

禾丰食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

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

—
专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3595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**，维持“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：

二〇二四年六月十七日

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禾丰食品股份有限公司（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。



禾丰食品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
禾丰食品股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/17
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，禾丰食品股份有限公司（以下简称“公司”）在规模、品牌和技术水平等方面维持了较强竞争优势。截至 2023 年底，公司资产受限比例低，资产质量好；所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。2023 年，随着经营规模扩大，公司营业总收入同比增长；受成本端承压和销售价格低迷双重挤压，叠加计提资产减值损失并产生投资损失，利润总额同比由盈转亏。公司期间费用规模大，对利润存在一定侵蚀，盈利指标表现有所下降；收入实现质量保持较好，经营活动现金净流入规模大幅增长，可以覆盖投资支出；经营现金对流动负债和全部债务的保障能力有所提升，现金类资产对短期债务的保障程度维持在高水平。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、饲料业务产能利用率低、存货和应收账款对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险、债务负担有所加重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2023 年，公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度高。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

个体调整：其他有利因素+1。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司依托区域内行业地位和产能规模等竞争优势，竞争实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司在保持财务状况的基础上，市场拓展取得重大进展，销量和市场占有率显著提升，拉动公司收入和利润大幅增长；公司资本市场表现较好，在其他能力保持稳定情况下，通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升；其他带动业绩大幅增长的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：由于竞争加剧、可替代品增加、下游消费习惯改变等因素导致禽畜养殖行业和饲料加工行业景气度持续下行，公司产品销量持续大幅下降，影响公司偿债现金流和整体盈利能力；动物疫病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；因原材料价格大幅上涨、防疫压力加大等因素导致公司成本控制压力显著加大，且公司长期无法通过经济管理进行调整改变这一趋势；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；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动或违法违规情况，对公司经营造成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **区域内行业地位较为突出。**公司在东北地区农牧行业处于前列，在规模、品牌和技术等方面拥有较强的竞争优势。
- **公司资产受限比例较低，资产质量好；现金类资产对短期债务的保障程度维持在高水平。**截至 2024 年 3 月底，公司受限资产合计 0.20 亿元，受限比例为 0.13%。2022—2023 年底和 2024 年 3 月底，现金类资产/短期债务分别为 1.21 倍、1.01 倍和 1.26 倍，维持在高水平。
- **公司经营现金对流动负债和全部债务的保障能力有所提升。**2023 年，公司经营现金净流入量同比增长 3.87 倍至 9.56 亿元，经营现金/流动负债和经营现金/短期债务分别同比增长至 20.98% 和 0.50 倍。
- **其他有利因素。**禽畜市场情况回暖叠加成本端压力放缓，有利于公司经营业绩好转。

关注

- **公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险，公司盈利水平存在波动风险。**公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。2023 年，受成本端承压和销售价格低迷双重挤压，公司肉禽板块毛利率同比大幅下降，生猪板块毛利率由正转负，计提资产减值损失并产生投资损失，公司利润总额-4.81 亿元，同比由盈转亏。

- **饲料业务产能利用率低。**2023 年，公司饲料业务产能利用率为 58.39%。饲料行业存量竞争加剧，上游原材料价格波动大，公司面临成本管控和利润下滑风险。考虑到公司募投项目涉及饲料产能扩张，新建产能消化存在不确定性。
- **存货和应收账款对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险。**截至 2023 年底，公司存货和应收账款规模大，合计占流动资产的 59.18%，对营运资金形成占用。考虑到养殖行业持续低迷，饲料行业受到成本端高位波动和需求端不振的双重挤压，公司存在存货跌价风险和应收账款减值风险。
- **债务负担有所加重。**截至 2023 年底，公司全部债务较年初增长 7.92%，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 49.02%、37.35%和 25.72%，较年初分别提高 3.18 个百分点、3.86 个百分点和 0.61 个百分点。

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	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa-
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
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

主要财务数据

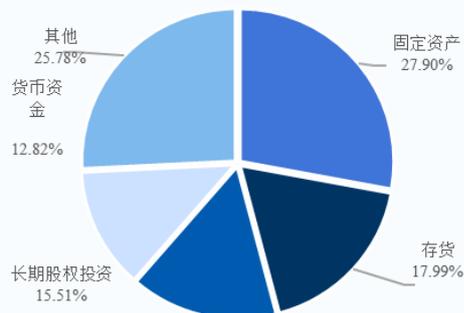
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.95	19.23	14.85
资产总额（亿元）	154.28	149.37	148.68
所有者权益（亿元）	83.56	76.15	74.81
短期债务（亿元）	14.06	19.04	11.77
长期债务（亿元）	28.01	26.36	34.27
全部债务（亿元）	42.07	45.40	46.03
营业总收入（亿元）	328.12	359.70	72.22
利润总额（亿元）	6.28	-4.81	-1.06
EBITDA（亿元）	12.66	2.85	--
经营性净现金流（亿元）	1.96	9.56	-3.45
营业利润率（%）	5.87	3.82	4.38
净资产收益率（%）	6.42	-7.72	--
资产负债率（%）	45.84	49.02	49.68
全部债务资本化比率（%）	33.49	37.35	38.09
流动比率（%）	171.02	140.90	164.37
经营现金流动负债比（%）	4.72	20.98	--
现金短期债务比（倍）	1.21	1.01	1.26
EBITDA 利息倍数（倍）	7.58	1.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	15.95	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	100.38	104.87	/
所有者权益（亿元）	49.83	49.00	/
全部债务（亿元）	31.92	31.16	/
营业总收入（亿元）	8.07	7.16	/
利润总额（亿元）	2.20	0.41	/
资产负债率（%）	50.36	53.28	/
全部债务资本化比率（%）	39.04	38.87	/
流动比率（%）	140.83	109.46	/
经营现金流动负债比（%）	7.96	3.31	/

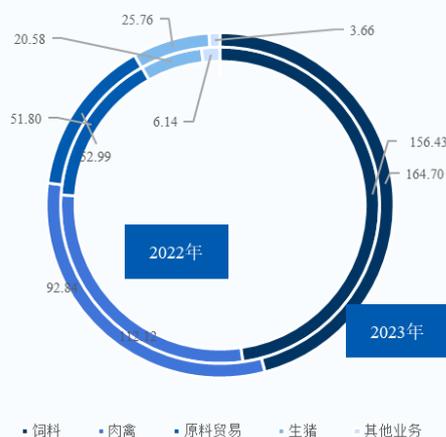
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司本部 2024 年一季度财务报表未披露，2022 年财务数据取期初数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “-”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

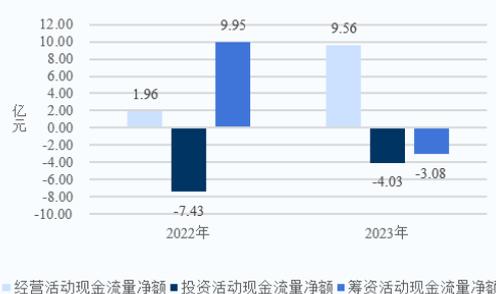
2023 年底公司资产构成



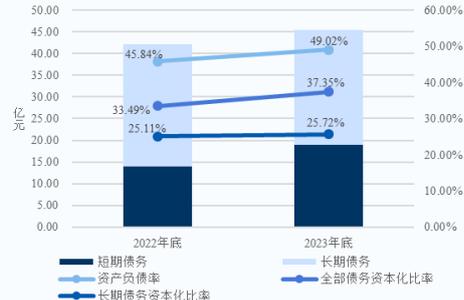
2022—2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



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
禾丰转债	15.00 亿元	14.67 亿元	2028/04/22	回售条款；赎回条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点高处于存续期的债券
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
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/05/29	李敬云 华艾嘉	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
禾丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2021/08/10	王进取 孙菁	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：蒲雅修 puyx@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，于 2003 年 3 月 27 日在辽宁省工商行政管理局注册成立，注册资本为 5300.00 万元。2014 年 8 月，公司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 2024 年 3 月底，公司总股本 9.19 亿股，公司控股股东及实际控制人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。截至 2024 年 3 月底，金卫东质押公司股份占其所持公司股份的 8.04%。

截至 2024 年 3 月底，公司主营业务未变化，仍从事饲料及饲料原料贸易业务、肉禽业务和生猪业务；按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2023 年底，公司本部组织架构无变化（组织架构图见附件 1-2），合并范围内拥有子公司 175 家；截至 2023 年底，公司在职工 8971 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 149.37 亿元，所有者权益 76.15 亿元（含少数股东权益 9.56 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 359.70 亿元，利润总额 4.81 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 148.68 亿元，所有者权益 74.81 亿元（含少数股东权益 9.27 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 72.22 亿元，利润总额 -1.06 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 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“禾丰转债”（债券概况见下表），“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，2023 年 5 月 26 日，“禾丰转债”转股价调整为 10.14 元/股。

截至 2023 年底，“禾丰转债”募集资金用途未变更，累计投入 7.60 亿元，累计投入进度 51.01%。募投项目主要围绕饲料生产、生猪养殖、屠宰加工和熟食调理进行。2023 年，考虑到生猪养殖行业持续亏损，猪价低迷，养殖端投料积极性下降，饲料供需关系存在产能过剩风险，公司延缓生猪养殖项目和饲料生产项目进度；受外部宏观因素影响，公司前期投入的其他食品项目延期竣工尚未满产，公司延期进行熟食调理品项目建设。相关项目预定可使用状态由 2023 年底和 2024 年 4 月延期至 2025 年底。2023 年，公司未进行募投项目建设投入。截至 2023 年底，公司已使用 4.30 亿元闲置募集资金暂时补充流动资金。

图表 1 · 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
禾丰转债	15.00	14.67	2022/04/22	6 年

资料来源：Wind

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 饲料行业

2023年，饲料行业在下游养殖行业全面亏损、上游原材料价格整体高位震荡下行的双重压力下，存量竞争加剧、低效产能持续出清，未来行业集中度有望持续提升。国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

从上游原料供应看，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。近年来，我国玉米年产量较为稳定，维持在2.7亿吨左右（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 and 阿根廷，以巴西为主。2023年年初，玉米价格受到产区雨雪天气、物流受阻等因素影响，价格处于高位；节后随着进口玉米到岗和产区玉米上市量增加，价格高位震荡下行；6月随着高温多雨天气影响，运输难度增加，流通粮源减少，玉米价格回升；7月中旬后，随着政策玉米投放量增加，市场供求缓解，玉米价格小幅回落。整体看，2023年玉米价格整体高位震荡下行，从年初的2830元/吨下降至年底的2489元/吨，降幅约为12%。豆粕方面，2023年年初，豆粕价格受到南美大豆减产影响价格处于高位，随后巴西出口大豆与美豆竞争导致豆粕价格震荡下行直至三季度开始上涨。整体看，2023年，豆粕最高价和最低价分别为8月底的5050元/吨和6月初的3720元/吨。

从供给端看，2023年，工业饲料总产量32162.7万吨，同比增长6.6%。从主要品种看，猪饲料产量14975.2万吨，同比增长10.1%；蛋禽饲料产量3274.4万吨，同比增长2.0%；肉禽饲料产量9510.8万吨，同比增长6.6%；反刍饲料产量1671.5万吨，同比增长3.4%；水产饲料产量2344.4万吨，同比下降4.9%。从销售方式看，全国散装饲料总量13050.2万吨，同比增长21.9%，占配合饲料总产量的43.7%，比上年提高5.4个百分点。从集中度来看，全国年产百万吨以上规模饲料企业集团33家，合计饲料产量占全国饲料总产量的56.1%。

从需求端看，猪料方面，2023年上半年生猪价格处于低位，但由于能繁母猪去化缓慢，生猪存栏量仍维持高位，对猪料需求形成支撑；下半年生猪价格持续下行，生猪养殖企业连续亏损，行业资金压力累积，产能去化速度加快，猪料需求有所回落；禽料方面，白羽肉鸡存栏量处于高位，肉鸡料需求上升；反刍料方面，牛羊肉价格持续下跌，反刍动物存栏量调整下行，饲料需求量明显走弱。

行业政策方面，国家继续推动饲料新产品、新技术、新工艺的研究和应用，致力于降低饲料成本和提高饲料利用率。农业农村部制定的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》等政策的实施，将进一步推动饲料行业减少玉米、豆粕等原料的使用，降低对进口原料的依赖。

整体看，2023年，玉米、豆粕等上游原材料价格高位震荡下行，下游养殖行业整体景气度较为低迷，处于产业链中游的饲料行业受到需求不振与成本承压的双重压力，市场竞争加剧，利润空间压缩。头部饲料企业在技术、采购、运营、服务、品牌等方面具有优势，行业集中度有望持续提升。

2 白羽肉鸡养殖行业

2023年，白羽肉鸡市场产能过剩，供过于求，下游消费需求低于预期，成本端压力无法有效传导到下游销售价格，行业内利润整体分配不均衡，盈利主要向种鸡企业集中，下游养殖、屠宰环节陷入亏损。

供给方面，2023年一季度，受到上年底父母代种鸡大规模换羽等因素影响，鸡雏供应量持续下降，导致肉鸡供应减少，毛鸡、鸡肉价格上涨；二季度以后，随着换羽的父母代种鸡陆续开产，鸡雏供应量持续上升，肉鸡供应增加；三季度前期因高温天气影响，7月份肉鸡出栏增幅不大，但进入8月至四季度，肉鸡出栏量大幅增加，毛鸡和鸡肉价格大幅回落，肉鸡养殖亏损严重。全年来看，2023年，中国肉鸡出栏量同比增长10.5%，肉鸡分割品同比增长9.7%，白羽肉鸡供应量同比大幅上升，供给端压力较大。

需求方面，2023年，随着社会活动、消费场景的恢复，餐饮、团膳、旅游等需求逐渐回暖，但整体上终端消费的恢复速度不及预期；替代消费方面，猪肉价格低位运行，抑制鸡肉消费需求；消费信心不足导致经销商采用低库存的销售策略，鸡肉产品走货缓慢，屠宰企业

库容率升至高位。全年来看，一季度肉鸡分割品综合售价大幅上涨，二季度快速回落，三季度小幅反弹后重新走弱，四季度跌至低位，12月均价 9270 元/吨，同比下降 18.0%，低于全年均价 10760 元/吨。

整体看，2023 年，白羽肉鸡价格呈现前高后低走势，上半年各环节产品价格大幅上涨后回落，进入下半年较为低迷。由于鸡肉消费市场表现低迷，白鸡屠宰行业整体处于亏损状态，但不同企业由于运营管理、生产效率等方面存在差异，盈利水平相差较大。此外，白羽肉鸡产业链盈利分化较为明显，行业利润主要集中在种鸡端，养殖和屠宰端亏损幅度较大。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司在东北地区农牧企业中处于前列，保持了在区域内较为突出的行业地位和规模、品牌和技术等方面较强的竞争优势；公司历史信用记录良好。

产权方面，见“二、企业基本情况”。

企业规模和竞争力方面，公司主要业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽业务、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前列，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，公司饲料产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，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。公司是“中国饲料工业协会副会长单位”。2023 年，公司控股企业饲料外销量 430.52 万吨，同比增长 7.88%；其中，预混料同比增长 23.54%，浓缩料同比下降 1.41%，配合料同比增长 7.86%。

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。2023 年，公司控参股企业年屠宰能力超过 11 亿羽，合计屠宰白羽肉鸡 8.1 亿羽，同比增长 13%；合计产销分割品 212 万吨，同比增长 14%；合计产销调理品及熟食 3.2 万吨，同比增长 19%。

生猪业务方面，2023 年，公司控参股企业合计出栏生猪 116 万头，其中肥猪 91 万头、仔猪 21 万头、种猪 4 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 4 次当选“中国主板上市公司价值百强”，7 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 2023 年底，公司已累计获得授权专利 266 项，其中发明专利 74 项，并获得 2 项国家科技进步奖、1 项国家技术发明奖、1 项丰收奖一等奖、近 20 项省部级科技奖励。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：9121000074712989XU），截至 2024 年 4 月 3 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。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董监高完成换届选举工作。公司管理制度连续，管理经营正常。

2024 年一季度，公司完成董监高换届选举工作：张文良先生不再担任公司董事；陈宇先生被选举为公司董事并被聘任为财务总监及董事会秘书；赵馨女士和金戈先生被聘任为副总裁；王凤久先生、邵彩梅女士、王学强先生、邸国先生不再担任公司高管；监事会构成由 5 人变成 3 人，王仲涛先生、任秉鑫先生、院铭娥女士不再担任公司监事，王凤久先生被选举为公司监事会主席。截至 2024 年 3 月底，公司董事 9 人，监事 3 人，高级管理人员 4 人（含 3 位董事），符合章程规定。赵馨女士、王凤久先生、金戈先生均在公司体系内任职多年，具有丰富岗位和行业经验，陈宇先生历任财务审计背景工作，换届后，公司管理层背景与公司经营需要相匹配。

跟踪期内，公司主要制度未发生重大变化，管理制度连续，管理经营正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司主营业务无变化；随着经营规模扩大，公司营业总收入同比增长；受成本端承压和销售价格低迷双重挤压，公司综合毛利率同比下降，叠加公司计提资产减值损失并产生投资损失，利润总额同比由盈转亏。

2023年，公司主营业务未发生变化，仍主要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。2023年，随着经营规模扩大，公司实现营业总收入359.70亿元，同比增长9.63%；营业成本345.40亿元，同比增长12.00%。2023年，肉禽业务和生猪业务成本端承压叠加销售价格低迷，公司营业利润率为3.82%，同比下降2.04个百分点；此外，公司计提资产减值损失并产生投资损失合计2.92亿元，公司利润总额-4.81亿元，同比由盈转亏。

从收入构成来看，2023年，公司主营业务收入仍主要来自饲料、肉禽、原料贸易和生猪业务，占营业总收入的比重超过99%，主营业务非常突出。饲料、肉禽、原料贸易和生猪业务收入规模同比均有不同程度增长，占比变化不大。从毛利率方面看，饲料和原料贸易业务同比变化不大；肉禽和生猪业务受成本端承压叠加销售价格低迷影响，毛利率同比下降。2023年，公司综合毛利率同比下降2.09个百分点。

2024年1—3月，公司营业总收入同比下降7.93%；营业利润率同比下降0.08个百分点；利润总额同比由盈转亏，主要系猪禽养殖行业持续低迷所致。

图表2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2022年			2023年			2024年1—3月			2023年同比变动率（%）		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入（%）	占比（个百分点）	毛利率（个百分点）
饲料	156.43	47.72	7.80	164.70	45.85	8.42	30.19	41.85	10.69	5.29	-1.87	0.62
肉禽	92.84	28.32	4.29	112.12	31.21	0.62	22.74	31.52	0.58	20.77	2.89	-3.67
原料贸易	51.80	15.80	3.59	52.99	14.75	2.75	11.78	16.33	-2.94	2.30	-1.05	-0.84
生猪	20.58	6.28	3.93	25.76	7.17	-9.23	6.36	8.81	2.26	25.17	0.89	-13.16
其他	6.14	1.87	16.24	3.66	1.02	15.47	1.07	1.49	11.35	-40.39	-0.85	-0.77
合计	327.79	100.00	6.05	359.24	100.00	3.96	72.15	100.00	4.55	9.59	0.00	-2.09

注：1. 尾差系四舍五入及计算单位不同所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）饲料及饲料原料贸易业务

2023年，饲料业务主要产品结构变化不大，仍以猪饲料、禽饲料和反刍饲料为主。禽饲料销量同比增长，猪饲料和反刍饲料销量变化不大，饲料业务采用按订单需求生产模式，2023年产能和产量均同比增长；主要原材料采购方面，玉米、豆粕和小麦采购量同比增长，鱼粉和小麦采购均价同比增长。饲料主要原材料价格波动大，公司面临成本控制压力。公司饲料业务采购和销售集中度低。

公司饲料产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，2023年，公司饲料业务采购模式未发生重大变化，仍分为两个方面：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，2023年，玉米和豆粕等主要原材料价格高位波动对公司成本控制形成一定压力。

图表3 • 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2022年	2023年	2024年1—3月	2023年同比变动率（%）
玉米	采购量（万吨）	148.42	173.11	42.23	16.64
	采购均价（元/吨）	2715.08	2771.94	2713.70	2.09
豆粕	采购量（万吨）	113.35	120.72	27.15	6.50
	采购均价（元/吨）	4656.52	4558.66	4395.83	-2.10
DDGS	采购量（万吨）	16.90	12.13	2.28	-28.22
	采购均价（元/吨）	2767.03	2794.90	3014.90	1.01
鱼粉	采购量（万吨）	2.85	2.58	0.36	-9.47
	采购均价（元/吨）	10911.42	12406.26	12954.20	13.70

小麦	采购量（万吨）	11.50	14.31	0.76	24.43
	采购均价（元/吨）	2441.26	2821.58	3070.80	15.58
糙米	采购量（万吨）	76.17	45.56	12.94	-40.19
	采购均价（元/吨）	2657.75	2707.02	2727.48	1.85

资料来源：公司提供

采购量方面，公司根据饲料订单需求排产进行采购，并对多元化配方体系持续改进，对原料用量精度进行把控，从而实现降本增效。2023年，DDGS、鱼粉和糙米的采购量同比下降，玉米、豆粕、小麦采购量同比增长；主要原材料价格均随行就市，2023年，除鱼粉和小麦采购均价同比有所增长，其他主要原材料采购均价同比变化不大。但饲料主要原材料价格波动大，公司面临成本控制压力。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。

采购集中度方面，2023年，公司前五大供应商采购额合计55.44亿元，占采购总额的比例同比提升1.21个百分点至16.17%，采购品类以豆粕为主，无关联方；采购集中度低。

生产方面，跟踪期内，公司饲料产品仍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，执行农业农村部制定的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。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。2023年，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；产量同比增长，但产能扩大使得产能利用率同比有所下降。

图表4 • 公司饲料业务产能及产量情况

产品	项目	2022年	2023年	2024年1—3月
饲料	产能（万吨）	786.70	897.00	224.00
	产量（万吨）	498.28	523.73	127.43
	产能利用率（%）	63.34	58.39	56.89

资料来源：公司提供

饲料业务销售方面，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，2023年，猪饲料和反刍饲料销量同比变化不大，禽饲料销量同比增长，水产饲料和其他饲料销量同比下降。销售价格方面，受生猪养殖行业低迷影响，猪饲料销售价格有所下降，反刍饲料销售均价变化不大，禽饲料、水产饲料和其他饲料销售均价同比均有所上涨。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，2023年，公司饲料业务向前五大客户销售额9.03亿元，占当年饲料业务销售额的5.48%，同比变化不大，集中度低。

图表5 • 公司饲料业务主要产品销售情况

项目	项目	2022年	2023年	2024年1—3月	2023年同比变动(%)
猪饲料	销量（万吨）	155.81	155.65	31.88	-0.10
	销售均价（元/吨）	4585.48	4121.48	3714.85	-10.12
	销售额（亿元）	71.45	64.15	11.84	-10.21
禽饲料	销量（万吨）	150.73	184.95	39.5	22.70
	销售均价（元/吨）	3325.44	3602.42	3080.35	8.33
	销售额（亿元）	50.12	66.63	12.17	32.92
水产饲料	销量（万吨）	17.64	15.28	1.05	-13.38
	销售均价（元/吨）	5183.42	5563.71	6158.05	7.34
	销售额（亿元）	9.14	8.50	0.65	-7.02

反刍饲料	销量（万吨）	73.57	74.21	17.69	0.87
	销售均价（元/吨）	3432.02	3403.98	3033.2	-0.82
	销售额（亿元）	25.25	25.26	5.37	0.05
其他饲料	销量（万吨）	1.35	0.42	0.58	-68.89
	销售均价（元/吨）	3491.36	3910.9	2957.91	12.02
	销售额（亿元）	0.47	0.16	0.17	-65.15

注：1. 数据尾差系四舍五入所致；2. 饲料销量仅为外销，不含内销

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司饲料原料贸易业务主要销售鱼粉、豆粕、玉米副产品等大宗饲料原料及氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、维生素等饲料添加剂产品，同时公司与多家知名跨国动保企业结成战略联盟，代理销售疫苗、兽药等动保产品。公司饲料原料业务分布于东北、华北、华东、华南、西南等地，部分产品出口至尼泊尔、印尼、蒙古等国家。贸易业务从采购到销售周期通常为7~30天，价格以现货价格为准。

（2）肉禽业务

2023年，肉禽业务养殖端采用“公司+大农场”的委托代养模式。2023年，公司肉禽业务产能、产销量同比均有所增长，销售均价受消费端需求低迷影响同比下降。

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。

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。

2023年，公司肉禽业务产能及产量同比均有所增长，受益于产量同比增幅较大，产能利用率同比上升。

图表6·公司肉禽业务产能、产量及产能利用情况

产品	项目	2022年	2023年	2024年1—3月
白羽肉鸡	产能（万羽/年）	36000	36412	9351
	产量（万羽）	29442	35457	8270
	产能利用率（%）	81.78	97.38	84.44

资料来源：公司提供

公司的肉鸡产品采取经销、直销相结合的方式进行销售。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。2023年，受益于产能增长，公司白羽肉鸡销量同比有所增长，销售均价同比下降。

图表7·公司肉禽业务主要产品销量情况

产品	项目	2022年	2023年	2024年1—3月
白羽肉鸡	销量（万吨）	76.47	95.18	22.37
	销售均价（元/吨）	10127	10034	8921
	销售额（亿元）	77.44	95.51	19.96

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，2023年，公司肉禽业务前五大客户销售额占肉禽业务销售总额的11.23%，集中度较低。

(3) 生猪业务

公司业务经营主体以控股子公司为主，产品以肥猪为主。2023年，考虑到生猪价格持续低迷，产能过剩，公司控制养殖规模，暂缓猪场建设。

公司通过自建、合资、租赁等方式在东北三省、内蒙古、河南、河北、安徽等区域进行生猪产业布局。目前，公司生猪业务主要涵盖种猪养殖与销售、商品仔猪销售、育肥猪放养及少量自养、生猪屠宰等业务环节，通过建立生物安全体系、育种体系和养殖管理体系，致力于打造包含育种、养殖、屠宰及加工一体化的生猪产业链条。生猪板块主要产品为肥猪、仔猪和种猪。

图表 8 · 公司生猪业务产业链条情况



考虑到生猪价格持续低迷，产能去化速度和消费需求恢复不及预期，公司控制总体养殖规模，优化内部养殖结构，加强猪场管理降本增效，暂缓猪场建设，淘汰落后产能，包括无效低效母猪、不达标的种猪场和放养场。2023年，公司控参股企业合计出栏生猪 116 万头，其中肥猪 91 万头、仔猪 21 万头、种猪 4 万头。公司生猪业务经营主体以控股子公司为主。

经营效率方面，2023 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分别为 33.28 次、11.42 次和 2.37 次，分别同比下降 4.56 个百分点、上升 1.23 个百分点和上升 0.06 个百分点。与同行业其他企业相比公司经营效率指标处于中上游水平。

图表 9 · 2023 年同业主要上市公司经营效率情况

证券简称	存货周转次数（次）	应收账款周转次数（次）	总资产周转次数（次）
新希望	8.83	110.91	1.06
温氏股份	4.37	169.75	0.94
湘佳股份	6.02	13.43	1.02
禾丰股份	11.41	33.47	2.37

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致

资料来源：Wind，联合资信整理

2 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划；公司在建项目未来资金支出压力不大。

公司中长期发展战略是在集团管理模式下，坚定做强饲料和肉禽两项核心业务，高质量推动生猪、食品两项战略探索业务，逐步形成区域性食品品牌。2024 年，公司将严控项目管理，强化现金流管理；集中资源，在保证业务质量前提下，做强做大饲料业务；稳健发展肉禽产业化业务，进一步完善、精深肉禽产业链条管理；夯实生猪养殖产业基础，推动种猪繁殖线模式升级，持续改善生猪养殖各项指标，提高盈利能力；完善布局，加快食品产业发展速度；优化后台职能，落实技产销的协同达到降本增效；优化关键人才团队和激励机制；加快财务数字化转型及集中化管理，强化风险管控；加强组织能力与系统运营能力建设。

2024 年以来，猪价在 2 月下旬触底后呈持续回升态势。截至 2024 年 5 月底，中国 21 省生猪出栏均价由 2 月下旬的 13.65 元/公斤上升至 16.47 元/公斤，2024 年 1—5 月均价为 14.90 元/公斤，同比上升 0.17 元/公斤。2023 年 8 月以来，中国主产区白羽肉鸡平均价呈下行趋势至 12 月下旬 7.24 元/公斤触底，后一路震荡回升，截至 2024 年 5 月底价格为 7.43 元/公斤，2024 年 1—5 月均价为 7.81 元/公斤。成本端来看，饲料主要原料为玉米和豆粕。2023 年 9 月，中国东北三省玉米平均价和中国豆粕平均价分别达到 2.80 元/公斤和 4.97 元/公斤的高位后，呈下行趋势，截至 2024 年 5 月底，玉米和豆粕价格分别为 2.37 元/公斤和 3.76 元/公斤。随着生猪和肉禽价格回升，叠加成本端饲料价格下降，生猪养殖行业和肉禽养殖行业成本端承压有所减轻，盈利空间有所恢复，有利于公司经营业绩的好转。¹

在建项目方面，截至 2024 年 3 月底，公司主要在建项目系海城禾丰工厂建设二期工程，围绕饲料生产业务，计划投资总额 0.74 亿元，资金来源全部自筹，截至 2024 年 3 月底已投资 0.28 亿元，2024 年计划投入全部余额。公司其他主要在建项目为“禾丰转债”募投项目，

¹ 本段涉及数据根据 wind 披露行业数据整理。

具体情况见“三、债券概况及募集资金使用情况”。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。2023 年，公司合并范围内子公司新增 20 家，减少 14 家。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司合计 175 家。公司合并范围存在一定变动，但主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产总额和所有者权益均较年初有所下降，负债总额较年初有所增长；公司存货和应收账款对营运资金形成占用，需关注可能存在的存货跌价及应收账款减值风险；货币资金为主的现金类资产规模增长，受限资产占比很低，资产质量好，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2023 年底，公司负债总额和全部债务均较年初增长，负债以流动负债为主，债务结构以长期债务为主，债务负担有所加重。2023 年，随着经营规模扩大，公司营业总收入同比增长；受成本端承压和销售价格低迷双重挤压，叠加计提资产减值损失并产生投资损失，利润总额同比由盈转亏。公司期间费用规模大，对利润存在一定侵蚀，盈利指标表现有所下降，与所选同行业公司相比处于中游水平；公司收入实现质量保持较好，经营活动现金净流入规模大幅增长，可以有效覆盖投资支出，公司筹资活动现金同比净流入转为净流出，考虑到募投项目之外的在建项目规模较小，公司资本支出压力可控。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较年初有所下降。公司资产结构以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2023 年底，流动资产较年初下降，主要系存货减少所致。截至 2023 年底，公司货币资金较年初增长。货币资金中有 0.20 亿元受限资金，受限比例为 1.04%，主要为期货保证金和信用证保证金。截至 2023 年底，公司应收账款较年初增长。应收账款账龄以 1 年以内的为主（占 82.78%），累计计提坏账准备 1.74 亿元；应收账款前五大欠款方合计占比为 14.45%，集中度低。截至 2023 年底，公司存货较年初下降，主要系公司加快饲料存货周转速度，原材料和库存商品规模下降所致。存货主要由原材料（占 33.46%）、库存商品（占 32.81%）和消耗性生物资产（占 28.33%）构成，累计计提跌价准备 0.77 亿元，计提比例为 2.79%。存货和应收账款规模大，合计占流动资产的 59.18%，对营运资金形成占用。考虑到养殖行业持续低迷，饲料行业受到成本端高位波动和需求端不振的双重挤压，公司存在存货跌价风险和应收账款减值风险。

截至 2023 年底，公司非流动资产较年初变化不大。截至 2023 年底，公司长期股权投资主要系对联营企业的投资，公司投资的联营企业为农牧业及周边产业，可以与公司发展形成良好协同。截至 2023 年底，公司固定资产较年初增长，主要系在建工程转入和企业合并增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 64.98%）和机器设备（占 32.75%）构成，累计计提折旧 21.87 亿元；固定资产成新率 80.22%，成新率较高。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额规模与结构较年初变化不大；受限资产合计 0.20 亿元，全部为受限货币资金。受限资产占比为 0.13%。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		2023 年底较年初 变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	71.06	46.06	64.23	43.00	63.02	42.39	-9.61
货币资金	16.89	23.77	19.15	29.82	14.78	23.45	13.42
应收账款	10.35	14.57	11.14	17.35	14.61	23.18	7.67
存货	33.62	47.31	26.87	41.83	26.71	42.38	-20.07
非流动资产	83.22	53.94	85.14	57.00	85.66	57.61	2.31
长期股权投资	24.87	30.01	23.16	27.20	23.54	27.49	-6.88
固定资产	35.47	42.80	41.68	48.95	40.80	47.64	17.50
资产总额	154.28	100.00	149.37	100.00	148.68	100.00	-3.18

资料来源：联合资信根据公司年报整理

资本结构方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 76.15 亿元，较年初下降 8.86%，主要系未分配利润和少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.44%，少数股东权益占比为 12.56%。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 12.07%、11.46%、-0.31% 和 57.78%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2024 年 3 月底，公司所

所有者权益规模和结构较年初变化不大。

负债方面，截至 2023 年底，公司负债规模和结构较年初变化不大，以流动负债为主。

截至 2023 年底，公司流动负债较年初增长，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2023 年底，公司短期借款主要由保证借款（2.08 亿元）和信用借款（7.61 亿元）构成。截至 2023 年底，公司应付账款主要为与购货及费用相关的应付账款（15.12 亿元），无账龄超过 1 年或逾期的重要应付账款。截至 2023 年底，公司其他应付款主要为与费用、往来相关的经营性应付款（3.91 亿元），无账龄超过 1 年或逾期的重要其他应付款。截至 2023 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长，主要系一年内到期的长期借款、租赁负债及长期应付款增加所致。

截至 2023 年底，公司非流动负债较年初下降。截至 2023 年底，公司长期借款较年初下降；长期借款主要由保证借款（2.73 亿元）和信用借款（6.46 亿元）构成。期限分布方面，1~2 年内到期的占 47.38%，2~3 年内到期的占 29.63%，3 年及以上到期的占 22.99%。截至 2023 年底，公司应付债券为“禾丰转债”未转股余额。截至 2023 年底，公司租赁负债较年初增长，主要系厂房和设备相关的租赁业务增加所致。

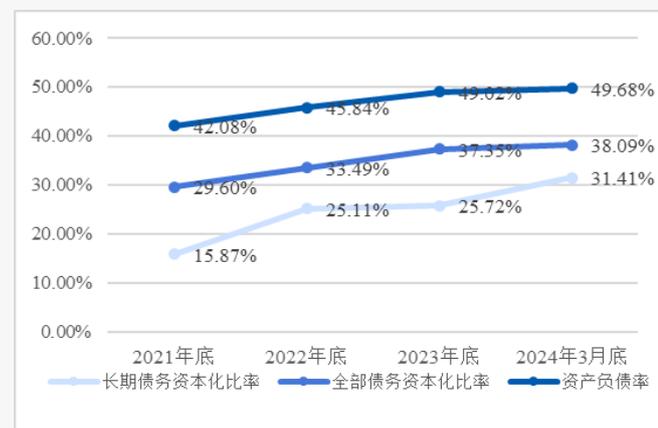
图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		2023 年底较年初变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	41.55	58.75	45.58	62.26	38.34	51.91	9.71
短期借款	9.34	22.47	9.71	21.30	5.87	15.31	3.98
应付账款	16.92	40.71	16.30	35.75	16.52	43.10	-3.66
其他应付款	4.43	10.66	4.58	10.05	4.96	12.94	3.46
一年内到期的非流动负债	4.71	11.34	9.33	20.46	5.90	15.38	97.89
非流动负债	29.17	41.25	27.63	37.74	35.53	48.09	-5.27
长期借款	13.13	45.00	9.20	33.30	16.98	47.80	-29.91
应付债券	12.58	43.12	13.06	47.26	13.18	37.09	3.81
租赁负债	2.23	7.64	3.68	13.32	3.72	10.48	65.02
负债总额	70.37	100.00	73.22	100.00	73.87	100.00	3.53

资料来源：联合资信根据公司年报整理

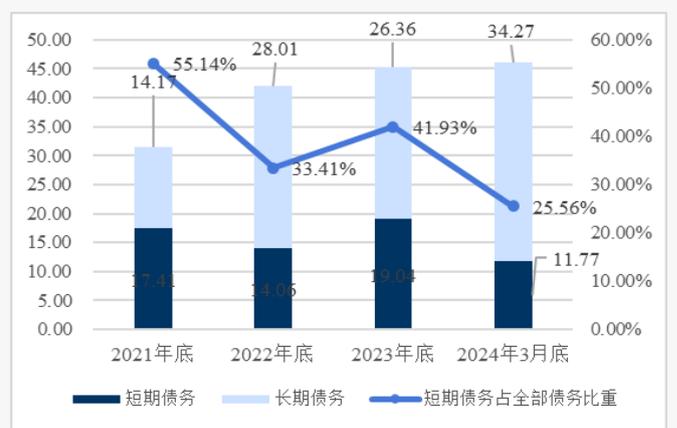
截至 2023 年底，公司全部债务较年初增长 7.92%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.02%、37.35%和 25.72%，较年初分别提高 3.18 个百分点、3.86 个百分点和 0.61 个百分点。公司债务负担仍可控。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模较年初变化不大。债务结构方面，长期债务占比较年初提升，债务结构有所优化。截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别提高 0.67 个百分点、0.74 个百分点和 5.70 个百分点。

图表 12 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利方面，2023 年，公司营业总收入与营业成本均同比增长，分析详见本报告“业务经营分析”章节；公司盈利指标表现同比均有所下降，盈利能力减弱；期间费用总额主要为销售费用和管理费用，占营业总收入的比例同比变化不大。期间费用规模大，对利润存在一定侵蚀。2023 年，公司资产减值损失 1.44 亿元，主要系计提存货跌价损失及合同履行成本减值损失所致；投资收益为-1.48 亿元，由盈转亏，主要系经营肉鸡养殖为主的联营企业经营亏损，公司权益法下核算的长期股权投资收益减少所致；资产减值损失和投资损失对利润水平有一定影响。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 7.93%；营业利润率同比下降 0.08 个百分点；利润总额同比由盈转亏，主要系猪禽养殖行业持续低迷所致。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2023 年同 比增长率 (%、个 百分点)
营业总收入	328.12	359.70	72.22	9.63
营业成本	308.39	345.40	68.92	12.00
费用总额	14.10	15.89	3.91	12.64
其中：销售费用	6.22	7.18	1.73	15.41
管理费用	5.37	6.15	1.70	14.47
研发费用	0.90	0.84	0.07	-7.00
财务费用	1.61	1.72	0.41	6.80
投资收益	1.57	-1.48	-0.08	-194.20
利润总额	6.28	-4.81	-1.06	-176.54
营业利润率	5.87	3.82	4.38	-2.04
总资本收益率	5.60	-3.36	--	-8.97
净资产收益率	6.42	-7.72	--	-14.14

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年，公司经营活动现金净流入 9.56 亿元，同比增长 3.87 倍，主要系 2022 年大环境运输受限导致存货基数较高，叠加 2023 年公司加快库存周转，存货规模同比大幅下降所致。2023 年，公司现金收入比为 103.58%，同比提高 0.87 个百分点，收入实现质量较好。2023 年，公司投资活动现金净流出 4.03 亿元，净流出规模收窄。2023 年，公司筹资活动前现金流量净额为 5.53 亿元，同比由净流出转为净流入。2023 年，公司筹资活动现金净流出 3.08 亿元，同比净流入转为净流出，主要系 2022 年公司收到“禾丰转债”募集资金所致。2024 年 1—3 月，公司经营活动现金和投资活动现金均为净流出。

图表 16 • 2023 年同业主要上市公司盈利能力情况

证券简称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
新希望	1417.03	2.75	1.05	-2.66
温氏股份	899.21	0.84	-5.46	-17.82
湘佳股份	38.90	12.63	-2.56	-8.52
禾丰股份	359.70	3.98	-2.02	-7.72

注：为了增加可比性，表中数据来源于 Wind

资料来源：Wind，联合资信整理

同业对比方面，与所选公司比较，公司盈利指标表现处于中游水平。

2 偿债指标变化

2023 年，公司经营现金对流动负债和全部债务的保障能力有所提升，现金类资产对短期债务的保障程度维持在高水平；EBITDA 对全部债务的覆盖程度下降。考虑到公司在行业地位、经营规模和产业链一体化布局等方面的优势，且具备直接融资渠道，公司偿债能力指标表现很强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	171.02	140.90
	速动比率 (%)	90.11	81.96
	经营现金/流动负债 (%)	4.72	20.98
	经营现金/短期债务 (倍)	0.14	0.50
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.21	1.01
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	12.66	2.85
	全部债务/EBITDA (倍)	3.32	15.95
	经营现金/全部债务 (倍)	0.05	0.21
	EBITDA/利息支出 (倍)	7.58	1.59
	经营现金/利息支出 (倍)	1.17	5.33

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

截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，经营现金对流动负债和短期债务的保障能力有所提升；现金类资产对短期债务的保障程度维持在高水平。2023 年，公司 EBITDA 同比下降 77.52%，利润总额同比由盈转亏。2023 年，公司 EBITDA 利息倍数同比下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；全部债务/EBITDA 同比提高，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金对全部债务和利息支出的保障能力同比提升。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 62.59 亿元，尚未使用额度 36.25 亿元，可用额度较为充足。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

截至 2023 年底，母公司资产以长期股权投资为主，负债以流动负债为主，现金类资产可以保障短期债务；母公司收入规模较小；经营活动现金为净流入状态。

截至 2023 年底，母公司资产总额 104.87 亿元，较年初增长 4.48%。其中，流动资产 41.17 亿元（占 39.25%），非流动资产 63.71 亿元（占 60.75%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 41.08%）和其他应收款（占 55.62%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 97.28%）构成。截至 2023 年底，母公司货币资金为 16.91 亿元。

截至 2023 年底，母公司负债总额 55.87 亿元，较年初增长 10.54%。其中，流动负债 37.61 亿元（占 67.31%），非流动负债 18.27 亿元（占 32.69%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 14.69%）、其他应付款（合计）（占 63.61%）和一年内到期的非流动负债（占 20.62%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 26.39%）和应付债券（占 71.48%）构成。截至 2023 年底，母公司资产负债率为 53.28%，较年初提高 2.92 个百分点。

截至 2023 年底，母公司全部债务 31.16 亿元。其中，短期债务占 42.62%、长期债务占 57.38%。截至 2023 年底，母公司短期债务为 13.28 亿元，现金类资产可以有效覆盖。截至 2023 年底，母公司全部债务资本化比率 38.87%。

截至 2023 年底，母公司所有者权益为 49.00 亿元，较年初下降 1.67%。在所有者权益中，实收资本为 9.19 亿元（占 18.76%）、资本公积合计 8.79 亿元（占 17.94%）、未分配利润合计 26.34 亿元（占 53.76%）、盈余公积合计 4.57 亿元（占 9.33%）。

2023 年，母公司营业总收入为 7.16 亿元，利润总额为 0.41 亿元。同期，母公司投资收益为 0.17 亿元。

现金流方面，截至 2023 年底，母公司经营活动现金流净额为 1.24 亿元，投资活动现金流净额-3.34 亿元，筹资活动现金流净额 3.87 亿元。

截至 2023 年底，母公司资产占合并口径的 70.21%；母公司负债占合并口径的 76.31%；母公司所有者权益占合并口径的 64.34%；母公司营业总收入占合并口径的 1.99%；母公司利润总额占合并口径的-8.52%；母公司全部债务占合并口径的 68.63%。

（五）ESG 方面

公司 ESG 方面表现水平对经营无重大不利影响。

环境责任方面，公司及部分子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2023 年因环境问题受到行政处罚涉及罚款 25.05 万元。公司启动整改工作，同时全面审查规范环保相关管理工作。

社会责任方面，公司注重投资者权益保护、员工权益保护、客户及供应商权益保护，参与环保、教育、扶贫、救灾等各项公益事业；2023 年对外捐赠、公益项目总投入 433.90 万元。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，可以满足公司日常经营管理需要。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度高，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

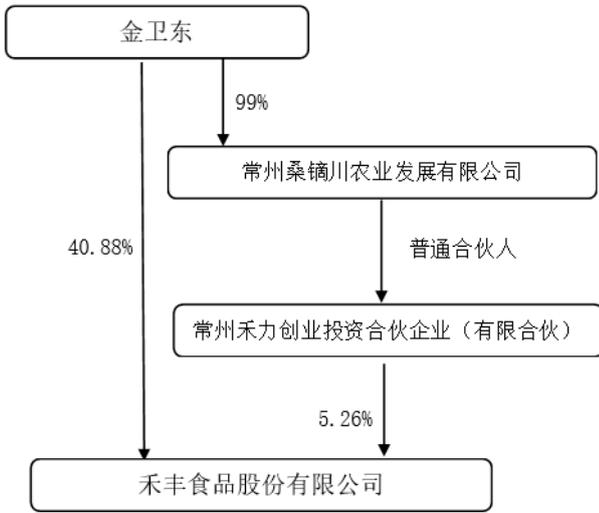
2023 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 375.13 亿元、9.56 亿元、2.85 亿元，分别为“禾丰转债”待偿余额（14.67 亿元）的 25.57 倍、0.65 倍和 0.19 倍。

从“禾丰转债”发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对“禾丰转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

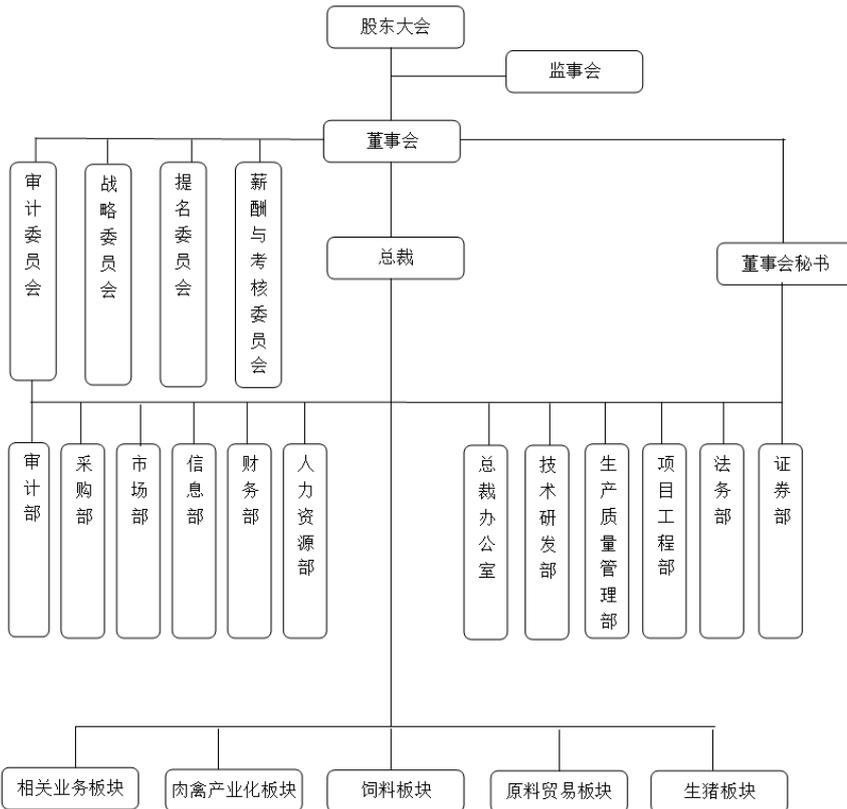
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“禾丰转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
北京三元禾丰牧业有限公司	生产	70.00	--	投资设立
沈阳禾丰牧业有限公司	生产	100.00	--	投资设立
西安禾丰饲料科技有限公司	生产	80.00	--	投资设立
大连禾源牧业有限公司	生产	57.00	--	投资设立
辽宁禾丰农牧发展有限公司	生产	100.00	--	非同一控制下合并
安徽禾丰牧业有限公司	生产	70.00	--	投资设立
沈阳禾丰反刍动物饲料有限公司	生产	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.95	19.23	14.85
应收账款（亿元）	10.35	11.14	14.61
其他应收款（亿元）	0.98	0.93	0.92
存货（亿元）	33.62	26.87	26.71
长期股权投资（亿元）	24.87	23.16	23.54
固定资产（亿元）	35.47	41.68	40.80
在建工程（亿元）	6.01	1.58	1.74
资产总额（亿元）	154.28	149.37	148.68
实收资本（亿元）	9.19	9.19	9.19
少数股东权益（亿元）	11.20	9.56	9.27
所有者权益（亿元）	83.56	76.15	74.81
短期债务（亿元）	14.06	19.04	11.77
长期债务（亿元）	28.01	26.36	34.27
全部债务（亿元）	42.07	45.40	46.03
营业总收入（亿元）	328.12	359.70	72.22
营业成本（亿元）	308.39	345.40	68.92
其他收益（亿元）	0.32	0.35	0.04
利润总额（亿元）	6.28	-4.81	-1.06
EBITDA（亿元）	12.66	2.85	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	336.99	372.56	71.41
经营活动现金流入小计（亿元）	339.44	375.13	71.91
经营活动现金流量净额（亿元）	1.96	9.56	-3.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.43	-4.03	-1.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	9.95	-3.08	0.09
财务指标			
销售债权周转次数（次）	37.84	33.28	--
存货周转次数（次）	10.19	11.42	--
总资产周转次数（次）	2.31	2.37	--
现金收入比（%）	102.71	103.58	98.88
营业利润率（%）	5.87	3.82	4.38
总资本收益率（%）	5.60	-3.36	--
净资产收益率（%）	6.42	-7.72	--
长期债务资本化比率（%）	25.11	25.72	31.41
全部债务资本化比率（%）	33.49	37.35	38.09
资产负债率（%）	45.84	49.02	49.68
流动比率（%）	171.02	140.90	164.37
速动比率（%）	90.11	81.96	94.71
经营现金流动负债比（%）	4.72	20.98	--
现金短期债务比（倍）	1.21	1.01	1.26
EBITDA 利息倍数（倍）	7.58	1.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	15.95	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据取期初数；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. “--”表示指标不适用；4. 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：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	15.16	16.91
应收账款（亿元）	0.44	0.28
其他应收款（亿元）	21.75	22.90
存货（亿元）	0.68	0.49
长期股权投资（亿元）	59.87	61.97
固定资产（亿元）（合计）	1.38	1.36
在建工程（亿元）（合计）	0.10	0.05
资产总额（亿元）	100.38	104.87
实收资本（亿元）	9.19	9.19
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	49.83	49.00
短期债务（亿元）	9.22	13.28
长期债务（亿元）	22.70	17.88
全部债务（亿元）	31.92	31.16
营业总收入（亿元）	8.07	7.16
营业成本（亿元）	6.21	5.39
其他收益（亿元）	0.07	0.06
利润总额（亿元）	2.20	0.41
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.95	7.30
经营活动现金流入小计（亿元）	8.87	7.59
经营活动现金流量净额（亿元）	2.18	1.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.54	-3.34
筹资活动现金流量净额（亿元）	12.17	3.87
财务指标		
销售债权周转次数（次）	20.80	19.92
存货周转次数（次）	8.66	9.21
总资产周转次数（次）	0.09	0.07
现金收入比（%）	98.51	101.92
营业利润率（%）	22.73	24.50
净资产收益率（%）	4.40	0.62
长期债务资本化比率（%）	31.29	26.73
全部债务资本化比率（%）	39.04	38.87
资产负债率（%）	50.36	53.28
流动比率（%）	140.83	109.46
速动比率（%）	138.36	108.15
经营现金流动负债比（%）	7.96	3.31
现金短期债务比（倍）	1.64	1.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未披露，2022 年财务数据取期初数；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. “-”表示指标不适用，“/”表示数据未获取，“*”表示数据无穷大

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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