

信用评级公告

联合〔2022〕1369号

联合资信评估股份有限公司通过对湖南湘佳牧业股份有限公司及其拟公开发行的可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南湘佳牧业股份有限公司主体长期信用等级为A⁺，湖南湘佳牧业股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二二年三月二日

湖南湘佳牧业股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：A⁺

本次可转换公司债券信用等级：A⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本次可转换公司债券发行规模：不超过 6.40 亿元（含）

本次可转换公司债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

募集资金用途：1350 万羽优质鸡标准化养殖基地项目、1 万头种猪养殖基地项目以及补充流动资金

评级时间：2022 年 3 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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

评级观点

湖南湘佳牧业股份有限公司（以下简称“公司”）作为湖南省优质家禽全产业链供应商，在屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营各环节有丰富经验，且在冰鲜销售渠道和客户质量等方面具有竞争优势。2020 年 4 月，公司成功上市，资本实力进一步加强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业存在上下游价格波动频繁等多种风险、采购集中度较高、未来资本性支出压力较大、面临流动性压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 6.40 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

未来，随着公司募投项目的投产，公司将进一步扩大黄羽肉鸡养殖规模，同时完善公司在生猪养殖领域的布局，公司综合竞争实力有望进一步加强。

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

优势

- 产业链较完善。**公司拥有多年黄羽肉鸡养殖经验，为湖南省内大型的优质家禽供应商，业务环节覆盖养殖、屠宰、销售全产业链。同时，公司已形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营等多环节的运营经验。
- 冰鲜销售渠道稳步扩展，客户资源优质。**截至 2021 年 9 月底，公司冰鲜产品进入的超市系统和门店数量分别为 172 家和 3344 家，冰鲜禽肉产品销售网络已覆盖 28 个省市，主要客户包括永辉超市、家乐福、欧尚、大润发、沃尔玛、华润万家等大型超市集团以及盒马鲜生、7FRESH 等新零售连锁超市。
- 上市后公司资产规模显著提升、产能明显扩张。**公司 2020 年 4 月成功上市，截至 2020 年底，公司现金类资产合计

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		A ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	行业风险	3
			宏观和区域风险	2
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
未来资本性支出压力较大				-1

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

分析师：华艾嘉 李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

6.62 亿元，较上年底增长 2.45 倍；截至 2021 年 9 月底，公司活禽产能由 2019 年底的 5000 万羽/年增至 7600 万羽/年，屠宰产能由 2019 年底的 3 万吨/年增至 8 万吨/年。

关注

- 采购集中度较高。**2018—2020 年，公司前五名供应商采购金额占采购总额的比例分别为 33.39%、38.45%和 31.61%，全部为饲料（原料）、鸡鸭分割品和冰鲜，如上游供应商不能按需供应或出现产品质量安全等问题，将对公司的经营产生不利影响。
- 公司所处行业上下游价格面临频繁波动等多种风险，加大了公司经营管控难度。**公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游禽类产品价格容易发生周期性波动，生产过程中还面临疫病、食品安全等风险，公司面临盈利能力和经营获现能力大幅波动的风险。截至 2021 年底，小麦、玉米和豆粕价格分别为 2832.40 元/吨、2624.30 元/吨和 3539.20 元/吨，较年初分别增长 17.72%、44.80%和 26.07%。根据公司发布的《湖南湘佳牧业股份有限公司 2021 年度业绩预告》，2021 年公司归属于上市公司股东的净利润为 0.22 亿元~0.28 亿元，同比下降 87.39%~83.95%。原材料成本上涨对公司盈利水平影响大。
- 未来资本性支出压力较大，存在项目收益不达预期风险。**公司在建、拟建项目投资方向以肉鸡、肉猪、种猪养殖以及配套饲料生产和屠宰产能为主。截至 2021 年 9 月底，公司在建项目未来仍需投资 6.57 亿元，拟建项目计划投资总额为 2.60 亿元。公司主要项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。若未来项目建设进度不达预期或遇到生猪行业周期性下行、公司在肉猪养殖、加工和销售渠道方面积累不足，都可能使公司面临经营下行风险。
- 公司面临流动性压力。**截至 2021 年 9 月底，公司受限资产合计占资产总额的 41.65%，全部为固定资产和无形资产；公司全部债务 4.70 亿元，其中短期债务占 55.68%，债务结构有待优化；现金类资产合计 2.47 亿元，规模较小。公司共计获得银行授信额度 6.52 亿元，未使用额度为 2.20 亿元，可用授信余额有限。随着经营规模的扩张营运资金需求增加，公司面临较大的流动性压力，融资渠道有待拓宽。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	1.12	1.92	6.62	2.47
资产总额（亿元）	11.04	13.34	23.78	26.76
所有者权益（亿元）	6.05	8.34	16.34	16.40
短期债务（亿元）	1.52	0.71	2.00	2.62
长期债务（亿元）	0.84	1.06	1.06	2.08
全部债务（亿元）	2.36	1.77	3.06	4.70
营业收入（亿元）	15.14	18.78	21.90	21.86
利润总额（亿元）	1.18	2.33	1.77	-0.06
EBITDA（亿元）	1.90	3.06	2.66	--
经营性净现金流（亿元）	1.83	3.02	1.61	-0.94
营业利润率（%）	31.84	37.83	27.61	17.53
净资产收益率（%）	19.05	27.49	10.42	--
资产负债率（%）	45.18	37.45	31.30	38.72
全部债务资本化比率	28.07	17.50	15.76	22.29
流动比率（%）	117.21	168.30	208.77	147.94
经营现金流动负债比	50.11	90.42	28.40	--
现金短期债务比（倍）	0.74	2.70	3.31	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	13.58	24.59	23.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.24	0.58	1.15	--
母公司口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	9.93	11.66	21.13	--
所有者权益（亿元）	5.39	7.29	15.83	--
全部债务（亿元）	2.18	1.70	2.50	--
营业收入（亿元）	12.14	15.46	17.76	--
利润总额（亿元）	0.96	1.93	2.36	--
资产负债率（%）	45.75	37.50	25.08	--
全部债务资本化比率	28.77	18.91	13.62	--
流动比率（%）	130.85	178.56	294.26	--
经营现金流动负债比	44.91	89.39	8.76	--

注：1. 公司合并口径 2021 年三季度财务报表未经审计，母公司 2021 年三季度财务报表未披露；
 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入相关债务指标核算
 资料来源：公司财务报告及提供数据，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
A+	稳定	2021/02/09	罗峤 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	--

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

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受湖南湘佳牧业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师： 华艾茹

李敬之

联合资信评估股份有限公司

湖南湘佳牧业股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

湖南湘佳牧业股份有限公司（以下简称“湘佳股份”或“公司”）前身系原湖南双佳农牧科技有限公司（以下简称“双佳农牧”）。双佳农牧系由喻自文、邢卫民于2003年4月共同出资组建，初始注册资本为800.00万元。经历次变更和股权转让，截至2012年3月31日，双佳农牧注册资本增至3050万元，并整体变更为现名，股东变更为喻自文、邢卫民等36位自然人以及湖南大靖双佳投资企业（有限合伙）（以下简称“大靖双佳”）与新疆唯通股权投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“新疆唯通”）两家合伙企业。

2020年4月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕41号文核准，公司公开发行2563.00万股人民币普通股并在深圳证券交易所上市（股票简称：湘佳股份，股票代码：002982.SZ）。截至2021年9月底，公司总股本为10188.00万股，其中喻自文与邢卫民合计持有公司股份占公司总股本的比例为45.16%，二人系一致行动人，为公司控股股东和实际控制人，所持有的公司股份均未质押。

公司经营范围：凭企业有效许可证从事鸡的饲养、畜禽良种繁殖服务；畜禽饲养、畜禽屠宰及销售；配合饲料（畜禽）加工销售；饲料原料收购、销售；速冻肉制品生产、销售；肉制品及副产品加工、销售；兽用生物制品销售；兽用化学药品（不含危险化学品）、中兽药销售；人工培植和来源合法的国家二级及省重点保护野生植物的移植、栽培；普种造林苗木、城镇绿化苗木；畜禽饲养设备销售；饲养技术服务；有机肥料及微生物肥料制造、销售。蛋类销售；互联网生活服务平台；互联网批发兼零售；畜禽收购及销售；冷藏车道路运输、装卸搬运和低温仓储；肉类进出口业务；检测服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2021年9月底，公司设供应部、集团财务部、饲料生产部、种禽事业部、肉禽事业部、活禽销售部、商超事业部、加工事业部等多个职能部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2020年底，公司合并资产总额23.78亿元，所有者权益16.34亿元（含少数股东权益0.29亿元）；2020年，公司实现营业收入21.90亿元，利润总额1.77亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额26.76亿元，所有者权益16.40亿元（含少数股东权益0.66亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入21.86亿元，利润总额-0.06亿元。

公司注册地址：湖南省石门县经济开发区天供山居委会夹山路9号；法定代表人：喻自文。

二、本次可转换公司债券概况

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“湖南湘佳牧业股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“本次可转换公司债券”），本次债券发行规模为不超过6.40亿元（含），债券期限为自发行之日起6年，转股期限为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次债券每张面值100元，按面值发行，采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次债券不提供担保。

（1）转股条款

转股价格

本次债券初始转股价格不低于募集说明书

公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

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

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

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

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

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 交易日均价

之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第 1 个交易日起重新计算。

本次债券最后 2 个计息年度，可转债持有人在回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权 1 次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若证监会、交易所的规定认定为是改变募集资金用途，或者被证监会、交易所认定为改变募集资金用途，本次债券持有人享有 1 次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利。在上述情形下，可

转债持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于1350万羽优质鸡标准化养殖基地项目、1万头种猪养殖基地项目和补充流动资金。后续募投项目的投产运营可扩大公司影响力、拓展公司产品市场，有助于进一步提高公司综合竞争力。

本次债券募集资金总额不超过 64000 万元（含），扣除发行费用后，拟全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金运用概况

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	内部收益率（%）	投资回收期（年）
一、1350 万羽优质鸡标准化养殖基地项目					
1	新铺镇千斤塔二分场鸡场	10792.00	10600.00	18.61	5.61
2	夹山镇汉丰村占家湾鸡场	7500.00	7400.00	19.11	5.51
3	夹山镇栗山村张家山鸡场	6000.00	5950.00	14.05	6.61
4	夹山镇浮坪村鸡场	6000.00	5950.00	11.53	7.38
小计		30292.00	29900.00	--	--
二、1 万头种猪养殖基地项目					
1	太平镇滚子坪种猪养殖场	10000.00	9700.00	20.34	3.57
2	太平镇天心园种猪养殖场	10000.00	9500.00	12.95	6.05
小计		20000.00	19200.00	--	--
三、补充流动资金		14900.00	14900.00	--	--
合计		65192.00	64000.00	--	--

资料来源：公司提供

1350 万羽优质鸡标准化养殖基地项目由公司实施，1 万头种猪养殖基地项目由公司全资子公司湖南泰森鲜丰食品有限公司（以下简称“泰森鲜丰”）实施。以上项目均在湖南省石门县境内。项目建成投产后，将进一步扩大公司黄羽肉鸡养殖规模，同时完善公司在生猪养殖领域的布局，与公司家禽与生猪屠宰产业链相配套，进而提高公司的竞争力。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、

积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长¹5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均

平均增长率，下同。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何

增速来看,上半年我国经济稳定修复,一、二季度分别增长 4.95%、5.47%;三季度两年平均增速回落至 4.85%,主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致;随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进,供给端限电限产的约束有所改善,四季度经济增长有所加快,GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中,第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年,第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%,均高于疫情前 2019 年的水平,恢复情况良好;第三产业增加值两年平均增速为 5.00%,远未达到 2019 年 7.20%的水平,主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2 2017—2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率,表中其他指标增速均为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局,内生增长动能偏弱。消费方面, 2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元, 同比增长 12.50%; 两年平均增速 3.98%, 与疫情前水平 (2019 年为 8.00%) 差距仍然较大, 主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面, 2021 年全国固定资产投资 (不含农户) 54.45 万亿元, 同比增长 4.90%; 两年平均增长 3.90%, 较疫情前水平 (2019 年为 5.40%) 仍有一定差距。其中, 房地产开发投资持续走弱; 基建投资保持低位运行; 制造业投资持续加速, 是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面, 海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年, 我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元, 达到历史最高值。其中, 出口金额 3.36 万亿美元, 同比增长 29.90%; 进口金额 2.69 万亿美元, 同比

增长 30.10%; 贸易顺差达到 6764.30 亿美元, 创历史新高。

2021 年, CPI 温和上涨, PPI 冲高回落。

2021 年, CPI 同比上涨 0.90%, 扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%, 总体呈现波动上行的态势; 2021 年 PPI 同比上涨 8.10%, 呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位, 而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大, 煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制, 带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年, 社融增速整体呈现高位回落的态势, 货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末, 社融存量余额为 314.13 万亿元, 同比增长 10.30%, 增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看, 人民币贷款是主要支撑项; 政府债券同比大幅下降, 但

显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适

当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业分析

1. 行业概况

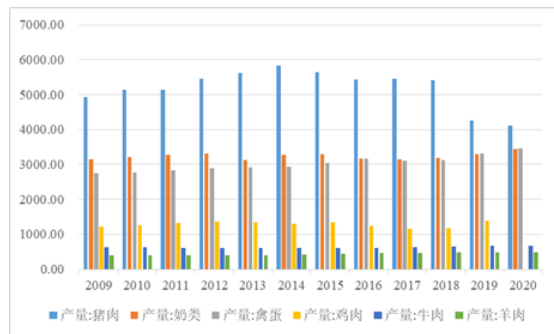
近年来，我国畜禽养殖行业周期性明显，呈现出规模化、标准化、集约化的发展趋势。

近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

畜禽养殖行业受行业分散及市场供求关系的影响，存在较为明显的周期性。且由于我国黄羽鸡与生猪市场目前集中度水平仍相对较低，行业市场占有率较高的小规模养殖企业及散户一般依据短期内市场价格走势进行投资决策，易受市场趋势影响，因此容易造成市场供给过剩或不足，最终导致市场价格下跌或上涨，呈现“价高进入、价低退出”的经营现象。

鸡肉产量方面，受祖代鸡引种受限影响，鸡肉产量自 2015 年起持续下降至 2017 年的 1160.00 万吨，为近十年来最低点。2018 年鸡肉产量与上年持平。2019 年我国鸡肉产量 1380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系替代猪肉消费缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

图1 2009—2020年我国各主要畜禽产品产量
(单位:万吨)



资料来源: Wind

2. 肉鸡养殖

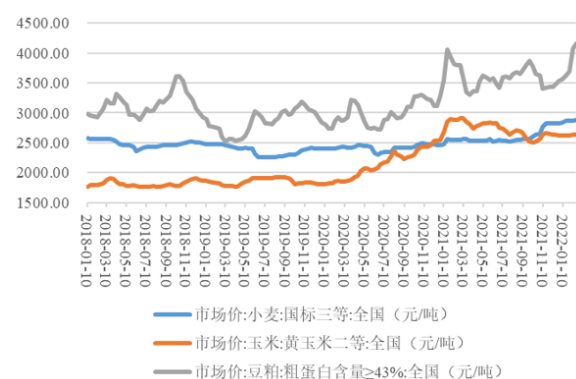
我国肉鸡养殖规模化养殖程度高,近年来祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量不断增长,2020年达到历史高位。受新冠肺炎疫情防控因素影响,2020年我国鸡肉消费动力不足,行业景气度随之下降,供应端放量叠加需求端收缩,行业整体呈现出产能过剩的状态。

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡,在鸡肉产量中的占比分别约为60%、36%和4%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言,白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点,多用于快餐市场;黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点,多用于鲜食市场。近年来,年出栏5万羽以下的肉鸡养殖户不断减少,5万羽以上的规模化养殖户逐渐增多,2019年我国肉鸡规模化率已超79%,远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大,普通散养户很难与之竞争,特别是在面对H7N9、H5N8等突发事件时,规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制,能够有效化解风险。

禽畜养殖业的上游为农作物生产行业,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%,养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。

玉米、豆粕等原材料价格自2020年以来呈上升态势并于2021年维持高位震荡。截至2020年末,小麦(玉米价格高企时作为替代料)、玉米和豆粕价格分别为2461.40元/吨、2547.80元/吨和3291.80元/吨,较年初分别增长2.24%、40.70%和16.13%;截至2021年底,小麦、玉米和豆粕价格分别为2832.40元/吨、2624.30元/吨和3539.20元/吨,较年初分别增长17.72%、44.80%和26.07%。原材料价格高位运行对养殖企业的成本控制形成较大压力。

图2 中国小麦、玉米、豆粕市场价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

产能方面,我国祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量自2017年跌入低点后开启上行通道,2018—2019年,我国祖代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长3.3%和14.3%,2019年底存栏量达143万套,为2014年以来新高,主要是非洲猪瘟带来的替代性需求刺激了包括黄羽肉鸡在内的禽养殖行业产能的大幅增加;父母代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长5.2%和11.6%,2019年底存栏量达4100万套,为2012年以来新高。2020年,行业内产能扩张仍有一定上冲惯性,根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据,2020年全国在产祖代黄羽肉种鸡存栏量达153.43万套,较上年增长4.66%;在产父母代黄羽肉种鸡年存栏量达4302.38万套,较上年增长4.35%,黄羽肉种鸡存栏处于历史高位。商品鸡出栏量方面,2018—2020年全国黄羽肉鸡出栏量约40亿只、49亿只和44亿只,呈波动增长状态。

需求方面,近年来,我国禽流感情况出现频繁,较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2017

去年底，我国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量下降，鸡肉消费量为1191万吨，同比下降6.43%。2018年，我国鸡肉消费量为1197万吨，同比变化不大。2019年，受非洲猪瘟带来的替代性需求增加影响，我国鸡肉消费量约1400万吨，同比增长16.96%。2020年，受新冠肺炎疫情防控因素影响，交通不畅，餐饮消费停滞，消费动力不足，肉鸡行业景气度随之下降。供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现产能过剩的状态。

图3 近年来白条鸡平均批发价变动趋势



资料来源: Wind

价格方面，受2015—2018年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至2016年底，白条鸡平均批发价格为14.44元/公斤。截至2017年底，白条鸡平均批发价格上涨至15.41元/公斤，随后延续上涨态势。截至2018年底，白条鸡平均批发价格上涨至16.51元/公斤，较上年同期增长7.14%。截至2019年底，白条鸡平均批发价格上涨至18.79元/公斤，较上年同期增长13.81%，成为近年来的最高点。2020年以来，白条鸡平均批发价格逐步回落，截至2020年底已下降至16.43元/公斤，全年平均价为16.82元/公斤。2021年初，白条鸡价格小幅回升，但全年维持低位徘徊，全年平均价为17.23元/公斤，高于2020年景气度，但未回升至2019年高点。

竞争格局方面，我国黄羽肉鸡行业集中度总体呈逐步上升的趋势。温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”）作为我国最大的黄羽肉鸡生产企业，2019—2020年黄羽肉鸡销量分别为9.25亿只和10.51亿只，分别占当年全国黄羽肉鸡出栏量的18.88%和23.71%。江苏

立华牧业股份有限公司2019—2020年黄羽肉鸡销量分别为2.89亿只和3.23亿只，分别占当年全国黄羽肉鸡出栏量的5.90%和7.29%，位居行业第二。一般而言，祖代肉种鸡养殖集中度大于父母代肉种鸡，父母代肉种鸡养殖集中度大于商品代肉种鸡，未来行业资源将逐步向具备祖代肉种鸡繁殖能力的头部企业集中。

3. 行业政策

近年来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和调控养殖产能恢复常态，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。

（1）“生猪养殖北上”政策

2019年9月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。

（2）环保类政策

2018年1月，农业部办公厅印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平。

（3）调控养殖产能类政策

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、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、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，中国发布《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》，即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正常水平，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地相关政策可

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，将以能繁母猪存栏量变化率为核心调控指标，坚持预警为主、调控兜底、及时介入、精准施策的原则，更好发挥政策调控的保障作用，稳固基础生产能力，有效防止生猪产能大幅波动。各省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团（以下简称“各省份”）能繁母猪保有量的确定以《农业农村部关于印发2020—2021年生猪稳产保供任务目标的通知》（农牧发〔2020〕11号）中各省份2021年生猪存栏目标的10%为基础，结合各地生产实际，确定能繁母猪正常保有量；以能繁母猪正常保有量的90%为标准，确定最低保有量，保持能繁母猪合理存栏水平，针对种猪生产供应、新生仔猪数量或生猪存栏量出现异常情况的调控，及时采取应对措施，加强政策支持，使核心群存栏量尽快回归到合理水平。

此外，方案还确立了生猪规模养殖产能的调控方式：各地需确保生猪产能总体稳定，并依托于全国生猪规模养殖场监测系统，对各地规模养殖场进行动态监测。对年设计出栏1万头以上的规模猪场和国家生猪核心育种场，按照猪场自愿加入并配合开展产能调控的原则，建立国家级生猪产能调控基地。产能调控基地依法优先享受相关生猪生产支持政策。

4. 行业关注

畜禽疾病发生和传播风险。作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

环保压力增大。肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日

益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

食品安全事件频发。近年来，我国畜牧产业一次次受到食品安全事件的冲击，“三聚氰胺”“瘦肉精”等事件不断影响消费者对于国内畜产品的信心，同时也给广大畜禽养殖户带来了巨大的损失。国家对食品安全制定的相关法规和消费者对食品安全的要求将促使肉鸡和肉猪养殖企业更加严格地控制其养殖环节的食品安全。

5. 未来发展

近年来，我国畜禽养殖行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司总股本为10188.00万股，其中喻自文与邢卫民合计持有公司股份占公司总股本的比例为45.16%，二人系一致行动人，为公司控股股东和实际控制人，所持有的公司股份均未质押。

2. 企业规模和竞争力

作为优质家禽全产业链供应商，公司产业链较完善，且在冰鲜销售渠道和客户质量等方面具有竞争优势。

公司拥有多年黄羽肉鸡养殖经验，为湖南省内大型的优质家禽养殖、屠宰、销售全产业链供应商。同时，公司已形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营等多环节的运营经验。截至2021年9月底，公司自有养殖场31个（25个标准化养殖基地和6个种鸡场），代养种鸡场2个，商品鸡鸭代养户1079户。目前公司主要客户包括永辉超市、家乐福、欧尚、大润发、沃尔玛、华润万家等大型超市集团以及盒马鲜生、7FRESH等新零售连锁超市。公司冰鲜禽肉产品销售网络已覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东、广西、陕西和辽宁等28个省市，活禽产品销往湖南、湖北、河南和广东等省市。2020年，公司商品肉鸡销量2673.43万羽，冰鲜产品销量6.22万吨。2021年1—9月，公司活禽销量2498.63万羽，冰鲜产品销量5.59万吨。

3. 养殖技术

公司在饲料研发生产、种鸡与肉鸡养殖、屠宰加工及冰鲜保质等方面建立了完善的技术管理体系。

公司种禽、肉禽饲养主要使用自行研发、生产的饲料。公司对饲料原料品质的挑选、添加剂的使用、加工设备的选择等多方面进行严格把关，对饲料营养成分、安全水平、环保情况等各方面品质进行跟踪监测。公司通过构建较完善的饲料品控体系，严格监控饲料原料质量和饲料成品质量，从源头保障了饲料的质量安全和家禽成品的食品安全。

公司建立了高标准、全封闭的标准化养殖基地。标准化养殖是目前肉鸡养殖业最先进的生产方式之一，具有改善养殖条件、提高生产性能、降低疫病发病率、提升产品质量等优势。

公司拥有年产8万吨的标准家禽屠宰生产线，通过电麻、放血、浸烫、人工掏膛、内外冲

洗、水冷、风冷系统等一系列标准化屠宰加工流程，禽肉的肉质与食品安全获得了有效保证。目前，公司积极采用国际流行的热收缩膜包装技术，经收缩包装后的产品具有外观精美、包装成本低、密封、防尘、防潮等优点，可进一步延长冰鲜鸡的保质期。公司制订冷链物流管理制度，从屠宰出库到销售做到全程冷链保存，从装卸车辆、运输、贮存每个环节温度都保证在0~4摄氏度，确保产品质量。公司屠宰加工及冰鲜保质技术在黄羽肉鸡行业内处于先进水平。

2018年，公司与中国农业大学签订《院士专家工作站合作框架协议》，建设吴常信院士专家工作站，在共同研发湘佳鸡选育的核心技术、关键共性技术并实现成果产业化应用等方面展开合作。公司通过与国内高校、科研院所合作开展科研项目，为公司发展提供了有力的技术支撑。

目前，公司的饲料生产、种禽的养殖、商品代肉禽的生产、肉禽的屠宰加工等生产技术均处于稳定成熟的大批量生产阶段。

4. 人员素质

公司高级管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至2021年9月底，公司董事、监事及其他高级管理人员共15人。其中董事9人（含董事长1人、副董事长1人、独立董事3人、其他非独立董事4人）、监事3人、非董事高级管理人员3人。

喻自文先生，1967年出生，中国国籍，中共党员，本科学历；历任石门县亚飞农牧科技有限公司执行董事和经理、双佳农牧董事长、总经理。2012年6月至今任公司董事长兼总裁。

截至2021年9月底，公司人员构成以市场及营销人员、生产制造人员和养殖人员为主，受教育程度以中专及以下为主，年龄结构较合理，能够满足公司日常生产经营需要。

表3 截至2021年9月底公司员工构成情况

类别	构成	数量（人）	占比（%）
专业构成	行政	296	4.27

	研发	21	0.31
	财务	174	2.51
	采购	28	0.40
	市场及营销	4212	60.78
	生产制造	1360	19.62
	防疫	58	0.84
	养殖	781	11.27
教育程度	本科及以上	194	2.80
	大专	461	6.65
	中专及以下	6275	90.55
年龄构成	35 岁及以下	1370	19.77
	36~45 岁	2351	33.92
	46 岁及以上	3209	46.31

注：合计数与各数之和有差异，系四舍五入造成

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码: 91430700748364904T)，截至2022年1月7日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

公司无在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《证券法》和其他有关规定，设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

股东大会是公司的权力机构，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，修改公司章程等。

公司董事会设9名董事，其中董事长1名，副董事长1名，独立董事3名；董事长和副董事长由董事会全体董事的过半数选举产生。董事由股

东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会对股东大会负责，其职权包括召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、决定公司内部管理机构的设置、制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，设主席1人。监事会应包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会的职权包括检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等。

公司设总裁1名，副总裁若干名，由董事会聘任和解聘，对董事会负责，总裁行使主持公司的生产经营管理工作等职权。

2. 管理水平

公司建立了符合自身发展需要的管理制度。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、投资管理、关联交易、安全生产和质量管理等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，根据《会计法》《企业会计准则》《企业财务会计报告条例》《企业会计制度》等有关法律和法规，结合具体情况，公司制定了一系列财务管理规定以及相关的操作流程。上述规定和操作流程在资产管理、费用控制等方面均作出了详细的、具有操作性的规定，并明确规定了财务报告编制方案、重大财务事项的判断和处理，规范了公司的会计核算和财务基础管理。

投资方面，为规范公司的对外投资行为，控制投资风险，提高投资收益，实现投资决策规范化、科学化、制度化，维护公司、股东和债权人的合法权益，公司制定了《对外投资管理制度》明确了对外投资的类型和权限、决策程序、投资

的实施与管理以及对外投资的转让与回收等方面规定。

关联交易方面，公司在《公司章程》中对关联交易决策权力与程序做出了规定，就关联股东或利益冲突董事在关联交易表决中的回避制度做出了规定。同时，《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《关联交易管理制度》、《防范控股股东及关联方占用公司资金管理制度》等公司治理文件中明确了关联交易决策的程序。

安全生产和质量管理方面，公司制定了《质量管理手册》《种禽场管理制度》《种蛋回收标准》《孵化场管理制度》《鸡苗质量标准》《饲料生产管理制度》《饲料原料内控标准》《饲料产品质量标准》《肉鸡回收质量标准》《肉鸡屠宰操作规程》《冰鲜禽产品质量标准》等与质量控制相关的内控制度，涵盖种禽繁育、饲料生产、家禽养殖、禽蛋孵化、屠宰加工、冷链物流等各生产环节。

3. 质量控制

公司具有全面的食品质量控制和养殖疫病防治体系。

为保证产品品质和质量安全，公司建立了从饲料加工到鸡肉产品销售的食品质量标准及管理体系，涵盖种禽繁育、饲料生产、家禽养殖、禽蛋孵化、屠宰加工、冷链物流等各生产环节。

此外，公司建立了《食品安全控制流程与制度》，涵盖冰鲜产品采购、食品检测、储存、运输、保管等环节，同时针对各环节建立了《冰鲜产品供应商准入、评估、动态考核制度》《取样检测程序》《冷鲜食品安全内控标准》《屠宰质量管理体系》《冷链物流配送管理规定》等具体标准及制度，从源头保证外购冰鲜产品的食品安全，从流程保证公司屠宰和运输安全。

防疫是家禽养殖的关键一环，规模化的黄羽肉鸡养殖企业对养殖环境有较高的要求和依赖。经过多年家禽养殖经验的积累，公司建立了疫情防控体系和疫情应急处理制度。该系统从禽苗质量控制、饲养原料控制、养殖环境控制、

饲养管理控制着手，全面提高鸡只抗病力。在防疫体系上，坚持全进全出饲养方式，并制定了合理的免疫程序和用药制度。各养殖基地根据发病历史和疫病流行特点，制定合理的用药制度，有计划地在饲料中添加维生素、氨基酸、益生菌、酶制剂等生物技术产品。在国内发生H7N9疫情等重大疫病时，公司通过有效的防控手段、先天的环境隔离优势和先进的生物安全技术，未发生过重大疫情。

七、重大事项

公司首次公开发行股票。

经中国证券监督管理委员会《关于核准湖南湘佳牧业股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可〔2020〕41号）核准，并经深圳证券交易所《关于湖南湘佳牧业股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》（深证上〔2020〕318号）同意，公司向社会公众公开发行人民币普通股（A股）股票2563万股，发行价为每股人民币29.63元，交易发行的人民币普通股股票于2020年4月24日起在深圳证券交易所上市。本次募集资金净额为64563.57万元，募集资金用于1250万羽优质鸡标准化养殖基地建设、年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目、偿还银行贷款和补充流动资金。截至2021年6月底，已累计投入使用的募集资金金额为44590.42万元。

八、经营分析

1. 经营概况

活禽及鸡鸭肉冰鲜产品是公司收入和利润的主要来源。2018-2020年，公司加深与商超合作，高毛利率的冰鲜业务占比上升，公司营业收入持续增长；2020年，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场价格低迷导致活禽业务亏损，叠加饲料原料成本上涨压力无法传导到消费端，公司毛利率同比下降。2021年1-9月，公司产能提升，经营扩大，收入同比增长；但活禽价格持续低迷，叠加饲料原材料价格上涨拉升成本，

以及公司开拓冰鲜产品新市场、新渠道过程中相关费用和促销活动支出增加，公司利润总额同比转负。

公司的主营业务为种禽繁育、家禽饲养及销售，禽类屠宰加工及销售等，主要产品包括以黄羽肉鸡为主的活禽及鸡鸭肉冰鲜产品。

活禽和鸡鸭肉冰鲜产品是公司收入和利润的主要来源。近年来，公司大力拓展冰鲜禽肉销售模式，与众多大型超市和新零售连锁商店进行合作，进入的超市门店数量增加，冰鲜业务收入占主营业务收入的比例持续上升。2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长20.25%。2019年，非洲猪瘟疫情提升了鸡肉的替代需求，黄羽肉鸡行业整体景气度较高；2020年，新冠肺炎疫情导致活禽市场大量关闭，消费者转向商超渠道，公司活禽业务收入下降，但高毛利率的冰鲜业务占比上升，拉升了公司的营业收入。2018—2020年，公司利润总额分别为1.18亿元、2.33亿元、1.77亿元，波动增长。2020年，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场价格低迷，

公司利润总额同比下降23.75%。2018—2020年，公司主营业务收入占营业收入的比例均超过98%，主营业务突出。

2018—2020年，公司活禽收入波动下降，年均复合下降6.61%；冰鲜收入持续增长，年均复合增长34.29%。2020年，活禽收入同比下降17.55%，冰鲜收入同比增长34.49%，主要系受新冠肺炎疫情影响，活禽市场大量关闭，消费者转向商超渠道，冰鲜产品量价齐升所致。2018—2020年，公司其他业务占主营业务收入的比例很小，对收入影响不大。

毛利率方面，2019年，受益于非洲猪瘟疫情提升了鸡肉的替代需求，黄羽肉鸡行业整体景气度较高，活禽与冰鲜业务毛利率同比分别上升2.50和5.07个百分点；2020年，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场大量关闭，销售价格低迷，叠加饲料原料成本上涨压力无法传导到消费端，拖累公司活禽业务毛利率转负，同时冰鲜业务毛利率同比下降8.60个百分点。受此影响，2018—2020年，公司主营业务毛利率波动下降。

表4 公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
活禽	5.71	38.29	18.44	6.04	32.63	20.94	4.98	23.12	-4.52	5.04	23.99	-3.14
冰鲜	8.80	58.99	41.75	11.80	63.73	46.82	15.87	73.64	38.22	13.56	64.56	24.88
其他业务	0.41	2.72	23.92	0.67	3.65	38.49	0.70	3.25	24.90	2.41	11.46	11.52
合计	14.92	100.00	32.34	18.51	100.00	38.08	21.55	100.00	27.91	21.00	100.00	16.63

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年1—9月，公司实现营业收入21.86亿元，同比增长42.37%，主要系产能提升、经营规模扩大所致。其中，其他业务收入占比提升较快，主要系公司2021年收购的湖南三尖农牧有限责任公司销售商品蛋业务收入所致。2021年1—9月，公司实现利润总额-0.06亿元，同比转为亏损，主要系活禽市场低迷、销售价格较低导致活禽业务亏损，叠加饲料原材料价格上涨拉升成本所致。

2. 业务经营分析

(1) 采购

公司主营业务成本以饲料原料为主。2018—2020年，公司对玉米和豆粕的采购量持续增长。受玉豆价格上涨影响，2020—2021年前三季度，公司增加对玉米有替代作用的小麦采购量。饲料原材料的采购价格持续快速上涨，公司成本控制面临较大压力。随着冰鲜销售网络发展，公司外采小部分生鲜和活禽以满足冰鲜业务需求。公司采购集中度较高。

公司所需采购物料包括饲料原料、饲料成品、外采活禽、外采生鲜、种禽苗和药品疫苗等。根据采购类别不同，公司采购流程稍有差异，具体情况如下：

饲料原料主要是玉米、豆粕等初级农产品。采购渠道方面，公司供应部根据肉鸡养殖计划直接向大型粮食供应商及当地粮食自然人供应商采购。公司要求供应业务员提供两家以上的比价资料和进货渠道，由供应部经理评审。同时建立供货商档案，每半年对所有供货商重新评估定级。由于公司具备直接收储资质，因此每当粮食收获季节，公司通过张贴告示的方式向当地发布收购信息，价格以当天实时公布的收购价格为准，收储阶段根据质量等级计价，当地粮食自然人供应商根据收购信息送货上门，经检测合格入库后通过银行转账付款。2018—2020年，公司饲料原料前五大供应商采购金额占饲料原料采购总额的比例分别为40.45%、43.63%和43.33%，采购集中度较高，供应商较稳定，全部为大型粮食供应商。

公司外购少量活禽全部用于屠宰，屠宰后作为冰鲜禽肉产品进行销售。公司销售部联合蛋禽事业部对外采供应商进行综合素质评审，参照公司《活禽收购流程》进行考核，公司最终选定信誉度高、质优价廉的供应商进行长期稳定的供货合作关系。采购部门与经过公司确定的外购活禽供应商签订《活禽供货合同》并严格按照合同约定进行合作。公司在外购活禽方面制定了严格的活禽采购质量控制标准和检疫程序，除了验收入库时提供的动物检疫合格证明、批次药残检测报告外，品控员也对现场活禽质量进行感官检验（毛色、重量、有无病死和伤残鸡鸭等方面），并且公司质检部将进行宰前检验和药残检测；另外，外购活禽只有通过宰后抽样复检合格后方可验收，不合格退货。2018—2020年，公司外购活禽供应商主要为澧县方圆鸭养殖专业合作社和自然人，前五大外购活禽供应商采购金额占活禽采购总额的比例分别为

69.66%、75.55%和67.45%，集中度高。公司外购活禽付款周期为30天，通过银行转账方式付款。

父母代种苗采购方面，公司种禽部根据商品代肉鸡养殖计划直接向父母代黄羽肉种雏鸡生产企业采购父母代黄羽肉种雏鸡。父母代黄羽肉种雏鸡生产企业负责将父母代黄羽肉种雏鸡运送至公司育雏场，公司不承担父母代黄羽肉种雏鸡运输的在途风险。

药品疫苗采购方面，公司黄羽肉鸡养殖所需药品、疫苗由供应部向国内药品、疫苗供应厂商采购。公司对药品、疫苗供应厂商采取合格供应商体系管理，由质量控制中心负责对药品（疫苗）的供应商进行严格的资格审查，供应商必须提供有效期内的兽药批准文号、省级兽药监察所出具的检验合格的《检验报告书》和生产许可证、GMP证书、营业执照、质量承诺书。每批药品购入后，由服务部保管员负责检验药品的品名、批号、有效期、外包装、药品有无结块、沉淀及其他异样情况。只有通过资格审查、生产厂家审查、产品审查和疗效审查后方可进入供应商体系，与公司签订《采购合同》。

公司外购的生鲜禽肉主要为冰鲜鸡、鸭及分割品和副产品。采购部门根据公司屠宰部填写的“采购申请单”与公司选定的外购冰鲜供应商签订供货合同并严格按照合同约定进行合作。公司在外购冰鲜禽肉方面也制定了严格的采购质量控制标准和检疫程序，供应商除了提供营业执照、动物检疫合格证明、家禽屠宰许可证、出厂检测合格报告、动物及动物产品运载工具消毒证明外，质检员现场对冰鲜产品质量进行感官检验（色泽、气味、大小等方面），并且公司及动物防疫监督机构将进行冰鲜群体和个体疫病检验和药残检验，合格后入库，不合格退货。2018—2020年，公司外购生鲜前五大供应商采购金额占生鲜采购总额的比例分别为93.04%、97.15%和87.46%，其中聊城市立海冷藏有限公司和高密市南洋食品有限公司合计采购金额占

生鲜采购总额的比例分别为82.52%、90.70%和76.90%，集中度很高。公司外购生鲜付款周期为月结，通过银行转账方式付款。

表5 公司采购物料成本情况

(单位: 亿元)

类别	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
饲料原料	4.78	4.96	7.04	8.40
饲料成品	0.50	0.52	1.12	1.84
活禽	0.47	0.59	0.60	0.57
生鲜	1.16	2.08	1.87	1.36
药品疫苗	0.48	0.48	0.58	0.57
父母代种苗	0.02	0.06	0.07	0.04
商品鸡苗	0.09	0.22	0.17	0.31
其他	0.45	0.60	1.62	1.99
合计	7.95	9.51	13.07	15.07

注: 饲料成品采购主要是供应子公司农牧科技有限公司(以下简称“浏阳湘佳”)的养殖所需

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

公司主营业务成本主要为采购物料成本, 2018—2020年, 物料成本分别为7.95亿元、9.51亿元和13.07亿元, 年均复合增长28.21%; 占营业成本的比例分别为77.32%、81.76%和82.70%。公司采购物料主要为饲料原料和生鲜, 合计约占采购物料成本的70%。

公司采购饲料原料主要为玉米和豆粕, 约占饲料原料采购成本的70%。公司根据原材料质量、价格调整采购量。2018—2020年, 玉米和豆粕采购量均持续增长, 分别年均复合增长7.70%和16.70%。饲料原料价格方面, 2020年, 玉米和豆粕采购均价分别同比增长12.36%和5.78%; 2021年1—9月, 受大宗商品价格上涨影响, 玉米和豆粕价格大幅提升, 较2020年采购均价分别增长24.31%和20.03%。玉米、豆粕以及菜枯、高粱、小麦、蛋白粉等原材料之间存在一定替代作用, 2020年和2021年1—9月, 公司增加对小麦的采购, 采购量分别为1.19万吨和10.95万吨。主要饲料原材料玉米、豆粕和小麦的采购价格均有不同程度上涨, 加大了公司成本管控难度。

表6 公司主要原料采购情况

名称	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
玉米	采购量(万吨)	12.01	12.12	13.93	3.05
	采购均价(元/吨)	2012.27	2033.92	2285.22	2840.79
	采购额(亿元)	2.42	2.47	3.18	0.87
豆粕	采购量(万吨)	3.51	3.83	4.78	4.31
	采购均价(元/吨)	3230.50	2881.89	3048.49	3659.06
	采购额(亿元)	1.13	1.10	1.46	1.58
小麦	采购量(万吨)	--	--	1.19	10.95
	采购均价(元/吨)	--	--	2456.37	2687.37
	采购额(亿元)	--	--	0.29	2.94

注: 公司子公司浏阳湘佳主要对外采购饲料成品, 耗用量未包含在上表中
资料来源: 公司提供, 联合资信整理

2018—2020年, 随着公司冰鲜销售网络发展, 产品需求快速增长, 公司外采生鲜数量年均复合增长26.93%, 采购金额分别占营业成本的11.26%、17.90%和11.80%。2020年, 外采生鲜金额占比下降, 主要系新冠肺炎疫情影响活禽销售, 公司加大自有活禽屠宰量用于冰鲜产品生产所致。

表7 公司生鲜采购情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
采购量(吨)	8619.48	12170.69	11332.14	7607.10
采购均价(元/千克)	13.43	17.11	16.46	17.84
采购额(亿元)	1.16	2.08	1.87	1.36

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

2018—2020年, 公司前五名供应商采购金额占采购总额的比例分别为33.39%、38.45%和31.61%, 全部为饲料(原料)、鸡鸭分割品和冰鲜, 公司采购集中度较高, 如上游供应商不能按需供应或出现产品质量安全等问题, 将对公司的经营产生不利影响。

(2) 生产

公司采取全产业链的经营模式, 在饲料生产、禽类养殖、屠宰等环节进行全面布局。公司在饲养模式上采取“公司+基地+农户(或家庭

农场)”的模式。2018-2020年,公司活禽和冰鲜禽肉产品产能和产量均有所增长,产能利用率总体呈上升态势。为满足公司业务快速扩张的需求,公司扩大代养户规模,同时对外采购部分活禽和生鲜用于生产冰鲜产品。

公司拥有完整的种禽繁育体系,采用“公司+基地+农户(或家庭农场)”的养殖模式,产业链条较为完善。

① 饲料生产模式

公司设置饲料生产部,负责饲料生产的统一管理。父母代肉鸡与商品代肉鸡正常养殖所需饲料由公司自行研发配制。公司饲料生产已通过 ISO9001:2008 质量管理体系认证。公司按照《饲料和饲料添加剂管理条例》《产蛋后备鸡、产蛋鸡、肉用仔鸡配合饲料国家标准》(GB/T5916-2008)和《饲料卫生标准》(GB13078-2001)进行原料采购和饲料生产,生产过程中严格执行各种添加剂添加量最高限量标准,添加量均在规定的限值以下,不存在超剂量、超期添加情况、超范围使用饲料添加剂、饲料药物添加剂的情况。

② “公司+基地+农户(或家庭农场)”养殖模式

公司种鸡养殖约 25%为农户(或家庭农场)代养,约 75%为标准化基地自养;公司商品鸡养殖约 70%为农户(或家庭农场)代养,约 30%为标准化基地自养;鸭全部为农户(或家庭农场)代养。公司自养活禽以快速型为主,代养活禽以中速型和慢速型为主²。

在农户(或家庭农场)代养模式中,在业内普遍采用的“公司+农户(或家庭农场)”的形式基础上,公司与农户签订代养合同,建立公司与农户之间的代养关系。合作模式为公司统一提供禽苗、饲料、疫苗药品、技术服务和统一活禽回收,农户(或家庭农场)以保证金、栏舍设备和劳动力等资源作为基本条件参与到公司的产业链管理中,并负责畜禽的饲养管理环节。在此模式中,公司通过代养体系对代养户的养

殖业绩进行考核,即按照约定绩效考核指标,对代养户的养殖成果扣除物料消耗及领用的生产物资,核算出代养户的代养费用后进行结算。代养费通常在公司回收完毕后一个月内结算。公司承担养殖的市场风险,代养户承担养殖管理风险。2018-2020 年底,公司商品鸡鸭代养户数量分别为 788 户、778 户和 883 户,代养费分别为 8377.00 万元、8104.65 万元和 11281.96 万元;截至 2021 年 9 月底,公司代养户数量为 1079 户,代养费 10622.70 万元。代养模式对公司经营扩大提供了有力支持。同时,代养模式存在合同违约风险、代养活禽不达标可能性以及转向与其他企业合作的情况,从而影响公司产能,对公司业务扩张和收入产生不利影响。

在标准化基地自养模式中,公司的标准化养殖基地由自养部统一管理。公司自建饲养场饲养,集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、产品销售为一体,整个生产过程由公司统一控制。标准化养殖提升了禽类产品的生产效率,同时,通过建立完善的全程质量控制和食品安全监控体系,保障了鸡肉产品品质和食品安全,有效弥补和降低了单一的“公司+农户(或家庭农场)”代养模式中存在的缺陷和违约风险。截至 2021 年 9 月底,公司利用自有资金相继在湖南省常德市石门县和临澧县、湖南省岳阳市岳阳县和湘阴县等地区投资建成了 25 个高标准、全自动(自动供水、给料、通风、加热升温、湿帘降温等)、全封闭的标准化基地。公司商品代黄羽肉鸡养殖基地主要是地面垫料平养。

③ 屠宰加工生产模式

公司肉鸡屠宰及加工业务由公司食品产业园、控股子公司湖南润乐食品有限公司(以下简称“润乐食品”)和全资子公司山东泰森食品有限公司(以下简称“山东泰森”)负责,公司及子公司严格按照《畜禽屠宰操作规程 鸡》(GB/T 19478-2018)、《肉鸡屠宰质量规范》(NY/T 1174-2006)、《鲜、冻禽产品》(GB 16869-2005)国家标准执行。

² 快速型、中速型、慢速型黄羽肉鸡出栏日龄(平均日龄)分别

为 42~65(53)日、65~95(80)日和 95+(95)日。

截至 2021 年 9 月底，公司及子公司共拥有自用屠宰加工厂三处，其中公司食品产业园拥有屠宰加工厂一处，禽肉屠宰产能 3 万吨/年；润乐食品拥有屠宰加工厂一处，其中禽肉屠宰产能 2 万吨/年；山东泰森拥有屠宰加工厂一处，禽肉屠宰产能 3 万吨/年。

④ 养殖质量控制

公司建立了种苗生产、饲料生产、疫病防治、技术服务和回收销售等环节相关的全过程内控制度。

种苗生产包括种蛋生产和鸡苗孵化，引种前，公司提前与种苗供应商确定进苗时间和数量，对鸡舍清洗消毒，将验收合格的种苗发放到种鸡场育雏，对育雏期的种鸡给予合适生产环境，按照程序进行免疫操作，确保育雏期的鸡苗符合种鸡生产要求，按规淘汰，适时转入产蛋笼。育成期间控制好鸡群，按照饲养技术方案进行饲养，做好免疫、扩群等工作，对达标鸡苗人工授精并收集种蛋，按规消毒存储后送到孵化场进入鸡苗孵化环节。

在饲料生产环节，公司按照“流程化、标准化、数据化”的要求，遵守《饲料质量安全管理规范》，有效控制各生产环境，努力提高生产效率和工艺水平。公司成立了独立的饲料检测中心，拥有多种检测设备，可检测饲料及原材料常规项目、霉菌毒素项目、常量微量元素、单项维生素、微生物、重金属等项目，控制饲料成品质量。

疫病防治方面，公司通过免疫及预防性用药，减少养殖环境中的病原菌，降低死淘数量。在养殖场选址、种苗质量控制、养殖场养殖小环境控制、养殖过程直至活禽出栏的过程中，公司

设置了多个防控时点，采取多种手段控制疫病风险。

⑤ 活禽和冰鲜生产

公司主要产品为活禽和冰鲜禽肉产品。

2018—2020 年，公司主要产品产能和产量均有所增长。2020 年，公司活禽产能和产量分别同比增长 20.00%和 19.13%，主要系公司自养场的建成投产和代养规模扩大所致；活禽销量同比下降 3.70%，主要系新冠肺炎疫情影响活禽销售，公司将部分活禽用于生产冰鲜产品所致。2020 年，公司冰鲜禽肉产品产能和产量分别同比增长 73.33%和 77.78%，主要系公司冰鲜销售网络发展，产品需求快速增长所致。公司冰鲜产品主要源自自产活禽，近年来公司冰鲜销售网络快速发展，公司现有活禽产量不能满足冰鲜产品销售需求，公司一方面对外采购少量活禽，屠宰后作为冰鲜产品销售，同时对外采购部分冰鲜鸡鸭及鸡鸭分割品进行销售。2018—2020 年，公司对外采购活禽数量分别为 243.95 万羽、234.41 万羽和 331.76 万羽，采购的生鲜禽肉量分别为 0.86 万吨、1.22 万吨和 1.13 万吨。2018—2020 年，公司活禽与冰鲜产能利用率有所上升，主要系公司自养场产能利用率增加，产量提升，屠宰所需活禽供应量较充足所致。2021 年 1—9 月屠宰产能利用率较上年下降较多，主要系公司子公司山东泰森及润乐食品屠宰产能利用率拉低整体产能利用率所致。山东泰森屠宰场于 2020 年 8 月投产，设计年产能 3 万吨，润乐食品屠宰场于 2020 年 5 月投产，设计年产能 2 万吨，在以销定产模式下，订单不足导致产能利用率较低。

表 8 公司主要产品产能与产量情况

指标	指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
活禽	产能（单位：万羽/年）	5000.00	5000.00	6000.00	5700.00
	产量（单位：万羽）	4227.69	4484.82	5342.96	5389.30
	产能利用率（单位：%）	84.55	89.70	89.05	94.55
	销量（单位：万羽）	2772.57	2776.29	2673.43	2498.63
	屠宰产能（单位：吨/年）	30000.00	30000.00	52000.00	60000.00
	屠宰产量（单位：吨）	24545.86	28752.98	51117.56	53870.60

冰鲜禽肉产品	产能利用率（单位：%）	81.82	95.84	98.30	89.78
	自产屠宰量（单位：万羽）	1418.90	1661.48	2616.24	2826.05
	外购屠宰量（单位：万羽）	243.95	234.11	331.76	275.70

注：1. 活禽产能根据养殖面积、每平方米养殖数量、每年养殖批次测算得出的，实际的每批次养殖数量、每年养殖批次受季节、代养户养殖意愿等因素影响，与测算数据存在差异，因此活禽产能利用率较低；2021年1-9月，活禽产能未年化；2. 冰鲜禽肉产品屠宰产量包括公司自有活禽屠宰量和外购活禽屠宰量；3. 冰鲜禽肉产品屠宰设计产能根据每天一班（8小时）计算；5. 2021年1-9月，活禽和屠宰产能未年化，年化后，活禽产能为7600万羽/年，屠宰产能为8万吨/年

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）销售

公司活禽销售主要通过农贸市场或批发市场对外销售，客户主要为当地的农户，通常采取现款现货的方式进行销售。冰鲜产品主要以商超渠道销售为主，电商渠道目前尚未形成规模。2019年，肉鸡市场行情较好；2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场需求受到限制，消费者转向商超渠道，同时公司积极开拓市场，活禽销量，冰鲜销量大幅增长，活禽及冰鲜销售均价均有所下降。公司客户集中度尚可。

销售模式方面，公司主要有活禽销售和冰鲜禽肉产品销售两种模式。

公司活禽的主要销售渠道是畜禽批发市场或农贸市场。截至2021年9月底，公司活禽产品销往湖南、湖北、河南、广东等10个省市。公司活禽产品客户主要为自然人。公司根据客户的需求制定订单，经销售部汇总后通知代养户/养殖基地于次日早上按规定的时间、规定的品种、规定的数量将活禽送达公司大鸡回收平台，再由公司的调度员根据客户的订单配货。公司活禽销售实行现款现货原则，对于信誉较好的代办运输客户，公司允许货到付款。

公司从2007年开始探索冰鲜禽肉营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富的运营经验，在黄羽肉鸡行业中具有较强的销售经营优势。销售渠道方面，公

司冰鲜禽肉产品通过食品产业园、子公司湖南湘佳电子商务有限公司（以下简称“湘佳电商”）及湘佳（武汉）食品有限公司（以下简称“湘佳（武汉）食品”）对外销售，其中食品产业园主要向各大超市销售，湘佳电商及湘佳（武汉）食品负责对企业、学校、酒店、电商平台销售冰鲜产品。公司向超市销售的冰鲜产品以整鸡为主，公司根据市场需求对外采购了部分冰鲜鸡、鸭及鸡鸭分割品进行销售，同时公司在超市的营销人员会根据客户要求要求进行分割销售；对企业、学校、酒店、电商平台销售的主要为整鸡。

2018—2020年，商超销售为公司冰鲜业务收入的主要来源，公司与永辉超市、家乐福、欧尚、大润发、沃尔玛、华润万家、中百仓储等大型超市集团以及盒马鲜生、7FRESH等新零售连锁超市建立了合作关系。截至2021年9月底，公司冰鲜产品进入的超市系统和门店数量分别为172家和3344家。截至2021年9月底，公司冰鲜产品销售网络覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等28个省市。公司对各大超市的销售以直营模式为主，少量买断模式。公司与商超一般是月结，账期为开具发票后的30~60天，公司根据月底查询客户的供应商管理系统中的销售清单确定当月收入，结算款项通过银行转账方式收取。

表9 公司主营业务产品销售情况（单位：亿元、%）

项目		2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
主营业务收入		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
活禽业务收入	自然人	5.68	38.08	5.82	31.46	4.73	21.95	4.66	22.19
	法人	0.03	0.21	0.21	1.16	0.25	1.16	0.38	1.80
小计		5.71	38.29	6.04	32.63	4.98	23.12	5.04	23.99
冰鲜产品收入	商超销售	7.55	50.62	10.15	54.82	13.41	62.23	9.52	45.36
	其中：直营模式	6.85	45.94	8.40	45.37	10.32	47.86	6.85	32.62
	买断模式	0.70	4.68	1.75	9.45	3.10	14.36	2.67	12.74

企业、学校、酒店、电商平台销售收入	1.25	8.37	1.65	8.91	0.86	3.99	1.21	5.75
批发客户	0.94	6.31	1.36	7.33	1.60	7.43	2.82	13.45
大客户	0.25	1.66	0.27	1.47	0.00	0.00	0.00	0.00
电商客户	0.06	0.40	0.02	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
小计	8.80	58.99	11.80	63.73	15.87	73.64	13.55	64.56
其他	0.41	2.72	0.67	3.65	0.70	3.25	2.41	11.46
合计	14.92	100.00	18.51	100.00	21.55	100.00	21.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—2020 年，公司活禽销量和销售均价均波动下降，分别年均复合下降 1.80%和 6.86%。2019 年，受非洲猪瘟影响肉鸡替代效应增强，市场行情较好；2020 年，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场低迷，销量与销售均价分别同比下降 3.70%和 18.77%。2018—2020 年，公司冰鲜销

量持续增长，年均复合增长 32.18%。2020 年，冰鲜销量同比增长 43.52%，主要系新冠肺炎疫情影响，消费者转向商超渠道，同时公司积极开拓新渠道新市场，开展促销让利活动所致，冰鲜销售均价同比下降 6.25%。2018—2020 年，公司活禽产销率均接近 100%。

表 10 公司主要产品销售情况

产品名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
活禽	销量（单位：万羽）	2772.57	2776.29	2673.43	2498.63
	销售均价（单位：元/千克）	11.77	12.57	10.21	11.01
	产销率（单位：%）	99.14	99.59	99.00	98.80
冰鲜	销量（单位：吨）	35629.70	43373.79	62249.14	55887.74
	销售均价（单位：元/千克）	24.70	27.20	25.50	24.25
	屠宰产量（单位：吨）	24545.86	28752.98	51117.56	53870.60
	外购生鲜禽肉（单位：吨）	8600.00	12200.00	11300.00	7607.10

注：1. 活禽产销率=（销量+屠宰量）/产量；2. 冰鲜产品的销量包括了公司屠宰量（自有活禽屠宰和外购活禽屠宰）及外购冰鲜禽肉的销量以及鸡鸭血等副产品的销量；公司少部分冰鲜产品以盒装形式销售，统计销量时该部分盒装产品均以 1 盒=1 千克计算；3. 冰鲜包括屠宰产量和外购生鲜量，因此不计算产销率；3. 2020 年起泰森鲜丰的少量猪肉冰鲜产品计入公司冰鲜收入，因为规模很小，不单独统计

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—2020 年，公司活禽销售区域主要集中在湖南地区和华东及华北地区；冰鲜销售区域比较分散。

表 11 公司主要产品地域划分销售情况

项目	地区	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年 1—9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
活禽	湖南	3.34	58.49	3.62	59.93	2.70	54.22	2.69	53.37
	华中及华北	1.36	23.82	1.41	23.34	1.07	21.49	1.15	22.82
	华东	0.09	1.58	0.08	1.32	0.12	2.41	0.19	3.77
	西南	0.13	2.28	0.20	3.31	0.26	5.22	0.15	2.98
	其他	0.79	13.84	0.73	12.09	0.83	16.67	0.86	17.06
	合计	5.71	100.00	6.04	100.00	4.98	100.00	5.04	100.00
冰鲜	湖南	1.41	16.02	1.89	16.02	2.72	17.14	2.75	20.28
	华中及华北	2.18	24.77	3.02	25.59	3.70	23.31	3.11	22.94
	华东	3.01	34.20	3.67	31.10	4.95	31.19	4.39	32.37
	西南	1.63	18.52	2.36	20.00	2.99	18.84	2.03	14.97
	其他	0.57	6.48	0.86	7.29	1.51	9.51	1.28	9.44
	合计	8.80	100.00	11.80	100.00	15.87	100.00	13.56	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

客户集中程度方面，2018—2020 年，公司前五名客户的销售金额占当期公司营业收入的比重分别为 27.74%、29.79%和 32.80%，客户集中度尚可。其中活禽业务前五大客户主要为自然人，生鲜业务前五大客户以大型商超和新零售连锁商超为主。

3. 经营效率

2018—2020 年，公司整体经营效率处于行业中等水平。

从经营效率指标看，2018—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 12.47 次、12.54 次和 12.79 次，持续增长；存货周转次数分别为 6.54 次、6.74 次和 6.76 次，持续增长；总资产周转次数分别为 1.44 次、1.54 次和 1.18 次，波动下降。

与同行业其他企业相比，公司经营效率表现一般。

表 12 2020 年同行业公司经营效率对比情况

(单位：次)

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
立华股份	5.64	2303.01	0.97
仙坛股份	7.96	51.26	0.65
圣农发展	5.22	18.70	0.91
湘佳股份	6.76	12.79	1.18

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 在建工程

截至 2021 年 9 月底，公司在建和拟建项目投资方向以肉鸡、肉猪、种猪养殖以及配套饲料生产和屠宰产能为主，主要项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力；若生猪养殖项目未来建设进度不达预期或遇到生猪行业景气度下行时，项目收益存在不达预期的风险。

截至 2021 年 9 月底，公司在建项目 9 个，拟建项目 6 个，公司主要资本性支出方向以肉鸡、肉猪、种猪养殖以及配套饲料生产和屠宰产能为主，全部位于湖南省常德市石门县。其中，在建项目计划投资总额为 9.84 亿元，未来仍需投资 6.57 亿元，拟建项目计划投资总额为 2.60 亿元。公司在建和拟建项目预计完工时间集中在 2022 年和 2023 年，届时公司肉鸡产能将进一步提升，也在生猪养殖领域布局了新的产能。公司主要项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。如若未来项目建设进度不达预期或遇到生猪行业周期性下行，公司在肉猪养殖、加工和销售渠道方面积累不足，都可能使公司面临经营下行风险。

表 13 截至 2021 年 9 月底公司在建、拟建项目 (单位：万元)

项目名称	计划投资额	已投资额	2021 年 10—12 月预计投资额	2022 年预计投资额	2023 年预计投资额	预计完工时间	工程进度	设计产能	主要业务	地点
夹山镇汉丰村陡坡湾鸡场	2000.00	3.65	0.00	1996.35	--	2022 年 3 月	拟建	100 万只/年	肉鸡养殖	石门县
夹山镇浮坪村鸡场	6000.00	116.65	200.00	3000.00	2683.35	2023 年 6 月	拟建	225 万羽/年	肉鸡养殖	石门县
夹山镇栗山村张家山鸡场	6000.00	140.90	200.00	3000.00	2659.10	2023 年 6 月	拟建	250 万羽/年	肉鸡养殖	石门县
2 亿羽孵化场	6000.00	3017.00	500.00	2483.00	--	2022 年 10 月	拟建	2 亿羽/年	禽苗孵化	石门县
新铺镇大柳村养殖一分场	3000.00	9.00	0.00	2991.00	--	2022 年 12 月	拟建	4 万头/年	肉猪养殖	石门县
新铺镇千斤塔一分场猪场	3000.00	50.22	0.00	2949.78	--	2022 年 10 月	拟建	4 万头/年	肉猪养殖	石门县
小计	26000.00	3337.42	900.00	16420.13	5342.45	--	--	--	--	--
夹山镇汉丰村占家湾鸡场	7500.00	94.66	0.00	5000.00	2405.34	2023 年 5 月	在建	375 万羽/年	肉鸡养殖	石门县
夹山镇双龙社区枚家湾种鸡场	3000.00	113.28	0.00	2000.00	886.72	2023 年 6 月	在建	10 万套/年	种鸡养殖	石门县

石门县新铺镇中和铺二分厂养殖场	5396.00	4271.70	456.57	667.73	--	2022 年 5 月	在建	250 万羽/年	肉鸡养殖	石门县
新铺镇黄木岗标准养殖基地（种鸽场）	3500.00	2345.00	1155.00	--	--	2022 年 11 月	在建	20 万只/年	鸽子养殖	石门县
新铺镇千斤塔二分场鸡场	10792.00	1825.00	--	6000.00	2967.00	2023 年 5 月	在建	500 万羽/年	肉鸡养殖	石门县
年屠宰 100 万头生猪及肉制品深加工项目	20165.00	7484.00	2000.00	10681.00	--	2022 年 5 月	在建	100 万头/年	生猪屠宰	石门县
100 万吨饲料厂	28000.00	15580.00	6000.00	6420.00	--	2022 年 3 月	在建	100 万吨/年	饲料生产	石门县
太平镇天心园种猪养殖场	10000.00	896.52	0.00	9103.48	--	2022 年 12 月	在建	1 万头/年	种猪养殖	石门县
太平镇滚子坪养殖基地	10000.00	64.74	0.00	9935.26	--	2022 年 12 月	在建	1 万头/年	种猪饲养	石门县
小计	98353.00	32674.90	9611.57	49807.47	6259.06	--	--	--	--	--

注：拟建项目的已投资额主要为土地租赁相关的前期支出

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司长期发展战略清晰，经营方针符合行业背景。

公司致力于打造国内优质家禽食品品牌，发展“公司+基地+农户（或家庭农场）”的黄羽肉鸡养殖模式，建立优质家禽产品与消费终端的直通渠道，实现黄羽肉鸡的全程质量控制，满足城乡居民对绿色安全家禽食品的需求。公司将通过资本市场融资，逐步壮大养殖和食品加工两大板块，在带动中部地区家禽产业发展、增加地区农民收入、丰富城乡居民禽肉需要的同时，加速黄羽肉鸡冰鲜产品的终端销售网络建设，成为覆盖全国黄羽肉鸡冰鲜市场的优质农业产业化企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年三年联审财务报告和2020年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2021年前三季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则的规定编制。

合并范围方面，2019年，公司合并范围内新增2家子公司（均为新设）；2020年，公司合并范围无变化；2021年1—9月，公司合并范围内新增6家子公司（2家收购，4家出资新设控股）。

截至2021年9月底，公司纳入合并范围的子公司共有16家。整体看，公司新增子公司规模不大，会计政策连续，主营业务变化不大，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额23.78亿元，所有者权益16.34亿元（含少数股东权益0.29亿元）；2020年，公司实现营业收入21.90亿元，利润总额1.77亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额26.76亿元，所有者权益16.40亿元（含少数股东权益0.66亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入21.86亿元，利润总额-0.06亿元。

2. 资产质量

2018—2020年底，公司资产规模持续增长，资产结构相对均衡。公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主，非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。受益于成功上市，截至2020年底，公司货币资金大幅增加。截至2021年9月底，公司存货、固定资产和在建工程增长较快，符合公司发展现状。公司非流动资产受限比例高。

2018—2020年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长46.78%。从资产构成看，公司流动资产占资产总额的比例持续上升。截至2020年底，公司合并资产总额23.78亿元，较上年底增长78.24%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占49.92%，非流动资产占

50.08%。公司资产结构相对均衡，流动资产较 去年底占比上升较快。

表 14 2018—2020 年及 2021 年 9 月底公司资产主要构成

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)
流动资产	4.28	38.81	5.63	42.20	11.87	49.92	9.54	35.66
货币资金	1.12	26.20	1.92	34.09	6.62	55.82	2.47	25.89
应收账款	1.43	33.28	1.57	27.89	1.85	15.61	2.26	23.67
存货	1.59	37.21	1.86	33.00	2.82	23.75	3.89	40.80
非流动资产	6.75	61.19	7.71	57.80	11.91	50.08	17.22	64.34
固定资产	5.49	81.26	5.28	68.54	8.50	71.39	10.25	59.55
在建工程	0.13	1.91	0.91	11.80	1.21	10.20	2.61	15.18
无形资产	0.76	11.31	0.76	9.80	1.02	8.58	1.09	6.33
资产总额	11.04	100.00	13.34	100.00	23.78	100.00	26.76	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2018—2020年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长66.47%。截至2020年底，公司流动资产11.87亿元，较去年底增长110.82%，主要系货币资金增加所致。

2018—2020年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长143.01%。截至2020年底，公司货币资金6.62亿元，较去年底增长245.13%，主要系成功上市募集资金到账所致。货币资金全部为银行存款，无受限资金。

2018—2020年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长14.03%。截至2020年底，公司应收账款账面价值1.85亿元，较去年底增长18.02%，主要系冰鲜产品销售规模扩大所致。应收账款账龄以1年以内的为主；累计计提坏账准备0.11亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.84亿元，占比为42.60%，集中度较高。前五大欠款方全部为公司的超市客户，且账龄都在1年内，超市客户信誉较好，公司应收账款出现坏账的风险可控。

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长32.99%。截至2020年底，公司存货2.82亿元，较去年底增长51.74%，主要系公司子公司山东泰森开始运营提升消耗性生物资产，叠加冰鲜业务规模扩大所致。存货主要由原材料（占27.70%）、库存商品（占33.86%）和消耗

性生物资产（38.38%）构成，累计计提跌价准备293.83万元，计提比例为1.03%。公司存货主要为饲料和饲料原材料、冰鲜产品和存栏肉鸡肉鸭。

(2) 非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长32.79%。截至2020年底，公司非流动资产11.91亿元，较去年底增长54.45%，主要系固定资产增加所致。

2018—2020年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长24.47%。截至2020年底，公司固定资产8.50亿元，较去年底增长60.86%，主要系公司扩张生产规模所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占69.29%）和机器设备（占25.25%）构成，累计计提折旧2.36亿元；固定资产成新率76.86%，成新率尚可。公司固定资产未计提减值准备。

2018—2020年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长207.09%。截至2020年底，公司在建工程1.21亿元，较去年底增长33.41%，主要系公司为匹配经营扩张，投入建设多个项目所致。公司在建项目主要为1250万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目（0.64亿元）、润乐食品新建屠宰加工冷链物流配送项目（0.23亿元）、年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目（0.16亿元）和标准化鸡舍建造项目（0.10亿元）等。

2018—2020年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长15.69%。截至2020年底，公司无形资产1.02亿元，较上年底增长35.33%，主要系子公司山东泰森新增土地使用权所致。公司无形资产主要为土地使用权，累计摊销0.14亿元，未计提减值准备。

截至2021年9月底，公司合并资产总额26.76亿元，较上年底增长12.54%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占35.66%，非流动资产占64.34%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。其中，公司货币资金2.47亿元，较上年底下降62.71%，主要系公司2020年发行股票到账募集资金投入使用所致；存货3.89亿元，较上年底增长38.12%，主要系随着公司禽类产能扩大，饲料和消耗性生物资产增所致；固定资产10.25亿元，较上年底增长20.60%，主要系公司扩张产能所致；在建工程2.61亿元，较上年底增长115.31%，主要系公司成功上市后加大投入建设项目所致。

截至2021年9月底，公司资产受限情况如表15所示，整体看，公司资产受限比例高。

表 15 截至 2021 年 9 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
固定资产	10.11	37.77	借款抵押
无形资产	1.04	3.88	借款抵押
合计	11.15	41.65	--

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年底，公司未分配利润逐年增长；2020 年，公司完成首发上市，所有者权益

规模大幅增长。公司权益结构稳定性一般。

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 64.32%。截至 2020 年底，公司所有者权益 16.34 亿元，较上年底增长 95.78%，主要系公司公开发行股票成功所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.21%，少数股东权益占比为 1.79%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 6.35%、45.26%和 45.21%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 16.40 亿元，较上年底增长 0.38%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.99%，少数股东权益占比为 4.01%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为 6.47%、46.14%和 44.15%。公司所有者权益结构和规模较上年底变化不大。

(2) 负债

2018—2020 年底，公司负债规模持续增长，以流动负债为主，流动负债占比上升较快。2021 年 1—9 月，为匹配产能扩张和经营拓展的资金需求，公司债务规模增长较快，但整体债务负担仍较轻。

2018—2020 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 22.17%。截至 2020 年底，公司负债总额 7.44 亿元，较上年底增长 48.94%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 76.40%，非流动负债占 23.60%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表 16 2018—2020 年及 2021 年 9 月底公司负债主要构成

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)
流动负债	3.65	73.29	3.34	66.95	5.69	76.40	6.45	62.25
短期借款	0.61	16.70	0.57	17.04	1.78	31.31	2.40	37.21
应付账款	0.82	22.32	0.72	21.38	1.32	23.16	1.30	20.21
应付职工薪酬	0.30	8.14	0.60	17.98	0.45	7.86	0.45	6.91
其他应付款	1.16	31.69	1.30	38.86	1.82	32.09	1.81	28.02
非流动负债	1.33	26.71	1.65	33.05	1.76	23.60	3.91	37.75

长期借款	0.73	54.78	0.98	59.28	0.99	56.38	2.02	51.61
递延收益	0.45	33.47	0.55	33.10	0.70	39.86	1.70	43.37
负债总额	4.99	100.00	5.00	100.00	7.44	100.00	10.36	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 24.74%。截至 2020 年底，公司流动负债 5.69 亿元，较上年底增长 69.96%，主要系短期借款和应付账款增加所致。

2018—2020 年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长 70.82%。随着公司新建养殖场陆续开工及子公司山东泰森开展运营，公司对流动资金需求增长，截至 2020 年底，公司短期借款 1.78 亿元，较上年底增长 212.28%。短期借款由保证借款（占 83.15%）和保证、抵押借款（占 16.85%）构成。

2018—2020 年底，公司应付账款波动增长，年均复合增长 27.05%。截至 2020 年底，公司应付账款 1.32 亿元，较上年底增长 84.10%，主要系公司募投项目开工，叠加经营规模扩大、对原材料采购增加所致。应付账款由材料采购款和工程设备款构成，无账龄超过 1 年的重要应付账款。

2018—2020 年底，公司应付职工薪酬波动增长，年均复合增长 22.53%。截至 2019 年底，公司应付职工薪酬 0.60 亿元，较上年底增长 102.18%，主要系随着公司业务规模扩大招聘销售人员增加以及人均奖金提升所致。截至 2020 年底，公司应付职工薪酬 0.45 亿元，较上年底下降 25.74%，主要计提奖金减少所致。公司应付职工薪酬以短期薪酬为主。

2018—2020 年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 25.52%。随着新建养殖场陆续开工，公司应付工程保证金有所增长，同时公司全资子公司山东泰森于 2020 年开始运营，应付代养户押金和代养费有所增加。截至 2020 年

底，公司其他应付款 1.82 亿元，较上年底增长 40.33%。其他应付款以押金保证金（占 19.45%）、应付代养费（占 52.78%）和往来及其他款（19.87%）为主。

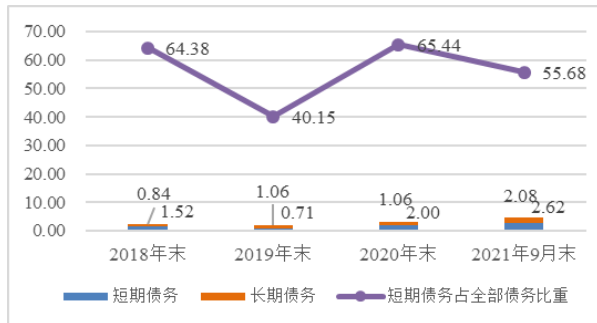
2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 14.83%。截至 2020 年底，公司非流动负债 1.76 亿元，较上年底增长 6.36%。

2018—2020 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 16.49%。截至 2020 年底，公司长期借款 0.99 亿元，较上年底增长 1.16%。长期借款主要由保证借款（0.30 亿元）、保证、质押借款（0.19 亿元）和保证、抵押借款（0.50 亿元）构成。

2018—2020 年底，公司递延收益持续增长，年均复合增长 25.31%。截至 2020 年底，公司递延收益 0.70 亿元，较上年底增长 28.05%，全部为与资产相关的政府补助。

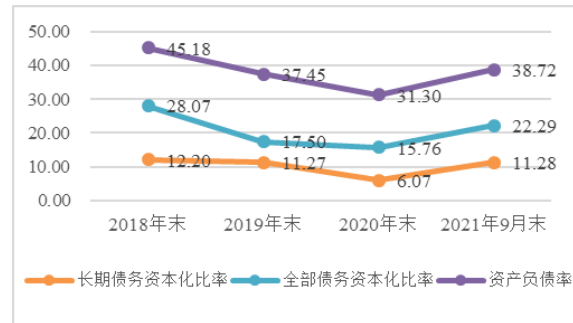
截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 10.36 亿元，较上年底增长 39.25%，长短期负债均有所增加。其中，流动负债占 62.25%，非流动负债占 37.75%。公司以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。其中，截至 2021 年 9 月底，公司短期借款 2.40 亿元，较上年底增长 34.83%，主要系公司新建养殖场投入及满足经营扩大需求所致；长期借款 2.02 亿元，较上年底增长 103.92%，主要系补充流动资金所致；递延收益 1.70 亿元，较上年底增长 142.41%。截至 2021 年 9 月底，公司 1 年内、1~2 年内、2~3 年内和 3 年及以后到期的长期借款占比分别为 19.81%、9.41%、14.86% 和 55.91%，长期借款到期期限较分散，集中偿付压力尚可。

图4 2018—2020年底及2021年9月底公司债务结构
(单位: 亿元、%)



资料来源：公司财务报告和提供数据，联合资信整理

图5 2018—2020年底及2021年9月底公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源：公司财务报告和提供数据，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务波动增长，年均复合增长13.77%。截至2020年底，公司全部债务3.06亿元，较上年底增长72.63%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。债务结构方面，短期债务占65.44%，长期债务占34.56%，以短期债务为主，短期债务占比有所上升。从债务指标来看，2018—2020年，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均持续下降。公司整体债务负担较轻。

截至2021年9月底，公司全部债务4.70亿元，较上年底增长53.96%，主要系长短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占55.68%，长期债务占44.32%，以短期债务为主，长期债务占比有所上升。从债务指标来看，截至2021年9月底，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38.72%、22.29%和11.28%，较上年底分别提高7.43个百分点、提高6.54个百分点和提高5.21个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入持续增长，利润受市场需求、销售价格和上游原料成本影响波动；期间费用控制能力尚可，费用规模较大，对整体利润有一定侵蚀。整体看，公司盈利水平一般。2021年1—9月，活禽销售价格较低导致公司活禽业务亏损，叠加饲料原材料价格上涨拉升成本，公司利润总额同比下降。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长20.25%；营业成本持续增长，年均复合增长23.97%。2019年，受益于非洲猪瘟疫情提升了鸡肉的替代需求，黄羽肉鸡行业整体景气度较高，且公司加深与商超合作、高毛利率的冰鲜业务占比上升，营业利润率同比上升了5.99个百分点；2020年，新冠肺炎疫情导致活禽市场大量关闭，拖累公司活禽业务毛利率转负，叠加饲料原料成本上涨压力无法传导到消费端，公司营业利润率同比下降10.22个百分点。2018—2020年，公司利润总额分别为1.18亿元、2.33亿元、1.77亿元，波动增长，年均复合增长22.55%。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额波动增长，年均复合增长9.32%，期间费用率³分别为24.11%、25.33%和19.92%，费用控制能力尚可。2018—2020年，公司销售费用、管理费用和研发费用均持续增长，研发费用持续增长，财务费用持续下降。2019年，公司费用总额4.76亿元，同比增长30.33%，构成以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用同比增长28.24%，主要系公司业务规模扩大，渠道拓展所致；管理费用同比增长56.93%，主要系业务规模扩张导致薪酬支出、折旧摊销和业务招待费用增加所致。2020年，公司费用总额为4.36亿元，同比下降8.30%，构成上以销售费用（占83.48%）和管理费用（占14.60%）为主。其中，销售费用为3.64亿元，同比下降4.59%，主要系执行新收入准则

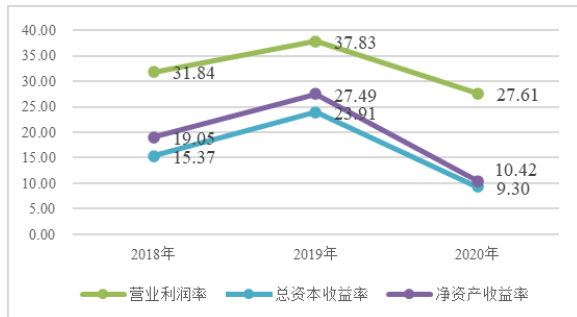
³ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入*100%

收入*100%

后运输费计入成本所致；管理费用为0.64亿元，同比下降18.60%，主要系业绩下降导致薪酬奖金减少所致；研发费用为0.05亿元，同比增长21.09%；财务费用为0.04亿元，同比下降68.45%，主要系公司成功上市募集资金到账，利息收入增加所致。公司费用规模较大，对整体利润有较大侵蚀。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司其他收益分别为0.07亿元、0.10亿元和0.16亿元，其他收益主要为与日常活动和收益相关的政府补助。

图 6 2018—2020 年公司盈利指标



资料来源：公司财务报告和提供数据，联合资信整理

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资本收益率分别为15.37%、23.91%和9.30%，波动下降；净资产收益率分别为19.05%、27.49%和10.42%，三年加权平均值为17.27%，波动下降。

与所选公司比较，公司总资产报酬率和净资产收益率处于行业一般水平，受益于冰鲜业务毛利高，公司销售毛利率处于行业较高水平。从行业看，公司整体盈利水平一般。

表 17 2020 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛 率 (%)	总资产报 酬率 (%)	净资产收 益率 (%)
立华股份	86.21	8.58	2.93	3.80
仙坛股份	31.88	10.24	7.22	7.70
圣农发展	137.45	20.30	14.70	21.44
湘佳股份	21.90	27.82	9.72	10.42

资料来源：Wind

2021年1—9月，公司实现营业收入21.86亿元，同比增长42.37%，主要系经营规模扩大所致；营业利润率为17.53%，同比下降17.53个百分点，

主要系活禽市场低迷、销售价格较低导致活禽业务亏损，叠加饲料原材料价格上涨拉升成本所致。2021年1—9月，公司实现利润总额-0.06亿元，同比由盈转亏。根据公司发布的《湖南湘佳牧业股份有限公司2021年度业绩预告》，2021年公司归属于上市公司股东的净利润为0.22亿元~0.28亿元，同比下降87.39%~83.95%，该数据未经审计。

5. 现金流

2018—2020 年，受新冠肺炎疫情和市场景气度影响，公司经营现金净流入规模波动下降；随着公司扩张产能，投资活动现金净流出量持续增长。2020 年，受益于公司成功上市，筹资活动现金大幅净流入。2021 年 1—9 月，活禽市场低迷，饲料价格大幅上涨抬升营业成本，公司在建项目持续投入，公司经营活动现金同比转为净流出，投资活动现金持续净流出。公司面临较大的外部融资需求。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	15.05	19.11	22.69	23.65
经营活动现金流出小计	13.22	16.08	21.07	24.59
经营现金流量净额	1.83	3.02	1.61	-0.94
投资活动现金流入小计	0.03	1.34	8.88	0.72
投资活动现金流出小计	0.96	2.96	13.26	4.91
投资活动现金流量净额	-0.93	-1.62	-4.38	-4.19
筹资活动前现金流量净额	0.90	1.40	-2.76	-5.14
筹资活动现金流入小计	0.93	0.87	9.08	3.58
筹资活动现金流出小计	1.48	1.47	1.61	2.60
筹资活动现金流量净额	-0.56	-0.60	7.47	0.98
现金收入比 (%)	97.62	99.97	100.54	102.36

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营现金流入量持续增长，年均复合增长 22.79%；经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长 26.27%；经营活动现金净额波动下降，年均复合下降 6.09%。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，活禽业务收入下降，叠加冰鲜业务扩张带来的应收账款增加，公司经营现金流量净额同比下降 46.62%。2018—2020 年，公司现金收入比持续增长，收入实现质量尚可。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 1570.72%; 投资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长 271.17%; 投资活动现金净流出量持续扩大, 主要系公司持续扩张产能所致。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额波动下降, 2020 年为-2.76 亿元, 公司存在对外融资需求。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入量波动增长, 年均复合增长 213.24%; 筹资活动现金流出量波动增长, 年均复合增长 4.14%; 筹资活动现金净额分别为-0.56 亿元、-0.60 亿元和 7.47 亿元。2020 年, 公司筹资活动现金由净流出转为净流入, 主要系公司上市成功募集资金到账所致。

2021 年 1—9 月, 活禽市场低迷, 饲料价格大幅上涨抬升营业成本, 公司在建项目投入增加, 公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.94 亿元、-4.19 亿元和 0.98 亿元。

6. 偿债指标

2018—2020 年, 公司短期及长期偿债能力指标表现良好。2021 年前三季度, 饲料成本上涨对公司经营业绩影响大, 期末资本性支出压力大, 现金类资产规模小, 受限资产占比高, 融资渠道有待拓宽, 公司存在流动性压力。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	117.21	168.30	208.77
	速动比率 (%)	73.59	112.77	159.18
	经营现金/流动负债 (%)	50.11	90.42	28.40
	经营现金/短期债务 (倍)	1.20	4.26	0.81
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.74	2.70	3.31
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	1.90	3.06	2.66
	全部债务/EBITDA (倍)	1.24	0.58	1.15
	经营现金/全部债务 (倍)	0.78	1.71	0.53
	EBITDA/利息支出 (倍)	13.58	24.59	23.89
	经营现金/利息支出 (倍)	13.09	24.30	14.48

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 公司财务报告和提供资料, 联合资信整理

从短期偿债指标看, 2018—2020 年, 公司流动比率和速动比率均持续增长, 公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2018—2020 年, 公司经营现金/流动负债比率三年加权平均值为 51.35%, 经营现金/短期债务三年加权平均值为 1.92, 均波动下降。2018—2020 年, 公司现金短期债务比持续增长, 现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看, 公司短期偿债能力指标良好。

从长期偿债指标看, 2018—2020 年, 公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均波动增长, 全部债务/EBITDA 波动下降, EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较高; 经营现金/全部债务波动下降, 经营现金对全部债务的保障程度一般; 经营现金/利息支出波动增长, 经营现金对利息的保障程度较高。整体看, 公司长期债务偿债能力较强。

截至 2021 年 9 月底, 公司无对外担保。

截至 2021 年 9 月底, 公司不存在单一涉及金额超过 50 万元的未决诉讼。

截至 2021 年 9 月底, 公司共计获得银行授信额度 6.52 亿元, 未使用额度为 2.20 亿元。公司为深圳证券交易所上市公司, 具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司作为经营主体和融资主体, 资产结构以流动资产为主, 货币资金、其他应收款和固定资产规模较大; 负债结构以流动负债为主, 债务负担较轻; 权益结构稳定性一般。母公司经营活动现金流为净流入状态。

截至 2020 年底, 母公司资产总额 21.13 亿元, 较上年底增长 81.17%, 主要系公司成功上市募集资金到账所致。其中, 流动资产 12.34 亿元 (占 58.39%), 非流动资产 8.79 亿元 (占 41.61%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 49.80%)、应收账款 (占 12.60%)、其他应收款 (占 23.06%) 和存货 (占 12.90%) 构成; 非流动资产主要由长期股权投资 (占 13.66%)、固定资产 (占 61.12%)、在建工程 (占 9.74%) 和其他非流动资产 (占 6.00%) 构成。截至 2020 年底, 母公司货币资金为 6.15 亿元。

截至2020年底,母公司负债总额5.30亿元,较上年底增长21.16%。其中,流动负债4.19亿元(占79.12%),非流动负债1.11亿元(占20.88%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占42.45%)、应付账款(占17.22%)、其他应付款(占25.71%)和应付职工薪酬(占8.45%)构成;非流动负债主要由长期借款(占45.19%)、长期应付款(占5.97%)和递延收益(占48.84%)构成。2020年,母公司资产负债率为25.08%,较上年底下降12.42个百分点。截至2020年底,母公司全部债务2.50亿元。其中,短期债务占77.32%、长期债务占22.68%。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率为13.62%,债务负担较轻。

截至2020年底,母公司所有者权益为15.83亿元,较上年底增长117.18%,主要系公司成功上市、资本公积大幅增加所致。在归属母公司所有者权益中,实收资本为1.02亿元(占6.44%)、资本公积合计7.26亿元(占45.87%)、未分配利润合计7.04亿元(占44.48%)、盈余公积合计0.51亿元(占3.22%)。母公司权益结构稳定性一般。

2020年,母公司营业收入为17.76亿元,利润总额为2.36亿元。同期,母公司投资收益为0.03亿元。

现金流方面,2020年,公司母公司经营活动现金流净额为0.37亿元,投资活动现金流净额-2.41亿元,筹资活动现金流净额6.95亿元。

截至2020年底,母公司资产、负债和所有者权益分别占合并口径的88.88%、71.22%和96.92%;母公司全部债务占合并口径的81.66%。2020年,母公司营业收入占合并口径的81.13%;母公司利润总额占合并口径的133.13%。

十、外部支持

公司作为养殖行业企业,得到了政府在资金补贴、税收优惠等方面给予的一定支持,公司外部环境良好。

1. 政府补助

近年来,公司获得的政府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。2018—2020年,公司计入当期损益的政府补助分别为733.92万元、999.21万元和1822.99万元。

2. 税收优惠

增值税方面,根据《中华人民共和国增值税暂行条例》《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》《财政部国家税务总局关于免征部分鲜活肉蛋产品流通环节增值税政策的通知》《财政部国家税务总局关于农业生产资料免征增值税政策的通知》《财政部国家税务总局关于免征蔬菜流通环节增值税有关问题的通知》《财政部国家税务总局关于有机肥产品免征增值税的通知》的相关规定,公司及下属子公司岳阳湘佳牧业有限公司、浏阳湘佳的自产家禽、公司生产的饲料、公司及子公司湖南泰森食品有限公司(以下简称“湖南泰森食品”)和湘佳(武汉)食品销售的鲜活肉蛋产品、子公司湖南湘佳现代农业有限公司(以下简称“现代农业”)销售的有机肥产品、子公司湖南泰森食品销售的鲜活肉蛋产品、子公司湖南湘佳橘友农业有限公司(以下简称“橘友农业”)销售的有机肥产品免征增值税。

企业所得税方面,根据《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围》《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的相关规定,公司的生鲜产品和饲料产品、公司及其下属公司的自产家禽、公司子公司现代农业和橘友农业销售的有机肥产品免征企业所得税。

根据《关于公共租赁住房税收优惠政策的通知》的相关规定,公司公共租赁住房免征房产税、土地使用税。

十一、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务结构影响较大。考虑到本次债券发行后,公司经营现金流入量、经营现金净流量和EBITDA对长期债务的保障能力较强,且本次债券未来转股的可能性较大,以及公司产业链完善、在销售渠道和客户质量

等方面的竞争优势，公司对本次债券的偿还能力较强。

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行规模不超过6.40亿元（含），按发行金额上限6.40亿元测算，本次债券分别相当于2021年9月底公司长期债务和全部债务的3.07倍和1.36倍，对公司现有债务结构影响大。以2021年9月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由38.72%、22.29%和11.28%上升至50.55%、40.38%和34.10%，公司债务负担明显加重。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

本次债券发行后，公司经营现金流入量、经营现金净流量和EBITDA对长期债务的保障能力较强。

表 20 本次可转换公司债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	7.46
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.04
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.80

注：发行后长期债务为将本次可转换公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从本次债券的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或可转债未转股余额不足人民币3000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次债券发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务

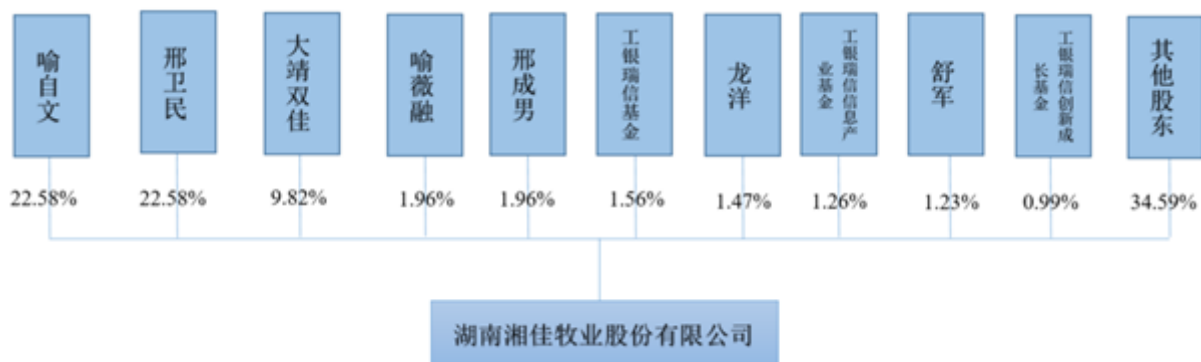
负担有下降的可能。

结合公司产业链完善，且在销售渠道和客户质量等方面的竞争优势，联合资信认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

十二、结论

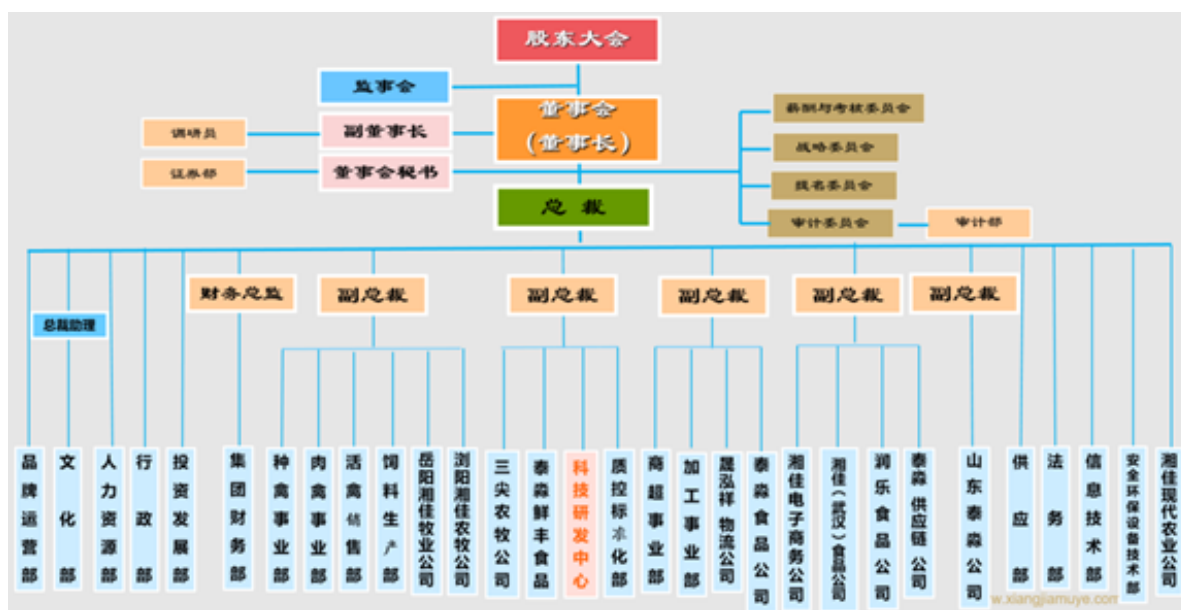
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为A⁺，本次可转换公司债券信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底湖南湘佳牧业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底湖南湘佳牧业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 9 月底湖南湘佳牧业股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册资本金 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	岳阳湘佳牧业有限公司	1000.00	畜禽养殖业	100.00	100.00	设立
2	湖南湘佳电子商务有限公司	1000.00	批发零售	100.00	100.00	设立
3	湖南湘佳现代农业有限公司	1000.00	肥料研发生产	100.00	100.00	设立
4	湖南泰淼食品有限公司	500.00	批发零售	100.00	100.00	设立
5	湘佳（武汉）食品有限公司	200.00	批发零售	100.00	100.00	设立
6	湖南泰淼鲜丰食品有限公司	1500.00	畜禽养殖业	100.00	100.00	设立
7	山东泰淼食品有限公司	1500.00	畜禽养殖业	100.00	100.00	设立
8	浏阳湘佳农牧科技有限公司	240.00	畜禽养殖业	80.00	80.00	设立
9	湖南润乐食品有限公司	4566.74	屠宰、肉类销售	65.00	65.00	设立
10	湖南湘佳橘友农业有限公司	2000.00	肥料销售	80.00	80.00	设立
11	湖南三尖农牧有限责任公司	6000.00	畜禽养殖业	70.00	70.00	收购
12	湖南晟泓祥物流有限公司	1000.00	交通物流	51.00	51.00	设立
13	湖南玮霖晟贸易有限公司	1000.00	批发业	70.00	70.00	设立
14	湖南泰淼供应链有限公司	5000.00	交通物流	70.00	70.00	设立
15	湖南湘佳美食心动食品有限公司	5000.00	食品加工销售	60.00	60.00	设立
16	长沙湘佳美食心动食品有限公司	1000.00	食品加工销售	48.00	48.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.12	1.92	6.62	2.47
资产总额（亿元）	11.04	13.34	23.78	26.76
所有者权益（亿元）	6.05	8.34	16.34	16.40
短期债务（亿元）	1.52	0.71	2.00	2.62
长期债务（亿元）	0.84	1.06	1.06	2.08
全部债务（亿元）	2.36	1.77	3.06	4.70
营业收入（亿元）	15.14	18.78	21.90	21.86
利润总额（亿元）	1.18	2.33	1.77	-0.06
EBITDA（亿元）	1.90	3.06	2.66	--
经营性净现金流（亿元）	1.83	3.02	1.61	-0.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.47	12.54	12.79	--
存货周转次数（次）	6.54	6.74	6.76	--
总资产周转次数（次）	1.44	1.54	1.18	--
现金收入比（%）	97.62	99.97	100.54	102.36
营业利润率（%）	31.84	37.83	27.61	17.53
总资本收益率（%）	15.37	23.91	9.30	--
净资产收益率（%）	19.05	27.49	10.42	--
长期债务资本化比率（%）	12.20	11.27	6.07	11.28
全部债务资本化比率（%）	28.07	17.50	15.76	22.29
资产负债率（%）	45.18	37.45	31.30	38.72
流动比率（%）	117.21	168.30	208.77	147.94
速动比率（%）	73.59	112.77	159.18	87.57
经营现金流动负债比（%）	50.11	90.42	28.40	--
现金短期债务比（倍）	0.74	2.70	3.31	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	13.58	24.59	23.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.24	0.58	1.15	--

注：1. 公司 2021 年前三季度财务报表未经审计；2. 本报告已将其其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入相关债务指标核算

资料来源：公司财务报告及提供数据，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.76	1.24	6.15	--
资产总额（亿元）	9.93	11.66	21.13	--
所有者权益（亿元）	5.39	7.29	15.83	--
短期债务（亿元）	1.33	0.64	1.93	--
长期债务（亿元）	0.84	1.06	0.57	--
全部债务（亿元）	2.18	1.70	2.50	--
营业收入（亿元）	12.14	15.46	17.76	--
利润总额（亿元）	0.96	1.93	2.36	--
EBITDA（亿元）	1.10	2.06	2.46	--
经营性净现金流（亿元）	1.45	2.53	0.37	--
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.89	10.23	11.21	--
存货周转次数（次）	6.85	7.32	7.91	--
总资产周转次数（次）	1.28	1.43	1.08	--
现金收入比（%）	96.79	98.60	101.33	--
营业利润率（%）	34.80	40.17	33.90	--
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	17.32	26.10	14.46	--
长期债务资本化比率（%）	13.50	12.69	3.45	--
全部债务资本化比率（%）	28.77	18.91	13.62	--
资产负债率（%）	45.75	37.50	25.08	--
流动比率（%）	130.85	178.56	294.26	--
速动比率（%）	95.13	130.15	256.32	--
经营现金流动负债比（%）	44.91	89.39	8.76	--
现金短期债务比（倍）	0.57	1.94	3.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司未披露 2021 年 1-9 月母公司财务报表数据；2. 本报告已将长期应付款中的有息部分纳入相关债务指标核算

资料来源：公司财务报告及提供数据，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 湖南湘佳牧业股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年湖南湘佳牧业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

湖南湘佳牧业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。湖南湘佳牧业股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对湖南湘佳牧业股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，湖南湘佳牧业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南湘佳牧业股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现湖南湘佳牧业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如湖南湘佳牧业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南湘佳牧业股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送湖南湘佳牧业股份有限公司、监管部门等。