

2022 年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【66】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
巨星转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”或“公司”，股票代码：603477.SH）持续推进生猪养殖产业链协同发展，2024年商品猪出栏量大幅增长，猪价回暖带动盈利能力提升及获现水平显著改善，持续巩固行业养殖成本竞争优势；同时中证鹏元也关注到，生猪行业周期性波动对公司盈利稳定性产生较大影响，2025年猪价面临下行压力，需关注猪价变动对公司带来的业绩压力及生猪资产减值风险，公司新增产能存在消化风险，经营业绩承压；经营规模扩张持续带来运营资金和项目建设需求，总债务规模继续增长，短期债务占比明显上升，面临较大的资金平衡和债务滚续压力。

评级日期

2025年5月21日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	92.55	87.64	77.21	72.54
归母所有者权益	33.97	33.01	30.68	36.71
总债务	41.45	40.68	35.32	24.25
营业收入	16.45	60.78	40.41	39.68
净利润	1.31	5.25	-6.46	1.61
经营活动现金流净额	2.58	12.65	-1.05	4.82
净债务/EBITDA	--	2.88	52.16	2.87
EBITDA 利息保障倍数	--	6.14	0.34	4.56
总债务/总资本	54.68%	54.92%	53.26%	39.53%
FFO/净债务	--	28.41%	-4.47%	25.17%
EBITDA 利润率	--	20.80%	1.53%	14.54%
总资产回报率	--	8.89%	-7.07%	3.62%
速动比率	0.21	0.22	0.21	0.50
现金短期债务比	0.25	0.26	0.26	0.66
销售毛利率	17.51%	19.16%	-0.37%	14.60%
资产负债率	62.88%	61.91%	59.85%	48.85%

注：2023年公司 FFO 为负，故 FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒲德慧
pudh@cspengyuan.com

项目组成员：许露
xulu@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司推进生猪产业链持续完善，成本优势稳固。**公司拥有集种猪、商品猪、饲料生产于一体较为完善的产业链，随着30万吨猪料技改项目完工，饲料产能有效提升，2024年猪料自供量进一步增加，业务协同得到加强；公司养殖效率指标持续优化叠加2024年饲料原料价格下降带动单位肥猪养殖成本同比下降约11%，继续保持较强的成本控制能力。
- **生猪出栏结构优化，盈利及获现水平大幅改善。**2024年生猪价格回暖，公司调整生猪出栏结构，商品猪出栏量同比大幅增长50.76%至268.38万头，加之公司加强成本管控，共同推动公司销售毛利率同比回升近20个百分点至19.16%，实现扭亏，盈利表现在行业中表现较好，实现净利润5.25亿元，经营性现金流净流入12.65亿元。
- **产能继续扩张，定增落地后将提升规模优势、资本实力。**可转债募投项目德昌巨星生猪繁育一体化项目已于2024年底完成计划母猪的配种工作并达到满产状态，预计2025年二季度陆续出栏商品猪，随着产能逐步增加和释放，预期生猪年出栏量可新增80万头，现有产能提升约25%。2024年公司积极推动定增，拟募集资金总额不超过8.00亿元用于生猪养殖产能新建项目、养殖技术研究基地建设项目、数字智能化建设项目及补充项目流动资金，若定增审核与发行顺利完成，有利于提升规模优势及资本实力，缓解资金压力。

关注

- **2025年生猪价格面临下行压力，公司经营业绩有待观察。**公司盈利水平受生猪行业周期性波动影响较大，2025年生猪价格下行压力较大，一季度猪价逐步回落导致公司生猪业务毛利率下滑2.7个百分点至18.42%，盈利空间收窄，2024年末公司存货及生产性生物资产账面价值同比大幅增长，需关注猪价变动对公司带来的业绩压力及生猪资产减值风险。
- **资金平衡压力较大，募投项目收益存在一定不确定性。**德昌巨星生猪繁育一体化项目运营采用自繁自养模式，对营运资金的需求较大，加之公司主要在建项目除定增募资外仍需自筹部分资金，存在一定的资金需求；同时2025年猪价面临周期性下行压力，公司新增产能存在消化风险、预期收益的实现面临一定的不确定性。
- **债务结构短期化，短期偿债压力较大。**产能及业务扩张背景下，公司运营资金和项目资金需求继续推升总债务规模，2024年末同比增长15.19%，新增债务以融资租赁为主，资产负债率进一步上升至61.91%，短期债务规模达22.23亿元、占比提升至55%左右，现金短期债务比维持在0.26，集中偿债压力较大。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司在生猪养殖行业具备产业链完善、养殖生产效率高优势，成本控制能力较强，未来随着新增产能的陆续释放，规模优势有望加强，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	神农集团	金新农
总资产	87.64	1,876.49	1,179.14	938.58	66.55	54.10
营业收入	60.78	1,379.47	1,030.63	1,049.24	55.84	45.62
净利润	5.25	189.25	2.02	96.11	6.87	0.34
销售毛利率	19.16%	19.05%	6.71%	17.31%	20.78%	10.59%
资产负债率	61.91%	58.68%	69.01%	53.14%	27.39%	70.37%

注：以上各指标均为2024年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
农林牧渔企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分等级	评分要素	评分等级		
宏观环境	4/5	初步财务状况	5/9		
业务状况	行业&经营风险状况	5/7	财务状况	杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果	5/7	财务状况评估结果	5/9		
调整因素	ESG 因素		0		
	重大特殊事项		0		
	补充调整		0		
个体信用状况			a+		
外部特殊支持			1		
主体信用等级			AA-		

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
巨星转债	10.00	9.00	2024-5-22	2028-4-25

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年4月发行6年期10亿元可转换公司债券，募集资金计划用于德昌巨星生猪繁育一体化项目和补充流动资金。截至2024年12月31日，“巨星转债”募集资金专项账户余额为0.13亿元。

二、 发行主体概况

受可转债转股影响，跟踪期内公司股本略有增长，截至2025年3月末，公司注册资本为5.06亿元，股本为5.10亿元，剩余可转债余额为89,974.00万元。

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2024年8月至2025年4月24日，为实施股权激励或员工持股计划，公司累计回购股份1,754.84万股，回购金额3.31亿元。2024年10月9日-2025年4月8日，公司第二大股东四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）累计减持1,831.68万股，减持比例为3.59%，减持后和邦集团及其一致行动人贺正刚先生合计持有公司0.94亿股，占公司总股本的18.50%。公司控股股东四川巨星企业集团有限公司（以下简称“巨星集团”）计划自2024年8月13日起12个月内，从二级市场以集中竞价交易方式累计增持金额0.50亿元股份，且增持完成后的合计持股比例不超过公司总股本的30%。截至2025年4月30日，巨星集团及其一致行动人廖岚女士、宋维全先生¹合计持有公司股份1.51亿股，占公司总股本比例的29.60%，公司实际控制人仍为唐光跃先生，公司股权结构图见附录二。截至2025年4月30日，上述股东及其一致行动人所持股份质押9,771万股，占所持股份的64.69%。此外，2024年5月以来，公司股价整体存在波动。

因生猪养殖业务发展需要，2024年公司新设南充巨星农牧科技有限公司、川东巨星（达州）畜牧有限公司等6家子公司，注销洪雅巨星农业科技有限公司等3家子公司。截至2025年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共44家，详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分

¹ 根据公司于2023年8月9日公告的《乐山巨星农牧股份有限公司详式权益变动报告书》，巨星集团、廖岚、宋维全系一致行动人。

化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

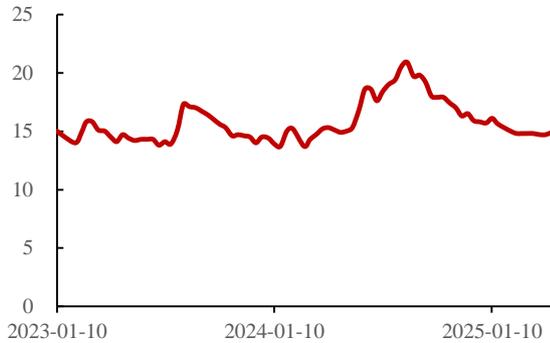
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

产能去化兑现令 2024 年猪价回暖，生猪养殖行业盈利回正；能繁母猪存栏量自 2024 年 5 月开始缓慢恢复，预计 2025 年猪价或将中枢下行；生猪养殖行业规模化程度持续提升，成本控制能力较强的企业具备更强的竞争优势和风险抵抗能力

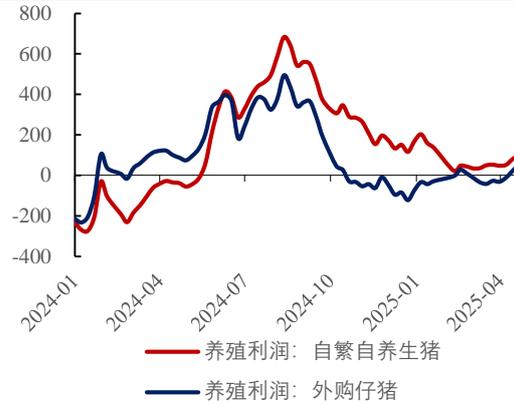
我国生猪养殖行业属于强周期性行业，由于生猪成长本身具有周期性，市场供需错配导致的生猪价格涨跌致使行业进入猪周期循环。2019 年非洲猪瘟导致母猪产能损失严重，待猪瘟疫情平稳后，母猪产能快速扩张且持续保持高位，猪周期产能去化幅度明显缩短，因此猪价在 2022 年 10 月以来持续低位震荡。2023 年生猪养殖行业承受了深度亏损，驱动母猪产能持续去化，产能出清效果在 2024 年 5 月开始显现，猪价逐步回升，但持续时间较短，9 月后高位回落，全年均价较 2023 年上涨约 12%，生猪养殖行业利润显著改善，从 2023 年的亏损 76 元/头转为 2024 年盈利 200 元/头，行业整体盈利回正。

图 1 2024 年以来生猪批发价上涨后高位回落（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

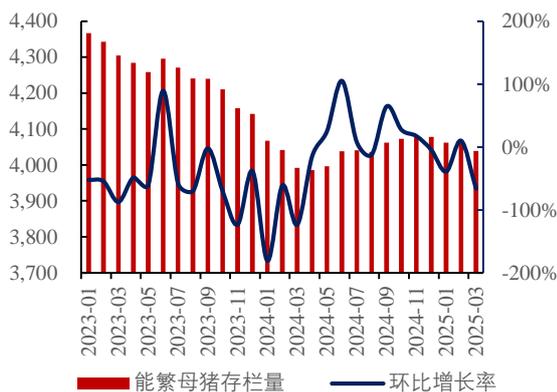
图 2 2024 年全年绝大部分时间养猪头均利润回正（单位：元/头）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

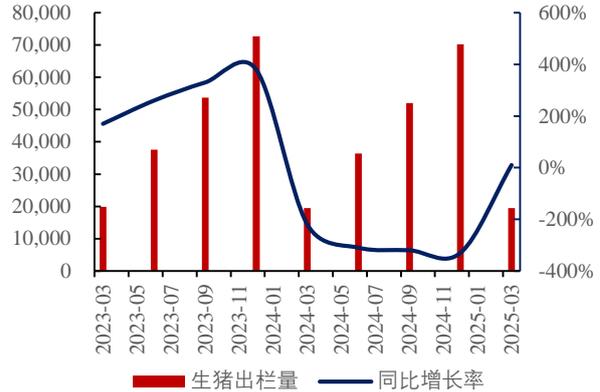
能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。由于行业整体生产效率的提升，2024 年 3 月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从 4,100 万头下调至 3,900 万头。2024 年 5 月我国能繁母猪存栏量结束长达 10 个月的去化过程再度转增，但整体产能恢复缓慢，2025 年 3 月末达到 4,039 万头，累计增幅约 4%，已接近农业农村部设定的正常保有量目标的绿色区间上限²。生猪出栏方面，2024 年我国生猪出栏量同比下降 3.30%至 70,256 万头，2025 年 1-3 月出栏量同比回升 0.10%。由于能繁母猪存栏直接影响 10-12 个月后生猪供给变化，预计母猪产能缓慢回升将增加后市生猪市场供应量，2025 年生猪价格面临下行压力，预计全年维持区间震荡态势。

图 3 全国能繁母猪存栏量（单位：万头）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 全国生猪出栏量（单位：万头）



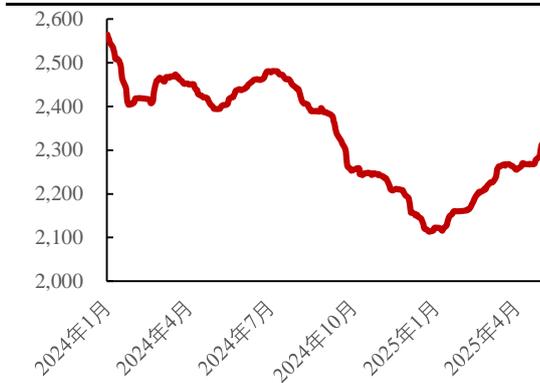
资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。受进口玉米、豆粕大量到港，国内产量提升、下游深加工及养殖行业需求疲软等因素影响，2024 年玉米、豆粕价格下行态势延续，分别同比下降 12.4%、18.7%，处于近五年历史低位，缓

² 绿色区间为正常保有量的 92%至 105%之间，即 3,588 万-4,095 万头。

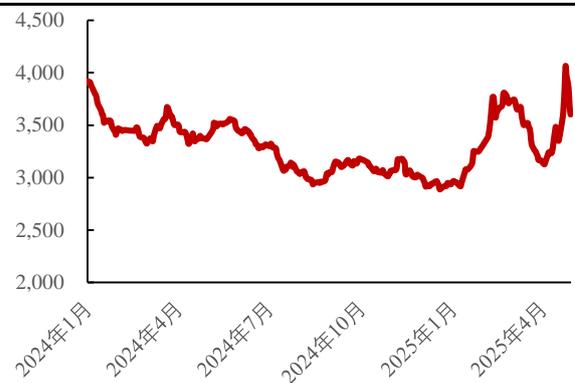
解了生猪养殖企业成本控制压力，释放盈利空间。但 2025 年以来玉米、豆粕价格均波动上涨，生猪养殖成本端受饲料价格上行驱动持续承压。

图 5 2024 年以来全国玉米均价情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 2024 年以来全国豆粕均价情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受我国环保政策趋严、大型养殖场综合竞争优势等因素影响，我国生猪养殖行业规模化进程加速，2024 年前 10 大上市猪企出栏量合计 14,753 万头，占全国出栏量的 21.00%，较 2023 年提高 1.58 个百分点。目前我国生猪供给仍较为充足，随着产能恢复供给量将持续回升，生猪价格承压，未来随着小规模养殖产能持续出清，行业集中度有望进一步提升，行业竞争聚焦技术驱动下的降本增效，具备成本控制优势的企业具备更强的竞争优势和抗风险能力。

四、 经营与竞争

公司是西南地区规模化生猪养殖企业，拥有种猪、商品猪、饲料生产一体化产业链，饲料产品主要协同供应自身生猪养殖板块，少量对外销售。2024 年生猪价格回暖，全年市场均价同比上涨约 12%，加之公司生猪出栏结构优化，商品猪出栏同比增长 50.76%，价量齐增带动公司营业收入实现大幅增长，叠加养殖端精细化成本管控，推动销售毛利率回升近 20 个百分点。此外，公司稳健经营皮革业务，亏损和减值损失小幅拖累业绩。2025 年一季度，生猪价格有所回落，公司销售毛利率下滑，盈利空间有所收窄。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生猪	15.22	92.53%	18.42%	55.74	91.70%	21.16%	34.63	85.71%	-1.06%
饲料	0.67	4.08%	4.98%	3.67	6.03%	6.33%	4.57	11.32%	7.86%
皮革	0.53	3.24%	7.25%	1.28	2.11%	-29.48%	0.86	2.12%	-1.48%
其他	0.02	0.15%	18.06%	0.09	0.15%	-1.30%	0.34	0.85%	-37.74%
合计	16.45	100.00%	17.51%	60.78	100.00%	19.16%	40.41	100.00%	-0.37%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）生猪养殖业务

公司生猪养殖产业链较为完善，2024年产能增速有所放缓，但受益于猪价回升、公司出栏结构优化，当年收入规模大幅增长、盈利能力显著改善；新增产能逐步释放及在建项目投产后有望提升业务规模，但项目建设仍需自筹部分资金，未来猪价下行压力或拉高产能消化风险，盈利能力有待观察

公司持续深耕生猪养殖核心主业，采用紧密型“公司+农户”为主、“一体化自主养殖”为辅的生产模式，整体以轻资产模式扩张，已在全国布局了多个生猪养殖基地。2024年公司生猪出栏量为275.52万头，公司调整产品结构，聚焦育肥产能提升（2024年育肥猪销量同比增长50.76%），减少了仔猪销售；。受益于猪周期上行，公司肥猪平均销售单价同比增长15.20%达到16.60元/kg。量价齐升作用下，公司2024年生猪养殖收入同比增幅超60%，销售毛利率回升约22个百分点，盈利能力显著改善，在行业中整体表现较优。2025年一季度，生猪价格较上年末下降6%至14.70/kg，导致公司生猪业务销售毛利率下滑2.7个百分点，盈利空间收窄。

表2 公司生猪产能、出栏量情况（单位：万头）

指标名称	2024年	2023年
出栏数量	275.52	267.37
其中：肥猪	268.38（97.41%）	178.01（66.58%）
仔猪	7.03（2.55%）	86.45（32.33%）
种猪	0.11（0.04%）	2.90（1.08%）
产能（万头/年）	322.57	309.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 2024年部分生猪养殖行业企业对比情况（单位：万头）

公司简称	出栏量	出栏增速	生猪业务毛利率
牧原股份	7,160.20	12.20%	19.21%
温氏股份	3,018.27	14.93%	20.30%
新希望	1,652.49	-6.55%	9.97%
巨星农牧	275.52	3.05%	21.16%
神农集团	227.15	49.40%	23.42%
金新农	120.10	14.73%	14.80%

资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

产能建设方面，2024年末公司已形成33个标准化种猪场，当年增加6个种猪场，淘汰3个种猪场；年末签约合作农户超700户，自主经营育肥场超70个。“巨星转债”募投项目于2024年4月开始引种投产，年底达到满产状态，预计将于2025年二季度陆续出栏，后续随着产能逐步释放，预期年出栏量有望扩大至80万头以上。在建项目方面，2025年公司计划资本性支出约为5亿元，重点在建项目为夹江巨星甘江种猪场建设项目和巨星平舟智慧养猪园区等。

此外，2024年公司推进定增工作，根据2024年12月公司发布的募集说明书（申报稿），本次定增拟

向包括公司控股股东巨星集团在内的不超过35名（含）特定对象发行股票募集资金不超过8.00亿元（含），巨星集团拟认购股票数量不低于本次实际发行数量的5%，且发行完成后巨星集团及其一致行动人持有的股份数量不超过公司总股本的30%。募集资金拟用于生猪养殖产能新建项目（盐边巨星新民智慧养殖园区、夹江巨星甘江种猪场建设项目、崇州林秀公猪站建设项目）4.26亿元、养殖技术研究基地建设项目（雅安巨星三江智慧化养猪园区）0.29亿元、巨星农牧数字智能化建设项目1.70亿元和补充本次实体建设募投项目所需流动资金1.75亿元。根据募集说明书披露的盈利测算，“盐边巨星新民智慧养殖园区”和“夹江巨星甘江种猪场建设项目”投产后分别可新增年出栏量40万头、25万头。本次定增事项已进入上海证券交易所问询审核阶段，尚待审核通过并经中国证监会同意注册后方可实施。

随着“巨星转债”募投项目产能释放及在建项目的逐步建成投产，未来公司产能将进一步扩大。但考虑到在建生猪养殖建设项目投资除定增募集资金外仍需自筹部分资金，存在一定资本开支压力；并且生猪行业周期性波动明显，2025年猪价或面临下行压力，需持续关注公司新建项目投产后的产能消化风险。此外，“巨星转债”募投项目采用自繁自养模式，对营运资金需求较大，规模扩张将推高公司营运资金压力。

表4 截至 2024 年末公司主要在建生猪养殖项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计建设总投资	累计已投资
盐边巨星新民智慧养殖园区	3.19	0.55
广东韶关曲江悦诚 12PS 繁殖场项目	2.88	0.98
夹江巨星甘江种猪场建设项目	1.60	0.61
石桥猪场建设项目	0.73	0.22
巨星平舟智慧养殖园区	0.73	0.30
合计	9.13	2.66

注：部分在建生猪养殖项目计划总投资有所变动，主要系根据工程实际情况调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司养殖成本控制能力仍较强，受益于公司养殖生产效率提升及饲料原料价格下降，2024年以来养殖单位成本进一步下降，增大了盈利空间，但未来饲料原料价格仍存在波动上涨可能，需持续关注公司降本增效情况对业绩的影响

养殖成本方面，公司生猪产业链较为完备，在养殖模式、育种技术、饲喂技术、管理水平等链条各环节均具备优势，养殖成本控制能力较强，2024年以来进一步优化改善，全年肥猪养殖成本同比下降11.31%至6.51元/斤，与上市同行6.0-8.3元/斤区间相比，具备较强的成本控制能力，2025年一季度养殖成本进一步降至6.07元/斤。

饲料成本为生猪养殖成本中占比最大的部分，2024年以来玉米、豆粕等原料价格继续下行，有利于公司降低原料采购成本，但由于公司育肥产能提升，2024年育肥阶段饲料耗用量同比增长约50%，导致生猪养殖成本中饲料成本金额及占比同比均有所上升。除饲料成本外，养殖生产指标的改善是生猪养殖企

业降本的关键，公司依托PIC³种源优势，通过科学饲料配方及不断提高精细化管理水平等措施，使得2024年生产效率指标进一步改善提升。具体来看，2024年公司PSY提升至28.56头，在行业区间25-29头领先，料肉比进一步下降至2.57，育肥成活率亦有所提升。2025年公司全年平均生猪养殖完全成本目标为6.50元/斤，2025年一季度玉米、豆粕等原料价格均小幅上涨，需持续关注饲料原料价格走势、公司管理效率提升及成本改善等对公司未来业绩改善的影响。

表5 公司生猪养殖成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
饲料	30.52	69.45%	23.98	68.51%
职工薪酬/养户报酬	7.41	16.87%	4.68	13.37%
药品及疫苗成本	1.82	4.15%	2.02	5.76%
其他费用（电力、天然气等）	4.19	9.53%	4.26	12.36%
合计	43.94	100.00%	35.00	100.00%

资料来源：公司提供

表6 公司生猪养殖生产效率指标情况

项目名称	2024年	2023年
PSY（头）	28.56	27.00
料肉比	2.57	2.60
育肥成活率	92.94%	91.78%
肥猪养殖成本（元/斤）	6.51	7.34

注：PSY指每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数，料肉比是指饲养的畜禽增重一公斤所消耗的饲料量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）饲料销售业务

公司饲料主要用于供应内部生猪养殖需求，随着猪料生产线技改项目完工，2024年产能有所提升，与生猪养殖协同效用有望加强；2024年主要原料价格震荡下行，饲料业务毛利率有所下降，需关注未来原材料价格波动对业绩影响

公司饲料业务产品包括猪饲料、禽饲料和水产饲料等，以猪料为主，大部分用于供应内部各养殖基地。2024年随着公司年产30万吨猪料生产线技改项目完工，饲料产能得到有效提升。公司禽饲料和水产饲料等销量及收入变动不大，随着内部生猪养殖育肥饲料需求日益加大，2024年猪料产量同比增长19.59%，其中自用比例提升，对外销售进一步减少，叠加饲料原料价格下降，导致2024年饲料收入同比减少20%、销售毛利率下降1.53个百分点。2024年除自产饲料80.68万吨外，公司外购饲料34.84万吨保障饲料对内供给充裕。

³ PIC系国际知名基因育种公司 IMPROVEMENT COMPANY OVERSEAS LTD。

表7 公司饲料生产、外购及销售情况（单位：万吨/年、亿元）

项目名称	2024年	2023年
产能	147.50	125.00
产量	80.68	68.00
外购数量	34.84	14.45
外销量	8.47	9.68
外销收入	3.67	4.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产的饲料原材料主要包括玉米、豆粕、小麦等，2024年以来国内玉米、豆粕价格整体呈波动下行态势，一定程度上缓解公司成本控制压力。但在生猪价格周期性波动及行业规模化竞争加大的情况下，养殖成本控制和内部精细化的管理要求不断提高，且未来饲料原材料价格走势仍存在波动可能，需持续关注公司未来降本增效情况及对公司整体业绩的影响。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

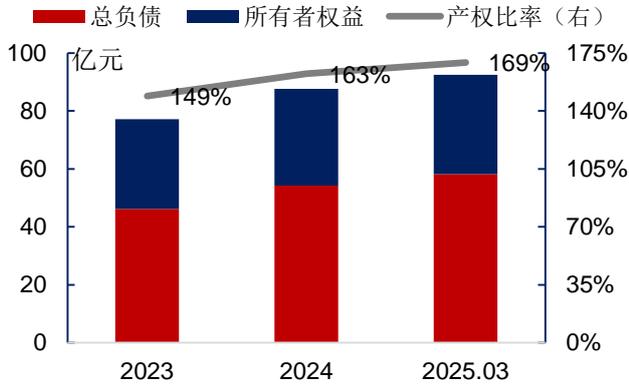
受益于猪价景气修复和生产效率提升，2024年公司盈利及获现能力显著增强，经营利润积累提升了资本实力，但2025年猪价仍面临下行压力，公司业绩表现有待观察；业务扩张及运营资金需求推动总债务继续增长，财务杠杆水平小幅上升，债务趋向短期化，短期偿债压力较大

资本实力与资产质量

2024年以来公司继续扩张生猪养殖业务，经营积累令净资产规模小幅提升，资本实力增强；同时运营资金需求提升使融资规模及其他经营性负债增加较多，拉动总资产增长，核心资产结构保持相对稳健，仍主要由生猪养殖厂及生猪资产构成，增量资产主要为业务扩张形成的育肥猪、种猪，期末存货、生产性生物资产中生猪资产账面价值同比增幅超50%。受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产账面价值合计10.55亿元，占同期末总资产的12.03%。

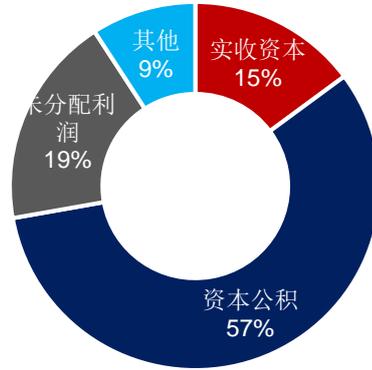
公司自2024年4月开始积极推进定增工作，拟募集资金总额为不超过8.00亿元（含），若定增审核与发行顺利完成，公司资本实力有望进一步增强，优化资本结构。

图7 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表8 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

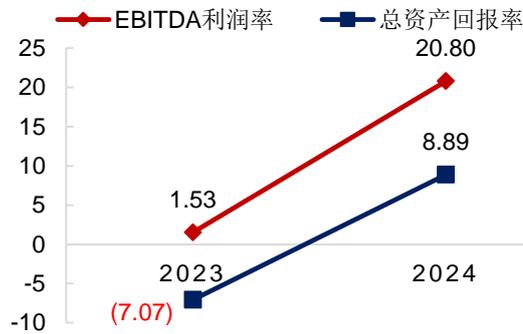
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.15	6.64%	5.77	6.58%	4.46	5.77%
存货	25.07	27.09%	20.93	23.88%	15.32	19.84%
流动资产合计	33.73	36.45%	28.64	32.68%	21.11	27.35%
固定资产	36.34	39.27%	37.08	42.31%	37.53	48.61%
在建工程	4.43	4.79%	3.96	4.51%	3.53	4.57%
生产性生物资产	5.88	6.36%	5.69	6.49%	3.86	5.00%
使用权资产	4.13	4.46%	4.18	4.77%	3.33	4.31%
商誉	5.80	6.27%	5.81	6.62%	5.81	7.53%
非流动资产合计	58.82	63.55%	59.00	67.32%	56.10	72.65%
资产总计	92.55	100.00%	87.64	100.00%	77.21	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年生猪价格回暖叠加养殖端生产效率提升带来的成本边际改善，驱动公司全年盈利实现扭亏为盈，净利润达5.25亿元，EBITDA利润率、总资产回报率同比均大幅回升。国内能繁母猪存栏量自2024年5月起进入缓慢修复通道，截至目前已接近农业农村部划定的产能调控绿色区间上限（正常保有量），市场普遍预判2025年生猪价格或面临下行压力。公司通过精细化运营等持续改善养殖成本，在行业供需格局演变下，猪价波动仍为盈利能力的核心变量，未来盈利水平有待观察。期间费用方面，公司销售费用规模不大，但管理费用因人力成本、财产保险及折旧计提增加，同比增幅达34%；财务费用因债务规模扩张叠加利息支出费用化比例提高，同比大幅攀升91%，综合来看公司期间费用率仍维持9%左右。此外，2024年公司确认资产减值损失0.43亿元，一定程度上侵蚀了公司利润。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司仍处业务扩张阶段，营运资金和项目建设资金需求推动总债务持续上升，2024年末同比增长15.19%。从渠道构成来看，存量债务由53%的银行借款、21%的可转债、26%的非标融资构成，新增债务主要源于融资租赁产品和租赁负债，期限多为3年，主要系生猪业务涉及的厂房售后回租款及土地、育肥场租赁款。由于大量银行借款即将到期，公司短期债务规模及占比上升，集中偿债压力较大，债务结构有待优化。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.93	23.93%	10.58	19.51%	11.53	24.96%
应付票据	2.82	4.85%	2.22	4.10%	1.33	2.88%
应付账款	4.89	8.40%	3.49	6.43%	2.72	5.88%
其他应付款	9.87	16.96%	8.46	15.59%	6.97	15.09%
一年内到期的非流动负债	7.72	13.27%	8.92	16.45%	4.05	8.76%
流动负债合计	41.43	71.20%	35.53	65.49%	27.75	60.06%
长期借款	2.57	4.41%	4.51	8.32%	6.15	13.32%
应付债券	7.91	13.60%	7.81	14.39%	7.48	16.19%
租赁负债	2.74	4.72%	2.65	4.88%	2.20	4.77%
长期应付款	3.26	5.59%	3.48	6.42%	2.37	5.12%
非流动负债合计	16.76	28.80%	18.72	34.51%	18.46	39.94%
负债合计	58.19	100.00%	54.26	100.00%	46.21	100.00%
总债务	41.45	71.24%	40.68	74.98%	35.32	76.42%
其中：短期债务	24.97	60.24%	22.23	54.65%	17.11	48.45%
长期债务	16.48	39.76%	18.45	45.35%	18.21	51.55%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于生猪价格上行周期及盈利修复，2024年公司经营性现金流实现大额净流入，FFO规模同比显著扩张，经营获现能力显著改善。从杠杆状况来看，公司资产负债率、总债务/总资本小幅增长；跟踪期内EBITDA大幅回升，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等指标均明显改善。

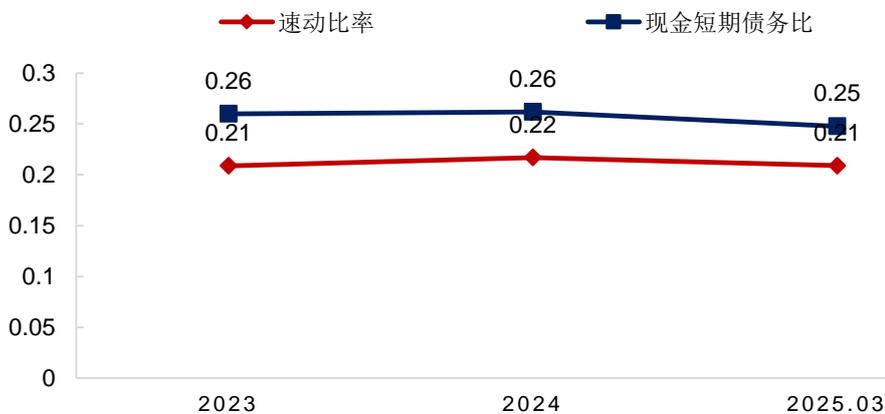
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	2.58	12.65	-1.05
FFO（亿元）	--	10.35	-1.44
资产负债率	62.88%	61.91%	59.85%
净债务/EBITDA	--	2.88	52.16
EBITDA 利息保障倍数	--	6.14	0.34
总债务/总资本	54.68%	54.92%	53.26%
FFO/净债务	--	28.41%	-4.47%
经营活动现金流净额/净债务	--	34.73%	-3.27%
自由现金流/净债务	--	6.12%	-34.48%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2024年公司现金短期债务比、速动比率维持在低水平，表现不佳。2025年3月末，公司到期债务较多，公司账面可动用现金规模远低于即期债务，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至2025年4月30日，公司控股股东巨星集团及其一致行动人所持有的公司股权质押比例为64.69%，质押比例偏高。考虑到公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为通畅，且拥有一定规模的非受限资产，具备一定的再融资能力。公司目前正在积极推进定增工作，若定增审核与发行顺利完成，将有效缓解公司资金压力；截至2025年3月末，公司合计获得金融机构授信额度39.80亿元，剩余可用额度4.43亿元，备用流动性一般。整体来看，公司再融资能力较强。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的说明，公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司于 2024 年 12 月收到上海证券交易所下发的《关于对乐山巨星农牧股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》，因未按规定及时履行可转债转股价格修正相关审议程序及信息披露义务受到警示。公司于 2025 年 5 月收到中国证券监督管理委员会四川证监局（以下简称“四川证监局”）出具的《关于对乐山巨星农牧股份有限公司、四川巨星企业集团有限公司、贺正刚、段利锋、赵志刚、唐光跃采取出具警示函措施的决定》（[2025]33 号），因部分商誉减值损失确认不规范、部分关联交易未审议未披露受到四川证监局警示。公司内部控制体系与治理结构有待进一步优化，中证鹏元将持续关注公司信息披露及内部治理结构完善情况。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日（公司本部查询日：2025 年 4 月 10 日，巨星有限查询日：2025 年 5 月 8 日），公司本部及巨星有限不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025 年 5 月 8 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至 2025 年 3 月末，公司为其优质养殖户、客户及合作伙伴等提供的担保余额为 0.55 亿元，担保期间为 9 个月、1 年或 3 年。

七、 外部特殊支持分析

公司是巨星集团的重要子公司，巨星集团直接持有公司 29.60% 股权。中证鹏元认为巨星集团提供支持的能力较强，主要体现为：2024 年末巨星集团总资产、所有者权益分别为 159.43 亿元、76.93 亿元，

2024年实现营业收入79.18亿元，巨星集团业务呈多元化发展，除生猪养殖外还涉及大宗贸易、稀土磁材等板块，财务杠杆水平较低，同时持有有一定规模金融资产可获得投资收益，其业务和财务实力较强。

中证鹏元认为公司对巨星集团极其重要，在公司面临债务困难时，巨星集团提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

（1）公司所从事的生猪养殖业务，是巨星集团战略规划的重点核心业务。巨星集团的业务板块包括生猪养殖、稀土磁材及大宗商品贸易等领域，巨星农牧承担的生猪养殖业务是第一大核心业务，对股东有很大贡献。

（2）公司在资产、收入、利润和现金流方面对巨星集团的贡献较大。2024年公司资产、收入、利润和现金流占巨星集团的比重均在50%以上，对巨星集团贡献度极高。

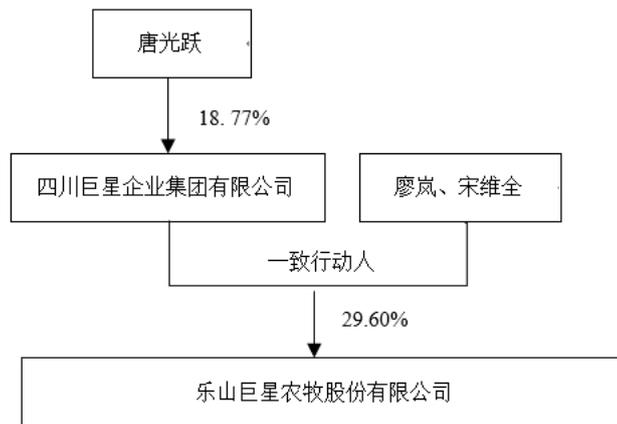
（3）公司违约会对巨星集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。巨星农牧作为巨星集团下属上市公司，其对巨星集团声誉非常重要，如出现违约事件，将对巨星集团融资产生很大影响。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	6.15	5.77	4.46	8.81
短期借款	13.93	10.58	11.53	5.13
一年内到期的非流动负债	7.72	8.92	4.05	7.76
长期借款	2.57	4.51	6.15	2.25
应付债券	7.91	7.81	7.48	7.70
长期应付款	3.26	3.48	2.37	1.02
所有者权益	34.36	33.39	31.00	37.10
营业收入	16.45	60.78	40.41	39.68
营业利润	1.24	4.82	-6.30	1.60
净利润	1.31	5.25	-6.46	1.61
经营活动产生的现金流量净额	2.58	12.65	-1.05	4.82
投资活动产生的现金流量净额	-2.48	-8.60	-8.95	-9.92
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	-3.30	5.47	8.55
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	12.64	0.62	5.77
FFO（亿元）	--	10.35	-1.44	4.16
净债务（亿元）	--	36.43	32.16	16.54
销售毛利率	17.51%	19.16%	-0.37%	14.60%
EBITDA 利润率	--	20.80%	1.53%	14.54%
总资产回报率	--	8.89%	-7.07%	3.62%
资产负债率	62.88%	61.91%	59.85%	48.85%
净债务/EBITDA	--	2.88	52.16	2.87
EBITDA 利息保障倍数	--	6.14	0.34	4.56
总债务/总资本	54.68%	54.92%	53.26%	39.53%
FFO/净债务	--	28.41%	-4.47%	25.17%
经营活动现金流净额/净债务	--	34.73%	-3.27%	29.16%
速动比率	0.21	0.22	0.21	0.50
现金短期债务比	0.25	0.26	0.26	0.66

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2025年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例（%）	注册资本	主营业务
巨星农牧有限公司	100	2.53	牲畜养殖
剑阁巨星农牧有限公司	100	1.55	牲畜养殖、饲料加工
泸县巨星农牧科技有限公司	100	0.24	牲畜养殖
叙永巨星农牧有限公司	100	0.30	牲畜养殖
屏山巨星农牧有限公司	100	0.30	牲畜养殖
乐山巨星农业发展有限公司	100	0.20	牲畜养殖
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	100	0.35	饲料加工
乐山巨星生物科技有限公司	100	0.52	饲料加工
邛崃巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
重庆巨星农牧有限公司	100	0.18	牲畜养殖、饲料加工
乐山市巨星科技有限公司	100	0.29	饲料加工
云南巨星农牧有限公司	100	0.30	饲料加工
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	51	0.05	牲畜养殖
犍为巨星农牧科技有限公司	100	0.20	牲畜养殖
成都巨星禽业有限公司	100	0.10	牲畜养殖
丹棱巨星禽业有限责任公司	100	0.10	牲畜养殖
南充巨星通旺农牧有限公司	51	0.07	饲料加工
马边巨星农牧有限公司	100	0.20	牲畜养殖
眉山市彭山巨星种猪有限公司	100	0.05	牲畜养殖
德昌巨星农牧科技有限公司	99.8785	10.70	牲畜养殖、饲料加工
古蔺巨星农牧有限公司	100	1.80	牲畜养殖
广元巨星农业有限公司	100	0.05	牲畜养殖
眉山巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
平塘巨星农牧有限公司	100	2.00	牲畜养殖
广东悦诚畜牧发展有限公司	88	0.37	牲畜养殖
雅安巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
盐边巨星农牧科技有限公司	100	0.05	牲畜养殖
安徽巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
夹江县巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
宜宾巨星农牧科技有限公司	100	0.05	牲畜养殖
泸州巨星农牧科技有限公司	100	0.05	牲畜养殖
崇州巨星农牧科技有限公司	100	0.20	牲畜养殖
平南巨星农牧有限公司	100	0.10	牲畜养殖
巨星牧康（成都）创新科技有限公司	100	0.02	牲畜饲养技术研发
南充巨星农牧科技有限公司	100	0.05	牲畜养殖
川东巨星（达州）畜牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖

绵阳巨星农业有限公司	100	0.05	牲畜养殖
梓潼巨星农业科技有限公司	100	0.10	牲畜养殖
清远巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
山东巨星农牧有限公司	100	0.05	牲畜养殖
四川振静皮革服饰有限公司	100	0.90	皮革加工
ZHJ IndustriesPtyLtd.	100	600.00 万澳元	投资
H.J.GLOBAL TRAD EPTYLTD	100	100.00 澳元	牛皮加工
H.J. Hides & Skins Australia (QLD) Pty Ltd	100	500.00 万澳元	牛皮加工

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+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+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号