

买入

养殖效率提升明显，品牌业务持续增长

中粮家佳康 (1610.HK)

2025-08-28 星期四

【投资要点】

➤ 25H1 业绩扭亏为盈，生猪养殖和生鲜业务表现亮眼

2025 上半年，公司营业收入为 89.63 亿元，同比增长 19.8%，主要得益于养殖业务稳定生产节奏和提升生产效率。分业务看，当中生猪养殖/生猪鲜肉/肉类进口/肉制品/饲料业务分别实现 26.57/24.91/10.43/3.79/23.93 亿元，同比增长 116.58%/20.74%/15.35%/0.53%/-17.8%。生物资产公允价值调整前，公司拥有人应占溢利为 1.98 亿元，同比扭亏为盈，去年同期亏损 3.22 亿元，主要受益生猪养殖业务稳定生产节奏、成本改善，生鲜业务大幅减亏。

➤ 养殖效率持续优化，成本管控得当

2025 上半年，公司生猪出栏量达到 289.8 万头，同比增长 83.0%，商品大猪销售均价为 14.59 元/公斤，同比减少 4.5%。公司养殖效率持续提升，目前优质种猪占比 88%，上半年养殖成本逐步下降，最新养殖成本已经降至接近 13 元的水平，公司持续通过人效提升，智能化设备应用等方式，未来还有进一步降本空间。

➤ 品牌业务持续增长，产品和渠道共发力

2025 上半年，公司生鲜猪肉销量 15 万吨，同比增长 25.1%；品牌盒装猪肉销量达到 2779.2 万盒，同比增长 46.5%；亚麻籽猪肉销量同比增长 123%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比提升至 31.2%，较去年同期增加 4.5 个百分点。在亚麻籽业务和品牌业务的带动下，生鲜业务的盈利同比增加了 2,334 万元。

➤ 给予“买入”评级，目标价 2.4 港元/股

公司生猪养殖业务的成本优化将持续贡献利润，品牌收入占比的提升有望进一步释放生鲜业务的盈利潜力，共同推动公司业绩持续增长。我们预测 25-27 年生物资产调整前公司归母净利润分别为 5.02/7.47/9.56 亿元，给予 2.4 港元/股目标价，对应 2025 年 20 倍 PE，较现价有 29% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	17,238	16,326	18,959	19,726	20,221
同比增长(%)	33.6%	-5.3%	16.1%	4.0%	2.5%
毛利率	5.5%	7.4%	8.2%	9.2%	10.3%
净利润	152	275	502	747	956
同比增长(%)	NA	80.9%	82.4%	52.2%	27.9%
净利润率	0.9%	1.7%	2.6%	3.8%	4.7%
每股盈利	0.04	0.06	0.11	0.17	0.21
PE@1.86HKD	42.4	30.0	15.5	10.2	8.0

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**2.4 港元**
现价：**1.86 港元**
预计升幅：**29.0%**

重要数据

日期	2025-8-27
收盘价 (港元)	1.86
总股本 (亿股)	45.8
总市值 (亿港元)	85.2
净资产 (亿元)	99.2
总资产 (亿元)	211.7
52 周高低 (港元)	1.26/2.02
每股净资产 (元)	2.12

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中粮集团 16.77%
明晖国际 23.54%

相关报告

中粮家佳康首发报告-20191220
中粮家佳康更新报告-20200324
中粮家佳康更新报告-20200710
中粮家佳康更新报告-20200826
中粮家佳康更新报告-20201020
中粮家佳康更新报告-20210309
中粮家佳康更新报告-20210901
中粮家佳康更新报告-20220420
中粮家佳康更新报告-20230418
中粮家佳康更新报告-20250425

研究部

姓名：李芳芳
SFC：BJO038
电话：0755-82846267
Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 25H1 业绩扭亏为盈，生猪养殖和生鲜业务表现亮眼

2025 上半年，公司营业收入为 89.63 亿元，同比增长 19.8%，主要得益于养殖业务稳定生产节奏和提升生产效率。分业务看，当中生猪养殖/生猪鲜肉/肉类进口/肉制品/饲料业务分别实现 26.57/24.91/10.43/3.79/23.93 亿元，同比增长 116.58%/20.74%/15.35%/0.53%/-17.8%。生物资产公允价值调整前，公司拥有人应占溢利为 1.98 亿元，同比扭亏为盈，去年同期亏损 3.22 亿元，主要受益生猪养殖业务稳定生产节奏、成本改善，生鲜业务大幅减亏。

公司毛利率在生物资产公允价值调整前为 8.2%，同比上升 7.2 个百分点，毛利率上升主要来源于生猪养殖业务。销售费用率和管理费用率分别为 2.97% 和 3.38%，同比下降 1.05 个百分点和 0.92 个百分点。生物资产公允价值调整前净利率从负转正至 2.27%。

图 1：公司半年度收入拆分

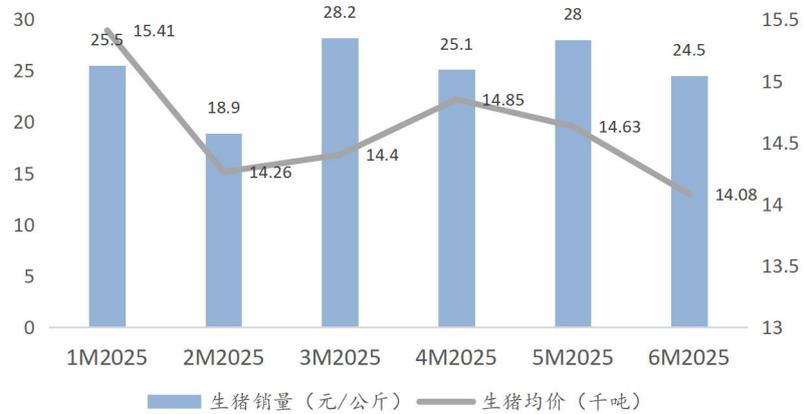


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 养殖效率持续优化，成本管控得当

2025 上半年，公司生猪出栏量达到 289.8 万头，同比增长 83.0%，商品大猪销售均价为 14.59 元/公斤，同比减少 4.5%。公司养殖效率持续提升，目前优质种猪占比 88%，上半年养殖成本逐步下降，最新养殖成本已经降至接近 13 元的水平。

公司持续通过人效提升，智能化设备应用等方式，以及与农户合作养殖的模式，进一步优化养殖环节效率指标，预计未来生猪养殖成本还有一定下降的空间。

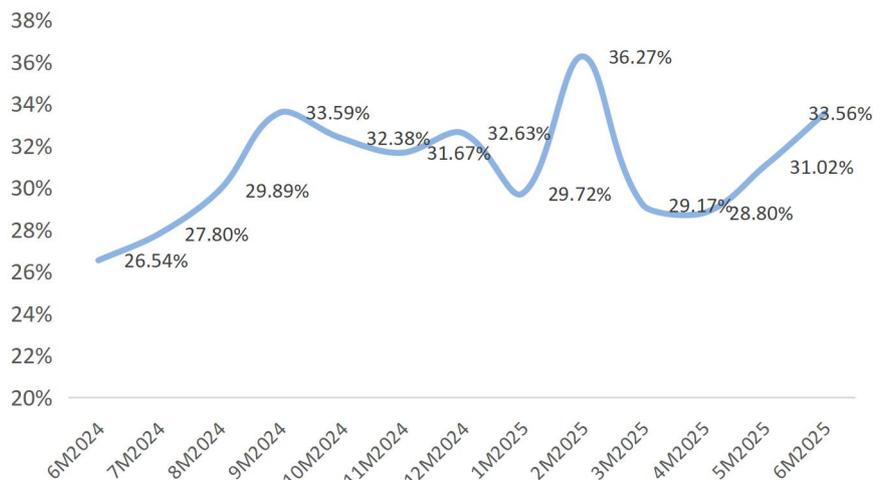
图 2：公司 25H1 生猪销量及生猪均价走势


资料来源：公司月报、国元证券经纪（香港）预测及整理

➤ 品牌业务持续增长，产品和渠道共发力

2025 上半年，公司生鲜猪肉销量 15 万吨，同比增长 25.1%；品牌盒装猪肉销量达到 2779.2 万盒，同比增长 46.5%；亚麻籽猪肉销量同比增长 123%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比提升至 31.2%，较去年同期增加 4.5 个百分点。在亚麻籽业务和品牌业务的带动下，生鲜业务的盈利同比增加了 2,334 万元。

产品方面，公司以亚麻籽无抗猪肉为核心，打造差异化卖点。年初亚麻籽猪肉斩获了食品界奥斯卡国际美味奖，夯实了美味基因。渠道方面，在商超渠道，重点开发胖东来及其调改系列超市以及山姆等有示范效应的知名渠道，提升终端的可见度。

图 3：品牌业务占比趋势


资料来源：公司月报、国元证券经纪（香港）预测及整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 2.4 港元/股

公司生猪养殖业务的成本优化将持续贡献利润，品牌收入占比的提升有望进一步释放生鲜业务的盈利潜力，共同推动公司业绩持续增长。我们预测 25-27 年生物资产调整前公司归母净利润分别为 5.02/7.47/9.56 亿元，给予 2.4 港元/股目标价，对应 2025 年 20 倍 PE，较现价有 29% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250827）

公司名称	代码	收盘价 (原始币种)	市值 (亿港元)	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
				FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
万洲国际	0288.HK	8.2	1050	-1.1%	3.7%	156.3%	-8.0%	6.2	9.0
德康农牧	2419.HK	92.7	360	39.0%	12.1%	331.1%	-14.5%	2.5	9.6
温氏股份	300498.SZ	18.1	1324	16.7%	-0.1%	244.5%	2.2%	11.9	13.0
巨星农牧	603477.SH	21.3	120	50.4%	23.4%	180.4%	11.7%	17.5	19.3
中粮家佳康	1610.HK	1.86	85	-5.3%	16.1%	80.9%	82.4%	30.0	15.5

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 猪肉价格大幅波动；
2. 饲料成本上涨超出预期；
3. 套期保值策略实施不当；
4. 食品安全；
5. 猪瘟疫病等。

【财务报表摘要】

利润表						主要财务比率					
单位:百万元											
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	17,238	16,326	18,959	19,726	20,221	成长性(%)					
营业成本-公允价值调整前	-16,291	-15,116	-17,409	-17,921	-18,138	营业收入增长率	33.6%	-5.3%	16.1%	4.0%	2.5%
毛利	947	1,210	1,550	1,806	2,084	净利润增长率	NA	80.9%	82.4%	52.2%	27.9%
销售费用	-549	-537	-616	-631	-647	盈利能力(%)					
管理费用	-560	-581	-664	-671	-667	毛利率	5.5%	7.4%	8.2%	9.2%	10.3%
其他收入-经营	332	340	381	396	411	净利率	0.9%	1.7%	2.6%	3.8%	4.7%
其他收益及亏损	158	26	21	78	45	偿债能力(%)					
分占联营公司业务	1	-4	0	0	0	资产负债率	43.3%	52.9%	52.4%	51.0%	49.1%
营业利润	329	454	672	978	1,225	流动比率	0.93	0.75	0.60	0.63	0.69
财务费用	-143	-124	-95	-99	-101	速动比率	0.75	0.58	0.41	0.43	0.49
利润总额	186	331	577	879	1,124	营运能力(次)					
所得税	-34	-55	-75	-132	-169	资产周转率	0.93	0.83	0.91	0.91	0.90
净利润	152	275	502	747	956	存货周转率	11.84	11.05	11.24	10.55	10.34
每股资料(元)						现金流量表					
生物资产公允价值调整前EPS(元)	0.04	0.06	0.11	0.17	0.21	会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股净资产	2.21	2.12	2.41	2.09	2.20	净利润	152	275	502	764	978
						财务费用	143	124	95	99	101
						折旧及摊销	700	772	865	968	1,084
						经营活动产生现金流量	2,025	652	1,267	1,583	1,867
						固定资产投资	-969	-2,472	-970	-970	-970
						投资活动产生现金流量	-742	-1,897	-970	-970	-970
						长期付息负债增加(减少)	-96	1,572	0	0	0
						短期付息负债增加(减少)	-1,406	-1,837	0	0	0
						融资活动产生现金流量	-1,184	744	-90	-93	-95
						现金变动	100	-501	208	520	801
						现金的期初余额	1,040	1,162	661	869	1,389
						现金的期末余额	1,162	661	869	1,389	2,190
						估值比率(倍)					
						PE	42.4	30.0	15.5	10.2	8.0
						PB	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>