

新希望六和股份有限公司

2024 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〔2024〕5822号

联合资信评估股份有限公司通过对新希望六和股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年六月二十八日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受新希望六和股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

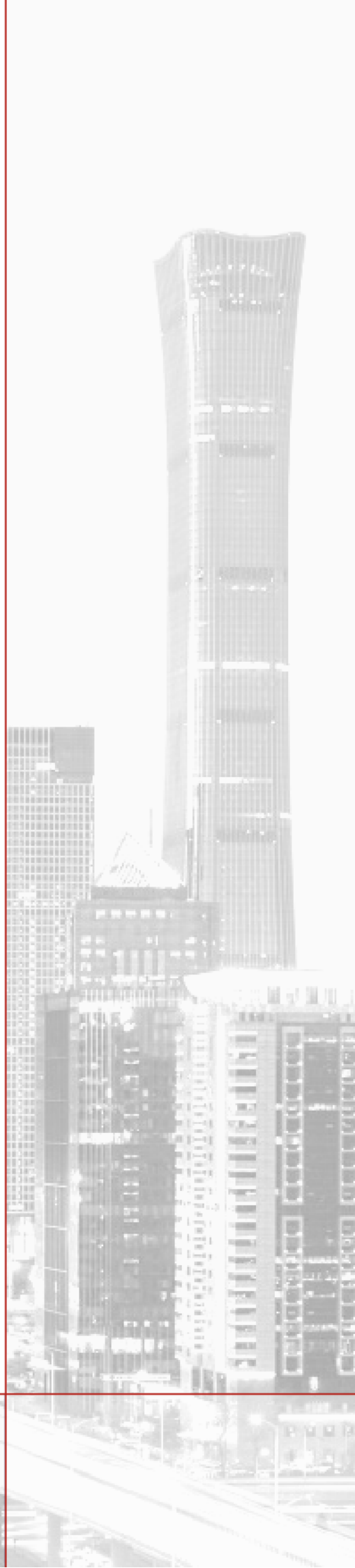
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



新希望六和股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
新希望六和股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28
21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）作为国内农牧行业龙头企业之一，跟踪期内，公司经营管理规范，在经营规模、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面仍具有很强的综合竞争优势，行业地位突出。2023 年，公司营业总收入保持稳定，但猪产业经营面临压力很大，主营业务盈利水平下降。公司出让禽产业的控股权，将食品板块划入新希望集团体系，出让资产获得收益可为公司利润和流动性形成补充。财务方面，公司债务小幅增长，但权益规模下降导致债务率上升较快，公司债务负担重，主要偿债能力指标表现一般；投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。公司加强流动性管理，经营活动产生的现金流净额同比大幅增长，同时处置部分资产和业务回笼资金，保障了公司整体流动性。

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

外部支持调整：实际控制人下属公司收购公司子公司股权，可为公司利润和流动性形成补充。

评级展望

未来，随着公司继续发展饲料产业、猪产业，其规模优势有望进一步显现。随着猪价企稳回升，公司盈利能力有望改善。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司经营情况恶化，持续大额亏损或获现能力显著下降；债务规模大幅上升；偿债压力显著加大；其他可能影响公司信用水平的不利因素。

优势

- **主业综合竞争力很强，行业地位突出，饲料产业和猪产业可共同对公司收入及利润形成有益补充。**公司经营规模很大，行业地位突出、产业链一体化布局合理。2023 年，公司饲料产量 2874.43 万吨，位居全国第一，饲料生产销售已覆盖了全国 29 个省、市、自治区。2023 年，公司共销售仔猪和肥猪合计 1768 万头，生猪养殖居全国第三。公司已形成含饲料生产与销售、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工、渠道销售为一体的合理产业链一体化经营布局。饲料产业和猪产业可共同对公司收入及利润形成有益补充。
- **持有优质金融资产。**截至 2023 年末，公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股（无质押），期末参考市值 68.38 亿元。2023 年，该部分股权投资收益 13.16 亿元，对公司整体盈利能力形成良好支撑。
- **公司现金类资产规模较大，资产受限比例很低，授信储备充裕，融资渠道畅通，整体流动性较好。**截至 2023 年末，现金类资产 117.06 亿元，公司受限资产 29.71 亿元，受限资产占总资产比重为 2.29%，受限比例很低。截至 2024 年 3 月末，公司已获各金融机构授信额度为 834.35 亿元，未使用额度为 295.24 亿元，同时公司作为上市，具备直接融资能力。
- **实际控制人下属公司收购公司子公司股权，可为公司利润和流动性形成补充。**2023 年 12 月 16 日，公司公告称其控股子公司北京新希望六和生物科技产业集团有限公司（以下简称“北京新希望”）拟与公司实际控制人刘永好控制的海南晟宸投资有限公司（以下简称“海南晟宸”）签署《股权转让协议》，转让公司旗下食品深加工业务的运营主体，即北京新希望持有的德阳新希望六和食品有限公司（以下简称“德阳新希望”）67.00%的股权，本交易作价 150080 万元，海南晟宸与公司之间发生的本次交易构成关联交易。截至 2024 年 1 月 30 日，德阳新希望已完成工商变更。通过本次交易，公司合并层面获得股权转让收益 104003.63 万元，剩余股权按照公允价值计量产生的利得 46305.67 万元。

关注

- **公司所处行业周期波动大，猪价低迷，盈利水平下降。**公司所处农牧行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易产生周期性波动，经营过程中还面临动物疫病、食品安全等风险。2023 年，公司营业利润率降低，主营业务盈利能力弱，2024 年一季度营业利润率为-3.11%。
- **公司债务规模仍较大，债务负担继续加重。**截至 2023 年末，公司全部债务 747.19 亿元，较上年末增长 2.60%，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.28%和 67.53%，较上年末分别上升 4.26 个百分点和上升 5.04 个百分点。若将公司其他权益工具中的永续债和可转债调整至长期债务，公司债务负担将进一步加重。
- **在建工程资金需求较大，未来收益可能不及预期。**截至 2024 年 3 月末，公司主要在建工程计划投资额为 45.27 亿元，未来尚需投资 24.62 亿元，主要在建项目均与生猪养殖相关，考虑到现阶段猪肉价格低迷，公司在建项目收益可能不及预期。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3

指示评级

aa⁺

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

+2

个体信用等级

aa⁺

外部支持调整因素：实际控制人下属公司收购公司子公司股权，可为公司利润和流动性形成补充。

+1

评级结果

AAA

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

主要财务数据

合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	149.71	117.40	117.06	114.15
资产总额（亿元）	1327.34	1366.80	1296.11	1267.87
所有者权益（亿元）	464.80	437.15	359.30	329.31
短期债务（亿元）	218.01	303.16	367.65	370.34
长期债务（亿元）	487.61	425.08	379.54	392.67
全部债务（亿元）	705.63	728.24	747.19	763.01
营业总收入（亿元）	1262.62	1415.08	1417.03	239.08
利润总额（亿元）	-90.91	-17.60	-6.82	-23.10
EBITDA（亿元）	-17.19	57.16	62.26	--
经营性净现金流（亿元）	5.01	92.38	139.04	1.32
营业利润率（%）	1.43	6.47	2.58	-3.11
净资产收益率（%）	-20.44	-4.34	-2.66	--
资产负债率（%）	64.98	68.02	72.28	74.03
全部债务资本化比率（%）	60.29	62.49	67.53	69.85
流动比率（%）	94.39	71.43	56.51	53.00
经营现金流动负债比（%）	1.36	18.56	25.23	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.39	0.32	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.20	2.84	2.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	-41.05	12.74	12.00	--

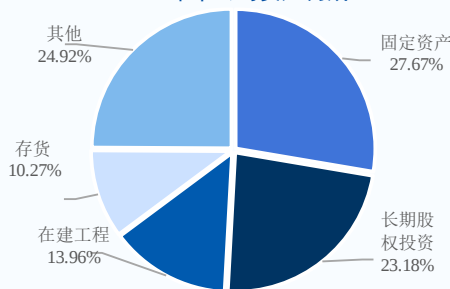
公司本部口径

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	946.47	1019.34	1075.95	1081.65
所有者权益（亿元）	248.14	219.21	217.65	217.22
全部债务（亿元）	294.64	302.92	304.22	316.65
营业总收入（亿元）	9.30	8.95	6.47	1.05
利润总额（亿元）	9.69	-2.14	-3.41	-0.47
资产负债率（%）	73.78	78.49	79.77	79.92
全部债务资本化比率（%）	54.28	58.02	58.29	59.31
流动比率（%）	172.65	142.60	129.90	131.76
经营现金流动负债比（%）	1.49	0.36	1.12	--

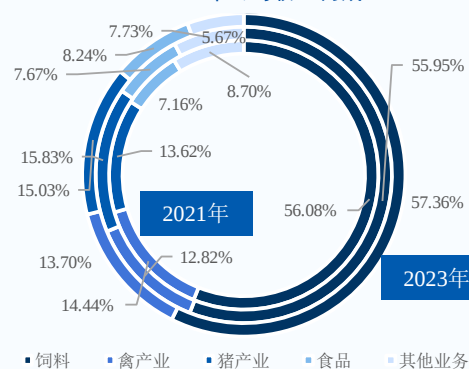
注：1.本报告甲部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2.本报告将其他应付款中的暂借款/往来款计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算，2024 年 3 月末职务调整项使用 2023 年末数据；3. 2024 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 本报告 2023 年财务数据均使用 2023 年审计报告期末数据，2021—2022 年数据使用 2022—2023 年审计报告期初数据

资料来源：联合资信根据公司年报整理

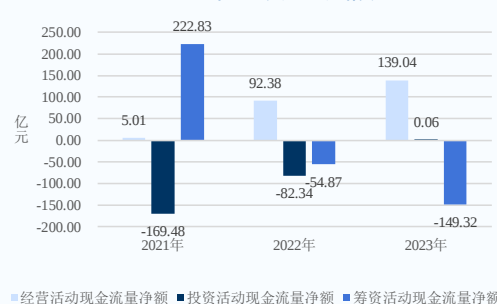
2023 年末公司资产构成



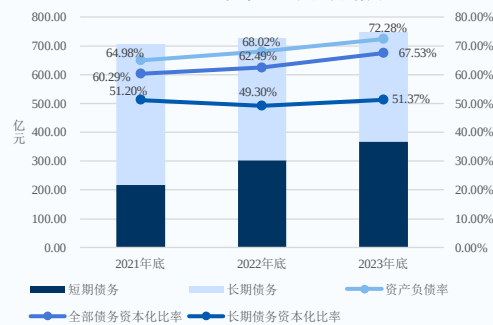
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/26	华艾嘉 丁媛香	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 V4.0.202208	阅读全文
21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/03/12	刘丽红 李敬云	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 (V3.0.201907)	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：杨 恒 yangheng@lhratings.com

项目组成员：华艾嘉 huaaj@lhratings.com | 王煜彤 wangyt@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原名为四川新希望农业股份有限公司，公司经四川省人民政府川府函〔1997〕260号文批准，于1998年3月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为14002.00万元。1998年3月11日和9月15日，公司向社会公众公开发行公众股3600.00万股和向内部职工发行内部职工股400.00万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011年12月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至2024年3月末，公司股本总额为45.46亿股，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持有公司1.47%的股份，新希望集团通过“新希望—德邦证券—23希望 E1担保及信托财产专户”间接控制公司23.38%的股份，新希望集团通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司29.23%的股份，新希望集团为公司控股股东。刘永好先生为公司实际控制人（见附件1-1）。根据公开信息，截至2024年3月末，公司控股股东及实际控制人所持公司股份未质押。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍以饲料生产、畜牧养殖为主。按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至2023年末，公司在职员工合计50517人。公司根据经营需要将管理单元分为本部职能部门和业务经营单元等，其中经营单元包括饲料产业 BU、海外 BU、猪 BG 和直属主要职能部门（详见附件1-2）。

截至2023年末，公司合并资产总额1296.11亿元，所有者权益359.30亿元（含少数股东权益111.54亿元）；2023年，公司实现营业总收入1417.03亿元，利润总额-6.82亿元。

截至2024年3月末，公司合并资产总额1267.87亿元，所有者权益329.31亿元（含少数股东权益104.45亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入239.08亿元，利润总额-23.10亿元。

公司注册地址：四川省绵阳市国家高新技术产业开发区；法定代表人：刘畅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，本报告所跟踪债券正常付息。2024年3月19日，公司将“21希望六和 MTN001（乡村振兴）”票面利率由4.90%调整为3.00%，同日，有18.60亿元“21希望六和 MTN001（乡村振兴）”债券回售兑付。截至2024年3月末，“21希望六和 MTN001（乡村振兴）”债券余额1.40亿元。

截至2023年末，“21希望六和 MTN001（乡村振兴）”募集资金已全部使用。跟踪期内，上述公司债券无变更募集资金用途的情况。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
希望转债	40.00	9.49	2020-01-03	6 年
希望转 2	81.50	81.44	2021-11-02	6 年
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	20.00	1.40	2021-03-19	（3+2）年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落

地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

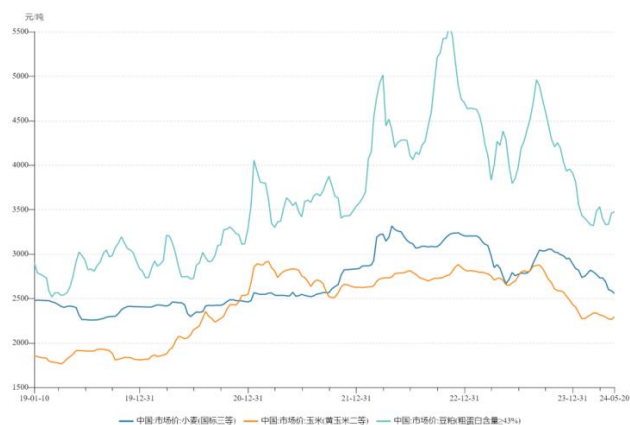
五、行业分析

1 饲料行业

2023 年，饲料行业在下游养殖行业全面亏损、上游原材料价格整体高位震荡下行的双重压力下，存量竞争加剧、低效产能持续出清，未来行业集中度有望持续提升。国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

从上游原料供应看，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75%~80%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。近年来，我国玉米年产量较为稳定，维持在 2.7 亿吨左右（其中 60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。2019 年以来受国际局势、天气等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原材料带动饲料价格呈上升态势，于 2022 年末达到顶峰。2023 年，粮食及饲料价格先降后升，整体在波动下行，但仍处于较高水平。2024 年以来，粮食及饲料价格继续下探。

图表 2 • 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图表 3 • 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

从供给端看，2023 年，工业饲料总产量 32162.7 万吨，同比增长 6.6%。从主要品种看，猪饲料产量 14975.2 万吨，同比增长 10.1%；蛋禽饲料产量 3274.4 万吨，同比增长 2.0%；肉禽饲料产量 9510.8 万吨，同比增长 6.6%；反刍饲料产量 1671.5 万吨，同比增长 3.4%；水产饲料产量 2344.4 万吨，同比下降 4.9%。从销售方式看，全国散装饲料总量 13050.2 万吨，同比增长 21.9%，占配合饲料总产量的 43.7%，比上年提高 5.4 个百分点。从集中度来看，全国年产百万吨以上规模饲料企业集团 33 家，合计饲料产量占全国饲料总产量的 56.1%。

从需求端看，猪料方面，2023 年上半年生猪价格处于低位，但由于能繁母猪去化缓慢，生猪存栏量仍维持高位，对猪料需求形成支撑；下半年生猪价格持续下行，生猪养殖企业连续亏损，行业资金压力累积，产能去化速度加快，猪料需求有所回落；禽料方面，白羽肉鸡存栏量处于高位，肉鸡料需求上升；反刍料方面，牛羊肉价格持续下跌，反刍动物存栏量调整下行，饲料需求量明显走弱。

行业政策方面，国家继续推动饲料新产品、新技术、新工艺的研究和应用，致力于降低饲料成本和提高饲料利用率。农业农村部制定的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》等政策的实施，将进一步推动饲料行业减少玉米、豆粕等原料的使用，降低对进口原料的依赖。

整体看，2023 年，玉米、豆粕等上游原料价格高位震荡下行，下游养殖行业整体景气度较为低迷，处于产业链中游的饲料行业受到需求不振与成本承压的双重压力，市场竞争加剧，利润空间压缩。头部饲料企业在技术、采购、运营、服务、品牌等方面具有优势，行业集中度有望持续提升。

2 生猪养殖行业

(1) 行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50% 以上，总产值已接近 2 万亿元。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，截至 2022 年末，中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%，但整体仍处于较低水平，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

(2) 生猪产能及产量分析

本轮猪周期自 2018 年开始，周期波动剧烈。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。2023 年能繁母猪存栏量有所回落，已进入产能调控绿色合理区域。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约 3~4 年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔猪培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟疫情及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2023 年末，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头、4329 万头、4390 万头和 4142 万头。其中 2019 年同比下降主要系 2018 年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020 年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长，已超 2015—2017 年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月末，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月末，能繁母猪存栏量连续增长 21 个月至峰值的 4541 万头后的迎来首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月末降至全年末部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年末，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。2023 年以来，随着猪价低迷、养殖户补栏意愿弱、产能出清，能繁母猪存栏量有所下降。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；2023 年 12 月和 2024 年 4 月，中国能繁母猪存栏量分别为 4142 万头和 3986 万头，分别相当于正常保有量的 101.02% 和 97.22%，已进入产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2023 年，中国生猪出栏头数先降后升，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头、7.00 亿头和 7.27 亿头。其中 2019 年同比下降 21.61% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 2.94% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年以来，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量逐年增加。由于 2023 年能繁母猪存栏量有所回落，2024 年一季度，中国生猪出栏量为 1.95 亿头，较 2023 年一季度的 1.99 亿头有所下降。

图表 4 • 2016 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Wind，联合资信整理

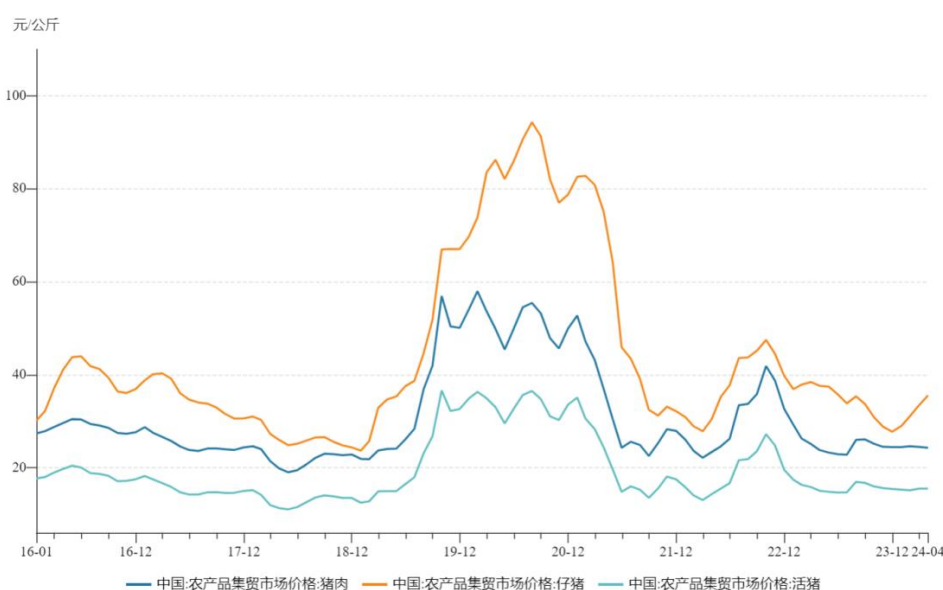
（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大成本控制压力，2023 年以来，粮食及饲料价格有所回落，但整体仍处于较高水平。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。2024 年 3 月以来，随着前期能繁母猪存栏减少，猪价有所回升。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。

根据国家统计局数据，2020—2023 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤、26.9 公斤和 23.5 公斤，同比分别下降 10.34%、增长 38.46%、增长 6.7%和下降 12.64%，在猪肉价格较低时存在对猪肉消费的明显偏好。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

图表 5 • 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

自 2018 年非洲猪瘟疫情爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟病毒和疫苗扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年末—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国活猪平均价格自 2021 年 1 月的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤）。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022 年下半年，猪价开始缓慢上涨。2023 年，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。2024 年 3 月以来，随着前期能繁母猪存栏减少，猪价有所回升。

（4）行业政策

从政策上看，国家出台相关政策，优化生猪产能调控机制。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。2021 年 2 月，《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（2021 年中央一号文件）提出，要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。2021 年 9 月 23 日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。2023 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出，落实生猪稳产保供省总负责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控；严格“菜篮子”市长负责制考核。2024 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2024 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》（2024 年中央一号文件）提出，要加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，优化生猪产能调控机制，稳定牛羊肉基础生产能力。

收储和放储方面，2022 年以来由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，实际收储量为 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，2022 年 9 月，国家发改委于 2022 年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，并于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备 13.71 万吨。2023 年以来猪价回落，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发展改革委、财政部于 2 月开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 7100 吨；随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于 2023 年 7 月跌破 5:1 警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 2 万吨；11 月，开展第三批中央储备冻猪肉收储工作，收储 1 万吨。

（5）未来发展

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，目前处于 2006 年以来第四个猪周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后，高位震荡整理，于 2023 年出现下降，预计 2024 猪肉供应节奏有所放缓。叠加饲料、种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2024 年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫情等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫情防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间更长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。历史上中国一个“猪周期”通常是 3~5 年，近年来由于养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，所以“猪周期”也在逐渐拉长。自 2006 年以来，我国已经经历了四个完整的周期，目前处于第四个周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。2021 年 7 月末，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理，于 2023 年开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2024 年供应节奏或将有所放缓。随着产能下降、宏观经济及居民消费的恢复、有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到 2023 年粮食和饲料价格有

所下降，同时猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格较低，预计 2024 年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，公司作为农牧行业龙头企业，在规模、技术、渠道和一体化经营等方面仍有突出优势，综合竞争力很强。行业地位突出，饲料产业和猪产业可共同对公司收入及利润形成有益补充。

（1）规模优势

公司饲料加工规模优势突出。公司饲料产量位居全国第一，饲料生产销售现已覆盖了全国29个省、市、自治区。行业领先的产、销量，广泛覆盖的市场区域，使公司有实力对接处于同等量级的国内外粮商巨头与大型渠道、其他相关行业的领先企业、各级地方政府，利用规模优势带来较强的议价能力、展开多种形式的合作，发挥资源整合的优势。2023年，公司共销售各类饲料产品2876万吨，饲料业务实现营业收入812.79亿元，同比增长2.65%。

公司生猪养殖产业具备3800万头/年的养殖能力，养猪产地分布在中国五个大区，在每个大区都有1~2个省份作为布局重点，且这些省份都属于或围绕该大区内人口、经济、消费的核心区域。均衡的产能布局可以帮助公司分散风险，避免特定时期个别区域因动物疫病、自然灾害、极端行情而给公司整体造成较大的损失。2023年，公司共销售仔猪和肥猪合计1768万头，居全国第三。

公司行业地位突出，饲料产业和猪产业可共同对公司收入及利润形成有益补充。

（2）技术优势

在饲料业务板块，经过多年积累，公司拥有完善的研发体系，针对各品类的养殖区域差异和生长阶段营养差异进行精细化研发，不断迭代推出满足养殖客户差异化需求的产品。同时继续开展原料替代技术研究，对配方成本不断优化，扩大利润空间。生猪养殖方面，对于祖代猪、曾祖代猪等核心群种猪，公司开发了具有自主知识产权的育种和生产管理软件秀杰和普（HUGE-HOPE）。该软件与传统育种软件相比，可实现6个生长性状+6个繁殖性状的育种值运算，增加了多个重要经济性状，且运算能力及运算效率都优于当前市面已有育种值计算软件。公司自研的选配软件也实现了用算法替代人工的智能选配模式，可由系统高效生成更精准的选配方案。公司在全基因组选择技术上，也已经积累了上万头基因测序数据，在全基因组应用上，自研了系谱矫正与重构、品种品系鉴定等应用。

（3）渠道优势

公司于1999年在越南建立了第一家海外饲料公司，至今已经在海外市场深耕近二十多年，在15个国家和地区经营着60多家分子公司。在公司重点布局的海外核心国家，如印度尼西亚、越南、菲律宾等国，公司饲料销量都已进入其本国的前四名。凭借着较强的饲料产品力、优质的配套服务、产业上下游种苗和动保等领域的协同、稳定的经销商合作网络和直销客户群，公司在各个东道国市场都形成了良好的口碑和影响力，在批发市场、农贸、原料加工等传统流通渠道具有优势。

（4）产业链一体化优势

公司目前已形成含饲料生产与销售、养殖、屠宰、渠道销售为一体的合理产业链一体化经营模式，并具有产品结构多元、价格波动对冲、食品安全风险把控、交易费用内化等产业链一体化优势。公司第一主业为饲料生产。在此基础上，向饲料行业的下游禽养殖行业延伸，降低养殖成本和饲料库存风险。进而公司向养殖产业的下游屠宰行业延伸，对冲生猪价格风险和提升盈利能力。在2023年完成重大战略调整之后，公司保留了生猪屠宰业务并将其整合进猪产业事业群，以更好地保障养宰联动。公司目前在北京、辽宁、河北、山东、陕西等地都形成了养猪与屠宰的产能配套。农牧产业链的一体化有助于从食品安全、疫病防控和成本控制方面提升公司的市场竞争力。

从历史信用记录看，根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91510000709151981F），截至 2024 年 6 月 13 日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2024 年 6 月 20 日，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利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理方面无重大变动，个别高管人员调整，公司运营保持稳定。

跟踪期内，公司管理制度和管理体系未发生重大变化。公司原监事吉跃奇和韩斌先后离任，最终选举王永秀接任公司监事，高管团队中聘任陶玉岭为公司执行总裁，其他人事及人员变动详见下表。

图表 6 • 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
吉跃奇	监事	离任	2023 年 04 月 20 日	个人原因
韩斌	监事	被选举	2023 年 05 月 22 日	股东大会选举
韩斌	监事	离任	2023 年 08 月 18 日	个人原因
王永秀	监事	被选举	2023 年 08 月 29 日	职代会选举
黄坤	人力资源总监	解聘	2023 年 06 月 29 日	工作安排
陶玉岭	执行总裁	聘任	2024 年 03 月 11 日	董事会聘任
晏秋波	副总裁	聘任	2024 年 03 月 11 日	董事会聘任
李爽	副总裁	聘任	2024 年 03 月 11 日	董事会聘任

资料来源：公司 2023 年年报

王永秀，男，大学学历，农学学士学位，曾任山东六和集团副总会计师、总审计师、预混料事业部财务总监，新希望六和股份有限公司肉食事业部财务总监、青岛中心财务部总经理、山东片联财务总监、禽 BU 财务总监，现任公司监事、资深顾问。

陶玉岭，男，华中农业大学淡水渔业专业本科学士。曾任公司华北片联总裁，山东经营特区总裁、禽 BU 总裁、公司副总裁兼猪产业新海纵队总裁。现任公司执行总裁兼猪产业事业群总裁。

（三）重大事项

公司调整产业发展战略，聚焦核心主业，公司整合川渝地区产业资源，出让禽产业的控股权，将食品板块划入新希望集团体系。此外，公司为充实公司资本实力，提高抗风险能力，拟向特定对象发行 A 股股票。

2023年4月21日，公司发布公告称，公司控股子公司北京新希望六和生物科技产业集团有限公司（以下简称“六和生物”）及其控股子公司拟与公司参股公司成都天府兴新鑫农牧科技有限公司（以下简称“兴新鑫农牧”，公司持股40.00%）签署《股权转让协议》，拟将六和生物及其控股子公司持有的川渝地区7个猪场项目公司出售给兴新鑫农牧，交易合计131710.81万元，其中包含股权转让价款11138.61万元、债权转让价款120572.20万元，该事项已经公司2022年年度股东大会审议通过。

2023 年 12 月 16 日，公司公告称其拟以 27.00 亿元的交易价格向中国牧工商集团有限公司（以下简称“中牧集团”、实控人为中华人民共和国国务院）转让子公司山东中新食品集团有限公司（以下简称“中新食品”）51%股权。中新食品原为公司的禽产业 BU，负责公司禽产业链运营工作，产业涵盖种禽养殖、禽屠宰、调熟品加工、禽肉产品销售等。2023 年 12 月 26 日，公司及全资子公司山东新希望六和集团有限公司（以下简称“山东六和”）、北京新希望六和生物科技产业集团有限公司（以下简称“北京新希望”）与中牧集团签署《股权转让协议》，其中，公司转让中新食品的 20.00% 股权，山东六和转让中新食品的 2.00% 股权，北京新希望转让中新食品的 29.00% 股权（以上统称“本次交易”）。本次交易后，中牧集团成为中新食品的控股股东，本次交易价格合计 270045 万元。截至 2024 年 3 月 29 日，中牧集团已支付了全部股权转让价款的 85.00%，按照约定公司与中牧集团完成中新食品工商变更，中新食品取得新发营业执照，新的股权架构为：中牧集团持股比例 51.00%，山东六和持股比例 49.00%。后续按照协议约定，2024 年 12 月 31 日前，中牧集团将支付股权转让价款总额的 10.50%，2025 年 12 月 31 日前，中牧集团将支付股权转让价款总额的 4.50%。通过本次交易，公司合并层面股权获得转让收益 188063.85 万元，剩余股权按照公允价值计量产生的利得 181472.80 万元。2023 年中新食品实现营业收入 205.71 亿元，净利润-0.45 亿元。

2023年12月16日，公司公告称其控股子公司北京新希望六和生物科技产业集团有限公司（以下简称“北京新希望”）拟与公司实际控制人刘永好控制的海南晟宸投资有限公司（以下简称“海南晟宸”）签署《股权转让协议》（以下简称“交易协议”），转让公司旗下食品深

加工业务的运营主体，即北京新希望持有的德阳新希望六和食品有限公司（以下简称“德阳新希望”）67.00%的股权，本交易作价150080万元，海南晟宸与公司之间发生的本次交易构成关联交易。公司于2023年12月15日召开第九届董事会第二十四次会议以及2023年12月27日召开的2023年第三次临时股东大会，分别审议通过了《关于拟转让子公司股权暨关联交易的议案》。截至2024年1月30日，公司已收到海南晟宸支付的股权转让款总额的50.00%即75040万元，按照约定德阳新希望已完成工商变更，取得新发营业执照，新的股权架构为：海南晟宸持股比例67.00%，北京新希望持股比例33.00%。后续按照约定，在股权转让完成工商变更登记后6个月内，海南晟宸将支付股权转让款总额的30.00%即45024万元。在股权转让协议生效之日起一年内海南晟宸支付股权转让款总额的20.00%即30016万元。通过本次交易，公司合并层面获得股权转让收益104003.63万元，剩余股权按照公允价值计量产生的利得46305.67万元。2023年1—11月，德阳新希望实现营业收入37.00亿元，净利润1.96亿元。

2023年11月30日，公司公告拟向不超过35名的特定投资者发行 A 股股票，发行的股票种类为境内上市人民币普通股（A 股），每股面值为人民币1.00元，募集资金总额不超过735000.00万元（含本数），发行数量不超过1363732329股（含本数），最终数量以发行募集资金总额除以发行价格确定，采取询价方式，方案有效期为十二个月，自方案经股东大会审议通过之日起计算。发行方案经公司股东大会审议通过后，尚需报深交所审核并报中国证监会注册，最终方案以深交所审核通过及中国证监会同意注册的内容为准。

图表 7 • 本次向特定对象发行 A 股股票募集资金使用计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资金额	拟投入募集资金
1	猪场生物安全防控及数智化升级项目	402229.90	364558.00
2	收购控股子公司少数股权项目	150000.00	150000.00
3	偿还银行债务	220442.00	220442.00
合计		772671.90	735000.00

资料来源：《新希望六和股份有限公司2023年度向特定对象发行 A 股股票预案》

（四）经营方面

1 经营概况

2023 年，公司业务结构稳定，收入与上年基本持平，但受猪产业经营亏损拖累，公司综合毛利率同比大幅下降。2024 年一季度，受公司主要禽产业及食品业务主体出表影响，公司收入下降，因猪产业亏损严重，盈利状况进一步下降。

从收入构成看，2023年，公司业务仍主要为饲料、禽产业、猪产业和食品等，业务结构和占比较上年变动较小。2023年12月末，公司完成禽产业、食品业务转让交割，2024年一季度，公司禽产业和食品业务收入下降，公司业务进一步聚焦于饲料和猪产业。从收入规模看，2023年，公司整体收入与上年基本持平，其中，占比最高的饲料业务收入同比增长2.65%，主要系产能产量增加所致；猪产业收入同比下降4.89%，主要系猪价格下跌所致。禽产业和食品业务收入在2023年均不同程度增长，主要系产销量增加所致。商贸业务主要为饲料原料采销业务，2023年业务规模下降，商贸业务占比较低对公司整体收入影响不大。

从毛利率情况看，2023年，公司主营业务综合毛利率下降，其中饲料业务毛利率小幅下降，主要系原料成本上升同时下游需求相对不足，成本传导能力较弱；猪产业毛利率受价格下降影响出现亏损；禽产业毛利率相对稳定；食品业务中熟食（猪产品）价格下降较多导致该业务毛利率大幅下降。商贸业务盈利依然很弱，同时因其收入占比低，对公司综合毛利率影响不显著。

2024年1—3月，因中新食品和德阳新希望出表，公司禽产业和食品业务收入大幅下降，同时，商贸业务收缩，一季度公司实现营业总收入同比下降29.49%，饲料和猪产业收入占比进一步上升。因猪产业亏损严重，公司主营业务综合毛利率降至-2.93%，营业利润为-22.25亿元。

图表 8 • 2021—2024 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	708.17	56.08%	6.51%	791.78	55.95%	6.48%	812.79	57.36%	5.25%	158.05	66.11%	2.97%
禽产业	182.29	14.44%	1.70%	181.48	12.82%	3.17%	194.15	13.70%	3.25%	5.10	2.13%	13.51%
猪产业	172.03	13.62%	-21.20%	223.97	15.83%	13.60%	213.02	15.03%	-7.25%	56.26	23.53%	-21.13%
食品	90.40	7.16%	2.21%	108.51	7.67%	8.75%	116.72	8.24%	2.74%	14.46	6.05%	-8.20%
商贸	101.46	8.04%	1.98%	102.40	7.24%	-5.30%	70.78	4.99%	-0.63%	3.79	1.59%	1.14%

其他	8.27	0.66%	41.96%	6.93	0.49%	34.19%	9.57	0.68%	28.47%	1.42	0.59%	44.88%
合计	1262.62	100.00%	1.60%	1415.08	100.00%	6.64%	1417.03	100.00%	2.75%	239.08	100.00%	-2.93%

注：尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：公司提供

从公司产品销售的区域分布来看，2023年，公司国内销售收入虽然有所降低，但国内销售收入占比依然在85%以上，公司业务以国内为主；国外收入仍主要来自于东南亚国家。

图表 9 • 公司营业总收入分布区域（单位：亿元）

区域	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	1124.01	89.02%	1241.49	87.73%	1216.25	85.83%
国外	138.61	10.98%	173.58	12.27%	200.79	14.17%
合计	1262.62	100.00%	1415.08	100.00%	1417.03	100.00%

资料来源：Wind

采购集中度方面，2023年，公司前五名供应商合计采购金额247.97亿元，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例16.65%，前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额比例1.99%，公司采购集中度较低，不存在对单一供应商的依赖。

客户集中度方面，2023年，公司前五名客户合计销售金额78.36亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例5.53%，前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额比例仅0.50%，公司销售集中度很低，不存在对单一客户的依赖，但分散的客户结构对公司客户维护和管理有较高要求。

2 饲料

2023 年，饲料业务主要原材料采购均价下降，公司根据市场行情动态调整饲料产品配方。饲料产品产销量同比有所提高；猪饲料的价格传导能力相对较弱，公司饲料业务利润空间被一定程度压缩。

（1）采购

跟踪期内，公司对饲料原料的采购模式无重大变化，仍采取统分结合的模式，包括总部集采、总部与区域协采和区域自采。

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米、豆粕和小麦（在玉米价格上涨时做替代）。采购量方面，公司根据市场原料供应情况及不同原料价格波动，通过小麦、高粱、糙米等低价原料替代等方式动态调整饲料配方。2023年，公司小麦和糙米采购量大幅上升，玉米等采购量均有所下降。

采购价格方面，2023年，除花生粕和糙米外，公司主要原材料采购均价均随市场有不同程度下降。整体看，公司根据原料价格动态调整饲料产品配方，但仍面临成本压力。受国内生猪、肉禽存栏量较高、宏观经济、中美贸易摩擦及俄乌冲突等国际形势等多方面影响，粮食等原材料后期下降空间有限，对公司成本控制形成一定压力。为应对上述情况，公司对原料采购体系进行优化，与多家国内外原料供应商建立战略合作关系，控制原料价格波动风险。

跟踪期内，公司结算方式无重大变化。国内采购结算仍主要使用电汇，结算账期均在 15 天以内，国外采购结算仍主要为美元远期信用证，公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在 10%以内。公司销售定价模式方面，①代工客户：售价=原料成本+代工费+损耗，通常每 5 日/10 日由品管根据当期库存价、执行配方核算报价，双方沟通原料价格及配方后的售价执行至下一个报价日；②市场客户：根据原料行情、养殖市场行情、竞争策略；③大客户：根据具体合作协议执行，综合代工定价模式和市场客户定价等方式。

图表 10 • 2021—2023 年原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

类别	采购量	2021 年		采购量	2022 年		采购量	2023 年	
		采购均价	采购额		采购均价	采购额		采购均价	采购额
玉米	706.54	2450.66	173.15	875.52	2769.07	242.44	752.82	2712.64	204.21
豆粕	372.68	3357.18	125.12	382.76	3938.10	150.73	393.30	3901.62	153.45
花生粕	21.23	3428.95	7.28	21.72	4362.06	9.47	13.40	4491.86	6.02
赖氨酸	19.50	6072.52	11.84	19.00	6282.22	11.94	18.20	5573.56	10.14
棉粕	8.98	3425.57	3.08	9.18	4483.09	4.12	6.68	4299.24	2.87
蛋氨酸	4.89	17182.95	8.40	4.07	18491.67	7.53	0.08	12562.02	0.10

小麦	520.34	2597.37	135.15	148.40	2926.05	43.42	284.11	2750.04	78.13
高粱	61.52	2498.29	15.37	82.19	2842.30	23.36	33.38	2788.10	9.31
糙米	45.38	2605.68	11.83	6.47	2808.30	1.82	87.06	2826.55	24.61
合计	1761.06	--	491.22	1549.31	--	494.83	1589.03	--	488.85

资料来源：公司提供

(2) 生产

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产”。由于各类饲料的产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计。截至2023年末，公司饲料年产能同比有所增加。公司所辖饲料厂散布国内主要区域，设备技术处于行业领先水平。

2023年，公司饲料产量同比小幅上升，产能利用率同比小幅下降，整体变化不大。结合行业情况，公司产能利用率尚可。

图表 11 • 公司饲料业务产能、产量及产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
国内	4343.64	2454.00	56.50%	4574.94	2391.94	52.28%	5076.51	2405.02	47.38%
国外	634.76	408.43	64.34%	665.66	430.28	64.64%	666.76	469.41	70.40%
合计	4978.40	2862.43	57.50%	5240.60	2822.22	53.85%	5743.27	2874.43	50.05%

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

(3) 销售

跟踪期内，公司饲料销售模式无重大变化，客户仍然主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式，经销模式占相对较高（2023年占51.91%）。公司销售结算方式无重大变化，仍主要采取现款现货的信用政策，辅以少量的信用账期，一般不超过30天。

公司饲料产品主要包括禽饲料、猪饲料和水产料。销量方面，2023年，猪饲料销量同比增加，主要系生猪存栏保持高位所致；禽饲料和水产料销量同比小幅减少；其他各类饲料销量小幅增长。综上，公司各类饲料产品销量同比增长1.19%。

销售均价方面，因粮食等原材料价格相对高位，2023年，整体饲料均价较高，但也关注到猪饲料均价小幅回落，利润空间一定程度被压缩。

产销率方面，2023年，公司饲料产品“以销定产”，产销率仍保持在99%以上。

图表 12 • 公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

类别	2021 年		2022 年		2023 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
猪饲料	994.54	3264.48	1070.04	3652.40	1113.24	3543.62
禽饲料	1605.99	3087.65	1526.02	3538.80	1522.00	3599.59
水产料	161.32	4146.44	178.42	4746.20	170.91	5107.22
其他料	62.31	5209.35	67.63	3555.20	69.80	4405.50
合计	2824.15	--	2842.11	--	2875.95	--

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

3 禽产业

2023年，公司禽产业的产能、产销量均同比有所提高，产品销售均价相对稳定，但成本中饲料价格依然高位，禽产业盈利水平较低。2024年以来，随着禽产业主要经营实体中新食品出表，该业务已经非公司重要业务板块。

(1) 生产

公司的禽产业板块包括种禽养殖、商品代禽养殖和禽屠宰三个环节，主要生产基地在山东省。2023年，公司鸡一体化产能同比增加，产量增幅较小，产能利用率下降；鸭一体化产能同比小幅下降，但鸭一体化业务产量同比增长，产能利用率提高。综合来看，公司禽产业整体产能和产能利用率较为稳定。

图表 13 • 公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
鸡一体化	86.95	80.29	92.34%	71.62	68.20	95.23%	93.10	69.89	75.07%
鸭一体化	127.06	100.06	78.75%	131.76	96.95	73.58%	122.64	103.19	84.14%
合计	214.01	180.35	84.27%	203.38	165.15	81.21%	215.74	173.08	80.23%

注：表中数据为合并抵消前的数据
 资料来源：公司提供

（2）销售

2023年，公司鸡一体化和鸭一体化业务销量随产量同比增加，禽产业板块产销率维持在较高水平。从均价来看，2023年，公司鸡一体化产品销售均价回落，鸭一体化产品销售均价同比上涨，综合来看，销售均价同比变动不大。公司禽产业板块的销售结算方式无重大变化，仍主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长30天。

图表 14 • 公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	80.45	9663	100.20%	69.86	10091	102.42%	70.30	9965	100.59%
鸭一体化	99.69	8772	99.62%	94.72	9833	97.70%	105.03	10007	101.78%
合计	180.14	9170	99.88%	164.58	9943	99.65%	175.33	9990	101.30%

注：表中数据为合并抵消前的数据
 资料来源：公司提供

4 猪产业

2023 年，猪价在低位震荡，生猪销售均价同比大幅回落，公司提高养殖能力、控制猪产业发展节奏，生猪养殖产能较为稳定，公司生猪产量及产能利用率有所提升。

（1）采购

跟踪期内，猪产业仍是公司的重点发展板块之一，公司猪产业养殖成本中，饲料可全部由公司内部提供；兽药由公司“以产定采，统谈分签”的模式进行采购，采购均价较稳定。2023年，公司养殖成本中，饲料占比约52.24%，全部由公司内部提供；兽药占比约2.03%；苗种成本占养殖成本约23.29%，生物性资产折旧占养殖成本约4.46%。公司建立了较为健全的供应商管理制度，从产品价格、质量、供货条件、交货及时性、信誉、售后服务及财务状况等方面对供应商的准入进行管理。

（2）生产

截至2023年末，公司建成及在建的种猪场产能（按照母猪产床规模统计）为152万头，建成及在建的自育肥场产能为430万头，较上年末均有下降，主要受非瘟影响，并结合国家安排及自身生产管理能力的实际情况所致。截至2024年4月末，公司能繁母猪存栏数量由2023年3月末的85万头降至72万头；公司生猪存栏量由2023年3月末的650万头降至580万头。

在商品猪育肥环节，公司在不同区域逐步建设育肥场。公司育肥场以“公司+农户”合作模式为主。截至2023年末，公司在养猪场投放存栏的合作放养农户为1834户，较2022年末减少17%。养户平均规模与2022年末基本持平。公司一体化自养与合作放养的存栏量比例约为3:7，公司现阶段仍以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅。随着公司自育肥管理能力、人才培养的提升，今后一体化自养的占比将逐步提升，未来将实现“公司+农户”和一体化自养两种模式更加均衡发展的布局。

产能方面，公司生猪养殖产能为3800万头/年，较为稳定。产量方面，随着前期高存栏量的种猪、仔猪的陆续出栏，2023年，公司生猪产量同比大幅增加；公司生猪养殖产能利用率随之提升。

图表 15 • 公司生猪养殖业务产能及产量情况（单位：万头/年、万头）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生猪养殖	3800	997.81	26.26%	3800	1461.39	38.46%	3800	1768.24	46.53%

资料来源：公司提供

(3) 销售

跟踪期内，公司生猪销售模式仍为“量价统筹、随行就市”，各分子公司根据生猪存栏量，以月为单位制定月度销售计划，并汇总至所属片区或聚落。销售渠道有三个：一是通过“猪易通”生猪交易平台，二是将生猪销售给猪贩子，三是将生猪直接销售给外部大型屠宰厂。

2023年，随着公司生猪养殖产量增加，生猪销量同比大幅增长，产销率维持在100%。

2021年以来，生猪养殖行业进入下行周期，2023年，猪价整体仍在低位运行，公司生猪销售均价同比回落，公司猪产业毛利率由正转负。销售结算方式方面，公司猪板块业务结算仍主要为现款现货。

图表 16 • 公司生猪养殖业务主要产品销售情况（单位：万头、元/公斤）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生猪养殖	997.81	17.72	100.00%	1461.39	18.10	100.00%	1768.24	14.60	100.00%

资料来源：公司提供

5 食品

2023 年，公司屠宰分割业务产能稳定，生食（猪产品）产销量同比大幅增加，但销售价格有所下降。食品加工业务产能较稳定，肉制品和预制菜的自产产量小幅下降，总销量和销售均价有所上升。2024 年以来，随着食品业务主要经营实体德阳新希望出表，该业务已非公司重要业务板块。

(1) 屠宰分割

2023年，公司屠宰产能保持稳定，但受2023年以来生猪养殖行业存栏量较高影响，屠宰分割业务中的生食（猪产品）的产量、销量、产能利用率同比均大幅提高。

图表 17 • 公司屠宰分割业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生食（猪产品）	55.38	24.13	43.57%	60.00	34.60	57.66%	60.00	47.35	78.91%

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，公司持续优化渠道结构，生食（猪产品）产销率仍保持在110%以上的高水平，主要系公司部分屠宰产线外购生猪所致。2023 年，公司生食（猪产品）销售均价同比下降，主要系在猪价较低所致。公司屠宰分割业务销售结算周期仍为30天左右。

图表 18 • 公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食（猪产品）	29.41	2.14	121.92%	40.11	1.95	115.94%	51.08	1.65	107.88%

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

(2) 食品加工

2023年，公司食品加工业务主要产品仍为肉制品和预制菜。食品加工业务所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料的近20%由公司自供。生产方面，因种类繁多且品类复杂，食品加工业务采用多品种批量柔性生产模式，以市场为导向。2023年，公司肉制品和预制菜产品的产能稳定，产量及产能利用率同比小幅下降。

图表 19 • 公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
肉制品和预制菜	30.23	22.15	73.27%	30.23	22.61	74.78%	30.23	21.76	71.98%

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，食品加工业务的销售模式仍为渠道销售和连锁直销相结合。2023年，肉制品和预制菜销量同比小幅增长，销售均价同比上升，整体较为稳定。公司食品加工业务产销率超过100%，主要系公司部分产品委外加工所致。

图表 20 • 公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	25.35	1.90	114.44%	26.87	1.88	118.87%	28.79	2.04	132.31%

注：表中数据为合并抵消前的数据
 资料来源：公司提供

6 关联交易

2023 年，公司关联交易占比很低，对公司经营及财务独立性影响小。截至 2023 年末，公司在新希望财务有限公司的存款余额较多，但贷款余额相对有限，因资产出售形成的关联往来款大幅增加，需关注财务公司对公司资金的往来以及关联方往来款的收付情况。

公司的关联交易事项主要为与控股股东及其子公司等发生的关联采购、关联销售以及日常性经营资金往来。

图表 21 • 公司关联交易及关联往来情况（单位：亿元）

年度	关联采购		关联销售		财务公司存贷款		关联往来款	
	采购金额	占营业成本比例	销售金额	占营业收入比例	存款余额	贷款余额	关联应收项目	关联应付项目
2021 年	19.01	1.53%	13.53	1.07%	95.25	0.32	4.10	5.89
2022 年	38.44	2.91%	13.34	0.94%	69.50	0.34	12.50	13.05
2023 年	39.48	2.86%	13.64	0.96%	54.82	0.43	29.74	69.04

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2023 年，公司关联采购和关联销售在同期营业成本和营业收入中的占比均很低，对公司经营及财务独立性影响小。公司公告定价方式公允。

截至 2023 年末，公司应收关联方款项余额由上年的 12.50 亿元增长至 29.74 亿元，公司应付关联方款项余额由上年的 13.05 亿元大幅增长至 5.89 亿元，主要系公司转让中新食品及德阳新希望股权相关资产出表，相关股权转让款及原子公司往来尚未结清所致。

截至 2023 年末，公司在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）存款余额为 54.82 亿元，占同期货币资金余额比例为 50.53%；贷款余额 0.43 亿元。公司与财务公司签订的《金融服务协议》规定，公司及下属子公司在财务公司的每日最高存款余额上限 100 亿元，财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度 130 亿元，公司在财务公司存款利率不低于国内商业银行平均利率水平；此外，公司对存放在财务公司资金可根据公司经营情况正常调配。

7 经营效率

2023 年，公司整体经营效率指标较高。

从经营效率指标看，2023 年，公司销售债权周转次数由上年的 112.27 次降至 81.39 次，主要系期末为贴现和尚未到期的票据增加，销售债权周转次数下降，但仍处于较高水平。存货周转次数由上年的 7.81 次提高至 8.83 次，总资产周转次数由上年的 1.05 次提高至 1.06 次，均有所提升。与同行业上市企业相比，2023 年，公司应收账款周转率偏低，但存货周转率和总资产周转率均较高，公司整体经营效率表现处于较高水平。

图表 22 • 2023 年同行业上市企业经营效率情况

公司名称	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
温氏食品集团股份有限公司	169.75	4.37	0.94
牧原食品股份有限公司	643.74	2.68	0.57
天邦食品股份有限公司	206.10	4.79	0.56
江西正邦科技股份有限公司	44.88	4.45	0.34
新希望六和股份有限公司	110.91	8.83	1.06

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

8 未来发展

公司未来主营业务方向清晰，战略调整有利于其核心竞争力的提升。公司在建和拟建项目主要围绕生猪养殖进行，面临一定的资金支出需求。现阶段猪价处于低位，公司可能面临一定的投资回报不达预期的风险。为应对低迷的猪价，公司放缓投资节奏，控制资本开支。

2023年，公司对业务进行了全面梳理与战略调整，公司集中资源于两大主营业务，把饲料这个“基本盘”做得更扎实，把生猪养殖与屠宰这个“新动力”做得更具竞争力；对其他业务则引入战略投资者，共同做强白羽肉禽、做大食品深加工。

1、饲料业务。在产品打造方面，优化配方、技采产销联动降低成本，重点提升母猪料、教槽料、黄羽禽料的产品力；在生产管理方面，落实教槽料区域内集中生产，在核心区域打造猪料专业化生产工厂/车间/线，统一管理，提高生物安全性与产品稳定性；在客户开发方面，强化规模猪场开发及技术服务团队，落实服务流程，提升开发成效；在金融服务方面，积极对接金融机构，深度参与客户服务场景，提供风险可控与效率领先的融资解决方案；在预混料业务方面，推动预混料业务整合上下游资源，提供综合服务，帮助掌控优质养殖终端。

2、生猪养殖与屠宰业务。在种猪管理方面，加强祖代线保育育肥管理，提供优秀低成本自繁种猪，持续提升父母代线综合生产力，优化断奶仔猪成本，增强回交后备池的稳定运营能力；在育肥管理方面，持续推进自育肥管理的 SOP 落地，提高健康管理水平和生产负荷率，改善成活率和料肉比，降低增重成本；在重大疫病防控方面，优化冬季生物安全系统和检查机制，严抓后备猪引种和驯化管理，降低疫病损失，优化疫苗与药品使用方案，降低药费成本；在销售管理方面，进一步拓展渠道、加大优质屠宰企业直供合作，优化猪只流转效率，实现均衡销售。

公司主要在建项目均与生猪养殖相关，整体布局较为分散。截至2024年3月末，公司主要在建工程计划投资额为45.27亿元，已完成投资20.65亿元，未来尚需投资24.62亿元。为应对低迷的猪价，公司放缓投资节奏，控制资本开支，2024年4—12月预计投资0.95亿元。后续随着在建项目逐步建成并达产，公司猪产业板块产能将进一步提高。现阶段猪价处于低位，公司可能面临一定的投资回报不达预期的风险。

图表 23 • 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目/设备名称	资金来源	总投资	截至 2024 年 3 月末投资	2024 年 4—12 月预计投资
广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目	自筹资金	57785.60	26970.50	200.00
福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	62165.00	43474.92	5800.00
江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	60000.00	38775.59	800.00
安徽五河长淮园艺场年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	40000.00	34115.15	663.78
山东利津李村屋子年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	48495.36	13739.17	483.59
天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	46049.44	11432.97	300.00
河北巨鹿项目年出栏 30 万头生猪养殖项目	自筹资金	41782.75	18836.78	800.00
溧阳年出栏量 15 万头生猪养殖项目	自筹资金	42100.00	4693.38	227.00
诸城皇华镇年出栏 30 万头生猪项目	自筹资金	54328.92	14494.03	271.00
合计	--	452707.07	206532.49	9545.37

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

资料来源：根据公司提供资料整理

（五）财务方面

公司提供了2023年度财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。截至2023年末，纳入财务报表合并范围的直属全资及控股子公司644家，较2022年末新增33家，减少150家。截至2024年3月末，纳入财务报表合并范围的直属全资及控股子公司640家，较2023年末新增1家，减少5家。2023年公司合并范围变动较大且业务结构有调整，对公司财务数据可比性有一定影响。2024年一季度财务数据未经审计。

1 主要财务变化

（1）资产质量

截至 2023 年末，公司资产规模下降，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高，存货存在跌价风险，公司现金类资产规模较大，资产受限比例很低，流动性良好。

截至2023年末，公司合并资产总额1296.11亿元，较上年末下降5.17%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占24.03%，非流动资产占75.97%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至2023年末，流动资产311.42亿元，较上年末下降12.40%，主要系存货减少所致。

截至2023年末，公司货币资金108.50亿元，较上年末下降5.75%，主要系偿还到期债务所致。货币资金中有10.94亿元受限资金，受限比例为10.08%，主要为购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等，受限比例低。

截至2023年末，公司存货133.16亿元，较上年末下降25.61%，主要系中新食品和德阳新希望出表所致。存货主要由原材料（41.88亿元）、库存商品（20.70亿元）和消耗性生物资产构成，累计计提跌价准备3.16亿元，计提比例为2.32%。公司消耗性生物资产是指为出售而持有的生物资产，主要包括哺乳仔猪、保育仔猪、育肥猪、商品代肉鸡（鸭），易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在较大的减值风险；截至2023年末，公司消耗性生物资产余额71.21亿元，计提存货跌价准备2.82亿元。

截至2023年末，公司非流动资产984.68亿元，较上年末下降2.63%。

截至2023年末，公司长期股权投资300.42亿元，较上年末增长14.42%，主要系中新食品和德阳新希望出表后对剩余所持股权按公允价值计量形成的新增长期股权投资。公司长期股权投资主要由对中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”，股票代码“1988.HK”“600016.SH”）的投资构成（226.80亿元），公司对民生银行的投资采用权益法核算¹，公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。2023年，公司确认的对民生银行的投资收益为13.16亿元，民生银行宣告发放的现金股利或利润为3.91亿元。

截至2023年末，公司固定资产（合计）358.68亿元，较上年末增长0.52%，较上年末变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（242.38亿元）和机器设备（104.91亿元）构成，累计计提折旧112.58亿元；固定资产成新率76.24%，成新率较高。

截至2023年末，公司在建工程（合计）180.91亿元，较上年末下降10.25%，主要系部分在建完工转固所致。在建工程主要以养殖公司改扩建工程为主（166.38亿元）。

图表 24 • 2021—2024 年 3 月末公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	348.20	26.23%	355.49	26.01%	311.42	24.03%	284.66	22.45%
货币资金	148.69	11.20%	115.12	8.42%	108.50	8.37%	109.37	8.63%
存货	159.26	12.00%	179.01	13.10%	133.16	10.27%	115.25	9.09%
非流动资产	979.14	73.77%	1011.31	73.99%	984.68	75.97%	983.21	77.55%
长期股权投资	238.40	17.96%	262.56	19.21%	300.42	23.18%	306.47	24.17%
固定资产（合计）	337.36	25.42%	356.83	26.11%	358.68	27.67%	363.39	28.66%
生产性生物资产	89.12	6.71%	75.77	5.54%	50.50	3.90%	42.47	3.35%
在建工程（合计）	193.44	14.57%	201.58	14.75%	180.91	13.96%	178.45	14.08%
资产总额	1327.34	100.00%	1366.80	100.00%	1296.11	100.00%	1267.87	100.00%

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2023年末，公司受限资产29.71亿元，受限资产占总资产比重为2.29%，受限比例很低。

图表 25 截至 2023 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	10.94	0.84%	购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等
固定资产	9.46	0.73%	用作长、短期借款抵押物，及开展融资性售后租回
在建工程	0.28	0.02%	用作长期借款抵押物
无形资产	0.38	0.03%	用作长、短期借款抵押物
长期股权投资	8.65	0.67%	用作长期借款质押物
合计	29.71	2.29%	--

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

¹ 根据企业年报，截至 2023 年末，公司控股子公司新希望六和投资有限公司持有民生银行 1828327362 股股票，持股比例 4.1759%，公司董事、实际控制人刘永好先生任民生银行董事；公司对民生银行的财务和经营政策具有参与决策的权力，因具有重大影响故按权益法核算该项投资。

(2) 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益减少，公司权益稳定性一般。2023 年以来，公司负债和债务规模小幅增长，公司债务仍以长期为主，但短期债务增长相对较快，债务负担重。

截至2023年末，公司所有者权益359.30亿元，较上年末下降17.81%，主要系2023年公司购买/处置少数股权导致少数股权变动影响资本公积中的资本溢价减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.96%，少数股东权益占比为31.04%。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、盈余公积和未分配利润分别占12.65%、8.40%、16.63%、-2.56%、9.43%和26.98%。截至2023年末，公司其他权益工具主要为“希望转债”（1.92亿元）、“希望转2”（17.98亿元）和永续债（10.30亿元）。所有者权益结构稳定性一般。

截至2024年3月末，公司所有者权益329.31亿元，较上年末下降8.35%，主要系经营亏损所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.28%，少数股东权益占比为31.72%。所有者权益结构较上年末变动不大。

截至 2023 年末，公司负债总额 936.80 亿元，较上年末增长 0.77%，较上年末变化不大。其中，流动负债占 58.83%，非流动负债占 41.17%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至 2023 年末，公司流动负债 551.10 亿元，较上年末增长 10.73%，主要系应付票据和其他应付款增加所致。

截至 2023 年末，公司短期借款 144.94 亿元，较上年末增长 8.49%，主要系公司流动性需求增加所致。公司短期借款主要为信用借款（58.05 亿元）、票据贴现借款（46.95 亿元）、保证借款（22.63 亿元）和应收账款保理（9.94 亿元）。

截至 2023 年末，公司应付票据 59.14 亿元，较上年末增长 116.39%，主要系期末已开出尚未到期的承兑汇票增多所致。

截至 2023 年末，公司应付账款 107.18 亿元，较上年末下降 7.32%，期末余额中无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2023 年末，公司其他应付款（合计）84.84 亿元，较上年末增长 78.07%，主要系中新食品和德阳新希望出表部分往来款项尚未结清所致。其他应付款中往来款（44.81 亿元）和各种暂收押金、保证金（30.18 亿元）构成。

截至 2023 年末，公司一年内到期的非流动负债 118.63 亿元，较上年末下降 13.15%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2023 年末，公司非流动负债 385.70 亿元，较上年末下降 10.71%，主要系部分非流动负债即将到期所致。

截至 2023 年末，公司长期借款 256.34 亿元，较上年末下降 6.88%，主要系部分长期借款即将到期，转入流动负债所致。长期借款主要由保证借款（129.42 亿元）和信用借款（118.27 亿元）构成。从期限分布看，公司长期借款中将于 2025 年到期的 122.99 亿元，于 2026 年及以后到期的 133.35 亿元，公司长期借款到期较为集中。

截至 2023 年末，公司应付债券 84.07 亿元，较上年末下降 16.73%，主要系部分债券即将到期所致。

图表 26 • 2021—2024 年 3 月末公司负债主要构成（单位：亿元）

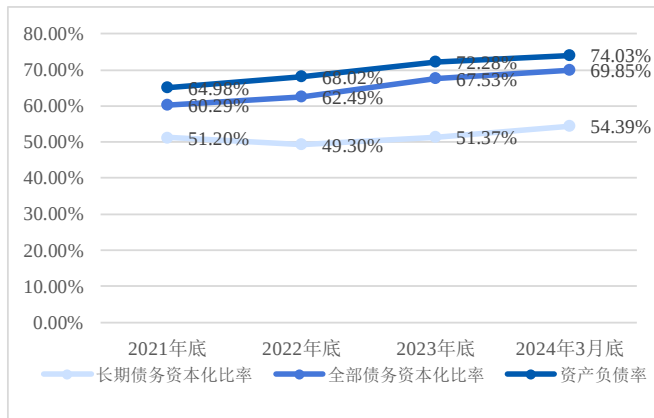
科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	368.90	42.77%	497.68	53.53%	551.10	58.83%	537.08	57.22%
短期借款	151.59	17.58%	133.59	14.37%	144.94	15.47%	188.67	20.10%
应付票据	11.91	1.38%	27.33	2.94%	59.14	6.31%	50.27	5.36%
应付账款	83.95	9.73%	115.65	12.44%	107.18	11.44%	110.46	11.77%
其他应付款（合计）	34.51	4.00%	47.64	5.12%	84.84	9.06%	60.39	6.43%
一年内到期的非流动负债	50.67	5.87%	136.59	14.69%	118.63	12.66%	86.47	9.21%
非流动负债	493.65	57.23%	431.97	46.47%	385.70	41.17%	401.48	42.78%
长期借款	327.12	37.93%	275.28	29.61%	256.34	27.36%	264.65	28.20%
应付债券	113.35	13.14%	100.96	10.86%	84.07	8.97%	85.09	9.07%
租赁负债	47.14	5.47%	47.19	5.08%	35.68	3.81%	39.48	4.21%
负债总额	862.55	100.00%	929.65	100.00%	936.80	100.00%	938.56	100.00%

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2023 年末，公司全部债务 747.19 亿元，较上年末增长 2.60%，较上年末变化不大。债务结构方面，短期债务占 49.20%，长期债务占 50.80%，结构相对均衡，其中，短期债务 367.65 亿元，较上年末增长 21.28%，主要系短期借款和应付票据增加所致；长期债务 379.54 亿元，较上年末下降 10.71%，主要系即将到期转出所致。从债务指标来看，截至 2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长

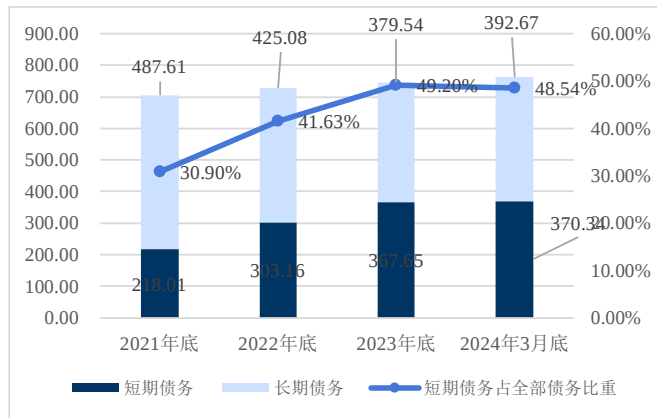
期债务资本化比率分别为 72.28%、67.53%和 51.37%，较上年末分别上升 4.26 个百分点、5.04 个百分点和 2.07 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年末，公司全部债务增至 757.49 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.07%、68.46%和 52.76%，较调整前分别上升 0.79 个百分点、0.93 个百分点和 1.39 个百分点。公司债务负担重。

图表 27 • 2021—2024 年 3 月末公司负债率



数据来源：公司财务报告、联合资信整理

图表 28 • 2021—2024 年 3 月末公司债务结构



数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2024 年 3 月末，公司负债总额 938.56 亿元，较上年末增长 0.19%，负债结构较上年末变化不大。截至 2024 年 3 月末，公司全部债务 763.01 亿元，较上年末增长 2.12%，较上年末变化不大。从债务指标来看，截至 2024 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 74.03%、69.85%和 54.39%，较上年末分别提高 1.75 个百分点、提高 2.32 个百分点和提高 3.02 个百分点。如将永续债调入长期债务，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 74.84%、70.79%和 55.81%，较调整前分别上升 0.81 个百分点、0.94 个百分点和 1.43 个百分点。公司债务负担进一步加重。

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比增长，费用控制能力尚可，但猪价整体处于低位，粮食等原材料价格高企，主业盈利能力水平下降。2023 年，投资收益等非经常性损益对公司盈利形成重要支撑。

2023 年，公司营业总收入同比仅增长 0.14%，但营业成本同比增长 4.31%，成本压力加大；营业利润率为 2.58%，同比下降 3.89 个百分点。

2023 年，公司费用总额为 85.60 亿元，同比下降 0.33%，同比变化不大。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 20.77%、53.73%、2.42%和 23.08%。其中，销售费用为 17.78 亿元，同比增长 3.38%，主要系职工薪酬增加所致；管理费用为 46.00 亿元，同比下降 1.68%，管理费用控制较好；研发费用为 2.07 亿元，同比下降 30.92%，主要系研发人员薪酬支出大幅减少所致；财务费用为 19.75 亿元，同比增长 4.46%，主要系融资增加所致。2023 年，公司期间费用率为 6.04%，同比下降 0.03 个百分点。公司费用控制能力尚可。

2023 年，公司实现投资收益 66.72 亿元，同比增长 311.19%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益，以及公司转让中新食品和德阳新希望等导致成本法转权益法剩余股份按公允价值重新计量产生的利得增加所致，投资收益对营业利润影响很大；其他收益 2.47 亿元，同比增长 11.35%，主要系与日常经营活动相关的政府补助增加所致；资产处置收益 1.00 亿元，同比增长 926.91%，主要系公司主动淘汰母猪导致生产性生物资产处置收益增加所致；营业外收入 2.22 亿元，同比增长 96.89%，主要系本期发生无法支付的应付款项 1.70 亿元所致；营业外支出 12.04 亿元，同比下降 6.34%，营业外支出主要为种猪因疫情死亡产生的非流动资产报废毁损损失 10.53 亿元。公司资产减值损失 13.78 亿元，损失额同比减少 50.39%。

2023 年，公司营业利润率为 2.58%，同比下降 3.89 个百分点，总资产收益率和净资产收益率分别为 0.99%和-2.66%，同比分别提高 1.03 个百分点和 1.68 个百分点。公司各盈利指标表现弱。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 239.08 亿元，同比下降 29.49%，主要系中新食品和德阳新希望出表所致；营业成本 246.10 亿元，同比下降 26.57%；营业利润率为-3.11%，同比下降 4.07 个百分点，主要系猪价走低猪产业亏损所致。

图表 29 • 公司盈利能力变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	1262.62	1415.08	1417.03

营业成本	1242.36	1321.13	1378.04
费用总额	75.14	85.89	85.60
其中：销售费用	17.91	17.20	17.78
管理费用	43.17	46.78	46.00
研发费用	2.90	3.00	2.07
财务费用	11.17	18.91	19.75
投资收益	13.78	16.23	66.72
利润总额	-90.91	-17.60	-6.82
营业利润率	1.43%	6.47%	2.58%
总资产收益率	-7.07%	-0.05%	0.99%
净资产收益率	-20.44%	-4.34%	-2.66%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业上市公司相比，公司收入规模很大，但盈利指标处于一般水平。

图表 30 • 2023 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

证券简称	营业总收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
温氏食品集团股份有限公司	899.02	0.84%	-5.46%	-17.82%
牧原食品股份有限公司	1108.61	3.11%	-0.48%	-5.63%
天邦食品股份有限公司	102.32	-8.93%	-13.96%	-126.64%
江西正邦科技股份有限公司	69.92	-14.32%	49.08%	96.57%
新希望六和股份有限公司	1417.03	2.75%	1.05%	-2.66%

注：1. Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；2. 净资产收益率=净利润/所有者权益*100%，总资产报酬率=（利润总额+财务费用中的利息费用）/总资产*100%

资料来源：Wind

（4）现金流

2023 年，在公司加强经营收现管理，公司收入实现质量较好，经营活动现金净流入量同比大幅增加；同期，公司处置部分资产，控制投资支出规模，资本支出压力减轻，筹资活动产现金净流出增加。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入 1477.99 亿元，同比增长 0.52%，同比变化不大；经营活动现金流出 1338.95 亿元，同比下降 2.83%，同比变化不大。综合上述因素 2023 年，公司经营活动现金净流入 139.04 亿元，同比增长 50.50%。2023 年，公司现金收入比为 102.17%，同比提高 0.02 个百分点，收入实现质量较高。2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额 139.04 亿元与净利润 -9.55 亿元差异较大，主要是公司承担各项资产折旧、摊销和资产减值准备影响。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入 42.85 亿元，同比增长 147.82%，主要系处置部分资产收到现金增加所致；投资活动现金流出 42.80 亿元，同比下降 57.05%，主要系长期投资减少所致。2023 年，公司投资活动现金净流入 0.06 亿元，同比净流出转为净流入。

2023 年，公司筹资活动前现金流量净额为 139.10 亿元。从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入 450.86 亿元，同比增长 7.15%，主要系借款收到现金增加所致；筹资活动现金流出 600.18 亿元，同比增长 26.18%，主要系偿还借款支出增加所致。2023 年，公司筹资活动现金净流出 149.32 亿元，主要系司吸收投资及借款净流入同比减少所致。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 1.32 亿元；投资活动现金流净额为 -10.23 亿元；筹资活动现金流净额为 9.89 亿元。

图表 31 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	1312.20	1470.29	1477.99
经营活动现金流出小计	1307.19	1377.91	1338.95
经营活动现金流量净额	5.01	92.38	139.04
投资活动现金流入小计	13.15	17.29	42.85
投资活动现金流出小计	182.63	99.63	42.80
投资活动现金流量净额	-169.48	-82.34	0.06
筹资活动前现金流量净额	-164.46	10.04	139.10

筹资活动现金流入小计	643.55	420.79	450.86
筹资活动现金流出小计	420.71	475.66	600.18
筹资活动现金流量净额	222.83	-54.87	-149.32
现金收入比	102.68%	102.15%	102.17%

资料来源：Wind

2 偿债指标变化

2023 年，公司经营亏损，偿债能力指标表现一般，但公司积极加强流动性管理，经营获现情况较好，同时，公司维持了良好的外部融资，剩余可用授信额度充裕，为公司对冲猪周期价格波动风险亦提供了有力支撑。

从短期偿债能力指标来看，截至 2023 年末，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度较弱。同期，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务同比均有所提升。截至 2023 年末，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标来看，2023 年，公司 EBITDA 为 62.26 亿元，同比增长 8.92%。从构成看，由于公司 2023 年经营业绩不佳，其利润总额为-6.82 亿元，因此，公司 EBITDA 主要由折旧和计入财务费用的利息支出构成。2023 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.84 倍下降至 2.82 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 12.74 倍下降至 12.00 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱；同期，随着公司经营性现金流净额的大幅增加，经营现金/全部债务、经营现金/利息支出同比均有所提升。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

图表 32 • 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债能力	流动比率	94.39%	71.43%	56.51%
	速动比率	51.22%	35.46%	32.35%
	经营现金/流动负债	1.36%	18.56%	25.23%
	经营现金/短期债务（倍）	0.02	0.30	0.38
	现金类资产/短期债务（倍）	0.69	0.39	0.32
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	-17.19	57.16	62.26
	全部债务/EBITDA（倍）	-41.05	12.74	12.00
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.13	0.19
	EBITDA/利息支出（倍）	-1.20	2.84	2.82
	经营现金/利息支出（倍）	0.35	4.59	6.29

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 21.78 亿元。上述担保形成的原因为，公司转让部分公司股权，相关主体将不再纳入公司合并范围，公司为上述主体借款提供的担保，形成公司对外担保。对外担保余额与公司规模相比较小，代偿风险对公司影响不大。

截至 2023 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2024 年 3 月末，公司已获各金融机构授信额度为 834.35 亿元、未使用额度为 295.24 亿元，2023 年 3 月末的授信额度为 912.43 亿元、未使用 328.12 亿元，授信额度小幅下降，整体间接融资渠道仍畅通；同时公司作为上市公司，具有直接融资能力。

3 本部财务分析

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至 2023 年末，公司本部资产规模较上年末有所增长，以流动资产为主；负债规模较上年末有所增长，以流动负债为主；所有者权益规模较大，权益结构稳定性较强。2023 年，公司本部收入、利润及经营性现金流量规模较小。

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至 2023 年末，公司本部资产总额 1075.95 亿元，较上年末增长 5.55%。其中，流动资产 871.80 亿元（占比 81.03%），非流动资产 204.15 亿元（占比 18.97%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.18%）、其他应收款（合计）（占 92.56%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.67%）构成。截至 2023 年末，公司本部货币资金为 62.60 亿元。

截至2023年末，公司本部负债总额858.30亿元，较上年末增长7.27%。其中，流动负债671.13亿元（占比78.19%），非流动负债187.17亿元（占比21.81%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占7.55%）、其他应付款（合计）（占82.44%）、一年内到期的非流动负债（占9.87%）、构成；非流动负债主要由长期借款（占55.02%）、应付债券（占44.91%）构成。公司本部2023年末资产负债率为79.77%，较2022年末提高1.28个百分点。截至2023年末，公司本部全部债务304.22亿元。其中，短期债务占38.52%、长期债务占61.48%。截至2023年末，公司本部全部债务资本化比率58.29%，公司本部债务负担一般。

截至2023年末，公司本部所有者权益为217.65亿元，较上年末下降0.71%，在所有者权益中，实收资本为45.46亿元（占20.89%）、资本公积合计115.36亿元（占53.00%）、未分配利润合计24.42亿元（占11.22%）、盈余公积合计11.48亿元（占5.27%）。

2023年，公司本部营业总收入为6.47亿元，利润总额为-3.41亿元。同期，公司本部投资收益为7.09亿元。

现金流方面，2023年，公司本部经营活动现金流净额为7.50亿元，投资活动现金流净额-4.58亿元，筹资活动现金流净额-15.83亿元。

（六）ESG 方面

公司在 ESG 管理规范，并在能力范围内履行社会责任，公司 ESG 管理符合公司现阶段可持续发展要求。

根据公司披露的2023年社会责任报告：公司依据《公司法》《证券法》等相关法律法规建立了较为规范的法人治理结构，形成了职责分明及相互制衡的管理机制，未因公司治理问题被监管调查或受到监管处罚。公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，已建立环境保护相关机制，公司下属各生产单位均严格遵循环境影响评价制度及其他环境保护行政许可制度，及时办理了排污许可手续，并按时申请延续及年审。2023年公司猪产业投入环境治理保护费用共计33680万元，缴纳环境保护税179.43万元，猪产业粪污100%进行无害化处理。公司积极践行国家双碳战略，截至2023年末，公司共有运营光伏项目11个，年度发电量1631万千瓦时，折合减排二氧化碳15638吨。社会责任方面，将履行社会责任作为公司战略的重要内容之一，制定科学的、详细的、可操作的社会责任工作计划，聚焦战略、经营、员工、环境和社会五大领域，截至2023年末，公司共有员工50517人，中高层中女性员工占比14.80%，建立了完善的人力资源管理制度和薪酬福利体系；公司关注并支持社会公益事业，积极推动乡村振兴“五五工程”，2023年公司对外捐赠金额661.1万元，履行了应尽的社会责任。

七、外部支持

公司实际控制人下属公司收购公司子公司股权，可为公司利润和流动性形成补充。公司作为农牧行业龙头企业，获得了政府在资金补贴、税收优惠等方面的大力支持，公司外部环境良好。

（一）股东支持

2023年12月16日，公司公告称其控股子公司北京新希望拟与公司实际控制人刘永好控制的海南晟宸签署交易协议，转让公司旗下食品深加工业务的运营主体，即德阳新希望67.00%的股权，本交易作价150080万元（详见本报告“重大事项”部分）。截至2024年1月30日，德阳新希望已完成工商变更。通过本次交易，公司合并层面获得股权转让收益104003.63万元，剩余股权按照公允价值计量产生的利得46305.67万元。实际控制人收购公司子公司股权为公司利润和流动性形成补充。

（二）政府补助

近年来，公司每年均获得了各级政府部门的多种补助，主要包括研发类补助、生产设施设备类补助、环保类补助、生产活动类补助以及其他类补助等。公司其他收益主要为计入当期损益的政府补助，2021—2023年，其他收益分别为2.48亿元、2.22亿元和2.47亿元。

（三）税收优惠

1 增值税

①公司下属国内饲料生产企业根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告2019年第39号），自2019年4月1日起，饲料产品生产销售适用税率调整为9%。另根据《财政部、国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121号）的规定，饲料企业生产销售符合其规定的饲料产品，则免征增值税。饲料企业销售饲料外的应税货物执行3%（小规模纳税人）或9%、13%（一般纳税人）的增值税税率。

②公司下属国内屠宰及肉制品加工企业根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起初级农产品适用税率调整为 9%，熟食及深加工产品适用增值税税率为 13%。

③公司下属国内养殖类企业根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条“农业生产者销售的自产农产品免征增值税”的规定免征增值税。

④公司下属国内贸易公司销售饲料产品及鲜活肉蛋产品免征增值税，其他产品根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起适用税率调整为 13%、9%。

⑤子公司四川新乐塑胶有限公司、淄博汇德饲料机械有限公司、成都枫澜科技有限公司根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起适用增值税税率为 13%。

⑥根据《财政部税务总局关于明确增值税小规模纳税人减免增值税等政策的公告》（财政部税务总局公告 2023 年第 1 号），自 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对月销售额 10 万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税；增值税小规模纳税人适用 3% 征收率的应税销售收入，减按 1% 征收率征收增值税；适用 3% 预征率的预缴增值税项目，减按 1% 预征率预缴增值税。

⑦境外子公司中，在越南经营的子公司销售饲料产品、养殖业销售自产农产品免征增值税，处置废旧物资及固定资产的增值税率为 10%；斯里兰卡公司的增值税税率为 12%；新希望新加坡私人有限公司和新希望新加坡预混料有限公司在当地经营销售的商品及服务征收 8% 的 GST 消费税（增值税）；新希望南非有限公司饲料销售免征增值税，除此之外的应税项目增值税税率 15%；在印度尼西亚、孟加拉、菲律宾、柬埔寨、埃及等国经营的子公司销售饲料产品免征增值税。

2 企业所得税

①根据财政部、税务总局、国家发展改革委员会联合发布的《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号）文件的规定，“自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税”。公司设在西部地区的绵阳分公司及子公司中的遵义嘉好、宁夏新希望、重庆国雄、黔东南希望、曲靖国雄、贵阳新科、重庆新希望、开县新希望、泸州新希望、枫澜科技、世纪投资、玉林新希望、资阳嘉好、自贡恒博、兰州新希望、桂林新希望、彭山新希望、武隆新希望、蒲城新希望等企业适用 15% 的所得税税率。跨地区经营的总分公司所得税遵循“统一计算、分级管理、就地预缴、汇总清算、财政调库”原则，年终在母公司主管税务机关汇总汇算清缴。

②根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第一款、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条以及财税〔2008〕149 号文件的规定，公司下属肉食品加工行业的企业所从事的肉类初加工业务免征企业所得税；深加工业务所得税税率为 25%。

③根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第一款、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的规定，公司下属养殖行业的企业牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

④根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税，子公司合肥华盟生物技术有限公司、潍坊新希望六和饲料科技有限公司、成都世纪投资有限公司被认定为高新技术企业，执行 15% 的所得税税率。

⑤注册于香港的东显有限公司、香港新希望六和国际贸易有限公司执行 16.5% 的所得税税率。

⑥根据《财政部税务总局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》财税〔2020〕31 号的规定，企业属于注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 的税率征收企业所得税，海南新希望六和供应链科技有限公司适用 15% 企业所得税税率。

⑦公司境外子公司的企业所得税优惠政策。

八、债券偿还能力分析

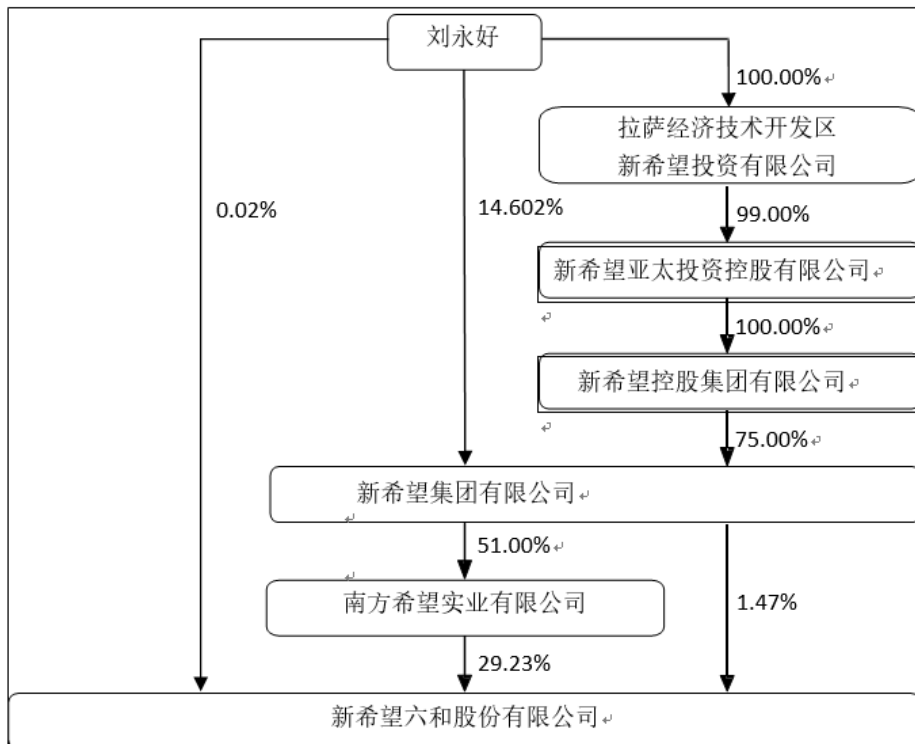
公司对“21 希望六和 MTN001(乡村振兴)”的偿还能力很强。

截至 2023 年末，本报告跟踪债券“21 希望六和 MTN001(乡村振兴)”余额 1.40 亿元，现金类资产为本报告跟踪债券余额的 83.62 倍，覆盖程度高。2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“21 希望六和 MTN001(乡村振兴)”余额的保障倍数分别为 1055.70 倍、99.31 倍和 44.47 倍，保障能力均属很强，考虑到公司所处行业周期底部，未来若行业回暖其盈利对债券的保障能力有望提升。

九、跟踪评级结论

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

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2023 年末）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东新希望六和集团有限公司	山东青岛	饲料、兽药	100.00%	--	同一控制下企业合并
新希望六和饲料股份有限公司	山东青岛	饲料生产、销售	24.00%	76.00%	同一控制下企业合并
四川新希望六和农牧有限公司	四川成都	饲料销售、投资	60.14%	14.76%	同一控制下企业合并
新希望新加坡私人有限公司	新加坡	贸易、投资	100.00%	--	投资设立
新希望国际控股（私人）有限公司	新加坡	贸易、投资	100.00%	--	投资设立
北京新希望六和生物科技产业集团有限公司	北京市	畜养殖、投资	99.00%	1.00%	投资设立
新希望六和食品控股有限公司	四川成都	投资、研发	100.00%	--	投资设立
杨凌本香农业产业集团有限公司	陕西咸阳	畜养殖、屠宰	58.06%	13.01%	非同一控制下企业合并
广汉国雄饲料有限公司	四川广汉	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
峨眉山新希望六和饲料有限公司	四川乐山	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
广元新希望六和农牧科技有限公司	四川广元	畜养殖	100.00%	--	投资设立
绵阳新希望六和农牧科技有限公司	四川绵阳	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
重庆铜梁新希望六和农牧科技有限公司	重庆铜梁	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
武隆新希望六和饲料有限公司	重庆武隆	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
昆明新希望农业科技有限公司	云南昆明	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
曲靖国雄饲料有限公司	云南曲靖	饲料生产、销售	90.00%	10.00%	同一控制下企业合并
芒市新希望农牧科技有限公司	云南德宏州	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
昆明新希望动物营养食品有限公司	云南昆明	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
遵义嘉好饲料有限公司	贵州遵义	饲料生产、销售	100.00%	--	同一控制下企业合并
遵义新希望六和农业科技有限公司	贵州遵义	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
海南新希望农业有限公司	海南海口	畜养殖	100.00%	--	投资设立
泰州新希望农业有限公司	江苏泰州	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
拉萨新希望实业有限公司	西藏拉萨	饲料生产、销售	55.00%	--	投资设立
北京新希望农牧科技有限公司	北京市	饲料生产、销售	75.00%	25.00%	投资设立
河北新希望饲料有限公司	河北辛集	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
宝鸡新希望农牧有限公司	陕西宝鸡	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
三原新希望饲料有限公司	陕西咸阳	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
梧州新希望六和饲料有限公司	广西梧州	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
广西新希望六和养殖有限公司	广西南宁	畜养殖	100.00%	--	投资设立
永州新希望六和饲料有限公司	湖南永州	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
怀化新希望六和饲料有限公司	湖南怀化	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
黄冈新希望饲料科技有限公司	湖北黄冈	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
鹰潭新希望饲料有限公司	江西鹰潭	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
宁夏新希望反刍动物营养食品有限公司	宁夏青铜峡	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
襄阳新希望六和饲料有限公司	湖北襄阳	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
广州六和饲料有限公司	广东广州	饲料生产、销售	61.00%	--	投资设立
四川新乐塑胶有限公司	四川乐山	编织袋生产、销售	100.00%	--	投资设立
江苏天成保健品有限公司	江苏海安	添加剂生产、销售	51.00%	--	投资设立
云南新希望六和养殖有限公司	云南昆明	畜养殖	100.00%	--	投资设立
西藏林芝新希望六和养殖有限公司	西藏林芝	畜养殖	60.00%	--	投资设立
山东禽旺养殖咨询有限公司	山东青岛	咨询、服务	80.00%	--	非同一控制下企业合并

青岛新航工程管理有限公司	山东青岛	工程项目管理	100.00%	--	投资设立
金橡树投资控股（天津）有限公司	天津市	贸易	100.00%	--	投资设立
天津鼎橙智子投资有限公司	天津市	投资	100.00%	--	投资设立
新希望六和投资有限公司	上海市	投资	75.00%	--	投资设立
成都枫澜科技有限公司	四川成都	添加剂生产、销售	75.00%	--	非同一控制下企业合并
武汉六和食品有限公司	湖北孝感	禽加工、销售	--	55.00%	投资设立
四川新希望六和科技创新有限公司	四川成都	检测、咨询	100.00%	--	投资设立
四川新希望动物营养科技有限公司	四川成都	饲料原料采购、销售	100.00%	--	投资设立
青岛新牧致和科技有限公司	山东青岛	机械制造、销售	20.00%	80.00%	投资设立
新泰新希望饲料有限公司	山东泰安	饲料生产、销售	24.00%	76.00%	投资设立
广东嘉好农产品有限公司	广东广州	饲料生产、销售	100.00%	--	投资设立
天津云翎企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	天津市	企业管理咨询	19.99%	0.03%	投资设立
厦门新希望六和农业供应链有限公司	福建厦门	农产品批发、货物进出口	80.00%	20.00%	投资设立
莒县新希望六和饲料有限公司	山东日照	饲料生产、销售	24.00%	76.00%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	149.71	117.40	117.06	114.15
应收账款（亿元）	10.75	12.86	12.69	16.73
其他应收款（亿元）	5.22	14.44	30.58	22.82
存货（亿元）	159.26	179.01	133.16	115.25
长期股权投资（亿元）	238.40	262.56	300.42	306.47
固定资产（亿元）	337.36	356.83	358.68	363.39
在建工程（亿元）	193.44	201.58	180.91	178.45
资产总额（亿元）	1327.34	1366.80	1296.11	1267.87
实收资本（亿元）	45.05	45.39	45.46	45.46
少数股东权益（亿元）	129.41	144.71	111.54	104.45
所有者权益（亿元）	464.80	437.15	359.30	329.31
短期债务（亿元）	218.01	303.16	367.65	370.34
长期债务（亿元）	487.61	425.08	379.54	392.67
全部债务（亿元）	705.63	728.24	747.19	763.01
营业总收入（亿元）	1262.62	1415.08	1417.03	239.08
营业成本（亿元）	1242.36	1321.13	1378.04	246.10
其他收益（亿元）	2.48	2.22	2.47	0.35
利润总额（亿元）	-90.91	-17.60	-6.82	-23.10
EBITDA（亿元）	-17.19	57.16	62.26	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1296.50	1445.43	1447.77	242.57
经营活动现金流入小计（亿元）	1312.20	1470.29	1477.99	250.08
经营活动现金流量净额（亿元）	5.01	92.38	139.04	1.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-169.48	-82.34	0.06	-10.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	222.83	-54.87	-149.32	9.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	123.38	112.27	81.39	--
存货周转次数（次）	7.87	7.81	8.83	--
总资产周转次数（次）	1.04	1.05	1.06	--
现金收入比（%）	102.68	102.15	102.17	101.46
营业利润率（%）	1.43	6.47	2.58	-3.11
总资本收益率（%）	-7.07	-0.05	0.99	--
净资产收益率（%）	-20.44	-4.34	-2.66	--
长期债务资本化比率（%）	51.20	49.30	51.37	54.39
全部债务资本化比率（%）	60.29	62.49	67.53	69.85
资产负债率（%）	64.98	68.02	72.28	74.03
流动比率（%）	94.39	71.43	56.51	53.00
速动比率（%）	51.22	35.46	32.35	31.54
经营现金流动负债比（%）	1.36	18.56	25.23	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.39	0.32	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.20	2.84	2.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	-41.05	12.74	12.00	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款中的暂借款/往来款计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算，2024 年 3 月末职务调整项使用 2023 年末数据；3. 2024 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 本报告 2023 年财务数据均使用 2023 年审计报告期末数据，2021—2022 年数据使用 2022—2023 年审计报告期初数据；5. “--”表示无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	107.72	75.69	62.86	60.62
应收账款（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.02
其他应收款（亿元）	693.01	763.84	806.09	815.21
存货（亿元）	0.40	0.43	0.21	0.13
长期股权投资（亿元）	137.32	170.72	201.44	201.68
固定资产（亿元）	0.22	0.26	0.23	0.23
在建工程（亿元）	0.02	0.02	0.00	0.00
资产总额（亿元）	946.47	1019.34	1075.95	1081.65
实收资本（亿元）	45.05	45.39	45.46	45.46
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	248.14	219.21	217.65	217.22
短期债务（亿元）	63.52	96.00	117.17	118.42
长期债务（亿元）	231.12	206.92	187.05	198.22
全部债务（亿元）	294.64	302.92	304.22	316.65
营业总收入（亿元）	9.30	8.95	6.47	1.05
营业成本（亿元）	8.38	8.37	6.20	1.14
其他收益（亿元）	0.02	0.06	0.23	0.08
利润总额（亿元）	9.69	-2.14	-3.41	-0.47
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.77	9.04	6.11	1.29
经营活动现金流入小计（亿元）	17.87	16.14	17.42	5.93
经营活动现金流量净额（亿元）	6.95	2.16	7.50	3.14
投资活动现金流量净额（亿元）	-125.06	-16.96	-4.58	-13.64
筹资活动现金流量净额（亿元）	174.53	-28.09	-15.83	8.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	42.87	1172.14	45.51	--
存货周转次数（次）	22.24	20.15	19.23	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	105.00	101.09	94.43	122.13
营业利润率（%）	9.56	6.05	3.84	-8.26
总资本收益率（%）	3.69	2.45	2.35	--
净资产收益率（%）	3.90	-0.95	-1.59	--
长期债务资本化比率（%）	48.22	48.56	46.22	47.71
全部债务资本化比率（%）	54.28	58.02	58.29	59.31
资产负债率（%）	73.78	78.49	79.77	79.92
流动比率（%）	172.65	142.60	129.90	131.76
速动比率（%）	172.57	142.53	129.87	131.74
经营现金流动负债比（%）	1.49	0.36	1.12	--
现金短期债务比（倍）	1.70	0.79	0.54	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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