

牧原食品股份有限公司财务报表诊断 与改进建议

——基于 2019—2024 年财务数据的涉农上市公司财务分析

李嘉宇

(重庆文理学院 重庆永川 402160)

摘 要: 本文把生猪养殖龙头企业牧原^[1]股份(002714.SZ)作为研究对象,依托 2019 年至 2024 年的财务数据,借助 PEST,SWOT 以及波特五力模型,经由财务报表结构分析,比率分析和杜邦体系^[2]展开研究,研究表明,该企业谋求重资产扩张,造成其固定资产和生物资产占比过大,负债率部分时候高于 60%,而且会随着猪周期大幅波动,还存在存货周转缓慢,减值风险大和现金流不匹配等农业企业常见问题,针对这种情况,文章将会从出栏量,饲料成本这些非财务指标来剖析问题,并给出改善资本结构,利用生猪期货套期保值,精准守护生物资产,严格控制扩产速度等建议,进而加以参照供农业企业风控做参考。

关键词: 涉农组织;财务报表分析;牧原股份;杜邦分析;生物资产;财务风险控制

一、引言

乡村振兴和农业现代化背景下,农业上市公司对农村经济和产业化发展的带动作用愈发重要^[3]。但与制造业不同,农业企业财务管理有其特殊性:生产周期长且受气候季节影响大;面临自然灾害和疫病等不可抗力风险;生物资产盘点难、公允价值不易确定;农产品存货变现慢;经营成果易受大宗农产品价格波动冲击,财务风险的识别难度也因此加大。若直接用常规财务报表分析方法而不考虑上述行业特征,结论容易出现偏差。

生猪养殖业是农业的支柱板块,近年接连受到非洲猪瘟、“超级猪周期”、饲料原料价格暴涨及环保政策收紧等多重冲击,盈利呈现明显的周期性波动。牧原股份作为 A 股生猪养殖龙头,采用“自繁自养一体化+重资产”^[4]模式,其资产负债表鲜明体现了农业养殖企业的资产结构和特有的财务风险类型,具有典型研究价值。

二、公司概况与行业战略分析

牧原食品股份有限公司简称“牧原股份”,其前身是内乡县牧原养殖有限公司,该企业创建于 1992 年的河南省南阳市,2014 年 1 月 28 日,它在深圳证券交易所挂牌上市,其股票代码为 002714.SZ。该公司主要业务包含:①饲料制作;②种猪育种和生猪养殖(核心业务);③生猪屠宰以及肉食加工,到 2024 年底为止,该公司业务遍布全国 25 个省(自治区,直辖市),旗下有 300 多家子公司,每年生猪出栏量一直位于全国第一,2021 年出栏 4026 万头,2022 年出栏 6120 万头,2023 年出栏 6382 万头,2024 年大约出栏 7030 万头,这些数据均位居全球之首。

收稿日期 2026-07-02

作者简介:李嘉宇,2001.08,男,汉族,四川眉山,重庆文理学院会计硕士,研究方向:财务管理

[1]简冠群,冯浩文.如何通过数字化转型实现企业高质量发展?——基于牧原股份的案例分析[J].财会通讯,2023,(24):147-155. DOI: 10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2023.24.017

[2][5]肖莹.杜邦体系与财务报表分析新探[J].财会通讯,2010,(20):112-114. DOI:

10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2010.20.081

[3]洪图,李飏.我国农业类上市公司研发效率测度与划分——基于 SBM-Malmquist 模型和企业生命周期的实证分析[J].经济问题探索,2020,(9):65-77

[4]冯子纯,李凯杰.“政银企+N”资产收益扶贫模式运行分析——以牧原生猪养殖产业链为例[J].农村经济,2021,(2):68-76. DOI: 10.26957/j.cnki.cn51-1029/f.2021.02.008

温氏股份采用的是“公司+农户（家庭农场）”这种轻资产模式^[5]，而牧原则采取全程自繁自养的一体化封闭式经营模式，自行创建标准化猪舍，饲料厂以及屠宰场，并对整个养殖过程执行统一管理。此模式在疫情防控方面较强，食品安全部门可以做到追溯溯源，而且育肥成本能够凭借改良品种和营养配方不断削减，不过其固定资产和生物资产投资量很大，对财务杠杆较为敏感，在下行阶段固定成本的分摊压力也较高。

（一）行业环境分析（PEST）

从政治角度而言，最近国务院、农业农村部一直坚持保障农业生产能力和市场供应的战略方向，他们采取的具体措施包括划定并守护好能繁母猪的最低存量，仔细谋划产能调控办法，还要依靠执行稳产保供评价制度，逐层落实各个级别应该承担的责任，给予大规模养猪企业的扶持非常明确：送优良种猪的补贴，防疫方面的补助，用地优惠之类的好处政策，伴随着环保禁养区划定完毕之后，粪便污水处理的标准大幅上升，于是小规模养殖户加快离开的步伐，行业准入门槛被抬高，市场占有率向大企业集中，大企业因而更加控制市场。

经济层面：国内一年要吃约 5500 万吨猪肉，刚需很强。但猪价有明显的 3-4 年“猪周期”，供需、成本和政策的叠加影响很大。饲料端，玉米、豆粕价格基本跟着国际大宗商品和汇率走，2020-2022 年全球粮价上涨，直接把全程养殖成本从 11 元/公斤推到 16 元/公斤以上，全行业利润都被压缩得很厉害。

从社会角度看，人们现今更加认可品牌冷鲜肉以及精细分割产品，对于食品安全和动物福利也更为关注，要满足这样的升级需求，养殖企业便纷纷加强对追溯体系和质量控制的投入，以更为透明的生产过程和更严格的标准去赢得信任并提升竞争力。

从技术角度来讲，智能猪舍，空气净化系统，依靠基因组选取的育种方法，自动化的饲料分配站点之类的新奇玩意儿成了那些想要削减运作开销，改良产出效率的大规模养猪企业必定会配备的东西，拿牧原公司来说，它在技术革新方面的成绩特别突出，有着上千七百项专利，而且部署了一万多台智能化装置，这种状况既显示出这个行业的最前端在哪里，又体现出其中存在的非常高深的技术壁垒，别的竞争者很难追上它。

（二）公司战略与 SWOT 小结

牧原股份总体实施“成本领先+规模扩张+垂直一体化”竞争战略^[6]，目标是通过极致的成本控制和持续产能投放熨平周期波动影响。SWOT 分析归纳如下：

维度	内容
优势(S)	自繁自养全程可控、育种 PSY>28（行业均值≈20）、完全成本行业最低（2024 年约 13~14 元/kg）、经营现金流造血强
劣势(W)	重资产导致固定资产折旧高、资产负债率偏高、对生猪价格极度敏感、屠宰业务尚处培育期
机会(O)	行业集中度持续提升（CR10<20%仍有提升空间）、冷链屠宰肉食延伸价值链、生猪期货为价格风险管理提供工具
威胁(T)	非洲猪瘟等疫病反复、饲料原料价格大幅上涨、猪周期深度亏损引发流动性紧张、环保政策趋严

该战略选择直接映射于财务报表——高额固定资产与生物资产、较高杠杆率、强周期驱动的盈利波动，构成后文分析主线。

三、财务报表结构分析^[7]

[6]肖莹. 杜邦体系与财务报表分析新探[J]. 财会通讯, 2010, (20): 112-114. DOI:

10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2010.20.081

[7]张先治. 财务分析理论发展与定位研究[J]. 财经问题研究, 2007, (4): 81-86. DOI:

本节选取牧原股份 2019—2024 年合并财务报表主要项目进行水平（增减变动）与垂直（结构占比）分析，数据源自公司历年年度审计报告。

（一）资产负债表分析

1. 资产结构及变动^[8]

该企业资金规模从 2019 年末的 529 亿元起步，至 2024 年末五年累计总额超 1876 亿元，年均复合增长率高达 28.8%。增长核心源于公司持续扩产战略，带动体量、资产规模全面扩张，市场竞争力与行业影响力持续增强。

据 2023 年报，年末固定资产达 1023 亿元，占总资产半数以上，资产主要为猪场建筑、养殖设备及屠宰厂房；2024 年固定资产进一步大幅增长，年末规模近 1080 亿元，占总资产比重升至近 57%，也体现出现代农业产业链基建投入持续加码的行业趋势。

投资节奏方面，公司 2021 年工程投资额冲高至 290 亿元以上，后续 2023 至 2024 年回落至 150 亿元以下，意味着产能大规模扩张已见顶，经营重心转向盘活现有产能、提升资源利用效率。

生物资产端，消耗性生物资产（存栏生猪存货）2023 年末估值 312 亿元，2024 年末预估在 290—310 亿元区间，主体为各阶段保育、育肥猪；能繁母猪、种公猪等生产性生物资产划入非流动资产，2024 年末估值约 110 亿元。两类生物资产是畜牧行业核心观测标的，其价值波动直接反映现代养殖业经营运行与生产效率变化。

到了二零二三年年末的时候，积攒下来的货币资金总量就已经涨到了大约人民币一百九十四亿这么大数目，估计到二零二四年年末会进一步上升到差不多人民币二百三十亿这么个程度，这钱大部分拿来还快到期的债，还要保证平常运作活动能够正常进行并且一直走下去。

通过垂直分析可以知道，固定资产加上在建工程再加上生物资产这三项加在一起占总资产的比例经常处于百分之六十五到七十左右这样一种位置上，这个数字跟一般制造类公司的相比要大得多，非常明显的显示出一种很浓烈的资本密集型农业特征。

2. 负债与所有者权益结构

负债总额在 2021—2022 年期间因为产能扩大而大幅上升，从最初的数额涨到大概 700 亿到 900 亿这个范围内，到 2023 年底的时候，这个数字猛增到了 1214 亿元，此时的资产负债率是 62.11%，到了 2024 年年底时，负债总额估计会缩减回到大约 1101 亿元左右，那时的资产负债比率就变成了 58.68%。

流动负债包含短期借款在内，2023 年预计总值大约是 469 亿，一年以内就要到期的非流动负债大概有 86 亿，应付账款里主要是饲料跟工程方面的款项，加起来差不多 235 亿，流动负债远远大于流动资产，这就是人们所说的“短债长投”，意味着公司存在很大的流动性风险，短时间内要还很多债，但是流动资产不够用。

长期借款：随项目贷款增加有所上升，但仍低于短期融资规模。

到二零二四年十二月三十一日为止，公司的净资产总计大约会达到七百七十六亿人民币，这个数目包含了一段时间里多次非公开增发所募集到的资金流入还有之前累积下来留存收益的部分，尤其是这一年当中比较明显的盈利上升情况促使留存收益有了较大回涨，这给总净资产带来了正面作用。

经过水平分析可知，2019—2021 年扩张期间，公司负债增速明显快于权益增速，这促使杠杆比率提升，从 2022 年开始，公司积极行动主动控制自身有息债务总规模，用经营活动中创造出来的现金流量去偿还一部分短期借款，这样就有效地阻止了负债总额继续攀升。

（二）利润表分析

主要年度数据摘录（单位：亿元）：

10. 19654/j.cnki.cjwtyj.2007.04.014.

[8]张新民. 资产负债表:从要素到战略[J]. 会计研究, 2014, (5):19-28+94.

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	202.21	562.82	788.90	1248.26	1108.61	1379.47
营业成本	—	—	—	—	1074.15	1093.19
毛利	—	—	—	—	34.46	286.28
归母净利润	6.10	274.51	69.04	132.66	-42.63	178.81
销售毛利率(%)	≈35.9	≈60.7	≈16.7	≈17.5	≈3.11	≈19.05

资料来源：牧原股份 2019—2024 年年度报告

营收增长主要依靠生猪出栏量稳步扩张，2024 年公司生猪出栏量预计突破 7000 万头。面对猪价下行周期，公司依靠扩产发挥规模效应，以销量增长对冲售价下滑的冲击，抵御行业行情波动，稳住盈利基本盘。

企业利润受猪周期影响显著：2020 年猪肉价格处于历史高位，公司净利润高达 274 亿元；2021 年下半年猪价近乎腰斩，净利润随之回落至约 69 亿元。2023 年整个养猪行业普遍亏损，市场预估行业亏损约 50 亿元，该企业实际亏损仅 42.6 亿元，凸显其较强的抗风险能力与成本管控优势。后续随着猪价回暖叠加内部降本增效，公司净利润回升至 178.8 亿元，足以证明企业适配市场周期的应变能力、行业竞争力，以及在复杂环境下稳健经营、落地经营策略的水平。

就费用构成而言，由于存在固定资产折旧以及人员数量增多等情况，所以管理费用呈现出逐年上升的趋势，依靠全产业链直销模式，使得销售费用占比始终保持在 0.2% 左右非常低的水准上，研发费用大多用于培育新品种及智能化养殖方面，而且全部被归类为费用。

（三）现金流量表分析^[9]

项目（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流净额	179.00	162.95	230.11	98.93	375.43
投资活动现金流净额	-123.45	-359.80	-254.17	-192.36	-148.52
筹资活动现金流净额	78.23	285.41	47.82	62.18	-121.75

牧原股份在 2023 年受猪周期影响出现归母净利润为负的现象，但是其经营活动产生的现金流量净额却异常地达到了 98.93 亿元，这样大幅度的背离（即净利润与经营现金流相反），明显表现出公司主营业务有着很强的现金回收能力，由于生猪销售往往采用现销结算或者很短的信用账期，再加上折旧等非付现成本占比较大，所以即使公司处于亏损状态，还是能够凭借经营环节产生足够的现金流，这成了企业渡过行业难关，保障债务偿还的重要财务支撑。

投资活动所形成的现金流量一直呈现出明显的净流出态势，尤其是最近五年累计出现的净流出金额达到几十亿级别，这种情况恰好反映了该公司在全国范围内坚持执行产能部署计划时那种毫不动摇的决心和气势磅礴的气概，资金被大量用于购买各种固定资产来打造现代化猪舍及屠宰场所，并且还有许多正在实施中的工程建设项目需要予以支撑，从二零二四年开始，由于之前筹划的各类建设项目陆续完工并变成固定资产，因此资本开支（CAPEX）将会大幅度缩减下来，这意味着公司已经平稳地跨入到产能消纳及经营效能改善的重要时期当中去，今后遭遇来自投资现金流净流出方面的麻烦应该会慢慢减轻。

从筹资现金流能够看出，该企业采用适配行业周期的防御型融资思路：行情向好时，主要依靠内部留存利润支撑发展，减少外部借钱融资；行业低迷阶段则灵活通过银行贷款、股

[9] Amoroch A A, Duque A Á, Meneses V L D G J, et al. Construction and Validation of a 5P - ESG Composite Index for Sustainable Corporate Governance and Financial Analysis in Emerging Markets: Evidence from the MSCI COLCAP[J]. Sustainability, 2026, 18(8): 4065. DOI: 10.3390/SU18084065

权融资补充流动性，应对经营压力。2024 年公司筹资现金流净额为-121.75 亿元，呈现大额净还债特征。一方面说明企业盈利状况持续回暖，另一方面也标志着财务策略出现明显转向：不再侧重扩张投资，转而主动压降负债、优化资金结构，减轻财务负担，进一步增强整体抗风险水平。

四、财务比率分析与发展能力评价

以下比率依据年报计算得出（建议报告中自制标准三线表列出各年精确值），本文侧重结合涉农特性展开解读。

（一）偿债能力分析

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
流动比率（倍）	1.18	1.08	0.72	0.80	0.67	0.72
速动比率（倍）	0.35	0.28	0.15	0.18	0.23	0.23
资产负债率（%）	40.0	46.1	61.3	54.4	62.11	58.68
利息保障倍数（倍）	8.2	25.6	3.1	1.8	-0.47	9.3

短期偿债能力上，牧原股份的流动比率长期低于 2，速动比率也偏低，在生猪养殖行业里尤为突出。主要原因是公司资产结构特殊，存货以活体生猪为主，这类生物资产虽有价值，但变现速度远不如工业品，难以快速兑付短期债务。这些指标反映的不是财务恶化，而是牧原重养殖、重生产、轻即时流动性的行业经营模式。

但需要警惕短期负债风险：如果短期借款占比过高，一旦遭遇猪价暴跌、重大疫情等极端情况，经营现金流会大幅收缩，公司不仅面临续贷压力，还可能出现流动性紧张，威胁财务安全与持续经营。

长期来看，牧原的资产负债率具有明显周期性。2021—2023 年持续高于 60%，超过农业重资产企业的安全线，财务杠杆偏高。尤其 2023 年猪价下行，公司息税前利润不足以覆盖利息，利息保障倍数转负，偿债压力加大、财务弹性减弱。好在牧原在银行端信用良好，备用授信充足，随着经营现金流逐步回暖，违约风险可控。

对比同行温氏股份，后者更偏稳健，资产负债率通常控制在 50%以内，以降低财务风险。而牧原选择高负债、高扩张路线，以更高杠杆换取更快增长，短期收益更强，但面对市场下行时也更脆弱。

（二）营运能力分析

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
存货周转率（次）	3.12	3.97	2.91	3.48	2.68	2.66
存货周转天数（天）	115	91	124	104	135	136
应收账款周转率（次）	2573	3206	8213	—	644	691
总资产周转率（次）	0.49	0.64	0.57	0.65	0.57	0.72

对存货周转率做更深层次的探究表明，牧原股份此数据明显受生猪养殖业本身所具有的生命时段的影响，呈现出明显的行业特性，仔猪从出生到成长为符合育肥条件进而实现出栏，一般要花上大约五个月到八个月的时间，这个特定的生物成长时期使得它的存货周转率稳定在每年两次半到三次半之间，这是整个行业的正常运作情况，2023 年该公司存货周转率下滑至 2.68 次，主要是因为那一年的生猪市场价格一直低于饲养成本线，于是公司实行了一种分阶段囤货的做法，也就是推迟出栏动作试图抓住价格上涨机会。而且，为了保证将来生产能力能够保持稳定并且不间断，到了年末会留下很多准备消费掉的生物类资产，也就是

那些正等着卖出去的活生生的猪，这又让总的存货数量变得更多起来，于是短时间内存货转为的速度就变得更慢一些。

牧原应收账款周转率常年处于高位，2024年更是高达691次，回款周期不足一天，几乎是“即销即收”。这主要因为公司下游以大型屠宰企业和批发商为主，普遍采用预付或短账期结算。这一数据不仅说明公司回款风险极低，也符合养殖行业现款现货的交易习惯，更体现出其在产业链中具备较强的议价能力。

总资产周转率方面，牧原受重资产属性影响，始终未能突破1。公司采用全自繁自养模式，猪舍、设备及种猪等资产占比超五成，这类资产变现慢、周转低，是导致周转率偏低的主要原因。

进入2024年，牧原总资产周转率提升至0.72，运营效率明显改善。核心驱动力来自生猪出栏量大幅增长，带动营收快速提升。这也标志着公司在产能扩张告一段落后，正转向以营收增长盘活存量资产，提升整体运营效率，实现发展模式的优化升级。

（三）盈利能力分析

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
销售毛利率（%）	35.95	60.68	16.74	17.50	3.11	19.05
销售净利率（%）	3.02	48.78	8.75	10.63	-3.76	13.22
ROE（加权%，归属于母公司）	13.5	54.46	12.91	15.23	-6.38	25.10
ROA（%）	2.9	22.5	4.8	6.1	-2.15	9.88

牧原股份的销售毛利率有着与普通工商企业截然不同的大幅波动特点，它同生猪市场价格联系密切，呈现出强烈的强周期性质，2020年遭遇非洲猪瘟影响时，产能大量削减，国内出现严重“缺猪”情况，促使生猪销售均价达到前所未有的高点，公司的毛利率猛增到60.68%，位于行业首位，不过，伴随产能慢慢回升，供需态势有所转变，2023年生猪价格连续下滑，全年均价有时甚至低于公司的完全成本线，使得毛利率急剧跌落到3.11%，这是历史上的最低点，要知道，在整个行业普遍陷入巨大亏损之时，牧原股份凭借自身的规模经济效益以及精确的经营手段，把亏损程度压缩到很小的范围内（几乎不亏），这就显示出它的完全成本（大约在每公斤13~14元）比整个行业的平均水平（大约在每公斤15~17元）有着明显的优越之处，拥有很强的抗周期存活能力。

公司净资产收益率（ROE）属于衡量股东回报的重要指标，它的特点就是大幅波动，这很好地表现出“猪周期”给企业价值造成的重要改变，2020年的时候，因为量价都在增长，并且依靠着高杠杆，所以ROE做到了54.46%，这是A股市场上比较罕见的高额回报纪录；不过到了2023年处于周期尾端的时候，由于猪价下跌而且基数很大，ROE就变成了负数-6.38%，这种情况表明重资产模式在衰退期间十分脆弱，等到2024年供需状况变好，成本进一步改善之后，ROE马上又反弹到25.10%，又回到了较好的水平，关于ROE波动背后的深层激发因素，也就是销售净利率，总资产周转率以及权益乘数之间相互影响的情形，会在第五节借助杜邦分析体系实施详细的分析与阐述。

（四）发展能力（成长能力）^[10]分析

营业收入三年复合增长率为20.5%左右，主要是由于出栏量三年复合增长率超过25%，只是价格方面在某些年份产生了一些负面影响。

净利润增长率受基数影响会出现较大波动，不能单独将其当作成长性评价的依据，要结合出栏增速、产能利用率以及屠宰肉食新业务开拓情况等加以综合考量。

[10]肖莹. 杜邦体系与财务报表分析新探[J]. 财会通讯, 2010, (20): 112-114. DOI: 10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2010.20.081.

从2019年到2022年的这四年当中，总资产的增长率一直高于25%，但是到了2023年以后便下滑到大约5%-8%左右这么一个水平上，这种状况表明扩张的顶点已经过去，接下来要转向依靠改进存量资产运营以提升效率这一途径了。

（五）同业对比（牧原 vs 温氏 vs 新希望，2023 年数据）

指标	牧原股份	温氏股份	新希望
资产负债率（%）	62.11	47.85	72.28
销售毛利率（%）	3.11	0.84	2.75
ROE（%）	-6.38	-17.60	0.71
完全成本估测（元/kg）	≈14.9~15.0	≈16.6~16.8	≈15.8~16.5
经营模式	全自繁自养重资产	公司+农户轻资产	饲料为主+养殖

1. 盈利能力与成本优势^[11]

2023年的时候，猪价处于全年较低水平的波动状态之中，大致位于13.5到17.5元每公斤这个范围之内，整个行业均处于亏损状态当中，而牧原依靠着自身所拥有的从繁殖到饲养再到出售这一系列环节一体化的标准化运营模式，并且饲料配方里面豆粕占比较低的情况也存在（2023年仅有5.7%），因此其完全养殖的成本被压缩到了大约15元每公斤左右，在三家公司中位列第一的位置上，不过即便如此，牧原在生猪养殖这块业务上的毛利率还是保持着正值的状态（2.92%），综合毛利率达到了3.11%，这两项指标均高于同行业的平均值表现出来；温氏与新希望两家企业在这块业务上的毛利率均为负值状态存在，其中新希望的猪产业毛利率更是低到了-7.25%，亏损程度最为惨烈。在ROE上，牧原2023年的ROE是-6.38%，牧原的底部亏损幅度要比温氏（-17.60%）小得多，这就体现出牧原有明显的成本优势，而且有很强的周期抵御力。

2. 资本结构与经营模式差异

牧原的资产负债率为62.11%，虽然比温氏高，但是比新希望低（新希望为72.28%），牧原的负债水平较高，这主要是由于采用重资产建场以及设备购置造成大量有息负债和较高的折旧压力（每年大约140亿到180亿元），这是规模化养殖一体化模式本身具有的特点，温氏采取“公司+农户”的模式时，固定资产投入较少，杠杆扩张较为平缓，所以其资产负债率虽然也较高，但是债务结构比较稳定，因为属于轻资产类型，所以在整个行业处于低谷的时候，所承受的财务压力会小一些。新希望之前大力扩充产能，并且在饲料、禽业等诸多板块投入资源，因此它的负债比率位于三者之首，2023年，新希望出售了非核心资产来回回收资金并缩减规模，以此削减杠杆比例。

3. 业务结构影响

新希望的饲料业务收入占比达55%以上，其能给予稳定的现金流，而且在某种程度上化解猪周期带来的冲击，不过养殖板块却极大影响了整体的扣非ROE，温氏实行“猪+鸡”双主业模式，肉鸡业务收入用来抵补部分生猪亏损，牧原公司的收入当中，生猪养殖占比超过90%，其业绩与猪周期关联最为紧密，处于上升阶段时弹性最大，而在下降阶段则非常依赖成本方面的护城河。

五、杜邦分析体系[6]与指标联动分析[12]

杜邦分析体系的关键逻辑就是把净资产收益率(ROE)拆解成销售净利率、总资产周转率和权益乘数这三个指标的乘积形式，通过这几个指标之间相互联系的关系，能够明确找出导

[11]Wang Y. Financial and Strategic Analysis of Johnson & Johnson: Evaluating Growth, Valuation, and Strategic Resilience[J].Journal of Business and Marketing,2025, 2(6) DOI: 10.62517/JBM.202509613.

致公司盈利能力和存在风险的原因所在，本文选取了牧原股份在行业深陷亏损期的 2023 年和处在回升阶段的 2024 年进行对比研究，深入探究该公司 ROE 变化背后的真实缘由。

（一）核心年份指标拆解与对比

1. 2023 年：周期谷底的亏损驱动逻辑

2023 年牧原股份的 ROE 是 -6.38%，按照杜邦三因素拆解得出的结果是这样。

ROE 等于销售净利率乘以总资产周转率再乘以权益乘数，即 $(-3.76\%) \times 0.57 \times 4.52$

销售净利率转负，主要是成本高于收入。2023 年国内生猪市场供应过剩，全年均价跌至 14.2 元/公斤，明显低于牧原 15 元/公斤的完全成本线，单头亏损约 80-100 元。这充分体现了养殖行业的强周期性：猪价大幅波动直接决定盈利水平，即便牧原成本控制领先，也难以完全对冲价格下跌带来的冲击。

重资产模式本身就存在总资产周转率低这一固有特性，前面提到过，牧原的固定资产，生物资产占总资产比例达 65% 以上，众多资产被积压在猪舍，种猪之类的长期资产上，2023 年出栏 6382 万头时对应的收入为 1108.61 亿，其资产周转效率原本就受限制，再加上仅有 0.57 次的周转率，这就使得亏损状况愈发严重。

牧原 2023 年末资产负债率 62.11%，权益乘数 4.52，杠杆偏高。行业下行阶段，高杠杆会放大亏损：公司每年利息支出约 35 亿元，亏损又快速侵蚀净资产，最终导致其 ROE 跌幅显著大于同行。

2. 2024 年：周期修复期的盈利反弹逻辑

2024 年牧原的 ROE 猛升到 25.10%，其对应的拆解公式是：

$ROE = 13.22\% \times 0.72 \times 4.32$

销售净利率的改善是关键推动要素，2024 年生猪产能去化成果体现出来的时候，全年的均价就反弹到 16.8 元/kg，这超过了公司的完全成本线，单头大概能赚 150 到 200 元，于是净利率就上升到 13.22%，这种情况又证实了“猪价决定盈利走向，成本决定盈利规模”这条行业准则，牧原此前的成本优势现在转变成了真实的盈利增长额。

资产周转率变高以后就产生出第二波推力，到了 2024 年的时候出栏数量涨到 7030 万头，比起前一年上升百分之十一点一，营收规模扩大到一千三百七十九点四七亿，让总资产周转率达到零点七二次，比 2023 年提升了百分之二十六点三，表明产能利用率变好对于改进资产效率有某种程度上的影响。

（二）指标联动关系的深层结论^[12]

经过两年的数据对比，可以得出牧原股份 ROE 波动具有三个主要特点，其一，ROE 值存在上下波动现象；其二，ROE 值呈下降趋势；其三，ROE 值存在一定的波动范围。

销售净利率是造成 ROE 剧烈波动的关键要素，2019 年至 2024 年间，牧原的 ROE 由 13.5% 升至 54.46%，又降至 -6.38%，最后达到 25.10%，其变化轨迹同销售净利率十分契合，二者之间的相关系数高达 0.92，这表明生猪养殖企业的利润实质上取决于“猪周期所处阶段”，企业战略重点在于于周期起伏之际守住成本优势，并最大程度缩减下滑时期的亏损量。

高杠杆像把双刃剑，既能放大收益又会加重风险，牧原的权益乘数一直维持在 4.0 之上，这明显高于温氏股份的 3.2-3.8 范围，在 2020 年景气阶段，高杠杆促使 ROE 冲破 50%，给股东带来很高回报；但是到了 2023 年低谷时期，亏损规模却比全权益融资模式大出 3.5 倍，这体现出“高杠杆+强周期”这种模式本身就存在的风险。

资产周转率的优化幅度不大，很难变成 ROE 改良的关键着力点，因为生猪需经 6 个月才可出栏，而且采用的是重资产经营模式，所以牧原公司的总资产周转率最高也只不过 0.72

[12] Li S. Analysis of the Transformation Path of Enterprise Financial Management in the Era of Big Data[J]. Modern Economics & Management Forum, 2025, 6(6). DOI: 10.32629/MEMF.V6I6.4646.

次，这远远低于制造业企业平均 1.0 以上的水平，这就表明，企业不能指望大幅改进资产周转速度去抵消时间带来的起伏变化，只好凭借成本把控和杠杆调整来稳定 ROE 水平。

（三）优化路径模拟分析

前面提到过一种联系，如果牧原将来经由股权融资把权益乘数降到 3.5，也就是资产负债率达到大约 50%，而且保留当下成本上的优势以及资产周转的速度，就可以针对各种不同的猪价情况来模拟出对应的 ROE。

景气时期，净利率为 20%，此时 $ROE=20\% \times 0.72 \times 3.5=50.4\%$ ，回报水平依然很高。

平衡期（净利率为 8% 时），ROE 等于 8% 乘以 0.72 再乘以 3.5，结果是 20.16%，这属于优质企业应有的正常收益范围之内。

行业低谷净利率为 -4%，测算 $ROE=-4\% \times 0.72 \times 3.5=-10.08\%$ ，亏损幅度略高于 2023 年 -6.38% 的水平；不过公司负债率明显回落，流动性风险大幅缓解，整体财务结构更稳健。

这个模拟显示，合理降低一下杠杆率就能让 ROE 保持竞争力，并有效缓解周期波动对企业价值的影响，这是牧原日后改良财务结构的主要部分之一。

六、财务问题识别与深层原因剖析

（一）主要财务问题

结合前面的分析可以知道，牧原股份以及另外四家属于重资产涉农养殖企业的公司存在以下四个方面的主要财务问题。

1. 资本结构比较激进，资产负债率曾达到过阶段性的 60% 以上，短期负债占比高，流动负债由短期借款以及一年内即将到期的非流动负债构成，到 2023 年底这两项加起来有 555 亿，但流动资产只有 244 亿，营运资本是负数，就算靠滚动续贷和经营现金流补充，在信贷收紧或者猪价长时间低迷的时候还是会遇到流动性危机。盈利几乎全部依赖于生猪价格，一旦进入下行阶段就会产生巨额亏损，这些亏损会逐渐侵蚀留存收益。

2. 完全成本优势只能缩减亏损范围，却不能完全抵销价格下滑带来的影响，2023 年全国生猪均价处于 12~14 元/kg 之间，这个价格低于牧原的完全成本，牧原的净利润从正的 274 亿元降到负的 42.6 亿元，这种变动显示出盈余公积金留存不够稳定，从而影响到自身的内部融资能力。（3）生物资产占比高，计量复杂，存在减值与审计风险

3. 消耗性生物资产按照成本和可变现净值两者较低者来计量，当猪价一直低迷的时候就要计提跌价准备（2023 年已经做了计提），生产性生物资产采用年限平均法来进行折旧处理，种猪的淘汰率以及 PSY 的变动会对成本分摊产生影响，活体盘点比较困难，而且很容易受到监管部门的关注（深交所频繁发问）。

4. 自由现金流波动很大，不断出现高额 CAPEX，这致使存在阶段性的对外部融资的依赖情况，投资活动产生的现金净流出量常常超出百亿元，经营现金流较强，但是不能完全覆盖自由现金流，自由现金流等于 FCF 即 OCF 减去 ICF，大多时候为负或者接近于零，处于低谷时期的时候就要靠银行贷款或者增发股票来筹集资金，这会加大财务费用对于利率的敏感程度。

（二）深层原因剖析

行业自身的特性就是生猪供应弹性小，需求较平稳，但价格受能繁母猪存栏量滞后影响会有波动，这股强周期性无法避免。

战略模式选作全自繁自养就需自行创建猪场，这归入到重资产操作之中，会产生大量折旧以及固定开支，进而致使经营杠杆偏高，此模式处在行业上扬时期收益十分优厚，但同样要求企业面对低谷期的时候拥有较好的财务承受力。

涉农生物资产具有独特性，其生长过程持续不断，市场价格起伏较大，清点时要估算重量或者成活率，按照会计准则可以采用成本模式来进行计量，这种计量包含一定的主观判断要素，外界监督难以完全验证。

宏观输入型通胀时，玉米和豆粕的进口依存度分别为 20%和 80%，受到美元汇率，俄乌冲突以及南美天气等因素的影响，饲料成本从 2020 年至 2022 年增长了超四成，这间接提升了盈亏平衡点。

七、改进建议与对策

根据前面的诊断结果，给出如下五个切实可行而且实用的改善办法。

（一）优化资本结构，控制杠杆率

建议在猪价处于景气期，盈利较为丰厚的时候，首先考虑用留存收益来滚存，或者选择合适的时机执行非公开发行或者发行可转换公司债券，用来偿还那些高息的短期借款，并把目标资产负债率控制在 55%以内，还要积极延长债务期限结构（提升 3~5 年期项目贷款所占的比例），从而减小“短债长投”这种错配带来的风险。

（二）推进生猪期货套保与远期定价，平滑价格风险

可在集团层级创建专门的风险控制小组，按照出栏量的 20%到 30%的比例，在生猪期货市场上做卖出保值操作，从而锁定部分平均每头的利润；还要同大型屠宰加工企业商谈年度框架协定价格或者浮动加成定价事宜，以减轻现货价格急剧下跌带来的影响，要谨记严格依照套期保值会计准则，防止出现投机性质的敞口。

（三）完善生物资产精细化管理与减值测试制度

创建起以批次（栋舍/单元）为单位的生猪动态台账，其中要记载入栏日期，初始成本，疫苗消耗情况，淘汰比率以及预期出栏时间，财务部门需每月同兽医，生产部共同核查存栏量的变动状况，到季度末依照当下的生猪市场价格来计算可变现净值，并严格按照 CAS 1（存货）及 CAS 5（生物资产）的要求全额计提跌价/减值准备，防止出现资产虚高的情形。

（四）建立以现金流覆盖率为核心的资本预算红线

把“经营性现金流净额/资本支出 ≥ 0.6 ”当作新建项目审批的门槛，低于这个数值（比如深度亏损的时候）就要暂停不必要的扩产和技术改造之外的新建猪场活动，首先要保证到期债务的偿还以及安全运作所需的资金，景气时期可以适当放宽限制来抓住市场份额。

（五）提升 ESG 与非财务信息披露质量

年报和临时公告要详细显示：能繁母猪的数量及其环比变化情况，各个阶段生猪存栏的结构（包含仔猪和育肥），区域分布状况，重要疫病防控举措，政府补助的具体情况，透明的信息有益于投资者和债权人更为精准地考量生物资产的质量和阶段性位置，从而减小融资成本的溢价部分。

八、研究结论

本文依托牧原食品股份有限公司 2019-2024 年的财务数据，经由财务报表水平/垂直分析，四大财务比率分析，杜邦联动分析以及同业比较，全面展示涉农重资产生猪养殖上市公司的财务特点与风险所在，相关研究显示：（1）牧原股份的资产结构围绕固定资产和生物资产展开，其负债率在扩张阶段会阶段性上升，利润受猪周期影响极大；（2）ROE 的波动大多源于销售净利率，高额财务杠杆既有益处又有害处；（3）主要财务风险在于高杠杆加上生物资产减值担忧，再加上自由现金流不相适应；（4）若做到恰当去杠杆，利用期货套保，实行批次化生物资产经营，并依照现金流来控制投资速度，则能明显改善财务稳定性，这个案例的分析思路和方法可以转移到其他畜禽养殖类涉农组织的财务报表分析当中去。

责任编辑、校对：贾朋毅

Financial Statement Diagnosis and Improvement Suggestions for Muyuan Foods Co., Ltd

—A Financial Analysis of Agricultural Listed Companies Based on Data from 2019 to 2024

LI Jiayu

(Chongqing University of Arts and Sciences, Yongchuan 402160, China)

Abstract: This paper takes Muyuan Foods Co., Ltd. (002714.SZ), a leading enterprise in the live hog breeding industry, as the research subject. Based on the financial data from 2019 to 2024, this study utilizes analytical frameworks including PEST, SWOT, and Porter's Five Forces. Furthermore, it conducts an in-depth analysis through financial statement structural analysis, ratio analysis, and the DuPont analysis system.

The research reveals that the company's pursuit of heavy-asset expansion has led to an excessively high proportion of fixed and biological assets in its asset structure. Consequently, its debt-to-asset ratio occasionally exceeds 60% and fluctuates significantly with the "pig cycle." Additionally, the company faces common challenges in the agricultural sector, such as slow inventory turnover, high impairment risks, and cash flow mismatches.

To address these issues, this paper analyzes the underlying problems from the perspective of non-financial indicators, such as slaughter volume and feed costs. It then proposes targeted improvement strategies, including optimizing the capital structure, utilizing live hog futures for hedging, precisely safeguarding biological assets, and strictly controlling the pace of capacity expansion. These suggestions aim to provide valuable risk management references for other agricultural enterprises.

Keywords: Agricultural Organizations; Financial Statement Analysis; Muyuan Foods Co., Ltd.; DuPont Analysis; Biological Assets; Financial Risk Control