



# 大公国际：现金流视角下，传统“猪周期”变化及生猪养殖行业信用风险分析

文/白迪、陈杰

## 摘要

猪肉在我国居民饮食结构中占据重要地位，也是影响CPI的重要一篮子商品之一，但长期以来我国猪肉价格难以长期稳定，并呈现周期性波动特征，以2010~2022年为例，我国经历了三轮完整“猪周期”。但2022年以来，我国猪肉价格走势不再遵循每4年形成一次周期的基本规律，传统“猪周期”失灵。与此同时，生猪养殖行业自非洲猪瘟以来，行业规模化进程加速，一批专业化养殖生猪企业规模不断扩大，市场占有率不断提升。本文旨在通过回顾前三轮“猪周期”，进而总结出传统“猪周期”发生的条件在于金字塔式的繁育体系以及散户为主导的行业格局，并通过对当下行业格局的变化进行分析，从而探讨传统周期“失灵”的原因。最终，提出分析“猪周期”的侧重点应从盈利转向现金，并重视市场主体的行为。最后，以此为基础对生猪养殖行业的信用风险进行分析和展望。

## 正文

### 一、供给价格弹性较差而需求整体稳定是猪肉价格难以长期稳定的原因

猪肉长期以来是我国居民摄入蛋白质最主要食物来源之一，根据国家统计局发布的统计年鉴数据显示，2023年我国居民人均猪肉消费量为30.5kg，稳居肉类消费第一。长期的饮食文化传统及收入水平的日益提高使得猪肉消费整体稳定性较强，也催生了2万亿左右产值的庞大市场。但由于金字塔式繁育体系以及生长周期的客观时效要求，使得生猪市场的产能恢复周期较长，供给价格弹性较差而需求通常较为稳定，使得生猪价格难以长期保持稳定。根据国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）数据显示，2024年12月19日全国生猪主流市场均价为15.67/kg，较年中高位累计下跌超过25%。期货市场方面，截至2024年12月17日收盘，生猪主力合约2503跌至12.88元/kg，除2501合约外，所有合约均跌至13.5元/kg左右，与此相对应，根据公开资料显示，牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”）和温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”）2024年10月完全养殖成本为13.3元/kg和13.4元/kg。2025年生猪市场价格或延续2024年9月以来的跌势，并跌入行业成本线以下，或对2025年养殖企业的经营造成一定冲击，并进一步影响行业信用风险。

## 二、从波动到周期：金字塔式繁育体系与散户主导的行业格局

### （一）2010~2022年，我国经历三轮“猪周期”

“猪周期”则是指猪价的周期性波动现象，从价格的表现来看是指猪价从底部上涨，到顶点后下跌，最终回到底部的过程。“猪周期”的循环轨迹一般是：肉价高~母猪存栏量大增~生猪供应增加~肉价下跌~大量淘汰母猪~生猪供应减少~肉价上涨。从2010~2022年以来我国猪价走势情况来看，我国大致经历了三轮完整的“猪周期”。

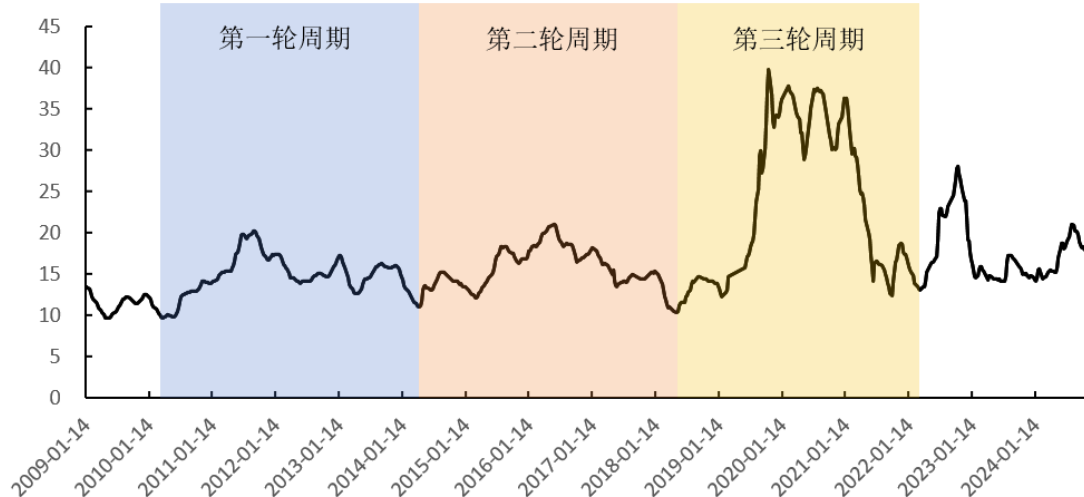


图1 2010年以来我国生猪出栏价格情况（单位：元/kg）

数据来源：Wind，大公国际整理

2010~2014年：其中，2010年6月~2011年9月为上行周期，历时15个月，涨幅约为95%，2011年9月~2014年5月为下行周期，历时32个月。由于本轮外生因素所带来的冲击相对较小，期间只有影响相对不大的蓝耳病疫情，是较为典型的由养殖利润变化所驱动的“猪周期”。2014~2018年：其中，2014年4月~2016年6月为上行周期，历时26个月，涨幅约为90%，2016年6月~2018年5月为下行周期，历时23个月。在本轮周期中，环保政策对于周期启动起到重要作用，尤其是南方水网密集区域产能去化明显。2018~2022年：其中，2018年5月~2019年10月为上行周期，历时17个月，涨幅将近300%，2019年10月~2022年4月为下行周期，历时30个月。非洲猪瘟是本轮猪价大幅上涨的直接驱动因素，由于非洲猪瘟传播能力极强且防治难度极高，针对不同段猪群均有极强传染性，因此生猪产能去化十分严重，从能繁母猪数量来看，2018年5月能繁母猪存栏量为3,264万头，至2019年9月已降至1,898万头，尤其是对部分祖代种猪的去化叠加疫情反复，使得高价期延长，也使得二元回交、三元回交技术得到推广。下行周期则是由极端的高毛利率下，资本快速流入主导，生猪规模化进程加速，产能在非瘟后续零星爆发中逐步恢复。经过本轮疫情后，中小散户由于防治能力更弱，缺乏融资渠道，去化十分明显，生猪养殖行业头部集中率快速提升，奠定了前非瘟时代由散户主导到逐步转为后非瘟时代由规模化企业主导的行业格局。

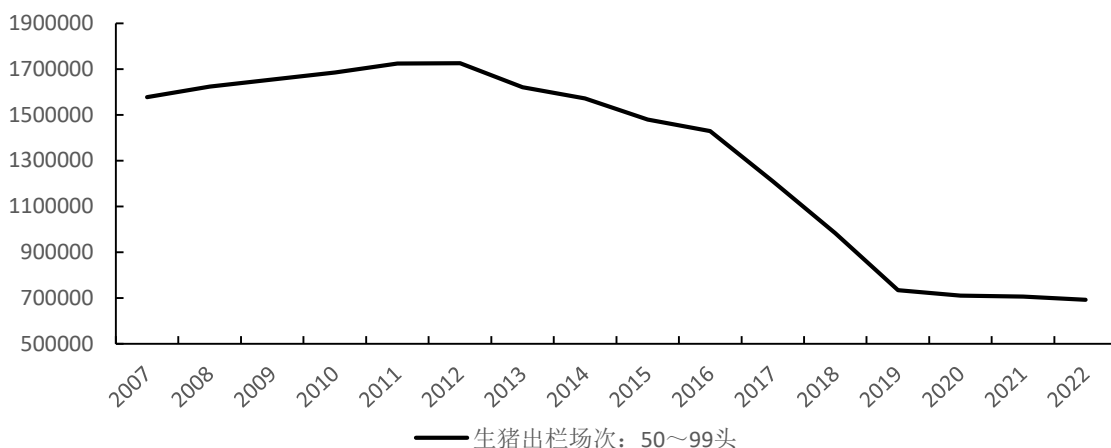


图2 非洲猪瘟期间散户加速去化（单位：次）

数据来源：DM 查债通，大公国际整理

## （二）“猪周期”形成的条件

基于上述三轮“猪周期”表现的总结发现，传统“猪周期”历时均在4年左右，核心驱动因素为养殖利润，而形成4年一次周期的条件则在于：

### 1、金字塔式的繁育体系

我国的生猪繁育体系是由曾祖代-祖代-父母代-商品代构成，其中曾祖代主要靠国外引种，主要引入品种为杜洛克、长白猪和大白猪，靠曾祖代间的纯种繁育出祖代，以扩大繁育体系，再通过长白猪和大白猪二元杂交繁育出二元能繁母猪作为母代与杜洛克公猪繁育出三元商品代，通过长白猪与大白猪杂交目的在于选育出繁殖性能好的能繁母猪，并进一步与杜洛克公猪杂交获得其出肉率高、瘦肉率高等优良特性，从而提高养殖效益。但该模式下，由于三元商品代母猪加入杜洛克猪的特性，繁殖能力弱，往往不直接使用三元商品代母猪作为能繁母猪。因此，能繁母猪的补栏需要从祖代开始繁育，经配种~分娩~具备繁育商品代条件，需要约10个月左右时间，而从选育后的能繁母猪经配种~分娩~育肥~上市，需要约10个月左右时间。因此，从决定补栏到最终商品猪上市，需要约20个月左右的时间。相反决定产能去化，也需要一段时间才能最终反馈到生猪出栏量上。总结而言，由于供给对价格的反馈滞后，猪价产生波动，而金字塔式繁育体系下，反馈时滞具有规律性，最终形成四年一次的周期性波动的客观条件。

### 2、散户主导的市场格局

长期以来，我国生猪市场主体主要以农户自养+小规模专业户为主，规模化程度较低，农户和小规模专业户具有以下特征：（1）普遍缺乏较强的信息搜集能力，主要依靠当下的行情做出产能决策。（2）普遍缺乏较强的融资能力，因此当进入下跌阶段时，通常采取缩减产能的方式以渡过亏损周期。（3）市场参与者以散户为主，以短期盈利目标为主，缺乏长期目标和规划。基于以上特征，散户主导的市场格局下，能繁母猪会在亏损周期及时缩减产能，在盈利周期及时扩充产能。最终金字塔式繁育体系下，产能变化的客观时滞结合散户主导的市场格局，形成了每四年一次价格轮动的周期性波动。

### 三、传统周期的“失灵”：“规模化”触发行业格局变化

2022 年以来，从价格的明显上涨到最终回落的角度看，我国“猪周期”的不再遵循每 4 年形成一次周期的规律，最直接的体现便为 2022 年 4 月~2023 年 7 月我国生猪市场经历了一波生猪价格的快涨快落，其中，2022 年 4 月~2022 年 10 月为上涨周期，仅历时 7 个月，涨幅超过 110%，达到了 2010~2018 年期间两轮“猪周期”的价格波幅，但价格到达高点后又迅速回落，整个周期仅历时 15 个月，2024 年以来也同样出现了价格快涨快落的现象，每 4 年一次的“猪周期”“失灵”。

究其原因来看，2022 年 4 月~2023 年 7 月的这轮价格周期的上涨的市场环境发生了变化，规模化企业成为市场主导力量，不再满足每 4 年一次周期的所要具备的行业条件。后非瘟时代，行业规模化程度显著提高，规模化企业对市场的主导力明显增强。而规模企业通常具有以下特征：（1）具备较强的信息搜集能力，产能决策不仅局限于当下行情。（2）头部企业具备股票、债券、银行等多种融资渠道，对亏损周期的财务承受能力增强。（3）具有中长期发展目标，在与短期盈利目标发生冲突时，短期盈利目标可被适度忽视。另外市场主体的信息搜集能力提高且市场参与主体减少，容易形成价格的一致性预期，最终导致价格的快涨快落。就 2022 年 4 月~2023 年 7 月的这轮价格周期变动而言，其形成的原因是：2022 年 4 月，由于前一轮周期导致产能大幅扩张，行业经历了一轮长时期的亏损以及小幅的产能去化，存在涨价预期，因此大部分市场主体均选择压栏销售的策略，生猪的出栏均重和宰后均重均持续提高，导致生猪供应延后，等到行业普遍意识到后市价格风险后，又开始一致性抛售，导致价格迅速回落。从产能的角度来看，能繁母猪存栏变化在本轮价格周期中并不明显，核心因素是一致性预期和市场主体之间的博弈所导致价格波动。

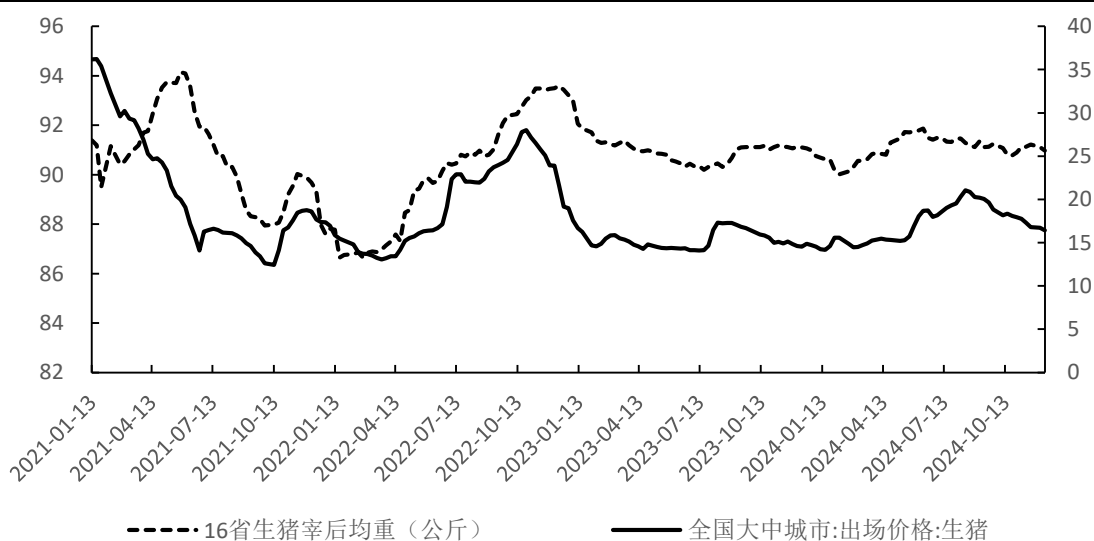


图 3 2022~2023 年生猪宰后均重与出栏价格 (单位: kg、元/kg)

数据来源: Wind, 大公国际整理



#### 四、分析周期的新视角：企业现金流与市场主体行为

由于猪肉需求总体基本稳定，价格的决定主要在供给侧。常规分析框架下，影响生猪供应的因素可分为内生因素和外生因素，内生因素主要以养殖利润为核心，当利润率较高时，市场主体将扩大产能，以获取收益；利润率较低时，市场主体将缩减产能，以规避风险。外生因素方面，生猪疫病是最常规影响供给的因素，最常见且对生猪供应产生较大影响的疫病包括：非洲猪瘟、蓝耳病、仔猪流行性腹泻等，其余常见的外生因素则包括政策、天气等。由于外生因素本身具有较强的不确定性，因此，从预测的角度重点仍在内生层面。

通常当利润转为亏损后，行业会开启产能去化，然而自2022年4月~2023年7月这轮由行业压栏导致的短期价格波动后，我国生猪行业开启了历史以来最长的亏损周期，从能繁母猪存栏量来看去化程度不明显，进一步结合行业PSY情况，2023年生猪出栏同比持续增加。核心原因在于，规模化养殖下，资本流入，具备条件的猪企能够在周期底部持续融资，占据中小散户甚至是部分上市企业在亏损周期退出的市场，以期上行周期时获得市占率提升带来的回报。因此，阻碍猪企进一步扩大生产的核心阻碍因素变为现金状况，养殖行业属于现金开支刚性较大的行业，同时由于相对下游更强势，基本不存在赊销情况，现金流入通常也较为及时，因此在猪价低于成本时，现金往往被持续消耗，高于成本时则通常持续流入，当现金被持续消耗至无法维系生产，产能才会开启去化，这也是2023年下半年部分上市猪企出现经营困境核心原因。因此，在新的分析框架下，考虑市场主体的决策行为和现金流状况，能够更好的解释市场的短期波动以及亏损周期延长的原因，并对未来“猪周期”的拐点做出更好的判断。

另外，值得关注的是，能繁母猪对价格预测的作用有所弱化。通常而言，能繁母猪决定了10个月后的生猪供应，而生猪需求具有较强刚性，因此，能繁母猪的变化会最终反馈到价格中，对价格具有很强的预测作用。主要原因在于，在我国生猪金字塔式繁育体系下，若祖代种猪群受损，产能恢复周期将延长，由于非瘟期间我国生猪供应是被动去产能，祖代种猪群受到的较大损失，如依靠传统模式进行产能恢复则可能错过高利润阶段，因此，二元回交、三元回交技术得到广泛使用，但由于回交技术需要对种猪进行长期的选育才能缩减其与常规繁育种猪的效率差异，因此，非瘟期间所增加的能繁母猪实际繁殖效率较弱。而非瘟后，产能总体保持充裕，猪企开始进行成本竞争，利用高效率种猪替换低效率种猪可有效降低养殖成本，行业PSY逐年提升，因此，自2022年以来，即便在能繁母猪最高减少10%的情况下，生猪价格也未由此开启新一轮的周期轮换。

#### 五、生猪养殖行业信用风险分析与展望

##### （一）生猪养殖行业发债及主体信用级别一览

截至2024年12月16日从事生猪养殖行业的企业，有各类债券存续的企业7家，债券规模合计626.69亿元，存续债券结构呈现以下特征：（1）主体集中度较高，包括

牧原股份、温氏股份和新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望”）在内的猪业“三巨头”存续债券合计规模为 274.99 亿元；（2）可转债占比较高，合计存续规模 272.59 亿元。信用级别方面，级别仍在有效期内的企业 8 家，其中 AAA 级 4 家，AA+3 家，AA-1 家。

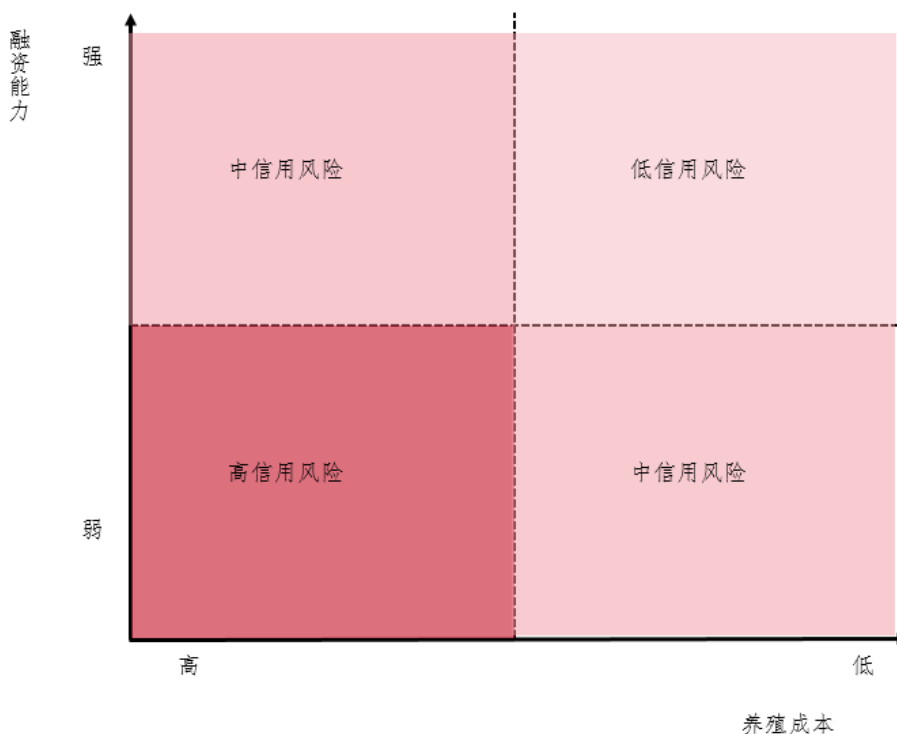
**表 1 截至 12 月 16 日信用评级仍在有效期内主营业务包含生猪养殖业务企业**

| 企业名称         | 信用级别 | 存续债规模  |
|--------------|------|--------|
| 牧原股份         | AA+  | 100.43 |
| 温氏股份         | AAA  | 77.23  |
| 新希望          | AAA  | 97.33  |
| 海大集团         | AA+  | 0.00   |
| 广西农垦集团有限责任公司 | AA+  | 67.10  |
| 广东省农垦集团公司    | AAA  | 55.60  |
| 北京首农食品集团有限公司 | AAA  | 220.00 |
| 乐山巨星农牧股份有限公司 | AA-  | 9.00   |
| 合计           | —    | 626.69 |

数据来源：根据公开资料整理

## （二）“猪周期”如何影响养殖企业信用风险

首先，“猪周期”直接影响养殖企业盈利，我国生猪养殖行业大致可分为两类：第一类为以养殖为主，以牧原股份、温氏股份等为主，主营业务主要为养殖及少部分屠宰或生鲜销售；第二类为饲料+养殖，以新希望、广东海大集团股份有限公司（以下简称：“海大集团”），由于大多数规模化企业均自行生产饲料，同时不具备饲料生产能力的中小散户不断退出，原本饲料生产企业在面对日益收缩的市场空间下，选择向下游养殖延伸，并成为推动行业规模化的重要力量。第一类企业的盈利情况显然与猪价走势强相关，第二类企业则相对收入来源更为多元化，但面临日益收窄的市场空间，养殖投入越来越大，盈利与猪价的关联度也在逐步提升。其次，“猪周期”直接影响养殖企业经营性现金流，由于现金支出的刚性很大，当售价低于成本价时，养殖企业的现金流将持续流出。最后，可能影响企业筹资性现金流，当猪价持续走低，盈利和经营性性现金流等财务指标持续恶化时，企业可能面临一定的融资困境。



**图4 融资能力和养殖成本是影响养殖企业个体信用风险的重要因素**

数据来源：大公国际整理

因此，当位于猪价的底部周期时，养殖行业整体亏损，现金流逐渐消耗，信用风险将上升，并且将根据企业成本控制力度，以及融资能力而分化。由于产品具有较强的同质性，高成本的企业往往利润亏损幅度将更高，现金消耗速度将更快；融资能力较弱的企业也会在长期亏损和现金持续流出的情况下，由于获得外部资金支持能力弱，现金消耗难以及时获得补充，信用风险逐步上升。最终，在周期波动下，养殖成本高，融资能力弱的企业会在底部周期中率先出现信用风险甚至产能出清，而养殖成本低，融资能力强的企业则有更强的逆周期能力，信用风险相对更低，且能逐步占据其他主体出清的产能，从而提高市占率。

### （三）规避周期的方式

对于养殖企业而言，减轻“猪周期”所带来的冲击主要思路包括降成本、轻资产和稳收益。降成本可以在低价区间内保障企业的财务状况优于高成本企业，从而在其他企业被迫选择产能去化的情况下仍能保持稳产甚至逆市扩张提高市占率，通常这类企业选择采取整合中上游自繁自养的模式，这种模式下企业仅需采购粮食和部分药品即可最终出栏生猪，代表企业为牧原股份等，但该模式重资产，折旧占生产成本偏高，产能刚性较大，保持低于行业的成本和逆周期融资能力是关键。轻资产模式则采取公司+代养户的方式，该模式为代养户提供仔猪、饲料和药品，待出栏后企业回购并支付代养费，代表企业为新希望等。该模式下企业产能控制更为灵活，但对成本管控能力稍弱，或不利于当下成本竞争格局下进行稳产扩张。稳收益则是采取向下游屠宰端延伸，并进一步打

造肉食品品牌，由于终端零售价格相对生猪出栏价格对于生猪供应变化的反馈链较长，弹性相对较小，如果形成品牌更有利于提升产品溢价，对于稳定收益具有重要意义。但该模式需要较强的整合能力，长期以来国内未能有企业整合屠宰端和养殖端，屠宰与分销市场长期由双汇、雨润、金锣三大品牌以及各地方品牌所占据，目前牧原股份屠宰产能已经超过双汇，但由于产能利用率仍较低，整体对盈利贡献不大，肉食品品牌的打造方面，目前行业仍处于成本竞争阶段，品牌打造尚未见明显成效，未来以牧原股份、温氏股份和新希望为代表的龙头企业或具有整合下游并稳定收益的能力。该模式在国外已有成熟参照，史密斯菲尔德在美国市场基本实现了饲养、屠宰和分销的整合。总结而言，目前生猪养殖企业可有效规避“猪周期”的手段仍为降成本。

#### （四）猪肉价格

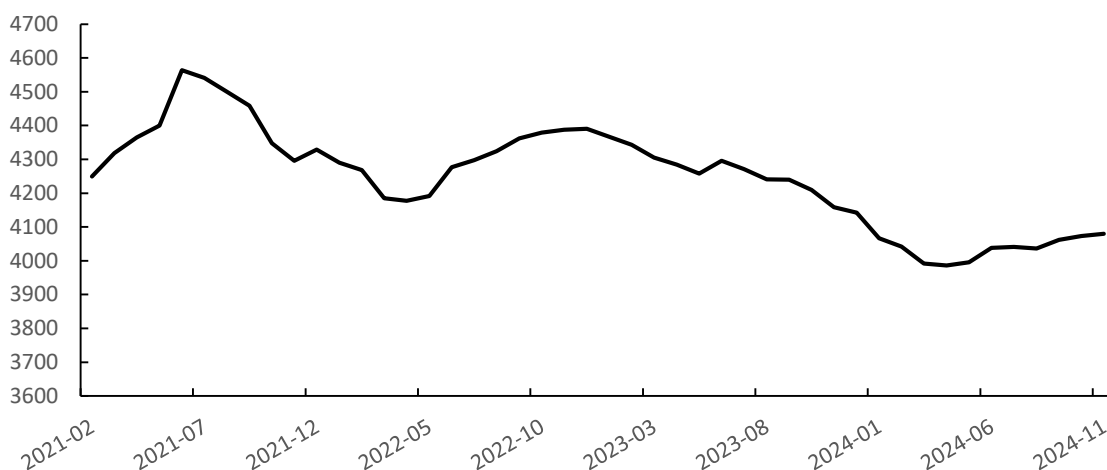


图5 2020年以来能繁母猪存栏量 (单位: 万头)

数据来源: Wind, 大公国际整理

#### 1、能繁母猪与PSY

基于需求基本稳定的前提，生猪供应是生猪价格的关键决定因素，生猪供应则很大程度上取决于能繁母猪的数量和生产效率。能繁母猪存栏量情况来看，根据能繁母猪决定10个月后生猪出栏量的规律，2024年全年对应的能繁母猪月均存栏量为4,210万头，2025年全年对应能繁母猪月均存栏量为4,045万头<sup>1</sup>，较2023年末减少约4%。从能繁母猪生产效率来看，根据部分公开数据显示，牧原股份2024年11月PSY在29以上，而2023年全年该数据在26.4左右；除牧原股份外，温氏股份、新希望和巨星农牧等多家公布数据的猪企，PSY均较2023年有所提升，行业能繁母猪的繁殖效率持续提高。因此，假设行业能繁母猪生产效率提升4%以上，在其他因素无重大变化的情况下，2025年生猪供应将较2024年全年同比增加，且预计该效率目标达成的难度不大。从各大猪企出栏规划来看，经历了2024年的盈利后，猪企明年规划仍以增加出栏为主，但总体幅

<sup>1</sup> 假设2024年12月、2025年1月~2月能繁母猪数量较2024年11月保持不变。



度相对偏谨慎，预计行业集中率仍将进一步提升。

表 2 2025 年部分猪企出栏规划

| 企业名称             | 2024 年出栏目标     | 2025 年出栏目标          |
|------------------|----------------|---------------------|
| 牧原股份             | 6,600~7,200 万头 | 较 2024 年最终出栏仍会有一些增长 |
| 新希望              | 1,500 万头以上     | 1,600~1,700 万头      |
| 江西正邦科技股份有限公司     | —              | 恢复至 700 万头          |
| 云南神农农业产业集团股份有限公司 | 220~230 万头     | 350 万头              |

数据来源：根据公开资料整理

## 2、期货盘面表现

我国生猪期货市场对于生猪现货价格的发现具有一定作用，从期货市场表现来看，截至 2024 年 12 月 17 日收盘，生猪 2501、2503、2505、2507、2509 和 2511 合约价格分别为 14,240、12,880 元/吨、13,195 元/吨、13,515 元/吨、14,005 元/吨和 13,855 元/吨，均价为 13,615 元/吨，较 2024 年 12 月 19 日主流市场现货价格下降 13.11%，且该价格仅高于少部分公布完全养殖成本的企业。

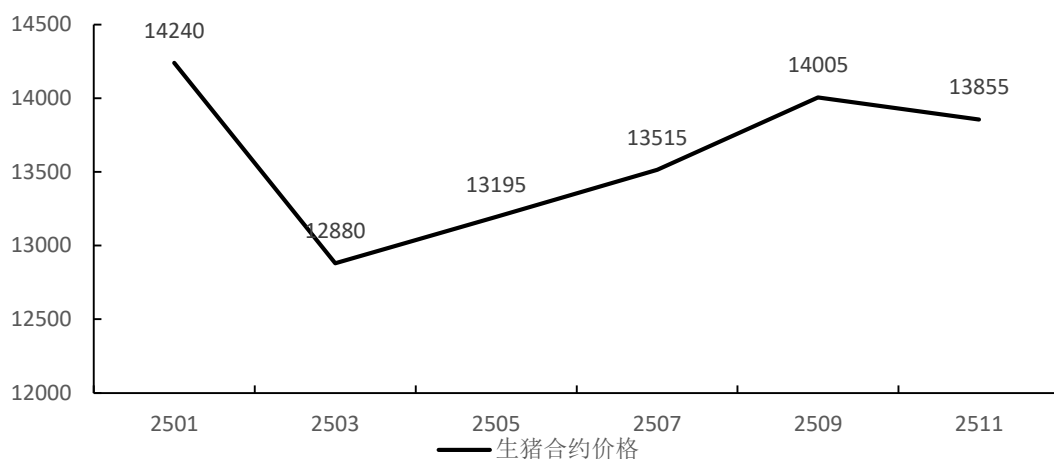


图 6 截至 2024 年 12 月 17 日生猪合约收盘价格 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind, 大公国际整理

## 3、价格走势展望

总结来看，供给端由于能繁母猪去化不显著，且年底有补栏趋势，同时行业 PSY 或持续保持上升趋势，各大猪企年度出栏规划仍以增加为主，但增幅偏谨慎，预计 2025 年供给将较 2024 年转降为增，但幅度温和，在需求仍以稳定为主的情况下，预计 2025 年价格中枢较 2024 年有所下降，但或无当下期货端反馈降幅剧烈。从周期反转的角度来看，预计 2025 年仍将以小幅度震荡为主基调，新周期的上涨拐点或仍需进一步观察行业情况。

### (五) 养殖成本

生猪养殖企业的成本构成由于养殖模式不同，在成本结构上可能存在差异，但总体

均受到饲料成本的影响最大，饲料约占完全养殖成本比重在 60%左右。由于玉米和豆粕是生产饲料最重要的原材料，因而也是影响饲料成本的最重要因素，也是影响完全养殖成本最重要的因素。2024 年以来，主要猪企完全养殖成本持续下降，最主要的贡献便来自于玉米、豆粕价格的下降，根据国家发改委公布数据显示，其中玉米价格较 2024 年初约下降幅高达 16%，豆粕价格较 2024 年初约下降幅高达 23%。2024 年玉米和豆粕价格下降的核心原因在于包括中国、美国、巴西和阿根廷等在内的主产区取得丰收，供应相对充足，另外，工业端用量受经济影响有所减少，供给总体大于需求，玉米和豆粕价格持续走低。从明年的情况来看，市场机构普遍认为，供给端因南美可能受到“娜妮拉现象”影响及全球库存小幅下滑，且粮食价格若持续维持低位将影响部分地区的种植积极性，综合来看，2025 年玉米和豆粕均价较 2024 年或稳中有升。

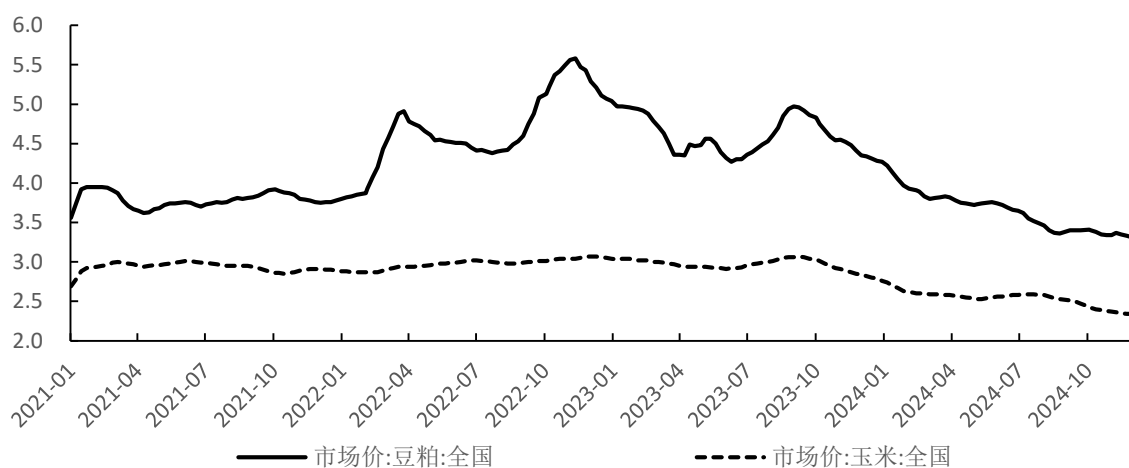


图 7 2021 年以来玉米、豆粕价格走势 (单位: 元/kg)

数据来源: 国家发改委, 大公国际整理

## (六) 财务状况

在经历 2024 年的盈利期后，生猪养殖行业现金储备情况有所好转，有息负债规模有所下降。截至 2024 年 9 月末披露的数据来看，样本企业<sup>2</sup>经营活动产生现金流量净额为 733.23 亿元，较去年同期增加 112.25%。货币资金总额为 794.31 亿元，较去年同期增加 0.70%；有息负债<sup>3</sup>较去年总额为 3,777.24 亿元，较去年同期减少 8.25%，行业总体财务状况有所好转。从融资环境来看，权益融资方面，行业主要企业绝大部分均已上市，包括牧原股份、温氏股份、乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称：“巨星农牧”）等在内的企业也通过可转债发行的方式进行再融资，考虑到国内 IPO 政策及符合条件但未上

<sup>2</sup> 样本企业包括：牧原股份、温氏股份、新希望、天邦食品股份有限公司、福建傲农生物科技集团股份有限公司、江西正邦科技股份有限公司、海大集团、唐人神集团股份有限公司、乐山巨星农牧股份有限公司、天康生物股份有限公司、湖南新五丰股份有限公司、浙江华统肉制品股份有限公司、深圳市京基智农时代股份有限公司、云南神农农业产业集团股份有限公司、深圳市金新农科技股份有限公司、江苏立华牧业股份有限公司、东瑞食品集团股份有限公司、罗牛山股份有限公司、湖南正虹科技发展股份有限公司、北京首农食品集团有限公司、广东农垦、广西农垦。

<sup>3</sup> 有息负债=短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债。

市企业数量，预计明年权益融资方面仍以定向发行或可转债等再融资方式为主。债券融资方面，行业内发债企业集中在行业龙头及地方国企，融资成本方面，2024年以牧原股份、新希望等为代表的行业龙头发债利率略高于同期基准利率<sup>4</sup>，以广东省农垦集团公司（以下简称：“广东农垦”）、广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”）等为代表的地方国企发债利率低于同期基准利率。银行融资方面，截至2024年12月18日，根据公开资料显示，牧原股份最新申请额度为1,300亿元、温氏股份最新申请额度为700亿元，主要企业授信额度充足，结合宏观层面“适度宽松的货币政策”表述，预计明年行业银行融资渠道仍较为畅通。

### （七）生猪养殖行业展望

#### 1、盈利方面

从价格端来看，2025年全年对应能繁母猪存栏量相对2024年预计略有减少，但考虑到行业整体PSY上升趋势，以及随行业集中度提高，整体防疫病水平提高，预计生猪供应将小幅提升，在无其他重大外部冲击的情况下，预计全年平均价格水平较2024年有所下降，但价格下降幅度或无期货市场反馈幅度剧烈。从成本端来看，受气候及库存下滑影响，2025年粮食供应较2024年或偏紧，粮食价格或稳中有升，因此，养殖成本降幅空间或将有限，或难以延续2024年全年养殖成本持续下降的趋势。结合价格和成本走势，预计明年养殖行业以微利为主，部分成本控制较弱的企业或存在亏损风险。

#### 2、现金流方面

从2024年前三季度猪企公布数据来看，经营性现金流明显改善，现金储备有所增长，有息负债总体下降，行业杠杆率有所回调。从2024年四季度的生猪现货价格来看，虽然至2024年8月份以来生猪价格开始持续走低，但截至2024年12月18日，现货价格仍在大部分企业的盈利区间，2024年全年行业财务状况预计将继续改善。从融资环境来看，预计2025年以银行为主的融资渠道将继续保持畅通。

#### 3、信用风险展望

从年度视角看待，行业整体信用风险可控，个体或有所分化。由于行业头部企业成本控制能力强，融资渠道多，预计信用风险将仍维持在较低水平，而部分尾部企业由于成本控制能力偏弱，并在2025年市场中存在亏损风险，若仍选择盲目跟随头部企业扩张，信用风险水平或有所提升。另外，部分在上一轮2023年2月~2024年4月的长期亏损周期中已经发生债务重组的企业，由于经营亏损导致产能去化，产能利用率较低，成本相对偏高，若无有力外部支持，信用风险水平或有所反弹。从周期视角看待，全行业在2024年的价格回暖中财务状况有所好转，市场偏宽松供应的格局持续时间或超过2025年。期间成本控制能力较弱且融资能力较差的企业，若叠加产能规划盲目，或将在低价周期中信用风险持续上升，直至被动去化产能，再叠加头部企业扩产谨慎的情形下，

<sup>4</sup> 指同期限，同信用级别的非金融企业债务融资工具利率，以下皆同。



行业才将迎来再次回暖。



## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。