

山东龙大美食股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4318号

联合资信评估股份有限公司通过对山东龙大美食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，确定下调山东龙大美食股份有限公司主体长期信用等级为 A^+ ，下调“龙大转债”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：

二〇二四年六月十四日

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

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

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

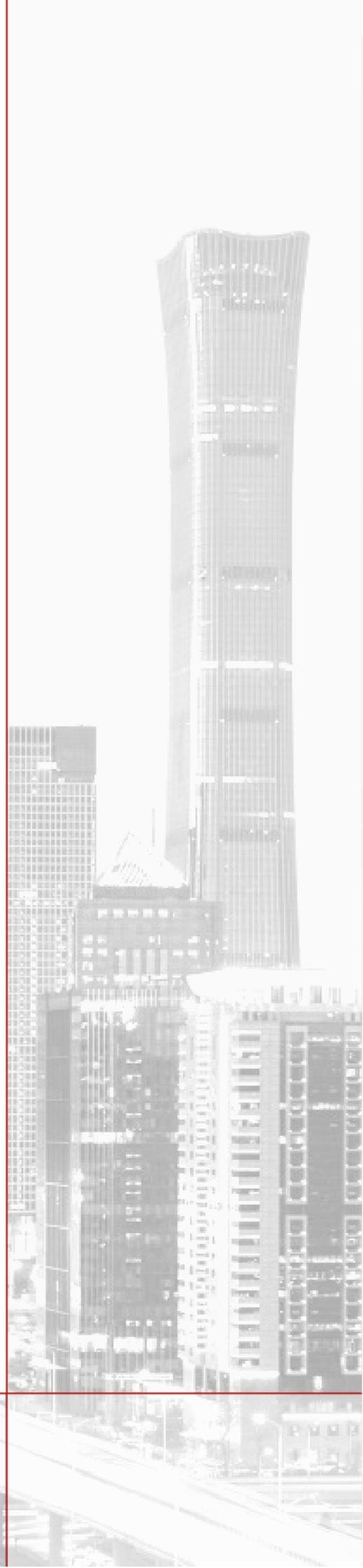
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东龙大美食股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

| 项目 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间 |
|--------------|--------|--------|------------|
| 山东龙大美食股份有限公司 | A+/稳定 | AA-/稳定 | 2024/06/14 |
| 龙大转债 | A+/稳定 | AA-/稳定 | |

评级观点

跟踪期内，山东龙大美食股份有限公司（以下简称“公司”）屠宰及食品产能规模较大，食品业务对公司业绩形成补充。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到由于猪肉价格下降、动物疫病等原因，公司发生巨额亏损，各项财务指标有所恶化；公司在建项目未来投资规模较大，且项目收益存在不确定性；存货和应收账款对营运资金形成占用，债务负担重、间接融资渠道有待拓宽以及公司控股股东所持公司股份质押比例较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“龙大转债”保障能力较差。考虑到未来可能的转股因素，公司对“龙大转债”的保障能力或将增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着在建项目的投产，公司配套屠宰深加工产能将进一步扩大，为公司以食品为主体、以养殖和屠宰为支撑的发展战略提供支持。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司产品竞争优势凸显，销量和市场占有率明显提高，销售收入和利润总额的持续大幅增长；公司资本市场表现较好，通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升；公司控股股东或实际控制人对公司的支持力度增大，公司财务弹性明显改善；其他使公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司经营决策失误，给业绩带来重大不良影响；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；公司发生食品安全问题，产品被大面积召回，舆论及监管检查对公司生产、经营影响显著；公司债务负担明显加重，债务结构与资金使用期限严重错配，偿债能力大幅下降，出现流动性紧张情况；公司投资项目规模较大，项目与预期盈利水平差异较大或受到各方面因素影响无法正常投产；公司管理层面出现较大瑕疵，高管人员频繁更换；实际控制人管理出现重大瑕疵，对公司业绩产生重大影响；其他导致公司经营及财务出现异常的因素。

优势

- 全产业链发展优势。**公司已经形成集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、食品加工、食品检验、销售渠道建设和贸易为一体的“全产业链”经营发展布局，在生产规模、客户资源、食品质量安全方面具有一定竞争优势。
- 公司屠宰产能规模较大，屠宰量增加，食品业务对公司业绩形成补充。**截至 2023 年末，公司年生猪屠宰能力达到 1500 万头，实际屠宰量 643.54 万头，公司食品产能达到 15.50 万吨/年。2023 年，公司食品业务收入 22.23 亿元，收入占比进一步提升。

关注

- 2023 年，公司发生巨额亏损，公司各项财务指标均有所恶化，生猪价格波动对公司业绩产生不利影响。**2023 年，猪肉价格下降、动物疫病等因素影响，公司利润总额-14.26 亿元，发生巨额亏损，经营活动现金净额为-5.89 亿元。若未来生猪价格继续低位震荡，公司业绩仍将受到不利影响。
- 在建项目未来投资规模较大，且项目投产后收益存在不确定性。**截至 2024 年 3 月末，公司重大在建项目计划投资额为 30.33 亿元，尚需投资 16.68 亿元，公司面临较大资金压力。且项目投产后，受未来猪肉价格波动、市场竞争等多方因素影响，存在盈利不达预期的风险。
- 存货和应收账款对营运资金形成占用，存在一定存货跌价及应收账款坏账风险。**截至 2023 年末，公司存货和应收账款分别占流动资产的 33.53%和 15.03%；其中，由于猪价下跌，公司累计存货跌价准备由上年的 0.55 亿元升至 2.84 亿元。

- **债务负担重，间接融资渠道有待拓宽。**截至 2023 年末，公司全部债务 37.31 亿元，较上年末增长 10.65%；其中短期债务占 65.80%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.77%、69.24%和 43.50%，较上年末分别提高 17.69 个百分点、20.21 个百分点和 19.95 个百分点。截至 2024 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 28.86 亿元，其中未使用授信额度为 6.85 亿元。
- **公司控股股东所持公司股份质押比例较高。**截至 2024 年 3 月末，公司控股股东已质押所持公司股票 8787 万股，占其所持股份的比例为 29.90%，占公司总股本的 8.14%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
|-------------|------|-------|---------|----------------|
| 经营风险 | C | 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 | 4 |
| | | | 企业管理 | 3 |
| | | | 经营分析 | 3 |
| 财务风险 | F3 | 现金流 | 资产质量 | 1 |
| | | | 盈利能力 | 7 |
| | | | 现金流量 | 2 |
| | | 资本结构 | 4 | |
| | | 偿债能力 | 3 | |
| 指示评级 | | | | a ⁺ |
| 个体调整因素：-- | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | a ⁺ |
| 外部支持调整因素：-- | | | | -- |
| 评级结果 | | | | A ⁺ |

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

主要财务数据

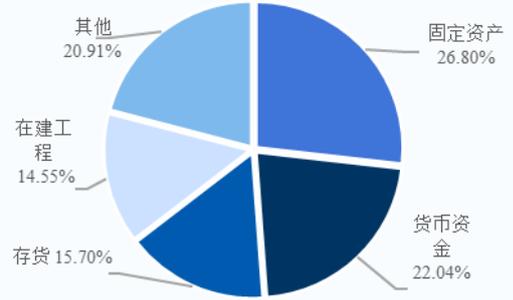
| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|-----------|
| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年1—3月 |
| 现金类资产（亿元） | 22.34 | 18.63 | 13.95 | 10.93 |
| 资产总额（亿元） | 82.33 | 79.77 | 63.18 | 59.93 |
| 所有者权益（亿元） | 33.91 | 35.04 | 16.57 | 16.87 |
| 短期债务（亿元） | 26.32 | 22.92 | 24.55 | 21.90 |
| 长期债务（亿元） | 11.08 | 10.79 | 12.76 | 13.47 |
| 全部债务（亿元） | 37.40 | 33.72 | 37.31 | 35.37 |
| 营业总收入（亿元） | 195.10 | 161.16 | 133.18 | 25.23 |
| 利润总额（亿元） | -9.01 | 1.11 | -14.26 | 0.36 |
| EBITDA（亿元） | -6.16 | 4.15 | -11.10 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -0.88 | 9.41 | -5.89 | -1.42 |
| 营业利润率（%） | 1.80 | 3.89 | -1.75 | 5.93 |
| 净资产收益率（%） | -25.01 | 2.84 | -89.54 | -- |
| 资产负债率（%） | 58.82 | 56.08 | 73.77 | 71.85 |
| 全部债务资本化比率（%） | 52.45 | 49.04 | 69.24 | 67.71 |
| 流动比率（%） | 135.53 | 133.49 | 88.47 | 90.65 |
| 经营现金流动负债比（%） | -2.37 | 28.13 | -17.61 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.85 | 0.81 | 0.57 | 0.50 |
| EBITDA利息倍数（倍） | -4.05 | 2.90 | -7.91 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | -6.07 | 8.13 | -3.36 | -- |

| 公司本部口径 | | | | |
|--------------|--------|--------|-------|-----------|
| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年1—3月 |
| 资产总额（亿元） | 65.68 | 58.29 | 56.68 | -- |
| 所有者权益（亿元） | 24.25 | 23.11 | 11.92 | -- |
| 全部债务（亿元） | 28.30 | 24.59 | 23.98 | -- |
| 营业总收入（亿元） | 65.69 | 54.75 | 52.21 | -- |
| 利润总额（亿元） | -3.65 | -1.06 | -7.95 | -- |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 60.36 | 78.97 | -- |
| 全部债务资本化比率（%） | 53.86 | 51.55 | 66.80 | -- |
| 流动比率（%） | 122.69 | 121.32 | 76.38 | -- |
| 经营现金流动负债比（%） | 10.54 | 1.11 | -0.60 | -- |

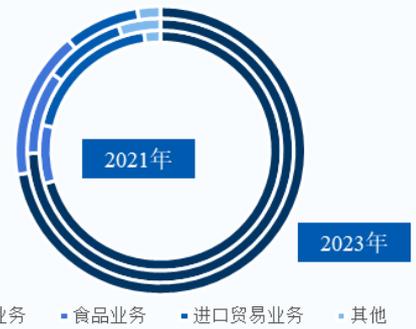
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 本报告已将合并口径和公司本部口径的长期应付款纳入长期债务核算；4. 公司合并口径2024年1—3月财务数据未经审计，公司本部2024年1—3月财务数据未披露

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

2023年末公司资产构成



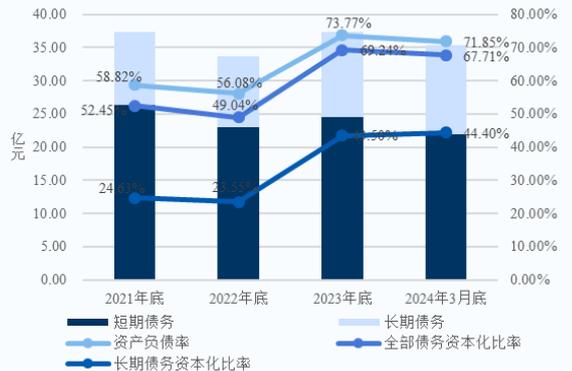
2021—2023年公司收入构成



2021—2024年3月公司现金流情况



2021—2024年3月末公司债务情况



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 |
|------|---------|---------|------------|------|
| 龙大转债 | 9.50 亿元 | 9.46 亿元 | 2026/07/13 | -- |

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 |
|------|--------|--------|------------|---------|---|----------------------|
| 龙大转债 | AA-/稳定 | AA-/稳定 | 2023/06/21 | 华艾嘉 王兴龙 | 一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208） | 阅读全文 |
| 龙大转债 | AA-/稳定 | AA-/稳定 | 2022/06/29 | 李敬云 崔濛骁 | 一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204） | 阅读全文 |
| 龙大转债 | AA/稳定 | AA/稳定 | 2019/09/11 | 李昆 崔濛骁 | 原联合信用评级有限公司工商企业评级方法 | 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：蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员：华艾嘉 huaaj@lhratings.com | 王玥 wangyue1@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”）关于山东龙大美食股份有限公司（以下简称“公司”）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

公司前身为山东龙大肉食品有限公司（以下简称“龙大有限”），由龙大食品集团有限公司（以下简称“龙大集团”）和龙大集团木业制品有限公司于 2003 年 7 月发起设立，初始注册资本 860.00 万元。龙大有限于 2009 年 11 月引入新股东伊藤忠（中国）集团有限公司，并于 2010 年 2 月整体变更为外商投资股份有限公司，名称变更为山东龙大肉食品股份有限公司，注册资本增至 15000.00 万元。2014 年 6 月，公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）首次公开发行普通股 5459.00 万股并实现股票上市（证券简称“龙大肉食”，证券代码“002726.SZ”），注册资本增加至 21824.00 万元。2018 年 6 月至 2019 年 6 月，龙大集团将其所持有的部分股权分三次转让给蓝润发展控股集团有限公司（以下简称“蓝润发展”），转让完成后蓝润发展持股 29.92%，成为公司新的控股股东。2021 年 12 月，公司名称变更为现名，证券简称变更为“龙大美食”。截至 2024 年 3 月末，公司总股本为 10.79 亿股，蓝润发展持有 2.94 亿股，持股比例为 27.23%，是公司的控股股东，戴学斌间接全资持有蓝润发展，为公司实际控制人；蓝润发展已质押所持公司股票 8787 万股，占其所持股份的比例为 29.90%，占公司总股本的 8.14%，质押比例较高。

2023 年，公司主营业务较上年未发生变化，仍主要从事屠宰、肉类加工及进口贸易业务。按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业。

截至 2023 年末，公司合并报表范围内子公司合计 41 家，公司在职员工共 5914 人。截至 2024 年 3 月末，公司组织架构未发生重大变化（详见附件 1-2）。

截至 2023 年末，公司合并资产总额 63.18 亿元，所有者权益 16.57 亿元（含少数股东权益 1.75 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 133.18 亿元，利润总额-14.26 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司合并资产总额 59.93 亿元，所有者权益 16.87 亿元（含少数股东权益 1.74 亿元）；2024 年 1-3 月，公司实现营业总收入 25.23 亿元，利润总额 0.36 亿元。

公司注册地址：山东省莱阳市食品工业园；法定代表人：杨晓初。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“龙大转债”已在付息日正常付息。

图表 1 · 截至 2024 年 3 月末公司存续债券概况

| 债券名称 | 发行金额 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 起息日 | 期限 |
|------|--------------|-----------|------------|-----|
| 龙大转债 | 9.50 | 9.46 | 2020/07/13 | 6 年 |

资料来源：公开资料，联合资信整理

截至 2024 年 5 月末，“龙大转债”转股价格为 9.30 元/股。截至 2023 年末，公司已累计使用募集资金 56052.37 万元，尚未使用的“龙大转债”募集资金余额主要用于：（1）暂时补充流动资金 39900.00 万元；（2）其余未使用的募集资金人民币 295.85 万元存放于募集资金专用账户。

四、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

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

五、行业分析

1 生猪养殖行业

（1）行业概况

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

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

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

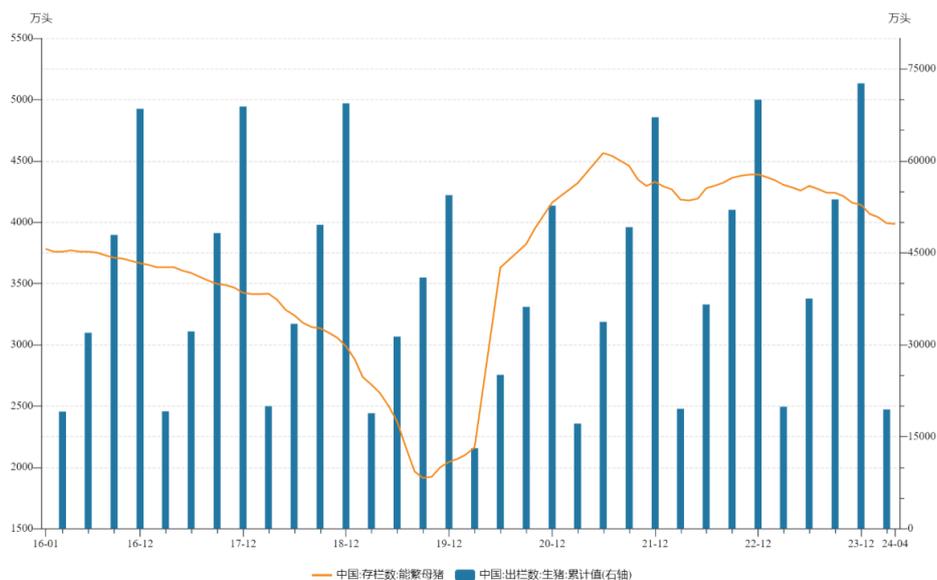
（2）生猪产能及产量分析

本轮猪周期自2018年开始，周期波动剧烈。2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。2023年能繁母猪存栏量有所回落，已进入产能调控绿色合理区域，2024年一季度，同比有所下降。

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

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

图表 2 • 2016 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



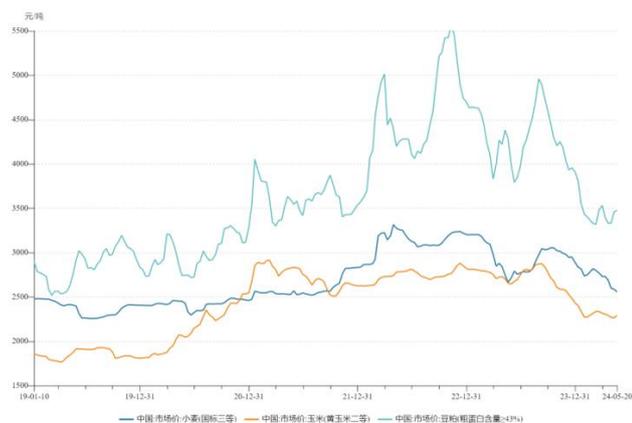
资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

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

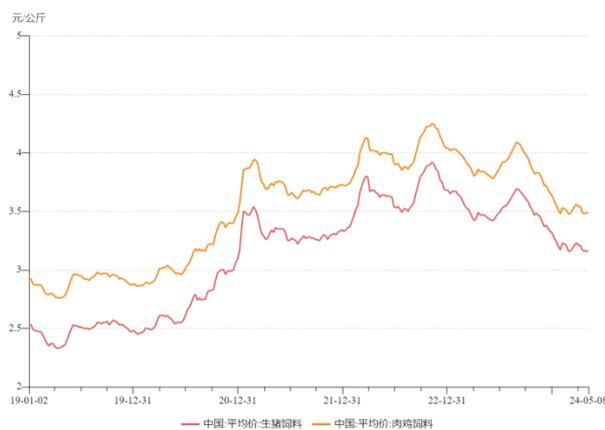
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75%~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。2019 年以来受国际局势、天气等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原材料带动饲料价格呈上升态势，于 2022 年末达到顶峰。2023 年，粮食及饲料价格先降后升，整体在波动下行，但仍处于较高水平。2024 年以来，粮食及饲料价格继续下探。

图表 3 • 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

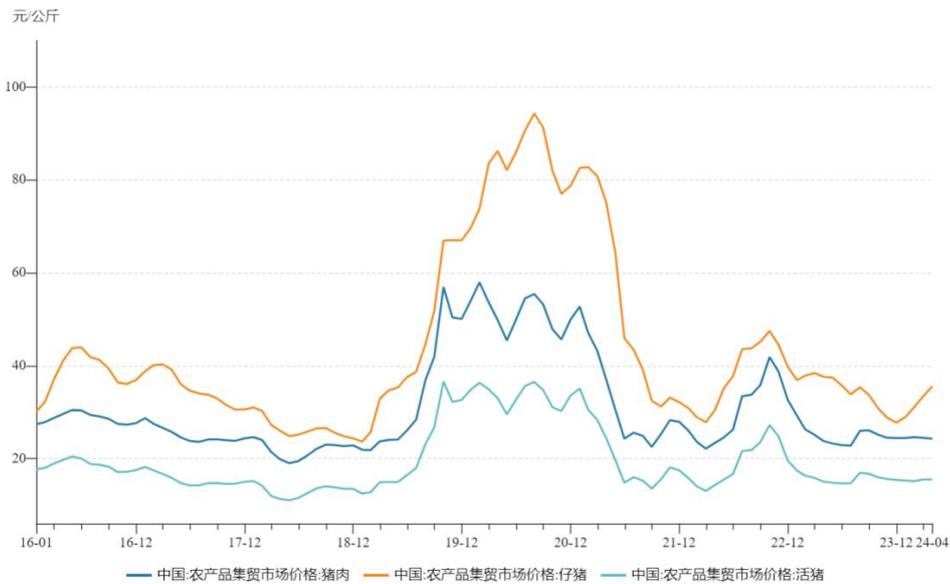
图表 4 • 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局数据，2020—2023 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤、26.9 公斤和 23.5 公斤，同比分别下降 10.34%、增长 38.46%、增长 6.7%和下降 12.64%，在猪肉比价低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2023 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 65%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供应供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

图表 5 • 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

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

（3）行业政策

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

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。2021 年 2 月，《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（2021 年中央一号文件）提出，要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。2021 年 9 月 23 日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。2023 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出，落实生猪稳产保供省总负责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控；严格“菜篮子”市长负责制考核。2024 年 2 月，《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》（2024 年中央一号文件）提出，要加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，优化生猪产能调控机制，稳定牛羊肉基础生产能力。

收储和放储方面，2022 年以来由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，实际收储量为 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，2022 年 9 月，国家发改委于 2022 年以来

首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，并于9月、10月和11月多批次投放猪肉储备13.71万吨。2023年以来猪价回落，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发展改革委、财政部于2月开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量7100吨；随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于2023年7月跌破5:1警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量2万吨；11月，开展第三批中央储备冻猪肉收储工作，收储1万吨。

(4) 未来发展

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

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

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

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

六、跟踪期主要变化

(一) 基础素质

公司屠宰规模较大，并建立了较完善的销售渠道和大客户合作关系。公司过往债务履约情况良好。

公司作为国内集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、食品加工、食品检验、销售渠道建设为一体的全产业链肉食品加工企业，在生产规模、客户资源、食品质量安全方面具有一定竞争优势。

食品业务方面，公司坚持以预制菜为核心的食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑的“一体两翼”发展战略，在山东、上海、四川建有食品研发中心；其中，山东研发中心主要负责传统高低温产品、调理制品、预制菜品、西式冻品等全品类产品，以及企业大客户定制产品的研发；上海研发中心负责B端餐饮产品和创新性产品，以及华东区域特色产品的研发；四川研发中心主要负责川菜工业化川式调味料及休闲类产品的研发。产能方面，截至2023年末，公司食品产能达到15.50万吨/年，另有在建产能约17.5万吨，未来投产后，公司食品业务产能将提升至33万吨/年。

生猪屠宰及养殖方面，截至2023年末，公司拥有莱阳、聊城、潍坊、黑龙江、河南、巴中等八个屠宰场，年生猪屠宰能力达到1500万头，实际屠宰量643.54万头。2023年，公司生猪出栏量为65万头，同比增长29.6%。公司生猪养殖和屠宰业务为食品板块提供了原材料供应和品质保障。

客户资源方面，公司在优势区域大量发展加盟店及批发商，在山东省内建有完善的直销和经销渠道；入驻多家大中型商场超市，布局商超渠道和农贸市场客户；与众多知名餐饮企业、肉制品加工企业建立供销关系，企业品牌和专业能力认可度逐步提高；经过多年发展，公司已与超过 1000 家知名企业客户达成合作。截至 2023 年末，公司全国经销商数量由上年的 8955 家增至 9191 家。公司持续利用京东、抖音等优势平台业务，不断优化天猫、拼多多、抖音自播等运营模式，并依托美团、拼多多头部平台，进一步扩大了京东、抖音、快手、拼多多、快驴、美团等线上平台的销售规模。

食品安全方面，公司自有猪场选用自产饲料进行喂养；筛选使用兽药、疫苗的品种并确保足够的休药期，使得生猪的药物残留符合国家法定标准。同时，公司与国内知名生猪养殖厂合作伙伴，确保了大量优良安全的生猪供应。公司在生产过程中，严格按照 HACCP、ISO9001 质量控制体系的要求组织生产，打造以源头控制、质量体系、产品检测为核心的食品安全保证体系。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：913700007591559056），截至 2024 年 6 月 6 日，公司未结清/已结清信贷信息中均不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。公司过往在公开市场发行债务融资工具仅有 1 只“龙大转债”，根据其利息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。截至 2024 年 6 月 7 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

2023 年以来，公司主要管理制度连续，经营运作正常；跟踪期内，公司董事长、监事和部分高级管理人员有变动，可能对公司经营管理存在一定影响。

2023 年以来，公司各项管理制度未发生重大变化。

2023 年，公司原董事长余宇因个人原因辞去公司法定代表人、第五届董事会董事长、董事，同时一并辞去公司董事会战略委员会主任、董事会审计委员会委员、董事会薪酬与考核委员会委员职务。原副总经理何爽女士因个人原因辞去公司副总经理职务。原监事刘婧因工作调整辞去公司监事的职务，担任公司副总经理职务。2023 年 6 月，经公司董事会全体表决，选举公司董事杨晓初先生为第五届董事会董事长，任职期限为 2023 年 6 月 5 日—2025 年 4 月 30 日。

杨晓初先生，1969 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学位。历任和骏咨询公司总经理、嘉宝管理顾问有限公司董事长兼总裁、蓝光实业集团有限公司总裁、四川蓝光发展股份有限公司和骏实业股份有限公司副董事长兼总裁、五仓农牧集团有限公司董事长等职务、蓝润发展执行总裁，现任蓝润发展董事、公司董事长。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，受猪价下行影响，公司营业总收入有所下降，发生巨额亏损。2024 年 1—3 月，公司营业总收入及利润同比有所减少。

2023 年，公司主营业务未发生变化，主要从事屠宰、肉类加工及进口贸易业务。公司主营业务收入占营业总收入的比重保持在 99% 以上，主营业务突出。

2023 年，公司实现营业总收入 133.18 亿元，同比下降 17.36%；营业成本 135.29 亿元，同比下降 12.53%，；营业利润率为-1.75%，同比由正转负。2023 年，公司利润总额-14.26 亿元，净利润-14.84 亿元，同比转为亏损，亏损的原因主要为毛猪销售价格及猪肉市场价格持续下跌，并叠加疫病影响，导致公司传统板块业务出现较大亏损；同时，公司贸易板块业务根据战略进一步缩减，且相关业务也受到猪价影响，亏损较大；此外，受猪价影响，公司对存货及生物资产计提了减值准备。2022—2023 年，商品猪外销金额分别为 7.23 亿元和 2.83 亿元。

从收入构成看，2023 年，公司屠宰业务收入有所下降，主要系猪肉销售均价下降所致；进口贸易业务收入同比大幅减少，主要系策略性缩减进口规模、调整收入结构所致；食品业务收入有所增长，占营业总收入的比重继续提升；其他业务主要为生猪养殖。

毛利率方面，2023 年，随着猪价下行，公司各项业务毛利率同比均有不同程度下降，其中屠宰、进口贸易及其他业务毛利率均为负，屠宰业务亏损，主要系部分猪价下降、部分在高价采购冻肉低价出售所致。

图表 6 • 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块 | 2021 年 | | | 2022 年 | | | 2023 年 | | |
|-----------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 屠宰业务 | 137.61 | 70.54 | 1.47 | 120.31 | 74.65 | 1.74 | 96.31 | 72.32 | -2.21 |
| 食品业务 | 15.42 | 7.90 | 12.94 | 16.52 | 10.25 | 12.96 | 22.23 | 16.69 | 10.12 |
| 进口贸易业务 | 37.82 | 19.38 | -1.84 | 16.10 | 9.99 | 7.81 | 11.23 | 8.43 | -12.49 |
| 其他 | 4.25 | 2.18 | 7.90 | 8.24 | 5.11 | 12.13 | 3.41 | 2.56 | -24.04 |
| 合计 | 195.10 | 100.00 | 1.87 | 161.17 | 100.00 | 4.03 | 133.18 | 100.00 | -1.58 |

注：食品行业包括肉食品和屠宰行业中的部分深加工产品；宣威火腿收入于 2021 年计入食品行业，2023 年计入其他

资料来源：公司提供，联合资信整理

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 25.23 亿元，同比下降 27.43%；营业利润率为 5.93%，同比上升 1.42 个百分点，实现利润总额 0.36 亿元，同比下降 2.85%，实现净利润 0.30 亿元，同比下降 19.31%。

2 屠宰业务

2023 年，公司采购模式、采购渠道等未发生重大变化。生猪仍以外部采购为主，采购量同比增加，采购价格均有所下降，采购集中度仍较低。屠宰业务产能及产量有所提升，但产能利用率下降。2023 年，公司屠宰业务冷冻肉、冷鲜肉销量增加、销售均价下降，屠宰业务发生亏损。

（1）采购

2023 年，公司采购的基本模式、结算方式等未发生变化。公司生产计划科根据销售订单和生产任务提前 2 天向采购部下达生猪采购任务，由采购部协调自养生猪和收购生猪的猪源。公司养殖事业部与生食事业部分别独立经营。采购结算方面，公司主要采取银行转账的方式，账期约 3 天。

生猪养殖业务方面，2023 年，公司生猪出栏量由上年的 50.12 万头增长 29.6%至 65 万头，主要系育肥猪饲养增加所致；其中外销占比为 22.63%，外销占比根据养殖事业部与生食事业部各自经营计划动态调整。

采购量方面，2023 年，公司生猪采购量同比增加。公司外购生猪主要采购自农户、第三方生猪养殖公司和牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”），2023 年，公司从农户及第三方养殖公司采购的生猪量同比增加，从牧原股份采购量同比减少，公司采购量根据客户订单及对品质要求动态调整。从采购价格看，2023 年，公司自养生猪和农户及第三方养殖公司生猪采购均价同比下降。由于从牧原股份采购的生猪出肉率高、肉质好，公司还会优先从牧原股份采购生猪，同时公司也会根据不同客户需求，采购毛猪。2024 年 1—3 月，公司屠宰业务自养生猪采购量由上年同期的 6.98 万头变为 6.63 万头，整体变化不大。

图表 7 • 公司采购生猪情况（单位：万头、万元/吨）

| 项目 | | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1—3 月 | |
|------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| 自养生猪 | 采购量 | 25.49 | 22.08 | 51.85 | 6.63 | |
| | 均价 | 2.05 | 1.71 | 1.47 | 1.51 | |
| 外购生猪 | 农户及第三方养殖公司生猪 | 采购量 | 512.11 | 446.26 | 482.07 | 96.25 |
| | | 均价 | 1.86 | 1.83 | 1.51 | 1.51 |
| | 牧原股份供应生猪 | 采购量 | 103.50 | 121.03 | 109.62 | 25.01 |
| | | 均价 | 1.73 | 1.80 | 1.50 | 1.49 |
| 合计 | 采购量 | 641.10 | 589.36 | 643.54 | 127.89 | |
| | 均价 | 1.85 | 1.82 | 1.50 | 1.51 | |

注：1. 采购均价为含税单价；牧原生猪采购量采用出厂重量、其他外购生猪采用到厂重量，与出厂重量差异为运输途中损耗，对均价计算有一定影响；2. 公司自养生猪除用于屠宰业务外，部分择时对外销售；3. 牧原股份为公司子公司河南龙大牧原肉食品有限公司的小股东（持股 40.00%）

资料来源：公司提供

2023 年，公司采购渠道无重大变化。从采购集中度看，公司向前五大供应商总采购金额占年度采购总额比例由上年的 28.36%变为 29.77%，集中度仍较低。

(2) 屠宰

2023年，公司仍采取“以销定产”经营模式，根据市场订单、产品库存及市场预测情况等合理制定生产计划。公司主要产品以自产为主，由公司采购原辅料、包材等，在自有厂区生产加工。2023年，公司屠宰产能为1500.00万头/年，屠宰产能及产量同比增加，产能利用率有所下降。

图表8·公司生猪屠宰产能和产能利用情况（单位：万头、%）

| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|--------|---------|---------|---------|
| 屠宰设计产能 | 1100.00 | 1100.00 | 1500.00 |
| 实际屠宰量 | 641.10 | 589.36 | 643.54 |
| 产能利用率 | 58.28 | 53.58 | 42.90 |

资料来源：公司提供

(3) 销售

2023年，公司屠宰业务销售模式未发生重大变化，主要产品仍为冷鲜肉和冷冻肉，主要通过加盟店、商超、批发商、食品加工企业、自提货现销等渠道进行销售，同时，冷冻肉餐饮企业也是冷冻肉的销售渠道之一。

价格方面，公司产品销售价格变动与生猪采购价格变动呈现正相关性，但受到定价政策、消费者承受能力、竞争环境等因素影响。公司冷鲜肉的销售价格调整相对滞后于生猪采购价格变动：当生猪采购价格持续上涨时，会导致公司冷鲜肉毛利率下降；当生猪价格持续下跌时，会导致公司冷鲜肉毛利率上升。冷冻肉可以存储较长时间（18个月左右），从生猪屠宰分割冷冻形成库存商品直至销售，往往可以历时数月，在此过程中，冷冻肉销售价格受市场供求影响发生变化，但其销售成本已由数月前的生猪采购成本决定，致使冷冻肉销售价格与销售成本变动不同步。

2023年，公司冷鲜肉和冷冻肉销量均有所增加；销售均价有所下降，冷鲜肉及冷冻肉毛利率由正转负。

图表9·公司冷鲜肉及冷冻肉销售情况

| 项目 | | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年1-3月 |
|------------|-----|-------|-------|--------|-----------|
| 销量（万吨） | 冷鲜肉 | 58.04 | 53.69 | 54.12 | 10.97 |
| | 冷冻肉 | 8.78 | 7.85 | 8.15 | 1.85 |
| 销售均价（万元/吨） | 冷鲜肉 | 2.02 | 1.98 | 1.59 | 1.61 |
| | 冷冻肉 | 1.49 | 1.29 | 1.11 | 1.15 |
| 毛利率（%） | 冷鲜肉 | 2.82 | 1.10 | -1.63% | 0.21% |
| | 冷冻肉 | -3.48 | 9.16 | -6.96% | 7.45% |

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2023年，公司向前五大客户销售额为10.26亿元，占公司当年销售额由上年的10.39%变为7.7%，客户集中度仍很低。

3 进口贸易业务

2023年，公司进口贸易业务进行了收缩，其收入规模和占比均有所下降，毛利率由正转负。

2023年，公司贸易业务仍以肉类进口贸易为主，运营主体以2017年7月成立的控股子公司青岛中和盛杰食品有限公司（以下简称“中和盛杰”）为主。截至2023年末，中和盛杰总资产1.54亿元、净资产-4.62亿元；2023年，中和盛杰营业收入11.23亿元、净利润-2.62亿元，主要由于中和销售前期高价购买库存并部分计提减值所致。2023年，公司根据战略规划并结合各子公司的经营情况，对中和盛杰的相关业务进行了收缩。

公司业务模式及结算方式无重大变化。中和盛杰主要采用“背靠背”和自主采购并对外销售两种模式开展业务。在进口模式上，通过与代理进口商签署代理进口协议，由代理进口商进行货物进口，同时向代理进口商支付代理服务费和预付款。

公司进口贸易业务支付方式有两种。其一是直接对国外供应商支付外汇；其二是通过代理商进口，即先支付代理费，由代理商进行购汇付给国外供应商。根据国外供应商要求，支付0%~25%预付款，国外供应商收到预付款后2周内装船发货，发货后到港时间3个月左右，货物到港前一周通知付清尾款。

2023年，公司收缩贸易业务，公司进口贸易业务规模有所下降，毛利率由正转负。2023年，进口贸易品种主要为猪产品（占49.59%）、鸡产品（占8.18%）、牛产品（占28.60%）和羊产品（13.62%）。

4 食品业务

2023年，公司继续按照以食品为主体的战略发展，公司以预制菜为核心的食品业务收入占比有所上升。

2023年，公司继续按照以食品为主体的战略发展方向，食品业务实现收入占营业总收入的比重有所上升。在以预制菜为核心的食品业务中，公司将预制食品分为预制食材、预制半成品和预制成品三大系列，共数百种产品品类。

截至2023年末，公司食品产能为15.5万吨/年，公司食品产能与2022年末持平，产能利用率约为60%。公司正在全国范围内布局产能，另有在建产能约17.5万吨，在建及拟建工程投产后，产能将增长至33万吨/年，实现东北、华东、华北、西南、华中等区域的全覆盖。目前，公司已与多个餐饮连锁企业、食品加工企业和大型连锁商超建立了合作关系。截至2023年末，公司全国经销商数量由上年的8955家增至9191家。公司依托源头基地和向食品加工产业的布局，进一步完善物流和供应链布局。

公司销售按客户类别可细分为自提货现销、加盟店、批发商、商超客户、食品加工企业等方式。现销、加盟店、批发商模式下，主要为现款现货或客户提前一天付款，在销售旺季或当个别销售量大的批发商遇到流动资金困难时，公司允许批发商本人按时间段提交个人赊销申请；商场超市模式下，公司根据订单发货，按合同账期定期与商超结算，账期通常为1~3个月；对信誉较好的食品加工企业，公司根据客户订单发货，结算期通常为1~3个月，对信誉一般的食品加工企业结算方式为现款现货或预收货款结算。下游客户支付方式主要为银行汇款，少部分使用现金。

2023年，公司食品板块实现收入22.23亿元，同比增长34.56%，食品板块占公司营业收入的比例提升至16.69%；食品销量由上年的7.16万吨变为9.42万吨；其中预制食品业务收入由上年的13.14亿元变为19.84亿元。屠宰和养殖板块作为食品业务的两翼支撑，为食品业务提供稳定的原料供给。

5 经营效率

2023年，公司经营效率尚可。

从经营效率指标看，从经营效率指标看，2022—2023年，公司销售债权周转次数分别为21.05次和24.78次；存货周转次数分别为9.42次和9.99次，总资产周转次数分别为1.99次和1.86次。

6 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略。截至2024年3月末，公司在建项目投资方向以生猪养殖、屠宰深加工为主，主要项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力；未来项目建成后，公司自有生猪养殖产能和配套加工产能的提升，有助于巩固公司全产业链优势。但在建项目盈利能力受未来猪肉价格波动、市场竞争等多方因素影响，存在盈利不达预期的风险。

公司未来将继续坚持“一体两翼”发展战略，以食品为主体、以养殖和屠宰为两翼支撑，持续深耕食品业务。具体看：公司计划聚焦食品板块，进一步提高业务占比；优化传统业务，做好战略支撑；坚持产品创新，完善产品体系；推进渠道结构优化，强化精细运营；加强品控管理，提升产品质量，保障食品安全；储备人力资源，提升企业能力。

截至2024年3月末，公司重大在建项目计划投资额为30.33亿元，已投资13.65亿元，尚需投资16.68亿元，主要项目尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。未来项目建成后，公司自有生猪产能和配套加工产能提升，有助于巩固全产业链优势。但项目盈利能力受未来猪肉价格波动、市场竞争等多方因素影响，存在盈利不达预期的风险。

图表 10 • 截至 2024 年 3 月末公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

| 项目名称 | 筹资方案 | | | | 截至 2024 年 3 月末 已完成投资 |
|-------------------------------|------|------|------|------|-------------------------|
| | 募集资金 | 自筹 | 贷款 | 合计 | |
| 安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目 | 6.65 | 2.09 | -- | 8.74 | 3.55 |
| 莱州龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目 | 2.18 | 4.06 | -- | 6.24 | 1.97 |
| 莱阳龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目 | 2.06 | 3.84 | -- | 5.90 | 1.62 |
| 进口肉类精深加工及调味品生产项目 | -- | 0.80 | 1.60 | 2.40 | 1.77 |
| 巴中市恩阳区 100 万头生猪屠宰项目（一期 50 万头） | -- | 0.42 | 0.70 | 1.12 | 0.94 |

| | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 安达生猪屠宰及肉制品深加工项目 | -- | 0.60 | 1.00 | 1.60 | 1.50 |
| 灌云生猪屠宰及肉制品深加工项目 | -- | 1.83 | 2.50 | 4.33 | 2.30 |
| 合计 | 10.89 | 13.64 | 5.80 | 30.33 | 13.65 |

注：截至 2024 年 4 月末，巴中项目已投产、验收，剩下部分设备在安装或验收中，故仍统计在表中

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告，众华会计师事务所（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。公司提供的 2024 年 1—3 月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2023 年末，公司合并范围内子公司合计 41 家，较上年末新增 3 家（新设）。公司主营业务未发生重大变化，执行新租赁准则对财务报表影响不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年末，公司资产规模同比下降，公司资产结构相对均衡，货币资金受限比例尚可。但流动资产中存货和应收账款占比较大，对营运资金形成占用，存货跌价准备同比大幅增加。非流动资产中固定资产占比较高，生产性生物资产同比大幅减少。

截至 2023 年末，公司合并资产总额 63.18 亿元，较上年末下降 20.80%。其中，流动资产占 46.82%，非流动资产占 53.18%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年末占比上升较快。

图表 11 • 公司资产主要构成情况

| 科目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | | 2024 年 3 月末 | |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 流动资产 | 50.14 | 60.90 | 44.66 | 55.98 | 29.58 | 46.82 | 26.44 | 44.13 |
| 货币资金 | 21.62 | 43.12 | 18.56 | 41.56 | 13.93 | 47.08 | 10.89 | 41.19 |
| 应收账款 | 8.32 | 16.58 | 6.22 | 13.92 | 4.44 | 15.03 | 4.19 | 15.86 |
| 存货 | 15.67 | 31.25 | 17.16 | 38.42 | 9.92 | 33.53 | 9.98 | 37.74 |
| 非流动资产 | 32.19 | 39.10 | 35.11 | 44.02 | 33.60 | 53.18 | 33.48 | 55.87 |
| 固定资产 | 11.55 | 35.87 | 17.91 | 51.01 | 16.93 | 50.39 | 17.41 | 51.99 |
| 在建工程 | 9.81 | 30.46 | 6.28 | 17.88 | 9.19 | 27.36 | 8.79 | 26.26 |
| 其他非流动资产 | 5.84 | 18.14 | 5.43 | 15.48 | 5.07 | 15.10 | 5.00 | 14.94 |
| 资产总额 | 82.33 | 100.00 | 79.77 | 100.00 | 63.18 | 100.00 | 59.93 | 100.00 |

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

注：各科目占比为其占对应流动资产/非流动资产的比重

截至 2023 年末，流动资产 29.58 亿元，较上年末下降 33.77%。截至 2023 年末，公司货币资金 13.93 亿元，较上年末下降 24.97%，主要系经营亏损所致。货币资金中有 4.89 亿元受限资金，受限资金主要用于汇票及信用证保证金等。截至 2023 年末，公司应收账款账面价值 4.44 亿元，较上年末下降 28.49%，主要系公司强化了账期管理所致。应收账款账龄以 1~3 个月（3.78 亿元）为主，累计计提坏账准备 0.52 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 28.65%，集中度较高。公司应收账款规模大，集中度高，存在一定坏账风险。截至 2023 年末，公司存货 9.92 亿元，较上年末下降 42.18%，主要系年末存栏消耗性生物减少及价格下跌计提减值所致。存货余额由原材料（2.32 亿元）、在产品（0.44 亿元）、库存商品（8.93 亿元）和消耗性生物资产（1.07 亿元）构成，累计计提存货跌价准备由上年 0.55 亿元升至 2.84 亿元，主要系猪价下跌所致。

截至 2023 年末，公司非流动资产 33.60 亿元，较上年末下降 4.32%。截至 2023 年末，公司固定资产 16.93 亿元，较上年末下降 5.48%。固定资产主要由房屋及建筑物（11.72 亿元）和机器设备（4.76 亿元）构成，累计计提折旧 9.21 亿元，计提减值准备 0.01 亿元。固定资产成新率尚可。截至 2023 年末，公司生产性生物资产 0.05 亿元，较上年末的 2.14 亿元大幅减少，主要系处置母猪所致。生产性生物资产采用成本计量模式。截至 2023 年末，公司在建工程 9.19 亿元，较上年末增长 46.40%，主要系进口肉类精深加工及调味品生产项目及生猪屠宰及加工项目建设投入增加所致。在建工程未计提减值准备。

截至 2024 年 3 月末，公司合并资产总额 59.93 亿元，较上年末下降 5.14%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产 10.50 亿元，受限资产占总资产比重为 16.62%，受限比例一般。

图表 12 • 截至 2023 年末公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 账面价值 | 占资产总额比例 | 受限原因 |
|-----------|--------------|--------------|--------|
| 货币资金 | 4.89 | 7.74 | 汇票保证金等 |
| 固定资产 | 3.98 | 6.30 | 抵押借款 |
| 无形资产 | 0.45 | 0.71 | 抵押借款 |
| 在建工程 | 1.18 | 1.86 | 抵押借款 |
| 合计 | 10.50 | 16.62 | -- |

资料来源：公司年报

（2）资本结构

①所有者权益

截至 2023 年末，由于亏损，公司所有者权益规模大幅下降。

截至 2023 年末，公司所有者权益 16.57 亿元，较上年末下降 52.71%，主要系亏损所致；公司未分配利润由上年的 10.23 亿元变为-5.15 亿元。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.44%，少数股东权益占比为 10.56%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 65.13%、49.79%、-0.73%和-31.10%。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益 16.87 亿元，较上年末增长 1.79%，较上年末变化不大。

②负债

截至 2023 年末，公司负债规模有所增加，仍以流动负债为主；公司整体债务负担重且继续加重，以短期债务为主，结构有待改善。

截至 2023 年末，公司负债总额 46.61 亿元，较上年末增长 4.18%。其中，流动负债占 71.73%，非流动负债占 28.27%。

图表 13 • 公司负债主要构成情况

| 科目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | | 2024 年 3 月末 | |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 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 | 37.00 | 76.40 | 33.45 | 74.78 | 33.43 | 71.73 | 29.17 | 67.75 |
| 短期借款 | 19.20 | 51.89 | 15.15 | 45.28 | 18.55 | 55.48 | 16.40 | 56.23 |
| 应付票据 | 5.53 | 14.94 | 6.32 | 18.89 | 4.21 | 12.58 | 3.82 | 13.11 |
| 应付账款 | 4.56 | 12.33 | 5.75 | 17.18 | 4.22 | 12.62 | 3.47 | 11.90 |
| 其他应付款（合计） | 2.66 | 7.20 | 2.27 | 6.79 | 2.64 | 7.90 | 2.11 | 7.22 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1.60 | 4.32 | 1.46 | 4.36 | 1.79 | 5.37 | 1.68 | 5.75 |
| 非流动负债 | 11.43 | 23.60 | 11.28 | 25.22 | 13.17 | 28.27 | 13.89 | 32.25 |
| 长期借款 | 2.07 | 18.11 | 1.58 | 13.96 | 3.26 | 24.76 | 3.25 | 23.42 |
| 应付债券 | 8.21 | 71.83 | 8.61 | 76.32 | 8.99 | 68.24 | 9.11 | 65.60 |
| 负债总额 | 48.43 | 100.00 | 44.73 | 100.00 | 46.61 | 100.00 | 43.06 | 100.00 |

注：各科目占比为其占对应流动负债/非流动负债的比重
 数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2023 年末，公司流动负债 33.43 亿元，较上年末下降 0.07%。截至 2023 年末，公司短期借款 18.55 亿元，较上年末增长 22.45%，主要系融资需求增加所致。短期借款主要由保证借款（7.32 亿元）、抵押借款（3.50 亿元）和应收票据贴现、供应链保理融资（6.92 亿元）构成。截至 2023 年末，公司应付票据 4.21 亿元，较上年末下降 33.43%，主要系以银行承兑汇票支付减少所致；应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2023 年末，公司应付账款 4.22 亿元，较上年末下降 26.58%，主要系饲料公司年底库存充足，未进行大宗原料采购，以及中和盛杰停止采购所致；公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。截至 2023 年末，公司其他应付款 2.64 亿元，较上年末增长 16.35%。其他应付款以保证金/押金、预提费用和应付子公司股权收购款为主。

截至 2023 年末，公司非流动负债 13.17 亿元，较上年末增长 16.80%。截至 2023 年末，公司长期借款 3.26 亿元，较上年末增长 107.11%，主要系新建工程融资增加所致；长期借款主要由抵押借款和保证借款构成。截至 2023 年末，公司应付债券 8.99 亿元，较上年末增长 4.42%，应付债券全部为“龙大转债”本金及当期计提利息扣除折价摊销及偿还后的金额，“龙大转债”将于 2026 年 7 月到期。

截至 2023 年末，公司全部债务 37.31 亿元，较上年末增长 10.65%。债务结构方面，短期债务占 65.80%，长期债务占 34.20%，以短期债务为主，其中，短期债务 24.55 亿元，较上年末增长 7.09%；长期债务 12.76 亿元，较上年末增长 18.20%。从债务指标来看，截至 2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.77%、69.24%和 43.50%，较上年末分别提高 17.69 个百分点、20.21 个百分点和 19.95 个百分点。公司债务负担重。

截至 2024 年 3 月末，公司全部债务 35.37 亿元，较上年末下降 5.18%。债务结构方面，短期债务占 61.92%，长期债务占 38.08%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.85%、67.71%和 44.40%，较上年末分别下降 1.92 个百分点、下降 1.53 个百分点和提高 0.90 个百分点。

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比下降，随着猪价下跌，公司资产处置损失、减值损失同比大幅增加，发生巨额亏损，各项盈利指标恶化；公司费用虽有所减少但费用控制能力仍有待提升。

公司 2023 年营业总收入及利润总额分析参考“经营概况”部分。

2023 年，公司费用总额为 5.25 亿元，同比增长 8.72%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 28.83%、55.14%、1.83%和 14.19%。其中，销售费用为 1.51 亿元，同比下降 12.25%；管理费用为 2.89 亿元，同比增长 8.58%；研发费用为 0.10 亿元，同比增长 20.18%；财务费用为 0.74 亿元，同比增长 108.24%，主要系利息收入减少所致。2023 年，公司期间费用率为 3.94%，同比提高 0.95 个百分点，考虑到公司毛利率较低，费用控制能力有待提升。

2023 年，公司资产处置收益-1.29 亿元，同比增长 50.63%，主要系能繁母猪病死等原因，导致生产性生物资产处置损失增加，资产处置收益占营业利润比重为 9.53%。同期，公司资产减值损失由上年的 0.46 亿元变为-4.50 亿元，主要系猪价下跌，公司计提存货跌价准备所致。

2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率均由正转负，各盈利指标有所恶化。

图表 14 • 公司盈利能力变化情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 195.10 | 161.16 | 133.18 |
| 营业成本 | 191.44 | 154.67 | 135.29 |
| 费用总额 | 6.02 | 4.83 | 5.25 |
| 其中：销售费用 | 2.37 | 1.72 | 1.51 |
| 管理费用 | 2.86 | 2.67 | 2.89 |
| 研发费用 | 0.08 | 0.08 | 0.10 |
| 财务费用 | 0.71 | 0.36 | 0.74 |
| 投资收益 | 0.01 | 0.01 | 0.00 |
| 利润总额 | -9.01 | 1.11 | -14.26 |
| 营业利润率 | 1.80 | 3.89 | -1.75 |
| 总资本收益率 | -10.33 | 2.97 | -25.59 |
| 净资产收益率 | -25.01 | 2.84 | -89.54 |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2024 年 1—3 月，公司营业总收入与利润总额分析见本报告“经营概况”部分。

（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出，投资活动现金转为净流入，公司筹资压力加大。

图表 15 · 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|
| 经营活动现金流入量 | 207.49 | 157.54 | 145.56 |
| 经营活动现金流出量 | 208.36 | 148.13 | 151.45 |
| 经营活动现金流量净额 | -0.88 | 9.41 | -5.89 |
| 投资活动现金流入量 | 0.99 | 8.97 | 13.43 |
| 投资活动现金流出量 | 13.03 | 20.99 | 10.48 |
| 投资活动现金流量净额 | -12.04 | -12.02 | 2.95 |
| 筹资活动前现金流净额 | -12.92 | -2.61 | -2.94 |
| 筹资活动现金流入量 | 37.55 | 21.35 | 34.11 |
| 筹资活动现金流出量 | 28.93 | 28.71 | 29.63 |
| 筹资活动现金流量净额 | 8.61 | -7.35 | 4.48 |
| 现金收入比（%） | 105.13 | 96.40 | 107.33 |

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，2023年，公司经营活动现金流入145.56亿元，同比下降7.60%；经营活动现金流出151.45亿元，同比增长2.24%。公司经营活动现金净流出5.89亿元，同比由净流入转为净流出，主要系上年部分货款根据账期需在本年支付，叠加亏损所致。2023年，公司现金收入比为107.33%，同比提高10.93个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2023年，公司投资活动现金流入13.43亿元，同比增长49.63%；投资活动现金流出10.48亿元，同比下降50.08%。公司投资活动现金净流入2.95亿元，同比由净流出转为净流入，主要系上年投资性活动中定期存款在本年部分收回，以及公司购建长期资产支付的现金有所减少所致。2023年，公司筹资活动前现金流量净额为-2.94亿元，持续净流出。

从筹资活动来看，2023年，公司筹资活动现金流入34.11亿元，同比增长59.72%；筹资活动现金流出29.63亿元，同比增长3.21%。2023年，公司筹资活动现金净流入4.48亿元，由净流出转为净流入，主要系公司融资增加所致。

2024年1-3月，公司经营活动产生的现金流净额为-1.42亿元，投资活动产生的现金流净额为-0.81亿元，筹资活动产生的现金流净额为1.23亿元。

2 偿债指标变化

2023年，公司偿债能力指标表现较差。公司间接融资空间有待拓宽，具备直接融资渠道。

图表 16 · 公司偿债能力指标

| 项目 | 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|
| 短期偿债能力 | 流动比率（%） | 135.53 | 133.49 | 88.47 |
| | 速动比率（%） | 93.18 | 82.21 | 58.80 |
| | 经营现金/流动负债（%） | -2.37 | 28.13 | -17.61 |
| | 经营现金/短期债务（倍） | -0.03 | 0.41 | -0.24 |
| | 现金类资产/短期债务（倍） | 0.85 | 0.81 | 0.57 |
| 长期偿债能力 | EBITDA（亿元） | -6.16 | 4.15 | -11.10 |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | -6.07 | 8.13 | -3.36 |
| | 经营现金/全部债务（倍） | -0.02 | 0.28 | -0.16 |
| | EBITDA/利息支出（倍） | -4.05 | 2.90 | -7.91 |
| | 经营现金/利息支出（倍） | -0.58 | 6.57 | -4.20 |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：公司提供，联合资信整理

从短期偿债指标看，截至2023年末，公司流动比率与速动比率均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2023年末，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务同比均由正转负，现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2023年，公司EBITDA为-11.10亿元，由正转负，主要系公司发生亏损所致。2023年，公司EBITDA和经营现金同比均由正转负，EBITDA和经营现金无法覆盖利息支出和全部债务。整体看，公司长期债务偿债能力较差。

截至2023年末，公司无对外担保。

截至2023年末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2024年3月末，公司获得的银行授信总额为28.86亿元；其中未使用授信额度为6.85亿元，间接融资空间有待拓宽。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部系公司的投融资主体并参与经营部分业务。截至2023年末，公司本部资产有所增加，负债规模有所下降，债务负担重，发生大额亏损，经营性现金净流出，对外融资依赖度高。

截至2023年末，公司本部资产总额56.68亿元，较上年末下降2.77%。其中，流动资产24.64亿元（占43.48%），非流动资产32.04亿元（占56.52%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占31.23%）、应收票据（占6.59%）、应收账款（占16.97%）、预付款项（占5.83%）、其他应收款（合计）（占21.01%）和存货（占18.38%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占80.35%）和固定资产（合计）（占17.08%）构成。截至2023年末，公司本部货币资金为7.70亿元。

截至2023年末，公司本部负债总额44.76亿元，较上年末增长27.20%。其中，流动负债32.26亿元（占72.08%），非流动负债12.49亿元（占27.92%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占22.69%）、应付票据（占8.07%）、应付账款（占18.74%）、其他应付款（合计）（占32.29%）、一年内到期的非流动负债（占5.31%）和合同负债（占11.25%）构成；非流动负债主要由长期借款（占7.56%）、应付债券（占71.95%）和长期应付款（合计）（占19.21%）构成。公司本部2023年末资产负债率为78.97%，较2022年末提高18.61个百分点。截至2023年底，公司本部全部债务23.98亿元。其中，短期债务占48.54%、长期债务占51.46%，公司本部全部债务资本化比率66.80%，存在较大的债券偿付压力。

截至2023年末，公司本部所有者权益为11.92亿元，较上年末下降48.42%。在所有者权益中，实收资本为10.79亿元（占90.54%）、资本公积合计8.30亿元（占69.67%）、未分配利润合计-8.11亿元（占-68.03%）、盈余公积合计2.64亿元（占22.13%）。

2023年，公司本部营业总收入为52.21亿元，利润总额为-7.95亿元。同期，公司本部投资收益为0.02亿元。2023年，公司根据战略规划并结合各子公司的经营情况，对中和盛杰和云南福照食品有限公司（以下简称“云南福照”）两家控股子公司的相关业务进行了收缩。因公司前期为支持上述两家控股子公司发展，对其进行了财务资助。截至2023年末，公司本部对中和盛杰及云南福照应收借款分别约为4.62亿元和0.98亿元，中和盛杰及云南福照相关业务收缩后，预计上述借款将无法全额归还。公司拟对上述借款计提坏账。本次计提后，将减少2023年度归属母公司利润约2.71亿元。

现金流方面，2023年，公司本部经营活动现金流净额为-0.19亿元，投资活动现金流净额0.58亿元，筹资活动现金流净额2.15亿元。

截至2023年末，公司本部资产占合并口径的89.71%；公司本部负债占合并口径的96.03%；公司本部全部债务占合并口径的64.27%；公司本部所有者权益占合并口径的71.93%。2023年，公司本部营业总收入占合并口径的39.20%；公司本部利润总额占合并口径的55.73%。

（五）ESG方面

公司ESG管理水平一般，符合公司现阶段经营发展要求。

公司未单独披露社会责任报告、可持续发展报告或ESG报告。根据公司年报，公司依据《公司法》《证券法》等相关法律法规建立了较为规范的法人治理结构，各职能部门分工明确，运作正常，未因公司治理问题被监管调查或受到监管处罚。

公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位，且已建立环境保护相关机制，2023年，子公司聊城龙大肉食品有限公司拟因未按照排污许可证要求对磷酸盐进行每季度一次自行监测受到环保行政处罚（罚款人民币2.84万元），环境保护情况一般。

七、债券偿还能力分析

2023年，公司经营活动现金流入、经营活动产生的现金流净额和EBITDA对“龙大转债”的保障能力较差。

截至 2024 年 3 月末，公司存续债券“龙大转债”余额为 9.46 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入、经营活动产生的现金流净额和 EBITDA 对“龙大转债”的保障能力较差。如果公司未来股价上涨超过公司设定的转股价，考虑到转股的可能性，公司对待偿还债券的保障能力或将提升。

图表 17 • 公司待偿债券偿还能力指标

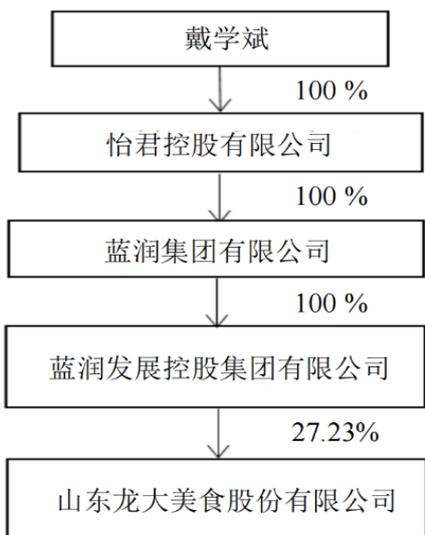
| 项目 | 2023 年 |
|---------------------|--------|
| 待偿债券余额（亿元） | 9.46 |
| 经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍） | 15.39 |
| 经营现金/待偿债券余额（倍） | -0.62 |
| EBITDA/待偿债券余额（倍） | -1.17 |

注：经营活动现金流入、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2023 年数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

八、跟踪评级结论

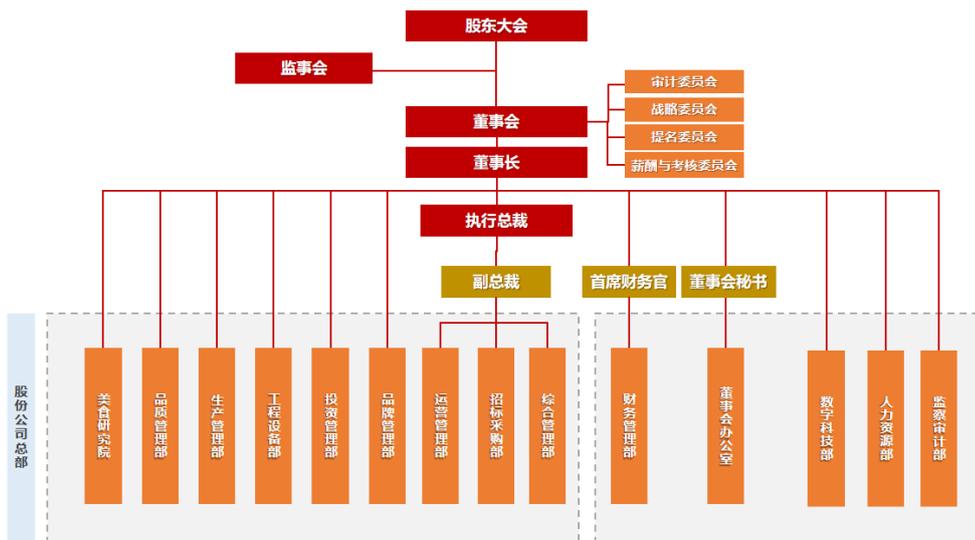
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信决定下调公司主体长期信用等级为 A⁺，同时下调“龙大转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年末）

| 子公司名称 | 主要经营地 | 业务性质 | 持股比例 (%) | | 取得方式 |
|---------------|--------|----------|----------|----|-----------|
| | | | 直接 | 间接 | |
| 烟台龙大养殖有限公司 | 山东省莱阳市 | 畜禽、养殖 | 100.00 | -- | 同一控制下企业合并 |
| 烟台龙大饲料有限公司 | 山东省莱阳市 | 饲料生产 | 100.00 | -- | 同一控制下企业合并 |
| 河南龙大牧原肉食品有限公司 | 河南省内乡县 | 生猪屠宰 | 60.00 | -- | 设立 |
| 聊城龙大肉食品有限公司 | 山东省聊城市 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 设立 |
| 烟台杰科检测服务有限公司 | 山东省莱阳市 | 食品及添加剂检测 | 100.00 | -- | 同一控制下企业合 |

| | | | | | |
|--------------------------------|------------|----------------------|--------|--------|------------|
| | | | | | 并 |
| 莒南龙大肉食品有限公司 | 山东省莒南县 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 设立 |
| 蓬莱富龙肉食品有限公司 | 山东省蓬莱市 | 生猪屠宰 | 57.14 | -- | 设立 |
| 北京快厨帮科技有限公司 | 北京市朝阳区 | 销售食品 | 65.00 | -- | 设立 |
| 山东龙大生猪产品工程技术研究有限公司 | 山东省莱阳市 | 畜禽领域内的技术开发、技术转让、技术服务 | 100.00 | -- | 设立 |
| 莱阳龙瑞食品有限公司 | 山东省莱阳市 | 生产、加工各种肉制品、速冻食品 | 100.00 | -- | 设立 |
| 泰麟食品(烟台)有限责任公司 | 山东省莱阳市 | 食品生产销售 | -- | 100.00 | 设立 |
| 四川龙炸餐饮管理有限公司 | 四川省成都市 | 餐饮服务 | -- | 40.00 | 设立 |
| 四川龙鲜活供应链管理有限公司 | 四川省成都市 | 供应链管理服务 | -- | 100.00 | 设立 |
| 青岛中和盛杰食品有限公司 | 山东省青岛市 | 销售食品 | 51.00 | -- | 设立 |
| 青岛新胜锦食品商贸有限公司 | 山东省青岛市 | 销售食品 | -- | 51.00 | 设立 |
| 乳山中和盛杰食品有限公司 | 山东省乳山市 | 销售食品 | -- | 51.00 | 设立 |
| 潍坊振祥食品有限公司 | 山东省潍坊市 | 生猪屠宰 | 70.00 | -- | 非同一控制下企业合并 |
| 潍坊振祥食品销售有限公司 | 山东省潍坊市 | 销售食品 | -- | 70.00 | 设立 |
| 云南福照食品有限公司 | 云南省曲靖市 | 火腿加工 | 51.00 | -- | 设立 |
| 香港龙大发展有限公司 | 香港 | 国际贸易、咨询 | 100.00 | -- | 设立 |
| 山东龙大美食贸易有限公司 | 山东省烟台市 | 销售食品 | 100.00 | -- | 设立 |
| 龙大美食(北京)食品科技有限公司 | 北京市 | 销售食品 | -- | 100.00 | 设立 |
| 龙大美食(上海)食品科技有限公司 | 上海市青浦区 | 销售食品 | -- | 100.00 | 设立 |
| 龙大美食(广东)食品科技有限公司 | 广东省东莞市 | 销售食品 | -- | 100.00 | 设立 |
| 黑龙江龙大养殖有限公司 | 黑龙江省绥化市 | 畜禽、养殖 | 100.00 | -- | 设立 |
| 安丘龙大养殖有限公司 | 山东省安丘市 | 畜禽、养殖 | -- | 100.00 | 设立 |
| 莱阳龙大养殖有限公司 | 山东省莱阳市 | 畜禽、养殖 | -- | 100.00 | 设立 |
| 莱州龙大养殖有限公司 | 山东省莱州市 | 畜禽、养殖 | -- | 100.00 | 设立 |
| 乳山龙大养殖有限公司 | 山东省威海市 | 畜禽、养殖 | -- | 100.00 | 设立 |
| 青岛龙大管理咨询服务有限公司 | 山东省青岛市 | 管理咨询 | 100.00 | -- | 设立 |
| 江苏龙大沁依食品有限公司 | 连云港市 | 生产、销售食品 | 100.00 | -- | 设立 |
| 通辽金泉食品有限责任公司 | 内蒙古 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 非同一控制下企业合并 |
| 湖北龙大肉食品有限公司 | 湖北省黄冈市 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 设立 |
| 成都龙大肉食品有限公司 | 四川省成都市 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 设立 |
| 黑龙江龙大肉食品有限公司 | 黑龙江省绥化市 | 生猪屠宰 | 100.00 | -- | 设立 |
| 巴中龙大肉食品有限公司 | 四川省巴中市 | 食品生产销售 | 100.00 | -- | 设立 |
| 海南龙大美食有限责任公司 | 海南省洋浦经济开发区 | 食品生产销售 | 100.00 | -- | 设立 |
| 山东龙鲜生供应链管理有限公司 | 山东省青岛市 | 供应链管理服务 | 100.00 | -- | 设立 |
| 青岛龙大鲜生供应链有限公司 | 山东省青岛市 | 销售食品 | -- | 60.00 | 设立 |
| 成都龙大科技有限公司(原名为成都逸享潮代供应链管理有限公司) | 四川省成都市 | 供应链管理服务 | 100.00 | -- | 设立 |
| 北京晓食探科技有限公司 | 北京市朝阳区 | 技术服务、技术开发 | -- | 100.00 | 设立 |

资料来源: 公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 22.34 | 18.63 | 13.95 | 10.93 |
| 应收账款（亿元） | 8.32 | 6.22 | 4.44 | 4.19 |
| 其他应收款（亿元） | 0.34 | 0.67 | 0.45 | 0.48 |
| 存货（亿元） | 15.67 | 17.16 | 9.92 | 9.98 |
| 长期股权投资（亿元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产（亿元） | 11.55 | 17.91 | 16.93 | 17.41 |
| 在建工程（亿元） | 9.81 | 6.28 | 9.19 | 8.79 |
| 资产总额（亿元） | 82.33 | 79.77 | 63.18 | 59.93 |
| 实收资本（亿元） | 10.79 | 10.79 | 10.79 | 10.79 |
| 少数股东权益（亿元） | 1.56 | 1.84 | 1.75 | 1.74 |
| 所有者权益（亿元） | 33.91 | 35.04 | 16.57 | 16.87 |
| 短期债务（亿元） | 26.32 | 22.92 | 24.55 | 21.90 |
| 长期债务（亿元） | 11.08 | 10.79 | 12.76 | 13.47 |
| 全部债务（亿元） | 37.40 | 33.72 | 37.31 | 35.37 |
| 营业总收入（亿元） | 195.10 | 161.16 | 133.18 | 25.23 |
| 营业成本（亿元） | 191.44 | 154.67 | 135.29 | 23.69 |
| 其他收益（亿元） | 0.25 | 0.19 | 0.24 | 0.05 |
| 利润总额（亿元） | -9.01 | 1.11 | -14.26 | 0.36 |
| EBITDA（亿元） | -6.16 | 4.15 | -11.10 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 205.11 | 155.36 | 142.95 | 19.86 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 207.49 | 157.54 | 145.56 | 20.26 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | -0.88 | 9.41 | -5.89 | -1.42 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -12.04 | -12.02 | 2.95 | -0.81 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | 8.61 | -7.35 | 4.48 | 1.23 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 27.98 | 21.05 | 24.78 | -- |
| 存货周转次数（次） | 9.20 | 9.42 | 9.99 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 2.32 | 1.99 | 1.86 | -- |
| 现金收入比（%） | 105.13 | 96.40 | 107.33 | 78.70 |
| 营业利润率（%） | 1.80 | 3.89 | -1.75 | 5.93 |
| 总资本收益率（%） | -10.33 | 2.97 | -25.59 | -- |
| 净资产收益率（%） | -25.01 | 2.84 | -89.54 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 24.63 | 23.55 | 43.50 | 44.40 |
| 全部债务资本化比率（%） | 52.45 | 49.04 | 69.24 | 67.71 |
| 资产负债率（%） | 58.82 | 56.08 | 73.77 | 71.85 |
| 流动比率（%） | 135.53 | 133.49 | 88.47 | 90.65 |
| 速动比率（%） | 93.18 | 82.21 | 58.80 | 56.43 |
| 经营现金流动负债比（%） | -2.37 | 28.13 | -17.61 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.85 | 0.81 | 0.57 | 0.50 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | -4.05 | 2.90 | -7.91 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | -6.07 | 8.13 | -3.36 | -- |

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. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告已将合并口径和公司本部口径的长期应付款纳入长期债务核算；4. 公司合并口径 2024 年 1—3 月财务数据未经审计，公司本部 2024 年 1—3 月财务数据未披露

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 9.83 | 5.17 | 9.32 |
| 应收账款（亿元） | 6.84 | 4.01 | 4.18 |
| 其他应收款（亿元） | 14.48 | 12.76 | 5.15 |
| 存货（亿元） | 4.88 | 4.25 | 4.53 |
| 长期股权投资（亿元） | 22.01 | 24.35 | 25.74 |
| 固定资产（亿元） | 1.64 | 5.62 | 5.47 |
| 在建工程（亿元） | 3.11 | 0.04 | 0.03 |
| 资产总额（亿元） | 65.68 | 58.29 | 56.68 |
| 实收资本（亿元） | 10.79 | 10.79 | 10.79 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（亿元） | 24.25 | 23.11 | 11.92 |
| 短期债务（亿元） | 17.30 | 11.31 | 11.64 |
| 长期债务（亿元） | 11.00 | 13.28 | 12.34 |
| 全部债务（亿元） | 28.30 | 24.59 | 23.98 |
| 营业总收入（亿元） | 65.69 | 54.75 | 52.21 |
| 营业成本（亿元） | 63.50 | 52.39 | 50.30 |
| 其他收益（亿元） | 0.05 | 0.07 | 0.05 |
| 利润总额（亿元） | -3.65 | -1.06 | -7.95 |
| EBITDA（亿元） | -- | -- | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 69.63 | 61.98 | 58.66 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 70.55 | 62.99 | 59.63 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 3.20 | 0.24 | -0.19 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -12.01 | -1.37 | 0.58 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | 9.28 | -1.67 | 2.15 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 10.64 | 9.08 | 10.21 |
| 存货周转次数（次） | 10.51 | 11.47 | 11.46 |
| 总资产周转次数（次） | 1.12 | 0.88 | 0.91 |
| 现金收入比（%） | 105.99 | 113.20 | 112.36 |
| 营业利润率（%） | 3.29 | 4.19 | 3.51 |
| 总资本收益率（%） | -4.50 | -0.90 | -20.66 |
| 净资产收益率（%） | -13.29 | -5.36 | -69.31 |
| 长期债务资本化比率（%） | 31.21 | 36.49 | 50.86 |
| 全部债务资本化比率（%） | 53.86 | 51.55 | 66.80 |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 60.36 | 78.97 |
| 流动比率（%） | 122.69 | 121.32 | 76.38 |
| 速动比率（%） | 106.63 | 101.74 | 62.34 |
| 经营现金流动负债比（%） | 10.54 | 1.11 | -0.60 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.57 | 0.46 | 0.80 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | -- | -- | -- |

资料来源：公司财务报告及提供资料，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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业总收入年复合增长率 | (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资产收益率 | (净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×100% |
| 营业利润率 | (营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计×100% |
| 经营现金流负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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