

## 持有

## 期现结合助业绩逆势增长，猪价拐点尚待观察

中粮家佳康 (1610.HK)

2022-04-19 星期二

## 投资要点

目标价: **4.0 港元**  
 现价: 3.52 港元  
 预计升幅: 13.6%

➤ **21 年归母净利润 23.8 亿元，好于预期：**

21 年公司录得营业收入 132.3 亿元，同比-30.1%，实现生物资产公允价值调整前归母净利润 23.8 亿元（主要是生猪养殖业务及进口肉业务贡献），同比-17.5%，董事会建议派发末期股息 0.18 港元/股。业绩好于预期，主因生猪养殖业务期货套保收益好于预期。

## 重要数据

日期	2022-04-19
收盘价 (港元)	3.52
总股本 (亿股)	39.02
总市值 (亿港元)	137.4
净资产 (百万元)	8,609
总资产 (百万元)	18,029
每股净资产 (元)	2.21

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **期现结合助业绩逆势增长，22 年预期出栏 400-440 万头：**

在猪价下行周期，公司严控养殖成本，同时通过合理使用期货套保策略，实现套保收益 14 亿元，逆势实现生猪养殖分部业绩 26.8 亿元。截至 21 年底，公司能繁母猪存栏 20-21 万头，后备种猪 4 万头，生猪养殖产能 602 万头，22 年将继以利益最大化为出栏原则，预期出栏 400-440 万头，近年将保持 50-100 万头/年的速度稳步扩张。

➤ **1Q22 生猪出栏 115.9 万头，猪周期拐点尚需观察：**

1Q22 公司生猪出栏 115.9 万头，同比+44.5%，出栏均重约 110 公斤/头；生鲜猪肉销量 5.6 万吨，同比+88.1%；完全成本不到 17 元/公斤，饲料成本压力开始显现；3 月份商品猪销价 11.86 元/公斤，同比-56%，行业仍处于深度亏损阶段。由于养殖结构当中，散养户占比仍占大多数，其行为较难判断，如主观认为已到或者临近猪周期拐点，压栏或补栏行为将会扰动行业产能去化节奏，拐点出现时点需持续关注近两月猪价走势。

## 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

## 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ **维持“持有”评级，目标价 4.0 港元：**

考虑到猪价拐点尚难以准确预期，且原材料成本压力已开始显现，我们调整原盈利预测，预计 22/23 年 EPS 分别为 0.05/0.78 元。公司成本管控具备优势，全产业链布局能够平滑上游养殖端的周期性波动，过往期货套保策略的执行也令公司取得业内领先的业绩表现。我们暂给予 4 港元的目标价，对应 23 年 4 倍估值，维持“持有”评级。

人民币百万元	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业额	18,922.1	13,227.6	14,001.3	18,877.1	21,193.8
同比增长	70.8%	-30.1%	5.8%	34.8%	12.3%
调整前净利润	2910.5	2353.7	207.4	3051.2	2614.3
同比增长	679.4%	-19.1%	-91.2%	1371.5%	-14.3%
净利润率	15.4%	17.8%	1.5%	16.2%	12.3%
每股盈利(元)	0.75	0.60	0.05	0.78	0.67
PE@3.52HKD	3.8	4.7	53.0	3.6	4.2

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

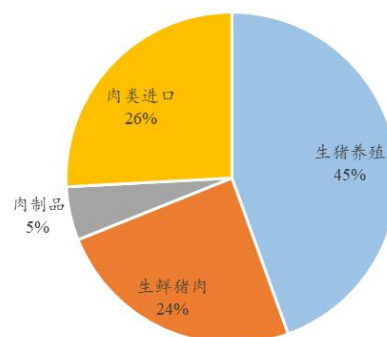
### 21 年归母净利润 23.8 亿元，好于预期：

2021 年公司录得营业收入 132.3 亿元，同比-30.1%；其中生猪养殖/生鲜猪肉/肉制品/肉类进口业务较去年同期分别变动+5.6%/-0.7%/+13.5%/-58.0%；实现生物资产公允价值调整前归母净利润 23.8 亿元（主要是生猪养殖业务及进口肉业务贡献），同比-17.5%，董事会建议派发末期股息 0.18 港元/股。业绩好于预期，主因生猪养殖业务期货套保收益好于预期。

图 1：公司收入及净利润



图 2：公司收入构成



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：各业务分部收入增速

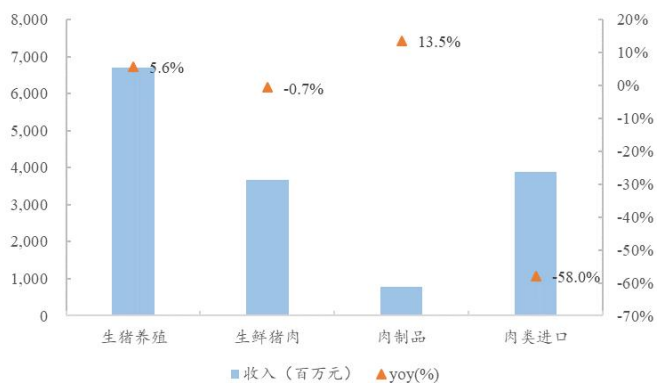
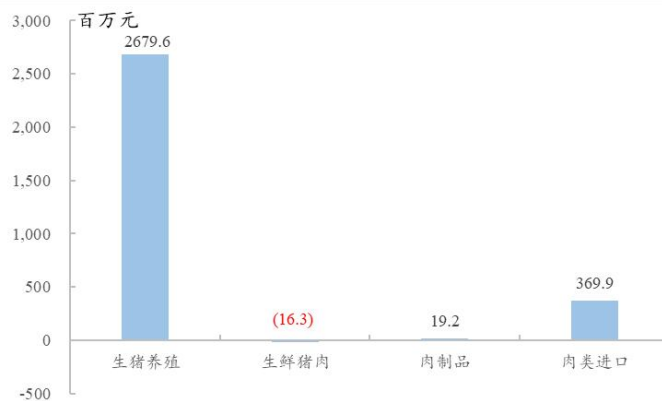


图 4：各业务分部业绩



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

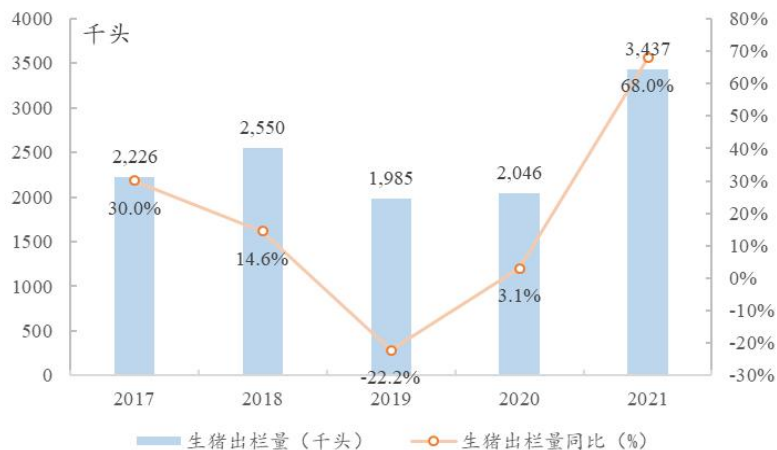
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 期现结合，严控成本，生猪养殖业务实现分部业绩 26.8 亿元：

2021 年生猪生产持续恢复，公司生猪出栏量 343.7 万头，同比+68%；因供给增加，商品大猪销售均价 18.26 元/公斤，同比-43.5%；出栏均重 112.3 公斤/头，生猪养殖业务实现收入 67.0 亿元，同比+5.6%。期内，面对猪价下行及大宗原料价格上涨等多重压力，公司严控养殖成本，21 年商品猪完全成本略高于 16 元/公斤，处于业内领先水平；同时通过合理使用期货套保策略，实现套保收益 14 亿元，在猪价下行

周期逆势实现分部业绩 26.8 亿元。

**图 5：公司生猪出栏量**

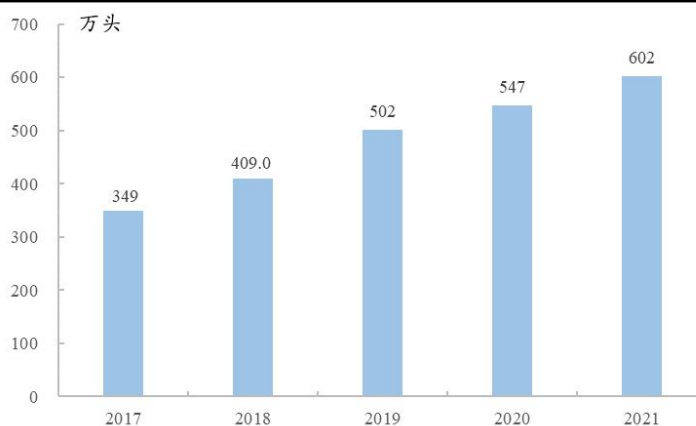


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**养殖产能持续增长，22 年预期出栏 400-440 万头：**

基于猪肉价格行情的考量，公司年底加大母猪淘汰速度，截至 21 年底，公司能繁母猪存栏 20-21 万头，后备种猪 4 万头，生猪养殖产能 602 万头，预期 22 年将实现 400-440 万头出栏，近年将保持 50-100 万头/年的速度稳步扩张。

**图 6：公司生猪养殖产能持续增长**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**生鲜猪肉产能稳步推进，22 年继续加大品牌生鲜投入力度：**

21 年，公司位于吉林松原 100 万头屠宰产能顺利投产，内蒙赤峰 100 万头屠宰产能在建，广东分割中心有序推进中，通过持续完善全产业链布局，加速上下游产能匹配。期内，公司生鲜猪肉销量 16.6 万吨，同比+52.3%，其中品牌盒装猪肉销量 5,017 万盒，同比+43.6%，日均销量 13.7 万盒，品牌收入占比达 34.6%；实现销售

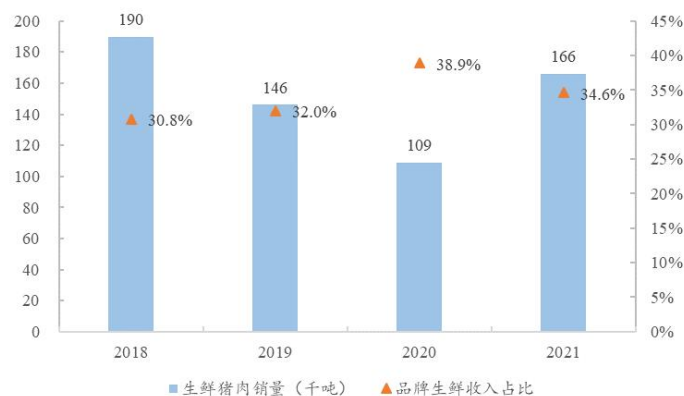
收入销售收入 36.8 亿元，同比-0.7%。22 年公司将继续加大品牌生鲜投入，预期建设终端零售网点 400 余个，同时，持续夯实“安全+健康”的品牌定位，提升品牌知名度及影响力。

图 7：生鲜猪肉产能稳步扩张



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：生鲜猪肉销量及品牌肉占比

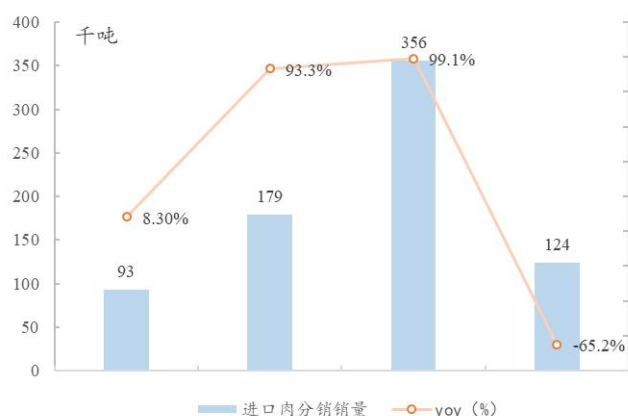


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**强化风险控制，进口业务扭亏为盈：**

21 年公司肉类进口分销量 12.4 万吨，同比-65.2%，实现收入 38.9 亿元，同比-58%。期内，公司准确把握行情走势，减少猪肉进口量，基本实现 100% 背对背锁单，严控风险；同时，加大牛肉进口量，积极开拓终端型客户，终端型客户收入占比提升至 79%。得益于进口策略的坚定执行，实现分部业绩 3.7 亿元，同比扭亏 9.06 亿元。

图 9：进口肉分销量



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 10：进口肉业务大幅扭亏



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**猪周期拐点尚需观察，饲料成本压力仍大：**

面对饲料成本上涨和猪肉价格下行的双重压力，行业现已进入深度亏损，据农村农

业部，当前自繁自养生猪亏损 531.05 元/头。由于养殖结构当中，散养户占比仍占大多数，其行为较难判断，如主观认为已到或者临近猪周期拐点，压栏或补栏行为将会扰动行业产能去化节奏，拐点出现时点需持续关注近两月猪价走势。饲料成本方面，乌克兰作为全球农业大国，俄乌战争持续将对全球粮食供应造成不利影响，预期全年饲料成本仍然面临较大压力；公司具备较强的成本管控能力，且在行情不好时加大低效母猪淘汰速度，现种群结构、料肉比、存活率均有改善；同时，公司背靠中粮集团已提前锁定部分原饲料价格，预期 22 年公司完全成本有望保持在 16 元/公斤水平。

**维持“持有”评级，目标价 4.0 港元：**

考虑到猪价拐点尚难以准确预期，且原材料成本压力已开始显现，我们调整原盈利预测，预计 22/23 年 EPS 分别为 0.05/ 0.78 元。公司成本管控具备优势，全产业链布局能够平滑上游养殖端的周期性波动，过往期货套保策略的执行也令公司取得业内领先的业绩表现。我们暂给予 4 港元的目标价，对应 23 年 4 倍估值，维持“持有”评级。

**报表摘要**

利润表						主要财务比率					
会计年度	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E	会计年度	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
单位: 百万元											
营业收入	18,922	13,228	14,001	18,877	21,194	<b>成长性(%)</b>					
营业成本-公允价值调整前	-14,411	-9,709	-12,518	-14,394	-16,973	营业收入增长率	70.8%	-30.1%	5.8%	34.8%	12.3%
毛利	4,511	3,519	1,483	4,483	4,221	净利润增长率	679.4%	-19.1%	-91.2%	1371.5%	-14.3%
销售费用	-399	-400	-434	-566	-636	<b>盈利能力(%)</b>					
管理费用	-534	-371	-420	-529	-593	毛利率	23.8%	26.6%	10.6%	23.7%	19.9%
其他收入-经营	172	227	140	189	170	净利率	15.4%	17.8%	1.5%	16.2%	12.3%
其他收益及亏损	-770	-15	-420	-189	-212	<b>偿债能力(%)</b>					
应占共同控制实体损益	0	0	0	0	0	资产负债率	53.4%	52.3%	52.1%	45.0%	40.6%
营业利润	2,980	2,960	349	3,388	2,950	流动比率	1.05	0.89	0.90	0.87	0.99
财务费用	-156	-123	-131	-176	-198	速动比率	0.82	0.74	0.74	0.66	0.76
利润总额	2,823	2,836	218	3,212	2,752	<b>营运能力(次)</b>					
所得税	87	-482	-11	-161	-138	资产周转率	1.03	0.69	0.77	0.94	0.92
净利润	2,910	2,354	207	3,051	2,614	存货周转率	5.24	5.38	9.45	9.00	8.71
<b>每股资料(元)</b>											
EPS (元)	0.75	0.60	0.05	0.78	0.67						
每股净资产	2.46	2.21	2.26	3.04	3.71						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
会计年度	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E	会计年度	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动负债	10,133	8,509	8,674	8,785	8,937	净利润	2,910	2,354	207	3,051	2,614
应付账款及应付票据	508	573	739	850	1,002	财务费用	156	123	131	176	198
应计费用, 按金及其他应付款	963	1,078	1,078	1,078	1,078	折旧及摊销	385	475	532	596	667
短期借款	8,134	5,964	5,964	5,964	5,964	经营活动产生现金流量	2,962	3,082	1,670	3,223	2,879
衍生金融负债	5	30	30	30	30	固定资产投资	-1,713	-1,473	-2,000	-2,000	-2,000
应付关联方贷款-流动负债	3	3	3	3	3	投资活动产生现金流量	-1,722	-1,470	-1,999	-2,000	-2,000
应付关联方款项-流动负债	98	121	121	121	121	负债增加	672	-2,197	7	15	17
非流动负债	847	912	919	935	951	财务费用净额	-156	-123	-131	-176	-198
长期借款	172	145	153	168	185	融资活动产生现金流量	-1,456	-984	-123	-161	-181
来自关联公司的贷款-非流动负债	95	97	97	97	97	现金变动	-215	628	-453	1,062	698
递延收入-非流动负债	581	669	669	669	669	现金的期初余额	630	417	1,045	592	1,654
负债合计	10,980	9,421	9,594	9,720	9,889	现金的期末余额	417	1,045	592	1,654	2,353
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	1,669	<b>估值比率(倍)</b>					
储备	7,740	6,791	6,998	10,049	12,664	PE	3.8	4.7	53.0	3.6	4.2
少数股东权益	173	149	149	149	149	PB	1.1	1.3	1.2	0.9	0.8
股东权益合计	9,582	8,609	8,816	11,867	14,482						
负债及权益合计	20,562	18,029	18,410	21,587	24,370						

# 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