

乐山巨星农牧股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【169】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。

乐山巨星农牧股份有限公司相关债券2026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-

评级日期

2026年6月22日

联系方式

项目负责人：李佳
 lij@cspengyuan.com

项目组成员：许露
 xulu@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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）生猪产业链较为完善，协同效应不断提升，规模优势持续增强，在国内种猪生产效率等生产指标保持领先水平，2026年4月定增发行后资本实力进一步提升。但中证鹏元也关注到，生猪行业周期性波动及成本压降成效对公司盈利水平稳定性影响较大，2025年盈利水平显著弱化，成本管控压力较大，未来猪价或将低位震荡，经营业绩承压；当前公司债务负担较重，短期债务占比高，短期偿债压力较大。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	92.46	96.28	87.64	77.21
归母所有者权益	27.56	31.12	33.01	30.68
总债务	47.26	47.29	40.68	35.32
营业收入	19.26	80.00	60.78	40.41
净利润	-3.56	0.35	5.25	-6.46
经营活动现金流净额	-1.59	12.18	12.65	-1.05
净债务/EBITDA	--	5.32	2.88	52.16
EBITDA 利息保障倍数	--	4.04	6.14	0.34
总债务/总资本	62.85%	60.02%	54.92%	53.26%
FFO/净债务	--	13.52%	28.41%	-4.47%
EBITDA 利润率	--	9.88%	20.80%	1.53%
总资产回报率	--	2.58%	8.89%	-7.07%
速动比率	0.22	0.22	0.22	0.21
现金短期债务比	0.26	0.28	0.26	0.26
销售毛利率	-3.81%	7.27%	19.16%	-0.37%
资产负债率	69.79%	67.29%	61.91%	59.85%

注：2023年FFO/净债务为负，系FFO为负所致

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司生猪产业链持续完善，出栏量大幅增长，规模优势及产业链协同效应有所增强。**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，随着生猪及饲料前期产能释放，整体产能进一步提升，产业链协同增效。2025年公司生猪出栏量同比提升超 66%，出栏增速大幅高于行业平均水平，行业地位及市场占有率提升，同时养殖成本进一步下降，种猪效率等养殖生产指标保持领先水平。
- **定增发行后，公司资本实力进一步提升。**2026年4月公司定向增发落地，实际募集资金净额 2.19 亿元，其中约 75% 用于数字智能化建设项目，本次股权融资落地推动资本实力提升，有助于缓解资金压力，同时为生猪养殖的数字智能化、高效基因应用、科技研发创新赋能提供有力支撑，助力公司管控成本和提质增效。

关注

- **生猪行业产能去化缓慢，需关注猪周期未来走势及其对公司经营业绩的影响。**2022 年以来我国生猪行业呈现产能偏高、价格低迷态势，2025 年下半年以来国家加大生猪产能调控力度，能繁母猪存栏量逐步小幅下行，但整体去化缓慢、实际去化成效尚待观察，当前猪价震荡下行至历史低位，需持续关注猪周期未来走势及其对公司业绩的影响。
- **公司盈利水平有待提升，未来经营业绩承压。**公司盈利水平受生猪行业周期性波动及成本压降成效影响较大，2025 年生猪价格震荡下行，公司销售毛利率同比下滑约 12 个百分点，盈利空间大幅收窄，成本管控压力较大；2026 年一季度猪价延续下跌态势，公司净利润亏损 3.56 亿元，需持续关注生猪价格走势及成本压降成效对公司经营盈利水平的影响。
- **募投项目收益未达预期，需关注资金平衡及产能消化情况。**德昌巨星生猪繁育一体化项目于 2025 年开始投产运营，自繁自养模式对营运资金的需求较大，2025 年该项目产能利用率偏低、亏损 0.39 亿元，远低于年预计效益 3.12 亿元；2025 年下半年以来政策端产能调控持续升级，未来猪价或将持续低位震荡，需关注公司产能消化及营运资金压力。
- **财务杠杆水平较高、债务短期化程度高，短期偿债压力较大。**公司主业现金生成能力弱化，继续通过债务融资弥补业务规模扩张带来的建设投入及运营资金缺口，2026 年 3 月末总债务较 2024 年末增长 16.25%，杠杆水平已升至 69.79%，处行业较高水平，短期债务规模达 27.13 亿元、占比超 57%，现金短期债务比维持 0.26，2026 年公司仍有一定的资本开支需求，还本付息及建设资金对再融资依赖度高。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司生猪养殖行业布局生猪养殖、饲料等环节，产业链较完善，具有规模效应和产业优势，依托优良种源及数智化技术升级，养殖生产效率有望保持行业领先水平、养殖成本或将进一步压降，整体经营风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	巨星农牧	牧原股份	温氏股份	神农集团	金新农
总资产	96.28	1,717.41	895.08	69.69	52.70
营业收入	80.00	1,441.45	1,038.24	53.52	47.46
净利润	0.35	158.12	54.75	3.39	-2.93
销售毛利率	7.27%	17.82%	11.18%	16.29%	4.78%
资产负债率	67.29%	54.15%	49.82%	29.53%	75.68%

注：以上各指标均为 2025 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_2025V1.0

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	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		4/9
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					2
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）本次评级公司个体信用状况为 a，较上次评级下调 1 个级别，主要是由于 2025 年公司盈利水平显著弱化、债务规模上升导致财务状况评分下降。四川巨星企业集团有限公司（以下简称“巨星集团”）对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调 1 个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加 1 个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2025V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+1”调整为“+2”。

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	8.9974	2026-4-30	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2025年12月31日，“巨星转债”募集资金已使用完毕，专项账户已销户。

二、 发行主体概况

受可转债少量转股影响，2025至2026年3月末股本略有增长；2026年4月，公司定增募集资金净额2.19亿元，截至2026年4月末，公司注册资本为5.23亿元，股本为5.23亿元，剩余可转债余额为89,974.00万元。“巨星转债”自2022年10月31日起进入转股期，当前转股价格24.86元/股。

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2025年以来，为实施股权激励或员工持股计划，公司累计回购股份1,178.76万股，回购金额2.30亿元。截至2026年4月30日，巨星集团及其一致行动人廖岚女士、宋维全先生合计持有公司股份1.53亿股，占公司总股本比例的29.26%，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2026年5月1日，上述股东及其一致行动人所持股份质押9,420万股，占所持股份的61.55%。

因生猪养殖业务发展需要，2025年公司新设庆云巨星农牧有限公司等8家子公司，注销1家子公司，上述变动未对公司生产经营和业绩产生重大影响。截至2026年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共51家，详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具

更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

2025年生猪产能维持高位、供给宽松，令猪价震荡下行至近10年历史低位，养殖企业盈利及获现水平整体弱化；2025年下半年政策端产能调控力度持续升级，但行业主动去产能动力不足，预计短期内猪价仍将在低盈利水平维持震荡态势；生猪养殖行业规模化及生产效率持续提升，拥有“极致成本控制”与“资本耐力”优势的企业更具竞争力与抗风险能力

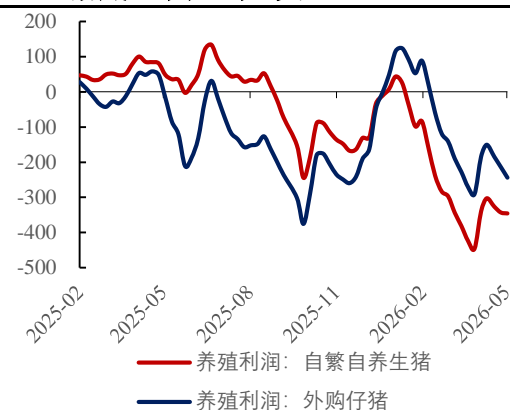
我国前五轮猪周期呈现“周期时长稳定（4-4.5年）、价格波幅较大、峰谷特征显著”的经典运行规律，2022年以来，生猪行业进入“低振幅、稳运行”的“后周期时代”。其背后是我国生猪行业已完成从“散户主导”到“规模化、高效率”的转型，大型企业主动去产能动力不足，使得母猪产能及生猪出栏量持续维持高位，导致2025年以来生猪价格持续走低，9月已跌至行业成本线附近，全年均价较2024年下跌约18%至13.66元/公斤。2026年以来猪价进一步下探，截至2026年5月20日，猪价跌至9.50元/公斤，较年初跌幅达24%，已达到近十年历史低位。生猪养殖行业利润显著压缩，从2024年盈利200元/头转为2025年亏损26元/头，2025年整体呈“微利-亏损”状态，2026年一季度行业陷入深度亏损。

图1 2025年以来生猪价格持续走低（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2025年以来行业陷入“微利-亏损”的漫长磨底（单位：元/头）



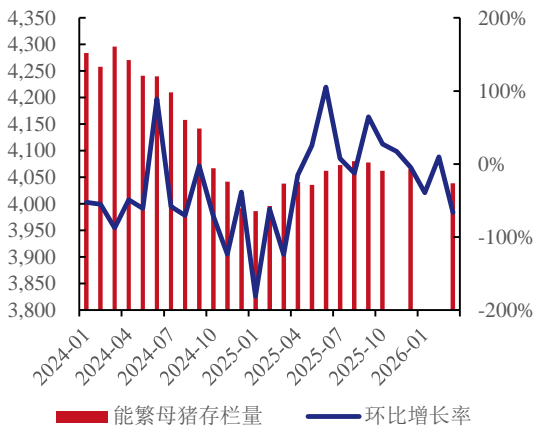
资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业供给方面，能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。2025年我国生猪养殖行业产能窄幅震荡，能繁母猪存栏长期维持在4,000-4,100万头高位，高于农业农村部3,900万头合理目标，全年生猪出栏量达71,973万头，同比增长2.4%，产能出清进程异常缓慢。一方面，行业规模化率持续提升，前十大企业市场份额稳步提高，CR10接近30%，大型养殖企业凭借资本实力与抗风险能力在亏损期选择坚守市场份额，产能更多在不同主体间转移而非彻底出清。另一方面，养殖技术升级、智能化普及、种

猪改良推动生猪生产效能大幅提升，2025年全国猪场平均PSY稳步提升，头部企业完全成本持续下探，主动去产能动力显著弱化。上述因素综合影响下，2026年3月末全国生猪存栏量为42,358万头，一季度出栏量20,026万头，同比分别增长1.5%、2.8%，整体生猪供给仍保持宽松。

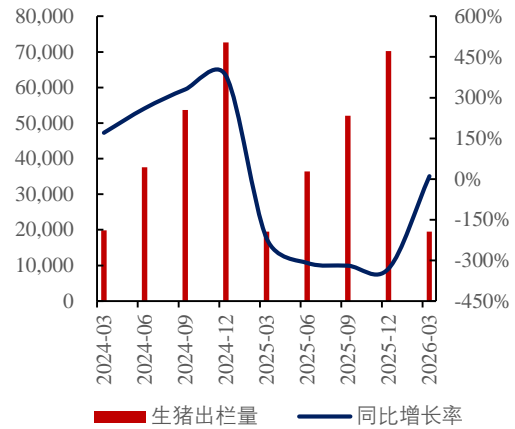
政策方面，针对生猪行业产能高位问题，2025年政策开始从“柔性引导”转向“刚性管控”。2025年9月，国家发改委联合农业农村部召开的生猪产能调控座谈会，首次明确落地“双重调减”去产能任务。除对能繁母猪存栏量直接提出管控要求外，政策面还建立了跨部门协同管控机制，形成“环保监督（加强畜禽养殖污染抽查力度）+信贷约束（严控生猪产能扩张类信贷投放）+补贴规范（停止出栏量补贴、基建补贴）”的调控合力，多角度加快生猪产能综合调控。2026年3月，国家发改委等相关部门召开生猪行业专题会议，重点部署能繁母猪和年度出栏量硬性调减，明确全国能繁母猪存栏调控目标或将下调，并首次对头部猪企实施“年度生产备案制”，要求不得逆势扩张、严禁二次育肥、引导出栏均重稳步降至120公斤左右。能繁母猪存栏在政策及市场双重调控下呈现缓慢下降态势，截至2026年3月末已降至3,904万头，同比减少3.3%，政策管控已初见成效。2026年5月，农业农村部印发《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》，将全国能繁母猪正常保有量由3,900万头下调至3,750万头左右。

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

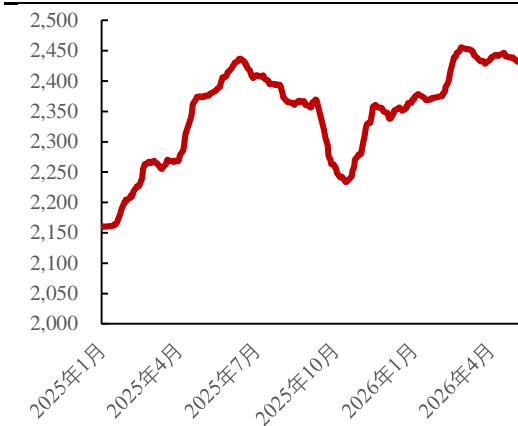
图4 全国生猪出栏量（单位：万头）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

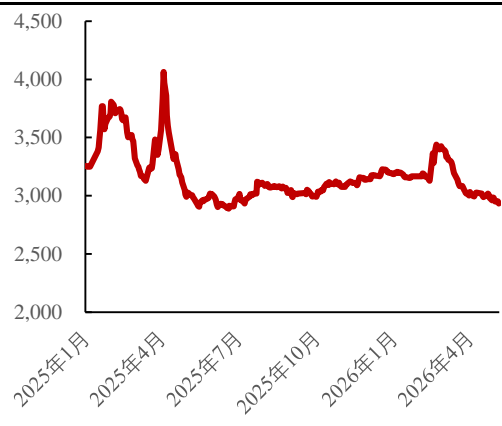
成本端方面，饲料是国内生猪养殖最核心的成本，玉米、豆粕为饲料配方的主要原料，二者价格走势对行业养殖成本中枢变动影响较大，对生猪企业单位完全成本及盈利水平形成强约束。2025年，受进口玉米、豆粕到港供给充足、国内粮油作物产量稳步修复，以及下游深加工需求偏弱等多重因素共振，玉米、豆粕现货价格整体呈窄幅震荡下行走势，全年同比分别回落 2.6%、2.9%，价格运行处在近五年相对低位，有效缓解了生猪养殖企业原料成本压力，释放盈利空间。2026年以来，玉米、豆粕价格震荡上行，后续生猪企业成本管控及盈利修复受饲料价格上行驱动持续承压。

图5 2025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 2025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

展望未来，短期来看，生猪供给宽松格局难改，猪价围绕行业成本线窄幅震荡，高成本中小产能加速出清，行业集中度进一步提升。中长期来看，随着供需回归平衡，猪价仍有周期波动，但极端涨跌难现，而是进入“低振幅、稳运行”新阶段。在此背景下，行业“成本为王、稳健经营”的竞争逻辑定型，头部企业主导行业格局，兼具“极致成本控制”与“资本耐力”两大优势的企业将具备更高的竞争力与抗风险能力。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司核心业务板块无变化，仍系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。2025年生猪价格震荡持续下行，全年市场均价同比下跌约18%；随着前期养殖产能集中释放，2025年公司生猪出栏规模同比增长66.30%，但业务扩张以“公司+农户”为主要路径，为稳固合作、提升养殖业绩调整农户委托报酬，推高了人力成本。量升价跌、叠加人工成本增加综合作用下，公司营业收入同比提升31.62%，但盈利空间被明显压缩，销售毛利率下降近12个百分点。此外，公司加大皮革业务优质客户拓展力度、聚焦健康型产品，2025年皮革板块经营有所改善。2026年一季度生猪价格延续跌势，公司经营业绩亏损。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生猪养殖	17.92	93.04%	-4.40%	73.63	92.03%	7.36%	55.74	91.70%	21.16%
饲料	0.88	4.59%	5.83%	4.15	5.19%	5.67%	3.67	6.03%	6.33%
皮革	0.40	2.06%	-3.85%	2.00	2.50%	5.81%	1.28	2.11%	-29.48%
其他	0.06	0.32%	31.01%	0.22	0.28%	19.99%	0.09	0.15%	-1.30%
合计	19.26	100.00%	-3.81%	80.00	100.00%	7.27%	60.78	100.00%	19.16%

注：皮革业务毛利率波动较大，2025年由负转正，主要得益于公司拓展优质客户、调整产品品类等。

资料来源：公司2024-2025年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）生猪养殖业务

2025年公司前期产能释放推动生猪出栏量大幅增长，规模优势增强；但受累于猪价下行及人工成本约束等，当期生猪业务营收增长但利润承压、盈利能力显著下滑；公司积极落实产能调控政策，合理控制存量产能、暂缓主要在建生猪养殖项目，短期内猪价或低位震荡，公司经营盈利仍将持续承压

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。2025年公司生猪出栏量为458.08万头，同比增长超66%，出栏增速大幅领先行业平均水平，出栏结构相对稳定。得益于“公司+农户”模式快速推进，公司市场占有率及行业地位不断提升，养殖规模效应增强，但为稳固农户合作粘性、优化养殖生产效率，公司调整委托养殖结算报酬、增加相关人工投入，使得养殖端成本优势有所收窄。受猪价下行影响，2025年公司肥猪平均销售单价同比下跌20%至13.22元/kg。综合作用下，公司生猪养殖收入实现较快增长，但盈利端承压明显，销售毛利率同比下滑13.80%，降幅高于同行可比上市公司平均水平。2026年一季度猪价持续走弱，3月跌至10元/kg，叠加饲料成本上行，2026年一季度公司经营亏损。

表2 公司生猪产能、出栏量情况（单位：万头）

指标名称	2025年	2024年
出栏数量	458.08	275.52
其中：肥猪	430.70	268.38
仔猪	26.92	7.03
种猪	0.45	0.11
产能（万头/年）	442.95	322.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 2025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	7,798.10	19.10%	17.29%
温氏股份	4,047.69	34.11%	14.76%
巨星农牧	458.08	66.30%	7.36%
天康生物	319.02	5.34%	6.80%
神农集团	307.42	35.34%	18.67%
金新农	147.51	18.10%	-1.87%

资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

产能建设方面，2025年公司夹江巨星甘江种猪场建设、巨星平舟智慧养猪园区项目陆续完工转固，加之“巨星转债”募投项目等产能逐步释放，公司生猪养殖产能同比提升37.32%；期末公司已形成37个种猪场，签约合作农户超1,000户，自养育肥场49个。2026年以来，公司落实国家生猪产能调控相关政策要求，暂缓重点在建生猪养殖项目建设进度，并淘汰低效劣质种猪，合理控制存量养殖产能。

2026年公司资本开支重心由新建产能转向存量猪场技术改造与提质升级，资本开支预算计划在3.00亿元以内。“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，2025年出栏量未达到预计

年设计产能出栏量80万头，当期经营亏损0.39亿元，收益不及预期。考虑到当前行业处于产能深度调控阶段，大型养殖企业需统筹自身经营稳健性与行业供需优化，需持续关注公司产能释放、出栏情况及营运资金压力。

表4 截至 2025 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	4.40	0.56
广东韶关曲江悦诚 12PS 繁殖场项目	2.88	0.98
石桥猪场建设项目	0.85	0.23
合计	8.13	1.77

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

公司生猪养殖生产效率在行业中领先，2025年养殖单位成本进一步下降，但当期人工成本明显增加、压缩了盈利空间，需持续关注生猪及饲料原料价格走势、公司降本增效等对业绩的影响

猪价持续下行环境下，公司在猪群健康、繁育效率以及智能养殖等方面加大投入改善业绩，依托 PIC¹ 种源优势，公司在育种技术、种猪效率（PSY）等生产指标保持行业领先水平。饲料成本在生猪养殖行业成本中的占比约为55%-70%，受益于2025年玉米、豆粕等饲料原材料均价同比下降，叠加公司 PSY、料肉比等生产性能指标优化、疫苗单位耗用成本下行及内部精细化管理等，2025年公司全年肥猪养殖生产成本同比下降6.3%至6.1元/斤，完全成本为6.5元/斤，整体呈下降态势，位于可比上市同行6.0-7.0元/斤区间中位。2025年末公司养殖完全成本已降至6.0元/斤，但2026年一季度因淘汰低效种猪产能阶段性升至6.35元/斤，成本压降仍面临较大挑战。

公司养殖模式以“公司+农户”为主，人工相关支出是养殖成本的重要构成。2025年公司合作农户数量同比增长约30%，合作规模持续扩张；同时为增强农户合作粘性、改善养殖生产效率而调整委托养殖结算报酬，共同推动当期人工成本同比大增73%，人工成本占养殖总成本比重上升2个百分点至18.77%，削弱了当期盈利水平。

公司持续推进生猪养殖全链条数字化、智能化转型升级，定增募资1.70亿元投向智能化建设项目，后续公司将聚焦育种技术迭代、猪群健康管控与疫病体系完善，以智能化赋能降本增效，2026年公司全年平均生猪养殖完全成本目标为6.00元/斤。2025年下半年以来政策端强力托底、产能调控持续升级，能繁母猪存栏在政策及市场双重调控下呈现缓慢下降态势，但产能去化成效有待进一步观察且传导效果仍需一定周期兑现，短期内生猪价格或将在低盈利水平震荡，且2026年一季度玉米、豆粕等原料价格均小幅上涨，需持续关注生猪价格及饲料原料价格走势、公司管理效率提升及成本压降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）

¹ PIC 系国际知名基因育种公司 IMPROVEMENT COMPANY OVERSEAS LTD。

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
饲料	46.37	67.98%	30.52	69.45%
职工薪酬/养户报酬	12.80	18.77%	7.41	16.87%
药品及疫苗成本	2.34	3.44%	1.82	4.15%
其他费用（电力、天然气等）	6.69	9.82%	4.19	9.53%
合计	68.21	100.00%	43.94	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	2025年	2024年
PSY（头）	29.45	28.56
料肉比	2.55	2.57
育肥成活率	94.20%	92.94%
肥猪养殖生产成本（元/斤）	6.10	6.51

注：PSY 指每头能繁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，2025年产能继续提升，与生猪养殖协同效用进一步加强；2025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。在猪料生产线技改提升、“巨星转债”募投项目饲料产能释放共同作用下，2025年饲料产能同比增长25.42%。2025年公司禽饲料和水产饲料等销量及收入小幅增长，猪料产量同比增长29.03%，自用比例在90%以上，对外销售小幅增长，推动2025年饲料收入同比增长13.08%，但饲料价格降低导致销售毛利率下降0.66个百分点。2025年除自产饲料103.02万吨外，公司外购饲料76.57万吨保障饲料对内供给充裕。

公司生产的饲料原材料主要包括玉米、豆粕、小麦等，2025年国内玉米、豆粕市场价格整体震荡下行，公司两类原料采购单价同比分别下降4%、10%，有效缓解了原料端的成本压力。但当前养殖行业对成本管控、内部精细化运营的要求持续提升，叠加后续饲料原料价格仍存在波动及不确定性，需持续关注公司降本增效成效对整体经营业绩的影响。

表7 公司饲料生产、外购及销售情况（单位：万吨/年、亿元、万吨）

项目名称	2025年	2024年
产能	185.00	147.50
产量	103.02	80.68
外购数量	76.57	34.84
外销销量	9.35	8.47

外销收入

4.15

3.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

2025 年公司盈利能力明显弱化，业务扩张及运营资金需求推动总债务继续增长，财务杠杆水平抬升至高位，债务短期化程度高，短期偿债压力较大。2026 年以来生猪市场行情延续弱势，后续公司盈利情况有待持续观察；4 月定增落地充实自有资本，进一步优化了公司资本结构

资本实力与资产质量

受2025年盈利下滑、股权激励股份回购及2026年一季度经营亏损影响，公司净资产规模有所减少，同时融资扩张推升负债，2026年3月末公司产权比率升至231%。2026年4月公司完成定向增发，募集资金净额 2.19 亿元，资本结构有所优化、流动性压力得到缓解。

图7 公司资本结构

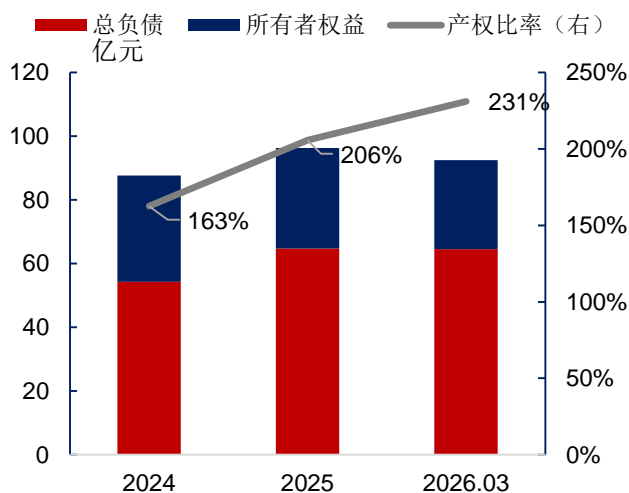
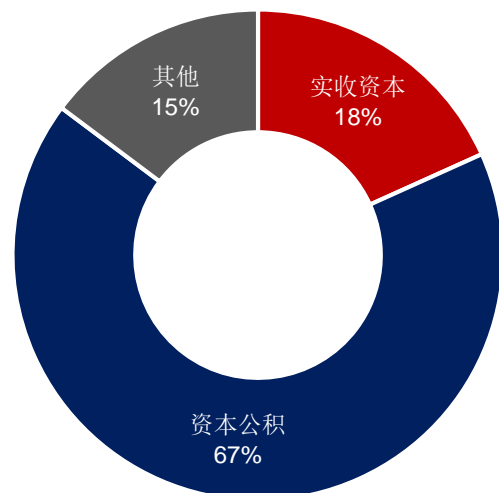


图8 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年以来公司总资产波动增长，核心资产结构保持相对稳健，仍主要由生猪养殖场（固定资产、使用权资产）及生猪资产（消耗性生物资产、生产性生物资产）构成。2025年公司通过银行融资等方式筹集资金，拓展生猪养殖产能，使得育肥猪、种猪规模增长，期末存货、生产性生物资产中生猪资产账面价值同比增长26%、22%。公司大量资金沉淀于生猪养殖业务生产场所建设，2025年公司固定资产、生产性生物资产及使用权资产折旧金额合计5.61亿元，若产能消化不及预期，相关资产折旧或减值将对

利润形成较大侵蚀。2026年一季度，公司落实产能调控政策、淘汰低效种猪使得生产性生物资产有所减少；生猪价格跌至低谷，公司发生资产减值损失1.21亿元，当前生猪价格仍在低位震荡，需持续关注存货跌价损失风险。

受限资产方面，截至2025年末，公司受限资产账面价值合计10.86亿元，较上年略有增长，占同期末总资产的11.28%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.13	7.71%	7.56	7.86%	5.77	6.58%
存货	24.53	26.53%	25.93	26.94%	20.93	23.88%
流动资产合计	34.13	36.91%	35.68	37.06%	28.64	32.68%
固定资产	35.58	38.48%	36.12	37.51%	37.08	42.31%
在建工程	4.56	4.94%	4.49	4.66%	3.96	4.51%
生产性生物资产	5.42	5.86%	6.95	7.22%	5.69	6.49%
使用权资产	4.27	4.62%	4.67	4.85%	4.18	4.77%
商誉	5.80	6.27%	5.80	6.03%	5.81	6.62%
非流动资产合计	58.33	63.09%	60.60	62.94%	59.00	67.32%
资产总计	92.46	100.00%	96.28	100.00%	87.64	100.00%

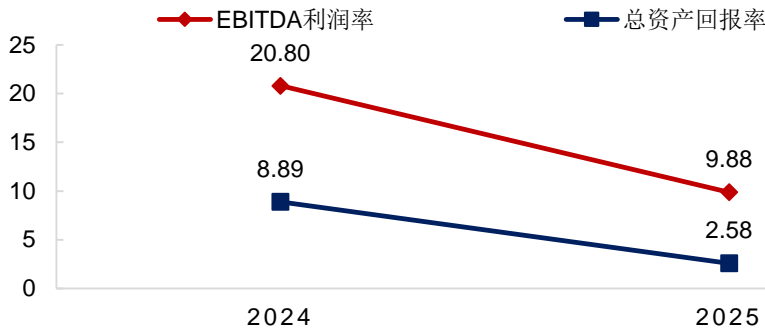
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年生猪价格下行叠加公司委托养殖成本明显增加，导致公司全年盈利水平明显弱化，EBITDA 利润率、总资产回报率同比均显著下滑。得益于降本管控，公司管理费用及财务费用同比有所收窄，期间费用率同比下降约2.6个百分点至7%左右。此外，2025年公司确认资产减值损失0.30亿元、资产处置损失0.84亿元，一定程度上侵蚀了公司利润。2025年公司生猪价格指数保险赔偿收入1.46亿元，需关注持续性。

展望未来，2025年下半年以来国内政策端生猪产能调控力度加大，行业生猪供给宽松压力有望逐步缓解，但产能去化成效有待进一步观察，市场预判猪价或将有所恢复但仍在低盈利水平维持震荡。尽管公司通过优化农户激励政策、推动智能化及精细化管理等措施以压降养殖成本，为后续盈利修复提供一定支撑，但中短期猪价低位震荡态势尚未实质性扭转，公司未来盈利水平改善面临较大挑战。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司负债仍以刚性债务为主，2025年以来业务扩张使得总债务规模进一步上升，期末同比增长16.25%至47.29亿元。从融资渠道来看，2025年末存量债务由52%的银行借款、18%的可转债、19%的非标融资和12%的票据构成，债务结构变动不大，新增债务主要源于银行短期借款和票据，综合融资成本有所下降。其中银行借款以保证借款、信用借款为主，2025年以来为缓解流动性压力，公司饲料原料采购活动票据付款规模加大，应付银行承兑票据金额有所增长。从期限来看，公司债务期限进一步短期化，短期债务占比已达57%，集中偿债压力较大，债务期限结构有待改善。

其余负债方面，公司其他应付款主要系“公司+农户”模式下向合作农户收取的保证金，随着合作养户增加规模波动增长。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.18	25.07%	14.30	22.07%	10.58	19.51%
应付票据	3.68	5.70%	5.62	8.68%	2.22	4.10%
其他应付款	10.23	15.85%	12.39	19.12%	8.46	15.59%
一年内到期的非流动负债	7.22	11.20%	6.90	10.64%	8.92	16.45%
流动负债合计	44.02	68.22%	43.97	67.88%	35.53	65.49%
长期借款	6.75	10.45%	7.34	11.34%	4.51	8.32%
应付债券	8.33	12.91%	8.23	12.70%	7.81	14.39%
租赁负债	2.69	4.16%	3.08	4.75%	2.65	4.88%
长期应付款	2.36	3.66%	1.78	2.74%	3.48	6.42%
非流动负债合计	20.51	31.78%	20.81	32.12%	18.72	34.51%
负债合计	64.53	100.00%	64.78	100.00%	54.26	100.00%
总债务	47.26	73.24%	47.29	73.00%	40.68	74.98%
其中：短期债务	27.13	57.41%	26.86	56.81%	22.23	54.65%
长期债务	20.13	42.59%	20.43	43.19%	18.45	45.35%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年公司经营活动现金流保持相对平稳，但当期经营利润大幅萎缩，FFO同比显著回落，主业实

际造血能力有所弱化。公司生猪养殖产能扩张陆续完成，后续资本开支需求有所减少，资产折旧等非付现成本规模相对较高。公司融资规模持续扩张，叠加2026年一季度公司经营亏损，资产负债率和总债务/总资本明显上升，杠杆水平处于高位；2025年公司EBITDA规模同比下滑37%，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等指标均明显弱化。

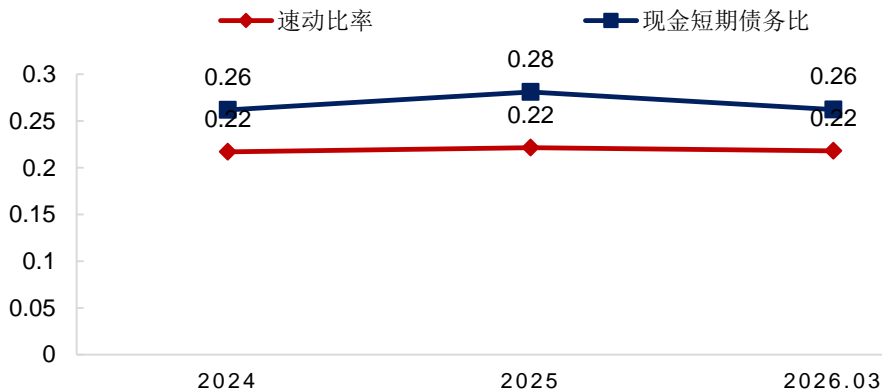
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.59	12.18	12.65
FFO（亿元）	--	5.68	10.35
资产负债率	69.79%	67.29%	61.91%
净债务/EBITDA	--	5.32	2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	4.04	6.14
总债务/总资本	62.85%	60.02%	54.92%
FFO/净债务	--	13.52%	28.41%
经营活动现金流净额/净债务	-3.91%	28.96%	34.73%
自由现金流/净债务	-6.53%	3.22%	6.12%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，跟踪期内公司现金短期债务比、速动比率仍维持在低水平，表现不佳，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至2026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61.55%，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。截至2026年3月末，公司合计获得金融机构授信额度42.17亿元，剩余可用额度6.25亿元，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 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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，公司本部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 2025 年 5 月收到中国证券监督管理委员会四川证监局出具的《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）。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。

公司搭建由“决策层—管理层—执行层”组成的 ESG 治理架构，统筹推进可持续发展相关工作，增强公司的 ESG 管理水平和抗风险能力。公司于 2026 年 4 月披露《2025 环境、社会及公司治理（ESG）报告》。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2023 年 1 月 1 日至报告查询日（2026 年 5 月 12 日），公司本部、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（2026 年 6 月 9 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 2026 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 0.78 亿元，担保期限为 9 个月至 3 年不等。

七、 外部特殊支持分析

公司是巨星集团的重要子公司，巨星集团及其一致行动人持有公司 29.26% 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：2025 年实现营业收入 105.19 亿元，2025 年末巨星集团总资产、所有者权益分别为 179.68 亿元、79.33 亿元；巨星集团核心业务板块除生猪养殖外还涉及稀土磁材、

大宗贸易等领域，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的重要性为极其重要，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）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，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。

（2）公司的生猪养殖业务作为重点核心业务对股东有重要贡献，2025年公司资产、收入和经营性现金流占巨星集团的比重均在50%以上，对巨星集团贡献度高。

（3）公司履约行为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。公司作为巨星集团下属上市公司，其对巨星集团声誉非常重要，如出现履约风险事件，将对巨星集团产生很大影响。

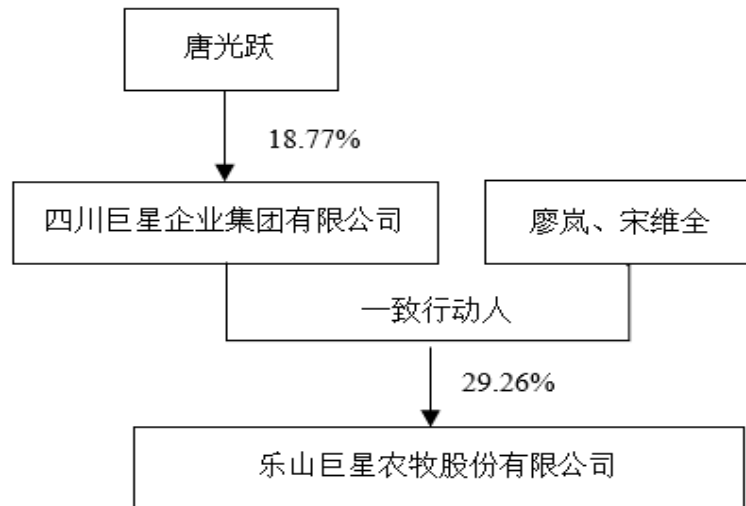
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	7.13	7.56	5.77	4.46
存货	24.53	25.93	20.93	15.32
流动资产合计	34.13	35.68	28.64	21.11
固定资产	35.58	36.12	37.08	37.53
非流动资产合计	58.33	60.60	59.00	56.10
资产总计	92.46	96.28	87.64	77.21
短期借款	16.18	14.30	10.58	11.53
其他应付款	10.23	12.39	8.46	6.97
一年内到期的非流动负债	7.22	6.90	8.92	4.05
流动负债合计	44.02	43.97	35.53	27.75
长期借款	6.75	7.34	4.51	6.15
应付债券	8.33	8.23	7.81	7.48
长期应付款	2.36	1.78	3.48	2.37
非流动负债合计	20.51	20.81	18.72	18.46
负债合计	64.53	64.78	54.26	46.21
总债务	47.26	47.29	40.68	35.32
其中：短期债务	27.13	26.86	22.23	17.11
长期债务	20.13	20.43	18.45	18.21
所有者权益	27.94	31.50	33.39	31.00
营业收入	19.26	80.00	60.78	40.41
营业利润	-3.79	-0.80	4.82	-6.30
净利润	-3.56	0.35	5.25	-6.46
经营活动产生的现金流量净额	-1.59	12.18	12.65	-1.05
投资活动产生的现金流量净额	-0.37	-8.51	-8.60	-8.95
筹资活动产生的现金流量净额	1.68	-3.04	-3.30	5.47
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	7.91	12.64	0.62
FFO（亿元）	--	5.68	10.35	-1.44
净债务（亿元）	40.76	42.05	36.43	32.16
销售毛利率	-3.81%	7.27%	19.16%	-0.37%
EBITDA 利润率	--	9.88%	20.80%	1.53%
总资产回报率	--	2.58%	8.89%	-7.07%
资产负债率	69.79%	67.29%	61.91%	59.85%
净债务/EBITDA	--	5.32	2.88	52.16
EBITDA 利息保障倍数	--	4.04	6.14	0.34
总债务/总资本	62.85%	60.02%	54.92%	53.26%
FFO/净债务	--	13.52%	28.41%	-4.47%

经营活动现金流净额/净债务	-3.91%	28.96%	34.73%	-3.27%
速动比率	0.22	0.22	0.22	0.21
现金短期债务比	0.26	0.28	0.26	0.26

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 4 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2026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	100.00	2.53	牲畜养殖
剑阁巨星农牧有限公司	100.00	1.55	牲畜养殖、饲料加工
泸县巨星农牧科技有限公司	100.00	0.24	牲畜养殖
叙永巨星农牧有限公司	100.00	0.30	牲畜养殖
屏山巨星农牧有限公司	100.00	0.30	牲畜养殖
乐山巨星农业发展有限公司	100.00	0.20	牲畜养殖
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	100.00	0.35	饲料加工
乐山巨星生物科技有限公司	100.00	0.52	饲料加工
邛崃巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
重庆巨星农牧有限公司	100.00	0.18	牲畜养殖、饲料加工
乐山市巨星科技有限公司	100.00	0.29	饲料加工
云南巨星农牧有限公司	100.00	0.30	饲料加工
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	51.00	0.05	牲畜养殖
犍为巨星农牧科技有限公司	100.00	0.20	牲畜养殖
成都巨星禽业有限公司	100.00	0.10	牲畜养殖
丹棱巨星禽业有限责任公司	100.00	0.10	牲畜养殖
南充巨星通旺农牧有限公司	51.00	0.07	饲料加工
眉山市彭山巨星种猪有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
德昌巨星农牧科技有限公司	99.88	10.70	牲畜养殖、饲料加工
古蔺巨星农牧有限公司	100.00	1.80	牲畜养殖
广元巨星农业有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
眉山巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
平塘巨星农牧有限公司	100.00	2.00	牲畜养殖
广东悦诚畜牧发展有限公司	88.00	0.37	牲畜养殖
雅安巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
盐边巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
安徽巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
夹江县巨星农牧有限公司	100.00	0.88	牲畜养殖
宜宾巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
泸州巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
崇州巨星农牧科技有限公司	100.00	0.20	牲畜养殖
平南巨星农牧有限公司	100.00	0.10	牲畜养殖
巨星牧康（成都）创新科技有限公司	100.00	0.02	牲畜饲养技术研发
南充巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
川东巨星（达州）畜牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
绵阳巨星农业有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖

梓潼巨星农业科技有限公司	100.00	0.10	牲畜养殖
清远巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
山东巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
庆云巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
江西巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
宝鸡巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
无棣巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
东海县巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
宿松巨星农牧有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
云南巨星养殖科技有限公司	100.00	0.05	牲畜养殖
海南巨星供应链管理有限公司	100.00	0.30	贸易
四川巨星皮业有限公司	100.00	0.90	皮革加工
ZHJ INDUSTRIES PTY.LTD.	100.00	600.00 万澳元	投资
H.J. GLOBAL TRADE PTY LTD	100.00	100.00 澳元	牛皮加工
H.J. HIDES&SKINS AUSTRALIA (QLD) PTY.LTD	100.00	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+经调整所有者权益
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