

2022年8月1日

 浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

现代牧业

中国乳制品行业
Dairy Industry in China

现代牧业 (1117.HK)

蒙牛上游资源的整合者，增长具有高确定性

买入

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了我国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖现代牧业 (1117.HK)，给予“买入”评级。

林闻嘉 (消费分析师)
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

目录

现代牧业（1117.HK）：蒙牛上游资源的整合者，增长具有高确定性	3
盈利预测	5
目标价与估值	7
风险提示	7
SPDBI 乐观与悲观情景假设	9
公司背景	10



现代牧业 (1117.HK): 蒙牛上游资源的整合者, 增长具有高确定性

就奶牛存栏数来看, 现代牧业与优然牧业几乎不相上下。与蒙牛的深度合作保证了现代牧业稳健的市场需求, 而稳定的奶价趋势也将确保公司销售单价的可预见性。同时, 对其他牧场企业的收购兼并也使其规模得以快速扩张。我们首次覆盖现代牧业, 给予“买入”评级和目标价 1.3 港元。

- 长期稳定的收入增长:** 现代牧业历史收入大幅震荡, 主要源于奶价周期性波动。放眼未来三年, 在优质奶源持续紧缺的情况下, 随着上游牧场集中度不断提升、规模牧场占比不断增加, 原奶价格的周期性将被大幅削弱, 原奶价格有望维持稳定或小幅上涨的态势。稳定的奶价叠加与下游龙头乳企的深度合作, 大大增强了以现代牧业为代表的牧场龙头企业的收入确定性。
- 蒙牛上游资源的整合者:** 与优然一样, 现代牧业也一直致力于对上游乳企的收购与整合。2021 年 11 月, 现代牧业完成了对富源牧业的收购, 部分整合了蒙牛上游原奶资源; 同年 7 月, 现代牧业还收购了中元牧业, 进一步扩大了其市场规模。作为蒙牛最大的上游合作伙伴, 我们相信现代牧业未来将继续对蒙牛的上游业务进行整合, 从而提升蒙牛上游原奶业务的运营效率与管理水平。
- 毛利率长期有望持续提升:** 短期饲料价格上升将推高单位原奶生产成本, 导致毛利率承压。但通过有效的期货合约, 现代牧业原奶生产成本上升幅度低于行业。长期来看, 奶价与单产的持续提升, 有望助力公司毛利率的长期提升。
- 估值与评级:** 我们采用 DCF 对现代牧业进行估值。基于 7.3% 的 WACC 与 2% 的永久增长率, 得到目标价 1.3 港元, 对应 4.5x 2023E P/E 及 4x EV/EBITDA, 估值具有一定吸引力, 给予“买入”评级。
- 投资风险:** (1) 原奶价格波动; (2) 饲料价格波动; (3) 对蒙牛单一客户的依赖过大; (4) 潜在环境治理隐患。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比变动 (%)	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
股东应占净利	770	1,019	1,368	1,937	2,543
同比变动 (%)	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%
PE (X)	9	7	6	4	3
ROE (%)	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

完整报告: 《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉
消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠
助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

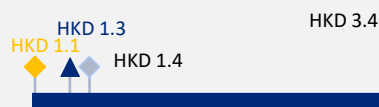
2022 年 8 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	1.3
潜在升幅/降幅	+21.5%
目前股价 (港元)	1.1
52 周内股价区间 (港元)	1.04-1.87
总市值 (百万港元)	8,549
近 3 月日均成交额 (百万港元)	16.4

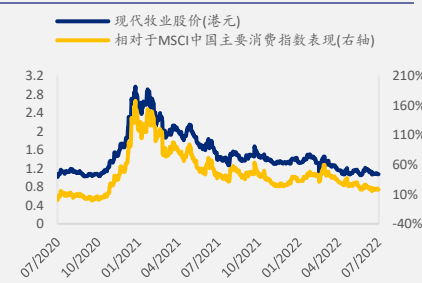
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 现代牧业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
营业成本	-5,839	-6,907	-11,098	-12,032	-12,987
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2277	2378	3713	4085	4450
毛利润	2,459	2,549	3,639	4,190	4,697
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售费用	-194	-184	-284	-273	-291
管理费用	-374	-379	-551	-583	-609
公允价值变动减去出售生物资产成本产生的损失	-1,031	-956	-1,404	-1,360	-1,240
其他经营收入及收益	213	166	148	155	194
经营利润	1,071	1,196	1,548	2,130	2,751
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
合营公司利益	32	37	37	37	37
财务费用	-319	-198	-195	-199	-204
利润总额	784	1,035	1,390	1,968	2,584
所得税率	-1	-2	-3	-4	-5
所得税率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
净利润	784	1,033	1,387	1,964	2,579
减: 少数股东损益	-14	-14	-19	-27	-36
归母净利润	770	1,019	1,368	1,937	2,543
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
同比	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,158	1,929	1,902	2,761	3,596
应收票据及应收账款	707	1,222	1,502	1,653	1,803
存货	1,159	2,191	3,084	2,537	3,474
金融资产	61	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	3,085	5,343	6,488	6,952	8,873
固定资产	3,318	5,313	5,711	6,210	6,778
使用权资产	304	725	721	713	703
无形资产	0	4	4	4	4
商誉	1,322	2,076	2,076	2,076	2,076
附属机构投资	290	353	353	353	353
生物性资产	7,101	9,405	9,731	10,212	10,941
预付款项	0	54	54	54	54
银行存款	143	329	427	327	327
递延所得税资产	0	2	2	2	2
其他非流动资产	5	70	109	120	131
非流动资产合计	12,484	18,331	19,188	20,071	21,369
短期借款	3,471	2,814	2,899	2,986	3,075
长期债券	0	32	32	32	32
应付票据及应付账款	1,411	3,144	4,028	3,615	4,559
其他应付款	24	56	56	56	56
应交税费	0	2	2	2	2
其他流动负债	59	18	19	20	21
流动负债合计	4,966	6,066	7,035	6,710	7,744
长期借款	2,171	2,489	2,489	2,489	2,489
长期债券	0	3,160	3,000	3,000	3,000
租赁负债	196	517	569	626	688
递延收入	173	185	185	185	185
递延所得税负债	0	21	21	21	21
其他非流动负债	24	122	122	122	122
非流动负债合计	2,564	6,493	6,385	6,442	6,505
股本	556	676	676	676	676
储备	7,341	10,189	11,311	12,899	14,984
少数股东权益	142	250	269	296	332
所有者权益合计	8,038	11,115	12,256	13,871	15,993

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

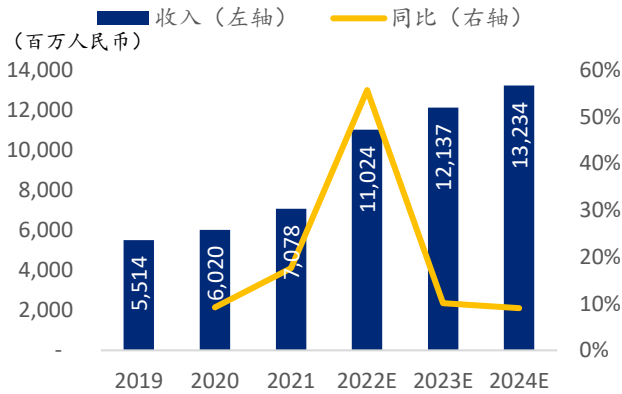
(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	784	1,035	1,390	1,968	2,584
固定资产折旧	273	296	320	305	313
无形资产摊销	49	0	0	0	0
政府补助	-31	-48	-53	-58	-64
财务费用	300	152	121	126	100
存货的减少	-61	-309	-892	546	-936
经营性应收项目的减少	-86	-168	-280	-152	-150
经营性应付项目的增加	-109	20	884	-413	944
因公允价值变动减损销售成本而产生的亏损	1,031	956	1,404	1,360	1,240
其他	-212	-65	-28	-28	-28
经营活动产生的现金流量净额	1,939	1,869	2,865	3,653	4,002
资本开支	-255	-499	-802	-880	-958
投资支付的现金	-96	-246	-98	100	0
投资生物资产开支	-1,230	-1,503	-2,411	-2,502	-2,641
出售生物资产、固定资产等获得现金	755	863	759	734	746
收购附属公司支付现金	0	-1,539	0	0	0
其他	60	51	164	168	205
投资活动产生的现金流量净额	-766	-2,874	-2,389	-2,381	-2,648
取得借款收到的现金	-767	-2,451	-75	87	90
收到其他与筹资活动有关的现金	19	4,443	0	0	0
借款利息支出	-250	-192	-195	-199	-204
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	-143	-246	-349	-458
其他	35	-18	14	47	53
筹资活动产生的现金流量净额	-964	1,640	-503	-414	-519
现金及现金等价物净增加额	209	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	894	1,858	2,262	2,537	2,755
期末现金及现金等价物余额	1,103	1,738	1,861	2,720	3,555

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.13	0.17	0.21	0.30	0.40
每股销售额	0.94	1.00	1.39	1.53	1.67
每股股息	0.03	0.03	0.04	0.05	0.07
同比变动					
收入	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
经营溢利	54.7%	11.7%	29.4%	37.6%	29.1%
归母净利润	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%
费用与利润率					
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
回报率					
平均股本回报率	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%
平均资产回报率	4.0%	4.2%	5.3%	6.9%	17.1%
资产效率					
应收账款周转天数	20.1	24.9	24.9	24.9	24.9
库存周转天数	83.4	97.4	97.4	97.4	97.4
应付账款周转天数	109.4	132.4	132.4	132.4	132.4
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
负债/权益	0.9	1.1	1.1	0.9	0.9
估值					
市盈率 (x)	9.5	7.4	6.0	4.2	3.2
市销率 (x)	1.4	1.3	0.9	0.8	0.8
股息率	2.0%	2.4%	3.0%	4.3%	5.6%

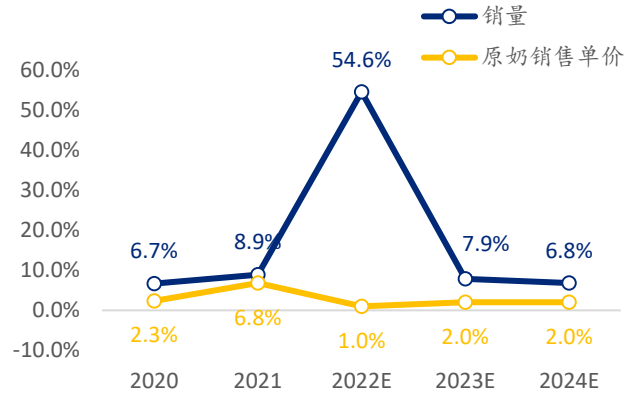
盈利预测

图表 2: 现代牧业收入与同比增速, 2019-2024E



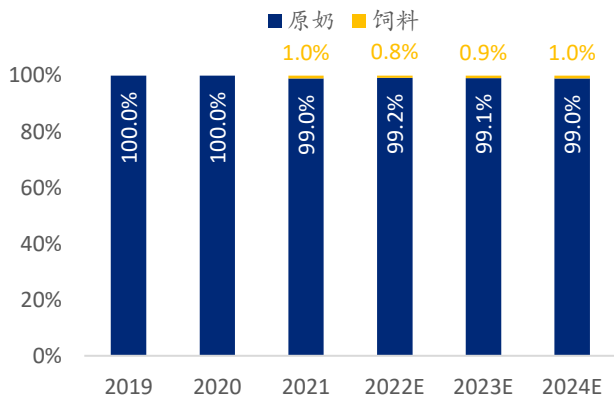
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 现代牧业原奶销量和销售单位价格同比增速, 2020-2024E



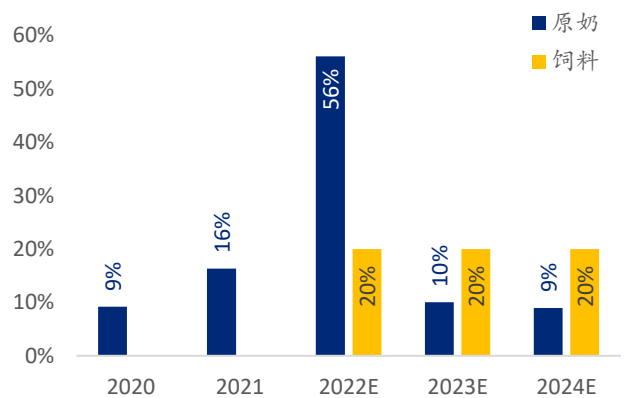
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 现代牧业收入按品类分布, 2019-2024E



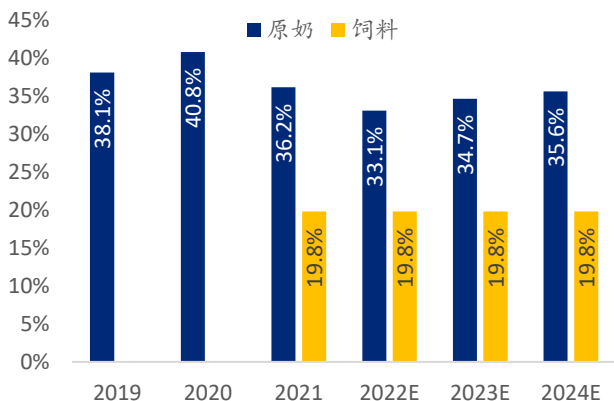
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 现代牧业各品类收入同比增长, 2020-2024E



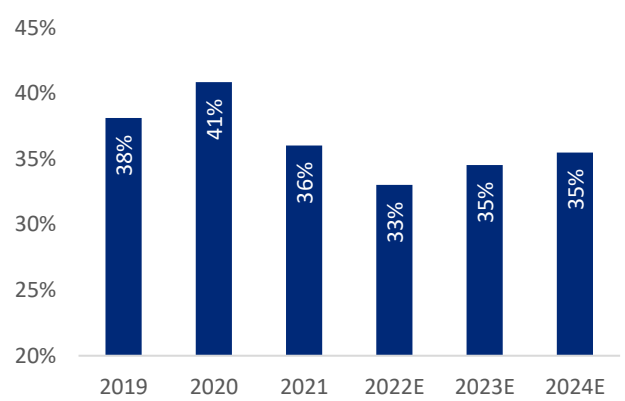
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 现代牧业各品类毛利率



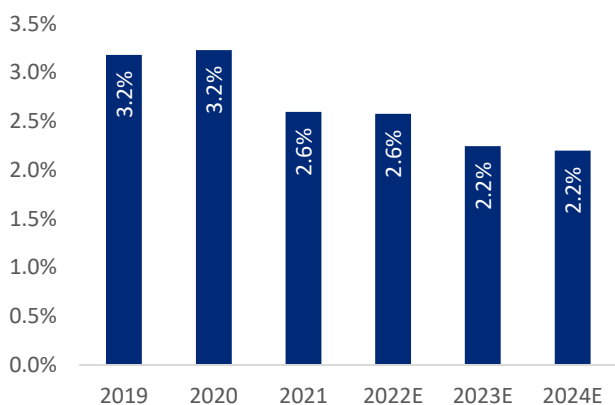
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 现代牧业毛利率, 2019-2024E



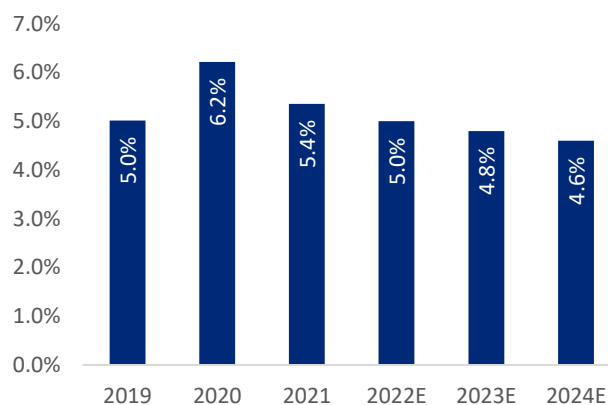
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: 现代牧业销售费用率, 2019-2024E;



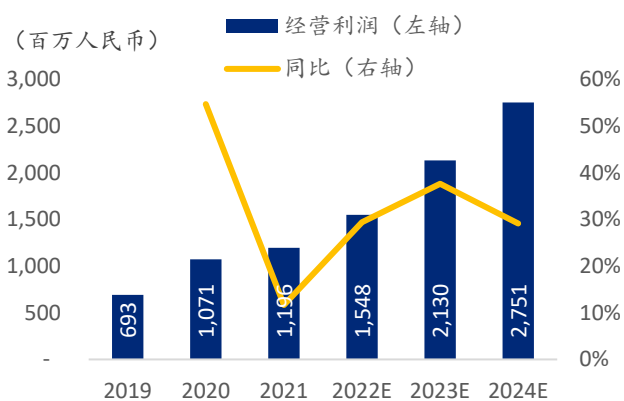
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 9: 现代牧业管理费用率, 2019-2024E



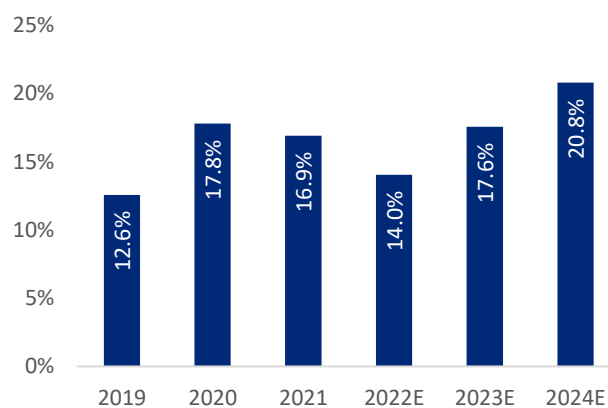
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 10: 现代牧业经营利润与同比增速, 2019-2024E;



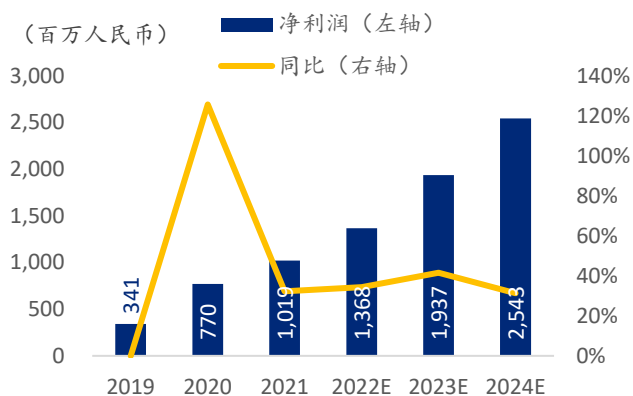
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 11: 现代牧业经营利润率, 2019-2024E



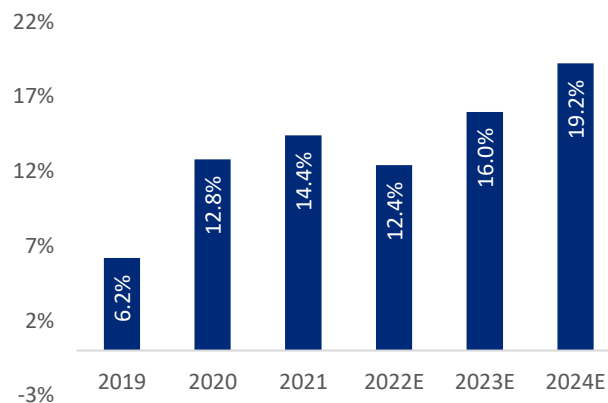
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 12: 现代牧业净利润与同比增速, 2019-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 13: 现代牧业净利率, 2019-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 14：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.1%	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售、管理费用率	3.2%	3.2%	2.6%	2.6%	2.2%	2.2%
EBIT 利润率	12.6%	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
税前利润/EBIT	0.51	0.73	0.87	0.90	0.92	0.94
少数股东前净利润/税前利润	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
少数股东后净利润/少数股东后净利润	0.98	0.98	0.99	0.99	0.99	0.99
净利润率	6.2%	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
资产周转率	0.35	0.38	0.36	0.45	0.46	0.46
财务杠杆	2.22	2.09	2.09	2.16	2.06	1.96
ROE	4.8%	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

我们用 DCF 对现代牧业进行估值。基于 7.3% 的 WACC 与 2% 的永久增长率，我们得到 1.3 港元的目标价，对应 4.5x 2023E P/E 及 4x EV/EBITDA，潜在升幅 21.5%，估值具有一定吸引力，首予“买入”评级。

风险提示

现代牧业股价可能面对的下行风险包括：

- 1) 原奶价格波动；
- 2) 饲料价格波动；
- 3) 对蒙牛单一大客户的依赖过大；
- 4) 潜在环境治理隐患。

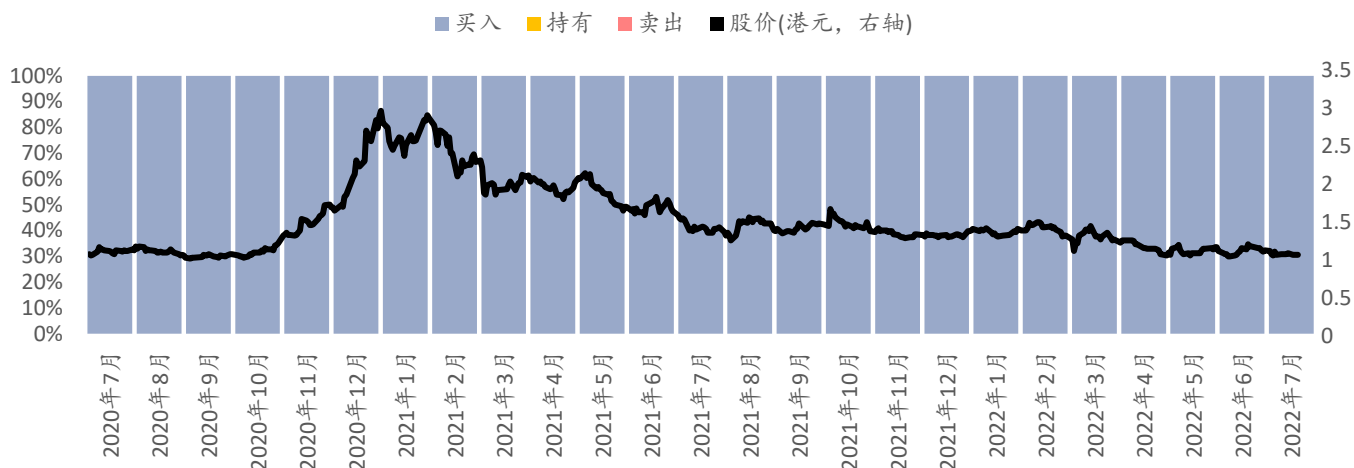
图表 15: SPDBI 目标价: 现代牧业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

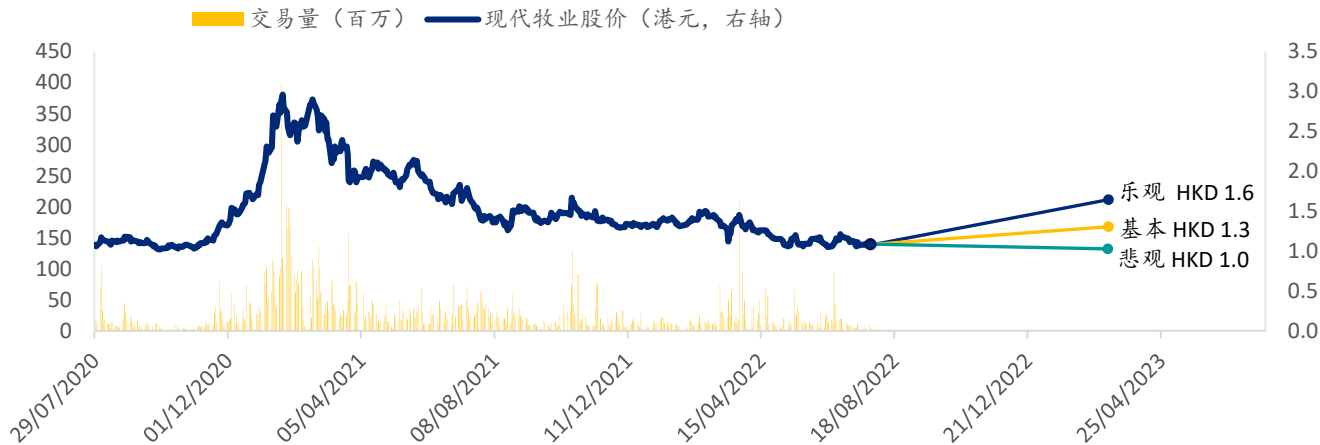
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 16: 现代牧业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 现代牧业 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 1.6 港元

概率: 25%

- 原奶销售量 2023 年增长超 20%;
- 2023 年饲料价格下降 5%;
- 毛利润率提升 200bps;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 1.0 港元

概率: 20%

- 原奶销售量 2023 年增长与 2022 年持平;
- 2023 年饲料价格上升 5%;
- 毛利润率下降 50bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

现代牧业成立于 2005 年 9 月，是一家专门从事奶牛养殖和牛奶生产的企业。2010 年 11 月公司在港交所成功上市（股票代码：1117.HK），成为全球首家以奶牛养殖资源上市的企业。截至目前，现代牧业已经发展成为中国规模最大的奶牛养殖企业，高质量原奶供应商和优质原奶加工制造商。

现代牧业牧场位置遍布中国多个临近游乳品加工厂及饲料供应来源的优越地理位置。现已在全国 7 个省建成万头规模的牧场 26 个，奶牛存栏量接近 23 万头，签约牧草种植土地超 100 万亩，日产原奶 3300 吨，泌乳牛单产 9 吨以上。

现代牧业将加工厂建在规模化的牧场中，实现了全产业链各环节的紧密连接。

财务上，公司 2021 年收入 153.46 亿元人民币，是行业内唯一一家年营收超过百亿元的乳业上游企业。2021 年公司归母净利润 15.6 亿元，归母净利率 10.2%。

● 前十大股东

图表 18: 现代牧业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	China Mengniu Dairy Co	56.36
2	GGG Holdings LTD	8.03
3	China Investment Corp	6.85
4	Jinmu Holdings Co	2.8
5	Credit Suisse Group AG	2.6
6	Morgan Stanley	2.43
7	UBS AG	1.41
8	Vanguard Group Inc	1.2
9	Matthews International Capital Management	0.77
10	BlackRock Inc	0.65

*截至 2022 年 6 月 22 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 19: 现代牧业发展里程碑

时间	里程碑
2005	现代牧业前身领先牧业成立
2006	公司在安徽马鞍山的收割乳牛畜牧场开始运作
2007-2008	于河北及山东的新乳牛畜牧场开始运作
2008	现代牧业正式成立并收购领先牧业业务
2008	进行两轮股权融资
2008	收购内蒙古先买牧业及林格尔
2009	与肥东兴建畜牧场, 进行第三、四轮股权融资
2009-2010	位于山西、河北、黑龙江和四川的新乳牛畜牧场开始运作
2010	在港交所上市
2012	自由品牌 UHT 奶正式投放市场
2013	蒙牛扩大投资, 成为最大单一股东
2013	与 KKR 和鼎晖合资建立公司并在山东建立两个大型牧场
2016	低温品类产品上市
2017	蒙牛扩大投资增持至 61%
2019	新希望成为第二大股东
2020	出售蚌埠和肥东牧场的能源资产

资料来源: 公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 20：现代牧业公司管理层

姓名	职位	履历
孙玉刚	执行总裁	孙先生于 2002 年 5 月至 2007 年 3 月期间为内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司财务及投资部经理。孙先生于 2007 年 3 月至 2016 年 9 月期间为现代牧业首席财务官、执行董事及副总裁，于 2016 年 10 月至 2017 年 3 月期间为现代牧业非执行董事。孙先生于 2016 年 10 月至 2018 年 8 月期间同时为河北宜农网络科技有限公司董事、副总裁及财务总监，并于 2018 年 8 月至 2019 年 10 月期间为江苏裕灌现代农业科技有限公司副总裁及财务总监。孙先生于 2019 年 11 月重新加入现代牧业担任公司执行董事。孙先生毕业于内蒙古财经学院，主修会计。孙先生拥有丰富的财务管理及企业发展经验。
朱晓辉	非执行董事兼副总裁、首席财务官	朱先生于 2014 年 8 月加入现代牧业附属公司富源国际，自 2014 年 8 月至 2018 年 12 月任富源国际副总裁，自 2018 年 12 月至 2019 年 6 月任富源国际高级副总裁，自 2020 年 3 月起任富源国际副总裁兼董事会秘书。加入富源国际前，朱先生曾于中粮集团任职约 18 年，于大连万达集团股份有限公司任职约 4 年。朱先生于企业管理尤其是大型企业管理方面拥有逾 29 年经验，亦于牧业拥有丰富的管理经验。朱先生毕业于广东外语外贸大学及对外经济贸易大学，分别获授国际企业管理学士学位及工商管理硕士学位。
郭文举	党委书记	郭先生于 2021 年 7 月加入现代牧业。2010 年 3 月至 2017 年 6 月在蒙牛集团担任党委副书记，2017 年 7 月至 2020 年 12 月蒙牛集团担任党委副书记、纪委书记。2017 年获中央党校研究生院硕士学位。
韩春林	副总裁，运营二中心 总经理	韩先生亦为现代牧业附属公司现代牧业（集团）有限公司及和林格尔现代牧业有限公司的董事，韩先生于 2008 年 9 月加盟现代牧业并于同年 11 月 14 日获委任为现代牧业执行董事直至 2020 年 4 月 1 日止。韩先生于 2006 年 2 月至 2008 年 7 月期间在蜡笔小新（福建）食品有限公司出任营销副总经理。1999 年 1 月至 2004 年 9 月，韩先生于内蒙古蒙牛的液态奶部门出任营销经理。在此之前，韩先生于 1994 年 7 月至 1999 年 1 月在内蒙古伊利实业集团股份有限公司的奶粉部门出任分厂经理。韩先生于中国饮食业积逾 15 年经验，有丰富营销及牧场 营运经验。韩先生于 1994 年 7 月获中国内蒙古大学颁发生物学士学位，韩先生于 2015 年获中国农业大学颁发农业推广硕士学位。
张学	副总裁、集团技术部总工程师，运营三中心负责人	张先生于 2021 年加入现代牧业，在此之前一直从事牧场技术岗位和牧场管理工作 20 余年。2014 年 11 月至 2016 年 11 月担任富源国际总畜牧师、助理副总裁；2016 年 12 月至 2019 年 11 月任富源国际副总裁，2019 年 11 月至 2021 年 8 月任富源国际首席运营官，负责富源富源国际技术和运营全面工作。2001 年获得德国宾根学院动物营养专业博士学位
宋维政	副总裁，采销负责人	宋先生于 2020 年 1 月加入现代牧业，分管集团采购中心工作，2021 年 8 月分管采购和销售工作。加入现代牧业前宋先生于 2001 年 12 月至 2019 年 12 月于蒙牛集团任职质检处长，生产处长，奶源部经理，奶源大区总经理，大牧业统采总经理等职务，对采销有丰富经验。宋先生于 2010 年 7 月获得内蒙古大学生物工程硕士学位。
袁丽	副总裁、人力及行政负责人	袁女士于 2021 年 7 月加入现代牧业。加入现代牧业前历任蒙牛集团总部人力资源中心人事薪酬部经理、副总监、运营管理部总监、共享中心项目总监、奶源事业部人力资源中心总经理等职务。曾多次参与并成功主导过蒙牛集团各级组织变革、人力资源体系构建及机制革新、流程优化等重要项目，在人力资源管理领域具有丰富的理论和实践经验。袁女士 2014 年获内蒙古工业大学硕士学位。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 21: 现代牧业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
营业成本	-5,839	-6,907	-11,098	-12,032	-12,987
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2277	2378	3713	4085	4450
毛利润	2,459	2,549	3,639	4,190	4,697
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售费用	-194	-184	-284	-273	-291
管理费用	-374	-379	-551	-583	-609
公允价值变动减出售生物资产成本产生的损失	-1,031	-956	-1,404	-1,360	-1,240
其他经营收入及收益	213	166	148	155	194
经营利润	1,071	1,196	1,548	2,130	2,751
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
合营公司利益	32	37	37	37	37
财务费用	-319	-198	-195	-199	-204
利润总额	784	1,035	1,390	1,968	2,584
所得税率	-1	-2	-3	-4	-5
所得税率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
净利润	784	1,033	1,387	1,964	2,579
减: 少数股东损益	-14	-14	-19	-27	-36
归母净利润	770	1,019	1,368	1,937	2,543
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
同比	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 22：现代牧业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,158	1,929	1,902	2,761	3,596
应收票据及应收账款	707	1,222	1,502	1,653	1,803
存货	1,159	2,191	3,084	2,537	3,474
金融资产	61	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	3,085	5,343	6,488	6,952	8,873
固定资产	3,318	5,313	5,711	6,210	6,778
使用权资产	304	725	721	713	703
无形资产	0	4	4	4	4
商誉	1,322	2,076	2,076	2,076	2,076
附属机构投资	290	353	353	353	353
生物性资产	7,101	9,405	9,731	10,212	10,941
预付款项	0	54	54	54	54
银行存款	143	329	427	327	327
递延所得税资产	0	2	2	2	2
其他非流动资产	5	70	109	120	131
非流动资产合计	12,484	18,331	19,188	20,071	21,369
短期借款	3,471	2,814	2,899	2,986	3,075
长期债券	0	32	32	32	32
应付票据及应付账款	1,411	3,144	4,028	3,615	4,559
其他应付款	24	56	56	56	56
应交税费	0	2	2	2	2
其他流动负债	59	18	19	20	21
流动负债合计	4,966	6,066	7,035	6,710	7,744
长期借款	2,171	2,489	2,489	2,489	2,489
长期债券	0	3,160	3,000	3,000	3,000
租赁负债	196	517	569	626	688
递延收入	173	185	185	185	185
递延所得税负债	0	21	21	21	21
其他非流动负债	24	122	122	122	122
非流动负债合计	2,564	6,493	6,385	6,442	6,505
股本	556	676	676	676	676
储备	7,341	10,189	11,311	12,899	14,984
少数股东权益	142	250	269	296	332
所有者权益合计	8,038	11,115	12,256	13,871	15,993

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 23：现代牧业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	784	1,035	1,390	1,968	2,584
固定资产折旧	273	296	320	305	313
无形资产摊销	49	0	0	0	0
政府补助	-31	-48	-53	-58	-64
财务费用	300	152	121	126	100
存货的减少	-61	-309	-892	546	-936
经营性应收项目的减少	-86	-168	-280	-152	-150
经营性应付项目的增加	-109	20	884	-413	944
因公允价值变动减奶牛销售成本而产生的亏损	1,031	956	1,404	1,360	1,240
其他	-212	-65	-28	-28	-28
经营活动产生的现金流量净额	1,939	1,869	2,865	3,653	4,002
资本开支	-255	-499	-802	-880	-958
投资支付的现金	-96	-246	-98	100	0
投资生物资产开支	-1,230	-1,503	-2,411	-2,502	-2,641
出售生物资产、固定资产等获得现金	755	863	759	734	746
收购附属公司支付现金	0	-1,539	0	0	0
其他	60	51	164	168	205
投资活动产生的现金流量净额	-766	-2,874	-2,389	-2,381	-2,648
取得借款收到的现金	-767	-2,451	-75	87	90
收到其他与筹资活动有关的现金	19	4,443	0	0	0
借款利息支出	-250	-192	-195	-199	-204
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	-143	-246	-349	-458
其他	35	-18	14	47	53
筹资活动产生的现金流量净额	-964	1,640	-503	-414	-519
现金及现金等价物净增加额	209	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	894	1,858	2,262	2,537	2,755
期末现金及现金等价物余额	1,103	1,738	1,861	2,720	3,555

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 24：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022年6月30日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022年4月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022年4月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022年4月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022年8月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022年8月1日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022年8月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

