保。截至 2026 年 6 月底，联合资信未发现公司存在对外担保或重大诉讼仲裁。整体看，公司再融资能力较强。

6 公司本部财务分析

公司本部直接经营白酒等核心业务，同时承担对子公司的管理职能。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 139.47 亿元，较上年底下降 8.13%，货币资金为 62.66 亿元；负债总额 68.95 亿元，较上年底下降 12.29%，资产负债率为 49.44%；全部债务 45.90 亿元，全部债务资本化比率 39.43%，债务负担尚可；所有者权益为 70.52 亿元，较上年底下降 3.65%，所有者权益稳定性一般。

2025 年，公司本部营业总收入为 69.53 亿元，利润总额为-0.33 亿元；公司本部经营活动现金流净额为-3.23 亿元，投资活动现金流净额-0.60 亿元，筹资活动现金流净额-1.77 亿元。

八、 ESG 分析

公司 ESG 表现无重大瑕疵，环保与食品安全领域的合规记录良好，承担的区域保供职能与其国有股东背景相匹配，ESG 因素对公司信用水平无负面影响。

环境方面，公司白酒酿造和生猪养殖屠宰业务均属于环保监管重点领域，主要环境风险点为酿酒废水、养殖粪污及屠宰废水的达标排放。公司按规定配置污水处理等环保设施，2025 年未发生重大环境污染事件，未受到重大环保行政处罚。2026 年上半年，公司下属鹏程食品分公司因污染物排放超标受到行政处罚，该事项不会对经营业绩产生重大不利影响。生猪养殖板块规模收缩客观上降低了环保设施的运行压力。

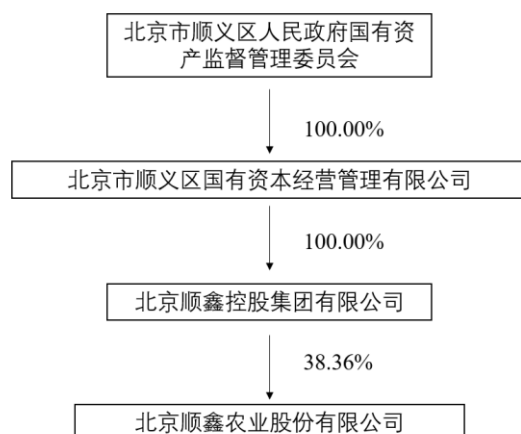
社会责任方面，公司承担北京市“菜篮子”保供职能及中央、北京市两级冻猪肉储备任务（约 3 万吨），在保障首都农副产品供应安全方面承担明确的政策性职能；作为顺义区属重点企业和纳税、就业大户，公司对区域经济具有较强带动作用。食品安全方面，公司建立了覆盖原料采购、生产加工、冷链配送的质量管控体系，报告期内未发生重大食品安全事故。

公司治理方面，公司治理结构健全，信息披露规范，近三年未受到证券监管部门行政处罚或公开谴责；控股股东及董监高无股份质押冻结、违规占用资金等情形。2025 年按新规取消监事会设置、由董事会审计委员会行使监事会职权。

九、 评级结论

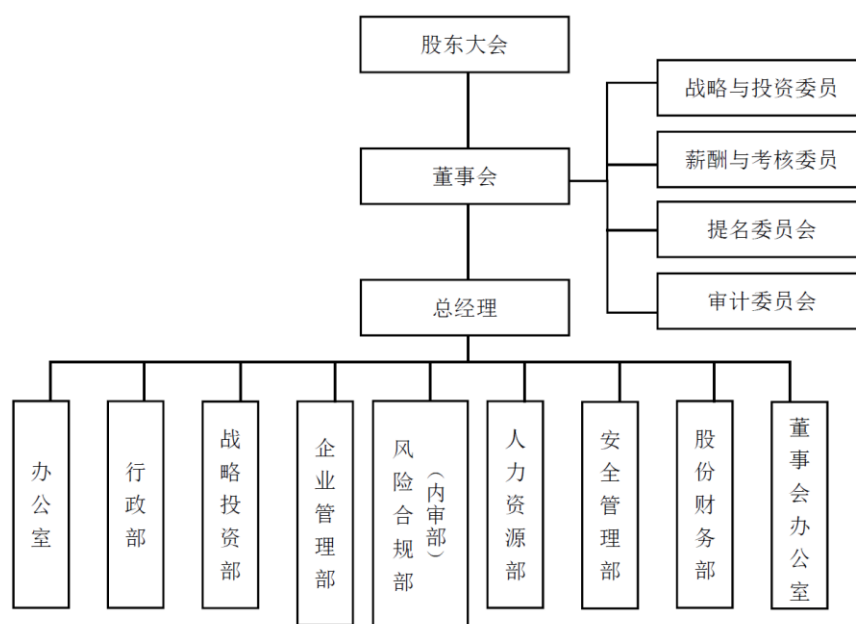
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 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（截至 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 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 年 6 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
陕西顺鑫种猪选育有限公司	3,000.00	良种繁育、畜牧养殖、种植、饲料加工	70.00%	--	投资设立
北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	1,200.00	纸制品加工、制作	92.20%	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	73.74	71.78	68.66	59.76
应收账款（亿元）	0.38	0.20	0.48	0.93
其他应收款（亿元）	0.06	0.11	0.10	0.10
存货（亿元）	21.94	22.92	16.82	15.67
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	32.75	29.73	28.18	27.14
在建工程（亿元）	0.50	0.47	0.02	0.12
资产总额（亿元）	153.67	149.95	137.62	126.34
实收资本（亿元）	7.42	7.42	7.42	7.42
少数股东权益（亿元）	0.19	0.40	0.48	0.51
所有者权益（亿元）	68.02	70.54	67.98	68.42
短期债务（亿元）	35.92	31.73	36.17	31.04
长期债务（亿元）	12.70	14.56	10.60	16.26
全部债务（亿元）	48.63	46.29	46.77	47.31
营业总收入（亿元）	105.93	91.26	72.24	38.04
营业成本（亿元）	72.24	58.38	48.92	25.50
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.73	5.14	-0.21	1.30
EBITDA（亿元）	6.43	10.01	4.12	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	105.73	96.09	74.53	32.04
经营活动现金流入小计（亿元）	106.81	97.86	76.34	32.40
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.38	1.12	-2.73	-6.35
投资活动现金流量净额（亿元）	17.09	-0.70	-0.81	-0.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	-21.32	-3.62	-1.81	-0.11
财务指标				
净营业周期（天）	135.80	82.46	96.91	--
应收账款周转次数（次）	355.30	313.49	211.13	--
存货周转次数（次）	1.82	2.60	2.46	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.60	0.50	--
现金收入比（%）	99.81	105.30	103.17	84.22
EBITDA 利润率（%）	6.07	10.97	5.71	--
总资产报酬率（%）	1.58	4.23	0.58	--
净资产收益率（%）	-4.39	3.58	-2.13	--
长期债务资本化比率（%）	15.74	17.11	13.49	19.21
全部债务资本化比率（%）	41.69	39.62	40.76	40.88
资产负债率（%）	55.74	52.95	50.60	45.85
流动比率（%）	138.55	156.83	155.11	196.52
速动比率（%）	108.47	121.29	126.60	158.83
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债比（倍）	1.45	1.49	1.26	--
现金短期债务比（倍）	2.05	2.26	1.90	1.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.08	7.81	3.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.56	4.62	11.34	--

注：1. “--”代表数据不适用；2.2026 年半年报未经审计；
 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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	72.70	70.57	67.20	58.00
应收账款（亿元）	0.85	0.67	0.95	1.34
其他应收款（亿元）	7.07	6.98	7.12	7.36
存货（亿元）	20.14	21.04	14.95	13.78
长期股权投资（亿元）	1.40	1.30	1.30	1.30
固定资产（亿元）	28.89	26.52	24.93	24.00
在建工程（亿元）	0.47	0.47	0.02	0.12
资产总额（亿元）	155.30	151.81	139.47	128.00
实收资本（亿元）	7.42	7.42	7.42	7.42
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	70.32	73.19	70.52	70.92
短期债务（亿元）	35.87	31.72	36.16	31.03
长期债务（亿元）	11.88	13.69	9.74	15.41
全部债务（亿元）	47.75	45.40	45.90	46.44
营业总收入（亿元）	93.17	88.27	69.53	36.67
营业成本（亿元）	60.78	56.47	47.21	24.47
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-28.25	5.48	-0.33	1.27
EBITDA（亿元）	-26.17	6.73	0.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	92.88	92.89	71.44	30.44
经营活动现金流入小计（亿元）	110.08	94.63	73.22	30.81
经营活动现金流量净额（亿元）	10.20	0.77	-3.23	-6.67
投资活动现金流量净额（亿元）	1.67	-0.54	-0.60	-0.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	-21.69	-3.59	-1.77	-0.10
财务指标				
净营业周期（天）	61.76	75.79	88.97	--
应收账款周转次数（次）	123.54	116.78	86.21	--
存货周转次数（次）	2.77	2.74	2.62	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.57	0.48	--
现金收入比（%）	99.69	105.23	102.74	83.01
EBITDA 利润率（%）	-28.09	7.62	1.01	--
总资产报酬率（%）	-13.80	4.38	0.48	--
净资产收益率（%）	-43.65	3.92	-2.21	--
长期债务资本化比率（%）	14.45	15.75	12.14	17.85
全部债务资本化比率（%）	40.44	38.28	39.43	39.57
资产负债率（%）	54.72	51.79	49.44	44.59
流动比率（%）	144.58	163.13	161.84	205.91
速动比率（%）	117.03	130.59	136.58	172.78
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债比（倍）	1.27	1.44	1.21	--
现金短期债务比（倍）	2.03	2.22	1.86	1.87
EBITDA 利息倍数（倍）	-12.62	5.38	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	-1.82	6.75	65.61	--

注：1. “--”代表数据不适用；2.2026 年半年报未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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

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

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，联合资信将在北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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