

# 天农集团谋港股上市 鸡猪同养如何穿越“畜禽周期”？

中经记者 蒋政 北京报道	港交所递交招股书。	养猪”的业务格局同样与温氏股份类似。并且，截至目前，天农集团营收主要源自生猪养殖。受限于猪周期和鸡周期，天农集团的净利润	波动明显。	在养殖行业已有实践，也被业内视为对冲周期波动的办法之一。但是该模式对于企业资金、下游销售等能力要求很高。	多位行业人士提到，我国养殖行业尚未有企业能够真正走通这一路径，实现业绩平稳增长。天农集团需要在资本市场讲好自身成长故事。
被誉为“清远鸡王”的广东天农集团股份有限公司(以下简称“天农集团”)正式向	《中国经营报》记者注意到，天农集团创始人和高管团队多有温氏股份的从业经历，而该公司搭建起“养鸡+		该公司正在筹划向下游扩张，拟使用募集资金用于加工肉制品与线下餐饮业务的升级。这种全产业链布局		

## 拷贝一个“小温氏”？

在此次冲击港股之前，天农集团曾在2020年和2022年筹划在A股上市。

天农集团成立于2003年。起初，该公司以养殖清远鸡为主，后介入生猪养殖。目前已经构建起覆盖育种、养殖、饲料生产、屠宰加工至品牌营销的垂直一体化运营体系。

天农集团此前曾进行8轮融资，IDG资本、上海清泉投资、天津顺心、广东广垦、贵州中垦均曾参与。但截至目前，上述机构大部分均已退出。在2025年8月的第8轮融资中，公司的投后估值约为56亿元。

在此次冲击港股之前，天农集团曾在2020年和2022年筹划在A股上市，并在中国证监会广东监管局办理了辅导备案登记，但两次均无疾而终。

截至目前，张正芬、肖文清、凤天投资、天聚投资、重庆荣汇、清远泉发及清远泉兴合计控制公司已发行股本总额约52.28%，为公司控股股东。

记者了解到，天农集团创始人以及多位董事会成员系家族亲属关系。且从履历上讲，多位高管均有温氏股份的从业履历。

其中，肖文清、张正芬夫妇为公司创始人，也是天农集团董事长、董事会总裁；董事会主席助理 Zhang Pengfei 为两人之子；

公司副总裁张大立、张勇为张正芬的侄子。

另外，肖文清曾任温氏饲料事业部副总经理，张正芬曾担任温氏食品集团技术中心技术总监，副总裁张大立曾任太仓广东温氏家禽有限公司经理，副总裁邓旭清曾任温氏股份科研基地副主任，监事会主席韦壮立曾任温氏股份部门总经理助理。

而当下天农集团的业务板块也与温氏股份类似，同时布局养鸡和养猪业务。并且，养猪业务板块占据营收的大部分。另外，在养猪模式上，天农集团同样采用“公司+基地+家庭农场”的模式，与温氏股份高度相似。

天农集团在招股书中援引弗若斯特沙利文数据，以2024年出栏量计，天农集团在清远鸡市场的份额达59.3%，超过其他所有中国清远鸡提供商总和。

事实上，清远鸡只是我国黄羽肉鸡的一种。根据《国际家禽》杂志披露的2025中国黄羽肉鸡企业20强中，温氏股份、立华股份、德康农牧位居前三，天农集团仅位居第九。

天农集团还在招股书中提到，公司在中国西南部生猪养殖企业中排名第八。

记者注意到，在生猪出栏方面，天农集团在2024年的销量为140万头。这一数字尚不及温氏股份在2024年11月份生猪销量的一半。该月，温氏股份销售生猪290.8万头。

整体来看，天农集团的生猪养殖效率更高。按截至2024年年底单头生猪毛利计，该公司在中国规模化生猪养殖企业中排名第二。

招股书显示，该公司在2022年至2024年以及2025年上半年，生猪产品毛利率分别为21.1%、0.4%、20.6%和18.5%。

行业人士表示，对于规模猪企来说，生猪销售价格会因销售区域不同而产生很小的差异。影响生猪毛利的核心因素在于养殖成本。

天农集团并未披露公司养猪成本。记者多次拨打该公司官网电话，始终未能接通。

记者了解到，大多数猪企并未单独披露养猪毛利，但结合净利率也能看出部分端倪。

2024年，天农集团的毛利率为18.8%，净利率为18.6%。同期，德康农牧、ST天邦、牧原股份、神农股份的利润率分别为18.26%、15.13%、12.96%、12.30%。

## 面临双重周期

多位行业人士提到，天农集团在行业内可类比的企业为温氏股份。

天农集团虽被称为“清远鸡王”，但生猪养殖才是其核心业务。

2022年至2024年以及2025年上半年，该公司营收分别为39.52亿元、35.96亿元、47.76亿元和22.21亿元。生猪产品分别占总收入的65.5%、61.6%、67.1%及66.3%，清远鸡及其他土鸡产品占比分别为25.6%、27.6%、22.4%及20.7%。

众所周知，众多猪企一直都饱受猪周期之困。家禽企业同样存在鸡周期，只不过整体波动不及前者剧烈。这意味着，天农集团须同时应对双重周期。

多位行业人士提到，天农集团在行业内可类比的企业为温氏股份。

2021年至2024年，温氏股份营收始终保持持续增长，但其净利润却呈现“亏一年赚一年”的节奏。2021年和2023年，温氏股份分别亏损134亿元和近64亿元。到了2022年和2024年，该公司盈利近53亿元和超92亿元。

天农集团的表现与此非常类似，其毛利和净利润波动明显。

2022年至2024年以及今年上半年，天农集团的毛利率分别为16.3%、1.6%、18.8%、15.5%，净利润分别为3.41亿元、-6.69亿元、8.90

亿元和1.27亿元。

并且，从负债率方面来看，天农集团处于较高水准。

根据招股书，天农集团资产负债率始终保持在66%左右。2023年，其负债率一度突破77%。

整体来看，这一负债率在上市猪企中属于较高水平。

行业媒体猪场动力网日前统计了20家上市猪企在2024年的负债率情况。其中，平均负债率为57.76%，有4家负债率超过70%，有6家负债率在60%至70%。天农集团在该年的负债率为66.9%，处于第七高的水准。

“在正常情况下，企业负债率不应高于40%。在行业周期处于上行阶段，企业进行快速扩张的时候，负债率最好也不要超过60%。”北京东方艾格农业咨询有限公司高级分析师徐洪志说。

更为重要的是，当下生猪行情较为低迷，整个养猪行业面临阶段性亏损。

中邮研报提到，截至10月31日当周，自繁自养生猪头均亏损89元左右；外购仔猪头均亏损179元。另据多家券商研报预估，当下猪价压力较大，明年下半年猪价有望迎来新一轮上行趋势。

这也意味着，猪企在2025年

的盈利水准大概率迎来大幅下滑。搜猪网首席分析师冯永辉曾多次告诉记者，从全球维度来看，大型生猪企业均为产业链一体化。“我国猪周期长期存在，但养殖环节不足以抵抗市场波动风险。延长产业链，向下游的屠宰和食品布局，可以对冲市场风险。”

对于天农集团来说，正在积极向下游布局。招股书显示，该公司生鲜及其他产品收入占比已经由2022年的8.9%提升至2025年上半年的13.0%。

同时，天农集团此次IPO募集资金用途将集中投向加工肉制品、线下餐饮服务、技术研发等关键领域。具体规划包括建设“天农数智化农产品加工产业园”，并在未来5年内构建多元化的消费生态体系，发展农文旅融合项目，拓展以“清远鸡鲜切火锅”为代表的特色餐饮业务等。

徐洪志告诉记者，成功的下游延伸需要具备强大的资金实力、精细化的运营能力和持续的创新投入，而且必须做好长期目标和短期收益的平衡。

对于天农集团来说，亟须在确保资金安全的前提下，寻找到熨平周期的策略。

# 伯希和二次IPO：“始祖鸟平替”的转型困局

中经记者 黎竹 孙吉正 北京报道
在前不久收官的“双11”活动中，运动户外成为最耀眼的赛道之一。其中，冲锋衣是不容忽视的存在，不仅位列各大电商平台销售榜的前排，就连商场里的门店也把自家的冲锋衣摆在了最好的位置。
冲锋衣的火热在资本市场上也有所体现。近日，伯希和户外运动集团股份有限公司(以下简称“伯希和”)再次向港交所递交上市申请，向“中国高性能户外生活方式第一股”发起冲击。早在今年4月，其就正式向港交所递交招股说明书。招股书显示，2022年至2024年，伯希和累计卖出380万件冲锋衣，营收复合年增长率为122.2%，主要以直接面向消费者(DTC)的多渠道模式销售产品。
业内专家认为，当前户外用品处于非常确定的增量市场。从长期来看，户外运动装备作为消费升级的赛道，拥有充满想象力的市场空间。基于户外用品市场目前16%的年复合增长率，艾媒咨询CEO张毅认为，像伯希和这类以DTC驱动全渠道触达的品牌，能够借势获得较快增长，但如何突破对线上渠道的过度依赖，深化品牌认知，用线上线下渠道打造好护城河，仍是这类“爆红”品牌的必考题。

## 超级单品驱动增长

曾经只出现在专业户外场景中的冲锋衣，近两年迅速崛起，大举进入普通人的日常生活。“5件过冬外套有3件是‘三合一’冲锋衣。”徒步爱好者阿东告诉《中国经营报》记者，身边的朋友们在日常休闲和通勤的场景也会穿冲锋衣。

记者注意到，今年“双11”活动中，消费者对冲锋衣的热情持续升温。天猫数据显示，截至10月31日，冲锋衣的成交量同比增长20%。

战略定位专家、九德定位咨询公司创始人徐雄俊指出，当下许多户外新品牌的打法是“靠一件冲锋衣带动一个品牌增长”。这种通过大单品带动整个品牌全线增长的案例，在食品饮料行业相对更常见，例如王老吉凉茶、六个核桃、东鹏特饮等。对于服饰这类更迭速度较快的行业来说，需要利用超级单品带动品牌实现品类扩充。

根据伯希和招股书，其主要产品为冲锋衣、鞋类等户外服饰装

备，旗下总共推出了包括巅峰系列、专业性能系列、山系列和经典系列等4个产品系列。其中，以冲锋衣为代表的服装贡献了公司最多收入，2022年至2024年3年营收占比都在八成左右。

记者从淘宝平台上查看，伯希和官方旗舰店大多数的产品售价都在千元以下，其中销量最高的产品为价格500元左右的“三合一”冲锋衣，销量为20多万件，该产品也是户外榜单的第一名。在小红书上，以“始祖鸟平替”为关键词进行搜索，随处都能看到伯希和的身影，相对亲民的售价深受年轻消费群体追捧。

“和蕉下类似，伯希和主打的是性价比，两者都是推动性价比的单品成为‘爆款’，然后再拓展到其他品类，这也是目前服装领域比较流行的一个打法。”徐雄俊告诉记者，从数据上看，伯希和和蕉下两者也有差异。蕉下是创造了一个

新的单品，并切中了夏季物理防晒的需求，在防晒衣市场中占据领先地位，市场份额高达26.5%。而伯希和虽然在2024年已经成为国内发展最快的高性能户外服饰品牌，但据弗若斯特沙利文数据，如果按零售额计算，伯希和同年市场份额占比仅为5.2%。目前，两者都还没有成为很大的品牌，溢价空间有限。而且全品类并不适合当前的企业规模，需要更加清晰的品类界定。

记者注意到，目前国内整个户外运动市场，参赛选手众多。具体来看，高端品牌有始祖鸟、迪桑特、北面，中低端市场除了伯希和，还有探路者、蕉下、骆驼等。在户外热潮的背景下，耐克和阿迪达斯等传统运动品牌也在试图涌入这一赛道。

同时，从资本市场来看，除了部分跨国企业加快并购布局外，新老品牌都在试图通过上市扩大市



在小红书上，以“始祖鸟平替”为关键词搜索，随处可见伯希和的身影。图为伯希和商场黎竹/摄影

场份额。此前，国产羽绒服“老品牌”坦博尔集团股份有限公司也正式向港交所提交上市申请。这也意味着，未来竞争会更加激烈，如何占领更多的市场份额也成为各个品牌的首要难题。

张毅进一步表示。

值得一提的是，过去几年伯希和的营销费用也一路高涨，2022年为1.2亿元，到了2024年便增长到了5.87亿元，超过总营收的三分之一。

在此背景下，伯希和也在尝试突破当前瓶颈，探索高端化。记者注意到，今年伯希和推出了针对专业登山者、户外科研人员等为目标受众的高端系列，巅峰系列中的营地型帐篷和全能型羽绒服售价分别高达2.5万元和1.1万元，与始祖鸟相关产品的价格不相上下，但淘宝平台显示购买者仅为个位数。

从服饰行业来看，高端化的转型需要产品力、品牌力、渠道力等多方面的协同提升。对伯希和来说，目前如何在保持性价比优势的同时，逐步建立专业形象和品牌溢价，这既考验其在市场上的耐力，也需要用更多的时间来验证。

## 借势后的困境

在业内看来，伯希和是过去几年国内户外运动市场中的一匹黑马，但其也面临着无自有工厂OEM模式、线上渠道占比过重等挑战。如何在新的消费环境中持续增长仍待观察。

公开资料显示，伯希和本是一家服装代工厂，用了10余年时间完成了自有品牌的跳跃。彼时，伯希和仅通过线上渠道销售，2020年之后，伯希和把重心放在冲锋衣这一品类，在户外市场发展红利的带动下，营收水涨船高。

根据招股书，2022年至2024年，伯希和的营收分别为3.78亿元、9.08亿元和17.66亿元，净利润分别为2430万元、1.52亿元和2.83亿元，无论营收还是净利润均处在快速增长通道。

目前来看，伯希和采取的是代工模式，走轻资产路线。招股书显

示，2024年服装类产品中，81.2%由OEM厂商(原始设备制造商)完成。截至2024年年底，伯希和委托的制造商超过250家。

这种模式使得其2024年资产负债率仅为36%，毛利率为59.6%，净利率为17.2%，对比业内其他品牌可谓领先，也吸引了诸多投资方的关注。目前已完成多轮融资，投资方包括启明创投、创新工场、金沙江创投、国元证券等知名机构，以及安徽、青岛两地国资。值得一提的是，今年3月，腾讯斥资3亿元入股，获得伯希和10.7%的股权。

据业内人士透露，目前大部分冲锋衣品牌都会选择与代工厂合作，甚至几个品牌用一个代工厂，这也导致产品同质化严重，品控难度也更大。

在渠道方面，伯希和多借助线上渠道，如淘宝、抖音和小红书等

平台，通过大量的直播和种草笔记来触达消费者。

数据显示，得益于线上聚焦天猫、抖音等流量平台，伯希和2024年线上DTC销售额突破13.5亿元，贡献了绝大部分营收。反观线下渠道，2024年伯希和线下营收仅为1.69亿元，在总营收中的占比为9.6%。因此，如何实现线上线下渠道中站稳脚跟，从线上流量到品牌价值的跃迁，成为伯希和面临的挑战。

记者注意到，当下，服装行业正加速向线上线下融合的全渠道模式转型。在线上流量红利见顶的背景下，伯希和也意识到线下渠道的重要性，希望通过线下门店的精细化运营和专业化服务重新获得竞争优势。

早在2016年，伯希和开始在线下渠道进行布局，2020年年初，公司对外宣布将会在3年时间内开出