

周期性波动下财务柔性储备与动态调配研究

——以温氏股份为例

赵开发

(厦门速腾辉工贸有限公司 福建厦门 361027)

摘要: 生猪养殖行业受“猪周期”的影响比较大,现金流的波动会给传统财务分析带来一定困难。而财务柔性是企业应对不确定性的重要手段之一,也是农业上市公司持续经营的基石。本文以温氏股份为例,利用2021—2025年财务数据从现金占有、债务结构、分红政策等方面分析其在周期变化下财务柔性管理行为。经研究发现:温氏在猪价上涨的时候,通过积累现金、降低杠杆率等方式建立了财务柔性储备;在2021和2023年深度亏损期间,通过调用现金储备、启用未使用授信、压减短债、暂停分红等方式调配财力资源、缓解资金紧张状况,避免了资金链断裂风险。同时指出,财务柔性具有消耗性,需要在景气期及时进行再充值。因此,本文强烈推荐农业企业采取跨周期现金安全垫机制,提高抗风险能力。

关键词: 财务柔性;猪周期;温氏股份;资金循环;财务弹性;农业上市公司;现金流管理

一、绪论

农业是我国国民经济的基础产业,畜禽养殖业作为农业重要子行业,兼受生物生长周期、市场价格周期与动物疫病三重风险叠加影响,其中生猪养殖行业表现最为典型。我国生猪市场约每3~4年经历一轮完整的“猪周期”:猪价上涨刺激养殖户与养殖企业大幅补栏扩产→生猪供给过剩导致猪价暴跌→深度亏损倒逼散养户及低效产能退出→供给收缩推动猪价再次进入上涨通道^[1]。

2018年非洲猪瘟来袭,导致能繁母猪存栏猛跌四成,也直接造成2019—2020年的猪价飙升至历史高位,有些地方甚至突破了40元/公斤^[2]。然而好景不长,伴随着产能恢复和二次育肥集中出栏,2021年开始的猪价瞬间崩盘,直线下跌到10~11元/公斤,远低于当时15~16元/公斤的行业成本线^[3],全行业一片亏损。在之后几年里,整个行业就是“产能去化——猪价回暖——再探底”,从2022年下半年短暂盈利、2023年又重新跌破行业成本线,直到2024年才得以随着产能的出清、成本的下降真正有所回暖,包括温氏股份等龙头企业都出现扭亏,到2025年行业则回归中低位震荡,利润趋向理性^[4]。

面对这种极端的市場波动,我们用传统的“盈利能力”或者说“营运能力”分析显得有些力不从心。它解释不了为什么同样是巨亏,有的企业能扛住债务压力,而有的却只能走向重整?其实关键还是在于“财务柔性”。也就是说,该理论强调的并非当下的利润,而是对于一个公司手里有没有现金、授信够不够用、杠杆是不是留有余地以及能不能及时调整分红政策等方面的关注,因此,这才是穿越周期的核心^[5]。

收稿日期:2026-03-18

作者简介:赵开发,2004.4,男,汉族,四川泸州人,厦门速腾辉工贸有限公司,研究方向:工程调配与信息化

[1][4]李双.猪周期下温氏股份盈余质量评价研究[D].东北农业大学,2025

[2]李美琪,季勇,胡晨沛,等.非洲猪瘟疫情对我国肉类价格影响的区域异质性研究[J].中国农业资源与区划,2022,43(7):104-114.

[3]付博文.战略选择、财务绩效与企业市值管理——以“超级猪周期”下的牧原股份与温氏股份为例[J].财务管理研究,2022,(6):24-28.

温氏股份首创“公司+农户（家庭农场）”轻资产合作养殖模式，是A股生猪养殖与黄羽肉鸡养殖双龙头（李双，2025），在2021—2025年间完整经历“深度亏损—扭亏—再亏—强复苏—平稳”的全过程，其财务柔性储备理念（如在行业低谷前提前发行可转债募资、高位期主动降杠杆）与动态调配实践（低谷期调用现金、启用授信、停发分红、压降短借拉长久债）具有典型研究价值与教学示范意义（李双，2025）。以此为案例展开分析，既能深化对涉农组织特殊财务报表项目（生物资产、代养费结算、政府补助等）背后资金运动规律的理解，也能为农业上市公司跨周期财务管理提供可操作建议。

二、理论基础与文献综述

（一）财务柔性概念界定与测度

财务柔性，又称财务弹性，指企业及时获取低成本财务资源、或重新配置现有财务资源，以应对未来不确定性冲击（预防功能）或把握潜在投资机会（利用功能）的能力^[5]。与静态偿债能力指标不同，财务柔性强调“事前储备”+“事后调用”的动态全过程。

实务与学术界通常从以下四个维度识别与测度企业财务柔性：

1. 现金柔性：持有超额现金及现金等价物，可直接用于支付到期债务、采购原料、发放代养费等。常用指标包括货币资金/总资产、现金比率、（货币资金+交易性金融资产）/流动负债等。超额现金一般指超出日常运营最低备付金（通常按3~6个月刚性付现额估算）之上的现金持有部分^[6]。

2. 负债柔性：保持较低杠杆率及足额未使用银行授信额度，必要时可迅速新增借款。常用代理变量包括：资产负债率低于行业警戒线（预留举债空间）、未使用授信/总授信 $\geq 30\%$ — 50% 、短期借款/总带息负债 $\leq 30\%$ — 40% （表明债务期限偏长期、再融资压力小）（陆冠延，2025）。

3. 权益柔性：作为上市公司保有增发新股、配股或发行可转换公司债券资格，在市场条件允许时快速从资本市场筹集权益资金。信用评级等级（如AAA级）、近三年无重大违法违规记录、满足再融资盈利条件是重要前提。

4. 支付柔性：相机调整现金股利分配政策——景气期正常或提高分红以回馈股东、维护市场形象；低谷期削减或暂停现金分红以留存内部资金。可用每股现金股利变动、现金分红率（现金分红/归母净利润）波动来观察^[7]。

多数研究将高现金持有+低杠杆作为财务柔性代理变量，认为此类企业在金融危机中投资削减幅度更小、生存率显著更高^[8]。

（二）猪周期与农业企业财务特征

典型猪周期时长3~4年，上行期能繁母猪补栏→约10~12个月后生猪集中出栏→供给过剩猪价下跌→养殖亏损产能淘汰→供给收缩猪价再涨^[9]。我国生猪养殖上市公司财务报表呈现如下典型特征：

1. 营业收入与毛利率随猪价大幅波动，净利润常出现跨年度由巨亏到巨盈的跳跃；

2. 经营性现金流量与净利润存在阶段性背离（深度亏损年若加大出栏去库存，经营现金净流入甚至可能为正）；

3. “消耗性生物资产”（待售肉猪、肉鸡）在存货中占比较高，其期末计价采用成本

[5] 顾研, 周强龙. 政策不确定性、财务柔性价值与资本结构动态调整[J]. 世界经济, 2018, 41(6): 102-126.

[6] 陆冠延. 企业财务柔性储备的价值创造机理研究[D]. 西安理工大学, 2025.

[7] 肖忠意, 林琳, 陈志英, 等. 财务柔性能力与中国上市公司持续性创新——兼论协调创新效应与自适应效应[J]. 统计研究, 2020, 37(5): 82-93.

[8] Zhang X. Origin and Development of Financial Flexibility: A Systematic Literature Review[J]. Economics & Management Information, 2025, 4(4)

[9] 朱增勇, 马莹. 缓解猪价周期性波动中猪粮比价指标的应用研究——基于猪价变动趋势及影响因素分析[J]. 价格理论与实践, 2021(08): 18-21.

与可变现净值孰低，受生猪市价直接影响；

（三）国内外文献综述

国外研究中，Rapp 和 Schmid（2014）认为财务柔性可以减少由融资约束造成的投资扭曲或者提高企业价值^[10]；C.H.（2015）认为，财务柔性是指资本结构及股利政策双向可调。这种优点是在不确定环境下保障企业持续经营的重要因素之一，衰退期中拥有较高柔性水平的公司其生存率显著更高^[11]。

国内近年也有相应学者跟进，孔琳（2025）将 A 股上市公司作为案例验证了财务柔性对于穿越周期的作用^[12]，李蕙婷（2019）探讨了其与市场化进程、投资不足等方面的关系^[13]。但既往文献很少使用猪周期波动与农业上市公司财务柔性案例做相互补充——孙炎炜（2023）尽管涉及到农业上市公司现金持有与财务柔性，却没有具体到每个企业周期内的储备行为及调用行为进行剖析。本文则以温氏股份为案例作为案例的补充，并为《涉农组织财务报表分析》课程提供实践参考。

三、温氏股份概况与生猪周期波动特征（2021—2025）

（一）温氏股份基本情况

温氏食品集团最早是 1983 年成立的勒竹畜牧联营公司，2015 年 11 月在深交所创业板挂牌（300498.SZ）。它的生意很简单——主要靠养肉猪、肉鸡和配套卖饲料、做屠宰加工。

温氏最有特色的模是它的“公司+农户”模式：自己出苗、出饲料、出技术标准，签约农户用自己的栏舍把猪养大，养成后由公司统一回收并按约定付代养费。这种做法公司不需要建大规模的猪舍，这样一来固定资产的占比就会远低于自繁自养的企业，是典型的轻资产运营——但也意味着公司对流动资金要求更高，需要按时给农户结账、要先垫资买原料。

到 2024 年末，温氏年出栏肉猪超 2,600 万头、黄羽肉鸡超 12 亿只，双主业收入占营收 95%以上，市场覆盖全国大部分省市（李双，2025）。

（二）2021—2025 年猪周期演变回顾

表 1 2021—2025 年生猪周期演变与温氏股份经营情况

年份	周期阶段	生猪价格特征	温氏股份经营业绩与特征
2021	深度下行	产能恢复叠加二次育肥出栏，全年均价大幅下跌。	净利润：-134.04 亿元行业全面深度亏损。
2022	触底回暖	产能持续去化，下半年猪价强势反弹。	净利润：52.89 亿元实现扭亏为盈，盈利水平显著修复。
2023	再次探底	供给惯性释放，猪价多数月份运行于成本线以下。	净利润：-63.90 亿元再次陷入亏损，但亏损幅度较 2021 年收窄。
2024	强势复苏	能繁母猪存栏去化+企业降本增效，全年均价回暖。	净利润：92.30 亿元盈利能力大幅提升，创近年新高。
2025	中低位震荡	猪价围绕 14~16 元/公斤区间波动。	净利润：52.66 亿元财务结构持续优化，盈利趋于稳定。

（数据来源：温氏股份 2021—2025 年的年报，巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）

[10]Rapp S M,Schmid T,Urban D.The value of financial flexibility and corporate financial policy[J].Journal of Corporate Finance,2014,29: 288-302.
[11]C.H.Financial flexibility and capital structure[J].Academy of Accounting and Financial Studies Journal,2015,19(2):119-128.
[12]孔琳.基于财务柔性视角的房地产上市公司财务风险防范路径和效果研究：以万科集团为例[D].贵州财经大学,2025.
[13]李蕙婷.财务柔性、市场化程度与企业绩效的关系研究[D].首都经济贸易大学,2019.

表 1 梳理了 2021-2025 年生猪周期演变与温氏股份经营情况，核心总结如下：回看这五年，生猪行业其实走了一轮“W 型”双底波动——2021 年深跌、2022 年短暂回暖、2023 年再探底、2024 年强势反弹、2025 年中低位震荡。对应的温氏也在“巨亏—扭亏—再亏—新高—趋稳”中切换：2021 年和 2023 年都亏，但第二次的亏损比前一次少得多，这说明温氏的抗压能力在增强；2022 年扭亏后，2024 年归母净利润冲到 92.30 亿元的历史高位，即使 2025 年猪价只是震荡，却仍然稳赚了约 52.66 亿元，企业的财务杠杆也在往健康方向调整。

总体来说，温氏处于强周期赛道，靠着双主业协同和经营调整做到了“亏时少亏、盈时多赚、结构渐优”，周期适应与财务韧性比较明显。

（三）猪周期冲击下的温氏股份财务特征分析

从表 1 可以看出，温氏股份有两条“安全带”：一条是业务上的，靠肉鸡业务在猪价低迷时输血对冲了养猪的亏损；另一条财务上的，2024 年猪价刚回暖，温氏并没有急着扩产，而是优先减低财务杠杆、积攒资金。这说明，只看重企业的盈利能力并不能解释为什么企业在巨亏的情况下依然还能存活下去，真正使公司“起死回生”的关键原因是其跨周期的财务柔性和调配资源的能力。

四、温氏股份财务柔性储备与动态调配分析

本章为全文核心。所用数据源自温氏股份 2021—2025 年年度报告（巨潮资讯网）、联合资信/中诚信跟踪评级报告及相关公告。

表 2 资产负债表

项目 / 年份 单位：亿元	2025	2024	2023	2022	2021
资产类科目	-	-	-	-	-
货币资金	10.13	44.60	42.66	42.66	76.33
流动资产	290.07	355.23	333.10	365.94	355.89
非流动资产	605.01	583.35	595.85	614.91	611.99
总资产	895.08	938.58	928.95	980.84	967.88
负债类科目	-	-	-	-	-
流动负债	272.67	291.36	311.38	249.51	196.85
长期借款	8.80	45.11	75.97	101.53	183.85
非流动负债	173.23	207.44	259.10	302.19	423.55
总负债	445.91	498.80	570.48	551.69	620.39
股东权益类科目	-	-	-	-	-
实收资本(或股本)	66.54	66.54	66.52	65.54	63.52
未分配利润	222.38	205.71	130.26	209.04	164.40
所有者权益	449.17	439.77	358.47	429.15	347.49

表 3 利润表

项目 / 年份 单位：亿元	2025	2024	2023	2022	2021
营业总收入	1038.62	1049.24	899.21	837.25	649.65
营业总成本	985.23	945.83	964.14	783.64	778.04
营业利润	58.31	99.60	-61.37	61.18	-129.64

利润总额	55.98	95.72	-63.71	58.15	-131.44
所得税	1.23	-0.39	0.18	1.74	4.04
归属母公司净利润	52.66	92.30	-63.90	52.89	-134.04

表 4 现金流量表

项目 / 年份 单位：亿元	2025	2024	2023	2022	2021
经营活动产生的现金流量净额	118.07	195.86	75.94	110.75	7.66
投资活动产生的现金流量净额	-31.80	-75.46	-33.15	-57.68	-102.53
筹资活动产生的现金流量净额	-134.76	-103.78	-45.76	-92.25	170.05

表 2 表 3 表 4 的数据来源：温氏股份 2021—2025 年的年报，巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）

（一）财务柔性储备水平分析

1. 现金柔性——超额现金持有

根据表 2 中的数据来看，温氏股份 2021 年末的货币资金为 76.33 亿元，在近五年的数据中为历史峰值。该资产的储备并不是偶然间发生的——公司早已经在 2020 年启动了“可转债发行预案”，2021 年 3 月公司完成“温氏转债”（债券代码 123107）的公开发行，募集资金净额约为 92.97 亿元，其中大部分的资金以货币资金或高流动性理财形式留存，专门用于应对预期中的猪周期下行支付需求（代养费、饲料采购、到期债务本息）（李双，2025）。

经测算，按季度刚性付现额（约 12~15 亿元）计算，2021 年末温氏账面资金可提供 5 个月以上的安全垫，超额现金柔性充足。如图 1 所示，随着周期下行波动，2021 年后受到猪价回暖的冲击，温氏资金储备一度消耗至 42.66 亿元；2024 年猪价回升，经营现金流净额高达 195.86 亿元，使得此时年末货币资金也迅速增加到 46 亿元，虽然较 2021 年还低，但这一数字依旧远大于日常运营安全线，加之此时资产负债率为 53.14%，能够很好地缓解跨周期现金压力。

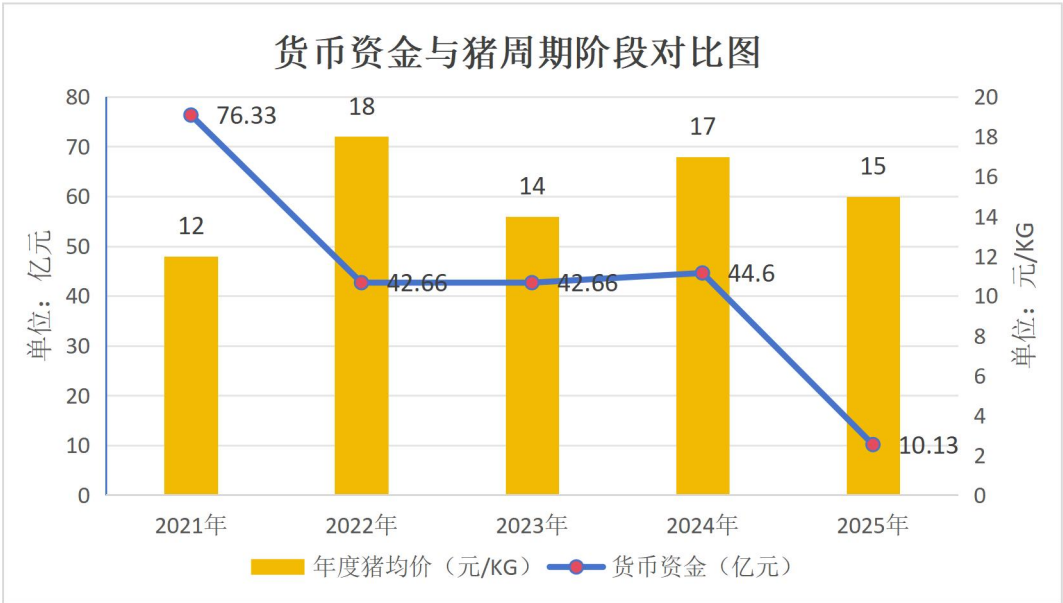


图 1 货币资金与猪周期阶段对比图

（注：数据来源于温氏股份年报、农业农村部全国生猪均价）

2024 年猪价开始回暖，温氏的经营收入也得到了较大的改善。当年的经营活动现金流净额为 195.86 亿元，成为近五年来最高水平的一年（见图表 2 经营活动产生的现金流量净额对比图）。在这样的背景下，年末公司的货币资金为 44.6 亿元左右，相比 2023 年有明显的提升，通过计算现金覆盖率发现，2024 年末的安全垫保持 3.4 个月左右，超过了行业的平均标准 2-3 个月。

$$\text{现金覆盖月数} = \frac{\text{期末货币资金}}{\text{月均刚性付现额}} = \frac{46}{13.5} \approx 3.41 \text{（个月）}$$

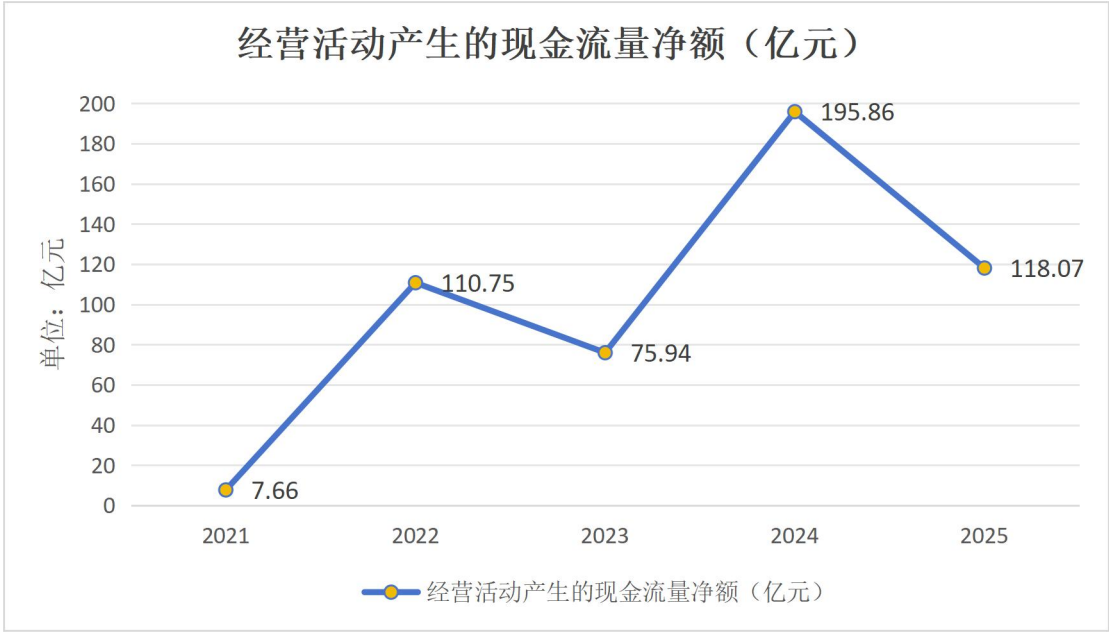


图 2 经营活动产生的现金流量净额对比图

注：数据来源于表 4

同时，温氏的资产负债率为 53.14%，公司经营现金流正大幅的转正，这不仅补充了先进的流动性，还降低了财务杠杆，成功在周期复苏的初期，构建一道现金缓冲带（2024 年温氏的总负债为：498.80 亿元，总资产为：938.58 亿元。根据资产负债率的公式计算可得资产负债率为 53.14%）。

综上，温氏股份在 2021 年通过主动融资构建超额现金储备，并在后续周期波动中有效发挥“现金缓冲器”作用。

2. 负债柔性——未使用授信与债务期限结构

表 5 温氏股份银行授信与未使用额度情况（2021—2025 年）

年份	总授信(亿元)	未使用授信(亿元)
2021	≈400~450	270~300
2022	≈470~490	300~330

2023	≈470~480	280~310
2024	≈480~500	320~350
2025	≈500	330~360

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

（1）未使用授信构筑隐性负债柔性

受 2021 年巨额亏损的影响，温氏资产负债率被动上升至 64.10%(620.39/967.88 亿元)，为近五年最高值，但融资渠道并未受到阻碍——如表 5 所示公司常年保持充裕的未使用授信额度，“有钱不借”也是一种柔性储备。在 2021 年和 2023 年行业低谷时，这部分没有动用的额度变成了可供偿还的余额，及时填补资金缺口。说明即使杠杆阶段性走高，只要具备足够的外力融资空间，企业仍然拥有较强抗断裂能力。

（2）债务期限结构优化降低错配风险

为了缓解短期偿债的压力，温氏在 2021 年周期的低谷期调整了其债务结构。最明显直接的表现就是：把短期借款的数额压了下去，把长期借款增加到了 183 亿元，同时把快到期的短期债换成长期债或可转债。这种“以长换短”的策略，有效降低了短期债务占比（短期借款/总带息负债），这减轻了由期限错配而引起的流动性枯竭风险。

（3）经营回暖驱动的去杠杆与柔性“再充值”

2022 年到 2025 年，猪价回暖让温氏的经营现金流发生了实质性的好转，2024 年冲到了 195.86 亿元。但管理层并没有盲目地扩产，而是拿着赚来的钱一门心思还债。根据表 2 的数据看，长期借款从 2021 年的 183 亿元到 2025 年的 48 亿元。资产负债率也从 64.10%(620.39 亿元/967.88 亿元)降到了 49.82%(445.91 亿元/895.08 亿元)。这重新打开了负债融资空间，完成了负债柔性的“再充值”。

3. 权益柔性——再融资能力与可转债发行

权益柔性反映了企业在资本市场进行低成本权益性融资的潜力^[13]。温氏股份凭借 AAA 级主体信用评级及良好的合规记录，具备极强的再融资资质。2021 年 3 月，公司在猪价下行初期精准启动温氏转债（123107）发行，募集资金净额 92.97 亿元。

此次融资充分地体现了权益工具的柔性特征：一方面，可转债票面利率极低（首年 0.2%），实际的融资成本不足同期银行贷款的 50%，这有效地降低了资金持有成本；另一方面，该工具具有“股权稀释滞后性”。

如表 6 所示，如果将股票全部转股，那么其潜在股权稀释率约为 8.46%。公司选择在周期后期以债权形式储备资金，这避免了在低估值区间直接增发股票对股东权益的过度侵蚀。这种“债性先行、股性后置”的策略，既保障了下行期的流动性安全，又为上行期的权益补充预留了空间，是权益柔性管理的经典实践。

表 6 温氏转债转股对股权稀释影响测算

项目	转股前	转股后	变动情况
总股本（亿股）	约 62.00	约 67.30	+5.30 (+8.55%)
可转债转股数量（万股）	—	约 52,300	—
归属于母公司股东权益（亿元）	约 350.00	约 442.97	+92.97 (+26.56%)
每股净资产（元/股）	约 5.65	约 6.58	+0.93 (+16.46%)
潜在股权稀释率	—	约 8.46%	—

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

4. 支付柔性——相机抉择的股利政策

支付柔性可以随着企业经营状况的变化，灵活地调整分红方式，是股东回报企业成长过程中留存资金、防范风险的重要手段^[14]。温氏股份属于典型的周期型企业，对于公司的股利政策也具有较强的“相机抉择”性质。

2021 年受猪价下跌和饲料成本上涨等因素影响，温氏股份出现了历史上第一次亏损（归母净利润亏损 134.04 亿元），面临生物资产安全问题、代养费支付压力、债务偿还问题，董事会果断决定 2021 年不派息转增不派息，如表 7 所示直接导致内部资金数额约 30 亿元左右，使得温氏股份成为抵御行业寒冬的重要防火墙，充分体现了支付柔性在极端环境下的防御作用。

随着 2022 年猪价回暖，温氏扭亏为盈（归母净利润 52.89 亿元），支付柔性也进入了“恢复期”。公司董事会再次开始分红，每 10 股派 2 元（含税）合计派现约 13.01 亿元，给市场释放出经营企稳的信号。

2023 年猪价二次探底，温氏选择更加谨慎地进行分配，只在每 10 股上给予 1 元（含税），共计派现 6.65 亿元。这种“半恢复”状态既考虑了股东的回报又聪明地留存了更多的营运资金来应对不确定性。

2024 年由于经营现金流的显著提升（经营现金流净额高达 195.86 亿元），公司不仅将每年的分红幅度重新调整至每 10 股派 2 元（约 13.23 亿元），还首次进行中期分红，这大大地增强了回报弹性。

2025 年在盈利趋近平静的情况下仍然继续连续化的分红方式，一年两次的分红方案均是 10 股派 2 元，叠加中期每 10 股派 3 元的分红方式已经游刃有余，成熟的管理能力尽显。

温氏的股利政策，可以形容为一条“顺周期调节链”：景气时稳定分红，深度亏损时暂停；回暖阶梯又重新开始阶梯式工作。稳定时固定并辅之中期分红。它总是在两个矛盾选择之间找到平衡点——留钱保命与赚钱回馈股东，这是支付柔性管理投射到实务层面上的具体表现^[1]。

表 7 温氏股份 2021—2025 年度现金分红情况

年份	分红方案（每 10 股）	现金分红总额（亿元，含税）	备注
2021	不分配不转增	0.00	巨亏年度暂停分红，保留内部资金
2022	派 2.00 元	约 13.01	扭亏后恢复分红
2023	派 1.00 元	约 6.65	审慎恢复
2024	派 2.00 元	约 13.23	盈利回升
2025	派 2.00 元	约 13.26	稳定分红

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

（二）猪周期下行期（低谷年）的动态调配——财务柔性“调用”

1. 2021 年深度亏损期的财务柔性调用行为

当危机突然袭来，企业是否能够通过消耗储备、启用授信或调整债务的方式维持生存，这就需要财务柔性调用能力^[8]。2021 年温氏股份就面临这样的风暴眼：由于生猪价格深度下降和饲料成本大幅上涨两方面因素共同作用，导致其遭受了上市以来首次巨额亏损并被迫采取应急措施。

当年，公司实现归母净利润 -134.04 亿元，经营性现金流净额仅为 7.66 亿元（主要源于前期压栏生猪集中出栏去库存），显著低于当期代养费结算、饲料采购及到期债务的刚性

支出需求。为应对严峻的流动性压力，公司迅速启动了以下四项财务柔性调用措施：

（1）消耗存量现金储备

公司优先动用账面货币资金超 70 亿元，专项用于支付农户代养费及到期债务本息。此举成功保障了“公司+农户”合作体系的稳定性，全年未出现代养费拖欠事件，避免了因供应链断裂引发的二次经营危机。

（2）启用外部授信与权益融资

在消耗内部资金的同时，公司还使用了银行备用授信以补足营运中缺失的资金。更重要的是，公司凭借 AAA 级主体信用评级在 2021 年 3 月发行了“温氏转债”，募集资金净额约为 92.97 亿元。这部分资金及时充实了权益层，有效缓解了现金流枯竭风险。

（3）债务期限结构调整（以长换短）

为了减轻短期偿债压力，公司主动进行债务置换，将短期借款压至 17.57 亿元（五年最低）；新增长期借款 183 亿元。通过这种“以长换短”的方式来平滑债务到期速度，避免在企业处于低谷时无奈低价卖掉资产还债。

（4）暂停现金分红

如前文所述，公司果断决策暂停 2021 年度现金分红，保留内部资金约 30 亿元，进一步增厚了安全垫。

表 8 2021 年温氏股份财务柔性调用措施汇总

调用措施	涉及金额/规模	主要目的	实施效果
消耗现金储备	>70 亿元	支付代养费、到期本息	保障农户体系稳定，无拖欠
启用授信+可转债	可转债募资 92.97 亿元	补足营运资金、充实权益	缓解现金流缺口
债务期限置换	短借压至 17.57 亿元	减轻短期滚动压力	优化债务结构
暂停分红	保留约 30 亿元	留存内部资金	增厚流动性安全垫

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

2. 2023 年二次探底期的财务柔性再配置行为

2023 年生猪价格再度跌破成本线，根据表 4 的数据来看，温氏股份的归母净利润亏损约 63.90 亿元。与 2021 年的全面防御不同，公司在前期恢复良好财务资源基础上采用更加灵活多变的“柔性再配置”策略。

公司的经营性现金流净额为 75.94 亿元，因此公司并没有像 2021 年那样大幅压减短期债，而是适度地增加短期借款至 24.75 亿元，这不仅精准地填补了阶段性的缺口，还避免了过度消耗现金储备。同时，由于 2022 年积累的留存收益（约 42.66 亿元），公司的流动比率控制在 1.07 左右。

最明显的差异是它的分红方式：虽然又一次亏损，但公司依然保持分红约 13 亿元，这也使得温氏股份的财务柔性从 2021 年的“被动保生存”进阶为“主动稳预期”，这既顾及了股东的回报，又给予了市场一定的信心。

表 9 2023 年财务柔性再配置措施对比

维度	2021 年（深度亏损）	2023 年（二次探底）
短期借款	压降至 17.57 亿元	增至 24.75 亿元
分红政策	暂停分红（0 元）	恢复分红（13 亿元）
资金底气	依赖外部授信+可转债	依赖留存收益（42.66 亿元）

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

（三）猪周期上行期（景气年）的柔性“储备/再充值”行为

1. 2022 年（扭亏为盈）

2022 年，随着猪价强劲反弹，温氏股份实现扭亏为盈，全年经营活动现金流净额高达 110.75 亿元。面对充裕的现金流，公司并未盲目扩张，而是实施了极具前瞻性的财务柔性“储备/再充值”策略：

主动降杠杆：利用超额经营现金流，大力偿还短期借款（压降至 10.89 亿元）并压缩长期借款（降至 101.53 亿元），将资产负债率主动降至 56.25%。

恢复股东回报：重启现金分红，向市场传递经营信心。

预留负债空间：全年未新增大额举债，通过“去杠杆”为即将到来的下一轮行业寒冬提前腾出了宝贵的债务融资空间。

表 10 2022 年财务柔性“去杠杆”效果分析

指标项目	2021 年末（基准）	2022 年末（去杠杆后）	变动幅度	柔性策略含义
短期借款	17.57 亿元	10.89 亿元	大幅压降	减少短期偿债压力，降低财务费用
长期借款	183.00 亿元	101.53 亿元	显著压缩	优化资本结构，降低杠杆风险
资产负债率	64.10%（估算）	56.25%	下降近 8%	为周期低谷预留融资能力
分红政策	暂停分红	恢复分红	信号释放	财务状况改善，重塑市场信心

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

2. 2024 年（强势复苏）

2024 年，温氏股份迎来强势复苏，全年归母净利润达 92.30 亿元，经营性现金流净额创下近年新高，达到 195.86 亿元（根据表 4）。面对丰沛的现金流，公司延续了上一年的“储备/再充值”策略，并将其推向深化。

公司做出了极具针对性的防守反击：（1）在负债方面，公司将长期借款降低到 57 亿元，将资产负债率降至 53.14%的历史最低位置，把财务安全性拉满；（2）在资金方面，公司有意地储备现金，将约 46 亿元经营现金流转化为货币资金，将其作为应对不确定性的安全垫；（3）在授信方面，与银行商量将未使用授信提高到 320~350 亿元，扩充外部融资的“弹药库”；（4）在股东分红政策方面，企业则扮演着稳定信心的角色，向市场传达经营稳健的明显信号。

表 11 2024 年财务柔性“再充值”效果分析

指标项目	2023 年末（基准）	2024 年末（再充值后）	变动幅度	柔性策略含义
归母净利润	-63.90 亿元	92.30 亿元	扭亏为盈	经营基本面强势修复
经营现金流净额	75.94 亿元	195.86 亿元	大幅增长	现金流创造能力显著提升
长期借款	101.53 亿元	57.00 亿元	大幅压缩	持续优化资本结构，降低财务杠杆
资产负债率	56.25%	53.14%	持续下降	财务结构更趋稳健，抗风险能力增强
未使用授信额度	未披露	320-35 亿元	大幅提升	扩充备用流动性池，增强危机应对弹性
现金储备	未披露	≈46 亿元	新增	提取安全垫，增厚流动性缓冲
分红政策	恢复分红	维持稳定	持续回报	财务状况改善，强化市场信心

（注：数据来源于国泰安 CSMAR 数据库）

3. 2025 年（平稳高位）

2025 年，公司的归母净利润达 52.66 亿元，在盈利水平保持良好的同时，财务策略也进入了“平稳高位”的巩固期。

在负债管理上，公司继续加大降杠杆的力度，资产负债率仍处于较低区间（49.82%），接近历史健康水平。与之前一味压减负债不同，本年度公司适当增加短期借款规模至 18.50 亿元，主要用于日常周转。这种“以短济长”的微调表明温氏股份已经建立起动态平衡机制，既能够保证极低的杠杆率，又可以实现日常经营的灵活性。整体来看带息负债继续趋向下降。

至此，在双主业稳健运行的支撑下，温氏股份成功抵御了行业寒冬，并且在景气周期完成了对财务资源的优化配置，其财务柔性成功实现新一轮“重置”，为迎接未来潜在的行业波动提供了坚强的财务护城河。

（四）财务柔性调配效果评价

温氏股份能在行业低谷期依然保持抗风险能力，在很大程度上得益于前期的财务柔性储备。2021 年和 2023 年虽然公司经历巨额亏损，但是流动比率始终处于 1.07 安全区间内；现金短债比（包括授信覆盖）始终较为稳健，无任何实质性的债务违约或供应链支付危机发生，确保了公司运营的连续性。与此同时，公司赖以生存的“公司+农户”模式并未因资金压力而瓦解，其核心产能资源仍能得到有效保留，这才使 2024 年的业绩重新走向复苏。

不过，财务柔性并非是取之不尽的，如果企业长期地受制于行业低迷，在留存收益的侵蚀下必将导致授信收紧、融资成本提升，进而拉低企业的柔性水平^[7]。这就意味着企业需要利用行业的上行期（2022、2024—2025）来完成对自身“降杠杆、续授信、积现金”的柔性重置。温氏近五年的操作逻辑与此几乎契合，显示出该公司在周期管理上的成熟性。

五、农业上市公司财务柔性管理优化建议

基于温氏股份案例分析与涉农企业共性，提出以下针对性优化建议：

（一）建立与生物资产规模联动的现金安全垫机制

建议按“季度代养费+季度生物资产折旧”的动态比例计提现金安全垫，确保在行业低谷期仍能维持核心产能与农户合作的稳定性。

（二）优化跨周期债务结构管理

在景气上行期（如 2022、2024—2025 年）主动压降有息负债，避免“顺周期加杠杆”；在下行期（如 2021、2023 年）适度保留授信额度，确保流动性安全。

（三）构建“盈利—分红—再投资”动态平衡机制

在保障股东回报与再投资需求之间寻求平衡，避免因过度分红削弱财务弹性，或因过度投资加剧杠杆风险。

（四）强化产业链协同柔性

通过“公司+农户”模式的契约优化，将财务柔性 with 产业链稳定性绑定，形成“财务缓冲—产能保障—市场响应”的良性循环。

六、结论

本文以温氏股份 2021—2025 年度的财务数据为基础，结合猪周期波动背景，分析了农业上市公司财务柔性储备形式（超额现金、未使用授信、低杠杆空间、再融资能力、相机分红）及其在周期下行期的动态调用行为（消耗现金、启用授信、发行可转债、压降短借拉长久债、暂停/恢复分红、双主业内在对冲）。研究得出主要结论如下：

（一）生猪养殖企业通过猪价上行期积累现金、控制带息负债率以预留举债空间、维持再融资信誉与稳定分红政策，可形成有效财务柔性储备；

（二）在猪价深度下行引发巨额亏损时，依托账面现金缓冲、未使用授信池、混合融资工具（可转债）及双主业现金流对冲动态调配财务资源，能有效缓解流动性压力，避免资金链断裂；

（三）财务柔性具有消耗性与重置性——仅在低谷调用而不在上行期重新储备（偿还高息债务、降杠杆、续签授信、留存收益积累），长期不可持续；温氏股份 2022、2024—2025 年的降杠杆与现金回补行为体现了跨周期柔性“再充值”管理特征。

本研究丰富了涉农组织财务报表分析中关于现金流风险与财务弹性管理的案例素材，也为农业上市公司建立反周期财务柔性机制提供经验借鉴。未来研究可进一步扩大样本开展农业上市公司财务柔性与企业价值、投资效率的实证检验。

责任编辑、校对：赵开欣

Research on Financial Flexibility Reserve and Dynamic Allocation under Cyclical Fluctuations

——A Case Study of Wens Foodstuffs Group

ZHAO Kaifa

(Xiamen Sutenghui Industry and Trade Co., Ltd., Xiamen 361027, China)

Abstract: The live hog breeding industry is significantly affected by the "pig cycle," and the resulting volatility in cash flows poses certain challenges to traditional financial analysis. Financial flexibility is a crucial tool for enterprises to cope with uncertainty and serves as the cornerstone for the sustainable operation of agricultural listed companies. Taking Wens Foodstuffs Group as a case study, this paper utilizes financial data from 2021 to 2025 to analyze its financial flexibility management behavior under cyclical changes, focusing on aspects such as cash holdings, debt structure, and dividend policy.

The research reveals that during periods of rising hog prices, Wens built up its financial flexibility reserves by accumulating cash and reducing leverage. During periods of severe losses in 2021 and 2023, the company mitigated financial strain and avoided liquidity crises by drawing on cash reserves, utilizing unused credit lines, reducing short-term debt, and suspending dividend payouts.

The paper also points out that financial flexibility is consumable in nature and requires timely

"recharging" during prosperous periods. Therefore, this paper strongly advocates for agricultural enterprises to adopt a cross-cycle cash safety cushion mechanism to enhance their risk resistance.

Keywords: Financial Flexibility; Pig Cycle; Wens Foodstuffs Group; Capital Circulation; Financial Elasticity; Agricultural Listed Companies; Cash Flow Management