

温氏食品集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2025 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〔2025〕4833号

联合资信评估股份有限公司通过对温氏食品集团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，确定维持温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，维持“温氏转债”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

评级总监：

二〇二五年六月十九日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受温氏食品集团股份有限公司（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，联合资信与该公司签署了非评级业务协议。鉴于联合资信承做非评级业务的部门在业务、人员、档案管理上与市场部门、信用评级业务部门隔离，因此公司信用评级业务并未受到上述非评级业务的影响。

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。



温氏食品集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 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
温氏食品集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/19
温氏转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，猪价整体呈回升态势，黄鸡市场价格持续低迷，饲料价格下行，养殖行业企业盈利能力有所回升。温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）作为中国养殖行业头部企业之一，行业地位稳固，产业链完整，育种技术领先；管理信息化优势显著；经营方面，2024 年，公司肉鸡类收入受价格影响同比小幅下降，但养殖成本下降幅度大于销售价格，养鸡业务利润同比上升；肉猪量价齐升，收入同比明显增长，生产指标持续改善，同时饲料原料价格下降，生猪养殖业务利润同比大幅上升。财务方面，公司资产质量良好且流动性较强，债务负担显著下降，受益于盈利大幅改善，权益规模和经营性净现金流均显著回升；偿债指标表现极强。

个体调整：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。

外部支持调整：公司作为中国大型农牧业企业之一，能够获得较大力度的政策扶持，外部环境良好、支持力度大。

评级展望

未来，公司将稳健发展，推进产业链的延伸，行业地位将得以巩固；随着猪周期逐步转入合理上行区间，公司盈利能力回升，债务负担有望进一步下降，评级展望保持稳定。

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：动物疫病、农作物灾害、食品污染等问题严重影响公司产品产能或计提大额资产减值，导致生产经营规模急剧下滑，偿债能力大幅下降，出现流动性紧张情况。

优势

- **公司业务模式成熟，行业地位稳固，规模优势明显，产业链完整，育种技术领先。**公司采用紧密型“公司+农户”经营模式，实现轻资产扩张；作为农业产业化国家重点龙头企业，养殖规模位居行业第一梯队，2024 年肉鸡市场占有率稳居上市企业首位，肉猪销售量位列上市企业第二位。公司畜禽养殖产业链覆盖畜禽育种、饲料配制、疾病防控、智能养殖等环节。作为国内少数掌握黄羽鸡种源核心技术的企业，公司黄羽鸡实现 100% 自主育种；在生猪领域，公司的种猪育种规模处于行业领先地位，拥有国家瘦肉型猪生产技术示范基地、猪良种工程示范基地和无公害肉猪生产基地。
- **公司经营获现能力强，跟踪期内盈利水平显著提升。**近年来，公司经营活动产生的现金流量净额虽波动较大但持续为正。2024 年，受益于饲料原料价格下降，疾病防控有效，生产成绩提升，养殖成本下降，公司实现扭亏为盈，净利润为 96.11 亿元，经营活动现金净流入 195.86 亿元。
- **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 2025 年 3 月底，公司现金类资产为 78.65 亿元，其他流动资产以货币性投资产品为主；拆出资金系公司的全资子公司广东温氏集团财务有限公司存放同业款项，属于非受限银行存款性质的资产；资产受限比例为 0.41%。同期末，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 468.67 亿元，尚未使用额度为 375.91 亿元；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。
- **公司作为中国大型农牧业企业之一，能够获得较大力度的政策扶持，外部环境良好、支持力度大。**公司作为中国大型农牧业企业之一，符合国家支持农业、扶持农业产业的政策和方针，能享受国家政策规定的对民营及农牧企业在税收减免、参与重大涉农项目、融资等方面的政策扶持。2022—2024 年，公司其他收益分别为 2.46 亿元、2.26 亿元和 2.55 亿元，主要为计入当期损益的政府补助。

关注

- **养殖行业周期特征显著，行业利润波动较大。** 畜禽产品价格受供需关系主导，畜禽生产周期较长，产能调整滞后，致使价格波动形成周期性特点。如果未来“鸡周期”或“猪周期”进入低谷期，产品市场价格下滑，亦或是饲料原材料受产量、自然天气、市场情况等不可控因素的影响，价格大幅波动，则公司的经营业绩可能出现下滑甚至亏损。
- **畜禽疫病风险。** 畜禽养殖行业一旦发生疫病，可能引发公司畜禽产品发生死亡或被迫捕杀、生产成绩下降、市场交易受限和消费需求下降等风险，公司可能因此生产成本上升、产品积压、销售价格和销量下降等，导致公司面临经营效益下滑的风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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				
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	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于盈利能力由上次评级的 6 变动为 2，公司指示评级由上次评级的 aa 变动为 aa；故公司的个体信用等级由 aa 上调为 aa⁺。

外部支持变动说明：公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

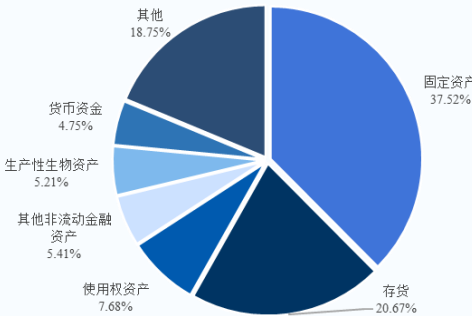
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	64.83	65.45	78.65
资产总额（亿元）	928.95	938.58	950.16
所有者权益（亿元）	358.47	439.77	461.33
短期债务（亿元）	127.05	76.40	87.72
长期债务（亿元）	238.32	188.15	167.92
全部债务（亿元）	365.38	264.55	255.64
营业总收入（亿元）	899.21	1049.24	243.31
利润总额（亿元）	-63.71	95.72	20.98
EBITDA（亿元）	3.65	161.38	--
经营性净现金流（亿元）	75.94	195.86	38.19
营业利润率（%）	0.70	17.20	14.21
净资产收益率（%）	-17.82	21.85	--
资产负债率（%）	61.41	53.14	51.45
全部债务资本化比率（%）	50.48	37.56	35.66
流动比率（%）	106.98	121.92	118.93
经营现金流动负债比（%）	24.39	67.22	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.86	0.90
EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	14.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	99.98	1.64	--
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	843.02	816.87	825.75
所有者权益（亿元）	492.29	476.54	475.04
全部债务（亿元）	288.69	193.63	182.78
营业总收入（亿元）	16.83	15.64	3.16
利润总额（亿元）	25.91	-2.86	-2.51
资产负债率（%）	41.60	41.66	42.47
全部债务资本化比率（%）	36.96	28.89	27.79
流动比率（%）	97.80	77.36	71.27
经营现金流动负债比（%）	-1.88	-2.12	--

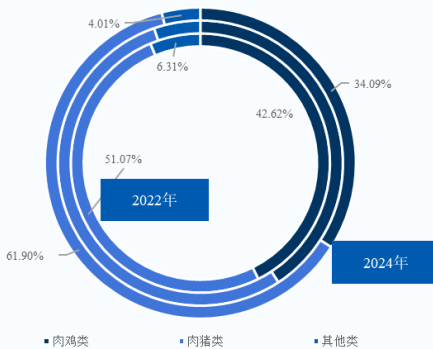
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2024 年底和 2025 年 3 月底合并口径其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；4. 合并口径长期应付款中的应付养殖项目配套资金和应付售后回租款/应付融资租赁款纳入长期债务核算，未剔除一年内到期部分；5. 公司的全资子公司广东温氏集团财务有限公司存放同业款项列示在拆出资金，属于非受限银行存款性质的资产

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

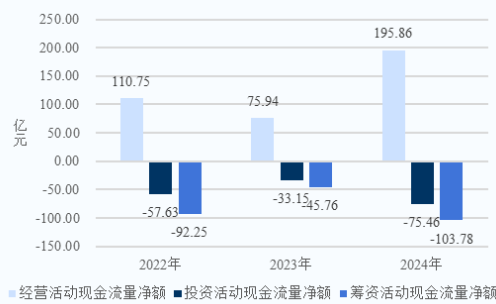
2024 年底公司资产构成



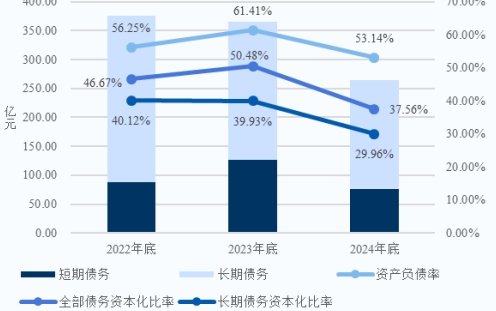
2022—2024 年公司主营业务收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
温氏转债	92.97 亿元	77.06 亿元	2027/03/29	--

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
温氏转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28	王进取 华艾嘉 李成帅	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
温氏转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/12/08	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 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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 明 liming@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@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”）关于温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）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

公司前身为“广东温氏食品集团有限公司”，于 1993 年由温鹏程等 46 位自然人出资组建，注册资本为 1288 万元。2015 年 11 月，公司通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司，在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498.SZ”）。2018 年 8 月，公司变更为现名。历经多次增资，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本为 66.54 亿元。

公司股本结构分散，无持有公司股份 5.00%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2025 年 6 月 4 日，温氏家族 10 名成员合计持股比例为 11.94%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际掌握着公司的经营控制权，为公司实际控制人。

公司主营业务为肉鸡和肉猪的养殖及其销售，按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业。

2025 年 5 月，公司调整组织架构，总部职能部门新增禽业运营管理部、禽业生产技术部，撤销养禽事业部，成立鸡业一部、鸡业二部、鸡业三部等 3 个事业部。截至 2024 年底，公司员工总数为 49,902 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 938.58 亿元，所有者权益合计 439.77 亿元（含少数股东权益 30.25 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1,049.24 亿元，利润总额 95.72 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额为 950.16 亿元，所有者权益合计 461.33 亿元（含少数股东权益 30.82 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 243.31 亿元，利润总额 20.98 亿元。

公司注册地址：广东省云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号；法定代表人：温志芬。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2025 年 5 月 26 日，“温氏转债”的转股价格为 16.59 元/股。截至 2025 年 3 月底，“温氏转债”募集资金中，募投项目已使用金额为 36.16 亿元，永久补充流动资金 27.09 亿元，尚未使用募集资金金额为 30.91 亿元，暂时闲置募集资金临时补充流动资金金额为 30.00 亿元。跟踪期内，“温氏转债”正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底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
温氏转债	92.97	77.06	2021/03/29	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给快速增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

经历 2022 年以来的生猪产能持续震荡整理，2024 年，产能去化效果显现，猪价整体呈回升态势至 8 月后下行，同时饲料价格震荡下行，行业内企业盈利能力有所回升。2025 年一季度，活猪和猪肉价格继续下探。整体看，生猪行业市场价格对供需反应趋于迅速，但波幅趋于平缓。随着生猪产能去化初见成效，且行业在长期亏损后现金压力普遍较大，短期内产能扩建能力有限，有望推动猪周期逐步转入合理上行区间。同时也需关注，生猪养殖企业仍将长期面临原材料、动物疫病、环保等方面的成本控制挑战。随着集团化养殖企业占比提升，市场整体产能变化趋于稳定，猪周期造成的行业波动幅度有望进一步平滑。完整版行业分析详见[《2025 年度养殖行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为养殖行业龙头企业，业务模式成熟，养殖规模较大，产业链完整，育种技术领先，综合竞争力很强；过往债务履约情况良好。

2025 年 6 月 4 日，公司公告称，由于原一致行动关系到期，公司实际控制人发生调整，由温鹏程、温均生、温志芬、温小琼、梁焕珍、伍翠珍、陈健兴、刘容娇、孙芬、古金英调整为温鹏程、温均生、温小琼、温志芬、孙芬、温蛟龙、温铭驹、陈浩、温少模、温冰文。新《一致行动协议》在未来七年内（2025 年 6 月 4 日至 2032 年 6 月 3 日）持续有效。本次权益变动前，温鹏程、温均生、温志芬、温小琼、梁焕珍、伍翠珍、陈健兴、刘容娇、孙芬、古金英为一致行动人，合计直接持有公司股份数量 1,035,921,964 股，占公司总股本的 15.57%。本次权益变动后，温鹏程、温均生、温小琼、温志芬、孙芬、温蛟龙、温铭驹、陈浩、温少模、温冰文为一致行动人，合计直接持有公司股份数量 794,385,625 股，占公司总股本的 11.94%；且温鹏程、温志芬、孙芬、温蛟龙、陈浩、温少模在公司担任重要职务，其中温志芬担任公司董事长、温鹏程和温蛟龙担任公司董事、孙芬担任公司副总裁、陈浩担任公司监事、温少模担任公司监事会主席，足以实际支配和决定公司的重大经营决策和重要人事任免等事项，并可以通过其合计持有的可实际支配的公司股份表决权对公司股东会的决议产生重大影响。

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化，仍主要采用紧密型“公司+农户”经营模式。该模式利用公司在育种及种苗繁育、饲料研制和疫病防控等养殖产业链前端环节组织、资金和人才优势，以及产品集中优势、营销优势，结合合作农户在劳动力、自有土地、养殖积极性等方面的优势，通过全程组织化、数字化管理，实现轻资产扩张。同时，由于该模式合作农户合理分散，减轻了资源环境承载压力，增加了农村就业人口，有助于促进乡村振兴和共同富裕。

公司养殖规模优势显著。2024 年，公司实现肉鸡销售 12.08 亿只（含毛鸡、鲜品及熟食），约占全国肉鸡出栏总量 143.61 亿只的 8.41%，市场占有率稳居上市企业首位；肉猪销售 3,018.27 万头（含毛猪及鲜品），占全国生猪出栏总量 70,256 万头的 4.30%，位列上市企业第二位。

公司在畜禽育种、营养配方、疾病防治、养殖环保等相关技术领域保持行业领先地位。作为国内少数掌握黄羽鸡种源核心技术的企业，公司黄羽鸡实现 100%自主育种；在生猪领域，公司的种猪育种规模处于行业领先地位，拥有国家瘦肉型猪生产技术示范基地、猪良种工程示范基地和无公害肉猪生产基地。截至 2024 年底，公司累计获得国家级科技奖项 8 项，省部级科技奖项 95 项，畜禽新品种 12 个（其中猪 2 个，鸡 9 个，鸭 1 个），新兽药证书 56 项，拥有有效发明专利 301 项（其中美国发明专利 5 项）、实用新型专利 500 项，获得国家计算机软件著作权 137 项。

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：91445300707813507B），截至 2025 年 4 月 14 日，公司本部已结清信贷中关注类贷款 2 笔，系中国农业银行系统原因，未能按期进行自动扣收，中国农业银行已出具情况说明；未结清信贷中无不良或关注类信息，公司过往债务履约情况良好。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。截至 2025 年 6 月 16 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，公司重点优化了禽业组织架构，对养鸡业务竞争力的提升效果有待关注；同时，董事会和监事会完成换届，温氏家族第三代成员进入董事会，部分监事和高级管理人员发生变动，整体人员变动不大。

跟踪期内，公司对组织架构进行了以下调整：①将广东筠诚和瑞环境科技集团有限公司（以下简称“筠诚和瑞”）、海南温氏食品有限公司（以下简称“海南温氏”）、广东温氏南方家禽育种有限公司（以下简称“育种公司”）定位为公司独立经营单元；②成立禽业运营管理部、禽业生产技术部，为公司总部职能部门；③成立鸡业一部、鸡业二部、鸡业三部等 3 个事业部；④撤销养禽事业部。上述调整主要是为了提升养鸡业务的竞争力，优化管理跨度与业务规模匹配度，促进内部良性竞争。其中，鸡业一部将负责管理广东、福建区域肉鸡养殖业务，同时负责管理肉鸡屠宰和食品加工业务；鸡业二部负责管理华东区域肉鸡养殖业务；鸡业三部负责管理广西、湖南、湖北和西南等区域肉鸡养殖业务。

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化。

人员方面，跟踪期内，公司第五届董事会和第五届监事会完成换届选举；原董事温小琼女士任期届满离任，温蛟龙任非独立董事；原监事温均生先生、严居能先生任期届满离任，温少模任监事会主席，陈浩、梁列文任监事；原副总裁兼董事会秘书梅锦方先生任期届满离任，蒋荣金任副总裁兼董事会秘书。2025 年 5 月 14 日第五届董事会第五次会议根据公司总裁黎少松提名，同意聘任秦开田先生、范卫朝先生为公司副总裁。

温蛟龙先生，为公司实际控制人温氏家族成员之一，汉族，1988 年出生，中国国籍，未有任何国家和地区的永久海外居留权，硕士学历。2010 年进入温氏股份前身工作，历任子公司副经理、营销总监、副总经理、总经理；养禽事业部助理总裁、常务副总裁；现任温氏股份董事、鸡业一部总裁。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，受益于肉猪量价齐升及饲料原料价格下降，公司主营业务收入及毛利率同比均明显提升；2025 年一季度，公司主营业务收入和毛利率在肉猪业务的带动下均同比增长，但肉鸡业务受价格因素影响毛利率同比下降明显。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。公司的主要业务为肉鸡和肉猪的养殖及其销售；兼营肉鸭、蛋鸡、鸽子等的养殖及其产品的销售。同时，公司围绕畜禽养殖产业链上下游，配套经营畜禽屠宰、食品加工、现代农牧设备制造、兽药生产以及金融投资等业务。

2024 年，公司主营业务收入同比增长 16.65%。其中，肉鸡类销售收入同比下降 2.58%，主要系销售价格下降所致；肉猪类销售收入同比增长 33.71%，主要系销量和价格同步增长所致。同期，受益于饲料原料价格下降，公司综合毛利率及主要板块毛利率同比均有所提升。

2025 年 1—3 月，公司主营业务收入同比增长 11.36%。其中，肉鸡类销售收入同比下降 9.85%，主要系销售价格下降所致；肉猪类销售收入同比增长 25.74%，主要系销量和价格同步增长所致。同期，受鸡价低迷影响，肉鸡类毛利率同比下降 5.27 个百分点；受益于毛猪价格同比提升及肉猪养殖综合成本的下降，肉猪类毛利率同比提升 19.84 个百分点，综合影响下，公司综合毛利率同比提升 11.09 个百分点。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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
肉鸡类	355.82	42.62%	13.11%	366.64	40.78%	5.31%	357.18	34.09%	11.63%	73.04	30.06%	0.92%
肉猪类	426.42	51.07%	17.45%	485.04	53.95%	-3.74%	648.55	61.90%	20.30%	161.10	66.30%	20.28%
其他类	52.68	6.31%	14.53%	46.50	5.27%	12.34%	42.00	4.01%	18.36%	8.83	3.64%	16.61%
合计	834.92	100.00%	15.41%	898.17	100.00%	0.78%	1047.73	100.00%	17.27%	242.97	100.00%	14.29%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2

养殖业

2024 年，公司养殖规模扩大，原材料采购量随之增加，主要饲料原料采购均价同比下降明显，采购额增幅小于收入增幅；肉猪和肉鸡产销量增加，但肉鸡售价有所下滑；2025 年一季度，原材料采购量同比增加，受益于采购均价下降，采购额同比微降，肉猪和肉鸡产销量同比保持增长，肉猪销售均价同比增长，但肉鸡销售均价降幅超过部分主要饲料原料采购均价降幅。

公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本、委托农户养殖费用、职工薪酬、药物及疫苗和固定资产折旧及摊销等构成。其中，饲料原料包括能量类原料、蛋白类原料和饲料添加剂等，主要采购品种为玉米、豆粕、小麦和高粱等饲料原料。

跟踪期内，公司采购模式未发生重大变化，仍实行以“集中采购为主，区域采购为辅”的采购模式。货款结算方面，主要采用先货后款的方式，主要支付方式为现汇支付，少量通过银承支付。

公司原材料采购量根据肉鸡肉猪等畜禽饲养生产计划、安全库存和运输周期等因素确定。2024 年，随着养殖规模增加，主要饲料原料采购量合计同比增长 28.43%，其中玉米和高粱采购量同比大幅增加，小麦和糙米混合物采购量同比有所下降。采购价格方面，公司主要原材料的采购价格随行就市，2024 年，各主要饲料原料采购均价同比均有所下降，其中玉米均价降幅为 17.32%。综合来看，2024 年主要饲料原料采购额合计同比增长 7.12%。2025 年一季度，养殖规模同比保持增长，主要饲料原料采购量合计同比增长 16.83%，其中玉米和小麦的采购量同比增长；主要饲料原料采购均价同比降幅在 13%~21%之间，主要饲料原料采购金额合计同比下降 0.04%。

2024 年，公司前五名供应商合计采购金额 194.69 亿元，占年度采购总额的 31.82%，集中度一般，公司前五名供应商中无关联方，不存在严重依赖于少数供应商的情形。

图表 3 • 公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额
玉米	421.10	2,953.06	124.35	535.96	2,946.53	157.92	831.19	2,436.26	202.50	282.36	2,252.71	63.61
豆粕	95.16	4,439.83	42.25	78.45	4,308.55	33.80	82.35	3,329.74	27.42	16.22	3,099.94	5.03
高粱	125.47	2,853.57	35.80	75.42	2,944.59	22.21	151.50	2,536.84	38.43	10.89	2,321.08	2.53
小麦	19.23	3,051.47	5.87	135.74	2,787.30	37.84	112.92	2,530.11	28.57	13.96	2,399.16	3.35
糙米混合物	42.97	2,877.00	12.36	143.40	2,937.98	42.13	66.45	2,696.99	17.92	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司经营模式仍以紧密型“公司+农户（或家庭农场）”为主，“公司+现代养殖小区+农户”和“公司+现代产业园区+职业农民”为辅。截至 2024 年底，由于农户平均饲养能力不断上升，公司清理部分不符合饲养标准或停养的农户，合作养殖农户数量较上年底有所下降。产量方面，2024 年，公司种猪 PSY 达到 23.7 头，恢复到 2018 年水平，肉猪上市率稳定提升至 92.3%，肉鸡上市率达 95%，受益于养殖规模提升和生产关键指标持续改善，商品肉猪和肉鸡产量均同比分别增长 14.93%和 2.13%；但增速同比回落，主要系公司明确不盲目增量的发展策略所致。2025 年一季度，商品肉猪和肉鸡产量均同比分别增长 13.85%和 6.30%。

图表 4 • 公司生产情况（单位：万户、万头、亿只）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
期末合作养殖农户数量	4.37	4.59	4.30	4.32
其中：养鸡户	2.62	2.70	2.66	2.68
养猪户	1.57	1.73	1.48	1.48
商品肉猪产量	1,790.86	2,626.22	3,018.27	817.41
商品肉鸡产量	10.69	11.73	11.98	2.87

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

销售模式方面，根据国家市场监督管理总局最新政策要求，未来将逐步取消活禽市场交易。公司现阶段肉鸡、肉猪和肉鸭销售以毛鸡、毛鸭和毛猪批发销售为主，以屠宰后冰鲜销售或预制成熟食品销售为辅。未来，公司将逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变。公司直接批发销售给客户，由客户分销至全国各地市场，价格随行就市，交易模式为“款到发货”。2024 年，公司商品肉鸡和商品肉猪销量随产量同步上升，商品肉猪销售均价同比增长 12.48%，但商品肉鸡销售均价同比下降 5.07%。2025 年一季度，公司商品肉猪销售均价同比增长 6.00%，商品肉鸡销售均价同比下降 16.67%，超过同期玉米、豆粕和高粱的采购均价降幅。

2024 年，公司商品肉猪产销率仍为 100%；商品肉鸡产销率保持在很高水平，仅有少量库存。同期，公司前五名客户合计销售金额 45.09 亿元，占公司年度销售总额 4.30%，销售集中度很低，公司前五名客户无关联方。2025 年一季度，商品肉鸡产销率有所同比下降 1.01 个百分点。

图表 5 • 公司产品销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

类别	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
商品肉鸡	10.67	7.74	99.79%	11.70	6.91	99.70%	11.95	6.56	99.75%	2.78	5.50	96.89%
商品肉猪	1,790.86	9.61	100.00%	2,626.22	7.45	100.00%	3,018.27	8.38	100.00%	817.41	7.60	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 其他业务

公司围绕养殖主业，丰富养殖品类和延伸养殖产业链，有助于培育新的业务增长点，但现阶段其他类业务收入占比较小。

公司在养殖相关产业中布局了水禽业、蛋业、兽药业、农牧设备业、食品加工业等。2024 年，公司其他养殖类、设备、肉制品加工产品和兽药分别实现收入 25.75 亿元、2.32 亿元、6.02 亿元和 8.39 亿元¹，其中肉制品加工产品和兽药收入同比分别增长 22.69%和 13.78%，其他养殖类和设备收入同比分别下降 3.82%和 25.81%。

4 经营效率

2024 年，受益于收入增长，公司应收账款周转率和总资产周转率同比明显提升，存货周转率同比保持稳定。在 2024 年收入超千亿元的养殖业上市公司中，公司应收账款周转率和存货周转率均处于中位，受益于轻资产经营模式，公司总资产周转率最高。

从经营效率指标看，2024 年，受益于收入增长，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别由上年的 169.75 次和 0.94 次升至 195.19 次和 1.12 次。受益于成本下降以及对库存的管理，2024 年，公司存货周转次数同比保持稳定。

与 2024 年收入超千亿元的养殖业上市公司相比，2024 年，公司应收账款和存货周转效率表现处于中等水平，总资产周转效率处于高水平。

图表 6 • 2024 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）
新希望六和股份有限公司	63.58	8.00	0.83
牧原食品股份有限公司	405.12	2.66	0.72
温氏股份	194.78	4.36	1.12

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

5 未来发展

公司将继续围绕现有产业发展，需关注项目建成后效益释放的不确定性。

公司将稳健发展养猪业和养鸡业，拓展水禽业和蛋鸡业，协同发展动保业及农牧设备业，不断推进发展屠宰、食品加工、生鲜营销等产业链延伸业务，打造以家禽、生猪双主业为核心，构建多业态协同发展的产业链生态圈，促进公司从优质养殖企业向品类齐全的优质食材供应商转变。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目围绕现有产业展开，已累计投入 15.16 亿元，尚需投资 7.12 亿元，整体资本支出规模不大，且单个项目投资体量不大，投资压力较为分散，但需关注项目建成后预期收益实现情况。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	已投资金额	剩余待投资金额	2025 年 4—12 月计划投资金额	主要业务	资金来源
1	金安温氏椿树种猪场建设项目	11522	4105	3000	基础母猪 1 万头	自筹

¹ 列示的分类收入中包括需要扣减的少量非主营业务收入。

2	义县公司水泉猪场项目	9228	3327	2770	基础母猪 1 万头	自筹
3	宾阳公司边山种鸡场项目	8944	3675	3575	4500 万羽/年	募投
4	道县公司蚣坝猪场项目	13300	700	133	基础母猪 8600 头	募投
5	宁远公司花板塘猪场项目	15340	2151	152	基础母猪 1.5 万头	自筹
6	荣昌公司吴家猪场建设项目	3262	6941	0	基础母猪 9400 头	自筹
7	江永温氏品鲜食品有限公司一期项目	10750	14827	0	100 万头/年	自筹
8	灌南温氏食品有限公司食品厂项目	20840	3089	0	4000 万羽/年	募投
9	营山公司丰台种猪场项目	14705	1284	0	基础母猪 1.3 万头	自筹
10	咸宁公司黎首村高效种鸡场项目	10899	1295	500	4000 万羽/年	募投
11	宾阳温氏畜牧有限公司高效养殖小区项目	13000	4484	2700	年出栏肉鸡 2,060 万只	募投
12	师宗温氏畜牧有限公司总部及饲料厂项目	8240	906	0	年产 24.50 万吨	募投
13	定襄公司东王扩繁场项目	9063	995	0	基础母猪 7500 头	自筹
14	古墩育肥场	225	8250	7613	年出栏肉猪 5.52 万头	自筹
15	腰古育肥场	187	7483	6922	年出栏肉猪 5.86 万头	自筹
16	乌石小区	2052	7702	5265	年出栏肉猪 6.91 万头	自筹
	合计	151557	71217	32630	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年，公司新设 9 家子公司，处置 2 家子公司，注销 10 家子公司；2025 年一季度，公司注销 2 家子公司；新增及减少主体规模较小，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，受益于经营获现水平提升，公司现金类资产规模提升带动整体资产规模有所增长；资产结构变动不大，流动资产仍以现金类资产和存货为主，存货主要由肉鸡、肉猪和饲料类构成，流动性强，非流动资产以固定资产为主，但以种猪为主的生产性生物资产和部分金融资产流动性较强；整体看，公司资产受限比例非常低，流动性较强，资产质量良好。

公司资产主要由养殖业务形成的肉猪、肉鸡、饲料类等存货，种猪等生产性生物资产，自有或租赁的厂房形成的固定资产和使用权资产，以及现金类资产和权益性投资构成。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	365.94	37.31	333.10	35.86	355.23	37.85	358.80	37.76
货币资金	42.66	11.66	42.66	12.81	44.60	12.56	57.81	16.11
交易性金融资产	32.09	8.77	22.17	6.66	20.83	5.86	20.83	5.81
存货	203.88	55.72	203.36	61.05	194.01	54.62	196.23	54.69
其他流动资产	22.18	6.06	13.06	3.92	34.54	9.72	35.04	9.77
拆出资金	22.63	6.18	20.03	6.01	37.09	10.44	25.69	7.16
非流动资产	614.91	62.69	595.85	64.14	583.35	62.15	591.36	62.24
其他非流动金融资产	51.82	8.43	54.47	9.14	50.80	8.71	52.43	8.87
固定资产	350.77	57.04	343.72	57.69	352.18	60.37	347.67	58.79
生产性生物资产	58.91	9.58	48.91	8.21	48.90	8.38	50.59	8.56

使用权资产	77.49	12.60	79.04	13.26	72.09	12.36	73.52	12.43
资产总额	980.84	100.00	928.95	100.00	938.58	100.00	950.16	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

跟踪期内，受益于经营获现水平提升，公司现金类资产规模提升带动整体资产规模有所增长。截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增加 9.62 亿元，增幅为 1.04%，主要系其他流动资产和拆出资金增加所致。其中，存货较上年底减少 9.35 亿元（降幅为 4.60%），主要系原材料价格下降叠加单位成本下降，消耗性生物资产存栏值以及原材料库存价值下降；其他流动资产较上年底增加 21.49 亿元（增幅为 164.57%），主要系公司购买大额存单增加所致；拆出资金较上年底增加 17.06 亿元（增幅为 85.20%），主要系存放同业款项增加所致。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结构均较 2024 年底变动不大。

主要资产中，存货以存栏肉鸡、肉猪和饲料类为主，产品产销率维持高位，流动性强；其他流动资产以货币性投资产品为主；拆出资金系公司的全资子公司广东温氏集团财务有限公司存放同业款项，属于非受限银行存款性质的资产；其他非流动金融资产为非上市公司股权的权益性投资以及限售期内的 IPO 股票；生产性生物资产主要由种猪和种鸡等构成。上述资产中，生物资产价值可能受价格波动风险和畜禽疫病风险影响，存在一定跌价和减值风险。

截至 2025 年 3 月底，公司资产受限比例非常低。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	占相应资产比例	受限原因
货币资金	3.25	5.62%	保证金和存放中央银行法定准备金
存货	0.02	0.01%	与政府协定的储备肉
固定资产	0.64	0.18%	融资租入、借款抵押
合计	3.92	0.41%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，受益于利润积累，公司所有者权益逐步增长；所有者权益中，未分配利润的占 46.78%，权益稳定性偏弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 22.68%，主要系利润积累带动未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.12%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润占所有者权益的比例分别为 15.13%、22.88%和 46.78%，未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较 2024 年底增长 4.90%，主要系未分配利润增加所致。

跟踪期内，受益于盈利改善，公司加大有息债务偿还力度，债务负担明显减轻，债务期限结构仍以长期债务为主。

公司负债主要由采购应付款、应付农户的保证金及有息债务构成。截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 12.56%，主要系有息债务规模下降所致。其中，应付票据较上年底减少 32.85 亿元（降幅为 90.41%），主要系票据到期兑付所致；应付账款较上年底增加 11.43 亿元（增幅为 15.46%），主要系养殖规模扩大带动采购规模增加所致；其他应付款较上年底增加 11.52 亿元（增幅为 11.81%），主要系养户存栏量上升叠加单位保证金标准提升所致。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	249.51	45.23	311.38	54.58	291.36	58.41	301.69	61.72
短期借款	10.89	4.36	24.75	7.95	14.32	4.92	13.82	4.58
应付票据	17.53	7.02	36.34	11.67	3.49	1.20	3.67	1.22
应付账款	58.02	23.26	73.93	23.74	85.36	29.30	84.65	28.06
应付职工薪酬	14.50	5.81	7.77	2.49	16.61	5.70	16.80	5.57
其他应付款	83.01	33.27	97.58	31.34	109.10	37.45	108.42	35.94
一年内到期的非流动负债	59.52	23.86	65.36	20.99	56.22	19.29	68.72	22.78
非流动负债	302.19	54.77	259.10	45.42	207.44	41.59	187.13	38.28
长期借款	101.53	33.60	75.97	29.32	45.11	21.75	22.57	12.06
应付债券	124.03	41.04	99.49	38.40	86.11	41.51	86.60	46.28

长期应付款	4.77	1.58	11.64	4.49	10.76	5.19	10.77	5.76
租赁负债	59.08	19.55	61.06	23.56	55.84	26.92	57.76	30.87
负债总额	551.69	100.00	570.48	100.00	498.80	100.00	488.83	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2024 年底，公司全部债务较上年底下降 27.59%，占同期末负债总额的 53.04%；全部债务中，银行借款约占 37%、发行债券约占 38%。债务期限结构方面，短期债务占 28.88%，较上年底有所下降；截至 2024 年底，一年内到期的应付债券为 14.01 亿元，主要系 2020 年发行的 5 年期美元债。其中，短期借款全部为信用借款；长期借款主要为信用借款（占 94.59%），期末保证、抵押借款系高州温氏畜牧有限公司、启东温氏畜牧有限公司、宜阳新大农牧有限公司、广东南牧新材料科技有限公司所借。

从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.14%、37.56%和 29.96%，债务负担尚可。

2024 年，随着养殖规模扩大及生猪市场交易价提升，公司营业总收入同比增长；受益于饲料原料价格下降，毛利润大幅增加，经营性利润同比扭亏，为利润总额的核心来源，非经常性损益对利润的影响减弱；整体看，公司盈利水平波动剧烈，当期盈利水平很高。

2024 年，随着养殖规模扩大及生猪市场交易价提升，公司营业总收入同比增长 16.68%，受益于生猪核心生产指标持续改善，生产成绩持续向好，同时饲料原料价格下降，养殖成本同比大幅下降，经营性利润实现扭亏，系合并口径利润总额的主要来源。非经常性损益方面，其他收益规模保持稳定；投资收益同比减少 9.07 亿元，主要系处置交易性金融资产取得的投资收益同比减少 4.77 亿元，广东温氏乳业股份有限公司及部分基金亏损导致权益法核算的长期股权投资收益由 0.44 亿元降至-1.42 亿元所致；公允价值变动净收益同比减亏，当期公允价值下降主要来自其他非流动金融资产（上期主要来自交易性金融资产）；资产减值损失同比保持稳定，当期主要来自固定资产减值（上期主要来自生产性生物资产减值）。整体看，公司当期盈利水平很高，但同比波幅剧烈，需关注饲料原料、肉猪、肉鸡市场价格波动及畜禽疫病对盈利稳定性的影响。

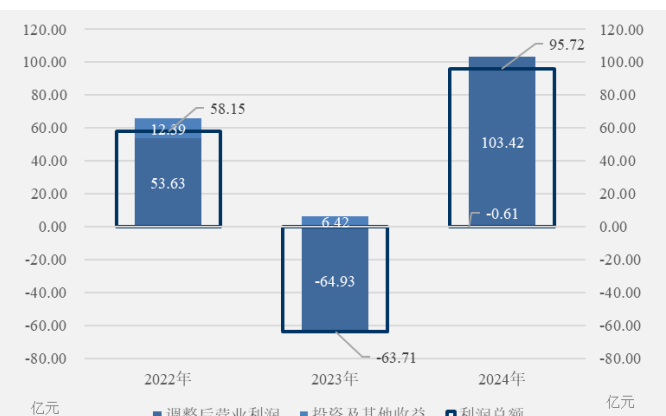
2025 年一季度，受益于肉猪量价齐升，公司营业总收入同比增长 11.37%，营业成本同比下降 1.35%，毛利润同比增加 27.61 亿元至 34.75 亿元；管理费用和财务费用带动期间费用同比下降 14.08%；同期，公司投资收益为-0.02 亿元，同比减少 1.48 亿元，公允价值变动净收益为 1.04 亿元，同比增加 4.94 亿元，主要来自股权投资公允价值变动；受益于肉猪养殖利润增加，当期实现利润总额 20.98 亿元，同比扭亏。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	837.25	899.21	1049.24
毛利润	130.11	7.56	181.48
期间费用	75.34	71.24	77.05
其他收益	2.46	2.26	2.55
投资收益	14.73	8.57	-0.50
公允价值变动净收益	-7.74	-5.12	-2.59
资产减值损失	-2.77	-2.45	-2.57
利润总额	58.15	-63.71	95.72
营业利润率（%）	15.40	0.70	17.20
总资本收益率（%）	9.04	-7.03	15.23
净资产收益率（%）	13.15	-17.82	21.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 12 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

与 2024 年收入超千亿的养殖业上市公司相比，公司盈利指标与牧原食品股份有限公司相差不大且明显高于新希望六和股份有限公司。

图表 13 • 2024 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

公司名称	营业总收入	销售毛利率（%）	ROA（%）	ROE（%）
新希望六和股份有限公司	1,028.91	6.55	0.38	1.88

牧原食品股份有限公司	1,379.47	19.05	9.34	26.52
温氏股份	1,047.62	17.18	9.89	24.94

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

2024 年，受益于肉猪量价齐升，公司经营活动现金净流入规模显著增长；由于理财产品净支出同比增加，公司投资活动现金净流出规模同比增加；融资需求下降。

公司每年折旧摊销金额在 55 亿元左右，经营获现水平持续保持较高水平。2024 年，公司主产品肉猪量价齐升，收入增加，导致经营活动现金净流入规模显著增长，现金收入比同比保持稳定。

2024 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比保持稳定，理财产品净支出同比增加，导致投资活动现金净流出规模增加。

2024 年，公司经营活动现金净流入规模能够覆盖投资支出，筹资活动前现金流量净额同比大幅增加，融资需求下降。公司经营获现能力极强，未来融资需求主要受盈利稳定性影响。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	858.21	914.04	1062.86	239.58
经营活动现金流出小计	747.47	838.10	867.00	201.38
经营现金流量净额	110.75	75.94	195.86	38.19
投资活动现金流入小计	115.98	98.45	63.88	24.87
投资活动现金流出小计	173.61	131.60	139.34	47.45
投资活动现金流量净额	-57.63	-33.15	-75.46	-22.58
筹资活动前现金流量净额	53.12	42.80	120.40	15.61
筹资活动现金流入小计	97.69	121.88	104.51	6.20
筹资活动现金流出小计	189.93	167.64	208.29	19.52
筹资活动现金流量净额	-92.25	-45.76	-103.78	-13.32
现金收入比（%）	97.55	97.53	97.74	97.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2 偿债指标变化

2024 年，受益于盈利水平大幅提升，公司偿债指标表现极强，融资渠道畅通。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	146.66	106.98	121.92
	速动比率（%）	64.95	41.67	55.33
	经营现金流动负债比（%）	44.39	24.39	67.22
	经营现金/短期债务（倍）	1.26	0.60	2.56
	现金短期债务比（倍）	0.85	0.51	0.86
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	128.52	3.65	161.38
	全部债务/EBITDA（倍）	2.92	99.98	1.64
	经营现金/全部债务（倍）	0.29	0.21	0.74
	EBITDA 利息倍数（倍）	7.89	0.28	14.46
	经营现金/利息支出（倍）	6.79	5.84	17.55

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度良好，现金类资产对短期债务的保障程度较好，EBITDA 对全部债务的覆盖能力显著提升，对利息的保障程度极强。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额为 18.67 万元，系对合作养殖户的担保，担保金额很小，或有负债风险很低。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 468.67 亿元，尚未使用额度为 375.91 亿元，间接融资渠道畅通；同时考虑到公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担了大部分融资职能，但债务负担较轻且以长期债务为主；本部经营少量肉鸡养殖业务，收益来源主要为子公司分红收益，受 2023 年肉猪养殖业务亏损影响，2024 年收到的子公司分红减少，期间费用叠加资产减值导致当期亏损；公司本部资产主要为子公司股权，资产流动性较弱。

公司本部经营少量肉鸡养殖业务，并承担战略决策及大部分融资职能。

截至 2024 年底，公司本部资产中，子公司股权资产占总资产的 68.41%，其他资产主要为现金类资产、对子公司的拆借款和少量股权投资。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）70.74 亿元；以货币性投资产品为主的其他流动资产 32.33 亿元；其他应收款 59.68 亿元（主要为对子公司的计息拆借款），其他非流动资产 69.71 亿元（主要为向下属子公司发放的委托贷款），较上年底大幅下降主要系子公司盈利归还拆借款和委托贷款所致；长期股权投资 561.14 亿元；其他非流动金融资产 13.16 亿元。

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 193.63 亿元（较上年底减少 95.05 亿元），占合并口径全部债务的 73.19%。其中，短期债务为 65.97 亿元，占全部债务的 34.07%，债务期限结构较上年底有所优化；公司本部一年内到期的应付债券金额为 14.01 亿元。同期末，公司本部全部债务资本化比率 28.89%，债务负担较轻。

公司本部利润主要来源于子公司分红。2024 年，公司本部实现营业总收入 15.64 亿元，同比下降 7.05%，毛利润为 1.25 亿元；期间费用合计 17.50 亿元，主要由财务费用、管理费用和研发费用构成；投资收益为 16.68 亿元，其中成本法核算的长期股权投资收益 12.08 亿元，同比减少 26.08 亿元，主要系 2023 年肉猪养殖业务亏损导致 2024 年收到的子公司分红减少所致；资产减值损失为 2.39 亿元，主要系关停子公司的股权投资减值损失准备；利润总额为-2.86 亿元（上年为 25.91 亿元）。

偿债能力方面，截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 1.07 倍，受子公司分红减少影响，长期偿债指标表现弱，考虑到公司本部现金类资产充裕，且能够通过下属财务公司对子公司的资金进行调配，本部实际偿债能力极强。

（五）ESG 方面

公司在经营发展过程中注重环境保护，积极履行社会责任，建立了可持续发展的组织架构。整体来看，公司 ESG 表现良好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2024 年，公司下属各生产单位所申领的排污许可证、排污登记均在有效期内。同期，公司未发生突发重大环境事件，部分子公司因环境问题受到行政处罚，均已按期缴纳罚款，并按照要求积极完成整改；公司当期环保支出金额 8.56 亿元，同比增长 37.40%，占营业成本的 0.99%。依据《温氏股份环保工作管理条例》等顶层制度文件要求，公司构建了一套自上而下的四级环境管理体系。2024 年，在全国畜牧总站参与并支持的前提下，公司积极联合同行领军企业，成立农牧业绿色低碳标准化科技创新联盟——中国农牧业绿色发展联盟，在生态文明建设、环境保护与污染治理、资源能源节约、动物福利、食品安全和绿色低碳生活等领域中发挥带头作用。

社会责任方面，公司坚持履行企业社会责任，2024 年，公司投入产业发展乡村振兴项目资金（含无息垫资、各项补贴、设备设施投入等）达 4.01 亿元，共投入到 452 个产业发展乡村振兴项目中，公司经营模式得到各级政府的高度认可和支持。食品安全方面，2024 年，公司持续强化全产业链质量控制，确保产品质量安全稳定，当期未发生重大食品安全事故或食品召回事件。员工方面，2024 年开展覆盖 1.94 万名员工的满意度调查，整体满意度 87.6 分。客户和供应商方面，2024 年，养禽事业部的客户平均满意度在 85%以上，实现供应商社会责任标准筛选和审核环节全覆盖，合作农户合作养殖总收益 118 亿元。社区方面，2024 年，公司对外捐赠金额为 9,419 万元。

治理方面，公司积极建立健全四级联动的可持续发展组织架构，并不断完善治理架构，2024 年，公司共召开 10 次董事会会议、10 次监事会会议及 5 次股东大会，会议严格按照《公司法》《公司章程》及相关议事规则的要求规范运作。

七、外部支持

公司作为中国大型农牧业企业之一，能够获得较大力度的政策扶持，外部环境良好、支持力度大。

（一）政府支持

近年来，公司每年均获得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。2022—2024 年，公司其他收益分别为 2.46 亿元、2.26 亿元和 2.55 亿元。

公司所处农业行业关乎国计民生，近年来，中国对农业扶持力度大；公司作为中国大型农牧业企业之一，符合国家支持农业、扶持农业产业的政策和方针，能够享受国家政策规定的对民营及农牧企业在税收减免、参与重大涉农项目、融资等方面的政策支持。2000 年 10 月，原农业部、国家发展计划委员会、国家经济贸易委员会、财政部、对外贸易经济合作部、中国人民银行、国家税务总局、中国证券监督管理委员会八部委联合发布农经发（2000）10 号文件中，公司被核定农业产业化国家重点龙头企业，成为首批 151 家农业产业化国家重点龙头企业之一，并连续多次通过监测。2016 年 9 月，公司在农业部办公厅发布农经办（2016）113 号文件公布的 20 家农业产业化国家重点龙头企业名单中被核定为主体联动型农村产业融合典型龙头企业，能够获得各地政府的政策支持与指导服务。2021 年 2 月 25 日，在中共中央、国务院关于表彰全国脱贫攻坚先进个人和先进集体的决定中，公司获“全国脱贫攻坚先进集体”称号。

（二）税收优惠

1 增值税

根据 2008 年 11 月 5 日国务院第 34 次常务会议修订通过的《中华人民共和国增值税暂行条例》，公司及其子公司销售的自产农产品免征增值税。根据自 2013 年 4 月 1 日起施行的《国家税务总局关于纳税人采取“公司+农户”经营模式销售畜禽有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告 2013 年第 8 号）规定，公司及其子公司采取“公司+农户”经营模式从事畜禽饲养，即公司及其子公司与农户签订委托养殖合同，向农户提供畜禽苗、饲料、兽药及疫苗等（所有权属于公司），农户饲养畜禽苗至成品后交付公司及其子公司回收，公司及其子公司将回收的成品畜禽用于销售。在上述经营模式下，公司及其子公司回收再销售畜禽，属于农业生产者销售自产农产品，应根据《中华人民共和国增值税暂行条例》的有关规定免征增值税。同时，公司及其子公司生产销售的禽蛋、鱼类产品属于自产自销农产品范畴，可以享受免征增值税的税收优惠。

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，公司及其子公司销售符合条件的饲料及预混料产品，免征增值税。

公司的全资子公司广东温氏大华农生物科技有限公司、肇庆大华农生物药品有限公司和控股子公司佛山市正典生物技术有限公司生产的兽用疫苗系用微生物制成的生物制品，根据《财政部 国家税务总局关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知》（财税〔2009〕9 号）和《财政部 国家税务总局关于简并增值税征收率政策的通知》（财税〔2014〕57 号）的规定，选择按照简易办法依照 3%征收率计算缴纳增值税。

2 企业所得税

根据自 2008 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》规定，公司及其子公司从事蔬菜和水果的种植、林木的培育和种植、牲畜、家禽的饲养、林产品的采集的所得，免征企业所得税；从事农、林、牧、渔业项目的所得中从事海水养殖、内陆养殖所得享受减半征收企业所得税优惠；屠宰加工冰鲜鸡属于农产品初加工，可以享受免征企业所得税的优惠；公司及其子公司提供农技推广、兽医等“农、林、牧、渔服务业”项目可以享受免征企业所得税的优惠。根据自 2010 年 1 月 1 日起施行的《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的公告》（国家税务总局公告 2010 年第 2 号）规定，公司及其子公司自己从事或以“公司+农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产，可以按照《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的有关规定，享受减免企业所得税优惠政策。

2023 年 12 月，公司的全资子公司肇庆大华农生物药品有限公司、广东温氏大华农生物科技有限公司和控股子公司佛山市正典生物技术有限公司取得高新技术企业证书，2023—2025 年度适用的企业所得税率为 15%。

2022 年 12 月，公司的全资子公司云浮市物联网研究院有限公司和子公司广东南牧新材料科技有限公司取得高新技术企业证书，2022—2024 年度适用的企业所得税率为 15%。

2021 年 10 月 20 日，公司的控股子公司南充南牧装备科技有限公司通过了仪陇县发展和改革局确认其主营业务属于西部地区鼓励类产业项目的批复，根据《财政部 税务总局国家发展改革委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）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，南充南牧装备科技有限公司减按 15% 的税率征收企业所得税。

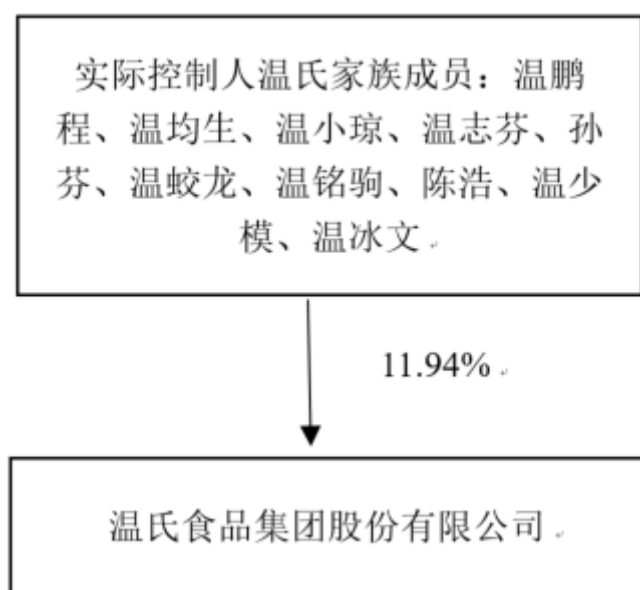
公司的控股子公司广东温氏心厨优品电子商务有限公司、广东精捷检验检测有限公司、新兴县佳裕贸易有限公司、广东温氏佳禽供应链管理有限公司、新兴县国研科技有限公司、广东温氏信息科技有限公司、广东温氏佳鲜食品有限公司、新兴温氏晶宝食品有限公司、开平市温氏食品贸易有限公司、珠海温氏投资有限公司、武汉科隆育种有限公司，根据财政部、税务总局公告 2023 年第 12 号《关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告》，对小型微利企业减按 25% 计算应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税政策，延续执行至 2027 年 12 月 31 日。

公司的控股子公司鹏福发展有限公司、温氏国际投资管理有限公司、尚厨食品（香港）有限公司适用香港利得税，根据香港税务条例规定，香港有限公司利得税税率实行二级制，公司利润在 200 万元以下的，按 8.25% 的税率征税，超过 200 万元部分按 16.5% 的税率征税。

八、跟踪评级结论

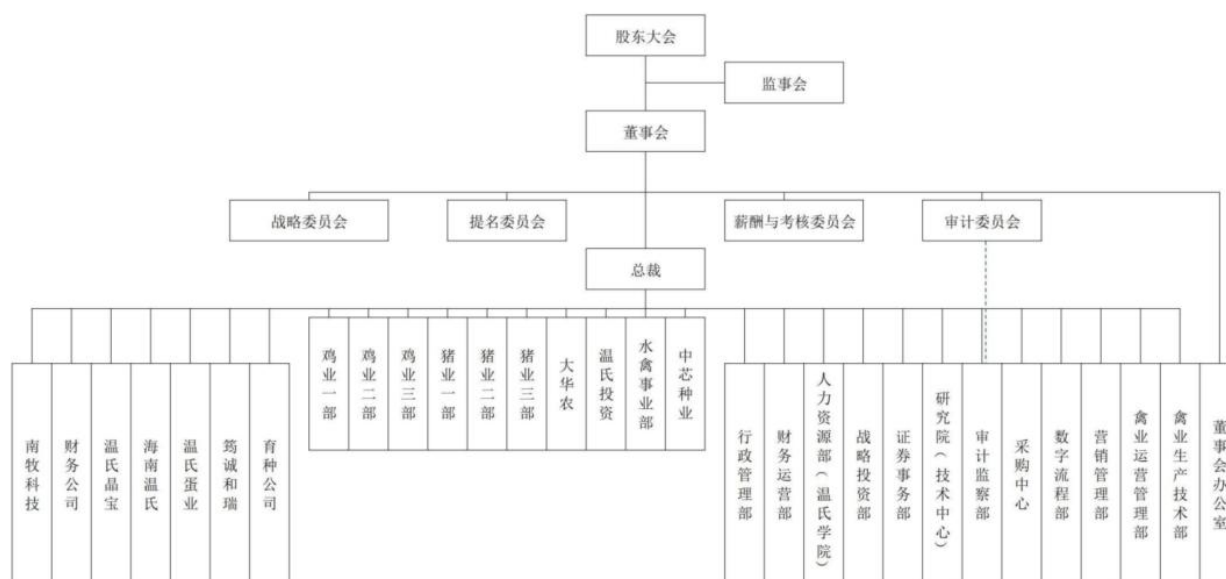
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“温氏转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月 4 日）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 5 月 14 日）



资料来源：联合资信根据公司公告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	64.83	65.45	78.65
应收账款（亿元）	5.21	5.52	5.43
其他应收款（亿元）	17.37	13.60	12.49
存货（亿元）	203.36	194.01	196.23
长期股权投资（亿元）	13.59	14.22	19.07
固定资产（亿元）	343.72	352.18	347.67
在建工程（亿元）	35.01	25.22	28.06
资产总额（亿元）	928.95	938.58	950.16
实收资本（亿元）	66.52	66.54	66.54
少数股东权益（亿元）	27.86	30.25	30.82
所有者权益（亿元）	358.47	439.77	461.33
短期债务（亿元）	127.05	76.40	87.72
长期债务（亿元）	238.32	188.15	167.92
全部债务（亿元）	365.38	264.55	255.64
营业总收入（亿元）	899.21	1049.24	243.31
营业成本（亿元）	891.47	867.15	208.43
其他收益（亿元）	2.26	2.55	0.61
利润总额（亿元）	-63.71	95.72	20.98
EBITDA（亿元）	3.65	161.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	877.01	1025.51	238.23
经营活动现金流入小计（亿元）	914.04	1062.86	239.58
经营活动现金流量净额（亿元）	75.94	195.86	38.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.15	-75.46	-22.58
筹资活动现金流量净额（亿元）	-45.76	-103.78	-13.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	169.75	195.19	--
存货周转次数（次）	4.38	4.36	--
总资产周转次数（次）	0.94	1.12	--
现金收入比（%）	97.53	97.74	97.91
营业利润率（%）	0.70	17.20	14.21
总资本收益率（%）	-7.03	15.23	--
净资产收益率（%）	-17.82	21.85	--
长期债务资本化比率（%）	39.93	29.96	26.69
全部债务资本化比率（%）	50.48	37.56	35.66
资产负债率（%）	61.41	53.14	51.45
流动比率（%）	106.98	121.92	118.93
速动比率（%）	41.67	55.33	53.88
经营现金流动负债比（%）	24.39	67.22	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.86	0.90
EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	14.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	99.98	1.64	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 2024 年底和 2025 年 3 月底其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；3. 长期应付款中的应付养殖项目配套资金和应付售后回租款/应付融资租赁款纳入长期债务核算，未剔除一年内到期部分

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	49.33	70.74	74.54
应收账款（亿元）	0.05	0.05	0.10
其他应收款（亿元）	114.50	59.68	66.42
存货（亿元）	1.23	1.25	1.10
长期股权投资（亿元）	548.31	561.14	564.60
固定资产（亿元）	6.60	6.55	6.35
在建工程（亿元）	0.09	0.05	0.05
资产总额（亿元）	843.02	816.87	825.75
实收资本（亿元）	66.52	66.54	66.54
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	492.29	476.54	475.04
短期债务（亿元）	117.02	65.97	77.46
长期债务（亿元）	171.66	127.66	105.31
全部债务（亿元）	288.69	193.63	182.78
营业总收入（亿元）	16.83	15.64	3.16
营业成本（亿元）	16.38	14.39	3.11
其他收益（亿元）	0.15	0.17	0.04
利润总额（亿元）	25.91	-2.86	-2.51
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	16.67	15.38	3.06
经营活动现金流入小计（亿元）	19.27	16.21	3.25
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.34	-4.50	-2.10
投资活动现金流量净额（亿元）	45.62	115.10	15.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	-46.34	-93.73	-12.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	524.82	305.72	--
存货周转次数（次）	12.39	11.60	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	99.09	98.34	96.54
营业利润率（%）	2.12	7.35	1.35
总资本收益率（%）	4.72	0.99	--
净资产收益率（%）	5.26	-0.60	--
长期债务资本化比率（%）	25.86	21.13	18.15
全部债务资本化比率（%）	36.96	28.89	27.79
资产负债率（%）	41.60	41.66	42.47
流动比率（%）	97.80	77.36	71.27
速动比率（%）	97.11	76.78	70.82
经营现金流动负债比（%）	-1.88	-2.12	--
现金短期债务比（倍）	0.42	1.07	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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