

持有**出栏节奏稳健，成本管控处业内领先梯队****中粮家佳康 (1610.HK)**

2023-04-18 星期二

投资要点目标价: **2.5 港元**

现价: 2.11 港元

预计升幅: 18.5%

➤ **1Q23 年生猪出栏 126.9 万头，预期全年出栏量 450-470 万头：**

1Q23 年公司生猪出栏量 126.9 万头，同比+9.5%，当中仔猪占比在 2-30%；1-3 月分别出栏 39.4/46.7/40.8 万头，同比分别变动-2.5%/+30.8%/+2.5%；出栏均重为 110-115 公斤/头。截至一季度末，能繁母猪存栏 25-26 万头，预期 23 年公司生猪出栏约 450-470 万头，同比增长 10-15%，出栏节奏将保持稳健。

重要数据

日期	2022-04-17
收盘价 (港元)	2.11
总股本 (亿股)	39.02
总市值 (亿港元)	82.3
净资产 (百万元)	8,263
总资产 (百万元)	18,394
每股净资产 (元)	2.12

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **受季节性因素影响，1Q23 完全成本略有上升：**

成本方面，预计一季度生猪养殖的完全成本接近 17 元/公斤，略高于去年(约 16 元/公斤)，主要是季节性因素所致，冬季疫病抬头对养殖效率造成一定影响，但整体成本水平仍保持业内领先，得益于公司的精益化管理、疫病防控经验的积累、与集团在饲料采购价格/时机等方面的协同。预计 23 年公司的饲料成本压力同比将有所缓和。

➤ **生鲜业务稳步发展，继续加大渠道、品牌建设力度：**

受益于新产能放量，1Q23 公司生鲜猪肉销量 6.28 万吨，同比+12.6%；其中 1-3 月生鲜猪肉销量分别为 2.08/2.11/2.09 万吨，同比分别变动+16.2%/+40.7%/-7.5%。品牌生鲜收入占比有所下降，约为 25.7%，主要受季节性因素、B 端消费受益于餐饮复苏发展相对较快、新产能上量对品牌造成阶段性影响。今年品牌生鲜业务将继续渠道开拓，加大专卖店开设力度、与山姆/朴朴等优质大客户开展合作、同时加大亚麻籽猪的推广和宣传力度，持续扩大“家佳康”品牌影响力。

➤ **维持“持有”评级，目标价 2.5 港元：**

1Q23 公司录得生物资产公允价值调整前净亏损约人民币 1.07 亿元，预计 23/24 年 EPS 分别为 0.28/0.47 元。公司成本管控处于业内领先梯队，全产业链布局、套保策略的实施有助于平滑上游养殖端周期性波动对盈利能力及稳定性的影响。给予 2.5 港元的目标价，对应 23 年 8 倍 PE，维持“持有”评级。

主要股东

中粮集团 (29.1%)

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

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gzyq.com.hk

人民币百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业额	13,228	12,901	15,795	17,426	18,158
同比增长	-30.1%	-2.5%	22.4%	10.3%	4.2%
调整前净利润	2,354	-320	1,085	1,835	2,220
同比增长	-19.1%	NA	NA	69.1%	21.0%
净利润率	17.8%	-2.5%	6.9%	10.5%	12.2%
每股盈利(元)	0.60	-0.08	0.28	0.47	0.57
PE@2.11HKD	3.1	NA	6.7	3.9	3.3

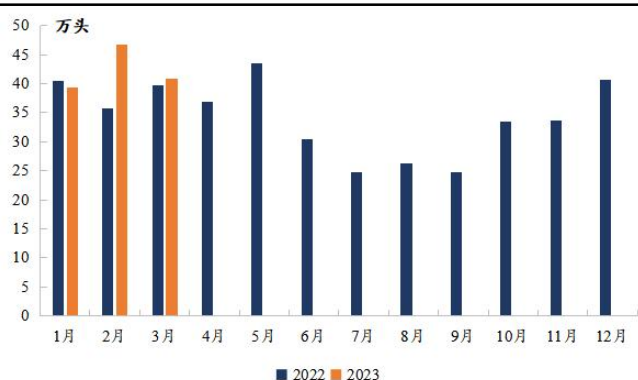
数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

1Q23 年生猪出栏 126.9 万头，预期全年出栏量 450-470 万头：

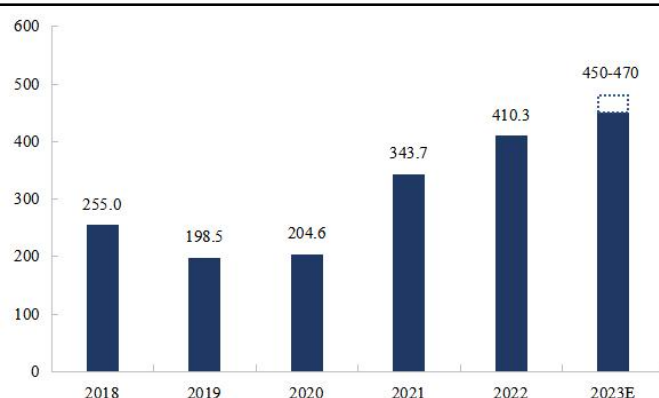
1Q23 年公司生猪出栏量 126.9 万头，同比+9.5%，当中仔猪占比在 2-30%；1-3 月分别出栏 39.4/46.7/40.8 万头，同比分别变动-2.5%/+30.8%/+2.5%；出栏均重为 110-115 公斤/头。截至一季度末，能繁母猪存栏 25-26 万头，预期 2023 年公司生猪出栏约 450-470 万头，同比增长 10-15%，出栏节奏将保持稳健。

图 1：公司月度生猪出栏



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司年度生猪出栏



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

受季节性因素影响，1Q23 完全成本略有上升：

成本方面，预计一季度生猪养殖的完全成本接近 17 元/公斤，略高于去年（约 16 元/公斤），主要是季节性因素所致，冬季疫病抬头对养殖效率造成一定影响，但整体成本水平仍保持业内领先，得益于公司的精益化管理、疫病防控经验的积累、与集团在饲料采购价格/时机等方面的协同。预计 23 年公司的饲料成本压力同比将有所缓和。

生鲜业务稳步发展，继续加大渠道、品牌建设力度：

受益于新产能放量，1Q23 公司生鲜猪肉销量 6.28 万吨，同比+12.6%；其中 1-3 月生鲜猪肉销量分别为 2.08/2.11/2.09 万吨，同比分别变动+16.2%/+40.7%/-7.5%。品牌生鲜收入占比有所下降，约为 25.7%，主要受季节性因素、B 端消费受益于餐饮复苏发展相对更快、新产能上量对品牌造成阶段性影响。今年品牌生鲜业务将继续渠道开拓，加大专卖店开设力度、与山姆/朴朴等优质大客户开展合作、同时加大亚麻籽猪的推广和宣传力度，持续扩大“家佳康”品牌影响力。

维持“持有”评级，目标价 2.5 港元：

1Q23 公司录得生物资产公允价值调整前净亏损约人民币 1.07 亿元，预计 23/24 年 EPS 分别为 0.28/0.47 元。公司成本管控处于业内领先梯队，全产业链布局、套保策略的实施有助于平滑上游养殖端周期性波动对盈利能力及稳定性的影响。给予 2.5 港元的目标价，对应 23 年 8 倍 PE，维持“持有”评级。

表 1：可比公司估值

公司名称	代码	收盘价	EPS(当地币种)			市值 (百万元)	PE(TTM, 2023年)
		2023/4/17	2022A	2023E	2024E		
A股		货币：CNY					
牧原股份	002714.SZ	48.7	2.29	5.46	4.61	266,269	8.9
温氏股份	300498.SZ	20.9	0.98	1.96	1.78	137,244	10.7
新五丰	600975.SH	11.7	0.26	0.96	1.65	12,627	12.2
新希望	000876.SZ	13.5	-0.03	1.08	1.40	61,040	12.5
天邦食品	002124.SZ	5.7	0.87	1.26	1.10	10,502	4.5
H股		货币：HKD					
万洲国际	0288.HK	4.7	0.84	0.87	0.94	59,789	5.3

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）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。

报表摘要

利润表						主要财务比率					
会计年度	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	会计年度	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	13,228	12,901	15,795	17,426	18,158	成长性(%)					
营业成本-公允价值调整前	-9,709	-12,425	-13,549	-14,202	-14,472	营业收入增长率	-30.1%	-2.5%	22.4%	10.3%	4.2%
毛利	3,519	476	2,245	3,224	3,686	净利润增长率	-19.1%	NA	NA	69.1%	21.0%
销售费用	-400	-456	-553	-610	-636	盈利能力(%)					
管理费用	-371	-208	-255	-281	-293	毛利率	26.6%	3.7%	14.2%	18.5%	20.3%
其他收入-经营	227	262	245	261	272	净利率	17.8%	-2.5%	6.9%	10.5%	12.2%
其他收益及亏损	-15	-96	-190	-209	-182	偿债能力(%)					
应占共同控制实体损益	0	0	0	0	0	资产负债率	52.3%	55.1%	52.8%	49.2%	45.4%
营业利润	2,960	-23	1,493	2,385	2,848	流动比率	0.89	0.80	0.72	0.75	0.89
财务费用	-123	-177	-217	-227	-236	速动比率	0.74	0.64	0.53	0.55	0.67
利润总额	2,836	-200	1,277	2,158	2,612	营运能力(次)					
所得税	-482	-120	-191	-324	-392	资产周转率	0.69	0.71	0.84	0.87	0.83
净利润	2,354	-320	1,085	1,835	2,220	存货周转率	5.38	9.08	8.41	7.61	7.24
每股资料(元)											
EPS (元)	0.60	-0.08	0.28	0.47	0.57						
每股净资产	2.21	2.12	2.34	2.72	3.17						
资产负债表						现金流量表					
会计年度	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	会计年度	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	7,605	7,384	6,751	7,075	8,346	净利润	2,354	-320	1,085	1,835	2,220
存货	1,287	1,449	1,774	1,957	2,039	财务费用	123	177	217	227	236
货币资金	1,041	1,040	1,297	2,383	3,945	折旧及摊销	475	587	657	736	824
应收账款及票据	1,008	952	1,166	1,286	1,341	经营活动产生现金流量	3,082	-6	1,958	2,797	3,280
非流动资产	10,424	11,011	12,593	13,791	14,329	固定投资	-1,461	-979	-1,500	-1,500	-1,500
固定资产	8,983	9,479	11,606	12,804	13,342	投资活动产生现金流量	-1,470	-924	-1,500	-1,500	-1,500
资产合计	18,029	18,394	19,344	20,866	22,676	负债增加	-2,197	-111	15	16	18
流动负债	8,509	9,266	9,333	9,371	9,387	财务费用净额	-123	-177	-217	-227	-236
应付账款及应付票据	573	735	802	840	856	融资活动产生现金流量	-984	944	-202	-211	-218
短期借款	5,964	5,852	5,852	5,852	5,852	现金变动	628	14	257	1,086	1,562
非流动负债	912	866	880	896	914	现金的期初余额	417	1,045	1,040	1,297	2,383
长期借款	145	146	160	176	194	现金的期末余额	1,045	1,040	1,297	2,383	3,945
其他非流动负债	767	720	720	720	720						
负债合计	9,421	10,132	10,213	10,267	10,301	估值比率(倍)					
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	1,669	PE	3.1	NA	6.7	3.9	3.3
储备	6,791	6,445	7,313	8,780	10,556	PB	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东权益	149	149	149	149	149						
股东权益合计	8,609	8,263	9,131	10,598	12,375						
负债及权益合计	18,029	18,394	19,344	20,866	22,676						

投资评级定义和免责条款

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。本报告清晰准确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