

# 光明肉业 (600073.SH)

中性

## 2025 半年报点评:归母净利同比下降, 牛羊肉业务表现亮眼

### 核心观点

**2025H1 归母净利同比下降, 牛羊肉业务同比大幅增长、生猪养殖固定资产减值阶段性拖累业绩表现。**2025H1 公司营收同比+4.03%至 120.7 亿元, 归母净利同比-30.52%至 1.76 亿元。其中, 生猪养殖子公司 2025H1 净利润-4.07 亿元, 对应归母净利约-2.07 亿元, 其中, 由于子公司河北众旺农牧科技涉诉导致固定资产减值的影响金额为 2.66 亿元, 因此相应减少 2025H1 归母净利约 1.28 亿元。牛羊肉子公司银蕨农场 2025H1 净利润 2.53 亿元, 同比增长 311.81%, 对应归母净利贡献约 1.28 亿元, 明显受益于牛羊肉价格增长。另外品牌食品 2025H1 归母净利 1.62 亿元, 猪肉及肉制品罐头 2025H1 归母净利 0.5 亿元, 维持稳健经营。

**公司子公司银蕨农场是新西兰最大的牛肉屠宰企业, 有望受益未来全球牛肉价格上行趋势。**公司的牛羊肉屠宰分销业务布局于牛羊肉资源丰富的新西兰, 主要由子公司新西兰银蕨农场有限公司承担, 在新西兰拥有 14 家屠宰加工厂, 超过 16,000 户牲畜供应商, 近五年全年牛羊肉产销量接近 35-40 万吨, 占新西兰总产量 30%, 其中牛肉为绝大多数, 主要出口至中国和美国, 有望受益于未来全球牛肉价格上行趋势。考虑到公司牛羊肉业务 2023-2024 年由于牛价低迷导致业绩亏损, 未来伴随牛价周期上行或迎净利扭亏, 牛肉业务估值有望伴随盈利上行迎来修复。

**品牌食品业务在老字号品牌基础上, 积极丰富产品的年轻化矩阵, 有望维持稳健增长。**公司拥有深厚的老字号品牌积淀, 旗下集聚了“上海梅林(创立于 1930 年)、冠生园(百年历史)、大白兔(诞生于 1959 年)”等国家级老字号品牌, 拥有广泛的国民认知度。公司致力于对产品矩阵进行年轻化创新, 品类创新上, 公司推出碎片化场景产品, 如上海梅林片装火腿午餐肉(减钠 31%且蛋白提升)、联豪爆汁和牛粒等即食产品, 覆盖早餐、露营、电竞等新兴消费场景; 技术突破上, 冠生园实现糖果包装全自动化, 梅林有限开发冷链肉解冻工艺; 健康理念上, 开发高蛋白低脂产品系列, 如 90%含肉量的沙嗲牛肉干, 契合健康消费趋势。2025H1 公司在中国市场推出了首款银蕨品牌即热汉堡产品, 并正式上市, 未来有望持续发挥品牌优势完善产品矩阵。

**风险提示:**疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

**投资建议:**由于公司 2025H1 生猪养殖子公司发生固定资产减值, 因此我们对 2025-2027 年盈利预测进行下调, 预计公司 2025-2027 年归母净利 3.47/5.53/6.51 亿元(原预计分别为 4.96/6.01/7.05 亿元), 对应 PE 分别为 20/13/11 X, 评级由“优于大市”下调至“中性”。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,367	21,987	23,265	24,051	24,712
(+/-%)	-10.5%	-1.7%	5.8%	3.4%	2.8%
归母净利润(百万元)	226	216	347	553	651
(+/-%)	-55.1%	-4.2%	60.8%	59.3%	17.6%
每股收益(元)	0.24	0.23	0.37	0.59	0.69
EBIT Margin	0.0%	0.9%	2.9%	3.8%	4.6%
净资产收益率(ROE)	4.6%	4.4%	7.1%	11.2%	13.0%
市盈率(PE)	31.3	32.6	20.3	12.7	10.8
EV/EBITDA	32.9	23.1	13.9	11.0	9.4
市净率(PB)	1.42	1.44	1.43	1.42	1.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·养殖业

证券分析师: 鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师: 江海航

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

证券分析师: 李瑞楠

021-60893308

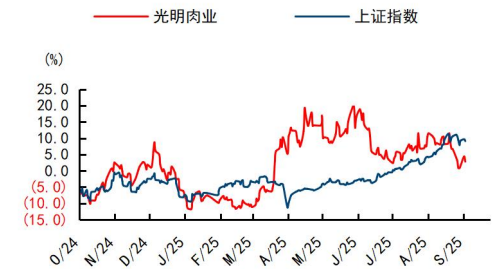
liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

#### 基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	
收盘价	7.25 元
总市值/流通市值	6799/6799 百万元
52 周最高价/最低价	8.67/5.80 元
近 3 个月日均成交额	156.07 百万元

#### 市场走势



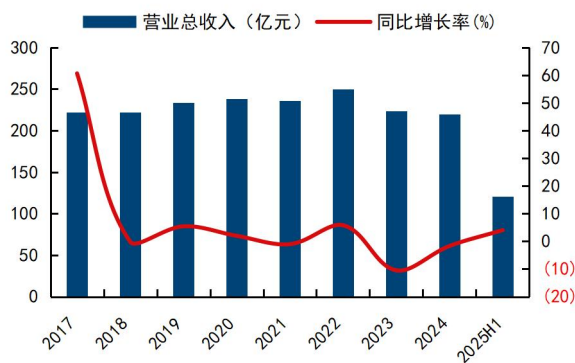
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《光明肉业(600073.SH)-布局全球的优质牛肉标的, 有望受益牛肉涨价利好催化》——2025-05-02

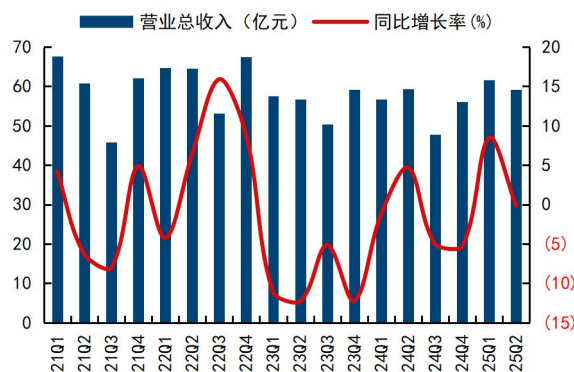
**2025H1 归母净利同比下降，牛羊肉业务同比大幅增长、生猪养殖固定资产减值阶段性拖累业绩表现。**2025H1 营收同比+4.03%至 120.7 亿元，归母净利同比-30.52%至 1.76 亿元。其中，公司生猪养殖子公司 2025H1 净利润-4.07 亿元，对应归母净利约-2.07 亿元，其中子公司河北众旺农牧科技有限公司涉诉导致固定资产减值的影响金额为 2.66 亿元，因此相应减少 2025H1 归母净利约 1.28 亿元。牛羊肉子公司银蕨农场 2025H1 净利润 2.53 亿元，同比增长 311.81%，对应归母净利贡献约 1.28 亿元，明显受益于牛羊肉价格增长。另外品牌食品 2025H1 归母净利 1.62 亿元，猪肉及肉制品罐头 2025H1 归母净利 0.5 亿元，维持稳健经营。

图1: 光明肉业营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



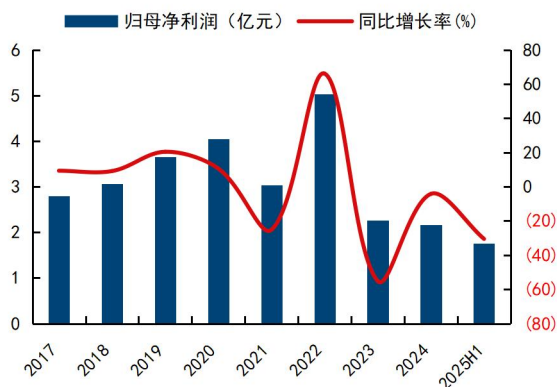
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 光明肉业单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 光明肉业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

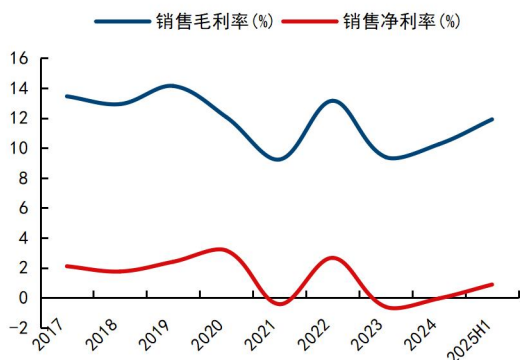
图4: 光明肉业单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

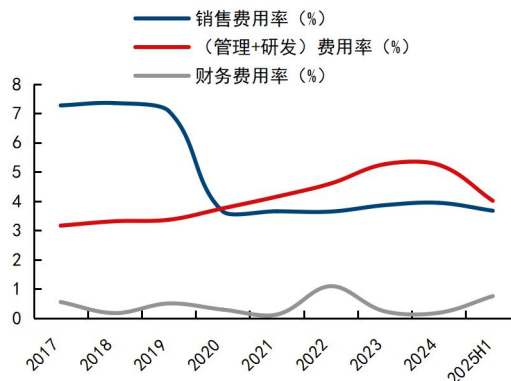
**2025H1 毛利率同比改善，费用率水平同比略有上升。**从盈利水平来看，2025H1 毛利率同比+1.39pct 至 11.91%，净利率同比-1.12pct 至 0.88%。费用率方面，2025H1 销售费用率同比-0.16pct 至 3.67%，管理+研发费用率同比-0.27pct 至 4.01%，财务费用率同比+0.84pct 至 0.75%，公司整体费用率水平略有上升，其中财务费用增长明显，主要系海外公司汇兑损失增加及境内公司利息收入减少。

图5: 光明肉业毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

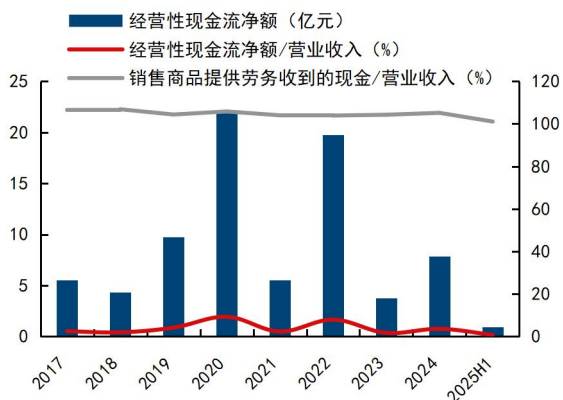
图6: 光明肉业费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

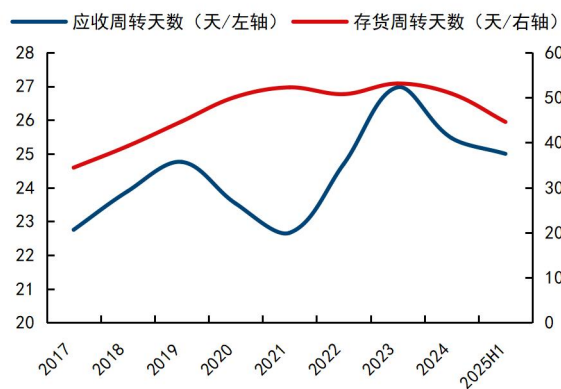
**经营性现金流净额同比有所下降, 存货周转效率同比加快。**2025H1 经营性现金流净额同比-9%至 0.91 亿元, 占营业收入比例达 0.75%。在主要流动资产周转方面, 2025H1 应收周转天数同比-0.4%至 25 天, 存货周转天数同比-7.9%至 44.58 天, 周转效率小幅提升。

图7: 光明肉业经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 光明肉业主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 由于公司 2025H1 生猪养殖子公司发生固定资产减值, 因此我们对 2025-2027 年盈利预测进行下调, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.47/5.53/6.51 亿元 (原预计分别为 4.96/6.01/7.05 亿元), 对应 PE 分别为 20/13/11 X, 评级由“优于大市”下调至“中性”。

我们的盈利预测调整主要系对生猪养殖板块进行调整, 预计生猪养殖归母净利润 2025-2027 年分别为-4.0/-3.3/-3.6 亿元 (原预计分别为-2.5/-2.8/-3.1 亿元), 主要系对公司生猪养殖子公司发生固定资产减值的影响进行重估, 出于谨慎考虑, 2025-2027 年预计较原预测新增资产减值分别为-1.5/-0.5/-0.5 亿元, 其余板块盈利维持原预测:

表1: 未来三年公司细分板块归母净利预估 (亿元)

	2025	2026	2027
牛羊肉业务	2.8	4.0	5.0
品牌食品业务	4.0	4.3	4.5
猪肉食品业务	1.5	1.5	1.5
生猪养殖业务	-4.0	-3.3	-3.6
饲料业务	-0.9	-0.9	-0.9
合计	3.5	5.5	6.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21987	23265	24051	24712
营业成本	19733	20450	20980	21430
销售费用	47	54	53	54
管理费用	867	905	904	895
研发费用	1088	1112	1127	1131
财务费用	64	67	70	69
营业利润	127	386	882	1100
利润总额	103	358	887	1106
归属于母公司净利润	216	347	553	651
EPS	0.23	0.37	0.59	0.69
ROE	4.4%	7.1%	11.2%	13.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 我们得到公司 2025-2027 年归母净利分别为 3.47/5.53/6.51 亿元, 利润年增速分别为 60.8%/59.3%/17.6%, 每股收益分别为 0.37/0.59/0.69 元。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3619	3456	3413	3538	3449	营业收入	22367	21987	23265	24051	24712
应收款项	1737	1731	1817	1748	1891	营业成本	20267	19733	20450	20980	21430
存货净额	2993	2585	2842	2705	2846	营业税金及附加	51	47	54	53	54
其他流动资产	648	996	1054	1102	1095	销售费用	863	867	905	904	895
<b>流动资产合计</b>	<b>8998</b>	<b>8769</b>	<b>9125</b>	<b>9093</b>	<b>9281</b>	管理费用	1113	1088	1112	1127	1131
固定资产	4595	4189	3950	3947	3925	研发费用	63	64	67	70	69
无形资产及其他	163	161	156	150	145	财务费用	52	39	67	69	76
投资性房地产	1155	1343	1343	1343	1343	投资收益	118	101	65	85	95
长期股权投资	410	424	438	450	463	资产减值及公允价值变动	(188)	(253)	(289)	(50)	(52)
<b>资产总计</b>	<b>15320</b>	<b>14885</b>	<b>15011</b>	<b>14982</b>	<b>15156</b>	其他收入	(29)	67	(67)	(70)	(69)
短期借款及交易性金融负债	3260	3198	3073	3317	3381	营业利润	(79)	127	386	882	1100
应付款项	2178	2155	2213	2198	2126	营业外净收支	0	(24)	(28)	5	6
其他流动负债	2486	2279	2430	2260	2432	<b>利润总额</b>	<b>(79)</b>	<b>103</b>	<b>358</b>	<b>887</b>	<b>1106</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7925</b>	<b>7632</b>	<b>7716</b>	<b>7775</b>	<b>7939</b>	所得税费用	56	114	95	231	285
长期借款及应付债券	200	57	107	100	140	少数股东损益	(361)	(227)	(84)	103	170
其他长期负债	441	482	452	327	231	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>226</b>	<b>216</b>	<b>347</b>	<b>553</b>	<b>651</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>641</b>	<b>540</b>	<b>560</b>	<b>428</b>	<b>372</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8566</b>	<b>8171</b>	<b>8276</b>	<b>8203</b>	<b>8311</b>	净利润	226	216	347	553	651
少数股东权益	1805	1818	1812	1819	1832	资产减值准备	(6)	4	1	(1)	(1)
股东权益	4949	4895	4923	4961	5013	折旧摊销	465	471	427	468	501
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15320</b>	<b>14885</b>	<b>15011</b>	<b>14982</b>	<b>15156</b>	公允价值变动损失	188	253	289	50	52
						财务费用	52	39	67	69	76
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(513)	(307)	(219)	(154)	(272)
每股收益	0.24	0.23	0.37	0.59	0.69	其它	412	3	(8)	8	15
每股红利	0.51	0.24	0.34	0.55	0.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>641</b>	<b>837</b>	<b>924</b>	<b>945</b>
每股净资产	5.28	5.22	5.25	5.29	5.35	资本开支	(76)	198	(472)	(508)	(525)
ROIC	-0.50%	-0.18%	5%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.56%	4.41%	7%	11%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(119)</b>	<b>185</b>	<b>(486)</b>	<b>(520)</b>	<b>(538)</b>
毛利率	9%	10%	12%	13%	13%	权益性融资	0	343	0	0	0
EBIT Margin	0%	1%	3%	4%	5%	负债净变化	(564)	(143)	30	(32)	50
EBITDA Margin	2%	3%	5%	6%	7%	支付股利、利息	(479)	(223)	(320)	(516)	(599)
收入增长	-10%	-2%	6%	3%	3%	其它融资现金流	1195	(599)	(125)	244	63
净利润增长率	-55%	-4%	61%	59%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(891)</b>	<b>(989)</b>	<b>(395)</b>	<b>(278)</b>	<b>(496)</b>
资产负债率	68%	67%	67%	67%	67%	<b>现金净变动</b>	<b>(238)</b>	<b>(163)</b>	<b>(44)</b>	<b>125</b>	<b>(88)</b>
股息率	6.8%	3.2%	4.5%	7.3%	8.5%	货币资金的期初余额	3857	3619	3456	3413	3538
P/E	31.3	32.6	20.3	12.7	10.8	货币资金的期末余额	3619	3456	3413	3538	3449
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	企业自由现金流	(107)	342	233	483	545
EV/EBITDA	32.9	23.1	13.9	11.0	9.4	权益自由现金流	524	(400)	89	644	602

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032