

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0051号

## 宁夏农垦集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“24宁夏农垦 MTN003”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“24宁夏农垦 MTN003”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二六年六月四日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。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一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，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。东方金诚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，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，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。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司

2026年6月4日

# 宁夏农垦集团有限公司主体 及“24宁夏农垦MTN003”2026年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 <sup>1</sup>	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2026/6/4	AA+/稳定	任志娟	莫琛

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
24宁夏农垦MTN003	AA+	AA+	企业规模	营业总收入	20.00	12.84
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	多元化	15.00	12.00
				市场地位	15.00	12.00
			盈利能力	EBITDA 利润率	7.00	5.07
				毛利率	7.00	3.51
			债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	12.00	4.25
				EBITDA 利息倍数	12.00	5.53
				经营现金流流动负债比	12.00	5.39
			调整因素	无		
			个体信用状况	aa-		
			外部支持	+2		
			评级模型结果	AA+		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						

### 主体概况

宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”）主要从事农业业务，包括种植业、奶业等，宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）持有公司100%股权，实际控制人为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）。

## 评级观点

跟踪期内，作为宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，公司在农业规模化生产方面仍具有很强的区域竞争力；2025年，公司粮食产量占到自治区粮食总产量的9%左右，行业地位仍很突出；2025年末，公司奶牛存栏量15.80万头，约占宁夏地区18.50%，仍具有很强的竞争优势。同时，东方金诚关注到，受生鲜乳销售价格下降及淘汰低产奶牛损失等影响，公司2025年利润总额仍亏损；公司开发的房地产项目均位于银川市区内，写字楼项目仍面临一定的去化压力；全部债务增长，资产负债率有所抬升。

外部支持方面，公司实际控制人为宁夏回族自治区人民政府，作为宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，公司承担宁夏回族自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能。公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，实际控制人对公司支持意愿很强。

综合分析，东方金诚维持宁夏农垦主体信用等级为AA+，评级展望为稳定；维持“24宁夏农垦MTN003”的信用等级为AA+。

## 同业比较

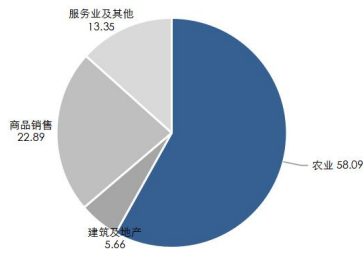
项目	宁夏农垦集团有限公司	江苏省农垦集团有限公司(AAA)	甘肃省农垦集团有限责任公司(AA)
资产总额(亿元)	260.41	522.48	238.53
所有者权益(亿元)	95.21	312.13	86.40
营业总收入(亿元)	47.53	168.03	95.18
利润总额(亿元)	-5.58	32.02	2.05
资产负债率(%)	63.44	40.26	63.78

注：资料来源于各企业公开披露的2025年数据，东方金诚整理。

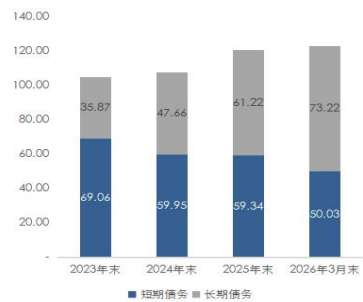
<sup>1</sup> 该主体信用等级及评级展望在2027年6月3日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

## 主要指标及依据

### 2025年营业收入构成（单位：%）



### 近年全部债务情况（单位：亿元）



### 主要数据和指标

项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	265.19	252.94	260.41	265.53
所有者权益(亿元)	111.27	101.50	95.21	93.74
全部债务(亿元)	104.93	107.62	120.56	123.24
营业总收入(亿元)	44.01	40.05	47.53	12.05
利润总额(亿元)	1.43	-9.51	-5.58	-1.47
经营性净现金流(亿元)	0.41	-0.48	-0.61	-0.06
营业利润率(%)	24.27	6.26	12.57	12.90
资产负债率(%)	58.04	59.87	63.44	64.70
流动比率(%)	64.67	58.49	66.41	84.73
全部债务/EBITDA(倍)	8.44	23.11	12.22	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.96	1.24	2.93	-

注：表中数据来源于公司2023年~2025年的审计报告及2026年1~3月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业发展位居全区前列，跟踪期内，在农业规模化生产方面仍具有很强的区域竞争力；
- 公司种植面积稳定在三万公顷以上，种植作物主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等，2025年，公司粮食产量35.07万吨，占到自治区粮食总产量的9%左右，行业地位仍很突出；
- 公司奶业规模化养殖体系较完整，持续优化牛群结构、提升生鲜乳单产，2025年末，公司奶牛存栏量15.80万头，约占宁夏地区18.50%，仍具有很强的竞争优势；
- 公司仍是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，承担宁夏回族自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持。

## 关注

- 2025年，受期间费用侵蚀及淘汰低产奶牛损失等影响，公司利润总额仍亏损；
- 公司开发的房地产项目均位于银川市区内，写字楼项目仍面临一定的去化压力；
- 跟踪期内，公司全部债务增长，资产负债率有所抬升。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。作为宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，公司承担宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，预计未来公司在宁夏将保持很强的区域竞争优势，公司市场地位保持稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型（RTFC022202504）》

### 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2025/6/9	任志娟、于易含	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022202504)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AA+	2024/6/11	范新悦、任志娟	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022202403)》	<a href="#">阅读原文</a>

注：自 2024 年 6 月 11 日（首次评级）以来，公司主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定。

### 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
24 宁夏农垦 MTN003	2025/6/9	2.00	2024/7/29~2027/7/29	-	-

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

**宁夏农垦仍主要从事农业业务，包括种植业、奶业等，是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，实际控制人仍为自治区政府**

宁夏农垦主要从事农业业务，包括种植业、奶业等。截至2026年3月末，公司实收资本51.56亿元，宁夏国资委代表自治区政府履行出资人职责，持有公司100%股权，实际控制人为自治区政府。

跟踪期内，公司仍是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，拥有国有土地194万亩，粮食、葡萄、草畜、旅游、水产等优势产业发展位居全区前列。2025年，公司粮食产量35.07万吨，占到自治区粮食总产量的9%左右，公司奶牛存栏量15.80万头，约占宁夏地区18.50%；公司还培育了“沙湖”“西夏王”“贺兰山”等地方特色品牌，公司在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力。公司在业务定位、资本投入、政府补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

截至2026年3月末，宁夏农垦资产总额265.53亿元，所有者权益93.74亿元，资产负债率64.70%。2025年及2026年1~3月，公司实现营业总收入分别为47.53亿元和12.05亿元，利润总额分别为-5.58亿元和-1.47亿元。

## 中期票据本息兑付及募集资金使用情况

经中国银行间市场交易商协会中市协注【2023】MTN1083号文件批准，公司于2024年7月25日发行2亿元的宁夏农垦集团有限公司2024年度第三期中期票据”（以下简称“24宁夏农垦MTN003”），期限3年，票面利率2.58%，起息日为2024年7月29日，到期日为2027年7月29日，每年付息一次，到期偿还本金，所募集的资金全部用于偿还公司银行借款。截至2026年3月末，“24宁夏农垦MTN003”的募集资金已使用完毕。

截至本报告出具日，“24宁夏农垦MTN003”已按时付息。

## 宏观经济与政策环境

**受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善**

2026年一季度GDP同比增长5.0%，增速较上季度回升0.5个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长14.7%，显著高于去年四季度的3.8%。一季度工业生产同比增长6.1%，增速比上季度加快1.1个百分点。另外，一季度在基建投资快速增长带

动下，固定资产投资同比增长 1.7%，对一季度 GDP 增速加快起到了一定推动作用。最后，在国内市场竞争秩序不断优化，以及国际大宗商品及芯片价格较快上涨综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的 GDP 平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长 12.5%，比去年全年增速加快 3.1 个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

展望二季度，GDP 增速有望达到 4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能放缓。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

### **短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间**

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立 8000 亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。

## **行业及区域经济环境**

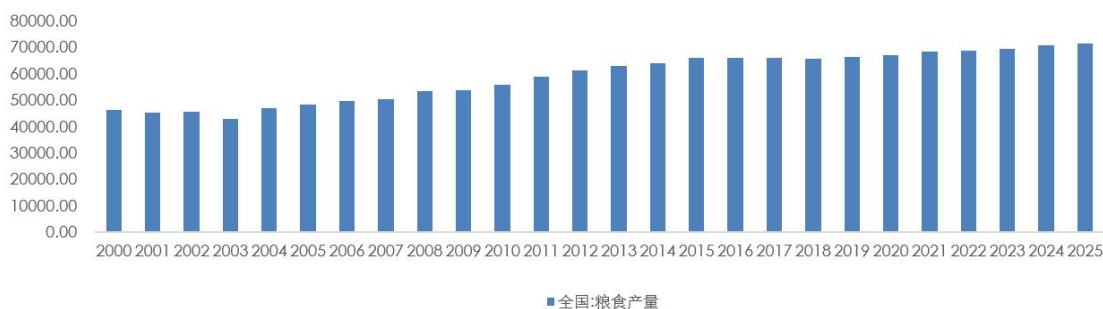
公司是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，主营农业业务，主要包含种植业、奶业等，是公司收入及毛利润的主要来源。

### **粮食种植业**

**受益于党中央、国务院对粮食生产的高度重视，近年来，我国耕地面积及粮食产量持续提升，2025 年我国粮食产量创历史新高**

近年来，随着我国耕地保护政策执行力度的不断加大，我国耕地面积逐步企稳，根据第三次全国国土调查主要数据成果，我国现有耕地面积为 19.18 亿亩，耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素。截至 2025 年底，我国已累计建成 10 亿亩高标准农田，可稳定保障 1 万亿斤以上的粮食产能。近年来我国粮食作物总产量持续增长，2025 年全国粮食总产量 71488.00 万吨，比上年增加 838 万吨，增长 1.2%。

图表 1：全国粮食产量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的 50%以上；饲料用粮是国内第二大粮食用途，对畜产品需求量增加带动其需求量和占粮食消费总量比重稳步增长。具体来看，稻谷作为我国粮食消费量最大的品种之一，近年来全国稻谷消费量均在 20000 万吨左右，主要用作口粮，约占其消费量的 86%；受饲料用粮的大幅增加以及工业用玉米需求提升影响，玉米已成为我国第二大粮食消费品种，小麦在粮食消费总量中占比呈下降趋势。预计未来，中国粮食总需求将持续增加，饲料用粮和加工用粮将成为中国粮食总需求量增长的主要增长点。

2025 年全年累计进口粮食 14056.3 万吨，同比减少 10.8%。进口金额为 4272 亿元人民币，同比减少 12.9%。从品种结构看，饲料粮是我国粮食进口的大头，其中六成以上是大豆，主要用作蛋白饲料，2025 年我国进口大豆 11183.3 万吨，同比增长 6.5%，大豆进口占粮食进口总量约为 80%。

粮食价格方面，我国粮食价格主要以政府的调控措施为基础形成，近年来我国逐步完善粮食等重要农产品价格形成机制。目前，粮食价格形成机制的改革方向是从单纯地制定最低收购价格和实行粮食的临时收储政策转向逐步实行目标价格制度。

我国党中央、国务院高度重视粮食生产，持续加大对粮食生产的支持力度。2026 年，中央一号文件《中共中央 国务院关于锚定农业农村现代化 扎实推进乡村全面振兴的意见》提出要加快补上农业农村领域突出短板，加快建设农业强国。其中，稳定发展粮油生产。粮食产量稳定在 1.4 万亿斤左右。坚持农林牧渔并举，推动构建多元化食物供给体系。强化生猪产能综合调控，巩固肉牛、奶牛产业纾困成果，促进供求平衡、健康发展。多措并举促进乳制品消费。支持发展青贮玉米、苜蓿等饲草料生产，促进草原畜牧业转型升级。加强耕地保护和提升。严守耕地红线，统筹农用地布局优化，严格耕地占补平衡管理，规范补充耕地质量验收，制定耕地保护专项规划。推进大中型灌区现代化建设与改造，强化高标准农田渠系与灌区骨干工程衔接。统筹科技创新平台基地建设，加强农业关键核心技术攻关和科技成果高效转化应用，培育壮大农业领域科技领军企业。深入实施种业振兴行动，加快选育和推广突破性品种，推进生物育种产业化。

## 生鲜乳行业

### 2025年，乳制品行业仍处于调整期，部分效率低的牧场退出，乳制品产量仍有下降

乳制品是我国居民的重要营养食品，按制作工艺可分为液态奶、固态奶和冷冻饮品。随着居民生活水平提高和健康饮食观念强化，我国乳制品的产量总体呈增长趋势。2018年，《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》指出：加快构建现代奶业产业体系、生产体系、经营体系和质量安全体系，不断提高奶业发展质量效益和竞争力。受益于政府扶持生产政策、乳品企业加大投资等因素影响，2018年~2023年，我国乳制品的产量从2687.10万吨增至3054.60万吨。2024年以来，因前期产量增加高于消费增加，乳制品行业库存压力增大，行业进入调整期，部分效率低的牧场退出，2024年乳制品产量2961.80万吨，同比下降1.90%，2025年乳制品产量2950.30万吨，同比下降1.10%，

图表 2：2008 年以来我国乳制品产量情况（单位：万吨、%）



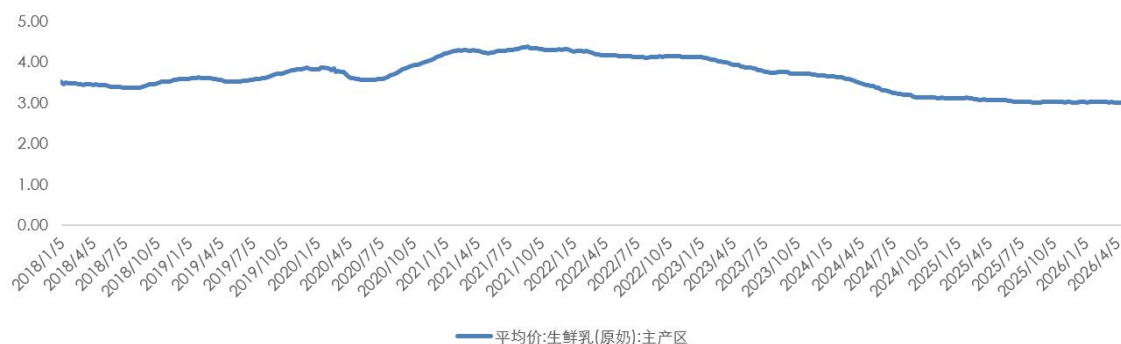
资料来源：IFinD，东方金诚整理

从下游需求来看，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。近年来受居民消费升级、国民健康意识提升、饮食结构变化等因素影响，乳制品产品需求呈上升态势，人均乳制品消费量不断提高。目前我国人均奶类占有量仍只有世界平均水平的三分之一，与发达国家相比差距较大，从长期看，未来市场增长空间较大。

### 2025年，生鲜乳价格连续4年下行，生鲜乳行业仍处于深度调整期

生鲜乳（原奶）是乳制品企业生产成本中重要的一部分，液态奶成本中生鲜乳占比40%左右，奶粉中生鲜乳成本占比则达60%。国内生鲜乳价格受养殖成本、乳牛养殖周期以及国际原奶价格变化等因素影响。2021年生鲜乳供应整体趋紧，受大豆、玉米等饲料成本推动和民众饮奶需求恢复影响，生鲜乳价格保持上涨态势，并于2021年8月达到最高点4.3元/公斤。2021年四季度以来，新建牧场及奶牛存栏量的增长对生鲜乳价格形成一定冲击，生鲜乳价格下行。2023年，生鲜乳价格仍处低位运行。2024年，生鲜乳价格继续走弱，从年初的3.66元/公斤降至年末的3.11元/公斤，部分地区出现生鲜乳价格和成本倒挂情况，生鲜乳企业面临较大经营压力。2025年以来，生鲜乳价格仍偏弱，从年初的3.12元/公斤降至年末的3.03元/公斤。

图表 3：2018 年以来生鲜乳价格走势情况（单位：元/公斤）



资料来源：IFinD，东方金诚整理

**生鲜乳生产成本以乳牛养殖的饲料成本为主，2025 年，玉米价格窄幅震荡，豆粕、苜蓿均价下降，有助于缓解生鲜乳行业成本压力**

生鲜乳生产成本主要以乳牛养殖的饲料成本为主，饲料包括精饲料和粗饲料，其中精饲料主要为燕麦草、玉米、混合料，粗饲料主要为青贮<sup>2</sup>、苜蓿等。2021 年以来，受自然灾害、全球供需关系及政策调整等因素影响，玉米价格上涨明显。2022 年上半年生猪养殖端对饲料的需求较为低迷，二季度玉米行情震荡下行为主，但下半年随着养殖端压栏情绪高涨，生猪存栏增加，饲料需求陡增，叠加进口玉米规模下降，全年玉米价格仍然在高位运行。2023 年 9 月份以来，在玉米增产丰收、替代谷物充足、进口不减以及需求偏弱的情况下，玉米价格出现了震荡下跌的走势。因供需宽松，2024 年，玉米（黄玉米二等）价格从年初 2403.60 元/吨降至年末的 2009.20 元/吨。2025 年，玉米（黄玉米二等）价格呈 N 字形窄幅震荡，全年均价下降约 1.16%。此外，2025 年，豆粕均价同比下降约 6.6%、进口苜蓿干草价格同比下降约 4.2%，一定程度缓解了生鲜乳行业成本压力。

图表 4：2018 年以来玉米价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：IFinD，东方金诚整理

### 区域经济环境

**宁夏系唯一一个全境位于黄河流域的省份，随着黄河流域生态保护和高质量发展等国家战**

<sup>2</sup> 青贮是把包括玉米穗在内的玉米植株全部收割下来经过切碎、加工后用发酵的方法制作成青贮饲料的玉米。

## 略实施，推动自治区现代农业发展的政策支持力度持续加强

宁夏处于丝绸之路经济带通道枢纽，是西部陆海新通道建设的重要节点，是支撑西部大开发、黄河流域生态保护和高质量发展等国家战略实施的重要地区。

2022年，国家发改委印发《支持宁夏建设黄河流域生态保护和高质量发展先行区实施方案》，指出：作为唯一一个全境位于黄河流域的省份，支持宁夏建设国家农业绿色发展先行区，积极推广优质粮食种植，以奶牛、肉牛、滩羊为重点大力推进标准化规模养殖和优质饲草良种扩繁，建设优质奶源和饲草料基地，做强做优特色农产品优势区。

2022年，宁夏出台《宁夏支持“六特”产业高质量发展有关财政政策措施》，指出：加快建设黄河流域生态保护和高质量发展先行区，深入实施特色农业提质计划，加快推进葡萄酒、枸杞、牛奶、肉牛、滩羊、冷凉蔬菜“六特”产业高质量发展，重点引导支持良种繁育、基地建设、精深加工提升、品牌建设、绿色发展、产业融合等方面提档升级。

根据宁夏农业农村厅《加强“三大体系”建设推进牛奶产业高质量发展实施方案（2023—2027年）》，宁夏将按照“1362”的工作思路，聚焦“高端奶之乡”建设这“1”目标，打造优质生鲜乳生产基地、乳制品多元化发展高地、产业融合发展旺地“3”大基地，加快实施优质饲草料供给能力提升行动、奶牛种业提升行动、数字化标准化赋能行动、龙头企业培育壮大行动、品牌培育提升行动、乳制品多元化营销行动“6”大行动，健全完善产学研用科技服务一体化机制、融合发展的利益保障机制“2”个机制，对标国际一流水平，夯实一产、壮大二产、做优三产，推动牛奶产业高质量发展。

2025年，宁夏出台《关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的实施意见》，指出：实施粮食安全保障提升行动，全面落实粮食安全党政同责，坚持稳面积、增单产，确保粮食播种面积稳定在1035万亩以上，完成国家下达目标任务；加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，稳定肉蛋奶、果菜渔基础生产能力；全面推进耕地“占补平衡”，严格耕地总量管控和“以补定占”，完善补充耕地质量评价和验收标准，确保耕地总量动态平衡、质量稳步提升等。

## 业务运营

### 经营概况

**跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来自农业，营业收入有所增加，受益于奶业盈利能力恢复，毛利润和毛利率回升**

公司业务涉及领域较多，业务收入主要来自农业业务、建筑及房地产业务、商品销售业务、服务业及其他业务。其中，农业业务是公司收入及毛利润的主要来源，公司农业业务主要包含种植业、奶业、猪业等。2025年，公司营业收入有所增加，主要系牛羊肉销量增加带动商品销售业务规模扩大所致；公司毛利润、毛利率回升，均主要系奶业盈利能力恢复所致。

2026年1~3月，公司营业收入为12.05亿元，同比增加21.42%；公司毛利润1.64亿元，同比增加152.28%；综合毛利率为13.61%，较上年同期6.53%有所提升。

图表 5：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2023年		2024年		2025年		2026年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
农业	28.83	65.50	27.53	68.72	27.61	58.09	8.54	70.87
其中：种植业	4.13	14.33	5.37	19.51	5.27	19.08	1.52	17.80
其中：奶业	24.35	84.46	21.95	79.73	22.06	79.87	6.90	80.80
其中：猪业	0.35	1.21	0.21	0.76	0.29	1.05	0.12	1.41
建筑及地产	4.58	10.40	1.26	3.14	2.69	5.66	0.81	6.72
商品销售	4.24	9.62	5.45	13.60	10.88	22.89	2.40	19.92
服务业及其他	6.36	14.48	5.82	14.54	6.35	13.35	0.30	2.49
<b>合计</b>	<b>44.01</b>	<b>100.00</b>	<b>40.05</b>	<b>100.00</b>	<b>47.53</b>	<b>100.00</b>	<b>12.05</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
农业	6.56	22.75	1.06	3.86	4.51	16.34	1.38	16.16
其中：种植业	4.43	105.08	4.45	82.87	3.10	58.82	1.17	76.97
其中：奶业	2.17	8.91	-3.37	-15.35	1.41	6.39	0.21	3.04
其中：猪业	-0.04	-11.43	-0.02	-9.52	0.01	3.45	-	-
建筑及地产	1.26	27.45	0.06	4.46	0.37	13.75	0.13	16.05
商品销售	0.06	1.49	0.10	1.80	-0.58	-5.32	0.20	8.33
服务业及其他	3.20	50.31	1.85	31.77	2.11	33.23	-0.07	-23.33
<b>合计</b>	<b>11.08</b>	<b>25.18</b>	<b>3.07</b>	<b>7.66</b>	<b>6.41</b>	<b>13.49</b>	<b>1.64</b>	<b>13.61</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 农业业务

跟踪期内，公司仍是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力，受奶业盈利回升影响，2025年农业业务毛利率提升

宁夏农垦始建于1950年，是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，公司形成了产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。截至2025年末，公司拥有土地194万亩，其中耕地78万亩。

公司粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业等优势产业发展位居全区前列，2025年粮食产量约占宁夏自治区粮食总产量的9%左右，2025年末奶牛存栏量约占宁夏地区18.50%。公司形成酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群，打造了“沙湖”“西夏王”“贺兰山”等地方特色品牌，其中西夏王品牌入围“亚洲品牌500强”“中国品牌100强”，西夏王葡萄酒业公司被认定为“外交使节酒生产基地”，是国家外事机构专用葡萄酒品牌；沙湖大米、南梁富硒枸杞、双丰供港蔬菜等一批名优产品，多次获得国际国内大奖。

公司近年来培育了1个国家5A级沙湖旅游景区和2个国家级、7个自治区级农业产业化龙头企业，建设了沙湖水镇、贺兰山农牧场等农场场镇，形成了酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群。公司建立了农业机械标准化粮食生产示范基地40万亩、葡萄示范基地10万亩、牧草示范基地5万亩（带动20万亩），农机跨区作业每年达到50万亩以上，助推了产业

结构调整、促进了产业优化升级。

公司在规模经营和技术使用方面优势明显，农业机械化率达到95%以上。公司拥有专业研究所5个，科技人才队伍储备充足。公司在葡萄种植、葡萄酒酿造方面拥有丰富的行业经验；在奶牛养殖方面，公司示范推广DHI技术、TMR技术、胚胎移植、性控繁殖、信息化等多项国内外先进技术，在提高生产效率的同时，保证了原奶的食品安全。公司在农产品及粮食加工过程中全部采用国内先进技术和关键设备，通过招标统一进行建设、设备安装等。

公司农业收入有所波动，2023年农业收入增长主要受益于奶业业务的奶牛数量增长、生鲜乳产量增加，以及种植业持续调整种植结构、提高土地产出效益等；2024年，受奶业景气较弱影响，农业收入有所下降，农业业务毛利率明显下滑。2025年，生鲜乳价格仍有下降，主要养殖饲料采购均价有所下降，公司奶业盈利有所回升，农业业务毛利率提升。

### （一）种植业

**2025年，公司新建改造高标准农田并持续推进土地整合及种植结构调整，主要作物种植面积及产量均有所提升**

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁夏农垦前进农场有限公司等企业。公司作物种植种类主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等等。

公司新建改造高标准农田并持续推进土地整合，在确保粮食总产量基本稳定的前提下，尽可能增加饲草料和其它经济作物种植结构，推进种植结构和产品结构的调整，优化作物布局，提高土地产出效益。2025年，公司主要作物种植面积及产量均有所提升。截至2025年末，公司主要作物种植总面积55025公顷。

**图表 6：公司主要作物种植面积、产量情况（单位：公顷、吨）**

作物	项目	2023年	2024年	2025年
粮食作物	种植面积	26260	28141	27760
	产量	339957	373798	350686
蔬菜	种植面积	1861	2514	3202
	产量	78311	116048	120263
瓜果	种植面积	564	265	579
	产量	32091	18702	41764
牧草	种植面积	4068	19484	20736
	产量	78902	899194	1008282
葡萄	种植面积	3419	3255	2685
	产量	37702	34727	24236.3
枸杞	种植面积	202	69	63
	产量	390	309	281
合计	种植面积	36374	53728	55025
	产量	567353	1442779	1545512

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司采用大规模的机械化农业生产方式，截至 2025 年末，公司农用机械总动力达 352550 千瓦，包括耕整地及种植机械、农用排灌机械、植保机械、收获机械、脱离烘干机械等，农业机械化作业率达到 98%以上。

2025 全年，公司粮食产量 35.07 万吨，占到自治区粮食总产量的 9%左右。同时，公司积极推动、推广良种繁育、绿色高效种植、农业综合服务、原粮收购、产品加工等，形成了合理、健康、完美的农业产业链。

农产品销售方面，根据生产经营模式一般分为统一销售和承包户自主销售两种方式，以统一销售为主，下游客户定期向公司收购农作物，结算方式为现款现货，因此在农作物销售上应收账款较少。销售客户主要为宁夏区内以及少数区外的粮食经销商、大米加工类企业、农业合作社等，公司客户数量较多，主要包括湖北康农种业股份有限公司、宁吴忠市富农奶牛养殖专业合作社、宁夏昊恺农牧发展有限公司等。

近年来，公司持续推进种植结构调整，提高土地产出效益，种植业收入有所增加。2023~2025 年，种植业的营业收入分别为 4.13 亿元、5.37 亿元和 5.27 亿元；毛利润分别为 4.43 亿元、4.45 亿元和 3.10 亿元；毛利率分别为 105.08%、82.87%和 58.82%，2023 年毛利率较高主要系当年高毛利的土地指标交易收入<sup>3</sup>贡献所致。

## （二）奶业

公司奶牛场均位于黄金奶源带的宁夏，拥有完整的奶业产业链，2025 年末，公司奶牛存栏量约占宁夏地区 18.50%，在宁夏地区有很强的竞争优势；2025 年，公司生鲜乳产量及收入有所增加

公司奶业的经营主体是下属子公司宁夏农垦乳业股份有限公司（以下简称“宁夏乳业”），宁夏乳业是宁夏回族自治区农业产业化重点龙头企业，其前身是成立于 1960 年的平吉堡奶牛场，被誉为“宁夏奶牛的摇篮”，是宁夏重要的良种奶牛繁育示范基地和优质奶源基地。

公司奶业板块主要从事鲜奶的生产与销售，拥有“奶牛的引进与繁育”-“鲜奶生产与加工”-“鲜奶销售”完整的奶业产业链。公司在良种繁育、奶牛防疫、智慧牧场建设等方面构建了较完善的规模化养殖体系。良种繁育方面，公司与北京首农奶牛中心、中国农业大学联合选育的宁京一号奶牛种公牛遗传水平达到国内一流，被农业农村部评定为特级种公牛。奶牛防疫方面，公司实施严谨养殖场动物防疫措施，包括日常消毒防疫管理、动物免疫管理及动物无害化处理制度，建立高标准疾病检测实验室，制定牧场消毒防疫、疾病快速诊断、疫苗接种免疫、抗体水平监测等标准化流程。

公司奶牛场全部位于国际公认的“黄金奶源带”宁夏地区，宁夏平均海拔 1100 米，年均日照 3000 小时以上，年均降水量 300 毫米左右，年均气温 8.5℃，日照充足、气候干爽、空气纯净，冬少严寒、夏少酷暑，奶牛受冷、热应激影响较少，是最适宜发展高端牛奶产业的地区之一。截至 2025 年末，公司有 17 座国有牧场（其中 8 座万头奶牛场），分布于宁夏的银川、吴忠、中卫、石嘴山等地区，公司拥有国家级奶牛核心育种场 2 个，拥有宁夏自治区优质高产奶

<sup>3</sup> 公司通过土地整治新增耕地，用于补充被占用的耕地指标，交易收益来自政府或企业购买。政策明确“谁投入、谁受益”原则，允许返还指标交易收益。公司未提供土地指标交易收入明细数据。

牛选育核心育种场 6 个。

公司采取自繁自育加进口引进并举的策略，持续扩建奶牛场并优化牛群结构，泌乳牛占比逐年提升，单头乳牛年均产奶量逐年提高。受淘汰牛影响，2024 年末，公司奶牛存栏量有所下降。2025 年末，公司奶牛存栏量 15.80 万头，约占宁夏全区的 18.50%。2025 年，受益于乳牛存栏量及乳牛单产提高，公司生鲜乳产量增至 89.47 万吨，生鲜乳销售均价由上年 2.90 元/公斤降至 2.84 元/公斤，2025 年奶业收入为 22.06 亿元，较上年小幅增长。

图表 7：近年公司奶牛存栏量及产奶情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
奶牛存栏量（万头）	15.63	15.26	15.80	15.98
其中：泌乳牛存栏量（万头）	6.88	6.82	7.32	7.46
泌乳牛所占比重（%）	44.02	44.69	46.31	46.69
单头乳牛年均产奶量（吨）	11.00	11.20	11.70	11.70
生鲜乳产量（万吨）	65.03	75.60	89.47	24.90
生鲜乳销量（万吨）	60.00	71.43	86.33	23.95

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司生鲜乳客户主要系伊利和蒙牛，生鲜乳生产成本主要是玉米、青贮等乳牛养殖饲料成本；2025 年，受益于降本提效以及主要养殖饲料玉米、青贮、苜蓿采购均价下降，公司奶业毛利率提升、盈利能力恢复

公司生鲜乳销售模式为订单销售，销售主要面向伊利、蒙牛两大下游客户。2020 年初，伊利与公司签订奶源发展战略合作协议（10 年期），预计 2020 年至 2029 年公司供应伊利 268 万吨生鲜乳，价格不得低于伊利收购宁夏同等养殖规模企业平均价格，伊利按月支付款项。2022 年，公司与蒙牛签订年度生鲜乳购销合同，公司部分奶场生鲜乳全部销售给蒙牛。

公司生鲜乳生产成本主要以奶牛养殖的饲料成本为主，饲料包括精饲料和粗饲料，其中精饲料主要为燕麦草、玉米、混合料，粗饲料主要为青贮、苜蓿，上述饲料采购金额占全部饲料采购金额比重超过 80%。

公司奶业的饲料采购主要采用集中批量采购方式，精饲料主要对外采购。青贮苜蓿等粗饲料主要由垦区自给，自给量占比约为 50%左右。鉴于公司下属垦区农业机械化率保持较高水平，青贮品质较好，对青贮市场价格有一定影响力，内部采购价格会考虑公司盈利进行适当倾斜调整。此外，公司自身拥有饲料加工厂，生产奶牛浓缩料、奶牛精补料、犊牛颗粒料、压片玉米等饲料，部分混合料也可以自给。

2024 年，主要由于生鲜乳价格下行，公司奶业经营亏损；2025 年，生鲜乳价格仍有下降，公司加大降本提效，通过调整饲养配方等方式提高奶牛单产，以及主要养殖饲料玉米、青贮、苜蓿采购均价下降，公司奶业毛利率升至 6.39%，盈利能力恢复。

图表 8：公司饲料原料采购情况（单位：吨、万元）

业务类别	2023 年		2024 年		2025 年	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
甜菜颗粒	15856	4416	16501	2903	23240	5038
燕麦草	38336	9450	20521	4713	10266	1931
玉米	119381	35056	47125	12299	218922	47137
压片玉米	31654	10129	82345	21622	161679	38867
混合料	-	-	384094	104829	18297	9921
啤酒糟	105043	6629	9272	5267	106639	5220
棉籽	22604	9180	12583	3879	23973	7233
<b>精饲料小计</b>	<b>332874</b>	<b>74860</b>	<b>551920</b>	<b>150799</b>	<b>563015</b>	<b>115348</b>
青贮	920961	69659	688122	43950	1054859	65241
苜蓿	48388	16029	38158	9419	93265	17803
稻草	28849	3200	7938	888	-	-
苜蓿青贮	20035	2959	16699	1905	14996	1444
<b>粗饲料小计</b>	<b>1018233</b>	<b>91847</b>	<b>771438</b>	<b>60875</b>	<b>1163121</b>	<b>84487</b>
<b>饲料总计</b>	<b>1351107</b>	<b>166707</b>	<b>1323358</b>	<b>211674</b>	<b>1726136</b>	<b>199834</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### （三）猪业

#### 2025 年，猪价仍处于筑底期，公司猪产业盈利能力仍较弱

公司猪产业主要由下属子公司宁夏农垦灵农生猪产业有限公司（以下简称“灵农生猪”）负责运营，灵农生猪是集良种繁育、规模养殖、饲料生产、技术服务、屠宰加工、市场销售一身的生猪产业化企业。灵农生猪拥有 20 万头生猪屠宰加工线 1 条，打造出“灵农”牌猪肉及猪蹄、猪血等深加工商品。经营模式上，猪产业主要通过经营连锁超市、专卖店进行销售，公司已在全区范围开设了 20 家“灵农”鲜猪肉连锁店和超市专柜。

2025 年公司猪出栏量 21280 头，猪肉产量 907.06 吨，猪肉产量占到宁夏全区 1% 的市场份额。

图表 9：近年公司猪产业养殖经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
年末猪存栏（头）	6987	4293	9728	3798
其中：能繁母猪（头）	1294	1436	2122	694
当年猪出栏（头）	35176	7749	21280	1872
猪肉产量（吨）	914	586.71	907.06	297.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

猪肉养殖成本以猪饲料为主，饲料来源主要是公司下属单位饲料厂采购玉米、豆粕等主要原料后加工生产的全价猪饲料，其中，大宗原料的采购采取招标的方式，个别原料的采购采取

询价议价的方式。公司猪业收入规模较低且受猪周期影响较大，2025年，猪价仍处于筑底期，公司加大屠宰及鲜肉购销业务以对冲养殖风险，猪业毛利率为3.45%、处于较低水平。

图表 10：近三年猪产业销售收入及成本明细（单位：万元）

产品	项目	2023年	2024年	2025年
鲜肉	收入	2210	1854.92	1907.07
	成本	2848	1884.48	1697.45
仔猪	收入	1271	250.03	1028.8
	成本	2470	405.55	1091.4
合计	收入	3481	2104.95	2935.87
	成本	5318	2290.03	2788.85

### 建筑及房地产业务

公司开发的房地产项目均位于银川市区内，跟踪期内，公司写字楼项目去化仍较慢，由于业务板块调整，建筑及房地产业务收入规模有所增加

公司建筑及房地产业务收入主要来源于公司下属子公司宁夏西夏苑房地产开发有限公司（以下简称“西夏苑地产”）和宁夏农垦建设有限公司（以下简称“农垦建设”）。西夏苑地产负责房地产的项目投标、设计、相关手续的报批以及最终楼盘的销售，具有房地产项目开发二级资质；农垦建设负责建筑施工业务，主要采用施工总承包模式进行，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工等实行全过程承包，拥有建筑工程施工总承包二级资质。2025年，公司建筑及房地产业务收入规模有所增加，主要系公司将宁夏农垦勘测设计院（有限公司）由服务业板块调整至建筑及房地产板块所致。

地产业务方面，公司所开发房地产项目全部位于银川市区内，项目主要为住宅及写字楼。房地产项目主要通过参与公开市场的招投标方式获得，西夏苑地产负责房地产的项目投标、设计、相关手续的报批以及最终楼盘的销售；农垦建设负责具体的建筑施工环节。

施工业务方面，农垦建设除承接西夏苑房地产项目进行开发建设，近年来不断扩大业务领域范围，逐步承接奶场及牛羊养殖场等工程扩建或改建项目，包括红崖子第二奶牛场建设项目、白土岗第二奶牛场工程、红崖子奶牛场沼气热电联产项目等。农垦建设的建筑施工业务模式主要采用施工总承包模式进行，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工等实行全过程承包。

截至2025年末，公司地产板块可售建筑面积90.22万平方米，其中已售面积为70.57万平方米，未来可售面积19.65万平方米，主要集中在写字楼金地花园大厦项目、金樾府住宅项目，销售均价分别为9028元/平方米和7799元/平方米，2021年以来公司通过出租等方式对金地花园大厦进行消化，考虑到银川市写字楼市场总体供大于求，销售进度较为缓慢，仍面临一定的去化压力。

图表 11：2025 年末公司房地产销售情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	可售面积	已售面积	销售进度	销售均价
金阳花园 B 区	17.66	16.76	95	3622
金地花园 AD 区	19.26	17.02	88	5010
金地花园 B 区	12.67	11.18	88	7810
金地花园 C 区	5.46	4.84	89	5596
金地大厦	7.08	1.14	16	9028
金樾府	7.4	2.4	32	7799
兴夏苑北区	2.67	1.46	54	3877
富雅名居	17.46	15.77	90	3188
巴浪湖小镇	0.56	-	-	-
合计	90.22	70.57	78	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 商品销售业务

公司商品销售主要包括葡萄酒、牛羊以及部分乳制品的销售，2025 年，公司积极推进乳肉一体化发展，牛羊肉产销量显著增加，带动商品销售业务收入规模扩大

公司商品销售主要包括葡萄酒销售业务、牛羊业务以及部分乳制品的销售等。公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏西夏王葡萄酒业有限公司（以下简称“西夏王酒业”）和宁夏恒生西夏王酒业有限公司（以下简称“恒生西夏王酒业”）经营，恒生西夏王酒业负责葡萄酒日常生产，西夏王酒业承担葡萄酒销售、对外品牌宣传维护等。

公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色产品。公司拥有葡萄酒加工储存能力为 4.5 万吨，成品酒年产能 1.0 万吨。西夏王酒业葡萄酒销售主要包括经销商代理和公司直销两种模式，以经销商代理为主，销售渠道主要有传统渠道（酒店、餐厅、名酒店等）、现代渠道（大型连锁超市等）以及线上渠道等，以传统渠道为主，销售市场辐射宁夏、福建、浙江、江苏、河南、湖南、山东、重庆、陕西等地。公司生产的成品葡萄酒以中低档酒为主，主要针对大众消费群体，原酒主要销往其他葡萄酒生产企业。2025 年，公司葡萄酒销售收入 0.52 亿元，较上年 0.33 亿元有所增加。

公司牛羊业务主要由子公司宁夏农垦滩羊产业有限公司（以下简称“农垦滩羊”）及宁夏农垦肉牛食品有限公司（以下简称“农垦肉牛”）负责运营，公司的牛羊业务主要为活体牛羊育肥及肉产品加工销售。2025 年，公司积极实施乳肉一体化发展，“乳肉联动”高效承接奶业上游低产母牛、犊牛，推进贺兰山牛羊养殖循环产业示范园项目建设，公司肉牛、肉羊存栏量及肉牛羊产量显著增加。截至 2025 年末，公司牛、羊存栏量分别为 44098 头、38091 只，当年牛出栏 61066 头、羊出栏 63684 只，肉类总产量 9156.63 吨，其中牛肉产量 8133.6 吨，羊肉产量 1023.04 吨。2025 年，公司牛羊肉销售金额 3.5 亿元，较上年 0.92 亿元大幅增长，原因系公司加大对辖区内外市场，增加山东、四川、广东、浙江等地客商，牛羊肉销售量增加及

产品销售单价提高所致。

此外，公司将部分鲜奶及乳制品销售收入划分为商品销售业务，主要为公司将自身及委外加工的纯牛奶、酸奶等乳制品交由宁夏当地的小型商超进行销售，商超在实现销售后再与公司结算，赚取差价。

### 服务业务及其他

公司服务业务及其他包括沙湖旅游景区、设计监理、灌溉供水、物业管理、供暖、环卫费、社区经费等板块，沙湖旅游景区系国家 5A 级景区，跟踪期内，该业务对公司收入仍起到补充作用

公司其他服务业包括沙湖旅游景区、设计监理、灌溉供水、物业管理、供暖、环卫费、社区经费等板块，主要由其他下属子公司及其他主营业务在经营过程中所产生的附加服务收入，板块种类较多。沙湖旅游景区的旅游收入对公司服务业务贡献较大。沙湖旅游景区总面积为 80.10 平方公里，其中水域面积 45 平方公里，沙漠面积 22.52 平方公里，为国家 5A 级景区，主要景点有国际沙雕园、沙湖鸟岛、毛主席像章馆等。沙湖旅游景区距石嘴山市区 26 公里，距银川 56 公里，交通较为便利。公司是沙湖景区的唯一运营主体。

沙湖景区土地归公司所有，根据土地证号为平国用（2010）第 274 号文件，评估价值为 83048.36 万元。2013 年 12 月，公司与其子公司宁夏沙湖旅游股份有限公司签订了《土地租赁协议》，租赁使用期限为 30 年，自 2014 年 1 月 1 日至 2044 年 12 月 31 日。按照协议约定，2014 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，租金为每年 247 万元，2019 年 12 月 31 日以后，每 5 个年度双方商定一次租赁价格，每一年度租赁价格变动幅度不得大于上一期每一年度租金标准的 15%。

公司沙湖旅游景区的收入主要包括两方面：景区门票收入和船票收入全额归公司所有；景区内旅游收费项目部分由公司自营，部分由其他企业或个人经营，公司可取得一定分成收入。近年来公司增加组合套票产品，增加快艇线路等导致综合人均消费略有提升，同时景区开展研学游、夜游等多元化经营业态增加旅游收入。2023 年~2025 年，沙湖旅游景区接待游客分别为 161.64 万人次、127.5 万人次和 113.95 万人次；旅游收入分别为 1.58 亿元、1.64 亿元和 1.77 亿元。

### 重大事项

2025 年 7 月，公司吸收合并宁夏粮食集团有限公司，重组后，公司将新增宁夏回族自治区储备粮经营管理业务，预计在保障自治区粮食安全和重要农产品稳定供给方面将发挥更大作用

2025 年 7 月 27 日，经宁夏回族自治区党委和人民政府批准，根据《自治区党委办公厅 人民政府办公厅关于印发〈自治区属部分国有企业重组整合总体方案〉的通知》，为深入贯彻党的二十届三中全会精神，贯彻落实习近平总书记考察宁夏重要讲话精神，全面落实党中央、国务院决策部署，进一步深化国资国企改革，宁夏农垦集团有限公司吸收合并宁夏粮食集团有限公司（以下简称“宁夏粮食集团”）。

宁夏粮食集团是由宁夏储备粮管理有限公司、宁夏粮油批发交易市场有限公司、宁夏粮食科技研究所有限公司于2023年重组整合组建而成的，主要承担自治区储备粮的经营管理，执行中央及自治区粮食宏观调控政策和推进粮食产业化发展职责，负责自治区储备粮的收购、存储、调运、轮换，对储备粮的总量、质量和储存安全负总责。

截至2024年末，宁夏粮食集团资产总额21.76亿元，所有权权益4.06亿元，2024年度实现营业收入5.60亿元，利润总额-0.18亿。截至2026年3月末，上述重组涉及的人员调整已经完成，工商信息尚未完成变更，宁夏粮食集团尚未纳入公司合并范围。

## 公司治理与发展战略

### 跟踪期内，公司仍实行董事会领导下的总经理负责制，有较为健全的内部管理制度

宁夏农垦为国有独资公司，宁夏国资委是公司的唯一股东，代表宁夏回族自治区政府履行出资人职责，享有国有资产所有权。

公司设有董事会，设董事长1人，职工董事1人。董事由自治区国资委委派，其中职工董事由公司职工民主选举产生。董事任期为3年，任期届满，根据有关规定可以连任。2025年8月，公司发布《宁夏农垦集团有限公司关于董事、监事及总经理发生变动的公告》，称根据中共宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会任免通知“宁国资任〔2025〕2号”等相关文件，公司原董事会成员7人，现董事会成员9人，变动7人，公司取消设置职工监事。公司委派董事人数超过《公司章程》规定的人数，公司针对不再设监事以及修改董事人数等事项进行了《公司章程》的修订，2026年3月4日，修订后的《公司章程》已获得宁夏国资委批复。目前公司高级管理人员12人，其中总经理1人，财务总监1人。经理层成员对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理。

公司本部职能部门包括：综合办公室、党群工作部、战略投资部、资产管理部、计划财务部、审计（法务）部、安监环保部、农业发展部、企业管理部、市场运营部、纪委（监察专员）办公室。公司建立健全了法人治理结构，明确规定了各个高管成员的职责权限，在集团内部建立了明晰的授权机制，建立了内部核算和审计制度，形成了有效的内部控制环境。

### 跟踪期内，公司在环境、社会与治理方面方面责任履行良好，发展战略无重大变化

环境方面，公司近年来还持续开展盐碱地改良种草试验，采取苜蓿品种对比试验、标准化推广种植，公司还采用循环土地肥粪还田、新建氧化塘、配套污水处理系统和有机肥生产系统等措施，实现环保要求，争取零排放全覆盖。绿色发展方面，公司坚持绿色低碳发展导向，深入推进高效节水农业建设，建成滴灌水肥一体化灌溉面积42万亩。积极培育绿色、有机、地理标志农产品，拥有“两品一标”认证产品23个。统筹推进湿地保护、生态防护林建设与水土保持，不断改善区域生态环境，筑牢黄河流域生态安全屏障，推动农业生产与生态保护协同增效、可持续发展。社会责任方面，公司积极履行国企社会责任，将龙头企业与产地扶贫紧密结合，与帮扶对象结对，开展托管经营，助力脱贫攻坚。治理方面，公司无重大违法违规案件。

发展战略方面，公司未来将以农为本，持续发展特色现代农业，以种植业为基础，进行产业链延伸，实现从种植环节向下游品牌销售环节的拓展，提升产业经营水平和盈利能力，发展

战略无重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2025 年的合并财务报表和 2026 年 1~3 月的合并财务报表。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2026 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2025 年末，公司合并报表范围内子公司有 100 家。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产总额有所增加，无形资产、固定资产及生产性生物资产等非流动资产占比仍较高，资产流动性仍较弱**

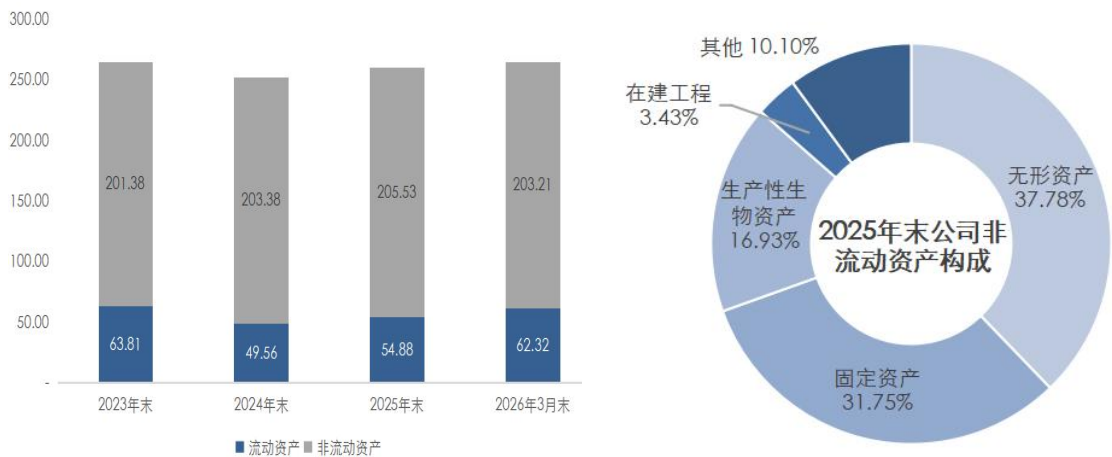
2025 年末公司资产总额为 260.41 亿元，同比增加 2.95%，其中非流动资产占比为 78.92%，较上年末 80.41%有所下降，公司资产结构仍以无形资产、固定资产及生产性生物资产等非流动资产为主。

2025 年末，公司流动资产规模有所扩大，主要系存货、货币资金和应收账款增加所致。公司存货主要为开发的待销售商业住房，其余存货主要包括葡萄酒、活体牛羊、农机具及有机肥料等商品类库存。2025 年末，公司存货金额有所增加，主要系活体牛羊等消耗性生物资产增加所致；因收到发债资金等原因，公司货币资金增至 7.16 亿元；公司应收账款账面余额 10.21 亿元，计提坏账准备 1.59 亿元，应收账款账面价值 8.62 亿元；公司其他应收款主要为单位往来款、土地租赁承包费、保证金等，2025 年末降至 3.39 亿元。

2025 年末，公司非流动资产小幅增加，公司非流动资产仍主要由无形资产、固定资产和生产性生物资产等构成。公司无形资产主要为土地使用权，2025 年末公司无形资产金额变化不大。2009 年，根据《自治区人民政府关于农垦集团有限公司土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】218 号）和《自治区人民政府关于农垦土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】222 号），宁夏回族自治区人民政府同意将 229 宗、合计 80072.20 公顷、评估总价值约 79 亿元的国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司，上述地块主要为林地、耕地、园地、坑塘水面等等。公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备和运输设备等，2025 年末固定资产变化不大。公司生产性生物资产主要系泌乳奶牛，2025 年末生产性生物资产 34.80 亿元，较上年末增加 2.23%，主要系牛羊肉食品公司扩产所致。

2026 年 3 月末，公司资产总额较上年末小幅增长，主要系公司货币资金增长所致。

图表 12：公司资产构成及 2025 年末公司非流动资产科目情况（单位：亿元）



项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
存货	34.18	31.70	32.75	34.51
货币资金	14.96	4.61	7.16	14.75
其他应收款	6.90	4.25	3.39	2.68
应收账款	5.22	6.27	8.62	8.08
<b>流动资产合计</b>	<b>63.81</b>	<b>49.56</b>	<b>54.88</b>	<b>62.32</b>
无形资产	77.26	77.23	77.66	77.66
固定资产	59.63	64.03	65.26	64.91
生产性生物资产	32.84	34.04	34.80	34.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>201.38</b>	<b>203.38</b>	<b>205.53</b>	<b>203.21</b>
<b>资产总额</b>	<b>265.19</b>	<b>252.94</b>	<b>260.41</b>	<b>265.53</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

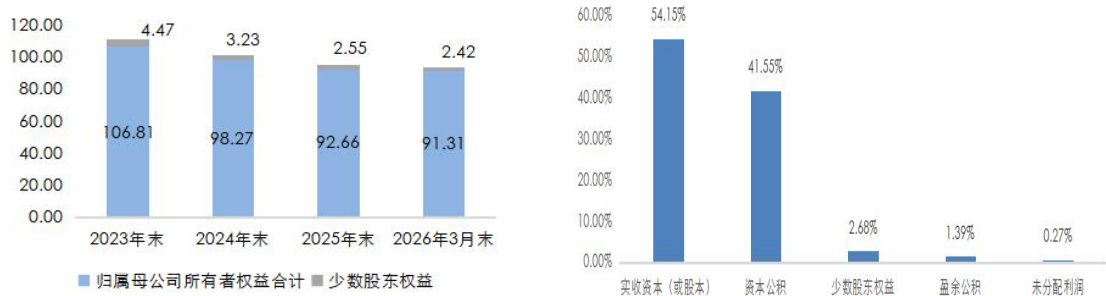
从资产受限情况来看，截至 2025 年末，公司受限资产账面价值为 1.67 亿元（不含已质押的沙湖景区收费权），受限资产占净资产的比例为 1.76%。

### 资本结构

#### 跟踪期内，因公司经营亏损，公司所有者权益规模下降

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2025 年末，公司实收资本较上年末无变化，资本公积较上年末变化较小，公司未分配利润降至 0.26 亿元，主要系当年经营亏损所致。2026 年 3 月末，公司实收资本和资本公积较上年末维持不变，未分配利润降至-1.09 亿元。

图 13：近年公司所有者权益结构及 2025 年末所有者权益主要科目占比（单位：亿元）

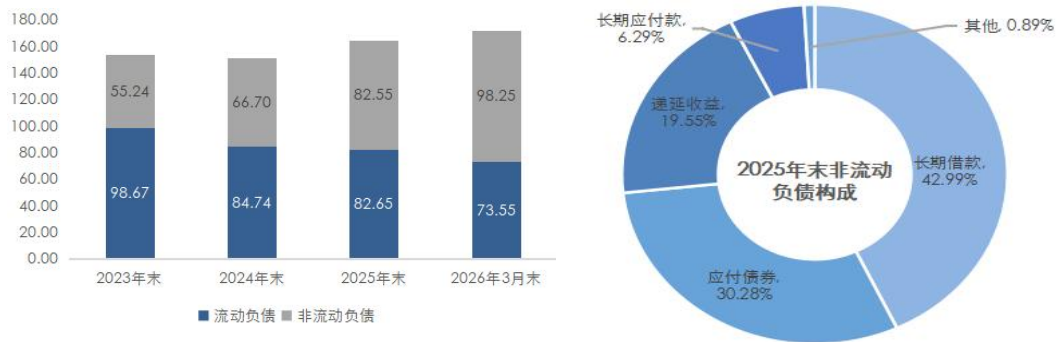


资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司全部债务增长，长期债务规模及占比提升，资产负债率有所抬升

2025 年末，公司负债总额较上年末有所增长，流动负债占比 50.03%、有所下降。公司流动负债主要由短期借款、应付短期债券、应付账款和其他应付款等构成。2025 年末，公司短期借款 39.37 亿元，较上年末有所下降，其中保证借款 31.41 亿元，信用借款 7.15 亿元；公司应付短期债券为超短期融资券债券，2025 年末降至 8.10 亿元；公司应付账款主要包括应付工程款、应付原材料货款等。2026 年 3 月末，公司流动负债规模下降，主要系应付短期债券到期兑付所致。

图 14：公司近年负债结构及 2025 年末公司非流动负债构成情况（单位：亿元）



项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
短期借款	41.05	42.79	39.37	40.72
应付短期债券	20.23	10.11	8.10	-
应付账款	14.05	12.93	11.74	11.27
其他应付款	12.52	8.98	8.36	9.01
<b>流动负债合计</b>	<b>98.67</b>	<b>84.74</b>	<b>82.65</b>	<b>73.55</b>
长期借款	30.18	31.94	35.49	42.42
递延收益	14.49	15.40	16.14	16.97
应付债券	5.00	15.00	25.00	30.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>55.24</b>	<b>66.70</b>	<b>82.55</b>	<b>98.25</b>

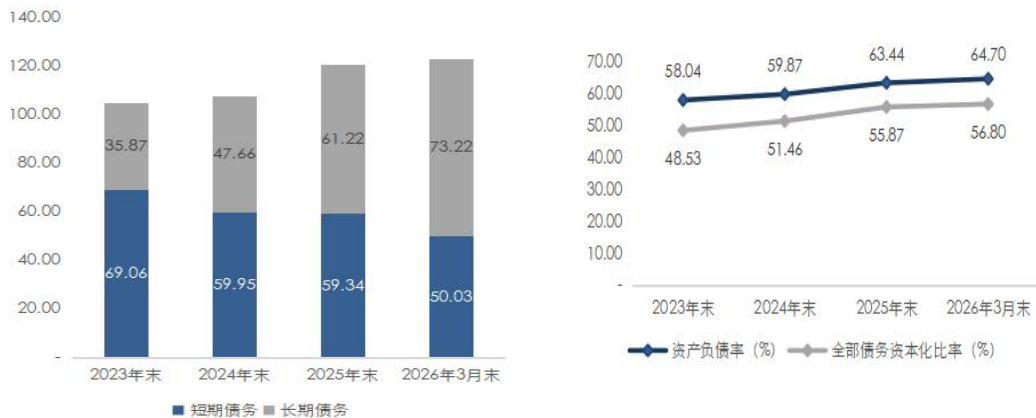
负债总额	153.91	151.44	165.20	171.79
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025 年末，公司非流动负债有所增加，主要由长期借款、递延收益、应付债券等构成。公司长期借款有所增加，主要包括保证借款、抵押借款、项目借款等，长期借款用途主要为项目开发建设。公司递延收益主要为自治区政府对奶牛场现代化建设和其他专项建设项目的补助。公司应付债券规模增加，主要系公司发行 25 宁夏农垦 MTN001、25 宁夏农垦 MTN002（乡村振兴）、25 宁夏农垦 MTN003（专项乡村振兴）和 25 宁夏农垦 MTN004 所致。2026 年 3 月末，公司非流动负债增加，主要系公司长期借款和应付债券增加所致。

2025 年末，公司全部债务为 120.56 亿元，较上年末增加主要系应付债券规模扩大所致，长期债务占比 50.78%，较上年末 44.29%有所提升；2026 年 3 月末，公司全部债务增至 123.24 亿元，主要系长期借款和应付债券增加所致，长期债务占比升至 59.41%。

图表 15：公司全部债务及杠杆率情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2025 年末，公司无对外担保。

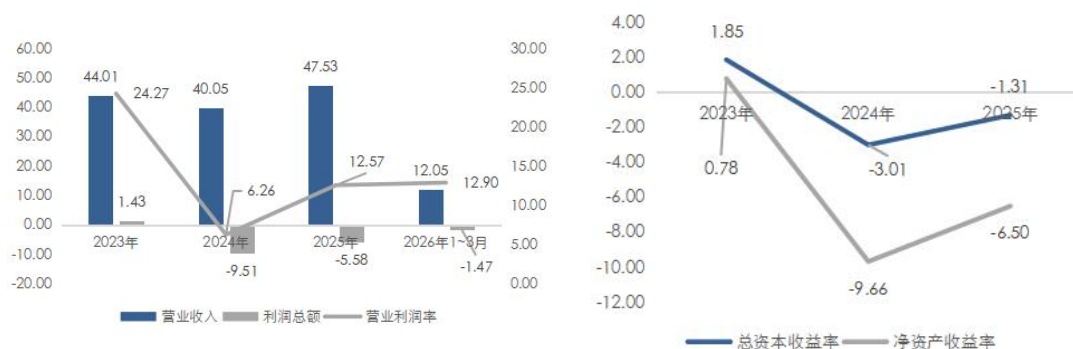
### 盈利能力

2025 年，受益于奶业盈利恢复，公司亏损幅度有所缩小，但公司期间费用对利润侵蚀仍较大，低产奶牛淘汰产生的损失仍较大

2025 年，公司营业收入同比增长 18.67%，主要系牛羊肉销量增加所致；公司营业利润率升至 12.57%，主要系奶业盈利有所恢复所致；公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率降至 22.67%；公司其他收益 2.94 亿元，主要由政府补贴、减免税款、个税返还手续费构成；公司资产减值损失为-0.20 亿元；公司资产处置收益为-3.03 亿元，主要为低产奶牛淘汰产生的损失；公司营业外收入 1.58 亿元，主要来源于罚款及赔偿款、无需支付的款项、补偿款及其他收入等；公司利润总额-5.58 亿元，较上年有所减亏；公司总资本收益率和净资产收益率仍为负数。

2026 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.05 亿元，同比增加 21.42%，利润总额-1.47 亿元，较上年同期亏损有所收窄。

图表 16：公司收入和盈利能力情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 现金流

2025 年，公司经营性现金流仍为净流出，公司投资性现金流净流出规模有所缩减，公司对外部融资的依赖性仍较大

2025 年，公司经营性现金流仍为净流出；随着奶牛基地建设项目逐步完工，投资性现金流净流出规模有所缩减；公司筹资活动现金流入主要来自取得借款等，筹资活动现金流出主要用于归还借款和利息，2025 年公司筹资性净现金流为 8.75 亿元。

2026 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-0.06 亿元，投资性净现金流为 0.77 亿元，筹资活动净现金流为 6.03 亿元。

图表 17：公司现金流和现金收入比情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

2025 年，公司流动比率、速动比率有所改善，但仍处于较弱水平；公司经营现金流动负债比仍为负数。受公司利润总额减亏影响，公司 EBITDA 利息倍数有所上升，全部债务/EBITDA 有所下降。

截至 2026 年 3 月末，公司货币资金 14.75 亿元，短期债务 50.03 亿元，货币资金对短期债务覆盖不高。2025 年公司筹资前现金流净流出，筹资前现金流无法对公司债务偿还形成助力。

公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2026 年 3 月末，公司银行授信总额为 311 亿元，剩余授信额度为 153 亿元，融资渠道较为通畅。

图表 18：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月末
流动比率	64.67	58.49	66.41	84.73
速动比率	30.03	21.08	26.78	37.81
经营现金流动负债比	0.42	-0.57	-0.74	-
EBITDA 利息倍数	3.96	1.24	2.93	-
全部债务/EBITDA	8.44	23.11	12.22	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2026 年 5 月 22 日，公司本部未结清信贷不存在不良记录；公开市场发行债券均已按时兑付本息。

### 外部支持

跟踪期内，公司是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，承担宁夏回族自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，在业务定位、资本投入、政府补贴等方面仍持续获得自治区政府的大力支持

公司为国有独资公司，宁夏国有资产监督管理委员会是公司全资股东，代表宁夏回族自治区政府履行出资人职责，享有国有资产所有权。公司是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，对宁夏自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，公司在业务定位、资本投入、政府补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，实际控制人对公司支持意愿很强。

定位方面，公司是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，已经形成了产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。根据宁夏自治区办公厅《关于印发宁夏现代农业科技创新示范区建设总体方案（2018-2022 年）的通知》（宁政办发【2017】220 号），在县（市、区）和宁夏农垦系统布局建设自治区农业科技示范展示区 20 个左右，构建“国家农业高新技术产业示范区——国家农业科技园区——自治区农业科技示范展示区”三级农业科技园区体系。

资本投入方面，2009 年，根据《自治区人民政府关于农垦集团有限公司土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】218 号）和《自治区人民政府关于农垦土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】222 号），宁夏自治区人民政府同意将 229 宗、合计 80072.20 公顷、评估总价值约 79 亿元的国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司，上述地块主要为林地、耕地、园地、坑塘水面等等。

政府补贴方面，2025 年公司收到政府补助 2.93 亿元，主要为农田基本建设补助资金、粮改饲项目资金、现代农业补助奖金等，计入其他收益及营业外收入科目。

## 抗风险能力及结论

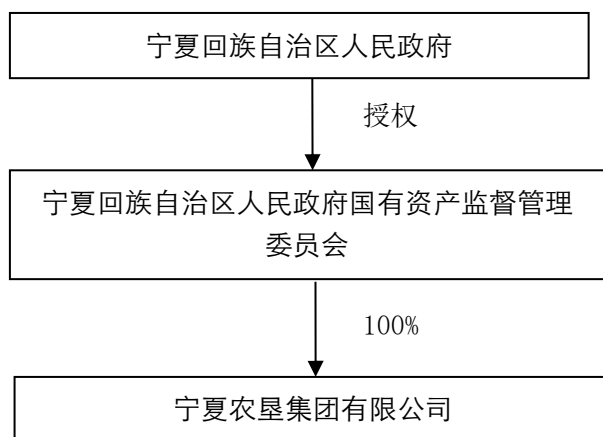
公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业发展位居全区前列，跟踪期内，在农业规模化生产方面仍具有很强的区域竞争力；公司种植面积稳定在三万公顷以上，种植作物主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等，2025年，公司粮食产量35.07万吨，占到自治区粮食总产量的9%左右，行业地位仍很突出；公司奶业规模化养殖体系较完整，持续优化牛群结构、提升生鲜乳单产，2025年末，公司奶牛存栏量15.80万头，约占宁夏地区18.50%，仍具有很强的竞争优势。

同时，东方金诚关注到，2025年，受期间费用侵蚀及淘汰低产奶牛损失等影响，公司利润总额仍亏损；公司开发的房地产项目均位于银川市区内，写字楼项目仍面临一定的去化压力；跟踪期内，公司全部债务增长，资产负债率有所抬升。

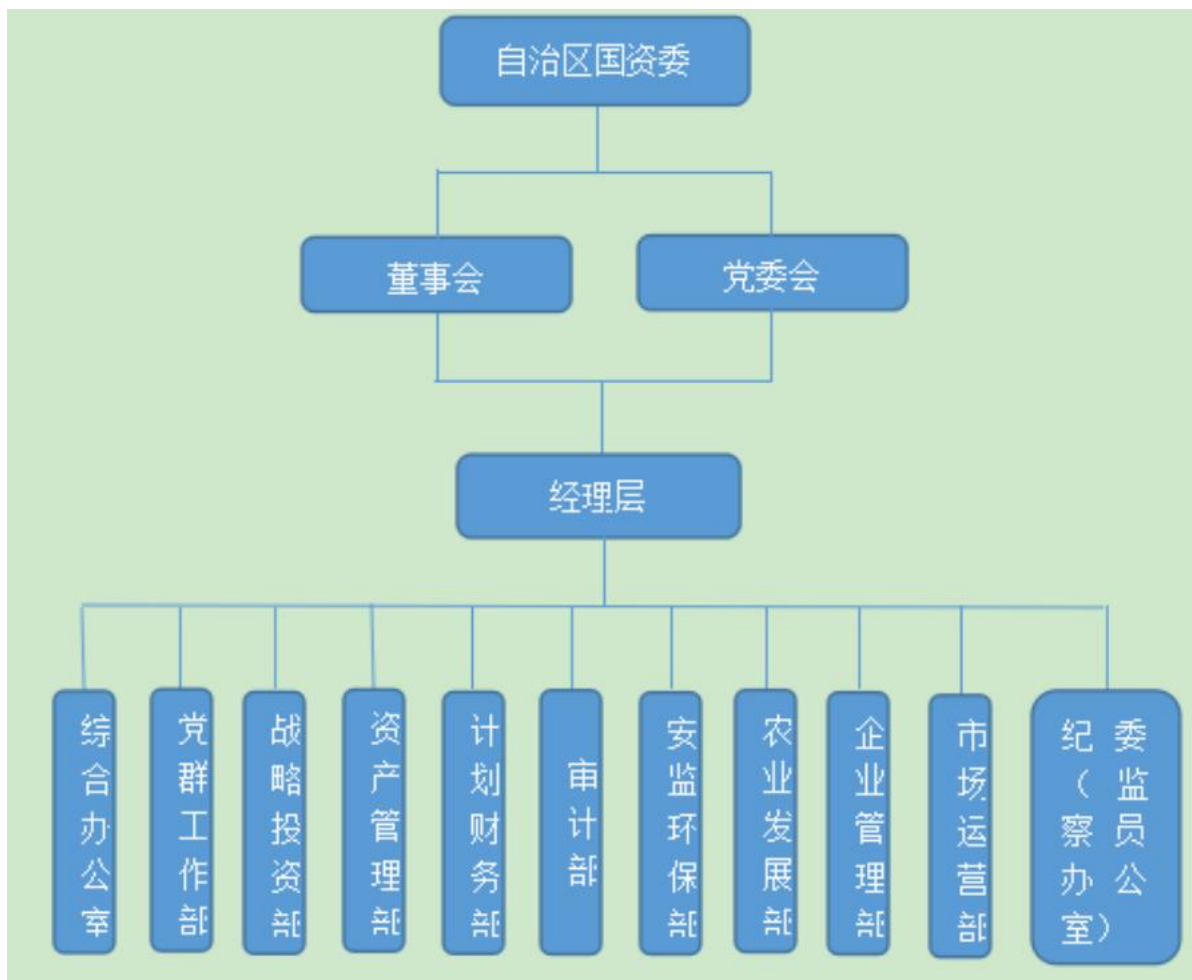
外部支持方面，公司实际控制人为宁夏回族自治区人民政府，作为宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，公司承担宁夏回族自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能。公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，实际控制人对公司支持意愿很强。

综合考虑，此次跟踪评级维持宁夏农垦的主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“24宁夏农垦MTN003”的信用等级为AA+。

附件一：截至 2026 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2026 年 3 月末公司组织结构图



### 附件三：宁夏农垦主要财务数据和财务指标

项目名称	2023年	2024年	2025年	2026年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额（亿元）	265.19	252.94	260.41	265.53
所有者权益（亿元）	111.27	101.50	95.21	93.74
负债总额（亿元）	153.91	151.44	165.20	171.79
短期债务（亿元）	69.06	59.95	59.34	50.03
长期债务（亿元）	35.87	47.66	61.22	73.22
全部债务（亿元）	104.93	107.62	120.56	123.24
营业收入（亿元）	44.01	40.05	47.53	12.05
利润总额（亿元）	1.43	-9.51	-5.58	-1.47
净利润（亿元）	0.86	-9.81	-6.19	-1.48
EBITDA（亿元）	12.43	4.66	9.87	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.41	-0.48	-0.61	-0.06
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-16.79	-10.60	-5.64	0.77
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	17.06	0.70	8.75	6.03
毛利率（%）	25.18	7.66	13.49	13.58
营业利润率（%）	24.27	6.26	12.57	12.90
销售净利率（%）	1.97	-24.49	-13.02	-12.26
总资本收益率（%）	1.85	-3.01	-1.31	-
净资产收益率（%）	0.78	-9.66	-6.50	-
总资产收益率（%）	0.33	-3.88	-2.38	-
资产负债率（%）	58.04	59.87	63.44	64.70
长期债务资本化比率（%）	24.38	31.95	39.13	43.85
全部债务资本化比率（%）	48.53	51.46	55.87	56.80
货币资金/短期债务（%）	21.66	7.70	12.06	29.49
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-15.61	-10.30	-5.19	0.58
流动比率（%）	64.67	58.49	66.41	84.73
速动比率（%）	30.03	21.08	26.78	37.81
经营现金流动负债比（%）	0.42	-0.57	-0.74	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	1.24	2.93	-
全部债务/EBITDA（倍）	8.44	23.11	12.22	-
应收账款周转率（次）	-	6.97	6.38	-
销售债权周转率（次）	-	6.96	6.38	-
存货周转率（次）	-	1.12	1.28	-
总资产周转率（次）	-	0.15	0.19	-
现金收入比（%）	94.47	94.62	82.27	90.80

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务  
 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  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：信用等级符号及定义

### 主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

注：除AAA级和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。

### 科技创新主体信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>stf</sub>	受评主体具有科技创新属性，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>stf</sub>	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>stf</sub>	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 <sub>stf</sub>	不能偿还债务

注：除AAA<sub>stf</sub>级和CCC<sub>stf</sub>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。

### 中长期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性很强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>stf</sub>	科技创新债券较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>stf</sub>	科技创新债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>stf</sub>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还科技创新债券
C <sub>stf</sub>	不能偿还科技创新债券

注：除AAA<sub>stf</sub>级和CCC<sub>stf</sub>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。

### 短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

### 短期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1 <sub>stf</sub>	短期科技创新债券还本付息能力最强，安全性最高
A-2 <sub>stf</sub>	短期科技创新债券还本付息能力较强，安全性较高
A-3 <sub>stf</sub>	短期科技创新债券还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B <sub>stf</sub>	短期科技创新债券还本付息能力较低，有一定的违约风险
C <sub>stf</sub>	短期科技创新债券还本付息能力很低，违约风险较高
D <sub>stf</sub>	短期科技创新债券不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。