

# 新希望六和股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕3454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“希望转 2”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：

二〇二六年六月二十五日

# 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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

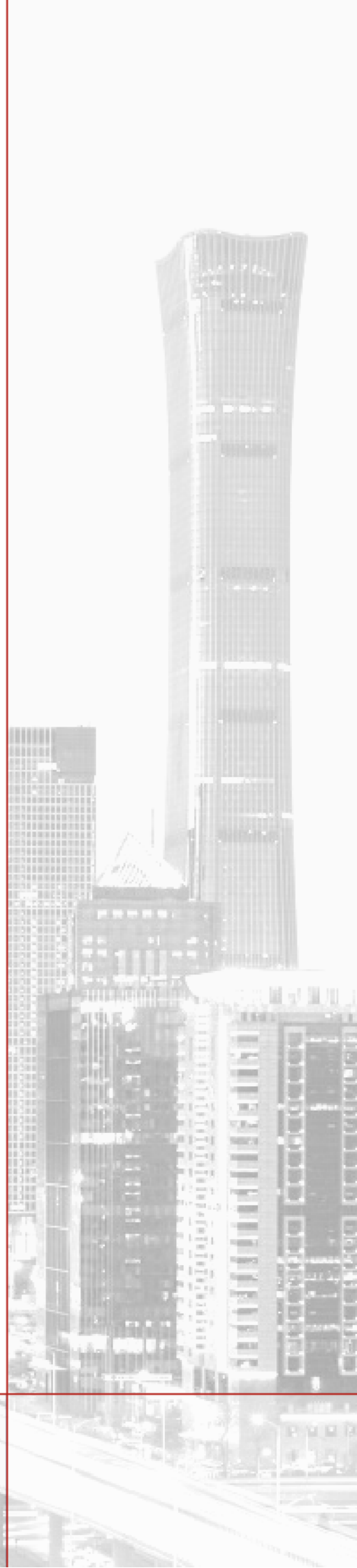
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



# 新希望六和股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2026 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
新希望六和股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/25
希望转 2	AAA/稳定	AAA/稳定	

### 评级观点

跟踪期内，新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内农牧行业龙头企业之一，继续聚焦于饲料和生猪养殖及屠宰两大业务领域，保持了在经营规模、产业话语权、技术研发、产业链一体化等方面的竞争优势，饲料业务市场份额有所扩大、生猪养殖业务成本控制能力得以增强。2025 年，公司饲料销量、销售额增长，毛利率基本稳定；受猪价下行影响，猪产业收入和毛利润出现下降。财务方面，公司货币资金储备较充足，持有 18.28 亿股民生银行股权且无质押，资产流动性和质量较好。公司债务规模继续回落，债务期限结构优化、融资成本进一步降低；但公司所有者权益下降，整体债务负担仍较重；公司营业收入规模同比增长，但营业利润率受生猪价格下行影响而下降，加之确认大额减值损失、投资收益减少以及费用化利息支出增加等因素，利润总额出现亏损，主要盈利指标同比下降。公司收入实现质量高，经营活动现金保持净流入且充分覆盖投资活动所需现金。公司偿债指标总体表现尚可，但“希望转 2”未转股比例高且即将于 2027 年到期，虽然公司较为通畅的直接、间接融资渠道可对“希望转 2”的偿付形成一定保障，仍需关注公司流动性安排以及可能的集中兑付压力。

**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：**实际控制人控制的财务公司给予公司综合授信额度 130 亿元，可为公司流动性形成补充；公司每年可获得一定规模政府补助和税收优惠。

### 评级展望

未来，随着公司进一步聚焦饲料和生猪两大产业，不断拓展国内外饲料市场、持续提升生猪养殖业务成本控制能力，公司盈利状况有望逐步改善，抗风险能力有望进一步增强。

**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

- **跟踪期内，公司保持作为农牧行业龙头企业的综合竞争实力，饲料业务市场份额有所扩大，生猪养殖业务成本控制能力得以增强。**公司产业链布局覆盖饲料、生猪养殖、生猪屠宰等环节，产业链一体化有助于疫病防控、成本优化和价格对冲。2025 年，公司饲料总销量合计 2974 万吨，约占全国饲料总产量的 8.70%（较上年提高约 0.49 个百分点），经营规模保持行业前列；生猪出栏数达 1754.55 万头，出栏量位居国内上市公司第三名；2025 年，公司正常运营场线的肥猪完全成本约为 12.84 元/公斤（其中 12 月份已下降至 12.20 元/公斤），较上年下降约 1.69 元/公斤。
- **收入实现质量高，经营活动现金流净流入对投资所需现金覆盖程度高。**2025 年，公司现金收入比为 100.79%，经营活动现金流量净额为 93.78 亿元，充分覆盖投资活动现金净流出量（15.51 亿元）。
- **现金类资产储备较充足，持有优质金融资产，资产受限比例低，资产流动性和质量较好。**截至 2025 年末，公司现金类资产 89.05 亿元，持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）18.28 亿股且无质押；公司受限资产占总资产的比重由上年末的 3.66%下降至 2.82%。2025 年，公司对民生银行的投资在权益法下确认投资收益以及宣告发放现金股利或利润额度分别为 11.46 亿元和 3.62 亿元，对整体利润形成一定支撑。
- **具备较为通畅的直接融资和间接融资渠道；跟踪期内债务期限结构得以优化，融资成本有所降低。**截至 2026 年 3 月末，公司获得授信总额 798.17 亿元，尚未使用额度为 337.96 亿元，间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。截至 2025 年底，公司短期债务占全部债务的比例较上年底下降 3.27 个百分点至 46.69%；2025 年，公司综合融资成本较 2024 年下降约 0.54 个百分点。

## 关注

---

- **所处行业周期波动大，影响盈利稳定性，2025 年利润总额亏损。**由于所属农牧行业的经营和盈利同时受饲料原料价格波动、生猪价格周期性震荡以及动物疫病和食品安全风险、环保成本等多因素影响，公司盈利面临波动性风险，所持消耗性生物资产市场价格波动性较强，面临减值风险。2025 年，主要因猪价下行，公司营业利润率同比下降 0.44 个百分点，确认资产减值损失 8.63 亿元，加之投资收益减少、费用化利息支出增加等因素，公司利润总额亏损 11.56 亿元。
- **公司债务负担较重。**截至 2025 年底，若将其他权益工具中的永续债调整至长期债务，公司全部债务 669.24 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.42%和 66.45%。
- **短期偿债压力。**截至 2025 年末，公司现金短期债务比为 0.29 倍，现金类资产对短期债务的保障程度偏低，主要依赖经营活动现金流和再融资来覆盖短期债务。“希望转 2”余额 81.43 亿元，将于 2027 年 11 月到期，届时若大部分债券未转股，公司将面临较大的集中兑付压力。

## 本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 (V3.0.202207)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	资产质量及盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				AA-
个体调整因素: 其他有利因素				+1
个体信用等级				AA
外部支持调整因素: 股东支持				+2
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明: 因联合资信于2026年5月及6月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订, 本次评级适用最新评级方法。

其他说明: 受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

## 主要财务数据

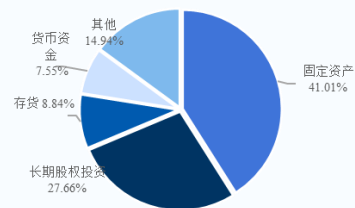
合并口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产(亿元)	88.50	89.05	84.62
资产总额(亿元)	1179.14	1142.33	1163.93
所有者权益(亿元)	365.45	343.90	339.32
短期债务(亿元)	335.69	309.66	279.77
长期债务(亿元)	336.24	353.58	374.26
全部债务(亿元)	671.93	663.24	654.04
营业总收入(亿元)	1030.63	1068.56	272.92
利润总额(亿元)	4.83	-11.56	-6.62
EBITDA(亿元)	62.76	47.60	--
经营性净现金流(亿元)	91.27	93.78	4.38
净营业周期(天)	14.78	15.39	--
EBITDA利润率(%)	6.09	4.45	--
总资产报酬率(%)	2.03	0.77	--
资产负债率(%)	69.01	69.89	70.85
全部债务资本化比率(%)	64.77	65.85	65.84
流动比率(%)	47.32	48.76	53.38
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(%)	2.22	2.46	--
现金短期债务比(倍)	0.26	0.29	0.30
EBITDA利息倍数(倍)	2.40	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.71	13.93	--

公司本部口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	1028.41	1107.60	1025.03
所有者权益(亿元)	227.41	208.14	213.19
全部债务(亿元)	290.35	334.83	363.34
营业总收入(亿元)	4.05	4.50	1.22
利润总额(亿元)	1.45	-7.58	-2.44
资产负债率(%)	77.89	81.21	79.20
全部债务资本化比率(%)	56.08	61.67	63.02
流动比率(%)	133.52	126.94	139.28
经营现金流流动负债比(%)	2.73	3.90	--

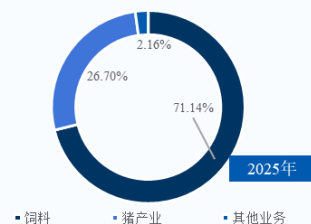
注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入债务核算; 3. 2026年1-3月财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司资料及财务报表整理

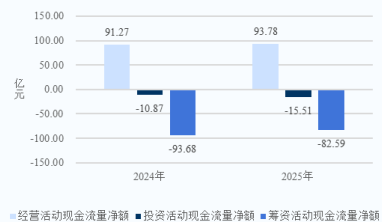
2025年末公司资产构成



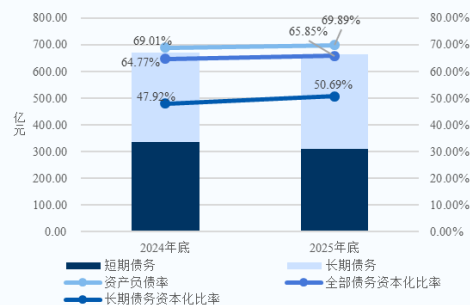
2025年公司收入构成



2024-2025年公司现金流情况



2024-2025年末公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期日	特殊条款
希望转 2	81.50 亿元	81.43 亿元	2027/11/02	--

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可转换公司债券，债券余额为 2026 年 5 月底数据  
 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
希望转 2	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/24	贺苏凝 李明	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
希望转 2	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/12/17	范瑞 刘丽红	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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：孙长征 [suncz@lhratings.com](mailto:suncz@lhratings.com)

项目组成员：李敬云 [lijingyun@lhratings.com](mailto:lijingyun@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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“新希望六和”）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，经四川省人民政府（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2月，公司公开发行社会公众股3600.00万股、内部职工股400.00万股；同年3月，公司股票在深圳证券交易所上市（股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”）。2011年12月，公司变更为现名称。历经多次股权转让、增资、可转换公司债券转股及库存股注销，截至2026年3月末，公司股本总额为45.03亿元，新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持有公司25.09%的股份，并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29.51%的股份，是公司控股股东，刘永好先生为公司实际控制人（见附件1-1）。截至2026年3月末，南方希望所持公司股份未质押；新希望集团所持公司的112987.97万股股份中，有47350.00万股作为其发行可交换公司债券的交换标的股票，已办理质押登记。

跟踪期内，公司主营业务仍以饲料生产和生猪养殖及屠宰为主，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2025年底，公司合并资产总额1142.33亿元，所有者权益343.90亿元（含少数股东权益121.90亿元）；2025年，公司实现营业总收入1068.56亿元，利润总额-11.56亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额1163.93亿元，所有者权益339.32亿元（含少数股东权益120.85亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入272.92亿元，利润总额-6.62亿元。

公司注册地址：四川省绵阳市高新区；法定代表人：刘畅。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2026年5月末，公司由联合资信评级的存续可转换公司债券为“希望转2”，基本情况如下表所示。跟踪期内，“希望转2”正常付息；因回购注销部分限制性股票、派发现金红利，公司两次调整“希望转2”转股价格，2026年5月底转股价格为10.59元/股。截至2025年末，“希望转2”资金使用符合募集说明书指定用途。

图表1·截至2026年5月末公司由联合资信评级的存续可转换公司债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
希望转2	81.50	81.43	2021-11-02	6年

资料来源：联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义GDP增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传

导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

## 五、行业分析

### 1 饲料行业

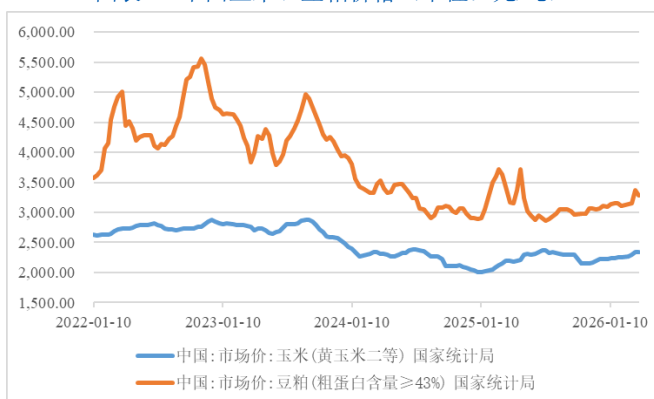
2025年，饲料行业玉米和豆粕等原料价格波动较大，主流饲料企业通过优化原料配比降低成本，饲料产品价格有所下降，利润空间基本稳定。展望2026年，生猪行业“去产能”压力较大，可能对饲料需求产生不利影响；饲料企业加强研发、控本增效，行业集中度可能进一步提升。

从上游看，2025年，中国粮食产量再次创出历史新高，全国粮食总产量同比增长约1.2%至14298亿斤，为饲料行业用粮提供了充足保障。饲料用玉米以国产为主，2025年，受年初余粮存量偏低、市场对2025年新季玉米种植预期偏紧、全年玉米实际产量增加等因素影响，玉米价格先涨后跌，波动较大。饲料用豆粕所需的大豆主要依靠进口，2025年，中国大豆进口量同比增长约6.5%至1.12亿吨。2025年初，受中美贸易争端影响，豆粕价格曾阶段性大幅上涨，但随着南美大豆进口量的增加，市场价格迅速回归。目前中国大豆进口来源地更趋多元，对单一国家进口依赖度已大幅下降。

从产销情况看，多数饲料企业采用“以销定产为主、适度安全库存为辅”的生产策略，2025年，全国工业饲料产量同比增长8.6%至34225万吨，猪、禽、水产和反刍类饲料产量均有不同程度的增长，主要饲料品类的产量变化反映出下游养殖需求的分化。其中，受生猪存栏量增长的影响，猪料产量同比增长约15.6%至16639万吨，占比较上年提高约2.9个百分点至48.6%；禽饲料产量同比增幅较小，占比较上年下降2.1个百分点至39.1%。其他类饲料增幅小，饲料产业仍以猪料和禽料为主。

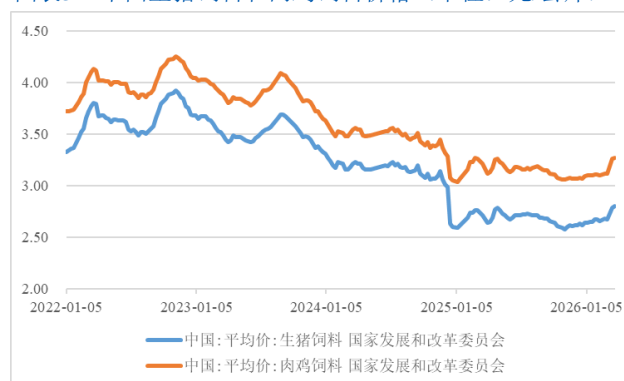
为应对部分原料进口依赖度较高、价格易受国际市场和贸易政策变化影响的局面，2025年饲料企业继续推进豆粕减量和替代蛋白研发，饲料综合成本整体有所下降，销售价格总体低于2024年水平，但主要生产企业的毛利率基本稳定。

图表2·中国玉米、豆粕价格（单位：元/吨）



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（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，联合资信整理

综合来看，原料成本趋稳与养殖端分化交织，促使饲料企业通过产品结构调整和成本优化来维持利润弹性。展望2026年，一方面，在国内粮食“连丰”、大豆进口渠道进一步稳定的背景下，玉米与豆粕价格大概率保持区间震荡、基本稳定的格局，加之主要饲料企业继续推进豆粕减量和替代蛋白规模化应用，原料成本压力整体可控；另一方面，供给端在头部企业产能爬坡与中小厂环保、资金约束加剧的此消彼长中，行业集中度可能继续提高；而从下游需求端看，肉鸡养殖有望维持相对稳健，生猪产业长期处于底部，加之“去产能”政策的实施，可能导致生猪存栏量见顶回落，从而降低饲料需求。

### 2 生猪养殖行业

养殖行业周期性显著，随着行业发展，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，“猪周期”波动趋于平缓的同时也在逐渐拉长。2025年，养殖行业处于周期底部磨底状态，截至2025年底，能繁母猪存栏量仍处于合理区域上限，

2026年上半年猪价持续承压。随着产能去化效果显现和行业集中度进一步提升，生猪出栏量有望于2026年下半年开启收缩，从而推动猪价逐步上行，但周期复苏节奏可能较为缓慢，信用风险分化将持续。完整版行业分析详见《[养殖行业信用分析报告（2026年5月）](#)》。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

#### 1 产权状况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化。

#### 2 竞争实力

跟踪期内，作为农牧行业龙头企业，公司业务聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大产业，在经营规模和产业话语权、技术研发、产业链一体化等方面的优势延续，饲料业务市场占有率有所提高，生猪养殖业务成本控制能力有所增强但仍有一定提升空间。

跟踪期内，公司继续聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大产业，在经营规模和产业话语权、技术研发以及产业链一体化方面保持竞争优势。

##### （1）规模优势

跟踪期内，公司饲料业务在国内饲料行业保持规模前列，依托规模优势的话语权，在采购活动中可获得一定的信用账期和价格优惠；产品结构多元，所产饲料覆盖了禽料、猪料、水产料与反刍料等众多料种。2025年，公司国内外饲料总销量达2974万吨（其中对外销量2451万吨），同比增长约15%（其中对外销量同比增长约16%），饲料总销量相当于全国工业饲料产量的8.70%，较上年（8.21%）提高约0.49个百分点。公司长期在国外经营饲料业务，截至2025年末布局覆盖15个国家和地区饲料市场，一方面利用当地农业资源降低采购和运输成本，另一方面有助于规避贸易壁垒。公司融入各所在国市场，利用在产品技术（包括配方能力等）和对养殖户服务等方面的能力提升市场份额，并获取高于国内市场的利润回报。跟踪期内，公司海外饲料业务聚焦印尼、越南、埃及、菲律宾、孟加拉等核心市场，饲料销量在多数核心市场已进入行业前三名。2025年，公司海外饲料销量达638万吨，同比增长约21%。生猪养殖方面，2025年，公司生猪出栏数达1754.55万头（含仔猪），出栏量相比上年增长6.23%，出栏量位居国内上市公司第三名。

##### （2）精细化技术研发

在养殖业和饲料业进入存量竞争阶段、同业竞争日益加剧的情况下，公司通过加强精细化技术研发实现降本增效。公司开展原料替代技术研究，积累了饲料豆粕减量替代的技术与方案。公司先后参与多项“十四五”国家重点研发计划、重点专项国际合作项目，创制非粮蛋白饲料新产品、替代玉米新型能量新产品，评估菌体蛋白、黑水虻等新型蛋白、棉粕、菜粕、棕榈粕等杂粕类，白酒糟、醋糟等糟渣类，木薯、大麦、高粱等多种饲料资源营养价值，研究相应原料在畜禽上的适宜添加量以及高值化应用技术，形成了一系列技术成果和应用方案。公司参与研发的“猪禽多元化日粮应用技术”入选农业农村部“饲料中豆粕减量替代典型案例”，有助于缓解国内蛋白饲料资源紧缺问题。

与行业内出栏规模最大的两家上市公司牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”）和温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”）相比，公司进入生猪养殖产业时间较短，经历之前年度的快速发展后，近年来逐步进入稳定运营期。跟踪期内，公司继续推进育种、养殖技术的提升，PSY（母猪年产生奶仔猪数）、平均断奶成本、平均育肥成活率、平均日增重等指标较上年均有不同程度的优化。主要受益于育种及养殖技术的提升和饲料端配方的优化，2025年，公司正常运营场线出栏肥猪的完全成本为12.84元/公斤，同比下降约1.69元/公斤，但仍高于生猪出栏前2名的上市公司<sup>1</sup>。2025年12月份，公司正常运营场线出栏肥猪的完全成本已降至12.20元/公斤。

##### （3）产业链一体化优势

公司已形成“饲料生产与销售、养殖、屠宰、渠道销售为一体”的产业链一体化经营模式。公司饲料业务（按照营养成分）涵

<sup>1</sup> 根据牧原股份和温氏股份年报，牧原股份2025年全年生猪养殖完全成本约12元/公斤，温氏股份2025年肉猪养殖综合成本约为6.1~6.2元/斤。

盖了预混料、浓缩料和配合料三大类，预混料与浓缩料既对内部的配合料厂供应，也对外部市场销售，所产饲料除向外部市场销售外，猪料也对下游合同养殖户和自有养殖场供应。生猪养殖的疫病防控中，饲料来源是重要管控环节之一，公司生猪养殖饲料主要实行自供，一定程度上可降低疫病风险。生猪养殖行业周期性波动大，面对下游猪价和上游饲料原料价格的波动，公司饲料板块和养猪板块在饲料配方、养殖技术等方面共同进行研发，所取得的技术进步有助于改善饲料产品和出栏生猪的成本结构，缓解生猪价格下行对公司整体业绩的不良影响。整体看，公司农牧产业链一体化有助于在疫病防控、成本控制、业务协同等方面提升公司的市场竞争力。

### 3 信用记录

从历史信用记录看，根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2026年5月22日，公司本部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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2026年6月24日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，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良记录。

### (二) 管理水平

**跟踪期内，公司内控管理体系延续，部分董事及高管人员调整，对公司战略方向、经营稳定性影响不大。**

跟踪期内，公司治理结构、内控管理体系、主要管理制度未发生重大变化。

2025年，因董事会换届等原因，公司原董事刘永好、王航、蔡曼莉、彭龙、周伯平离任，杨芳、陶玉岭、谢佳扬、李天田和庞允东先后被选举为公司董事；因任期届满，张明贵、兰佳和陈兴垚不再担任公司高级管理人员，公司聘任陶玉岭为公司总裁，史涵为公司财务总监，赵亮为公司董事会秘书。公司现任董事长、法定代表人刘畅女士担任公司董事已逾14年（其中，担任董事长时间已逾13年），新任总裁陶玉岭先生已担任公司高级管理人员逾9年，原董事、总裁的离任对公司战略方向、经营稳定性影响不大。

图表4 · 公司2025年董事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期
杨芳	董事	被选举	2025年04月03日
陶玉岭	董事、总裁	被选举	2025年04月03日
谢佳扬	独立董事	被选举	2025年04月03日
李天田	独立董事	被选举	2025年07月31日
庞允东	董事	被选举	2025年12月27日
赵亮	董事会秘书	聘任	2025年04月03日
史涵	财务总监	聘任	2025年4月24日
刘永好	董事	任期满离任	2025年04月03日
王航	董事	任期满离任	2025年04月03日
蔡曼莉	独立董事	任期满离任	2025年04月03日
张明贵	总裁	任期满离任	2025年04月03日
兰佳	董事会秘书、首席战略投资官	任期满离任	2025年04月03日
彭龙	独立董事	个人原因离任	2025年7月31日
周伯平	董事	个人原因离任	2025年12月27日
陈兴垚	副总裁、财务总监	任期满离任	2025年04月24日

资料来源：联合资信根据公司2025年年报整理

公司新任总裁陶玉岭先生，52岁，本科毕业于华中农业大学淡水渔业专业，EMBA。曾任公司京津冀片区总经理、华北片联总裁，山东经营特区总裁、禽BU总裁、猪产业新海纵队总裁、猪产业事业群总裁、公司副总裁。现任公司董事、总裁。

### (三) 重大事项

公司向特定对象发行股票申请获得中国证券监督管理委员会同意注册批复。若完成发行，有助于公司资本实力的提升、资本

结构的优化，募投项目建成投产后将提升公司生猪养殖板块竞争力。但发行结果将受到公司股票价格走势、投资者对发行方案认可程度因素影响，存在发行募集资金不足或发行失败风险。

根据公司于2026年4月2日发布的公告，公司已收到中国证券监督管理委员会的批复，同意公司向特定对象发行股票的注册申请。本次发行对象不包括公司控股股东、实际控制人及其控制的关联方；发行完成后，公司控股股东和实际控制人不变。

本次公司拟向特定对象发行 A 股股票募集资金不超过33.38亿元，用于猪场生物安全防控及数智化升级项目以及偿还银行债务。若顺利完成发行，有助于公司资本实力的提升、资本结构的优化，并将提升公司生猪养殖板块竞争力。

图表 5 · 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	292045.58	233800.00
2	偿还银行债务	100000.00	100000.00
	合计	392045.58	333800.00

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（第三次修订稿）》

公司本次股票发行对象为不超过 35 名符合条件的特定投资者，发行结果将受到证券市场整体情况、公司股票价格走势、投资者对本次发行方案的认可程度等多种内外部因素的影响，存在发行募集资金不足或发行失败的风险。

## （四）经营方面

### 1 经营概况

2025 年，受饲料板块经营规模扩大影响，公司营业收入有所增长；但因下半年生猪价格下跌，公司综合毛利率有所下降。2026 年一季度，猪价下跌使得公司主营业务利润空间进一步被压缩。

2025 年，公司收入主要来自饲料和猪产业（生猪养殖与屠宰），两大板块合计贡献营业收入和毛利润的97.84%和92.47%，主业集中度高。

2025 年，公司实现营业收入1068.56亿元，同比增长3.68%，综合毛利率为6.28%，同比下降0.43个百分点。分板块看，2025 年，公司饲料板块产销规模扩大，收入同比增长10.66%，毛利率基本稳定；受下半年猪价下跌的影响，猪产业板块收入同比下降6.15%，毛利率同比下降1.81个百分点。

2026 年1—3 月，公司营业收入同比增长11.77%，其中饲料板块收入同比增长17.36%，猪产业板块收入同比下降2.20%；公司综合毛利率较上年同期下降3.17个百分点，其中饲料板块毛利率较上年同期基本持平，猪产业毛利率同比下降10.97个百分点。

图表 6 · 公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 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
饲料	686.98	66.66%	4.90%	760.19	71.14%	5.10%	193.10	70.75%	5.38%
猪产业	303.98	29.49%	9.97%	285.29	26.70%	8.16%	68.40	25.06%	3.37%
其他	39.67	3.85%	12.97%	23.09	2.16%	22.04%	11.42	4.19%	13.90%
合计	1030.63	100.00%	6.71%	1068.56	100.00%	6.28%	272.92	100.00%	5.23%

资料来源：公司提供

从公司产品销售的区域分布来看，2025 年，公司国内和国外销售收入占比分别为79.09%和20.91%；国外销售收入主要为饲料业务收入，同比增长11.54%，国内销售收入同比变化小。

采购集中度方面，2025 年，公司向五大供应商合计采购金额为146.96亿元，占年度采购总额的16.13%，前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额的3.14%，公司采购集中度不高。客户集中度方面，2025 年，公司对前五大客户合计销售金额87.31 亿元，占年度销售总额的8.17%，前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额的6.07%，公司销售集中度较低。

## 2 饲料

2025年，公司饲料板块产销量增长，产能利用率提升；产品价格和原料采购成本均有所下降，毛利率基本稳定。

### (1) 采购

跟踪期内，公司饲料板块主要采购原料、采购模式和结算方式无重大变化，采购模式仍采取总部集中采购、总部与区域协同采购、区域自采相结合的模式，原料采购可获得账期基本稳定（1个月左右）。

图表 7 • 公司三种采购模式对应的主要采购品类

采购模式	主要采购品类
总部集中采购	氨基酸、矿物质、维生素、药物、功能性添加剂、动物蛋白（鱼粉、乳清粉、血球、血浆、进口肉骨粉等）
总部与区域协同采购	进口类原料（进口玉米、高粱、大麦、DDGS 等）、能量类原料（玉米、国产 DDGS、玉米蛋白粉等）和植物蛋白类原料（豆粕、棉粕、菜粕、花生粕等）
区域自采	除上述外的其他品类

资料来源：公司提供

玉米、豆粕等主要原料价格受国内外宏观经济形势、国际贸易关系、各国主粮产区收成及天气状况等多因素影响，存在较大的波动性。2025年，面对大宗原料价格震荡的市场环境，公司加强构建全链条采购管控体系、强化线上寻源比价体系的使用、依托新加坡平台发挥全球采购联动优势，同时加强研发工作与生产和采购环节的融合，在不同阶段灵活应用替代性原料，多数原料采购价格有所下降，饲料成本端压力进一步缓解。公司根据原料实际使用需求进行基差交易、远期合约锁定，提前锁定未来确定用量的原料成本。在以套期保值为目的的衍生品投资中，2025年，公司衍生品购入、出售金额分别为4189.66万元和5548.71万元，年末衍生品投资金额为284.79万元，占公司同期净资产的0.01%。

2025年，随着饲料产销规模的扩大，以及对部分原料安全库存要求的提高，公司主要原料采购量同比均有不同程度的增长。

图表 8 • 公司主要原材料采购情况

类别	2024 年		2025 年	
	采购量（万吨）	采购均价（元/吨）	采购量（万吨）	采购均价（元/吨）
玉米	734.91	2394	834.37	2294
豆粕	311.61	3552	385.17	3079
花生粕	13.62	3513	17.27	3260
赖氨酸	16.02	5862	18.89	5404
棉粕	5.23	3134	9.01	3179
蛋氨酸	4.34	18557	4.84	18075
小麦	140.82	2484	278.58	2443
合计	1226.55	--	1548.13	--

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”。国内饲料产业竞争较为激烈，行业已呈现趋于成熟、稳定的格局，公司饲料产业在海外地区发展逐步显现规模。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。2025年，公司根据各区域产能利用情况优化产能布局，饲料总产能有所回落；随着国内生猪养殖行业存栏量增加以及公司继续拓展市场，公司国内和海外饲料产量分别增长13.07%和21.05%，增幅显著高于同期全国工业饲料产量的增幅，产能利用率较上年明显提高。

图表 9 • 公司饲料业务产量及产能利用情况

项目	2024 年			2025 年		
	产能（万吨/年）	产量（万吨）	产能利用率	产能（万吨/年）	产量（万吨）	产能利用率
国内	4560	2049	44.93%	4428	2353	53.14%
海外	799	532	66.58%	740	644	87.03%
合计	5359	2581	48.16%	5168	2998	58.01%

注：表中数据为合并抵销前的数据

资料来源：公司提供

### (3) 销售

跟踪期内，公司饲料产品的销售模式、结算方式无重大变化。在国内市场，除满足自身猪产业饲料需求外，公司饲料对外销售主要采取经销和直销两种模式，其中直销客户主要为规模化养殖户；公司饲料销售中经销模式占比较大，但随着下游养殖行业集中度的提高，直销方式占比有所上升。公司面向下游的结算主要采取现款现货的方式。

公司在海外市场的销售模式与国内接近，主要通过“经销商+直销”双渠道网络分别覆盖中小型养殖户与规模化农场。面对海外市场的汇率波动、地缘政治等风险，公司使用海外本地化团队，并适当采用金融工具对冲的机制，通过外汇期货等方式降低汇率波动对利润的影响。与国内市场相比，东南亚等海外饲料市场的竞争更侧重于产品技术、服务能力等方面，养殖户对饲料企业的技术依赖度更高，产品利润空间相对更大。2025年，公司海外业务毛利率为10.19%，明显高于饲料板块整体毛利率水平（5.10%）；近年来公司将发展海外饲料业务作为重点工作之一，2025年海外饲料销量同比增长约21%，明显高于公司饲料销量总体增幅（约15%），海外市场已成为公司新的收入和利润增长点。

公司销售定价模式主要有三类：①代工客户（直采为主）模式，售价按“原料成本+代工费+损耗”核算，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（经销商为主）模式，售价综合考量原料行情、养殖市场行情、竞争策略而制定；③大客户（直采）模式，根据具体合作协议执行，综合代工定价模式和市场化客户定价等方式。规模化养殖趋势下，采用原料加成模式的直采客户比重逐步提升，该模式下每吨饲料的利润空间一般较低，但公司可通过提前锁定原料价格进一步降低原料成本风险，并通过合理排产提高产能利用效率，整体利润空间较其他模式相差不大。

2025年，公司饲料产品销量同比增长，其中猪料增幅最大；基于“以销定产”模式，公司饲料产品整体的产销率保持在99%以上。由于行业竞争等因素，公司各品类饲料销售均价均有所下降，但由于主要原料采购价格下降加之公司灵活采用替代性原料，保证了饲料板块毛利率的稳定。

图表 10 · 公司饲料业务主要产品销售情况

类别	2024 年		2025 年	
	销量 (万吨)	销售均价 (元/吨)	销量 (万吨)	销售均价 (元/吨)
禽饲料	1496	3111.11	1686	2981.43
猪饲料	867	3047.59	1019	2896.19
水产料	169	4759.80	197	4583.59
其他料	64	4662.39	72	3883.97
合计	2596	--	2974	--

注：表中数据为合并抵销前的数据  
资料来源：公司提供

## 3 猪产业

2025 年，公司生猪出栏规模同比扩大，随着养殖效率的提升，养猪成本下降明显。因市场供需失衡，2025 年下半年以来生猪销售价格持续下降，严重挤压公司经营利润。

### (1) 养殖

跟踪期内，公司生猪养殖业务仍覆盖种猪生产和商品猪生产。其中，种猪生产方面，公司已建立起以外三元杂交为主、PIC 五元配套系为辅的双系“金字塔”育种体系，同时建立了回交育种体系，增加生产种猪的供给和调节能力，提升公司在应对生猪疫病和极端行情时的经营稳定性与快速响应能力。商品猪育肥方面，公司养殖模式以“公司+农户”合作养殖为主、一体化自养为辅。

跟踪期内，公司生猪养殖产能保持稳定，2025年末仍为3800万头/年，2025年和2026年一季度生猪出栏量分别为1754.55万头和340.87万头。公司生猪养殖成本以饲料、代养费、药品及疫苗、人工等成本为主，2025年生猪养殖成本中饲料成本占比约64.84%，仍为养殖业务第一大成本，猪产业所需的饲料仍可全部由公司内部提供。

跟踪期间，公司响应国家去产能政策号召，调整针对闲置场线的复产计划，已建成种猪场产能、自育肥场产能较上年末基本持平；压降能繁母猪数量，截至2026年1月底能繁母猪已降至约74万头（2025年4月底约为76万头）。公司计划将2026年生猪出栏量降低至1600万头（较2025年实际出栏量减少约8.81%）。

截至2025年末，公司存栏生猪约815万头，自育肥猪与放养肥猪存栏量占比分别约为38%和62%，自养比重较上年末提高约3个百分点。截至2025年末，公司在养肥猪投放存栏的合作放养农户为1418户，较上年末基本持平。从养殖存栏规模的结构看，规模在1000头以下和1001~3000头的农户数占比分别为6%和53%，较上年末分别降低1.8个百分点和5.0个百分点；3001~5000头的农户和5001头以上的农户分别约占26%和15%，较上年同期分别提高约2.9个百分点和3.9个百分点。养殖户一般需要向公司缴纳一定的养殖押金，一旦出现违反合同约定的情形，将承担较高失信风险并损失养殖押金。跟踪期内，公司合作养殖户的平均养殖规模有所扩大，有利于公司整体养殖效率的提升。

2025年，公司生猪养殖业务产能利用率有所提高但仍处于较低水平，公司计划主要通过合作租赁方式盘活闲置资产，同时也将进行产能优化，逐步关停部分低效猪场。

图表 11 · 公司生猪养殖业务产能及产量情况（万头/年、万头）

项目	2024 年				2025 年			
	产能 (万头/年)	产量/销量 (万头)	产能利用率	销售均价 (元/公斤)	产能 (万头/年)	产量/销量 (万头)	产能利用率	销售均价 (元/公斤)
生猪养殖	3800	1652.49	43.49%	16.30	3800	1754.55	46.17%	13.40

资料来源：公司提供

## （2）销售

跟踪期内，公司生猪销售模式和结算方式无重大变化，猪产业的销售模式仍为“量价统筹、随行就市”，结算方式仍以现款现货为主；销售渠道方面，除了部分出栏生猪可以输送到体系内屠宰厂宰杀外，其他出栏生猪可通过公司研发的“聚宝猪”生猪交易平台实现销售。

2025年，公司仔猪和肥猪销量分别为375.52万头和1379.02万头（上年分别为300.20万头和1352.29万头）；公司根据对猪价的判断灵活调整仔猪与肥猪销售结构，2025年仔猪销量同比增长25.09%。

2025年，随着行业能繁母猪产能恢复和生产效率的提升，国内猪价在9月份之后持续走低，带动全年平均猪价也达到近年来最低位。受此影响，2025年，公司生猪销售均价同比大幅下降，在出栏量增长的情况下，猪产业板块销售收入同比下降6.15%。2026年一季度，因生猪市场供过于求，公司商品猪销售均价继续下降，1—3月销售均价分别为12.48元/公斤、11.45元/公斤和9.74元/公斤，二月份以来均价已低于成本价。

## （3）屠宰

截至2025年末，公司在北京、辽宁、河北、山东、陕西等地形成了屠宰与养猪的产能配套，屠宰生猪约70%来源于自身出栏肥猪，其余约30%肥猪来自外采。跟踪期内，公司屠宰分割业务仍沿用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式，主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式。

截至2025年末，公司屠宰产能较上年末保持稳定。2025年，公司共屠宰生猪368万头，较上年（278万头）增长32.37%，生鲜猪肉产量较上年增长29.60%，产销率保持高水平。

图表 12 · 公司屠宰分割业务产销情况

项目	2024 年	2025 年
产能（万吨/年）	60.00	60.00
产量（万吨）	38.07	49.34
产能利用率	63.45%	82.23%
销售量（万吨）	40.42	49.06
产销率（%）	106.17%	99.43%

资料来源：公司提供

## （4）成本控制

由于行业特点，猪产业内不同企业之间产品（生猪、鲜肉及冻肉等）价格差异小，猪企竞争力主要取决于其成本控制能力，而成本控制能力与企业的规模、育种及养殖技术和产能利用情况等高度相关。

跟踪期内，公司继续提升育种技术、养殖技术和精细化生产管理。2025年，公司全年平均窝均断奶数达到11.4头，较上年增加0.6头；全年平均PSY接近26，较上年提高1.2；全年平均断奶成本251元/头，较上年下降40元/头；全年平均育肥成

活率达到 94%，较上年提高 2 个百分点；全年平均日增重达 698 克，较上年提升 23 克；公司养猪产能利用率为 46.17%，较上年提升 2.68 个百分点。受益于生产效率的提升，2025 年，公司正常运营场线的肥猪完全成本约为 12.84 元/公斤（其中 12 月份已降至 12.20 元/公斤），较上年下降约 1.69 元/公斤。

2025 年，公司猪产业毛利率为 8.16%，与所选同行业上市公司相比处于较低水平，与其进入养猪行业时间较短，当前产能利用不足，以及公司猪产业板块包含毛利率相对较低的屠宰业务等因素有关。在猪价持续下降的情况下，2025 年，公司猪产业毛利率同比下降 1.81 个百分点，降幅明显低于所选行业内上市公司。

图表 · 2025 年同行业上市公司生猪业务毛利率变化情况

公司名称	生猪业务毛利率	生猪业务毛利率同比变化	公司名称	生猪业务毛利率	生猪业务毛利率同比变化
温氏股份	14.76%	-5.56 个百分点	江西正邦科技股份有限公司	11.19%	-11.64 个百分点
牧原股份	17.29%	-3.64 个百分点	北京大北农科技集团股份有限公司	8.99%	-10.81 个百分点
天邦食品股份有限公司	12.62%	-13.00 个百分点	公司	<b>8.16%</b>	<b>-1.81 个百分点</b>

资料来源：各上市公司年报

## 4 关联交易

公司关联采购和关联销售金额占比不大；年末在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）的存款余额较多，财务公司给予公司的授信额度使用比例较小。

根据《关于签订日常关联交易框架协议暨对 2026 年度日常关联交易进行预计的公告》，公司与以下关联人及其下属企业之间发生的产品购销行为构成关联交易，日常关联交易事项主要包括：2026 年，公司向各关联人及其下属企业购买肉制品、养殖设备、饲料原料等产品的金额不超过 41.80 亿元，2025 年同类交易实际发生总金额为 25.16 亿元（占营业成本的 2.51%）；接受各关联人及其下属企业提供的劳务不超过 5.70 亿元，2025 年同类交易实际发生总金额为 4.66 亿元；向关联人承租资产不超过 1000 万元，2025 年同类交易实际发生总金额为 450.88 万元；向关联人出租资产不超过 2500 万元，2025 年同类交易实际发生总金额为 2139.23 万元；向各关联人及其下属企业销售饲料、肉制品、包装物、配件等产品的金额不超过 93.11 亿元，2025 年同类交易实际发生总金额为 68.33 亿元（占营业收入的 6.39%）。

图表 13 · 公司关联交易涉及关联企业情况

关联企业	情况说明
新希望乳业股份有限公司	公司董事长刘畅控制的企业
草根知本集团有限公司及其控股子公司、新希望五新实业集团有限公司、德阳新希望及其控股子公司	与公司受同一实际控制人控制的企业
兴源环境科技股份有限公司	公司董事担任董事的企业
山东中新食品及其控股子公司、成都天府兴新鑫农牧科技有限公司及其控股子公司	公司联营企业，公司高管担任董事

资料来源：《关于签订日常关联交易框架协议暨对 2025 年度日常关联交易进行预计的公告》

截至 2025 年末，公司在财务公司（新希望集团和公司分别持股 42.54% 和 34.00%）存款余额为 35.58 亿元，存款利率范围为 0.35%~2.25%，存款余额占货币资金余额比例为 41.25%；公司在财务公司的贷款余额为 10.08 亿元，票据贴现余额为 18.35 亿元，票据承兑余额为 10.19 亿元，财务公司投资公司发行的债券余额为 3.10 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 100.00 亿元，财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度 130.00 亿元。

## 5 经营效率

2025 年，公司经营效率指标有所提高，整体表现符合行业特征。

2025 年，随着营业收入和营业成本的增加，公司主要经营效率指标有所提高，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 88.00 次、9.62 次和 0.92 次，较上年分别提高了 24.31 次、1.62 次和 0.09 次。相比同行业上市公司，由于农牧行业账期相对其他行业明显更短，应收账款周转效率整体很高；公司总资产周转率处于中等水平，存货周转率高。整体看，公司经营效率有所提高，指标表现符合行业特征。

图表 14 • 2025 年同行业上市企业经营效率情况（单位：次）

公司名称	主要经营业务	应收账款 周转率	存货 周转率	总资产 周转率	公司名称	主要经营业务	应收账款 周转率	存货 周转率	总资产 周转率
温氏食品集团 股份有限公司	禽类、生猪养殖	127.49	4.55	1.13	江西正邦科技 股份有限公司	饲料、生猪养殖及兽药	174.60	6.33	0.77
牧原食品 股份有限公司	一体化生猪产业链	351.64	2.99	0.80	北京大北农业科技集团 股份有限公司	饲料、生猪养殖	26.76	5.48	1.00
天邦食品 股份有限公司	生猪养殖及猪肉制品加工	283.52	4.35	0.68	公司	饲料、生猪养殖	105.90	9.62	0.92

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

## 6 未来发展

公司聚焦饲料与生猪两大主业，由饲料、海外、猪产业三大单元协同拓展国内外市场，整体策略围绕“做大规模、做精专业、降本增效”，力求饲料稳健增长、海外突破扩张、猪产业恢复盈利。

公司已将饲料生产、生猪养殖与屠宰确立为两大核心业务，未来计划立足国内、海外两个市场，加强饲料产业 BU、海外 BU、猪产业事业群三大业务单元的业务协同，以规模增长为基础，以效率提升为核心，以专业能力为支撑，推动饲料业务稳健增长、海外业务突破增长、猪产业提质增效，增强公司核心竞争力与抗周期能力，实现可持续发展。

公司饲料产业的战略目标是“稳健增长”，重点围绕“提升规模、优化结构、提效降费、激活团队”的路径推进；海外产业的战略目标是“突破增长”，重点是“聚焦核心市场、实现能力突破、稳步拓展产能”；猪产业的战略目标是提质增效，指导思想是从“养好”猪向养“好猪”逐步升级，重点围绕“健康管理、持续降本、育种改良、提效增利”四大路径推进工作。

公司将资本性支出的重点从猪场建设转移至现有猪场的升级改造，2026 年资本支出压力不大。仍需关注在建项目后续推进情况。

近年来公司建设项目主要为猪舍及附属设施，截至2026年3月底，公司“福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏30万头生猪养殖项目”等9个主要在建项目规划总投资45.27亿元，已完成投资23.58亿元；在建项目布局较分散，单一项目投资规模不大。

面对生猪行业供大于求的局面，2025年以来，公司放缓生猪养殖项目的投资进度，预计2026年资本支出15亿元，将主要用于现有猪场的升级改造。

### （五）财务方面

公司提供了2025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。2026年一季度财务数据未经审计。2025年，公司新纳入合并范围的子公司17家，不再纳入合并范围的子公司共38家；2026年1—3月，公司新纳入合并范围的子公司18家，不再纳入合并范围的子公司7家。截至2026年3月底，公司纳入合并范围的子公司共621家。2025年以来，公司主营业务未发生变化，新纳入和不再纳入合并范围的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

#### 1 主要财务数据变化

截至 2025 年末，公司资产规模较上年末略有下降，仍以非流动资产为主。公司的生物资产面临一定减值风险，货币资金储备仍较充足，所持民生银行等金融资产产生的投资收益较稳定，对公司利润形成良好支撑。综合看，公司资产流动性和质量较好。

截至2025年末，公司资产总额较上年末下降3.12%，仍以非流动资产为主（占比为81.35%）。

图表 15 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	223.06	18.92	213.08	18.65	236.14	20.29
货币资金	86.99	7.38	86.27	7.55	82.74	7.11

存货	107.32	9.10	100.93	8.84	118.67	10.20
<b>非流动资产</b>	<b>956.08</b>	<b>81.08</b>	<b>929.25</b>	<b>81.35</b>	<b>927.79</b>	<b>79.71</b>
长期股权投资	304.53	25.83	315.99	27.66	320.04	27.50
固定资产	434.76	36.87	468.44	41.01	462.40	39.73
生产性生物资产	33.30	2.82	21.22	1.86	20.24	1.74
在建工程	88.96	7.54	32.00	2.80	34.39	2.95
<b>资产总额</b>	<b>1179.14</b>	<b>100.00</b>	<b>1142.33</b>	<b>100.00</b>	<b>1163.93</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

流动资产方面，截至2025年底，公司货币资金较上年底变化不大，货币资金中有18.30亿元受限资金，受限比例为21.22%，主要为期货保证金、票据保证金等。截至2025年底，公司存货较上年底下降5.96%，主要系年底部分主要原材料采购价格下降以及对消耗性生物资产计提跌价准备所致。存货主要由消耗性生物资产（51.17亿元）、原材料（32.43亿元）和库存商品（14.63亿元）构成，累计计提跌价准备2.88亿元，计提比例为2.78%。

非流动资产方面，截至2025年底，公司长期股权投资较上年底变化不大，2025年权益法下确认投资收益和宣告发放现金股利或利润分别为9.40亿元和3.85亿元，累计计提减值准备0.21亿元。截至2025年底，公司固定资产468.44亿元，较上年底增长7.75%，主要系在建工程完工转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（329.63亿元）和机器设备（130.32亿元）构成，累计计提折旧156.15亿元。截至2025年底，公司在建工程较上年底下降64.03%至32.00亿元，在建工程主要为猪产业改扩建工程（27.40亿元）和饲料厂改扩建工程（4.32亿元），累计计提减值准备2.21亿元。

截至2026年3月底，公司资产总额和结构较上年底变化不大。

截至2025年底，公司资产中生物资产（消耗性生物资产和生产性生物资产）账面价值合计72.39亿元，生物资产价值易受市场价格波动和畜禽疫病的影响，存在一定跌价和减值风险。2025年，主要因猪价下降，公司对生物资产共计提减值准备6.35亿元。

截至2025年底，公司持有中国民生银行股份有限公司（股票代码“1988.HK”“600016.SH”；以下简称“民生银行”）A股股票18.28亿股（未质押），持股量和持股比例较2024年底未发生变化。2023—2025年，该项投资权益法下确认的投资收益分别为13.16亿元、11.68亿元和11.46亿元，宣告发放现金股利或利润分别为3.91亿元、6.33亿元和3.62亿元。民生银行是全国性股份制商业银行，分支机构广泛覆盖中国内地以及中国香港，截至2025年末，其资产总额、发放贷款及垫款总额和吸收存款总额分别为7.83万亿元、4.43万亿元、4.28万亿元，在全国性股份制银行中市场地位较突出，产生投资收益对公司利润形成良好支撑。

图表 16 • 民生银行财务概况（单位：亿元）

时间	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
2023年	76749.65	6378.01	1408.17	359.86
2024年	78149.69	6565.68	1362.90	327.22
2025年	78325.67	7031.97	1428.65	305.82

资料来源：联合资信根据公司资料及公开资料整理

截至2025年末，公司受限资产账面价值合计32.25亿元，占资产总额的比重为2.82%，受限比例低。

图表 17 • 2025 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限情况
货币资金	18.30	购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等
存货	0.78	与政府协定的储备肉
固定资产	12.78	用作长、短期借款抵押物，及开展融资性售后租回
无形资产	0.39	用作长、短期借款抵押物
<b>合计</b>	<b>32.25</b>	--

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2025年底，公司所有者权益较上年底有所下降，权益结构稳定性尚可。公司债务规模略有回落，因所有者权益下降，债务指标有所上升，债务负担仍较重；债务期限结构得以优化，融资成本有所降低。

截至2025年末，公司所有者权益较上年底下降5.90%，主要系公司2025年赎回永续债、净利润发生亏损，分别导致其他权益工具和未分配利润减少。截至2025年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占64.55%；实收资本、资本公积和盈余公积分别占所有者权益的13.09%、15.24%和9.59%；其他权益工具和未分配利润分别占所有者权益的6.43%和23.94%，其他权益工具（22.10亿元）包括可转债16.10亿元和永续债6.00亿元。截至2026年3月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

近年来，公司负债总额中债务（含应付票据）占比大，截至2025年末，公司负债和全部债务规模较上年底略有下降。截至2025年末，公司应付账款较上年底下降11.92%，应付票据较上年底增长33.48%，主要系采购活动中以票据结算的业务占比扩大所致。

跟踪期内，公司控制债务规模并调整债务结构，截至2025年底，公司全部债务663.24亿元，较上年底略有减少；债务总额中，短期债务较上年底下降7.75%至309.66亿元，短期债务占比较上年底下降3.27个百分点至46.69%。全部债务主要由银行借款（占69.51%）、债券（占14.79%）、应付票据（占8.42%）和租赁负债（占4.51%）构成，2025年综合融资成本<sup>2</sup>约为3.15%，较2024年下降0.54个百分点。截至2025年底，公司银行借款主要为信用借款（占55.85%）和保证借款（占26.82%）。

图表 18 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

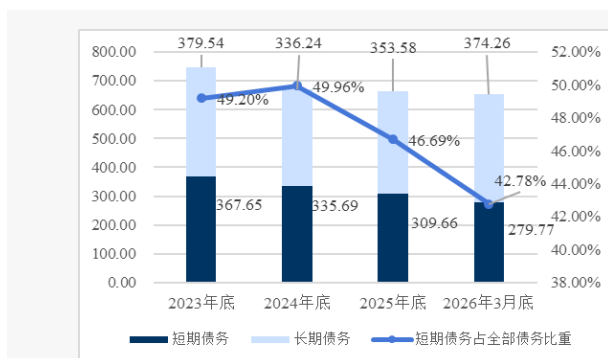
项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>471.35</b>	<b>57.93</b>	<b>437.02</b>	<b>54.74</b>	<b>442.41</b>	<b>53.65</b>
短期借款	177.42	21.80	149.40	18.71	137.10	16.63
应付票据	41.84	5.14	55.85	7.00	44.58	5.41
应付账款	75.25	9.25	66.28	8.30	95.02	11.52
一年内到期的非流动负债	108.55	13.34	84.72	10.61	83.41	10.11
<b>非流动负债</b>	<b>342.33</b>	<b>42.07</b>	<b>361.41</b>	<b>45.26</b>	<b>382.20</b>	<b>46.35</b>
长期借款	207.64	25.52	233.44	29.24	244.23	29.62
应付债券	89.68	11.02	86.32	10.81	97.07	11.77
<b>负债总额</b>	<b>813.68</b>	<b>100.00</b>	<b>798.43</b>	<b>100.00</b>	<b>824.60</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从债务指标来看，截至2025年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.89%、65.85%和50.69%，较上年底分别上升0.89个百分点、1.08个百分点和2.78个百分点，主要系本期公司所有者权益下降所致。公司债务负担较上年底略有加重。如将永续债调入长期债务，截至2025年底，公司全部债务增至669.24亿元。债务结构方面，短期债务309.66亿元（占46.27%），长期债务359.58亿元（占53.73%）。从债务指标看，截至2025年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.42%、66.45%和51.55%，较调整前分别上升0.53个百分点、0.60个百分点和0.86个百分点。

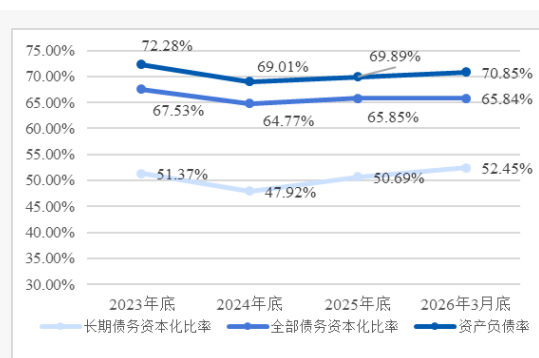
截至2026年3月末，公司全部债务较上年底下降1.39%至654.04亿元；由于应付账款增加，负债总额较上年底略有增长。

图表 19 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 20 • 公司财务杠杆水平



资料来源：公司提供、联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，主要受生猪价格下行影响，公司营业利润率有所下降，加之大额确认减值损失、投资收益减少以及费用化利息支出

<sup>2</sup> 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）\*2。

增加等因素，公司利润总额出现亏损，主要盈利指标同比下降。

2025年，公司营业总收入和营业成本同比分别增长3.68%和4.15%，受下半年猪价下跌影响，营业总收入增幅低于成本增幅，营业利润率同比下降0.44个百分点。2025年，公司销售费用、管理费用和研发费用整体较上年变化不大，融资成本有所下降，但由于较多在建项目转固，利息支出中可资本化的部分大幅降低，公司期间费用同比有所增长。期间费用增幅小于营业总收入增幅，费用控制能力尚可。

2025年，公司投资收益同比下降41.63%（减少6.73亿元），主要系处置长期股权投资产生的投资收益减少3.14亿元，以及因少数联营企业亏损，公司权益法核算的长期股权投资收益减少3.31亿元所致。由于生猪价格于2025年四季度持续下行，公司2025年底对生产性生物资产、消耗性生物资产及在建工程计提减值准备，2025年公司确认减值损失（信用减值损失、资产减值损失）合计9.40亿元，同比增长3.86倍，加大了亏损额度。

在上述因素综合作用下，2025年，公司利润总额亏损11.56亿元。总资本收益率和净资产收益率同比大幅下降。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1030.63	1068.56	272.92
营业成本	961.51	1001.43	258.64
营业利润率	6.54%	6.10%	5.04%
期间费用	70.70	72.14	18.21
其中：销售费用	12.60	12.88	3.29
管理费用	37.56	37.62	9.39
研发费用	2.50	1.91	0.50
财务费用	18.04	19.72	5.03
期间费用率	6.86%	6.75%	6.67%
投资收益	16.18	9.44	4.57
其中：权益法核算的长期股权投资收益	12.71	9.40	4.52
其他收益	1.28	1.26	0.27
减值损失	-1.93	-9.40	-6.36
利润总额	4.83	-11.56	-6.62
总资本收益率	2.15%	0.29%	--
净资产收益率	0.55%	-5.10%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

与同行业上市公司相比，由于业务结构以及出栏节奏、采购策略、经营模式方面的差异，公司收入规模大，但综合毛利率和净资产收益率相对较低。

图表 22 • 2025 年同行业上市企业盈利情况（单位：次）

公司名称	营业总收入	毛利率	净资产收益率	公司名称	营业总收入	毛利率	净资产收益率
温氏食品集团股份有限公司	1038.62	11.18%	12.69%	江西正邦科技股份有限公司	147.95	7.98%	-4.90%
牧原食品股份有限公司	1441.45	17.82%	20.69%	北京大北农科技集团股份有限公司	291.19	12.75%	-7.92%
天邦食品股份有限公司	86.89	8.56%	-43.35%	<b>公司</b>	<b>1068.56</b>	<b>6.28%</b>	<b>-7.46%</b>

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

2026年1—3月，主要因饲料销售规模扩大，公司营业总收入同比增长11.77%；由于猪价低位下行，营业利润率同比下降3.17个百分点。2026年1—3月，公司确认资产减值损失6.01亿元，利润总额亏损6.62亿元。

2025 年，公司收入实现质量保持高水平，经营活动现金净流入对投资活动所需现金覆盖程度高，筹资活动现金流仍呈净流出状态。

从经营活动看，2025年，公司经营获得现金流入量和流出量同比分别增长2.10%和2.04%，经营活动现金保持净流入状态，净流入规模同比增长2.75%；公司现金收入比仍处于高水平。从投资活动看，随着在建项目的完工以及部分在建项目投入放缓，2025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与上年接近，远低于2022年（68.53亿元）及2023年（36.25亿元）的规模。2025年，主要由于支付关联企业资金归集款较上年减少以及处置子公司、收回投资收到的现金减少，公司投资活动现金流入量和流出量同比均大幅下降，投资活动现金净流出15.51亿元。2025年，公司筹资活动前现金流量净额为78.27亿元，经营活动现金净流入对投资所需现金覆盖程度高。

从筹资活动看，2025年，公司筹资活动现金流入量较上年增长7.18%，流出量较上年增长4.03%，筹资活动现金净流出量同比下降11.83%至82.59亿元。2025年，公司收购少数股权支付现金17.40亿元，归还永续债支付15.00亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金22.38亿元，支付融资租赁款、支付使用权资产租金及利息共13.55亿元。

2026年1—3月，公司经营活动现金净流入4.38亿元，投资活动现金净流出5.02亿元，筹资活动现金净流出0.43亿元。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1074.72	1097.33	272.23
经营活动现金流出小计	983.45	1003.55	267.84
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>91.27</b>	<b>93.78</b>	<b>4.38</b>
投资活动现金流入小计	54.89	11.72	0.78
投资活动现金流出小计	65.77	27.23	5.80
其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金	21.84	21.32	5.55
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-10.87</b>	<b>-15.51</b>	<b>-5.02</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>80.39</b>	<b>78.27</b>	<b>-0.64</b>
筹资活动现金流入小计	472.40	506.30	138.69
筹资活动现金流出小计	566.08	588.89	139.12
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-93.68</b>	<b>-82.59</b>	<b>-0.43</b>
现金及现金等价物净增加额	-13.85	-4.74	-1.48
现金收入比	<b>101.42%</b>	<b>100.79%</b>	<b>97.97%</b>

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

跟踪期内，公司偿债指标整体变化不大，指标总体表现尚可，或有风险小，具备较为通畅的间接融资和直接融资渠道。

偿债指标方面，截至 2025 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均略有提高；2025 年，公司经营活动现金流净额相关指标表现良好；由于 EBITDA 有所下降，EBITDA 对债务本息的保障程度有所降低；整体看，偿债指标表现尚可。

图表 24 • 公司偿债能力指标

项目	项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债能力	流动比率	47.32%	48.76%	53.38%
	速动比率	24.55%	25.66%	26.55%
	经营现金/流动负债	19.36%	21.46%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.27	0.30	--
	现金短期债务比（倍）	0.26	0.29	0.30
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	62.76	47.60	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.71	13.93	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.14	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.40	2.27	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.48	4.46	--

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 2025 年末，公司对外担保余额合计 7.00 亿元，占公司所有者权益的 2.04%，或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2025 年末，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 2026 年 3 月末，公司及其子公司获得授信总额 798.17 亿元，尚未使用额度为 337.96 亿元，间接融资渠道较为畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

### 3 本部财务分析

**跟踪期内，公司本部收入规模小；因承担融资职能，本部债务负担较重，财务费用规模大，利润总额亏损。**

公司本部主要承担管理平台、融资平台的职能，并承担小规模饲料业务。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 1107.60 亿元，其中，流动资产 848.54 亿元（占 76.61%），主要由其他应收款（811.92 亿元，欠款方主要为子公司）和货币资金（36.04 亿元）构成；非流动资产 259.06 亿元（占 23.39%），主要为长期股权投资（254.36 亿元，主要为子公司股权）。本部负债总额 899.46 亿元，其中流动负债 668.48 亿元（占 74.32%），主要由短期借款（53.96 亿元）、其他应付款（562.50 亿元）和一年内到期的非流动负债（40.10 亿元）构成；非流动负债 230.98 亿元（占 25.68%），主要由长期借款（143.19 亿元）和应付债券（86.32 亿元）构成。本部全部债务 334.83 亿元，债务期限结构偏长期（长期债务占 68.54%），本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.21%和 61.67%，本部债务负担较重。

2025 年，公司本部营业总收入为 4.50 亿元，营业成本为 4.21 亿元，期间费用 6.48 亿元（其中财务费用占 79.85%），利润总额-7.58 亿元；本部经营、投资、筹资活动现金流净额分别为 26.10 亿元、-50.99 亿元和 23.42 亿元，本部现金及现金等价物净增加额-1.48 亿元。

## （六）ESG 方面

**公司 ESG 管理符合其现阶段可持续发展要求，并在能力范围内履行社会责任，对自身持续经营无负面影响。**

公司披露了《2025 年可持续发展报告》。

环境方面，公司重视环保投入，2025 年环保总投入金额 1.51 亿元。公司通过光伏发电、推动循环农业和生物固碳项目推动绿色转型，减少养殖场废弃物排放对环境造成的影响，并加强了水资源使用和环境保护的管理。2025 年，公司新增并网光伏装机量 4.42 兆瓦，储能装机量 0.26 兆瓦时，总运营光伏装机量 19.64 兆瓦；全年中水还田 1632.2 万吨，产出发酵粪肥 9.88 万吨，累计签发碳减排指标 92.51 万吨；各产业通过饲料配方优化、育种改良、科学饲喂总计节粮 74.84 万吨。

社会责任方面，公司作为农业产业化龙头企业，产业带动作用大，2025 年，公司与 2900 户养殖户合作，结算代养费超 20.3 亿元，户均获利超 96 万元；2025 年，公司吸纳就业 7984 人，截至 2025 年底在职职工 43753 人，公司参与公益慈善事业，2025 年公益捐赠 577 万元。

公司治理方面，公司建立了以股东会、董事会、经营管理层为主体的公司治理架构，公司现有独立董事 3 人（占比 33.33%），均未以任何形式持有公司股份。独立董事不直接参与公司的管理，降低利益冲突风险，充分发挥制衡作用。公司在《公司章程》中明确了关联事项的审议标准、审议流程及表决权等相关事项，同时公司于 2025 年 12 月修订了《关联交易内部控制制度》，详细规定关联方识别、关联交易定价、审批权限等细致内容，确保关联交易符合公平、公开、公允的原则。

## 七、外部支持

**公司实际控制人下辖的财务公司给予公司及下属子公司综合授信额度 130 亿元，可为公司流动性形成补充。**

### （一）支持能力

公司控股股东新希望集团及实际控制人刘永好先生旗下产业覆盖农牧、食品、乳业、地产、金融等多个领域，综合实力较强。截至 2025 年末，新希望集团资产总额 1837.44 亿元，所有者权益合计 620.69 亿元（含少数股东权益 295.73 亿元）；2025 年，新希望集团营业总收入为 1296.06 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 114.48 亿元。

## （二）支持可能性

虽然跟踪期内控股股东未向公司直接提供资金拆借或担保等事项，但在极端流动性压力下，实际控制人体系内的资源协调能力可为公司提供隐性支持。根据公司与财务公司签订的《金融服务协议》，财务公司为公司及下属子公司提供综合授信额度 130 亿元。财务公司与公司受同一最终控制方（刘永好先生）控制。截至 2025 年末，公司在财务公司授信额度项下的总用信余额为 41.72 亿元，使用率约为 32.10%，使用比例较低。约 88.28 亿元未使用额度作为备用流动性来源，可对公司短期资金需求形成有效补充。130 亿元授信额度相当于公司同期授信总额（798.17 亿元）的 16.29%，短期债务（309.66 亿元）的 41.99%，对公司流动性保障具有重要意义。需关注的是，财务公司自身的信用状况和流动性水平与新希望集团整体经营状况密切相关，若新希望集团出现系统性流动性问题，该授信的兑现能力可能受到一定影响。

## 八、债券偿还能力分析

**“希望转 2” 存续债券规模较大，可能对公司带来一定集中偿付压力，公司具备对“希望转 2” 的偿付能力，但需关注行业周期走势、盈利改善进度以及转股情况，公司应做出充分的流动性安排以应对可能的集中兑付压力。**

截至 2026 年 5 月末，“希望转 2” 余额为 81.43 亿元。占截至 2025 年末公司全部债务的 12.28%，是公司重要的单一债务品种。

2025 年，公司经营活动现金流净额为 93.78 亿元，EBITDA 为 47.60 亿元，分别是“希望转 2” 2026 年 5 月底余额的 1.15 倍和 0.58 倍，保障能力良好。截至 2025 年底，公司现金类资产 89.05 亿元，是“希望转 2” 2026 年 5 月底余额的 1.09 倍，剔除受限资金后可自由支配现金类资产对“希望转 2” 余额的覆盖倍数为 0.87 倍。“希望转 2” 将于 2027 年 11 月到期，考虑到公司日常需要保持一定的营运资金，实际可用于提前备付债券偿还的现金规模可能更低，现金类资产对“希望转 2” 的覆盖程度一般，若 2026 年猪价持续处于低位，公司猪产业持续亏损，可能导致经营活动现金流净额较 2025 年水平有所下降。公司 2027 年 11 月面临一定的集中偿付压力。

考虑到“希望转 2” 设置有转股条款，可转债的最终偿付方式高度依赖于转股情况。截至 2026 年 5 月底“希望转 2” 的转股价格为 10.59 元/股，2026 年 5 月新希望的股价运行在 7.76 元至 8.55 元之间，处于近一年来的低位，与“希望转 2” 的转股价格形成较大差距，当前股价下短期内“希望转 2” 转股可能性极低。

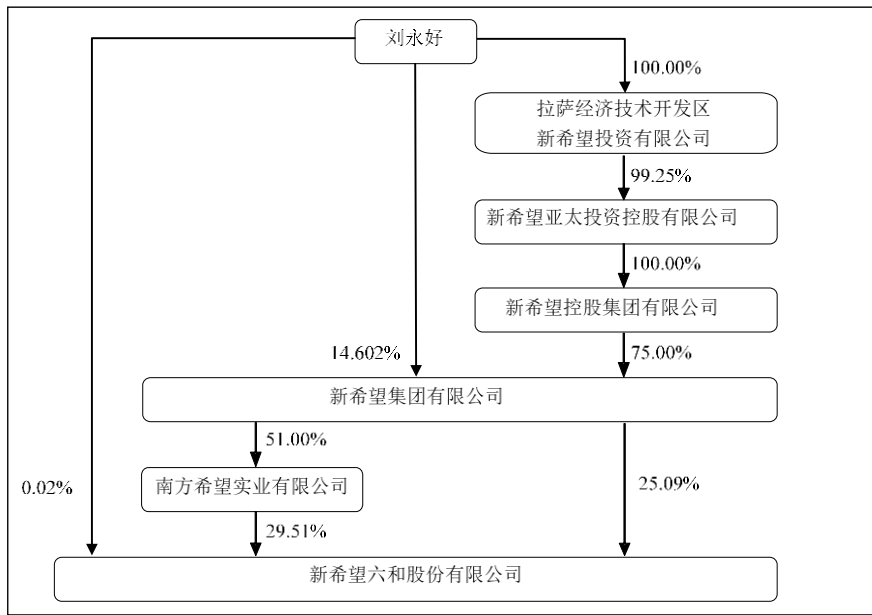
公司股价与生猪养殖行业周期高度相关。若未来猪价回暖带动公司盈利能力改善和股价上涨，转股可能性将显著提高。此外，根据可转债条款，公司在特定条件下有权向下修正转股价格，若公司行使该权利，可增强转股吸引力。但若未来公司股价持续低迷且公司转股价格下修力度不足，债券持有人选择持有至到期，公司将面临 81.43 亿元债券本金的集中偿付。

虽然公司直接、间接融资渠道较通畅，可通过再融资对“希望转 2” 的偿付提供备用流动性支持，但再融资能力受公司信用状况和市场环境影响较大，若公司持续亏损，信用基本面可能弱化，银行授信存在被压缩或提款条件收紧的风险；若债券到期时宏观流动性收紧，公司直接融资也可能面临困难。

## 九、跟踪评级结论

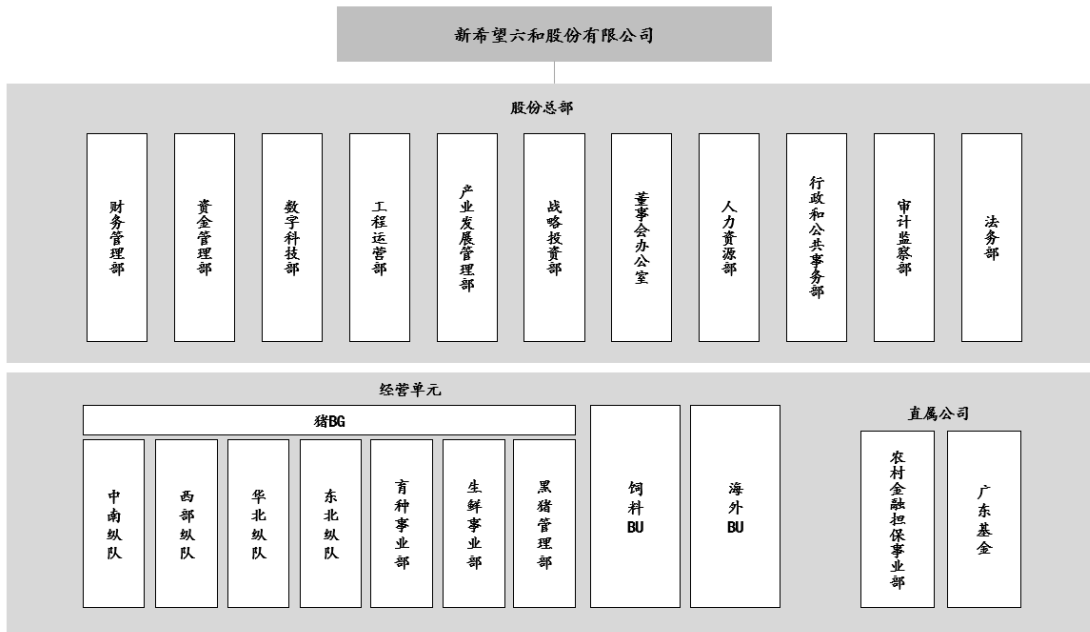
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款及外部支持等方面的综合分析评估，确定维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“希望转 2” 信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	88.50	89.05	84.62
应收账款（亿元）	9.72	10.46	18.43
其他应收款（合计）（亿元）	9.83	5.44	5.55
存货（亿元）	107.32	100.93	118.67
长期股权投资（亿元）	304.53	315.99	320.04
固定资产（亿元）	434.76	468.44	462.40
在建工程（亿元）	88.96	32.00	34.39
资产总额（亿元）	1179.14	1142.33	1163.93
实收资本（亿元）	45.26	45.03	45.03
少数股东权益（亿元）	108.88	121.90	120.85
所有者权益（亿元）	365.45	343.90	339.32
短期债务（亿元）	335.69	309.66	279.77
长期债务（亿元）	336.24	353.58	374.26
全部债务（亿元）	671.93	663.24	654.04
营业总收入（亿元）	1030.63	1068.56	272.92
营业成本（亿元）	961.51	1001.43	258.64
其他收益（亿元）	1.28	1.26	0.27
利润总额（亿元）	4.83	-11.56	-6.62
EBITDA（亿元）	62.76	47.60	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1045.28	1077.04	267.37
经营活动现金流入小计（亿元）	1074.72	1097.33	272.23
经营活动现金流量净额（亿元）	91.27	93.78	4.38
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.87	-15.51	-5.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-93.68	-82.59	-0.43
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	63.69	88.00	--
存货周转次数（次）	8.00	9.62	--
总资产周转次数（次）	0.83	0.92	--
现金收入比（%）	101.42	100.79	97.97
营业利润率（%）	6.54	6.10	5.04
总资本收益率（%）	2.15	0.29	--
净资产收益率（%）	0.55	-5.10	--
长期债务资本化比率（%）	47.92	50.69	52.45
全部债务资本化比率（%）	64.77	65.85	65.84
资产负债率（%）	69.01	69.89	70.85
流动比率（%）	47.32	48.76	53.38
速动比率（%）	24.55	25.66	26.55
经营现金流动负债比（%）	19.36	21.46	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.29	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.71	13.93	--

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.其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息部分计入债务核算；3.2026年1-3月财务数据未经审计

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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	37.26	36.04	34.00
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.02
其他应收款（合计）（亿元）	783.00	811.92	731.64
存货（亿元）	0.05	0.05	0.10
长期股权投资（亿元）	203.19	254.36	254.31
固定资产（亿元）	0.21	0.17	0.18
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1028.41	1107.60	1025.03
实收资本（亿元）	45.26	45.03	45.03
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	227.41	208.14	213.19
短期债务（亿元）	103.96	105.32	102.78
长期债务（亿元）	186.39	229.51	260.56
全部债务（亿元）	290.35	334.83	363.34
营业总收入（亿元）	4.05	4.50	1.22
营业成本（亿元）	3.95	4.21	1.11
其他收益（亿元）	0.13	0.09	0.03
利润总额（亿元）	1.45	-7.58	-2.44
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.48	4.51	1.17
经营活动现金流入小计（亿元）	23.57	31.67	2.88
经营活动现金流量净额（亿元）	16.77	26.10	-0.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.29	-50.99	-35.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.83	23.42	33.65
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	29.76	--	--
存货周转次数（次）	30.18	86.44	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	110.68	100.25	96.10
营业利润率（%）	1.48	5.68	5.26
总资本收益率（%）	2.98	0.98	--
净资产收益率（%）	0.63	-3.33	--
长期债务资本化比率（%）	45.04	52.44	55.00
全部债务资本化比率（%）	56.08	61.67	63.02
资产负债率（%）	77.89	81.21	79.20
流动比率（%）	133.52	126.94	139.28
速动比率（%）	133.52	126.93	139.26
经营现金流动负债比（%）	2.73	3.90	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.34	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：公司本部其他流动负债中的有息部分计入债务核算

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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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 <sup>3</sup>	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
<b>盈利指标</b>	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 <sup>4</sup> ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率 <sup>5</sup>	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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  
 调整后 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-非经常性损益  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数  
 存货周转天数=360/存货周转次数  
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

<sup>3</sup> 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

<sup>4</sup> 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

<sup>5</sup> 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

## 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

## 附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断