

信用评级公告

联合〔2023〕3378号

联合资信评估股份有限公司通过对禾丰食品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，确定维持禾丰食品股份有限公司主体长期信用等级为AA，“禾丰转债”信用等级为AA，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：

二〇二三年五月二十九日

禾丰食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
禾丰食品股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
禾丰转债	AA	稳定	AA	稳定

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
禾丰转债	15.00 亿元	14.67 亿元	2028/04/22

注：“禾丰转债”自 2022 年 10 月 28 日开始转股，截至 2023 年 3 月底，转股价格为 10.26 元/股；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；债券余额系截至 2023 年 3 月底数据

评级时间：2023 年 5 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（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

本次评级模型打分表及结果：

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	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

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

评级观点

跟踪期内，禾丰食品股份有限公司（以下简称“公司”）作为东北地区农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模和技术水平等方面维持了较强竞争优势。2022 年，公司收入和利润同比有所增长。公司资产受限比例低，债务负担较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、应收账款和预付款项增加挤压经营活动现金净流入量以及在建项目新增产能的市场消化能力可能不及预期等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2022 年，公司经营活动现金流入和 EBITDA 对“禾丰转债”长期债务的保障程度高。

未来，随着募投项目的投产，公司将进一步提升饲料业务产能、生猪业务和肉禽业务规模，综合实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“禾丰转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 区域内行业地位较为突出。**公司作为国内东北地区农牧龙头企业之一，在区域内行业地位较为突出，在规模、品牌和技术等方面拥有较强的竞争优势。
- 2022 年，公司收入和利润规模同比增长。**受益于生猪业务和肉禽业务景气度上行，公司生猪业务和肉禽业务盈利水平有所修复，拉动了公司收入和利润规模提升。2022 年，公司实现营业总收入 328.12 亿元，同比增长 11.34%；利润总额 6.28 亿元，同比增长 256.92%。
- 公司资产受限比例较低，债务负担较轻。**截至 2023 年 3 月底，公司受限资产合计 0.29 亿元，受限比例为 0.19%。截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.64%、33.80%和 24.57%。

关注

- 公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。**公

分析师：李敬云 华艾嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. **2022年，公司应收账款和预付款项增加挤压经营活动现金流量净额。**受公司业务扩张和适当放宽饲料业务账期影响，截至2022年底，公司应收账款账面价值10.35亿元，较上年底增长51.88%；预付款项7.62亿元，较上年底增长58.90%；应收账款和预付款项合计占流动资产的比例较上年底上升了3.69个百分点，对经营活动现金净流入形成挤压。
3. **公司新增产能的市场消化能力可能存在不及预期的风险。**公司在建项目主要围绕饲料、畜禽养殖及屠宰开展。2022年，公司肉禽业务和饲料业务的产能利用率分别为81.78%和63.34%，新增产能的市场消化能力可能存在不及预期的风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.62	12.45	16.95	13.49
资产总额（亿元）	116.47	129.72	153.93	150.22
所有者权益（亿元）	79.02	75.13	83.57	83.16
短期债务（亿元）	12.37	17.41	14.06	15.38
长期债务（亿元）	5.90	14.17	28.01	27.08
全部债务（亿元）	18.27	31.58	42.07	42.47
营业总收入（亿元）	238.18	294.69	328.12	78.44
利润总额（亿元）	15.09	1.76	6.28	0.14
EBITDA（亿元）	19.48	7.34	12.66	--
经营性净现金流（亿元）	7.66	2.99	1.96	-2.88
营业利润率（%）	8.83	5.18	5.87	4.46
净资产收益率（%）	17.18	0.33	6.43	--
资产负债率（%）	32.15	42.08	45.71	44.64
全部债务资本化比率（%）	18.78	29.60	33.49	33.80
流动比率（%）	154.01	135.07	171.02	172.86
经营现金流动负债比（%）	24.63	7.52	4.72	--
现金短期债务比（倍）	1.02	0.72	1.21	0.88
EBITDA 利息倍数（倍）	25.71	7.09	7.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.94	4.30	3.32	--
母公司				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	75.69	83.99	100.38	--
所有者权益（亿元）	47.63	45.00	49.83	--
全部债务（亿元）	12.53	23.73	31.92	--
营业总收入（亿元）	9.69	9.69	8.07	--
利润总额（亿元）	6.82	1.67	2.20	--
资产负债率（%）	37.06	46.42	50.36	--
全部债务资本化比率（%）	20.82	34.52	39.04	--
流动比率（%）	104.57	101.99	140.83	--
经营现金流动负债比（%）	10.44	6.80	7.96	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；母公司一季报未披露；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将长期应付款中的债务部分计入长期债务核算

资料来源：公司财务报告和提供数据，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
禾丰转债	AA	AA	稳定	2022/06/24	孙菁 华艾嘉	一般工商企业信用评级法：一般工商企业主体信用评级模型（打分表（V3.1.202204）	阅读原文
禾丰转债	AA	AA	稳定	2021/08/10	王进取 孙菁	一般工商企业信用评级法：一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

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

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

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

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

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

六、根据联合资信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，因此该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。

七、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。

八、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。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

禾丰食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

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”）关于禾丰食品股份有限公司（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

公司原名为辽宁禾丰牧业股份有限公司，系经辽宁省人民政府《关于同意设立辽宁禾丰牧业股份有限公司的批复》批准，由金卫东等 23 名自然人发起设立的股份有限公司。2003 年 3 月 27 日，公司在辽宁省工商行政管理局注册成立，成立时注册资本为 5300.00 万元。2014 年 8 月，经中国证券监督管理委员会“证监许可（2014）675 号”文核准，公司向社会公众公开发行公众股 8000 万股，并在上海证券交易所上市交易，股票简称“禾丰牧业”，股票代码“603609.SH”。2021 年 3 月，公司变更为现名，股票简称变更为“禾丰股份”，股票代码不变。历经多次股权变更及增资，截至 2023 年 3 月底，公司总股本 9.19 亿股，金卫东直接持有公司股票 1.50 亿股，占总股本的 16.27%；通过控制常州禾力创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“常州禾力”）间接控制公司 5.26% 的表决权；并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰（持股 8.91%）、王凤久（持股 5.22%）、邵彩梅（持股 5.41%）、王仲涛（持股 5.07%）四名股东控制公司 24.54% 的表决权。金卫东合计控制公司 46.14% 的股份表决权，为公司控股股东及实际控制人。截至 2023 年 3 月底，金卫东质押公司股份 1203.00 万股，占其所持公司股份的 8.04%。

2022 年，公司主营业务和组织架构无变化。截至 2022 年底，公司拥有在职员工 8363 人。

截至 2023 年 3 月底，公司共拥有 161 家子公司。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 153.93 亿元，所有者权益 83.57 亿元（含少数股东权益 11.20 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 328.12 亿元，利润总额 6.28 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 150.22 亿元，所有者权益 83.16 亿元（含少数股东权益 10.57 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 78.44 亿元，利润总额 0.14 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市沈北新区辉山大街 169 号；法定代表人：金卫东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金用途未变更，截至 2022 年底累计投入 7.60 亿元；“禾丰转债”在付息日正常付息。“禾丰转债”初始转股价格 10.22 元/股，2022 年 6 月 23 日，“禾丰转债”转股价调整为 10.26 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	到期日
禾丰转债	15.00	14.67	2022/04/22	2028/04/22

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步

核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。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（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

1. 饲料行业

（1）行业概况

我国饲料行业年产值超万亿，饲料产品以肉禽料和猪饲料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

我国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年我国饲料总产量跃居世界第一位。截至 2021 年底，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。2022 年，中国饲料工业总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种来看，猪饲料产量 13597.5 万吨，同比增长

4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，同比下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，同比增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，同比增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，同比增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，同比增长 9.5%；其他饲料产量 223.3 万吨，同比下降 7.2%。

2022 年，中国饲料工业产值 13168.5 亿元，同比增长 7.6%。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

（2）行业上下游情况

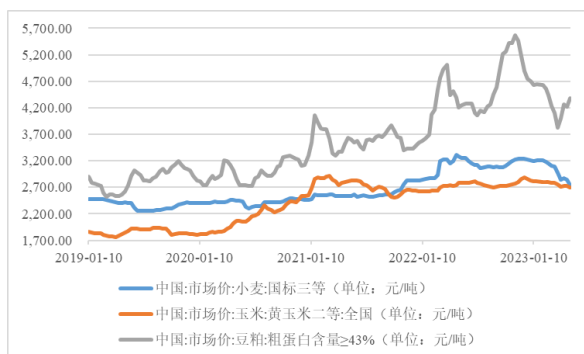
饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米、小麦和豆粕等饲料原料。2022 年，饲料原料和饲料价格波动上行，2023 年以来有所下降，整体仍处于较高水平。

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%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70% 用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。

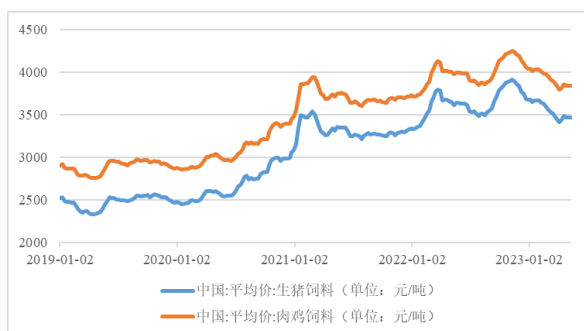
价格方面，2022 年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价格快速上涨，于 3 月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底 11 月初，其后至 2023 年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022 年，受原料价格变动影响，饲料价格震荡上行，2023 年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图1 中国小麦、玉米和豆粕价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 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

饲料行业下游

2022年，饲料需求端呈现先降后升趋势。

饲料行业下游为禽畜养殖行业。2022上半年，受现金流偏紧、成本端大幅上涨等因素影响，畜禽养殖户补栏积极性降至冰点，叠加多个地区物流运输受阻等因素的影响，饲料需求陷入低迷；下半年，宏观环境好转，畜禽价格快速上涨，养殖端盈利水平大幅改善，规模养殖场率先扩产，散养户陆续进场，生猪养殖二次育肥及压栏等现象逐渐增多，肉禽补栏积极性增强，畜禽存栏回升拉动饲料需求增长，饲料销量逐步恢复。

(3) 行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场，市场集中度

较高。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来，我国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征，进而导致饲料行业对下游议价能力尚可，整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度，饲料行业属于垄断竞争市场。2022年，年产百万吨以上规模饲料企业集团36家，同比减少3家，其产量占中国饲料总产量的57.5%，同比下降2.2个百分点。随着我国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度较高。

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位；第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出在一个或多个局部地区，拥有非常高的市场认可度和品牌效应；第三梯队企业除发展空间有限等情形外，也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特性，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

(4) 行业政策

国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展。

表2 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2020年9月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	国务院	健全饲草料供应体系，推荐饲草料专业化生产，加强饲草料加工、流通、配送体系建设。促进秸秆等非粮饲料资源高效利用，建立健全饲料原料营养价值数据库。全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全高效饲料添加剂调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代
2021年2月	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	鼓励发展青贮玉米等优质饲草饲料，稳定大豆生产，多措并举发展油菜、花生等油料作物；健全产粮大县支持政策体系；明确耕地利用优先序，永久基本农田重点用于粮食特别是口粮生产，一般耕地主要用于粮食和棉、油、糖、蔬菜等农产品及饲草饲料生产

2021年3月	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	丰富乡村经济业态，推进农村一二三产业融合发展，提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平
2021年11月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	推进兽用抗菌药使用减量化，规范饲料和饲料添加剂生产使用。全面实施秸秆综合利用行动，健全秸秆收储运体系，提升秸秆能源化、饲料化利用能力。适当扩大优势区玉米种植面积，鼓励发展倾注玉米等优质饲草饲料
2022年2月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	推广苜蓿与无芒雀麦混播、粮食作物与优质饲草轮作等种植模式，推进农作物秸秆与优质饲草混贮，提高秸秆饲料化利用率

资料来源：联合资信整理

(5) 未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2022年中国生猪、肉牛、羊和家禽分别出栏7.00亿头、4840万头、33624万只和161.4亿只，截至2022年底生猪、肉牛、羊和家禽分别存栏4.53亿头、10216万头、32627万只和67.7亿只，中国饲料存在供需缺口，饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

行业整合升级，集中度不断提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。

下游养殖产业变化倒推饲料企业延伸产业链。近年来，由于养殖行业规模化提速，以家庭农场为代表的规模化养殖及大中型养殖企业逐步成为饲料的主要需求群体，下游养殖行业集中度的提升推动饲料行业集中度提升，导致饲料行业需求发生变化。受此影响，饲料企业的发展路径发生调整。

在细分领域存在渐进性创新的机会。尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。

2. 白羽肉鸡养殖行业

(1) 行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫病影响，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升，但仍处于较低水平，叠加猪肉供需变化影响，白羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期

波动性，2022年，白羽肉鸡行业景气度有所回升。

中国现代肉鸡产业的起步始于上个世纪七十年代末期，伴随着中国的改革开放，通过全面引进国外先进的商用杂交配套系品种，充分吸收国外发展肉鸡产业的经验，依靠高效率、低成本的优势，已成为畜牧行业中产业化最迅速、最典型且市场化程度最高的行业。我国肉鸡品种主要包括白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大类，由于白羽肉鸡体型大、生长发育快、饲料转化率高、适应性强、肉用性能优良，已成为我国规模化肉鸡生产的主要鸡种。

随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫病的影响，中小养殖户逐渐出清，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升。由于行业集中度仍较低，且禽肉为猪肉的替代性消费食品，生猪产能的恢复和价格波动对肉鸡养殖行业影响较大，白羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期波动性。

具体看，白羽肉鸡行业在经历2019—2020年周期高点之后，受宏观经济影响、消费低迷、饲料成本上涨等因素影响，持续亏损至2021年底。2022年，宏观环境于下半年向好，消费逐渐恢复，叠加生猪价格上涨，白羽肉鸡行业景气度有所回升。

(2) 产能及产量分析

我国白羽肉鸡规模化养殖程度高，2020年以来，我国鸡肉消费动力不足，行业景气度随之下落，供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现出产能过剩的状态。2022年下半年以来，随着消费回暖，需求上升，白羽肉鸡供需关系好转。

近年来，年出栏5万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，2019年中国肉鸡规模化率已超79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产

效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对 H7N9、H5N8 等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

产能方面，祖代引种是中国白羽肉鸡产业供给的源头，进口祖代肉种鸡的引种量将直接影响行业的供给量。根据白羽鸡的生长周期及产蛋周期等推断，祖代肉种鸡引种规模的增长需要 58 周时间才能传导引起商品代鸡出栏量的增加。在产祖代白羽肉种鸡存栏量是影响商品代白羽肉鸡的先行指标。

继 2015 年爆发海外禽流感疫病后，我国相继对美国、法国、西班牙、波兰等主要引种国施行封关，引种量大幅下降至 2016 年低点后开启上行通道至 2019 年，其后祖代鸡引种量有所下降，主要系受宏观环境影响，全球航运和物流贸易受阻所致。2022 年，中国在产祖代种鸡和在产父母代种鸡存栏量处在历史相对高位，商品代鸡雏全年平均价格处在中低位运行。

产量方面，根据中国畜牧业协会统计数据，2020—2022 年，中国白羽肉鸡出栏量分别为 59.60 亿只、65.32 亿只和 74.16 亿只，持续增长。

(3) 行业上下游及产品价格情况

2022 年，随着宏观环境改善，消费回暖，叠加下半年以来猪肉价格上涨，白羽肉鸡行情好转，需求增加，价格上行。

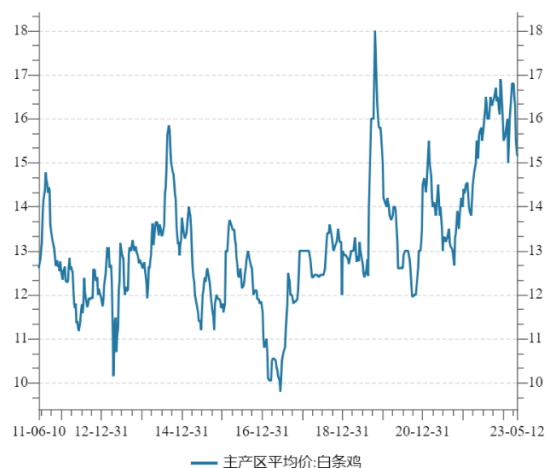
肉鸡养殖行业上游主要为饲料行业，近年来受到国际原粮价格上行影响，肉鸡养殖行业面临饲料成本压力。

需求方面，2020 年以来，受宏观环境因素影响，中国居民整体消费动力不足，肉鸡行业景气度低迷。供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现产能过剩的状态。2022 年，宏观环境改善，消费回暖，以及下半年以来猪肉价格上涨，白羽肉鸡行情好转，需求增加，价格上行，供求关系有所改善。2022 年，主产品白条鸡平均价整体有所回升，全年平均价为 15.55 元/公斤，

高于 2021 年平均价格，但未回升至 2019 年高点。

图 3 中国主产区白条鸡平均价变动趋势

(单位：元/公斤)



资料来源：Wind

(4) 行业关注

原料端价格波动风险。 畜禽养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

产品价格波动风险。 如市场上禽类产品供大于求，或有疫病事件、食品安全事件等情况出现，禽类产品价格可能下行，直接影响企业盈利水平，行业内企业的经营业绩将面临下降的风险。

禽类疫病风险。 禽类在饲养过程中可能受到新城疫、H7N9 等疾病的侵扰。疫病可能导致鸡肉产量的降低，企业可能面临防疫要求导致的支出或损失。另外，疫病的流行会影响消费者心理，引发产品价格和市场需求下降的风险。

重大食品安全事件。 如出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会影响消费者信心，对行业下游销售产生严重影响。

(5) 未来发展

近年来，我国肉鸡养殖行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获

得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

未来随着环保政策的趋严，肉鸡养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。禽肉产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来肉鸡养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司总股本 9.19 亿股，金卫东合计控制公司 46.14% 的股份表决权，为公司控股股东及实际控制人。截至 2023 年 3 月底，金卫东质押公司股份 1203.00 万股，占其所持公司股份的 8.04%。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司作为东北地区农牧龙头企业之一，保持了在区域内较为突出的行业地位，和在规模、品牌和技术等方面较强的竞争优势。

公司主要业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽业务化、生猪养殖，同时涉及动物药品、养殖设备、宠物医疗等领域。公司在东北地区居于行业龙头地位，在华北、华东、华中、西北等地也拥有较高的品牌影响力。饲料业务方面，公司是“中国饲料工业协会副会长单位”，被评为“全国十大领军饲料企业”，产品覆盖全国 29 个省级行政区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂。2022 年，公司控股、参股企业合计饲料总产量约 800 万吨，合并范围内企业饲料外销量 399.09 万吨。

肉禽业务方面，公司的白羽肉鸡业务近几年发展较快，肉禽业务化板块拥有多家控股及参股公司，产能配套能力与总体规模都在迅速提升。2022 年，公司控股、参股企业合计屠宰白羽肉鸡 7.20 亿羽，合计产销肉鸡分割品 186 万吨，合计生产调理品及熟食 2.7 万吨。

生猪业务方面，2022 年，公司控股、参股企业合计出栏生猪 97.60 万头，其中肥猪 63.70 万头、仔猪 27.40 万头、种猪 6.50 万头。

公司拥有“国家农业产业化重点龙头企业”“国家认定企业技术中心”“高新技术企业”等称号，2014 年上市以来多次当选“中国主板上市公司价值百强”，五次入选《财富》中国 500 强榜单。公司是中国较早通过 ISO9001 国际质量管理体系和 HACCP 食品安全管理体系双认证的饲料企业之一，“禾丰”商标是中国驰名商标。截至 2022 年底，公司已累计获得授权专利 228 项，其中发明专利 66 项，并获得 2 项国家科技进步奖、1 项国家技术发明奖和近 20 项省部级科技奖励。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：9121000074712989XU），截至 2023 年 5 月 17 日，公司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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022 年 8 月，公司原财务总监张文良退休，聘任陈宇为财务总监。2022 年，公司董事、监事和其他高级管理人员无变动；公司管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司营业总收入同比增长，综合毛利率有所提升。

2022 年，公司继续从事饲料及饲料原料贸易业务、肉禽业务和生猪业务等业务。2022 年，公司实现营业总收入 328.12 亿元，同比增长 11.34%，主要系业务规模扩大所致；营业利润率

为5.87%，同比提高0.69个百分点，变化不大。2022年，公司利润总额6.28亿元，同比增长256.92%，主要系生猪业务和肉禽业务景气度上行，利润增加所致。

收入构成方面，公司饲料业务和原料贸易业务收入同比均有所增长；肉禽业务和生猪业务收入同比增幅较大；其他业务收入略有下降，但规模较小，对整体收入贡献不大。

毛利率方面，2022年，受益于生猪业务和肉禽业务景气度上行，公司肉禽业务和生猪业

务盈利水平有所修复，毛利率同比大幅提升；饲料及原料贸易毛利率同比有所下降，主要系上半年饲料原料上涨叠加下游畜禽养殖行业景气度不佳，养殖端产能去化影响饲料需求所致。综上，受益于生猪业务和肉禽业务毛利率的拉升，公司综合毛利率同比有所上升。

2023年1—3月，公司实现营业总收入78.44亿元，同比增长23.05%；营业利润率为4.46%，同比上升0.70个百分点，实现利润总额0.14亿元，同比由负转正。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2023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	153.57	52.14	9.42	156.43	47.72	7.80	36.43	46.50	8.11
肉禽	82.55	28.03	0.63	92.84	28.32	4.29	24.15	30.83	3.37
原料贸易	36.77	12.48	5.00	51.80	15.80	3.59	11.93	15.23	1.60
生猪	14.88	5.05	-15.99	20.58	6.28	3.93	4.72	6.03	-11.13
其他	6.76	2.30	17.01	6.14	1.88	16.24	1.11	1.41	13.01
合计	294.53	100.00	5.30	327.79	100.00	6.05	78.34	100.00	4.57

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 饲料业务

2022年，饲料业务大部分品类原材料价格有所上涨，公司面临一定的成本控制压力。公司饲料产能同比有所增长，但上半年需求低迷拉低了全年产量和产能利用率；由于下半年猪价上升，禽饲料和反刍饲料销量有所增长。公司采购和销售集中度较低。

(1) 采购

公司的采购模式分为两个方面：管理模式上实行总部采购、区域采购、子公司独立采购相结合的模式，操作理念上采取即时采购和趋势采购相结合、现货市场和期货市场相互参考、采购和技术配合、采购和贸易互补的方式。

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米、豆粕、DDGS（Distillers Dried Grains with Solubles的简写，译为干酒糟及其可溶物）、鱼粉、小麦和糙米等。采购价格方面，2022年，随着大宗商品价格上涨，除玉米和小麦采购均价有所下降外，其他主要原材料采购均价均有不同程

度上涨。主要原材料价格上涨对公司成本控制形成一定压力。

采购量方面，2022年，鱼粉采购量同比变化不大，小麦采购量大幅下降，其他主要原材料采购量均有所增长。

表4 公司饲料业务主要原材料采购情况

名称	项目	2020年	2021年	2022年
玉米	采购量(万吨)	191.58	125.89	148.42
	采购均价(元/吨)	2247.13	2771.30	2715.08
豆粕	采购量(万吨)	113.12	93.38	113.35
	采购均价(元/吨)	3113.08	3635.88	4656.52
DDGS	采购量(万吨)	15.48	14.90	16.90
	采购均价(元/吨)	2089.35	2467.04	2767.03
鱼粉	采购量(万吨)	4.25	3.20	2.85
	采购均价(元/吨)	10170.69	10097.68	10911.42
小麦	采购量(万吨)	4.67	45.51	11.50
	采购均价(元/吨)	2469.59	2659.31	2441.26
糙米	采购量(万吨)	0.00	24.96	76.17
	采购均价(元/吨)	--	2524.30	2657.75

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司采购结算主要使用电汇，结算账期均在15天以内。

表 5 公司前五大供应商情况

年份	供应商名称	采购产品	采购额 (亿元)	占年度采购总额的比例 (%)
2021年	供应商 1	豆粕、大豆油等	7.76	4.36
	供应商 2	豆粕、大豆油等	5.55	3.12
	供应商 3	豆粕、大豆油等	4.46	2.51
	供应商 4	玉米	4.23	2.38
	供应商 5	糙米混合物	3.71	2.09
	合计	--	25.71	14.45
2022年	供应商 1	豆粕等	9.09	4.26
	供应商 2	豆粕、豆油、豆皮等	7.90	3.70
	供应商 3	豆粕、豆油、豆皮等	5.56	2.61
	供应商 4	豆粕、豆油、豆皮等	5.42	2.54
	供应商 5	豆粕、豆油、豆皮等	3.93	1.85
	合计	--	31.90	14.96

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2022年，公司饲料板块前五大供应商采购额及其占采购总额的比例同比变化不大。

(2) 生产

饲料业务是公司核心产业，公司饲料产品包括猪、禽、反刍、水产和毛皮动物五大动物饲料。

生产模式方面，公司饲料产品的生产主要采取按订单需求生产的模式。同时，根据各产品的不同特点采用统一生产或当地生产，各产品生产线均实现专业化生产。在整个生产过程中，公司ERP系统将生产、销售、库存等信息实时进行整合，为公司生产决策提供依据，使各相关部门协调运作。

质量管理方面，公司建立了总部、区域、子公司三级管理的品质管理机制和检测体系，采用ISO9001、ISO22000、ISO-IEC17025等国际标准，执行农业农村部《饲料质量安全规范》《兽药生产质量管理规范》等一系列质量标准及公司各项规范，实现产品全程管控，并建立了追溯系统，保证了饲料生产的有序进行。

公司饲料产品生产线共用性较强，公司按

照综合产能进行统计。截至 2022 年底，公司饲料产能小幅增长，主要系公司改造升级及新建工厂所致。2022 年，上半年需求低迷拉低了公司全年饲料产量及产能利用率。

表 6 公司饲料业务产能及产量情况

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年
饲料	产能 (万吨)	706.40	725.30	786.70
	产量 (万吨)	466.46	516.20	498.28
	产能利用率 (%)	66.03	71.17	63.34

资料来源：公司提供

(3) 销售

公司销售业务实行三级管理制度，自上而下依次为总部、区域和各子公司。由总部牵头各区域总监根据不同区域特点制定总体销售计划和方案，再由区域总监向下属各子公司部署具体销售计划和方案，最后由各子公司实施和安排销售任务；各子公司均设有销售部门，按属地原则进行客户开发及市场销售管理。与此同时，总部为销售提供技术服务支持。

销售模式方面，公司根据养殖户规模以及养殖场的不同特点实行“经销+直销”的双重销售模式。小规模养殖户数目众多且多分布在广大的农村地区，公司的饲料产品主要通过经销商渠道销售给该类客户；大型养殖户和养殖场则一般直接向公司的各子公司购买饲料产品。

销售结构方面，公司销售的饲料产品主要是禽饲料、猪饲料和反刍饲料，水产饲料和其他饲料占比较低。销量方面，2022年，猪饲料、水产饲料和其他饲料销量同比有所下降，禽饲料和反刍饲料销量同比有所增长。销售价格方面，2022年，随着成本上涨及下游需求增长，除其他饲料销售均价较稳定外，公司猪饲料、禽饲料、水产饲料和反刍饲料销售均价同比均有所上涨。

表 7 公司饲料业务主要产品销售情况

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年
猪饲料	销量 (万吨)	155.99	197.24	155.81
	销售均价 (元/吨)	3641.51	3988.18	4585.48
	销售额 (万元)	568038.87	786628.62	714463.04
	销量 (万吨)	144.69	142.83	150.73

禽饲料	销售均价（元/吨）	2705.52	3043.96	3325.44
	销售额（万元）	391461.93	434768.18	501243.50
水产饲料	销量（万吨）	16.89	19.19	17.64
	销售均价（元/吨）	4068.49	4415.48	5183.42
	销售额（万元）	68716.73	84733.06	91435.55
反刍饲料	销量（万吨）	63.10	71.69	73.57
	销售均价（元/吨）	2699.09	3097.78	3432.02
	销售额（万元）	170312.59	222079.85	252493.51
其他饲料	销量（万吨）	4.16	2.15	1.35
	销售均价（元/吨）	3005.90	3500.52	3491.36
	销售额（万元）	12504.53	7526.12	4713.34

资料来源：公司提供

销售结算方式方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，主要采取现款现货的信用政策；仅针对一些规模大、实力强、信誉好的长期客户采取阶段性赊销方式。

客户集中度方面，2020—2022年，公司饲料业务向前五大客户销售额分别为5.48亿、6.84亿元和10.13亿元，占当年饲料业务销售额的比例分别为4.53%、4.45%和6.48%，集中度较低。

3. 肉禽业务

公司肉禽业务养殖端采用“公司+大农场”的委托代养模式。2022年，公司肉禽业务产能、产量、销量和销售均价同比均有所增长。

（1）采购

肉禽业务板块的采购内容主要包括种禽、鸡雏、兽药及饲料。

种禽采购方面，根据公司的战略规划和布局，向供应商采购。鸡雏采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。肉禽业务设置了种禽孵化事业部，根据各子公司养殖生产计划，并于前一年与种禽供应商制定采购计划。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各子公司销售鸡雏，并通过各子公司各自结算。

兽药采购方面，公司采取集中、统一采购的模式。公司集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，每年进行招标，制定供应商名录，各兽药使用单位每月上报兽药采购需求，由集采小组兽药项目采购人员进行统计、汇总。

饲料采购方面，公司会为肉禽业务配套相应饲料生产厂，原材料采购流程与饲料板块采购流程基本一致。

（2）生产

公司肉禽业务板块在生产模式上采用“市场导向、以需定产”的模式，销售部、财务部、生产部会根据当前市场的各种鸡肉产品的价格信息和公司各类产品毛利率，结合公司订单情况，制定产品结构，并形成生产方案后组织生产。在产品市场价格出现较大波动，尤其是当市场上出现一些热销或高毛利的产品时，销售部、财务部、生产部一般会重新计算生产方案，制定利润最大化的产品结构。

公司商品代肉鸡采用“公司+大农场”的委托代养模式。委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。

2022年，公司肉禽业务产能及产量同比均有所增长，产能利用率同比变化不大。

表8 公司肉禽业务产能、产量及产能利用情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
白羽肉鸡	产能（万羽/年）	28800	33000	36000
	产量（万羽）	25099	26441	29442
	产能利用率（%）	87.15	80.12	81.78

资料来源：公司提供

（3）销售

公司的肉鸡产品采取经销、直销相结合的方式销售。根据行业惯例，公司向经销商和直接客户销售的产品均为买断式销售，货物发出即为销售结束，非产品质量、包装问题不负责退换货。

客户通常提前将采购品种和数量等信息通知公司，公司按照实际生产情况对客户购货申请进行回复，同时约定提货时点，销售价格通常采取销售时点（提货时点）的市场价格。

2022年，公司白羽肉鸡销量同比有所增长，销售均价同比有所提高，终端市场需求增加，消费回暖，肉禽业务毛利率同比大幅提升。

表9 公司肉禽业务主要产品销售情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
白羽肉鸡	销量(万吨)	66.69	68.37	76.47
	销售均价(元/吨)	9123	9540	10127
	销售额(万元)	608448	652289	774414

资料来源: 公司提供

销售结算方式方面, 公司肉禽业务主要结算方式为现款现货; 存在少量赊销, 账期最长30天。客户集中度方面, 2020—2022年, 公司肉禽业务前五大客户销售额分别为3.82亿元、9.17亿元和10.30亿元, 占当期肉禽业务销售额的比例分别为6.28%、11.11%和12.48%, 集中度较低。

4. 在建工程

公司在建项目资本支出压力不大; 新增产能市场消化能力可能存在不及预期的风险。

公司在建项目主要围绕饲料、畜禽养殖及屠宰开展。截至2023年3月底, 公司主要在建工程计划投资额为13.26亿元, 尚需投资6.36亿元, 资金主要来源为募集资金, 资本支出压力不大。在建项目以屠宰加工、生猪养殖和饲料生产为主, 新增投建项目市场消化能力可能存在不及预期的风险。

表10 截至2023年3月底公司主要在建工程(单位: 亿元)

项目名称	开竣工时间	总投资	资金筹措方案		已投资	拟投资		
			自筹	募集		2023年4—12月	2024年	2025年
河北太行禾丰-肉鸡屠宰加工项目	2020.04.20-2022.09.30	4.00	4.00	--	3.60	--	0.40	--
沈阳农大禾丰饲料有限公司年产30万吨全价饲料项目	2021.08.01-2022.12.31	1.03	0.19	0.84	0.93	0.10	--	--
安徽禾丰牧业有限公司年产30万吨猪饲料和15万吨反刍饲料项目	2022.07.01-2024.3.31	1.40	0.26	1.14	--	--	0.40	1.00
阜新禾丰农牧有限公司年产15万头仔猪育繁推一体化项目	2021.04.01-2022.12.31	2.00	0.26	1.74	0.91	--	1.09	--
凌源禾丰农牧有限公司1万头原种猪场项目	2022.03.01-2024.12.31	2.93	0.46	2.47	--	0.13	1.74	--
安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰100万头生猪及12万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目	2021.04.01-2022.12.31	1.90	0.46	1.44	1.46	--	--	0.44
合计	--	13.26	5.63	7.63	6.90	0.23	3.63	1.44

资料来源: 公司提供

5. 经营效率

与同行业上市公司相比, 公司经营效率指标表现较好。

从经营效率指标看, 2022年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降。与同行业其他企业相比公司经营效率表现较好。

表11 2022年同行业上市公司财务指标

证券简称	营业总收入(亿元)	利润总额(亿元)	销售毛利率(%)	总资产周转率(次)	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)
湘佳股份	38.23	1.23	19.05	1.15	6.24	14.64
新希望	1415.08	-17.60	6.64	1.05	7.81	119.87
禾丰股份	328.12	6.28	6.01	2.31	10.18	38.23

注: 数据均采用Wind计算值

资料来源: Wind

6. 未来发展

公司未来主营业务方向清晰, 发展规划整体定位明确, 有利于其核心竞争力的持续提升。

公司长期发展目标是成为世界顶级农牧食品企业。未来三年要加大力度, 集中资源, 做大做强饲料业务; 稳健发展肉禽业务, 进一步完善、精深肉禽业务链条管理; 夯实生猪养殖产

业基础，着力提升生产管理水平和完成阶段性食品产业布局，加快食品产业的发展速度。

根据公司三年业务规划并结合对2023年经济及行业发展态势的分析与判断，公司确定了2023年具体经营策略：进一步加强组织能力与系统运营能力建设，深化全面绩效管理体系，健全协同管理机制；紧贴业务，提高人力资本准备度，完善激励机制；快速完成技术、采购、信息化、财务金融、生产运营的中后台能力建设与协同互锁，实现对经营的更有效支撑；着力打造竞争侵略型前台、成本效率型中台、赋能分享型后台，成为“安全、质量、成本、效率”引领型的农牧食品企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，苏亚金诚会计师事务所(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2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围内子公司因投资新设和收购参股公司股权增加17家，因注销及转让减少6家；2023年1—3月，公司合并范围内子公司因新设增加1家，因转让股权减少6家。截止2023年3月底，公司合并范围内子公司合计161

家。公司合并范围存在一定变动，但主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额153.93亿元，所有者权益83.57亿元(含少数股东权益11.20亿元)；2022年，公司实现营业总收入328.12亿元，利润总额6.28亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额150.22亿元，所有者权益83.16亿元(含少数股东权益10.57亿元)；2023年1—3月，公司实现营业总收入78.44亿元，利润总额0.14亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，随着经营规模扩大，公司资产规模较上年底有所增长，以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高，存货存在一定的跌价风险；应收账款和预付款项合计占流动资产的比例较上年底上升了3.69个百分点，挤压经营现金净流入规模；非流动资产中长期股权投资和固定资产占比较高；公司受限资产比例低，资产质量较好。

截至2022年底，公司合并资产总额153.93亿元，较上年底增长18.67%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占46.16%，非流动资产占53.84%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比上升。

表 12 公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2022 年底较上年变化
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
流动资产	47.90	41.13	53.74	41.43	71.06	46.16	32.22
货币资金	11.98	25.00	12.34	22.95	16.89	23.77	36.90
应收账款	4.50	9.40	6.82	12.68	10.35	14.57	51.88
预付款项	3.64	7.61	4.80	8.93	7.62	10.73	58.90
存货	24.74	51.64	26.91	50.08	33.62	47.31	24.91
非流动资产	68.56	58.87	75.97	58.57	82.88	53.84	9.09
长期股权投资	24.25	35.37	23.33	30.71	24.87	30.01	6.62
固定资产	28.60	41.72	32.33	42.55	35.47	42.80	9.72
资产总额	116.47	100.00	129.72	100.00	153.93	100.00	18.67

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产71.06亿元，较上年底增长32.22%，主要系货币资金、应收账款、预付款项和存货增加所致。

截至2022年底，公司货币资金16.89亿元，较上年底增长36.90%，主要系可转债发行成功募集资金到账所致。货币资金中有0.40亿元受限资金，主要为期货保证金、信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

截至2022年底，公司应收账款账面价值10.35亿元，较上年底增长51.88%，主要系业务扩张叠加公司适当放宽饲料业务账期所致。应收账款账龄以1年以内（占80.09%）为主，1至2年的占7.61%，3年以上的占10.72%，累计计提坏账准备1.83亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.76亿元，占应收账款期末余额的14.47%，集中度较低。

截至2022年底，公司预付款项7.62亿元，较上年底增长58.90%，主要系经营规模扩大、预付原料款增加所致。

截至2022年底，公司存货33.62亿元，较上年底增长24.91%，主要系采购原材料、库存商品和消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料（占40.86%）、库存商品（占33.43%）和消耗性生物资产（占21.96%）构成，累计计提跌价准备0.20亿元，计提比例为0.61%。公司囤积饲料及其原材料金额较大，若未来其价格大幅下跌，公司存在一定的存货跌价风险。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产82.88亿元，较上年底增长9.09%。

截至2022年底，公司长期股权投资24.87亿元，较上年底增长6.62%。公司投资的联营企业全部为农牧业及周边产业，可以与公司发展形成良好协同。

截至2022年底，公司固定资产35.47亿元，较上年底增长9.72%。固定资产主要由房屋及建筑物（占62.80%）和机器设备（占34.55%）构

成，累计计提折旧18.13亿元；固定资产成新率65.86%，成新率一般。

截至2023年3月底，公司受限资产全部为货币资金，占总资产比重低。

表 13 截至 2023 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (万元)	占资产总额的比例 (%)	受限原因
货币资金	2860.26	0.19	期货保证金、信用证保证金

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司合并资产总额150.22亿元，较上年底下降2.41%，其中，流动资产占45.03%，非流动资产占54.97%。公司资产结构与规模较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模与结构变化不大，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2022年底，公司所有者权益83.57亿元，较上年底增长11.24%，主要系新增其他权益工具和未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为86.60%，少数股东权益占比为13.40%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占12.71%、12.17%和68.66%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2023年3月底，公司所有者权益83.16亿元，较上年底下降0.49%。公司所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债和债务规模增幅较大，非流动负债占比上升较快，债务结构有所优化，债务负担仍较轻。

截至2022年底，公司负债总额70.37亿元，较上年底增长28.90%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占59.05%，非流动负债占40.95%，非流动负债占比上升较快。

表 14 公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2022 年底 较上年变化
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动负债	31.10	83.06	39.79	72.89	41.55	59.05	4.42
短期借款	11.11	35.71	15.46	38.86	9.34	22.47	-39.61
应付账款	10.69	34.37	12.96	32.58	16.92	40.71	30.51
其他应付款	2.79	8.98	4.00	10.04	4.43	10.66	10.80
一年内到期的非 流动负债	1.22	3.92	1.91	4.80	4.71	11.34	146.58
非流动负债	6.35	16.94	14.80	27.11	28.82	40.95	94.71
长期借款	5.75	90.60	12.46	84.17	13.13	45.56	5.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	12.58	43.65	--
负债总额	37.45	100.00	54.59	100.00	70.37	100.00	28.90

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债41.55亿元，较上年底增长4.42%。

截至2022年底，公司短期借款9.34亿元，较上年底下降39.61%，主要系到期偿还所致。

截至2022年底，公司应付账款16.92亿元，较上年底增长30.51%，主要系业务扩张所致。公司无账期超过1年的重要应付账款。

截至2022年底，公司其他应付款4.43亿元，较上年底增长10.80%，主要系与费用、往来相关的经营性应付款增加所致。公司其他应付款以与费用、往来相关的经营性应付款（占76.93%）和外部单位往来（占21.97%）为主。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债4.71亿元，较上年底增长146.58%，主要系一年内到期的长期借款和租赁负债重分类所致。

截至2022年底，公司非流动负债28.82亿元，较上年底增长94.71%，主要系可转债发行成功应付债券增加所致。

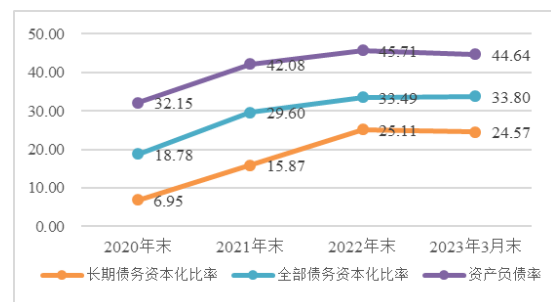
截至2022年底，公司长期借款13.13亿元，较上年底增长5.39%；长期借款主要由保证借款（占13.58%）和信用借款（占86.27%）构成。长期借款中，1~2年的占54.73%，2~3年的占34.36%，3年及以上的占10.91%，公司长期借款集中度尚可。

截至2022年底，公司应付债券新增12.58亿元，系“禾丰转债”发行成功所致。

截至2023年3月底，公司负债总额67.06亿元，较上年底下降4.70%。其中，流动负债占58.36%，非流动负债占41.64%。公司负债规模与结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务42.07亿元，较上年底增长33.22%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占33.41%，长期债务占66.59%，以长期债务为主，其中，短期债务14.06亿元，较上年底下降19.27%，主要系短期借款减少所致；长期债务28.01亿元，较上年底增长97.72%，主要系可转债发行成功应付债券增加所致。从债务指标来看，截至2022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45.71%、33.49%和25.11%，较上年底分别上升3.63个百分点、3.89个百分点和9.24个百分点。公司债务负担较轻。

图 7 公司债务指标变化情况
(单位：%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司全部债务42.47亿元，较上年底增长0.95%。债务规模和结构较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.64%、33.80%和24.57%，较上年底分别下降1.07个百分点、上升0.32个百分点和下降0.54个百分点。

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入同比有所增长，营业利润率有所提高，利润总额大幅增长；投资收益由负转正对利润有一定补充。

2022年，公司实现营业总收入328.12亿元，同比增长11.34%，主要系业务规模扩大所致；营业利润率为5.87%，同比提高0.69个百分点。2022年，公司利润总额6.28亿元，同比增长256.92%，主要系生猪业务和肉禽业务景气度上行，利润增加所致。

2022年，公司费用总额为14.10亿元，同比增长18.88%。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44.14%、38.08%、6.39%和11.39%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为6.22亿元，同比增长9.17%；管理费用为5.37亿元，同比增长28.45%，主要系业务规模扩大所致。2022年，公司期间费用率¹为4.30%，同比上升0.27个百分点。

非经常性损益方面，2022年，公司实现投资收益1.57亿元，同比由负转正，主要系权益法下核算的长期股权投资收益增加所致。投资收益占营业利润的23.98%，对利润有一定补充。

表 16 公司盈利能力指标
(单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年
营业总收入	238.18	294.69	328.12
利润总额	15.09	1.76	6.28
营业利润率 (%)	8.83	5.18	5.87
总资本收益率 (%)	14.73	1.20	5.60
净资产收益率 (%)	17.18	0.33	6.43

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

¹ 期间费用率=期间费用总额/营业总收入*100%

盈利指标方面，2022年，公司营业利润率、总资本收益率与净资产收益率同比均有所上升。同行业对比见经营效率部分。

2023年1—3月，公司实现营业总收入78.44亿元，同比增长23.05%；营业利润率为4.46%，同比提高0.70个百分点，实现利润总额0.14亿元。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金净流入额同比减少，但仍呈净流入状态，收入实现质量较好。公司投资活动支出额同比减少，但资金支出仍较大，存在一定的对外融资需求。

从经营活动来看，2022年，公司经营现金流量与流出量同比均有所增长；受预付款项和应收账款增加影响，公司经营活动现金净流入同比有所下降。2022年，公司现金收入比略有上升，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入量和流出量同比均有所下降；投资活动现金净流出量同比有所下降，主要系构建长期资产支付的现金减少所致。

2022年，公司筹资前现金流继续净流出，净流出规模有所下降，公司筹资压力大。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入量与流出量同比均有所增长；受益于可转债发行成功，筹资活动现金净流入量有所增长。

表 17 公司现金流情况
(单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年
经营活动现金流入量	246.07	301.63	339.44
经营活动现金流出量	238.41	298.64	337.47
经营现金	7.66	2.99	1.96
投资活动现金流入量	5.05	1.98	1.36
投资活动现金流出量	20.11	12.49	8.79
投资现金	-15.06	-10.51	-7.43
筹资前现金	-7.40	-7.52	-5.47
筹资活动现金流入量	25.55	33.26	36.78

筹资活动现金流出量	21.36	25.61	26.82
筹资现金	4.19	7.65	9.95
现金收入比 (%)	102.79	101.69	102.71

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2023年1—3月，公司经营现金净流出2.88亿元，投资活动现金净流出0.45亿元，筹资活动现金净流入0.02亿元。

6. 偿债指标

2022年，公司短、长期偿债能力指标表现较好，融资渠道畅通。考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平和产业链一体化布局等方面具有的优势，整体偿债能力很强。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率 (%)	154.01	135.07	171.02
	速动比率 (%)	74.47	67.43	90.11
	经营现金/流动负债 (%)	24.63	7.52	4.72
	经营现金/短期债务 (倍)	0.62	0.17	0.14
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.02	0.72	1.21
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	19.48	7.34	12.66
	全部债务/EBITDA (倍)	0.94	4.30	3.32
	经营现金/全部债务 (倍)	0.42	0.09	0.05
	EBITDA/利息支出 (倍)	25.71	7.09	7.58
	经营现金/利息支出 (倍)	10.11	2.89	1.17

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年底，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务有所上升，流动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度较强；经营现金/流动负债和经营现金/短期债务有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA大幅增长，从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占34.40%）、计入财务费用的利息支出（占13.19%）和利润总额（占49.61%）构成；EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度均有所

提升，经营现金对利息和全部债务的保障程度有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

对外担保方面，截至2023年3月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2023年3月底，公司无重大未决诉讼事项。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共计获得银行授信额度53.08亿元，已使用26.74亿元，间接融资渠道畅通。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司一定程度上承担了控股平台职能。截至2022年底，母公司资产规模较上年底有所增长，以流动资产为主；负债规模较上年底有所增长，以流动负债为主；所有者权益规模较大，权益结构稳定性一般。2022年，母公司收入及经营性现金流量规模较小。

截至2022年底，母公司资产总额100.38亿元，较上年底增长19.52%。其中，流动资产38.59亿元（占38.45%），非流动资产61.78亿元（占61.55%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占39.28%）和其他应收款（占56.36%）构成；非流动资产以长期股权投资（占96.90%）为主。截至2022年底，母公司货币资金为15.16亿元。

截至2022年底，母公司负债总额50.55亿元，较上年底增长29.66%。其中，流动负债27.41亿元（占54.22%），非流动负债23.14亿元（占45.78%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占18.26%）、其他应付款（占63.94%）和一年内到期的非流动负债（占15.38%）构成；非流动负债主要由长期借款（占43.73%）和应付债券（占54.36%）构成。截至2022年底，母公司资产负债率为50.36%，较上年底上升3.94个百分点。

截至2022年底，母公司全部债务31.92亿元。其中，短期债务占28.89%、长期债务占71.11%。截至2022年底，母公司短期债务为9.22亿元，全部债务资本化比率39.04%，母公司债务负担一般。

截至 2022 年底，母公司所有者权益为 49.83 亿元，较上年底增长 10.73%；在归属母公司所有者权益中，实收资本为 9.19 亿元（占 18.45%）、资本公积合计 8.78 亿元（占 17.62%）、未分配利润合计 27.16 亿元（占 54.51%）、盈余公积合计 4.54 亿元（占 9.11%）。母公司所有者稳定性一般。

2022 年，母公司营业总收入为 8.07 亿元，利润总额为 2.20 亿元。同期，母公司投资收益为 1.80 亿元。

现金流方面，2022 年，母公司经营活动现金流净额为 2.18 亿元，投资活动现金流净额-8.54 亿元，筹资活动现金流净额 12.17 亿元。

截至 2022 年底，母公司资产、负债、所有者权益分别占合并口径的 65.21%、71.83%和 59.63%；全部债务占合并口径的 75.87%。2022 年，母公司营业总收入和利润总额分别占合并口径的 2.46%和 35.09%。

十、债券偿还能力分析

截至 2023 年 3 月底，公司存续债券为“禾丰转债”，债券余额为 14.67 亿元。2022 年，公司经营活动现金流入和 EBITDA 对“禾丰转债”长期债务的保障程度高。公司债券偿还能力强。

考虑到“禾丰转债”具有转股的可能性，如果公司估计未来股价上涨超过公司设定的转股价，“禾丰转债”将转换为公司权益，有利于公司减轻债务负担。

表 19 公司债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务（亿元）	28.01
经营活动现金流入/长期债务（倍）	12.12
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	0.07
长期债务/EBITDA（倍）	2.21

注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额；2. 经营活动现金流入、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

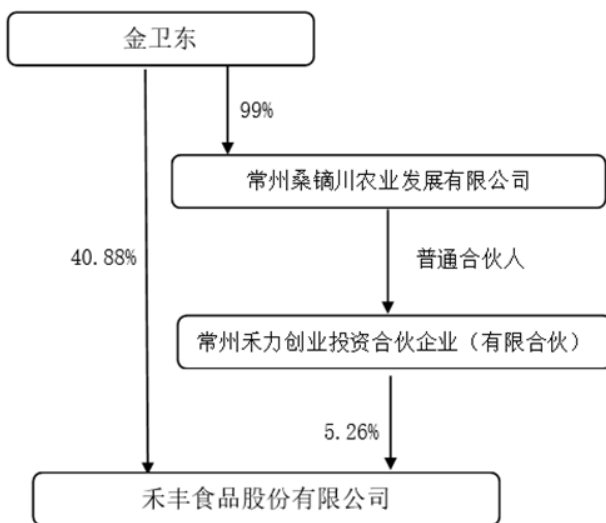
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险和债券条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持

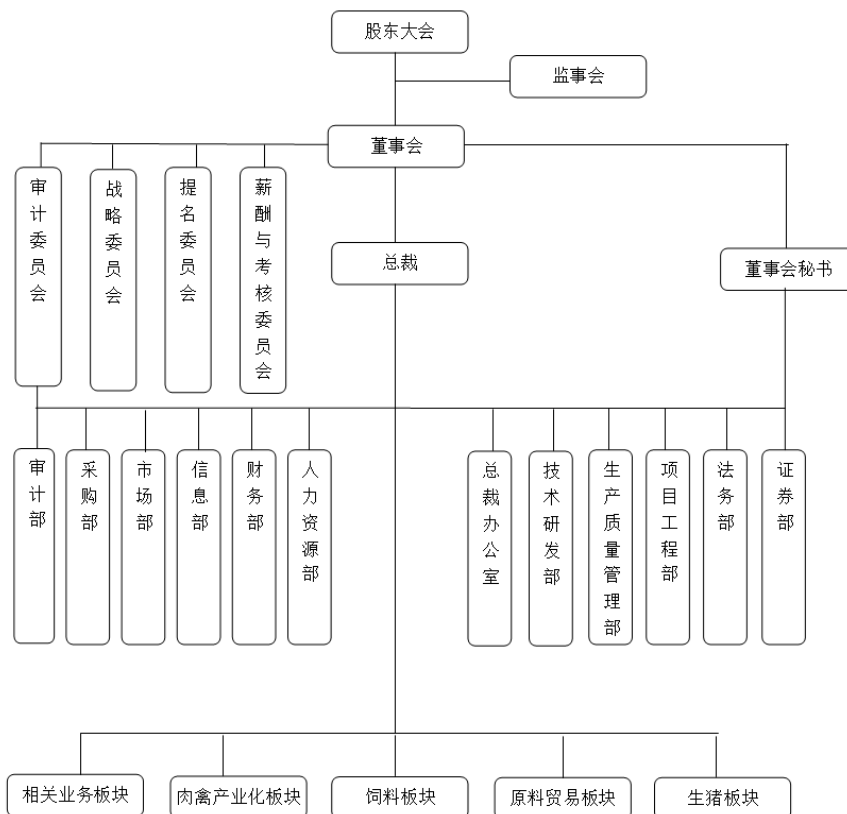
公司主体长期信用等级为 AA，维持“禾丰转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底禾丰食品股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底禾丰食品股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底禾丰食品股份有限公司子公司情况

序号	子公司全称	主营业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	辽宁爱普特贸易有限公司	原料贸易	100.00	--
2	长春恒丰农牧有限公司	原料贸易	--	49.47
3	北京卓龙动保商贸有限公司	原料贸易	--	51.00
4	济南新维他科贸有限公司	原料贸易	--	62.00
5	广州大上贸易有限公司	原料贸易	--	51.00
6	香港爱普特贸易有限公司	原料贸易	--	100.00
7	绥中县人和渔业有限公司	原料贸易	--	90.00
8	上海禾虹贸易有限公司	原料贸易	--	70.00
9	海南爱普特贸易有限公司	原料贸易	--	71.00
10	天津爱普特贸易有限公司	原料贸易	--	100.00
11	沈阳普丰商贸有限公司	原料贸易	100.00	--
12	沈阳华威达动物保健品有限公司	原料贸易	--	100.00
13	沈阳丰美生物技术有限公司	综合板块	100.00	--
14	沈阳华威药业有限公司	综合板块	--	51.00
15	重庆大鸿农牧机械有限公司	综合板块	15.00	35.00
16	大鸿农牧科技研究院重庆有限公司	综合板块	--	90.00
17	黑龙江禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
18	黑龙江省三江禾丰牧业有限公司	饲料	61.00	--
19	集贤爱普特贸易有限公司	原料贸易	--	65.00
20	哈尔滨临丰升益商贸有限公司	原料贸易	--	51.00
21	哈尔滨禾丰农牧发展有限公司	饲料	--	51.00
22	绥化禾丰牧业有限公司	生猪	47.30	37.70
23	大连禾源牧业有限公司	肉禽	57.00	--
24	大连中佳食品有限公司	肉禽	--	100.00
25	大连鸿途牧业有限公司	肉禽	--	51.00
26	瓦房店市溢丰牧业有限公司	肉禽	--	51.00
27	瓦房店市惠农禽业有限公司	肉禽	--	52.94
28	山东禾源食品有限公司	肉禽	--	100.00
29	山东禾源牧业有限公司	肉禽	--	100.00
30	辽宁禾丰农牧发展有限公司	生猪	100.00	--
31	抚顺禾丰农牧有限公司	生猪	--	100.00
32	沈阳禾丰禽业有限公司	肉禽	--	100.00
33	阜新禾丰农牧有限公司	生猪	--	100.00
34	辽宁禾丰蛋业有限公司	综合板块	--	75.15
35	沈阳禾丰农牧科技有限公司	综合板块	--	100.00
36	凌源禾丰农牧有限公司	生猪	100.00	--
37	沈阳禾丰生猪养殖有限公司	生猪	--	100.00
38	沈阳小禾农牧有限公司	生猪	--	100.00
39	阜新禾丰农牧科技有限公司	综合板块	100.00	--
40	开封禾丰肉类食品有限公司	肉禽	100.00	--

41	开封禾丰农牧科技有限公司	肉禽	--	100.00
42	濮阳禾丰食品有限公司	肉禽	49.81	--
43	濮阳禾丰牧业有限公司	肉禽	--	100.00
44	平原禾丰食品加工有限公司	肉禽	100.00	--
45	平原禾丰牧业有限公司	肉禽	--	100.00
46	河北德恒养殖有限公司	肉禽	--	100.00
47	沈阳华康肉禽有限公司	肉禽	95.00	--
48	沈阳华康农牧有限公司	肉禽	--	100.00
49	长春禾丰食品有限公司	肉禽	85.00	--
50	德惠禾丰牧业有限公司	肉禽	--	100.00
51	安徽禾丰牧业有限公司	饲料	70.00	--
52	安徽禾丰浩翔农业发展有限公司	生猪	--	100.00
53	利辛翔丰农牧有限公司	生猪	--	100.00
54	利辛宏丰农牧有限公司	生猪	--	100.00
55	安徽禾丰食品有限责任公司	生猪	--	100.00
56	阜阳禾丰农牧科技有限公司	生猪	--	75.00
57	利辛荣丰农牧有限公司	生猪	--	100.00
58	西安禾丰饲料科技有限公司	饲料	80.00	--
59	杨凌禾丰农牧有限公司	饲料	--	100.00
60	西安临丰升益商贸有限公司	原料贸易	--	100.00
61	公主岭禾丰牧业有限责任公司	饲料	100.00	--
62	梨树县禾丰生态养殖有限公司	生猪	--	68.50
63	赤峰禾丰阜信源食品有限公司	生猪	70.00	--
64	天壹初味(北京)科技有限公司	原料贸易	--	70.00
65	北京禾丰牧业科技有限公司	饲料	100.00	--
66	北京临丰升益商贸有限公司	原料贸易	--	60.00
67	河北临丰升益商贸有限公司	原料贸易	--	100.00
68	怀仁大壮养殖有限公司	综合板块	--	70.00
69	青岛禾丰牧业有限公司	饲料	95.00	--
70	青岛海丰畜牧有限公司	生猪	--	100.00
71	吉林市禾丰牧业有限责任公司	饲料	100.00	--
72	吉林大龙禾丰牧业有限公司	饲料	--	59.00
73	吉林省禾丰种猪繁育有限公司	生猪	100.00	--
74	公主岭禾丰生猪养殖有限公司	生猪	--	68.50
75	沈阳禾丰反刍动物饲料有限公司	饲料	100.00	--
76	沈阳禾丰膨化饲料有限公司	饲料	100.00	--
77	沈阳禾丰水产饲料有限公司	饲料	100.00	--
78	沈阳禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
79	沈阳农大禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--
80	海城新众鑫饲料有限公司	饲料	51.00	--
81	海城市禾丰牧业饲料有限责任公司	饲料	100.00	--
82	台安禾丰饲料有限责任公司	饲料	100.00	--
83	凌源禾丰牧业有限责任公司	饲料	90.50	--
84	锦州禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
85	兴城禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--
86	大连禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--

87	长春禾丰饲料有限责任公司	饲料	98.00	--
88	大庆禾丰八一农大动物科技有限公司	饲料	70.00	--
89	牡丹江禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
90	公主岭禾丰反刍饲料有限责任公司	饲料	100.00	--
91	扶余禾丰牧业有限公司	饲料	97.00	--
92	扶余禾丰陶赖昭禽业养殖有限公司	肉禽	98.19	--
93	扶余禾丰蛋禽有限公司	肉禽	52.00	--
94	舒兰丰泰农牧有限公司	肉禽	80.00	--
95	舒兰丰泰养殖有限公司	综合板块	51.00	--
96	敦化市禾丰牧业有限责任公司	饲料	51.00	--
97	敦化市丰达农牧业开发有限公司	肉禽	51.00	--
98	大庆禾丰食品有限公司	肉禽	51.00	--
99	内蒙古必丰牧业科技发展有限公司	综合板块	48.30	--
100	德惠丰源农牧有限公司	肉禽	51.00	--
101	大庆禾丰牧业有限公司	饲料	51.00	--
102	齐齐哈尔禾丰牧业有限公司	饲料	51.00	--
103	沈阳爱普特贸易有限公司	原料贸易	100.00	--
104	沈阳嘉合天丰商贸有限公司	原料贸易	100.00	--
105	辽宁禾丰采贸贸易有限公司	原料贸易	100.00	--
106	彰武禾丰农业发展有限责任公司	综合板块	60.00	--
107	辽宁天地养殖设备有限公司	综合板块	100.00	--
108	辽宁禾丰食品有限公司	综合板块	60.00	--
109	广州市翔顺畜牧设备有限公司	综合板块	56.00	--
110	通辽市禾丰天奔草业有限公司	综合板块	51.00	--
111	禾丰食品（沈阳）有限公司	综合板块	100.00	--
112	丰美（沈阳）生物高新技术产业研究院有限公司	综合板块	100.00	--
113	辽宁逛大集电子商务有限公司	原料贸易	100.00	--
114	俄罗斯禾丰有限责任公司	生猪	55.00	--
115	河南禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
116	郑州禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
117	驻马店禾丰牧业有限公司	饲料	90.00	--
118	焦作禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--
119	南阳禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--
120	北京鹤来科技有限公司	饲料	100.00	--
121	北京三元禾丰牧业有限公司	饲料	70.00	--
122	唐山禾丰饲料有限公司	饲料	85.00	--
123	沧州鹤来科技有限公司	饲料	70.00	--
124	甘肃禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
125	济宁禾丰牧业有限公司	饲料	70.00	--
126	上海禾丰饲料有限公司	饲料	65.00	--
127	浙江平湖禾丰牧业有限公司	饲料	85.00	--
128	淮安禾丰饲料有限公司	饲料	100.00	--
129	兰考禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
130	荆州禾丰农业科技有限公司	饲料	86.00	--
131	云南禾丰饲料有限公司	饲料	97.00	--
132	山西禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--

133	天津丰运达供应链有限公司	综合板块	100.00	--
134	唐山禾丰科技有限公司	饲料	70.00	--
135	重庆禾丰牧业有限公司	饲料	65.00	--
136	南昌禾丰牧业有限公司	饲料	65.00	--
137	临沂鹤来牧业有限公司	饲料	100.00	--
138	南阳金宛牧业有限公司	综合板块	100.00	--
139	长沙禾丰牧业有限公司	饲料	83.00	--
140	兰考天地饲料有限公司	饲料	100.00	--
141	临沂禾丰牧业有限公司	饲料	100.00	--
142	济源鹤来饲料有限公司	饲料	100.00	--
143	万安禾丰饲料有限公司	饲料	52.00	--
144	海南禾丰牧业有限公司	饲料	60.00	--
145	赤峰禾丰牧业有限公司	饲料	85.00	--
146	包头禾辰牧业有限公司	饲料	42.00	--
147	衡水禾丰饲料有限公司	饲料	80.00	--
148	福州禾丰星源牧业发展有限公司	饲料	70.00	--
149	开封九丰农牧有限公司	生猪	94.00	--
150	洛阳市禾丰农牧有限公司	生猪	100.00	--
151	安阳禾丰农牧有限公司	生猪	100.00	--
152	唐山禾佳农牧有限公司	生猪	65.00	--
153	驻马店禾丰农业发展有限公司	生猪	94.01	--
154	石家庄禾佳农牧有限公司	生猪	65.00	--
155	沈阳亨买电子商务有限公司	原料贸易	65.00	--
156	大连华康新新食品有限公司	肉禽	65.00	11.00
157	沈阳华康新新食品有限公司	综合板块	85.00	--
158	河北太行禾丰食品有限公司	肉禽	90.00	--
159	辽宁清源禾丰农牧有限公司	饲料	95.00	--
160	海城新鸿尊达牧业有限公司	饲料	51.00	--
161	内黄县禾丰牧业有限公司	饲料	75.00	20.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	12.62	12.45	16.95	13.49
资产总额 (亿元)	116.47	129.72	153.93	150.22
所有者权益 (亿元)	79.02	75.13	83.57	83.16
短期债务 (亿元)	12.37	17.41	14.06	15.38
长期债务 (亿元)	5.90	14.17	28.01	27.08
全部债务 (亿元)	18.27	31.58	42.07	42.47
营业总收入 (亿元)	238.18	294.69	328.12	78.44
利润总额 (亿元)	15.09	1.76	6.28	0.14
EBITDA (亿元)	19.48	7.34	12.66	--
经营性净现金流 (亿元)	7.66	2.99	1.96	-2.88
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	57.38	50.91	37.84	--
存货周转次数 (次)	10.73	10.80	10.19	--
总资产周转次数 (次)	2.29	2.39	2.31	--
现金收入比 (%)	102.79	101.69	102.71	97.21
营业利润率 (%)	8.83	5.18	5.87	4.46
总资本收益率 (%)	14.73	1.20	5.60	--
净资产收益率 (%)	17.18	0.33	6.43	--
长期债务资本化比率 (%)	6.95	15.87	25.11	24.57
全部债务资本化比率 (%)	18.78	29.60	33.49	33.80
资产负债率 (%)	32.15	42.08	45.71	44.64
流动比率 (%)	154.01	135.07	171.02	172.86
速动比率 (%)	74.47	67.43	90.11	91.67
经营现金流动负债比 (%)	24.63	7.52	4.72	--
现金短期债务比 (倍)	1.02	0.72	1.21	0.88
EBITDA 利息倍数 (倍)	25.71	7.09	7.58	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.94	4.30	3.32	--

注: 1. 上表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. 本报告将长期应付款中的债务部分计入长期债务核算; 3. 2023 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化

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 (母公司)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	9.32	9.47	15.16
资产总额 (亿元)	75.69	83.99	100.38
所有者权益 (亿元)	47.63	45.00	49.83
短期债务 (亿元)	7.58	12.84	9.22
长期债务 (亿元)	4.95	10.89	22.70
全部债务 (亿元)	12.53	23.73	31.92
营业总收入 (亿元)	9.69	9.69	8.07
利润总额 (亿元)	6.82	1.67	2.20
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	2.39	1.89	2.18
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	57.48	36.30	20.80
存货周转次数 (次)	13.15	10.89	8.66
总资产周转次数 (次)	0.14	0.12	0.09
现金收入比 (%)	99.62	98.48	98.51
营业利润率 (%)	30.85	28.08	22.73
总资本收益率 (%)	10.86	2.16	2.68
净资产收益率 (%)	13.71	3.30	4.40
长期债务资本化比率 (%)	9.41	19.49	31.29
全部债务资本化比率 (%)	20.82	34.52	39.04
资产负债率 (%)	37.06	46.42	50.36
流动比率 (%)	104.57	101.99	140.83
速动比率 (%)	102.30	99.27	138.36
经营现金流动负债比 (%)	10.44	6.80	7.96
现金短期债务比 (倍)	1.23	0.74	1.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 上表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. 因母公司财务报表注释未披露折旧、摊销等, 出于准确性考虑, 本报告不披露母公司 EBITDA 及相关指标的值; 3. 母公司一季报未披露

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+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+油气资产折耗+生产性生物资产折旧+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