

买入
养殖成本持续优化，品牌业务稳步推进
中粮家佳康 (1610.HK)

2026-03-27 星期五

【投资要点】
➤ 营收保持增长，利润受生猪价格拖累

2025年，公司营业收入为185.79亿元，同比增长13.8%，主要得益于生猪养殖业务收入增长带动。分业务看，当中生猪养殖/生猪鲜肉/饲料/肉类进口/肉制品业务分别实现51.48/52.08/52.01/22.32/7.89亿元，分别同比增长59.3%/8.6%/-9.7%/24.0%/6.5%。生物资产公允价值调整前，公司归母净利润为亏损2.92亿元，去年同期为盈利2.59亿元，主要由于生猪销售价格同比大幅下降，养殖业务利润受到挤压。

➤ 生猪出栏量恢复增长，养殖成本持续优化

2025年，公司生猪出栏量达到603.3万头，同比增长69.5%，商品大猪销售均价为13.4元/公斤，同比下滑18.8%。公司养殖效率持续提升，目前优质种猪占比达94%，PSY整体突破28，养殖成本逐步下降，最新养殖成本已经降至约13元的水平。公司持续通过种群优化、成本控制、智能化升级与生产指标改善等方面，未来养殖成本还有进一步下降空间。

➤ 品牌业务持续发力，聚焦差异化产品

2025年，公司生鲜猪肉销量34.1万吨，同比增长30.3%，当中亚麻籽猪肉销量同比增长135.4%；品牌盒装猪肉销量达到6187.6万盒，同比增长46.2%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比提升至32.1%，较去年同期增加2.7个百分点。在品牌业务和生产效率优化的带动下，生鲜业务的盈利同比减亏5,165万元至亏损558万元。

➤ 维持“买入”评级，目标价1.8港元/股

公司品牌业务持续推进有助于提升盈利能力，但短期生猪价格承压，养殖业务利润受到挤压，我们下调盈利预测，预计26-28年生物资产调整前公司净利润分别为2.36/3.46/4.48亿元。当前生猪行业处于产能调控阶段，但从长期角度，随着产能持续去化，猪价有望逐步回升，我们给予2027年20倍PE，对应目标价1.8港元/股，较现价有35.3%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售收入	16,326	18,579	21,027	21,830	22,704
同比增长(%)	-5.3%	13.8%	13.2%	3.8%	4.0%
毛利率	7.4%	4.7%	7.0%	7.6%	8.1%
净利润	275	-290	236	346	448
同比增长(%)	80.9%	-205.3%	NA	53.9%	29.4%
净利润率	1.7%	-1.6%	1.1%	1.6%	2.0%
每股盈利	0.06	-0.06	0.05	0.08	0.10
PE@1.33HKD	20.8	-18.4	22.8	14.8	11.4

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**1.8 港元**
 现价：**1.33 港元**
 预计升幅：**35.3%**

重要数据

日期	2026-3-26
收盘价 (港元)	1.33
总股本 (亿股)	45.8
总市值 (亿港元)	61.4
净资产 (亿元)	88.44
总资产 (亿元)	217.1
52周高低 (港元)	1.31/2.03
每股净资产 (元)	1.88

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

中粮家佳康更新报告-20250425

中粮家佳康更新报告-20250828

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 营收保持增长，利润受生猪价格拖累

2025年，公司营业收入为185.79亿元，同比增长13.8%，主要得益于生猪养殖业务收入增长带动。分业务看，当中生猪养殖/生猪鲜肉/饲料/肉类进口/肉制品业务分别实现51.48/52.08/52.01/22.32/7.89亿元，分别同比增长59.3%/8.6%/-9.7%/24.0%/6.5%。生物资产公允价值调整前，公司归母净利润为亏损2.92亿元，去年同期为盈利2.59亿元，主要由于生猪销售价格同比大幅下降，养殖业务利润受到挤压。

公司毛利率在生物资产公允价值调整前为4.2%，同比下滑2.7个百分点，毛利率下滑主要受生猪销售价格影响。销售费用率和管理费用率分别为3.05%和3.72%，同比下降0.24个百分点和0.16个百分点。生物资产公允价值调整前净利率从正转负至-1.57%。

图1：公司收入分业务拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

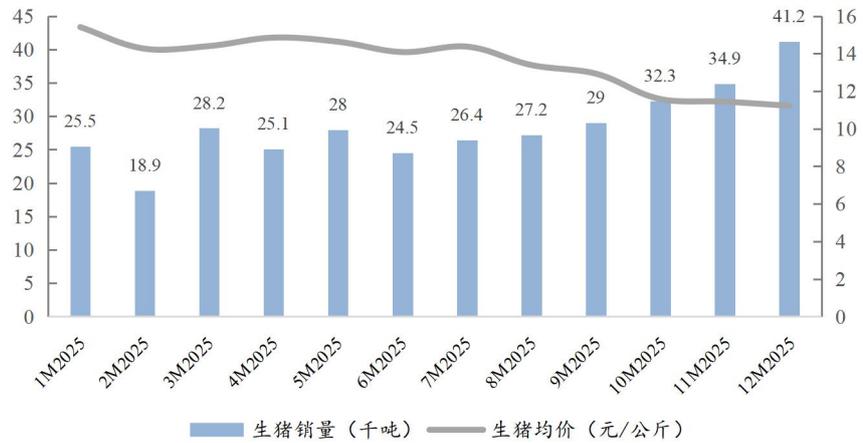
➤ 生猪出栏量恢复增长，养殖成本持续优化

2025年，公司生猪出栏量达到603.3万头，同比增长69.5%，商品大猪销售均价为13.4元/公斤，同比下滑18.8%。公司养殖效率持续提升，目前优质种猪占比达94%，PSY整体突破28，养殖成本逐步下降，最新养殖成本已经降至约13元的水平。

公司持续通过：（1）加速种群优化，提升优质种猪占比，以合作养殖模式提升产能；（2）控制饲料成本、精准饲喂、人效提升等方式降低养殖完全成本；（3）成立家佳康研究院，升级基因组育种平台及部署智慧养殖系统。我们预计未来

养殖成本还有进一步下降空间。

图 2：2025 年公司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

► 品牌业务持续发力，聚焦差异化产品

2025 年，公司生鲜猪肉销量 34.1 万吨，同比增长 30.3%，当中亚麻籽猪肉销量同比增长 135.4%；品牌盒装猪肉销量达到 6187.6 万盒，同比增长 46.2%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比提升至 32.1%，较去年同期增加 2.7 个百分点。在品牌业务和生产效率优化的带动下，生鲜业务的盈利同比减亏 5,165 万元至亏损 558 万元。

公司聚焦差异化产品，并通过 OEM 合作与品牌联名模式，推出亚麻籽食用猪油、亚麻籽月饼等高附加值产品，强化 C 端消费黏性。同时，品牌业务进入香港市场，亚麻籽猪肉系列 2025 年 9 月先进入百佳 60 多家门店，2026 年 1 月进入惠康 110 多家门店，目前产品动销稳定，后续将在香港投放公交车体等广告，有望给公司贡献更多业绩。

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

► **维持“买入”评级，目标价 1.8 港元/股**

公司品牌业务持续推进有助于提升盈利能力，但短期生猪价格承压，养殖业务利润受到挤压，我们下调盈利预测，预计 26-28 年生物资产调整前公司净利润分别为 2.36/3.46/4.48 亿元。当前生猪行业处于产能调控阶段，但从长期角度，随着产能持续去化，猪价有望逐步回升，我们给予 2027 年 20 倍 PE，对应目标价 1.8 港元/股，较现价有 35.3% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260326）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种：亿)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0288.HK	万洲国际	HKD	9.90	1,270	10.2	10.6	10.4	9.7	1.5	1.5	NA	NA
2419.HK	德康农牧	HKD	66.75	260	5.9	16.4	9.5	4.2	2.6	2.6	1.9	1.4
300498.SZ	温氏股份	CNY	16.91	1,125	12.2	21.5	11.8	8.5	2.6	2.6	2.1	1.8
603477.SH	巨星农牧	CNY	16.87	86	16.6	77.9	22.2	13.1	2.7	2.5	2.3	2.0
平均					11.2	31.6	13.5	8.9	2.3	2.3	2.1	1.7
1610.HK	中粮家佳康	HKD	1.33	61	20.8	-18.4	22.8	14.8	0.6	0.5	0.5	0.6

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	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	16,326	18,579	21,027	21,830	22,704	成长性(%)					
营业成本-公允价值调整前	-15,116	-17,707	-19,556	-20,164	-20,858	营业收入增长率	-5.3%	13.8%	13.2%	3.8%	4.0%
毛利	1,210	872	1,470	1,667	1,846	净利润增长率	80.9%	-205.3%	NA	53.9%	29.4%
销售费用	-537	-567	-641	-655	-681	盈利能力(%)					
管理费用	-581	-691	-778	-808	-840	毛利率	7.4%	4.7%	7.0%	7.6%	8.1%
其他收入-经营	340	340	385	393	409	净利率	1.7%	-1.6%	1.1%	1.6%	2.0%
其他收益及亏损	26	-26	21	22	23	偿债能力(%)					
分占联营公司业绩	-4	-14	0	0	0	资产负债率	52.9%	59.3%	59.1%	58.4%	57.4%
营业利润	454	-86	457	619	756	流动比率	0.75	0.60	0.47	0.45	0.44
财务费用	-124	-146	-168	-175	-182	速动比率	0.58	0.45	0.30	0.27	0.26
利润总额	331	-232	288	444	575	营运能力(次)					
所得税	-55	-57	-52	-98	-126	资产周转率	0.83	0.88	0.96	0.97	0.99
净利润	275	-290	236	346	448	存货周转率	11.05	11.63	11.39	10.85	10.80
每股资料(元)						现金流量表					
生物资产公允价值调整前EPS(元)	0.06	-0.06	0.05	0.08	0.10	会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股净资产	2.12	2.41	2.41	2.09	1.98	净利润	275	-290	236	364	471
						财务费用	124	146	168	175	182
						折旧及摊销	772	819	917	1,027	1,151
						经营活动产生现金流量	652	550	1,148	1,356	1,559
						固定资产投资	-2,472	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
						投资活动产生现金流量	-1,897	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
						长期付息负债增加(减少)	1,572	116	0	0	0
						短期付息负债增加(减少)	-1,837	3,881	0	0	0
						融资活动产生现金流量	744	3,858	-167	-169	-176
						现金变动	-501	3,408	-20	188	384
						现金的期初余额	1,162	661	4,069	4,049	4,236
						现金的期末余额	661	4,069	4,049	4,236	4,620
						估值比率(倍)					
						PE	20.8	-18.4	22.8	14.8	11.4
						PB	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6

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>