



# 生猪养殖行业在猪周期运行中的多角度分析

联合资信 工商评级 | 华艾嘉 | 李敬云

2000 年以来，中国经历了 5 轮猪周期；本轮猪周期从 2018 年开始，猪价波动出现极端特征。本文讨论了猪周期形成的原因以及本轮猪周期特征和驱动因素，分析了生猪养殖企业在穿越猪周期过程中的经营和财务表现，并观察了不同企业在渡过周期底部时的应对策略及优势企业特征。



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



## 一、生猪养殖行业概况

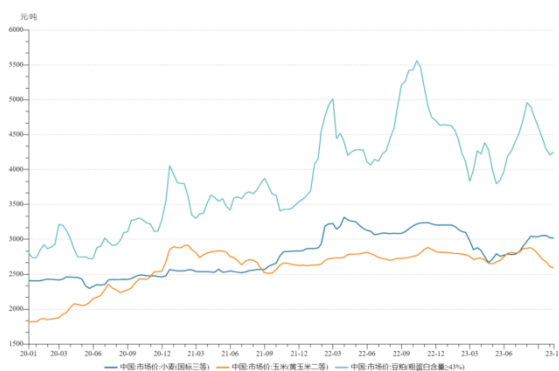
### （一）概况及背景

近年来，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，猪价具有较大的周期波动性。生猪养殖行业上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格；目前全国猪肉供大于求。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50% 以上，总产值已接近 2 万亿元。近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至 2022 年末，中国生猪养殖行业 CR10 为 20.4%，整体处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能增减随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

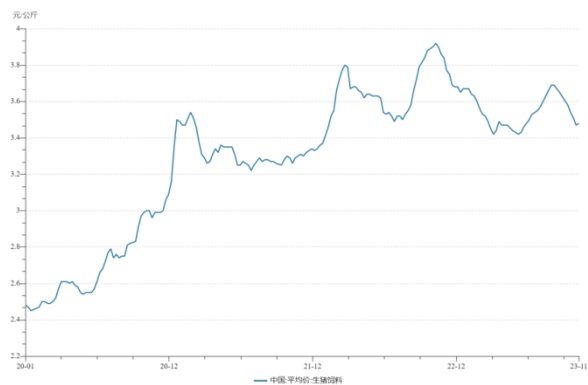
### （二）行业上下游

生猪养殖业的上游为饲料行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。主要饲料原材料价格自 2020 年以来呈上升态势，2022 年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格继续攀升；截至 2022 年末，小麦、玉米和豆粕价格分别为 3204.30 元/吨、2822.90 元/吨和 4698.40 元/吨，较 2021 年末分别提高 13.13%、7.57% 和 32.75%；2023 年以来，饲料原料价格整体仍处于较高水平。饲料原材料价格高位运行拉动饲料价格同步高位震荡，对生猪养殖企业的成本控制形成较大压力。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 中国小麦、玉米、豆粕市场价格



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 中国生猪饲料价格

根据国家统计局数据，2020—2022 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、

25.2 公斤和 26.9 千克，同比分别下降 10.34%、增长 38.46% 和增长 6.7%，在猪肉价格较低时对猪肉消费存在明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2022 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 68%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

## 二、猪周期运行及猪价主要驱动因素

### （一）猪周期运行情况

生猪的供需期间错配导致猪价波动，而生猪供给是猪周期形成的关键因素。2000 年以来，中国共经历了 5 轮猪周期。本轮猪周期从 2018 年开始，目前处于第 5 个猪周期结尾与第 6 个猪周期起步间的磨底过渡阶段。

#### 1. 猪周期回顾

在猪周期运行逻辑中，生猪的供需错配导致猪价波动。中国居民对生猪需求整体保持相对稳定，因而，生猪供给是猪价波动的关键因素。能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月；能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量。当猪价处于上升周期时，养殖盈利提升，母猪存栏增加，预示着未来 10~12 个月的商品猪供应增幅较大；当供应规模大、需求相对不足，猪价开始下降，养殖利润减少，养殖户淘汰能繁母猪，能繁母猪存栏下降，产能去化；当能繁母猪产能下降到一定程度时，预示着未来 10~12 个月商品猪供应减幅较大，可能出现供给不足，猪价触底。因此，每轮猪周期持续时间约 3~5 年。2000 年以来，中国经历了 5 轮猪周期。

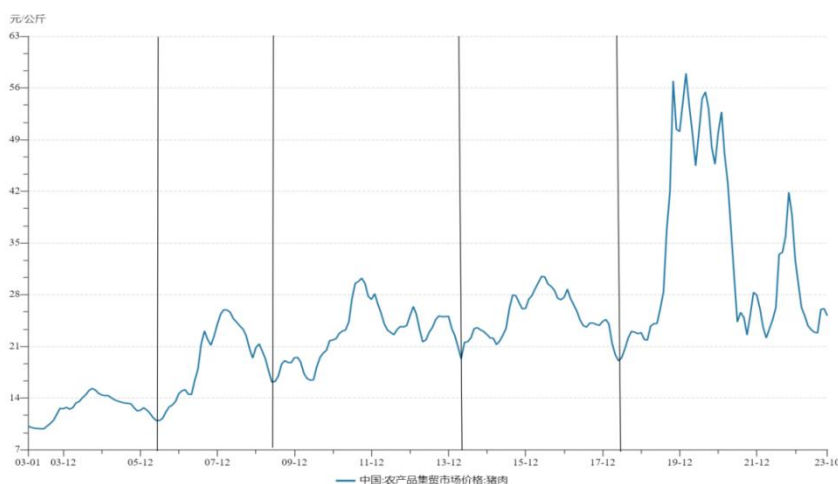
第 1 轮猪周期为 2000—2006 年，促成周期拐点的关键事件为 3 次疫情。2003 年 5 月爆发非典疫情，中国生猪养殖场停摆、宰杀母猪、减少补栏以及交通运输困难等导致生猪产能减少。2004 年禽流感疫情爆发，猪肉供不应求，猪价进入上行通道，受益于此，生猪养殖行业利润高企，养殖户补栏拉动产能增长。2005 年爆发猪链球菌病，猪肉需求降低，叠加前期生猪供给大幅提升，加快了猪价下行节奏，猪价于 2006 年中触底。

2006—2009 年的第 2 轮猪周期中，关键事件为猪蓝耳疫病的爆发。2006 年猪价已处于阶段性低位，行业大量去化产能，2007 年猪蓝耳疫病爆发，前期产能去化叠加疫病导致生猪存栏量急速下降，供需关系反转，猪价进入上行阶段；高利润导致猪价上行持续 20 个月，同时生猪出栏量持续增长。此后，随着“瘦肉精”和“甲型 H1N1

流感”等事件相继发生，猪肉需求减少，猪价进入下行阶段。

第3轮猪周期发生于2009—2014年，属于典型的猪周期。本轮猪周期中未发生影响供给的重大外部事件，因此供需矛盾相对不尖锐，整体周期拉长，猪价与产能变动趋势较平缓。

第4轮猪周期为2014—2018年，2014年以来，中国政府陆续出台《环境保护法》《水污染防治行动计划》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》等，开始实施严格的环保禁养规定，并提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户退出市场，生猪和能繁母猪存栏持续减少。猪价在2014年5月见底以后，一路上行至2016年中旬，其中2015年上半年爆发的猪丹毒疫情起到推波助澜的作用。环保政策影响产能出清及规模化养殖后生猪出栏效率的提升为下一轮猪周期的极端情况埋下伏笔。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 中国猪价变动情况

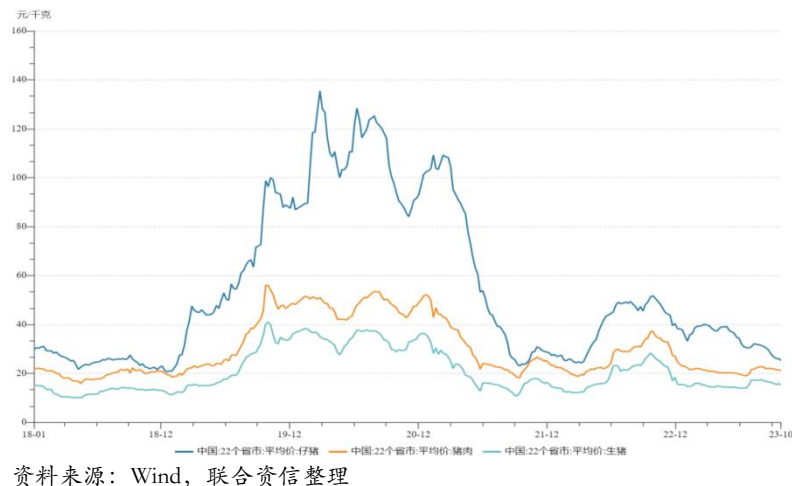
中国生猪养殖行业正在经历2000年以来的第5轮猪周期，主要驱动因素为非洲猪瘟。目前处于第5个猪周期结尾与第6个猪周期起步间的磨底过渡阶段。

## 2. 本轮猪周期运行情况

受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。自2018年8月非洲猪瘟在中国爆发以来，中国生猪养殖户加速生猪出栏，减少补栏。2019年9月，中国能繁母猪存栏量降至1913万头，为2009年以来的历史最低点。随着能繁母猪存栏量的减少，生猪供给紧张，猪价止跌回升。猪肉价格分别于2019年10月和2020年2月达到本轮猪周期高点，养殖户陆续补栏。2020年上半年，在



非洲猪瘟疫情叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素的影响下，能繁母猪存栏量及生猪出栏量仍处低位，猪肉价格继续高位运行，生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏积极性；2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。



**图 2.2 中国仔猪、生猪和猪肉价格情况**

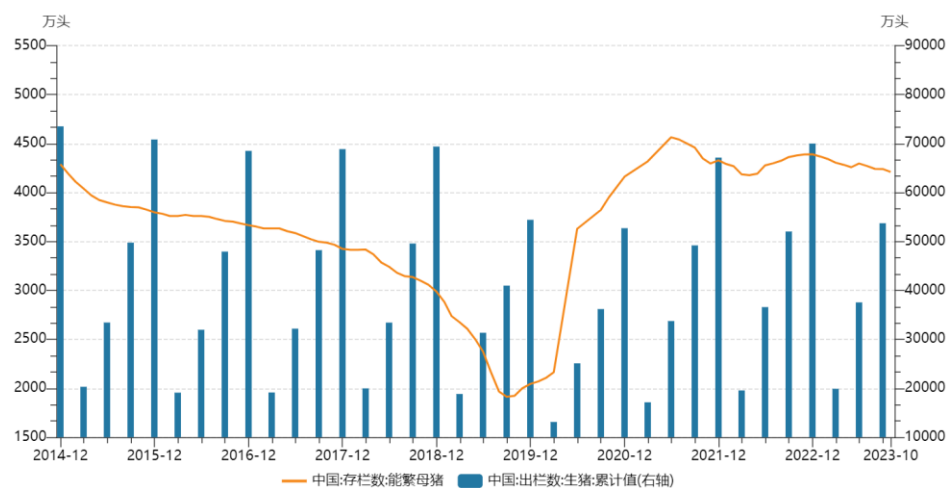
进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），能繁母猪存栏量于 2021 年 6 月末达到本轮猪周期峰值。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡。2022 年二、三季度，猪价开始缓慢上涨；第四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响，猪价快速上涨至 10 月末的年内高点，22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 51.76 元/千克、27.46 元/千克和 37.23 元/千克；2022 年 11 月—2023 年 10 月末，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，猪价有所回落。

## （二）猪价主要影响因素

### 1. 能繁母猪存栏及生猪出栏量

由于生猪养殖业下游为中国居民的刚性需求，猪肉供给基本决定了猪肉价格。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于猪价高景气度，生猪存栏量有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能

恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，生猪出栏量同比大幅增加，能繁母猪存栏量在 2021 年 7 月达到峰值后，开始逐步下降。截至 2023 年 10 月末，能繁母猪存栏量为 4210 万头。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头，则 2023 年 10 月末能繁母猪存栏量约相当于正常保有量的 102.68%，处于产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）的上半区间，仍处于较高水平。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，2021 年 6 月末为本轮周期能繁母猪存栏量峰值，2021 以来，生猪出栏量快速增加，虽然 2022—2023 年 9 月末生猪出栏量增速有所放缓，但产能过剩情况延续。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 2014 年以来中国能繁母猪存栏及生猪出栏情况

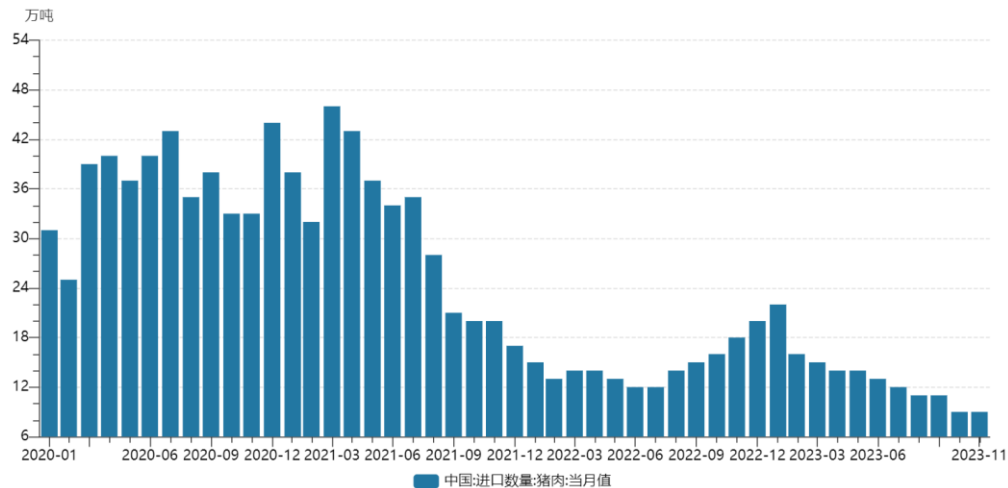
## 2. 生猪出栏均重

当前期投入成本（如购入仔猪等）较高时，养殖户倾向于养大体重的猪，以摊低仔猪成本；当猪粮比价<sup>1</sup>较高时，养殖户倾向于压栏；当看涨猪价时，养殖户也可能选择压栏，以争取更大利润。整体看，生猪出栏均重通常与生猪价格走势趋同。生猪出栏均重即受到猪价和成本变化影响，又受到市场对猪价预期的推动；生猪出栏均重又反向影响猪价。2023 年 2 月以来，市场对猪价的改善预期支撑了行业内养殖户压栏和二次育肥的行为，生猪出栏均重整体仍处于高位。截至 2023 年 9 月末，全国规模猪场的大中猪存栏量同比增长 6.3%，环比增长 2.4%，存栏中大猪将在未来 2 个月内陆续出栏，一定程度上压制了猪价的上涨。

<sup>1</sup> 猪粮比价：生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值

### 3. 进口量

在本轮猪周期中，2021 年之前，中国猪肉供给短缺价格高企，猪肉进口量呈上升态势，2021 年 3 月的月进口量达到本轮进口量峰值的 46 万吨。此后猪肉供应过剩、猪价回落，猪肉进口量和进口金额均持续下降。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 中国猪肉进口情况

### 4. 国家收储

根据华储网数据，2021 年中国投放中央储备冻猪肉共 9 次，累计 21 万吨；中央冻猪肉储备收储工作共展开了 4 次，累计 8.3 万吨。2022 年以来生猪价格持续下跌，猪粮比一度跌至 4.89，为防止生猪价格过度下跌、提振市场信心，中央收储冻猪肉共 4 次，累计收储量 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，2022 年 9 月，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）自 2022 年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，并于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备 13.71 万吨。2023 年以来猪价低位震荡，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发改委、财政部开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 7100 吨。随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于 2023 年 7 月跌破 5.00 的警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 2 万吨。2023 年 11 月，中央开展 2023 年第三批中央储备冻猪肉收储工作，收储挂牌竞价交易 1 万吨。

但收储并不会从根本上解决产能过剩的问题，通常只有持续的自然产能缩减和突发性疫情才能使猪肉产能重新出现缺口，开启新一轮猪周期。

## 5. 双节

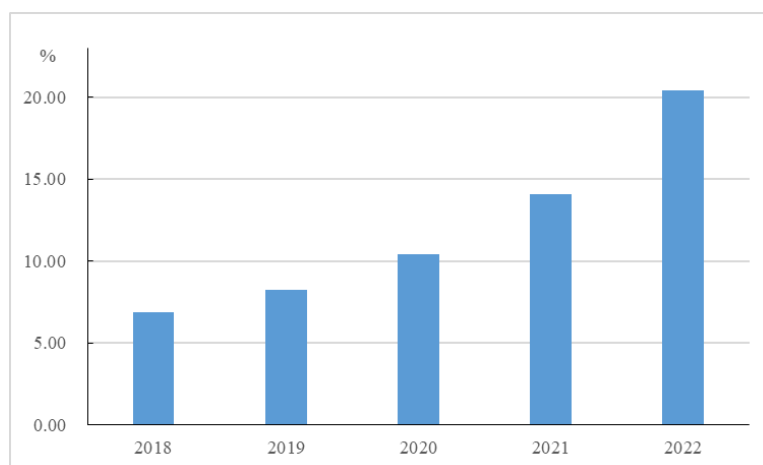
根据中国居民猪肉消费习惯，随着冬季“双节”邻近，腊肉等需求增加，使猪价短期回暖。故每年二、三季度为生产旺季，一、四季度为消费旺季，猪价通常于每年冬季环比有所上升。

### （三）本轮猪周期特点及驱动因素

自 2021 年初猪价进入下行周期以来，行业亏损的深度和时间长度有明显的扩大。这一现象符合生猪产业自身发展规律：2000 年后美国生猪产业基本实现规模化生产，猪周期则也从此前的 3~4 年延长至 8~10 年。本轮猪周期历时延长主要由于以下原因。

#### 1. 大型、专业化养殖企业占比提升

与固定资产投资大、资本约束强的大型专业养殖企业相比，个体小养殖户收入来源多样，对市场行情的反应更灵活。在猪价下行时，个体小养殖户更容易压缩产能，行业去产能的速度相对较快。



资料来源：国家统计局、国金证券研究所，联合资信整理

图 2.5 中国生猪养殖行业集中度（CR10）

中国生猪养殖行业 CR10 由 2018 年末的 6.87% 提升至 2022 年末的 20.40%，集中度快速提升。随着规模化进程的推进，大型、专业化养殖企业占比提高，大型养殖企业抗风险能力强、停产意愿相对较弱，因而行业低谷去产能的速度会更慢，行业亏损幅度更大或亏损持续时间更长。



## 2. 养殖户疫病防控能力提升

回顾过去几轮周期，突发疫病造成的产能大幅去化是形成猪周期的主要引发原因，如 2006 年的猪蓝耳和 2018 年的非洲猪瘟。2018 年非洲猪瘟爆发初期，养殖户应对不及，存栏生猪量大幅减少。目前中国养殖行业已进入非瘟疫情常态化防控阶段，养殖户积累了一定经验。当前最有效且最普遍使用的防控非瘟方法就是进行生物安全防控，形成疫病大规模流行的几率大幅下降。如以往几轮因动物疫病造成的大幅产能去化很难重演，目前生猪产量去化速度有所放缓。

## 3. 中国居民肉类结构趋于多元化

根据麦肯锡发布的《中国肉食消费市场报告》，2017—2021 年，我国猪肉消费占比从 63%降至 59%，禽类和牛肉则分别从 22%和 9%升至 26%和 10%。近年来，由于我国经济结构的转变、消费者健康意识增强和消费需求丰富化，猪肉在我国肉类消费占比下降，需求端变化一定程度上弱化了猪肉消化。

## 三、主要猪企在猪周期中运营情况分析

### （一）生猪养殖企业概况

据不完全统计，2022 年，生猪出栏量超过 50 万头的上市猪企为 21 家，合计生猪出栏量约为 1.38 亿头，约占全国生猪出栏量（7 亿头）的 20%。

**表 3.1 部分上市猪企基本情况（单位：万头、元/千克）**

公司全称	公司简称	2022 年 生猪出栏量	截至 2022 年末能繁母猪 存栏量	2023 年 生猪出栏 计划	养殖模式	生猪养殖成本 (数据时点)
牧原食品股份有限公司	牧原股份	6120.1	281.5	6500~ 7100	全产业链自繁自育自养一体化	7.45（2023 年 10 月）
温氏食品集团股份有限公司	温氏股份	1790.86	140	2600	“公司+现代养殖小区+农户”模式，未来向“公司+现代产业园区+职业农民”模式	7.80（2023 年 10 月）
新希望六和股份有限公司	新希望	1461.39	85	1850	以“公司+农户”合作养殖为主、一体化自养为辅	8.11（2023 年 10 月）
江西正邦科技股份有限公司	正邦科技	844.65	35	--	自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式	--
福建傲农生物科技集团股份有限公司	傲农生物	518.93	31	600	以自繁自养为主	9.00（2022 年 末）
北京大北农科技集团股份有限公司	大北农	443.12	18	600	“自繁自养”和“公司+生态农场”两种模式	9~9.50（2022 年度）
天邦食品股份有限公司	天邦食品	442.15	30	800~1000	“母猪场+育肥场”两点式规模化养殖，断奶仔猪生产阶段由公司自己管理，育肥阶段推行“自建+租赁+代养”三结合	8.50（2023 年 9 月）
中粮家佳康食品有限公司	中粮家佳康	410	22	--	--	--
广东海大集团股份有	海大集团	320	15	--	--	--

限公司						
唐人神集团股份有限公司	唐人神	215.79	10	350	以“自繁自养”为主，“公司+农户”为辅	8.60（2023年9月）
天康生物股份有限公司	天康生物	202.72	14	300~350	--	8.22（2023年9月）
湖南新五丰股份有限公司	新五丰	182.68	10.5	--	--	--
乐山巨星农牧股份有限公司	巨星农牧	153	11	--	--	--
深圳市京基智农时代股份有限公司	京基智农	126.44	10.8	200	--	8.40（2022年度）
深圳市金新农科技股份有限公司	金新农	125.64	--	130~140	以“自繁自养”为主、“公司+农户”的放养模式	9.20（2022年度）
浙江华统肉制品股份有限公司	华统股份	117	10	--	--	--
禾丰食品股份有限公司	禾丰股份	97.6	--	--	--	--
云南神农农业产业集团股份有限公司	神农集团	92.9	6.3	150	--	7.50（2023年9月）
东瑞食品集团股份有限公司	东瑞股份	52.03	--	100	--	9.00（2023年9月）
罗牛山股份有限公司	罗牛山	52.03	--	--	--	--
湖南正虹科技发展股份有限公司	正虹科技	50	--	--	--	--

资料来源：《农财宝典》新牧网记者采访、上市公司公告，联合资信整理

注：“--”表示数据未获取/无意义

根据生猪出栏量，上市猪企大致可分为三个梯队。第一梯队是出栏超 1000 万头企业，包括牧原股份、温氏股份和新希望；第二梯队是出栏 200~1000 万头企业，包括正邦科技、傲农生物、大北农等 8 家；第三梯队是出栏 200 万头以下的企业。

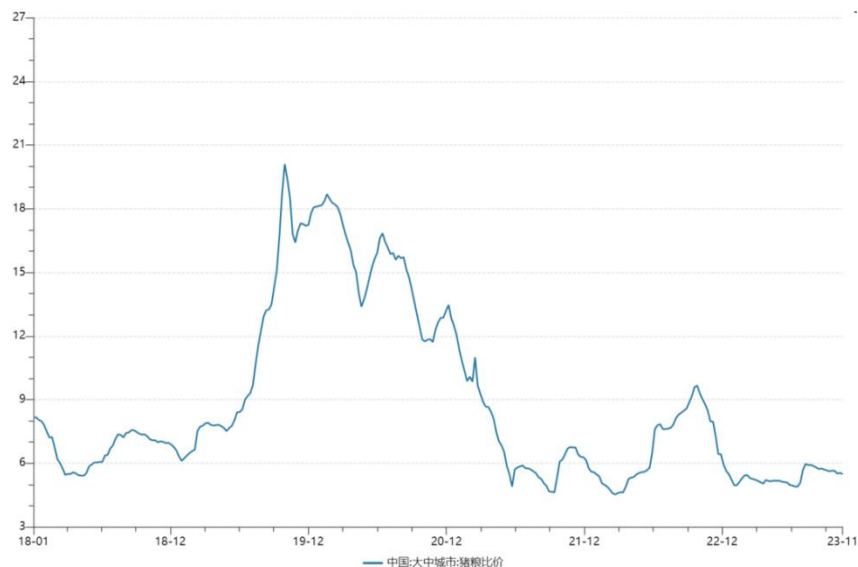
截至 2022 年末，能繁母猪超 10 万头的上市猪企超过 10 家，其中牧原股份的能繁母猪超 280 万头，温氏股份达 140 万头。如果按照全国 4100 万头稳产保供的能繁母猪计算，这些企业的母猪存栏量约占全国产能的 17%。

## （二）生猪养殖企业业绩影响因素

### 1. 猪粮比价

中国猪粮比和生猪价格相关性强，猪粮比在 6.00 左右为生猪养殖盈亏平衡点。2018 年 6 月开始，猪粮比逐渐上升，开启本轮上行周期。2019 年 3 月开始，生猪养殖行业进入增长周期，猪粮比快速提高，至 2019 年 10 月达到 20.10，为近十年来最高点，远超上轮周期顶点 10.78 的水平。2020 年，生猪产能及产量高位运行，叠加粮食价格上升影响，猪粮比开始震荡下行。2021 年，猪粮比继续快速下跌，于 2021 年 6 月 9 日跌破生猪养殖盈亏平衡点至 5.88，养殖户在本轮猪周期中进入亏损状态。此后猪粮比整体在 6.00 附近震荡。2022 年，猪粮比呈先下跌再震荡上行态势；上半年，随着猪价下行，叠加饲料价格高位，养殖企业以亏损为主基调；随着肥猪去化，供应

趋于平衡，猪粮比于三季度回升，截至 10 月末猪粮比峰值为 9.66。



资料来源：wind、联合资信整理

图 3.1 2018 年以来中国猪粮比情况

2023 年以来猪粮比持续低位震荡，上半年饲料价格整体下行态势，但生猪市场低位，难以拉升猪粮比。2023 年 7 月，猪粮比跌破 5.00 警戒线，国家有关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，但提振力度有限。生猪养殖行业仍面临持续亏损局面。

## 2. 养殖成本

生猪养殖企业经营成本中，除饲料成本外，外购仔猪的成本是主要构成之一。从生猪养殖单位成本看，不同经营模式的单位养殖成本一定差异。自繁自养模式代表企业为牧原股份，依靠“全自养、全链条、智能化”的自繁自养模式提高生产效率，有效控制生产成本，也解决了食品安全问题。温氏股份、新希望与正邦科技的“公司+农户”模式，优点为轻资产、复制性强等优势，有利于规模快速提升；缺点为风控难，疫情、政策等因素也可能导致合作农户流失，同时环节程序较复杂易造成管理费用高。市场化采购的仔猪成本占出栏商品猪售价的 40%左右，不利于成本控制。

表 3.2 2022 年部分猪企生产成绩情况

公司名称	断奶仔猪成本（元/头）	PSY（头）
牧原股份	320	27
温氏股份	360~370	20
天邦食品	360	--

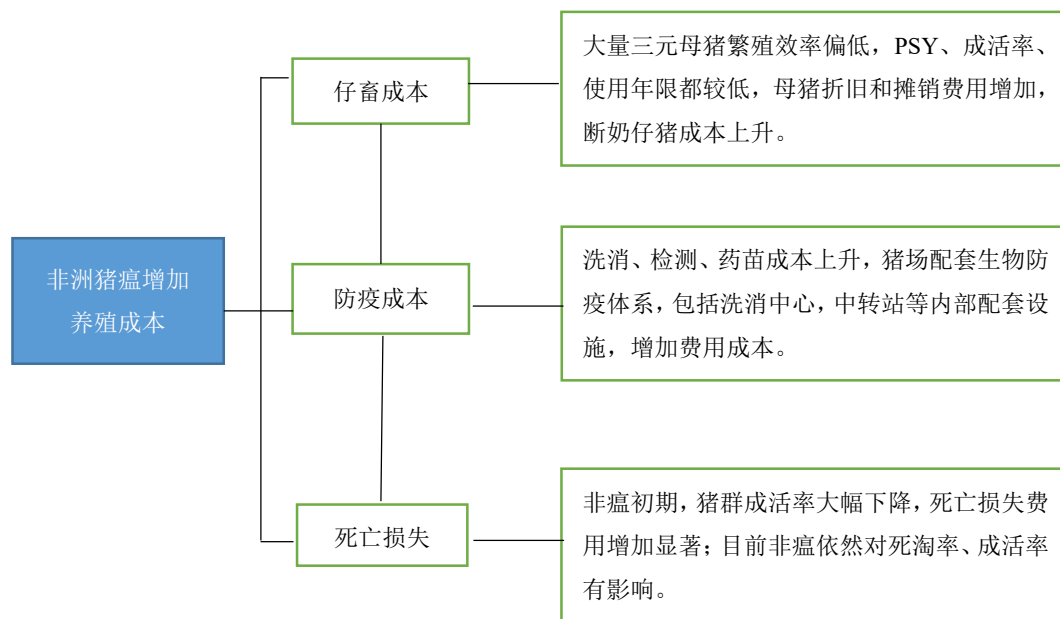
新希望	410	23
京基智农	423	--
傲农生物	430	--
天康生物	420~450	23
金新农	400	25
神农集团	--	28

资料来源：新牧网、公司公告

PSY<sup>2</sup>也是影响猪企盈利的重要因素。根据可获得数据，2022 年断奶仔猪成本成绩最好的是牧原股份，PSY 值最高的则是神农集团。

### 3. 防疫成本

在非洲猪瘟等疫情较为严重时，养殖企业的仔猪成本、防疫成本和死亡损失等方面均有不同程度增加，影响猪企盈利能力。



资料来源：国海证券研究所，联合资信整理

图 3.2 非洲猪瘟增加生猪养殖成本

### （三）生猪养殖企业在猪周期中的运行情况

<sup>2</sup> PSY 指每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数，计算方法为：PSY=母猪年产胎次×母猪平均窝产活仔数×哺乳仔猪成活率。



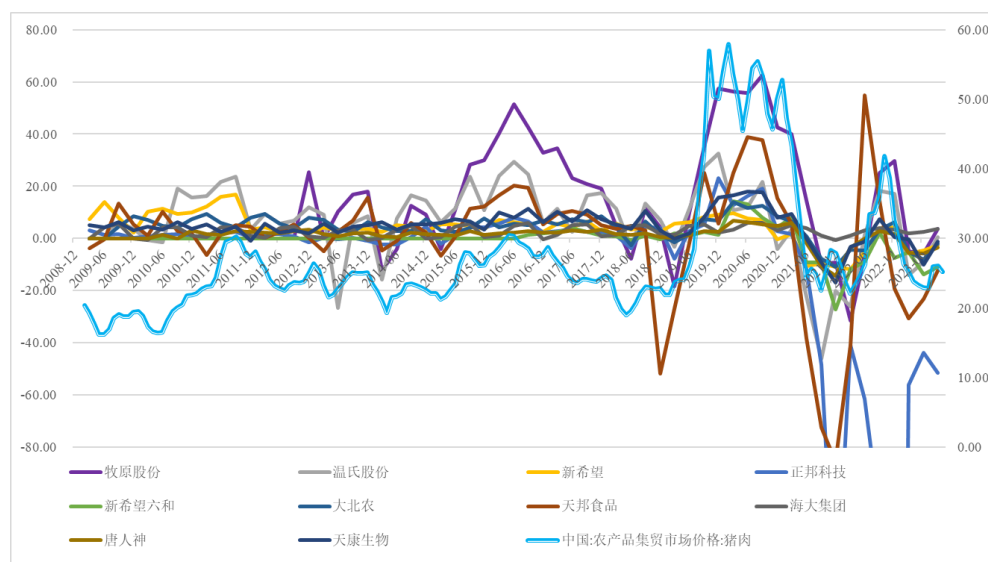
## 1. 概况

自 2021 年 1 月 6 日的高点 36.94 元/公斤以来，生猪价格震荡下跌，并在 6 月跌破了行业成本线（16~18 元/公斤），猪企陆续出现亏损。考虑到数据可得性、可比性及展示便利性，我们按照 2022 年生猪出栏量排序，选取前 10 大上市猪企<sup>3</sup>作为样本企业，并从 2000 年以来第 3 轮猪周期初始的 2009 年开始，对样本企业进行观察。

## 2. 盈利能力

### （1）猪企盈利能力与猪周期的关系

随着猪周期运行，样本企业净利润率与猪肉价格呈显著正相关。



资料来源：Wind，联合资信整理

注：正邦科技 2022 年第四季度净利润率为-573.57%

**图 3.3 2009 年以来样本企业单季净利润率与猪价（右轴）情况（单位：%、元/千克）**

### （2）猪企在猪周期中的盈利能力

#### ①2009 年以来猪周期中猪企盈利情况

可以看到，猪企在猪周期的不同阶段，会出现亏损的情况。下面，我们观测样本企业在穿越一个猪周期后的最终合计盈利。

理论上，统计时间区间以猪企盈利或亏损更为直观，考虑到不同猪企的盈亏时点不同，为增强可比性，下表以猪周期的时间节点为统计周期，以单季度净利润计算各

<sup>3</sup> 中粮家佳康为港交所上市公司，部分数据不可得，本文不做为样本选取。故选取的 10 家样本企业分别为：牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、新希望六和、大北农、天邦食品、海大集团、唐人神和天康生物。

个周期内的猪企盈利情况。

**表 3.3 2009 年以来猪周期净利润情况（单位：亿元）**

时间			牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	傲农生物	大北农	天邦食品	海大集团	唐人神	天康生物
第 3 轮	上行	2009 年 6 月—2011 年 8 月	--	72.17	23.91	3.27	--	10.13	1.34	8.97	2.03	2.71
	下行	2011 年 9 月—2014 年 4 月	4.37	27.48	81.95	0.37	--	22.52	1.89	10.41	4.58	3.07
	小计		--	99.65	105.85	3.64	--	32.65	3.23	19.37	6.62	5.78
第 4 轮	上行	2014 年 5 月—2016 年 4 月	11.00	140.28	65.73	7.42	--	18.09	2.59	17.36	4.14	4.96
	下行	2016 年 5 月—2018 年 5 月	42.41	172.74	71.03	12.24	2.06	26.59	6.86	32.19	8.38	7.99
	小计		53.41	313.02	136.75	19.66	--	44.68	9.45	49.55	12.53	12.95
第 5 轮	上行	2018 年 6 月—2021 年 1 月	373.18	259.94	140.62	81.11	10.62	40.10	27.35	64.00	15.51	25.77
	下行	2021 年 2 月—2023 年 9 月	208.93	-118.24	-151.12	-363.51	-46.63	-15.69	-54.89	91.77	-19.77	-10.53
	小计		582.11	141.71	-10.50	-282.41	-36.00	24.42	-27.54	155.76	-4.26	15.24

资料来源：Wind，联合资信整理

注：1. 部分时间区间与季度时点未重合的，取相近季度数据；2. “--”表示不可得

可以看到，在第 3 轮和第 4 轮的两轮猪周期中，虽然猪企经历过亏损的时期，但在周期末端，样本猪企在周期内盈利可以覆盖亏损，在一个完整周期中最终获得盈利。在第 5 轮/本轮猪周期中，截至 2023 年 9 月末，只有少部分样本猪企能获得盈利，但大部分企业的利润留存已经较为微薄甚至亏损，假设本轮猪周期价格拐点出现在 2024 年秋冬季，样本猪企可能还需经历深度亏损，叠加考虑本轮猪周期的极端特征，可能有更多猪企在本轮猪周期中出现利润无法覆盖亏损。

#### ②本轮猪周期猪企盈利情况

在本轮猪周期初始阶段，非洲猪瘟后我国开启了近 2 年的高猪价时期，猪企养殖、饲料和房地产等产业都在扩张；样本猪企中除了天邦食品在 2018 年有小额亏损外，其余在 2018—2020 年均有所盈利，其中温氏股份在 2018—2019 年盈利位列第一，2020 年牧原股份盈利超过温氏股份成为行业龙头。自 2021 年初猪价快速回落、饲料价格高企，2021 年大部分样本企业出现不同程度亏损，净利润合计-418.28 亿元，其中牧原股份依靠其自繁自养的低成本优势仍能保持盈利，海大集团依靠饲料产业对冲养殖产业风险。2022 年，随着猪价波动趋缓，样本企业净利润合计 74.15 亿元；2023 年 1—9 月，随着猪价在低位区间调整，样本企业净利润合计-172.93 亿元。

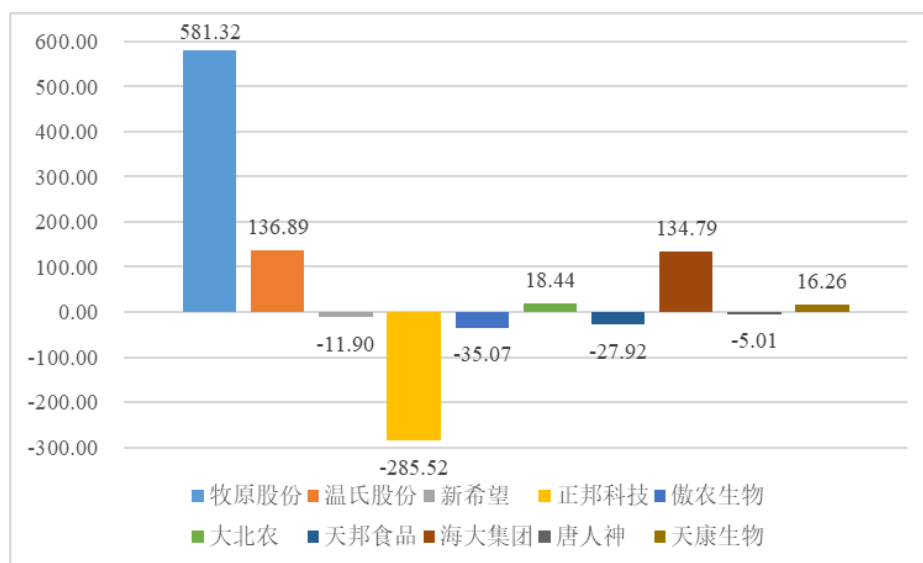
**表 3.4 样本企业 2018—2023 年 9 月净利润情况（单位：亿元）**

公司简称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
牧原股份	5.28	63.36	303.75	76.39	149.33	-16.79
温氏股份	42.56	144.45	74.84	-135.48	56.41	-45.90
新希望	27.22	61.81	58.48	-95.03	-18.99	-45.38

正邦科技	1.93	16.93	59.64	-191.15	-143.46	-29.41
傲农生物	0.10	1.00	9.94	-18.51	-12.27	-15.33
大北农	4.86	6.21	25.73	-9.38	3.14	-12.12
天邦食品	-5.75	1.00	32.46	-44.73	4.77	-15.67
海大集团	14.84	17.90	28.50	18.11	31.64	23.81
唐人神	1.95	2.88	10.69	-11.72	1.43	-10.24
天康生物	3.01	5.92	17.85	-6.79	2.14	-5.89
<b>合计</b>	<b>96.00</b>	<b>321.46</b>	<b>621.87</b>	<b>-418.28</b>	<b>74.15</b>	<b>-172.93</b>

资料来源：Wind，联合资信整理

具体看，2018—2023 年 9 月，样本企业中有 5 家盈利、5 家亏损。牧原股份合计盈利最多，为 581.32 亿元；其次是温氏股份，合计盈利 136.89 亿元。正邦科技合计亏损金额最高，亏损超过 280 亿元，其次傲农生物和天邦食品，合计分别亏损 35.07 亿元和亏损 27.92 亿元。

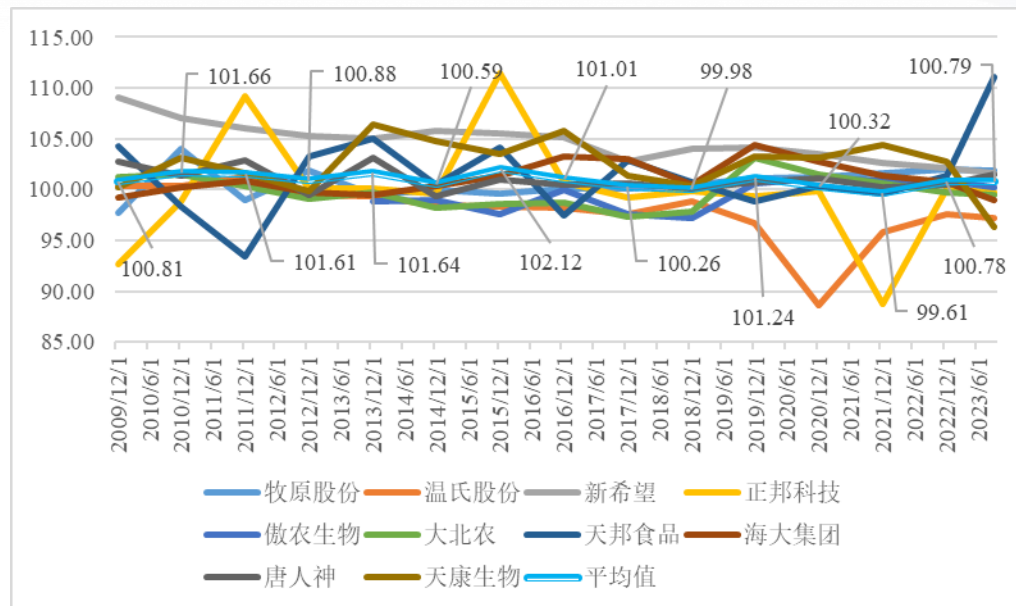


资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 样本企业 2018—2023 年 9 月净利润合计情况 (单位: 亿元)

### 3. 现金流

猪企产品的销售对象以批发商、终端零售商及肉联厂为主，结算主要方式为现款现货。从下图可以看到，2009 年以来，样本猪企的平均现金收入比在 100%附近较稳定波动，即使在猪价下行周期也能保持较好水平。猪企良好的收入实现质量，能够为企业猪企穿越猪周期波动过程中提供现金流保障。



资料来源：Wind，联合资信整理

注：现金收入比（旧准则）=销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%；现金收入比（新准则）  
=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%

**图 3.5 2009 以来样本企业现金收入比（单位：%）**

2018 年以来，绝大部分样本猪企均能保持较大规模的经营性现金净流入。即便在 2021—2023 年 9 月的猪价下行周期，除正邦科技和唐人神的合计经营活动产生的现金流为净流出外，其他样本企业均为净流入。

**表 3.5 2018 年以来样本企业经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）**

时间	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月	2018—2020 年	2021—2023 年 9 月	小计
牧原股份	13.58	99.89	231.86	162.95	230.11	66.88	<b>345.32</b>	<b>459.94</b>	<b>805.26</b>
温氏股份	64.94	183.03	84.65	7.66	110.75	56.41	<b>332.63</b>	<b>174.82</b>	<b>507.44</b>
新希望	33.37	44.37	56.58	5.01	92.38	66.65	<b>134.32</b>	<b>164.05</b>	<b>298.37</b>
正邦科技	13.31	39.24	45.53	-22.04	-54.68	-6.40	<b>98.07</b>	<b>-83.12</b>	<b>14.95</b>
傲农生物	0.27	3.94	4.06	5.24	6.64	6.61	<b>8.27</b>	<b>18.49</b>	<b>26.77</b>
大北农	10.67	17.87	18.56	11.49	14.32	-0.56	<b>47.11</b>	<b>25.26</b>	<b>72.37</b>
天邦食品	1.90	5.32	44.53	-5.56	6.58	2.59	<b>51.75</b>	<b>3.62</b>	<b>55.37</b>
海大集团	10.36	32.47	4.85	31.38	68.18	92.99	<b>47.68</b>	<b>192.55</b>	<b>240.23</b>
唐人神	5.63	5.42	10.46	-3.79	1.00	2.30	<b>21.51</b>	<b>-0.49</b>	<b>21.01</b>
天康生物	-11.78	3.07	-6.01	15.33	3.28	32.99	<b>-14.72</b>	<b>51.60</b>	<b>36.88</b>
<b>合计</b>	<b>142.25</b>	<b>434.62</b>	<b>495.08</b>	<b>207.68</b>	<b>478.56</b>	<b>320.46</b>	<b>1071.94</b>	<b>1006.70</b>	<b>2078.64</b>

资料来源：Wind，联合资信整理



生猪养殖行业属于重资产行业，猪舍建设、生猪养殖等经营活动均需要大量资本投入。在 2018—2020 年猪价上行周期，样本企业筹资活动前净现金流净额合计均为净流出，其中在 2020 年的猪价高峰，样本猪企加大猪场建设，筹资活动前现金净流出额合计高达 734.22 亿元。2021 年猪价回落，大部分猪企陆续开始控制投资支出，但全年样本猪企筹资活动前净现金仍保持大额净流出。本轮猪周期中，温氏股份和海大集团经营模式相对较为稳健，筹资活动前净现金流净额合计分别为 7.35 亿元和 37.37 亿元，其他样本企业筹资活动前净现金流净额均为净流出，净流出较大的为牧原股份和新希望，需要较大的融资现金流补充。

**表 3.6 2018 年以来筹资活动前现金流量净额（单位：亿元）**

时间	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月	2018—2020 年	2021—2023 年 9 月	小计
牧原股份	-44.23	-28.10	-221.68	-196.73	70.82	-79.33	-294.01	-205.24	-499.25
温氏股份	17.27	74.92	-72.25	-94.87	53.12	29.16	19.95	-12.59	7.35
新希望	9.45	-43.00	-283.56	-164.46	10.04	49.47	-317.11	-104.95	-422.07
正邦科技	-18.18	-15.47	-50.15	-32.38	-59.20	-9.76	-83.79	-101.35	-185.14
傲农生物	-5.20	-3.33	-35.96	-22.82	-10.40	2.74	-44.49	-30.47	-74.96
大北农	-3.50	13.97	3.32	-4.66	-17.07	-11.08	13.79	-32.80	-19.01
天邦食品	-15.20	-4.92	-12.86	-11.27	1.12	4.75	-32.97	-5.40	-38.37
海大集团	-9.70	11.30	-38.35	-10.85	13.72	71.25	-36.75	74.12	37.37
唐人神	-0.63	-2.01	-8.67	-36.92	-16.80	-5.05	-11.30	-58.77	-70.07
天康生物	-19.68	-10.55	-14.07	-2.42	-17.44	28.71	-44.30	8.85	-35.45
<b>合计</b>	<b>-89.58</b>	<b>-7.18</b>	<b>-734.22</b>	<b>-577.39</b>	<b>27.91</b>	<b>80.86</b>	<b>-830.99</b>	<b>-468.61</b>	<b>-1299.60</b>

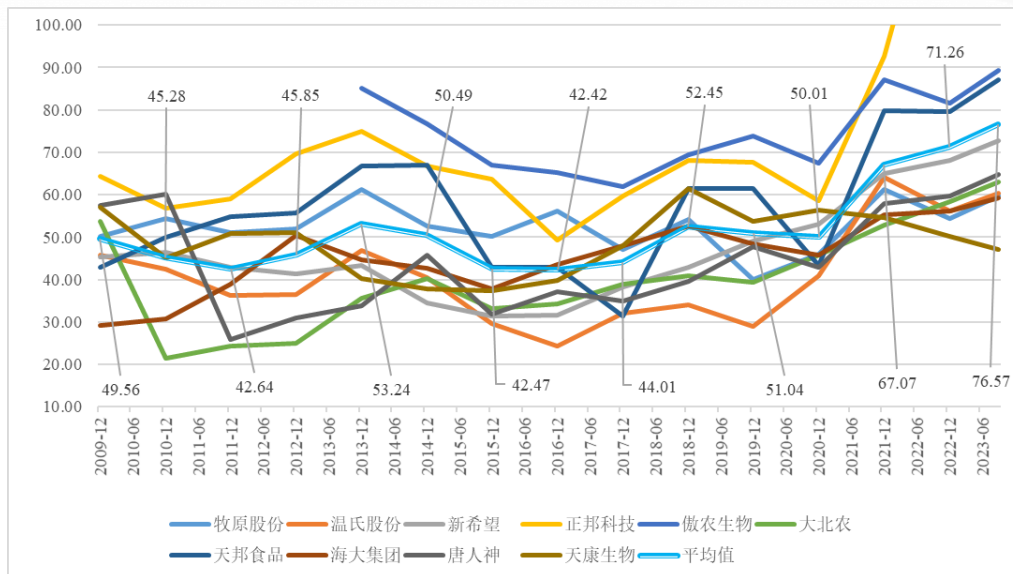
资料来源：Wind，联合资信整理

注：筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

#### 4. 资产质量、资本结构及偿债能力

##### （1）资产负债率情况

自 2009 年以来的 3 轮猪周期中，猪价高点分别出现在 2011 年 8 月、2016 年 4 月和 2021 年 1 月，样本猪企在 2011 年末、2016 年末和 2020 年末的资产负债率平均值分别为 42.64%、42.42%和 50.01%，均为每个猪周期内的最低值。2021 年以来，猪企为渡过猪价低景气度区间举债筹措资金，资产负债率逐年提升。



资料来源：Wind，联合资信整理

注：2022 年末及 2023 年 9 月末，正邦科技资产负债率分别为 148.41%和 162.61%

**图 3.6 2009 年以来样本企业资产负债率情况（单位：%）**

## （2）资产质量、资本结构及偿债能力

截至 2023 年 9 月末，样本企业中主体评级为 AAA 的猪企为温氏股份和新希望 2 家，主体级别为 AA~AA<sup>+</sup>的为 5 家，正邦科技主体级别为 CC，2 家无主体级别。

资产质量方面，样本企业资产主要以非流动为主，截至 2022 年末和 2023 年 9 月末，样本猪企的流动资产占比平均值分别为 35.33%和 33.96%。具体看，除海大集团和天康生物外，其他样本猪企的流动资产占比均未超过 45%，符合生猪养殖行业重资本运营的行业特征。

**表 3.7 样本企业主要资本结构及偿债能力指标（单位：亿元）**

全称	牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	傲农生物	大北农	天邦食品	海大集团	唐人神	天康生物	平均值
最新主体评级	AA+	AAA	AAA	CC	AA	AA+	--	AA+	--	AA	--
<b>2022 年</b>											
货币资金	207.94	42.66	115.12	7.84	7.19	57.71	9.70	22.61	18.76	33.20	--
流动资产/总资产（%）	32.43	37.31	26.01	17.99	27.41	40.51	22.10	47.96	37.44	64.11	<b>35.33</b>
所有者权益	880.70	429.15	437.15	-113.56	34.32	130.07	39.86	193.50	74.31	96.65	--
资产负债率（%）	54.36	56.25	68.02	148.41	81.61	58.28	79.61	56.26	59.69	50.08	<b>71.26</b>
速动比率（%）	31.12	64.95	35.46	6.77	15.69	57.97	14.41	49.29	55.81	103.23	<b>43.47</b>
货币资金/短期债务（倍）	0.49	0.49	0.39	0.04	0.12	0.73	0.22	0.29	0.64	0.84	<b>0.43</b>
全部债务/EBITDA（倍）	2.11	2.80	12.45	-2.42	15.82	6.11	3.06	1.76	5.39	6.32	<b>5.34</b>
<b>2023 年 9 月</b>											
货币资金	157.63	45.94	115.97	4.88	3.00	52.80	6.76	70.15	29.33	38.45	--
流动资产/总资产（%）	31.30	37.07	24.51	13.91	25.44	40.82	21.04	52.24	39.36	53.93	<b>33.96</b>

所有者权益	764.81	379.58	363.19	-130.84	17.51	116.71	24.19	205.62	67.26	87.97	--
资产负债率	59.65	60.31	72.76	162.61	89.41	63.00	87.03	59.15	64.75	47.06	<b>76.57</b>
速动比率(%)	22.19	47.16	30.27	4.59	14.45	56.50	7.40	63.20	67.36	104.76	<b>41.79</b>
货币资金/短期债务(倍)	0.28	0.37	0.31	0.02	0.05	0.56	0.15	0.56	0.92	1.13	<b>0.44</b>

资料来源：Wind，联合资信整理

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资本结构方面，样本猪企前在本轮猪周期上行阶段扩张步伐较快，在下行周期需要筹措资金维持运营，整体债务负担较重。截至 2022 年末，正邦科技、傲农生物和天邦食品的资产负债率超过 70%，其中正邦科技已经严重资不抵债。截至 2023 年 9 月末，样本企业资产负债率较上年末有不同程度提高。

偿债能力方面，截至 2023 年 9 月末，样本企业速动比率均值为 41.79%，其中正邦科技和天邦食品的速动比率低于 10%；样本企业中，仅大北农、海大集团、唐人神、天康生物货币资金/短期债务超过 0.40 倍，其他样本企业货币资金/短期债务指标表现较弱。2022 年，仅新希望和傲农生物的全部债务/EBITDA 指标超过 10.00 倍。整体看，随着猪价低位运行，样本企业的长、短期偿债指标表现趋弱。

## 四、猪企在猪周期中的应对措施及优势企业特征

### （一）保障现金流安全

在猪周期底部，养殖企业债务负担整体偏重，保障现金流安全尤为重要。

#### 1. 经营获现

经营活动是养殖企业现金流的核心来源，2023 年以来，猪价继续磨底，牧原股份、温氏股份和新希望等猪企虽然发生亏损，但实现经营性现金流大规模净流入，可大幅减轻猪企资金压力。

#### 2. 融资渠道拓展

在下行周期高成本、低猪价背景下，猪企融资相对困难。2019—2021 年，牧原股份、温氏股份和新希望等头部猪企通过银行借款、发债、增发等多重渠道融资，稳定生产经营，满足资金需求。

2021—2023 年 9 月，牧原股份、温氏股份和新希望的债权融资净额合计分别为 436.44 亿元、103.91 亿元和 210.86 亿元，均超过吸收投资收到的现金。可以看到，2021 年猪价下跌以来，三大头部猪企资金来源主要是举债；其中 2021 年猪价快速下跌时，三大头部猪企债券融资规模较大；2022 年以来，猪价在低位波动趋缓，温氏股

份和新希望以借新还旧为主。

**表 4.1 2018 年以来三大猪企融资性现金流情况**

公司简称	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月	2021—2023 年 9 月合计
牧原股份	吸收投资收到的现金	14.11	140.31	56.42	0.02	97.24	10.49	<b>107.75</b>
	取得借款收到的现金	92.06	102.20	327.26	492.82	665.77	545.28	<b>1703.87</b>
	发行债券收到的现金	44.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>
	偿还债务支付的现金	109.56	129.99	87.80	246.51	642.50	378.42	<b>1267.43</b>
	债权融资净额	27.39	-27.78	239.45	246.30	23.27	166.86	<b>436.44</b>
温氏股份	吸收投资收到的现金	14.10	0.68	3.32	8.16	16.98	16.96	<b>42.10</b>
	取得借款收到的现金	37.50	50.30	129.32	226.47	80.10	77.85	<b>384.41</b>
	发行债券收到的现金	0.00	0.00	72.36	92.27	0.00	0.00	<b>92.27</b>
	偿还债务支付的现金	26.05	51.52	76.95	121.50	161.45	89.82	<b>372.77</b>
	债权融资净额	11.45	-1.22	124.73	197.24	-81.35	-11.98	<b>103.91</b>
新希望	吸收投资收到的现金	0.17	0.29	123.39	44.47	42.77	5.62	<b>92.86</b>
	取得借款收到的现金	117.57	234.45	502.08	599.07	369.33	344.80	<b>1313.21</b>
	发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>
	偿还债务支付的现金	90.29	173.53	355.86	366.62	395.66	340.06	<b>1102.34</b>
	债权融资净额	27.28	60.92	146.23	232.45	-26.32	4.74	<b>210.86</b>

注：债券融资净额=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金

资料来源：Wind，联合资信整理

具体看，主要上市猪企积极开拓多种渠道，为穿越猪周期底部筹备安全资金。

**表 4.2 部分生猪养殖上市企业融资情况**

公司名称	发行日期/上市公告日期	融资方式	募资金额（亿元）
牧原股份	2022-12-21	定向增发	60.00
	2021-08-16	可转债	95.50
	2020-06-01	一般公司债	6.00
	2020-05-26	一般中期票据	3.00
	2020-05-20	超短期融资债券	5.00
	2020-04-20	一般中期票据	5.00
	2020-03-05	超短期融资债券	5.00
	2020-02-13	超短期融资债券	5.00
	2020-01-15	超短期融资债券	5.00
	2019-10-29	超短期融资债券	5.00
	2019-06-05	超短期融资债券	3.00
	2019-01-18	一般公司债	8.00
	2019-08-30	定向增发	50.00
温氏股份	2021-03-26	可转债	92.97
	2020-10-29	海外债	2.50
	2020-10-29	海外债	3.50



	2020-08-07	一般中期票据	9.00
	2020-06-29	一般公司债	23.00
	2019-09-04	一般公司债	5.00
正邦科技	2020-06-17	可转债	16.00
	2021-09-28	海外债	0.60
	2021-01-28	定向增发	75.00
	2020-03-18	超短期融资债券	2.00
	2020-01-17	超短期融资债券	3.00
	2019-07-09	定向增发	9.93
新希望	2023-12-01	定向增发	73.50（不超过）
	2021-11-02	可转债	81.50
	2021-05-27	一般公司债	10.00
	2021-03-17	一般中期票据	20.00
	2020-10-27	定向增发	40.00
	2020-05-14	超短期融资债券	10.00
	2020-03-05	一般中期票据	20.00
	2020-01-03	可转债	40.00
傲农生物	2022-05-10	定向增发	14.40
	2021-03-10	可转债	10.00
	2020-05-20	定向增发	13.90
天邦食品	2023-03-01	定向增发	27.20（不超过）
	2020-08-20	定向增发	26.66

资料来源：上市公司公告、西南证券研究所

### 3. 处置资产

除融资外，猪企还通过处置资产等方式获得资金。例如，2022 年至今，新希望先后两次向成都国资出售 18 个在建和已投产的养猪场，相关报道称，新希望目前计划将闲置猪场进行出售，预计出售 40~50 亿元资产。天邦食品于 2023 年 9 月发布公告称，拟出让不超过 30% 史记生物技术有限公司的股权，用于补充现金流。

**表 4.3 近年来主要猪企处置资产情况**

企业	时间	资产	涉及资金
新希望	2022 年至今	向成都国资出售 18 个在建和已投产的养猪场，涉及母猪产能 20~30 万头，育肥产能 500~600 万头	回笼资金 22.43 亿元
天邦食品	2023 年 9 月	拟出让不超过 30% 史记生物的股权	税前资产处置收益约为 9.40 亿元
温氏股份	截至 2023 年 3 月	广西崇左及位于云南曲靖的 5 个养殖项目和相关资产转让给神农集团；转让广东佛山、韶关 2 处楼房养猪项目给唐人神	--
正邦	2023 年 8	江西双胞胎农业有限公司或其同一控制下的关联方将持有公司约	--

科技	月	15.36%的股权	
金新农	2022 年 3 月	转让子公司深圳市盈华讯方通信技术有限公司 100%的股权，转让公司持有的控股子公司武汉华扬动物药业有限责任公司 51%的股权	--
正虹科技	2023 年 3 月	拟出售 14 套住宅和 2 个地下车库回收资金	评估值 2491.26 万元

资料来源：上市公司公告、新牧网，联合资信整理

## （二）成本控制

猪企的养殖单位成本集中在 16~19 元/公斤，16 元/公斤通常被业内认为是猪场的盈亏线。2021 年 6 月 11 日，生猪价格跌至 15.93 元/公斤，跌破生猪养殖行业单位成本线。截至 2023 年 10 月，据不完全统计，牧原股份 10 月完全成本 7.45 元/斤，温氏股份综合成本 7.80 元/斤，神农集团 9 月养殖成本约 7.50 元/斤。其他统计企业如新希望、天邦食品、天康生物、唐人神、东瑞股份等猪企的养殖成本均无法达到盈亏平衡点。

牧原股份交流会介绍，2023 前三季度，牧原股份生猪养殖平均成本为 7.5 元/斤，牧原股份公布的成本控制主要方式包括疾病净化、原粮替代、流程升级，在养殖企业中较为常见，但每家企业的执行能力决定了最终的综合养殖成本。

同时，由于未来猪价走势难以精准判断，部分养殖企业放缓产能扩张节奏，并在内部采取措施降低成本。

## （三）业务拓展

通过多年发展，养殖企业延伸产业链，通过规模化、一体化等方式分散猪价波动风险。一方面，2000—2015 年左右饲料行业向下游养殖延伸，通常在生猪存栏量较高时，猪价较低，而饲料需求较大，饲料业务一定程度上可以与养殖业务波动形成对冲。另一方面，目前生猪养殖企业陆续向下游布局了屠宰和预制菜等食品产业，竞争重点将从养殖扩展到下游消费端。此外，温氏股份、新希望业务还包括肉鸡养殖，试图通过“猪周期”与“鸡周期”不完全一致的情况，实现价格对冲。

## 结语

受非洲猪瘟及前期环保政策影响，本轮猪价波动出现极端特征。生猪养殖企业自 2021 年 6 月开始出现亏损，主要经营及财务指标出现不同程度下降。在渡过周期底部时，优势企业在养殖能力、经营策略、财务资金管理及资本运作等方面表现出较强竞争力。

## 参考文献

- [1]程一胜、赵琳. 国海证券. 生猪系列报告之一：猪周期与存栏
- [2]程一胜、赵琳. 国海证券. 国海证券生猪系列研究之二：2018 年以来的猪周期复盘
- [3]吴昊晖. 新牧网. 猪企第三季度终于盈利！牧原 9.4 亿元、海大 11.5 亿、温氏 1.6 亿，巨头看好明年下半年猪价？
- [4]猪天下网. 卖猪场卖股权！10 大巨头总市值蒸发超 8000 亿，猪企纷纷提前开启自救
- [5]初善投资. 哪家猪企最危险
- [6]黄付生、王琦. 中邮证券. 养殖行业系列报告之一：市场是否还有猪周期？
- [7]王莺. 华安证券. 生猪养殖行业去化趋势难改，估值先于基本面调整到位
- [8]陆家嘴大宗商品论坛. 漫话生猪. 生猪养殖成本有哪些？
- [9]严秋璠、李峙贤. 农财宝典畜牧版. 血拼资金链！2021 年 18 家上市猪企总计亏损 424 亿元！有 5 家把过去三年的盈利全亏完了
- [10]熊亚琴. 新牧网. 15 家上市猪企 2022 年出栏量超 1.2 亿头！2022 年猪企能繁母猪 TOP 25 名单重磅出炉
- [11]黄子民. 农财宝典畜牧版. 21 家上市猪企出栏生猪 1.38 亿头，最高负债率达 157%，血拼时刻已经到来
- [12]王泽华. 方正证券. 方正证券农业年度行业策略报告：养殖板块周期反转，种植、宠物渐进成长
- [13]陈振志. 山西证券. 农林牧渔 2023 年中报总结和策略展望：看好生猪养殖股在当前的配置时机
- [14]新牧网. 养猪血亏，8 大养猪巨头融资超百亿！新希望 45 亿全数还债，罗牛山、唐人神、东瑞扩产，傲农、天邦补充资金流
- [15]国信期货. 炒生猪必看：生猪出栏（宰后）均重跟猪价到底什么关系？

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

## 相关研究

[【行业研究】2023 年生猪养殖行业观察及 2024 年信用风险展望](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。