

2022年8月1日



优然牧业 (9858.HK)

中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

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。我们首次覆盖优然牧业 (9858.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

优然牧业（9858.HK）：中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业	3
产量最大且品质最高的原奶供应商	5
上游牧场整合的受益者	9
乳制品上游产业链全覆盖	12
盈利预测	16
目标价与估值	19
风险提示	19
SPDBI 乐观与悲观情景假设	21
公司背景	22



优然牧业 (9858.HK): 中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

以奶牛存栏数来看, 优然牧业是全球最大的原奶供应商。同时, 它也是中国为数不多覆盖乳制品上游全产业链的企业。稳定的奶价、强大的市场需求以及外延式扩张都将带动优然维持较高速的收入增长。我们首次覆盖优然牧业, 给予“买入”评级, 目标价 3.7 港元。

- 强劲市场需求维持高速增长:** 随着中国消费者对乳制品需求不断上升, 中国上游原奶严重供不应求 (1/3 的生产需要靠进口大包粉来满足)。这也将使中国原奶价格未来大概率保持在较高水平。过去几年, 优然 90% 的原奶都是出售给大股东伊利 (持有优然 52.7% 股权)。伊利收入规模持续扩张, 以及产品持续高端化, 也保证了优然原奶稳定的市场需求, 从而推动其收入高速增长。
- 上游牧场整合的受益者:** 过去 20 年, 中国乳制品上游行业不断向大规模牧场倾斜, 集中度不断提升。根据 F&S, 2020 年千头以上牧场占中国整体奶牛数的 44% (2015: 24%)。优然分别在 2020 年与 2021 年收购赛科星及恒天然中国的牧场, 进一步扩大牧场规模。凭借伊利的背书与优秀的牧场管理能力, 我们相信, 优然未来将继续在行业整合中提升市场份额。
- 上游产业链全覆盖:** 优然是为数不多覆盖乳制品上游全产业链的企业。除原奶生产外, 业务还包括饲料生产与奶牛育种。我们认为, 优然的全产业链覆盖帮助公司 (1) 保障了原奶品质、(2) 提高了单头母牛产奶量、(3) 降低了原奶生产成本从而提高毛利率、(4) 改善了资产周转率。
- 估值与评级:** 我们采用 DCF 对优然牧业进行估值。基于 6.7% 的 WACC 与 2% 的永久增长率, 我们得到 3.7 港元的目标价, 对应 6.6x 2023E P/E 及 6.8x 2023E EV/EBITDA, 估值具有一定吸引力, 首予“买入”评级。
- 投资风险:** (1) 原奶价格波动; (2) 饲料价格波动; (3) 对伊利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	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比变动 (%)	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
股东应占净利	1,341	1,558	643	1,781	2,271
同比变动 (%)	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%
PE (X)	9	7	17	6	5
ROE (%)	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%

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)	3.7
潜在升幅/降幅	+24.2%
目前股价 (港元)	3.0
52 周内股价区间 (港元)	2.9-5.4
总市值 (百万港元)	11,310
近 3 月日均成交额 (百万港元)	10.0

市场预期区间



▲ SPDB 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 25 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 优然牧业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
营业成本	-11,049	-14,333	-17,974	-21,309	-24,908
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	2871	3682	4476	5419	6472
毛利润	3,603	4,694	4,843	5,854	7,006
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售费用	-453	-557	-648	-746	-848
管理费用	-745	-835	-917	-1,044	-1,170
公允价值变动减少出售生物资产成本产生的损失	-414	-407	-1,546	-649	-794
其他经营收入及收益	-88	-67	141	160	183
经营利润	1,904	2,828	1,873	3,575	4,376
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
合营公司利益	0	0	0	0	0
财务费用	-310	-732	-952	-1,166	-1,320
利润总额	1,594	2,095	920	2,409	3,056
所得税	-54	-74	-86	-98	-111
所得税率	-3.4%	-3.5%	-9.4%	-4.1%	-3.6%
净利润	1,541	2,021	834	2,311	2,946
减: 少数股东损益	-200	-463	-191	-530	-675
归母净利润	1,341	1,558	643	1,781	2,271
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
同比	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,747	1,661	1,708	2,017	2,208
应收票据及应收账款	835	1,189	1,016	1,169	1,325
存货	1,972	3,326	4,134	4,187	5,296
预付款项	247	468	559	662	775
生物性资产	10	8	8	8	8
关联方应付款	556	780	947	1,147	1,371
其他流动资产	39	22	22	22	22
流动资产合计	6,405	7,454	8,393	9,212	11,004
固定资产	6,184	10,132	13,934	16,400	18,563
使用权资产	1,321	2,187	2,742	3,284	3,811
无形资产	5	4	4	4	4
商誉	763	793	793	793	793
生物性资产	7,038	10,408	13,137	16,478	19,317
为生物性资产及固定资产付出存款	349	891	837	632	404
递延所得税资产	11	18	18	18	18
其他非流动资产	124	75	75	75	75
非流动资产合计	15,796	24,507	31,539	37,683	42,985
短期借款	4,225	5,412	5,575	5,742	5,914
可转债	0	2,407	0	0	0
应付票据及应付账款	2,588	3,276	3,889	4,000	4,588
租赁及合约负债	73	92	92	92	92
应交税费	19	30	30	30	30
其他流动负债	39	91	91	91	91
流动负债合计	6,944	11,308	9,675	9,954	10,715
长期借款	1,972	4,044	10,044	14,044	17,044
可转债	3,044	0	3,000	3,000	3,000
租赁负债	929	1,266	1,393	1,532	1,686
递延收入	217	434	434	434	434
递延所得税负债	7	6	6	6	6
其他非流动负债	28	23	23	23	23
非流动负债合计	6,195	5,774	14,900	19,040	22,193
股本	0	0	0	0	0
储备	7,820	13,181	13,465	15,479	17,984
少数股东权益	1,241	1,699	1,890	2,420	3,095
所有者权益合计	9,062	14,880	15,355	17,899	21,079

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	1,594	2,095	920	2,409	3,056
固定资产折旧	334	377	481	551	622
可转借公允价值亏损/盈利	11	133	0	0	0
财务费用	310	732	952	1,166	1,320
存货的减少	-302	-1,154	-808	-53	-1,109
经营性应收项目的减少	-39	-658	-95	-469	-506
经营性应付项目的增加	-601	340	612	111	589
因公允价值变动减损销售成本而产生的亏损	414	407	1,546	649	794
其他	-13	-7	-136	-152	-170
经营活动产生的现金流量净额	1,708	2,266	3,474	4,212	4,596
资本开支	-1,442	-4,026	-3,970	-3,970	-3,754
投资支付的现金	-1,999	-2,350	-1,200	0	0
投资生物资产开支	-2,329	-3,773	-5,190	-4,931	-4,931
出售生物资产、固定资产等获得现金	975	1,168	1,303	1,558	1,967
政府补助	32	245	64	70	78
其他	11	39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,753	-8,697	-8,993	-7,273	-6,640
取得借款收到的现金	1,364	3,253	6,162	4,167	3,172
收到其他与筹资活动有关的现金	5,268	2,667	127	139	153
借款利息支出	-281	-415	-655	-861	-1,008
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,199	0	0	0	0
其他	-59	-81	-68	-75	-82
筹资活动产生的现金流量净额	5,094	5,424	5,566	3,370	2,235
现金及现金等价物净增加额	2,049	-1,007	47	309	191
期初现金及现金等价物余额	570	2,619	1,627	1,674	1,983
期末现金及现金等价物余额	2,619	1,627	1,674	1,983	2,174

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	0.40	0.49	0.21	0.58	0.74
每股销售额	3.10	4.04	4.83	5.73	6.70
每股股息	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
经营盈利	99.4%	48.5%	-33.8%	90.9%	22.4%
归母净利润	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%
费用与利润率					
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
回报率					
平均股本回报率	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%
平均资产回报率	6.9%	7.5%	2.3%	5.3%	5.8%
资产效率					
应收账款周转天数	38.9	40.0	39.1	35.9	36.0
库存周转天数	63.8	60.2	75.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	35.5	44.2	43.2	42.2	41.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0
速动比率 (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
负债/权益	1.5	1.1	1.6	1.6	1.6
估值					
市盈率 (x)	8.8	7.1	16.7	6.0	4.7
市销率 (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
股息率	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

优然牧业 (9858.HK): 中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

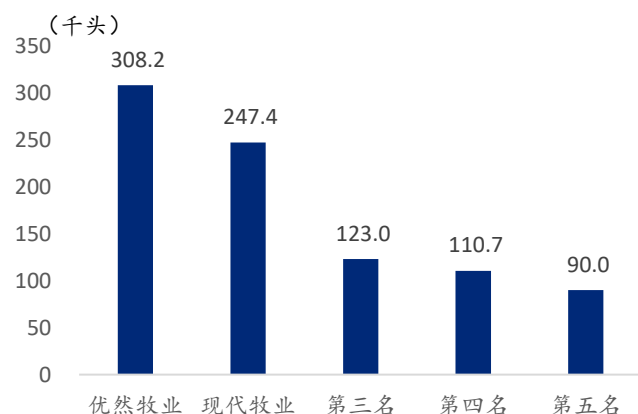
产量最大且品质最高的原奶供应商

根据弗若斯特沙利文数据，优然牧业是目前全球拥有最多奶牛存栏量和原奶产出量的原奶供应企业。作为公司主要收入来源，原奶销售在 2021 年末贡献了公司 62% 的收入。

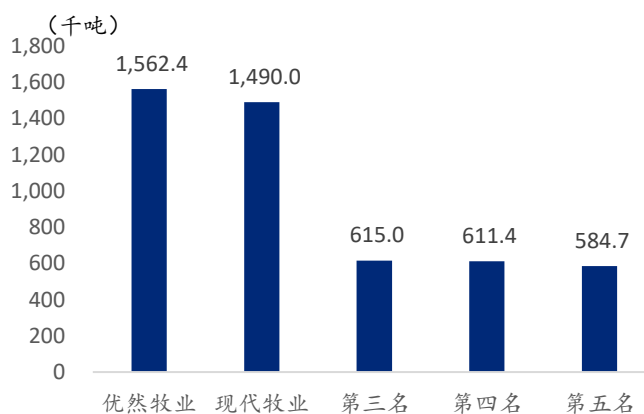
为满足中国消费者对乳制品品质提升及对产品高端化的诉求，下游乳制品企业开始更多地以原奶作为原材料，相应地，原奶的需求量也不断增长。优然牧业作为乳制品上游企业，通过科学的管理方法和有效的牧场经营，生产出一系列高品质的原奶产品，在应对原奶需求的同时，提升了产品自身品质。

图表 2: 中国乳制品上游牧业前五名存栏量, 2020

图表 3: 中国乳制品上游牧业原奶产量, 2020



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

● 优质规模牧场数量众多，是公司最大的护城河

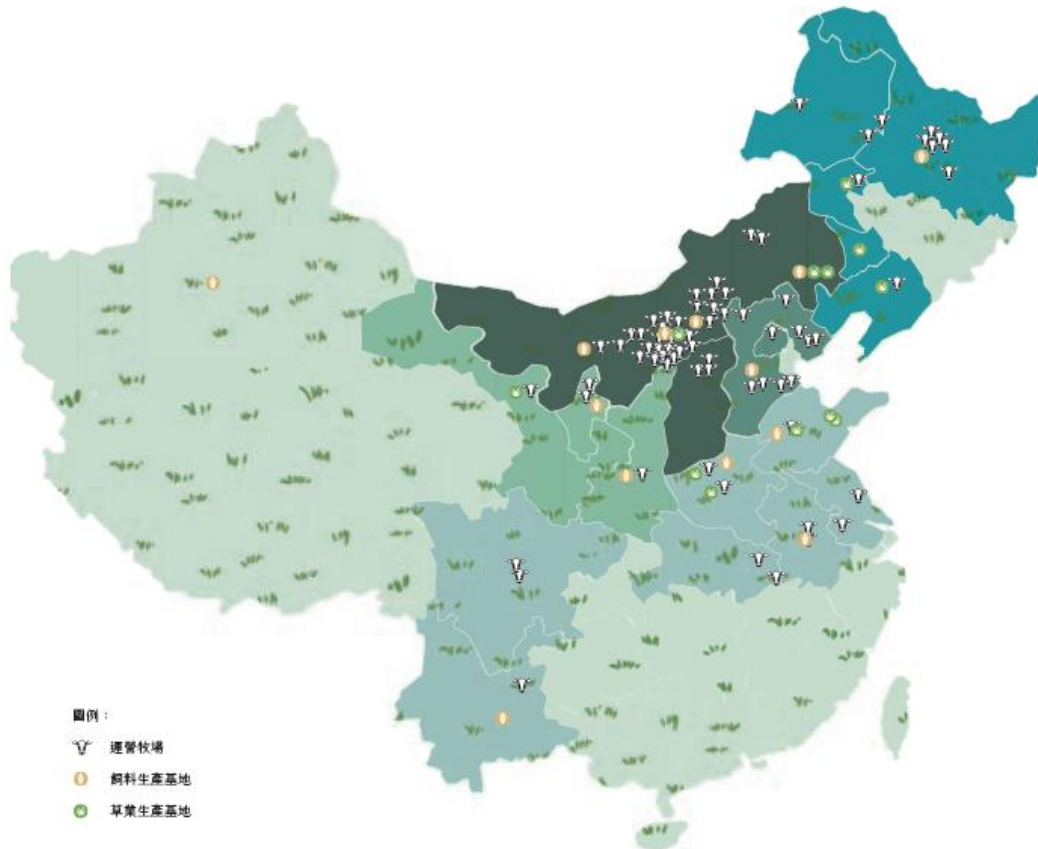
作为中国首批进入奶牛养殖市场的企业，优然牧业在牧场的选址上具有先发优势，在行业内率先掌握了适合养殖奶牛和生产饲料，并可进行进一步扩张的牧场场地。

在收购整合赛科星和恒天然中国牧场后，优然目前在中国 16 个省市运营共 73 个大型现代化牧场，总面积达 3,600 万平方米，其中，48 个牧场（占优然总牧场数的 65.8%）存栏量超 5000 头。同时，截至 2021 年末，优然也在 中国境内拥有 13 个饲料基地和 12 个粗饲料基地，为 26 个省市自治区的牧场和近 150 万只反刍动物提供饲料。

优然牧业的牧场绝大多数分布在中国黄金奶源带（北纬 40-50 度）。这个区域的天然环境良好（环境干净、天气温和、阳光充足、自然资源丰富），非常适宜粗饲料种植和奶牛养殖。

为了给客户提供最新鲜的原奶和最便捷的服务，优然的牧场的选址，通常位于距重要客户最近的加工厂约 100 公里的范围内。同时，公司饲料厂也坚持选建在距离其牧场客户较近的地区，以提供及时和方便的服务。

图表 4：优然牧业生产基地位置图，2021



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：优然牧业各地区牧场情况，2020

	牧场数量	规模 (平方米)	设计容量 (奶牛数)	成母牛数	犊牛及育成牛数
内蒙地区	32	13,415,149	155,500	77,706	67,752
东北地区	13	7,375,026	66,000	27,173	31,175
华中地区	12	5,881,660	63,400	25,789	25,132
华北地区	7	3,974,071	37,800	17,715	14,422
西北地区	3	1,592,721	21,000	8,933	12,398
总计	67	32,238,627	343,700	157,316	150,879

资料来源：公司数据、浦银国际

作为上游牧业的领导者，优然计划未来持续新建更多牧场，以扩张生产规模，并通过规模效应提升盈利水平。2020 年末，公司开展新建 8 个牧场（分别分布在内蒙古、河南和甘肃），预计设计容量为 6 千至 2.4 万头成年奶牛，预计每个牧场每天可生产 90-350 吨原奶；另外，公司于 2021 年末已启动山东、安徽和新疆的新牧场建设。

图表 6：优然牧业新建牧场情况，2020

牧场	位置	开始建设	预计开始 商业生产	设计容量 (奶牛数 量)	预计规模 (平方米)	估计总投资 成本(百万 人民币)
武威牧场	甘肃	2020 年 3 月	2021 年 9 月	12,000	1,234,115	380
呼伦贝尔牧场 2	内蒙古	2020 年 6 月	2022 年 2 月	10,000	1,028,429	360
兴安盟牧场	内蒙古	2020 年 6 月	2022 年 2 月	12,000	1,197,223	370
呼伦贝尔牧场 3	内蒙古	2020 年 6 月	2021 年 10 月	12,000	875,991	330
通辽牧场	内蒙古	2020 年 8 月	2022 年 4 月	12,000	1,194,351	370
呼市牧场 1	内蒙古	2020 年 9 月	2022 年 5 月	12,000	1,066,667	400
呼市牧场 3	内蒙古	2020 年 10 月	2022 年 1 月	6,000	607,336	230
河南牧场	河南	2020 年 11 月	2022 年 5 月	24,000	1,884,676	805

资料来源：公司数据、浦银国际

多元化的高端原奶供应

与其他规模牧场不同，优然除了生产普通优质原奶之外，还提供特色原奶，包括娟姗奶、DHA 奶、A2 奶等。

2020 年之前，特色生鲜乳贡献了公司 50% 左右的原奶销售收入，但在收购了赛科星之后，特色生鲜乳的贡献下降至 31%。

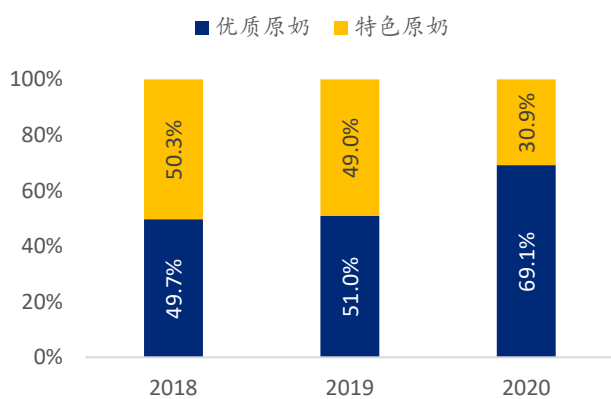
特色生鲜乳帮助公司实现了差异化竞争，提高了公司在行业中的竞争力，同时使公司有满足不同下游乳制品企业的生产需求。

图表 7：不同类型生鲜乳的特点

产品	类别	主要特质和优势
优质原奶	不适用	高于中国及欧盟行业标准的原奶
	娟姗奶	进口纯种娟姗牛所生产的原奶，口感丝滑，平均蛋白质含量高达 3.8%
特色原奶	DHA 奶	富含 DHA 的特色原奶；DHA 是一种珍贵的营养物质，对脑部及眼睛健康至关重要
	A2 奶	特别含有 A2 β -酪蛋白的原奶，更贴合人体的消化系统，更易于消化吸收，缓解乳糖不耐受所引起的不适
	有机奶	符合中国及欧盟有机标准的原奶

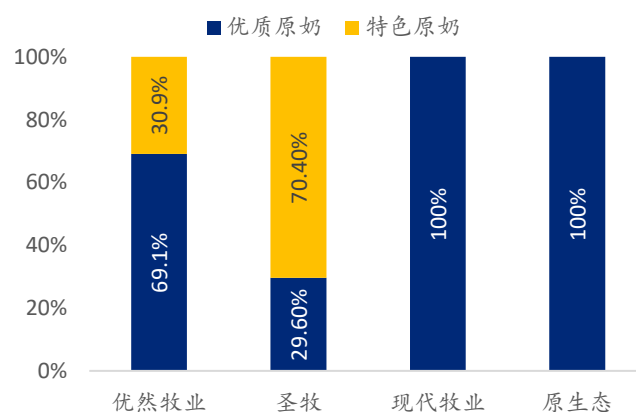
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 8：优然原奶收入结构（普通优质原奶与特色原奶），2018-2020



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9：各乳企原奶收入结构比较，2021



注：优然牧业为 2020 年数据。资料来源：公司数据、浦银国际

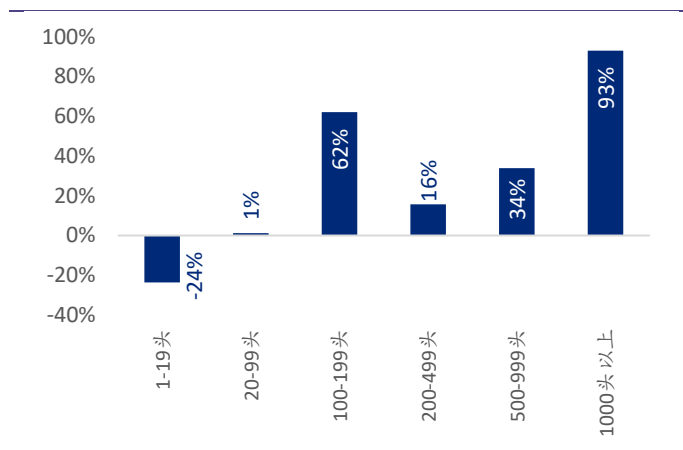
上游牧场整合的受益者

过去 20 年，中国乳制品上游行业不断向大规模牧场倾斜，集中度不断提升。这主要是因为：

- (1) 小型牧场的规模效应较差，利润率较低。在过去原奶价格的下行周期中（尤其是 2014 年），众多小型牧场无法维持盈利，从而退出了市场；
- (2) 小型牧场（尤其是个体奶农）缺乏科学养牛的知识与能力，不仅经营效率低，所产出的原奶也无法满足下游消费者日渐高端化的乳制品需求。
- (3) 小型牧场没有能力满足政府越来越严格的环境保护要求，不得不再被最终淘汰。

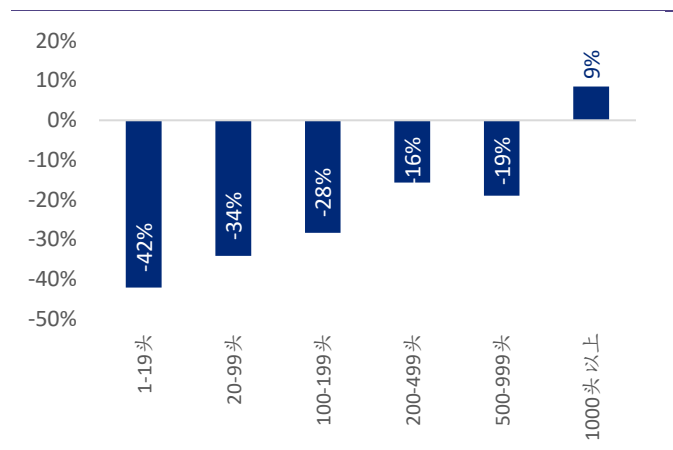
中国牧场规模的扩大，是一个循序渐进的过程。2010-2013 年，奶价处于高速上行周期。在这一时期，规模在 20 头以上的牧场数都在增长。2014 年，奶价进入下行周期。于是在 2014-2016 这三年里，中小型牧场开始加速退出市场，只有 1000 头以上规模牧场数在增长。

图表 10：2010-2013 年不同规模的牧场数变化



资料来源：Wind、浦银国际

图表 11：2014-2016 年不同规模的牧场数变化

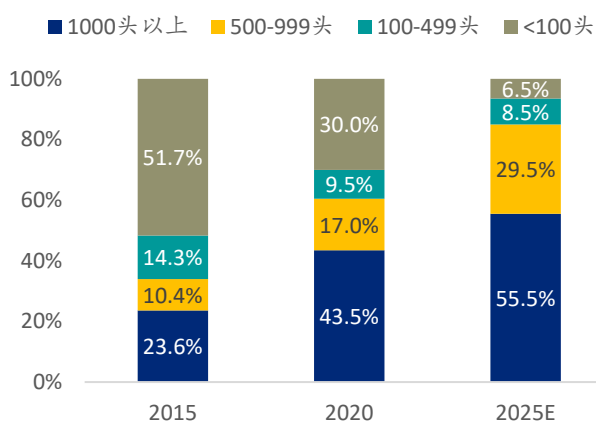


资料来源：Wind、浦银国际

根据弗若斯特沙利文数据，千头以上牧场在 2020 年占中国整体奶牛数的 44%（相比 2015 的 24%），并预计 2025 年占比将增至 55%。

而在 2018-2020 这三年间，即使规模在 1000-1999 头的大型牧场数也在减少，只有 5000 头以上的超大规模牧场数在快速增加。随着这一趋势的延续，未来超大型牧场将会成为主流。

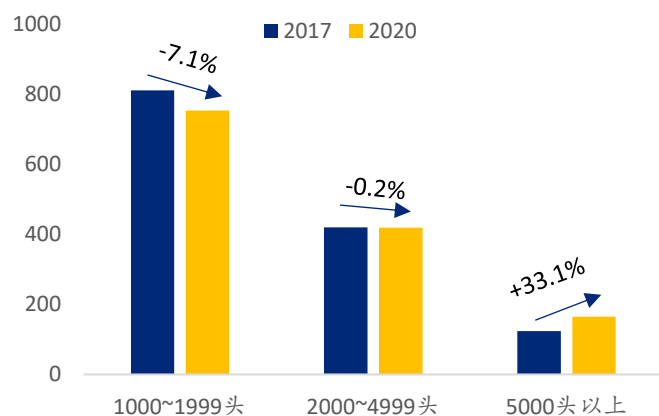
图表 12: 中国牧场规模结构 (按存栏量)



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源: 国家统计局、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 13: 2018-2020 年不同规模的大牧场数变化

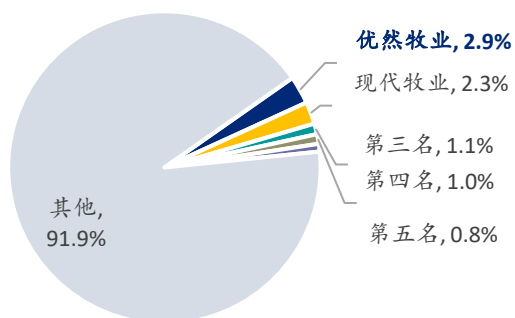


资料来源: Wind、浦银国际

我们认为,未来超大型牧场将会成为主流,主要是由于奶牛饲养和牧场建造的成本较高,以及较长的养殖盈利周期,大规模牧场拥有较高的进入壁垒。同时,受2014年原奶价格陡降影响,众多小型牧场在此时退出了牧业市场。

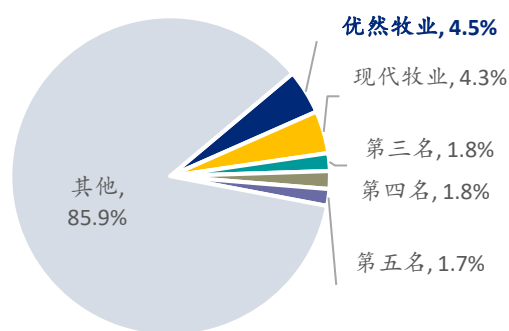
相比发达国家,中国上游奶牛牧场行业依然非常分散。优然作为全球最大的奶牛牧场,奶牛存栏量只占中国整体牧场行业的2.9%,原奶生产量只占中国行业的4.5%。

图表 14: 中国上游牧场行业市场分布 (按存栏量), 2020



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 15: 中国上游牧场行业市场分布 (按原奶产量), 2020



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

我们认为，中国奶牛牧场行业未来会经历以下趋势：

- (1) 基于市场对食品安全与原奶质量更高的要求，以及政府对污染排放更高的标准，中小型牧场将难以为继，持续退出市场。大规模牧场的占比则将继续提升；
- (2) 适合建立牧场的土地愈发稀缺，叠加国家推进大规模养殖业发展的政策，提高牧业企业的资本要求，新晋玩家进入奶牛牧场赛道也愈发困难。这将大幅提升大规模牧场的准入门槛；
- (3) 大型下游乳企（伊利、蒙牛、飞鹤等）纷纷通过股权投资，抢占优质大规模牧场资源，并对旗下牧场资源进行整合。未来有望出现更多超大型的牧场企业。

在以上趋势的共同作用下，我们认为中国上游奶牛牧场行业将会持续整合，未来十年市场，集中度将会快速提升。我们认为，在行业整合的过程中，优然牧业与现代牧业等行业领军者将扮演重要角色。

优然分别在 2020 年与 2021 年收购了赛科星及恒天然中国的牧场，进一步扩大了牧场规模。凭借优质的现金流、伊利的背书与优秀的牧场管理能力，我们相信，优然未来将继续通过打造新牧场以及收购老牧场，在行业整合过程中持续提升市场份额，扩大领先优势。在稳定的奶价下，这将保证优然未来持续高速的收入增长。

图表 16：恒天然中国牧场情况，2020

	牧场数量	规模 (平方米)	成母牛数	犊牛及育成牛数
河北省玉田	3	1,621,361	13,682	10,845
陕西省应县	3	2,133,161	15,820	11,949
总计	6	3,754,522	29,502	22,794

资料来源：公司数据、浦银国际

乳制品上游产业链全覆盖

优然是为数不多覆盖乳制品上游全产业链的企业。除原奶生产外，其业务还包括饲料生产与奶牛育种业务。公司条线结合的经营模式模式，通过资源、技术、人才共享，相互联动促进业务共同发展。

其中，现代化的科学育种业务提高了奶牛的繁殖率和产奶量，饲料业务的优质的粗/精饲料助力奶牛的生长和生活。在高品质的育种技术和饲料的加持下，优然的原奶质量和产奶量得以不断提升。

图表 17：优然上游牧场全产业链体系



资料来源：公司资料、浦银国际

我们认为优然的全产业链覆盖（包括科学的育种与高品质的饲料），对公司的长远而健康的发展带来正向帮助，包括保障了原奶品质，以及提高了单头母牛产奶量。

(1) 保障了原奶的品质

从以下数据可以看出，优然所生产原奶的各项指标都优于我国以及其他发达国家的标准，同时也好于我国优质乳工程的标准，尤其是其菌落总数与体细胞数目，远低于标准。

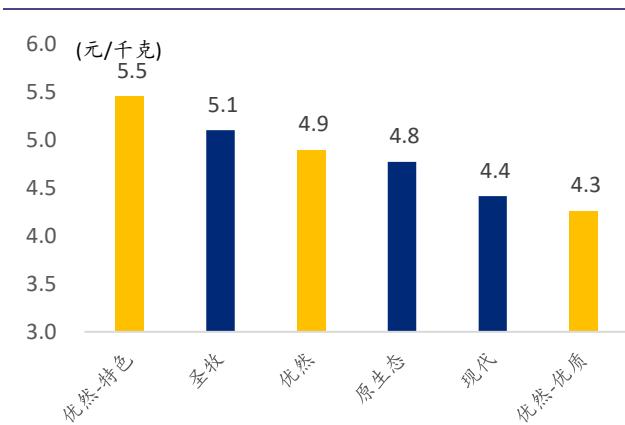
图表 18：优然牧主要原奶质量指标与中国、欧盟、美国原奶行业标准比较

主要公司/国家	蛋白质含量 (%)	脂肪含量 (%)	菌落总数 (CFU/ml)	体细胞数量 (CFU/ml)
优然牧业	>3.3%	>3.9%	<13,000	<170,000
中国国家优质工程	≥3.1%	≥3.3%	<100,000	<300,000
经选定大型牧场的平均值	3.2%	3.9%	60,600	227,500
中国标准	≥2.8%	≥3.1%	<2,000,000	不适用
美国标准	≥3.2%	≥3.5%	<100,000	<400,000
欧盟标准	不适用	不适用	<100,000	<400,000
日本标准	≥3.2%	≥3.8%	不适用	不适用

注：(1) 经选定大型牧场的平均值指由中国国家奶牛产业技术体系选定用作示范目的的 230 个奶牛存栏量在 1000 头以上的大型牧场于 2019 年的平均数据；
 (2) 中国标准在 2010 年公布；美国标准为 2011 年美国卫生及公共服务部颁发的 A 级优质巴氏杀菌奶条例；日本标准为 2015 年文部科学省颁布的日本食品标准成分表。
 资料来源：公司资料、浦银国际

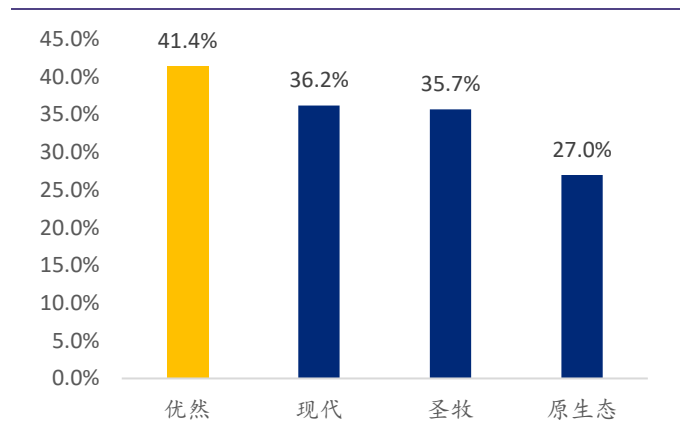
优质的产品品质以及较高的特色生鲜乳占比，也使其平均单价水平在行业里处于较高的水平。这也帮助优然的毛利率在行业里处于领先的地位。

图表 19：各牧场企业单位原奶价，2021



注：优然特色及优质原奶单位价格为 2020 年数据
 资料来源：公司数据、浦银国际

图表 20：各牧场企业原奶毛利率，2021

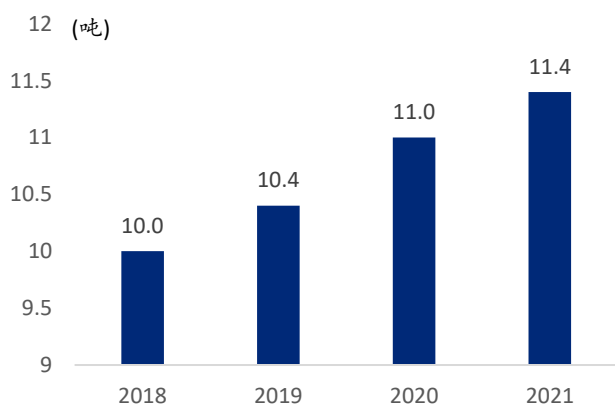


资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 提高了单头母牛产奶量

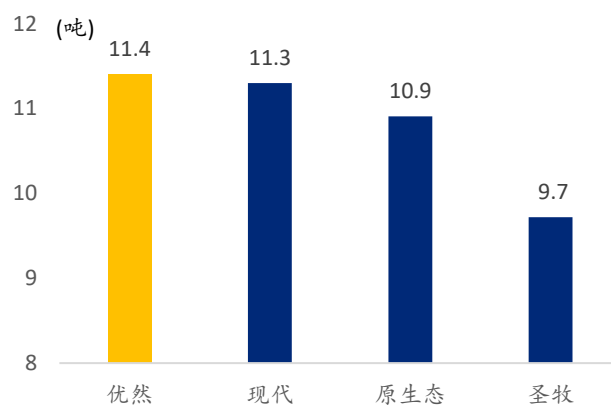
基于其自有的优质饲料供应与育种能力，优然单头母牛的产奶量在行业中名列前茅，并逐年提升。

图表 21: 优然的单头母牛产奶量



注: 优然数据不含恒天然中国牧场
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 22: 各牧场企业单头母牛产奶量比较, 2021



注: 优然数据不含恒天然中国牧场。资料来源: 公司数据、浦银国际

饲料业务

公司专注于反刍动物的研究和饲料产品开发, 满足了牧场饲料需求的增长和市场对原奶品质提高的要求。根据弗若斯特沙利文数据, 优然是中国销售量最大的精饲料供应企业, 也在全国粗饲料(主要是苜蓿草及燕麦草)供应企业中名列前茅。

作为中国最大的苜蓿草进口商, 公司 2021 年反刍动物精饲料销量超 91.4 万吨, 2020 年市占率就已达市占率 3.2%。优然饲料业务在 2021 年为公司贡献了总收入的 35%。

优然结合自身在业内积累的深厚经验以及先进的自主研发技术, 建立起中国领先的反刍动物营养数据库。利用庞大的数据库资源, 向牧场提供高品质、定制化的反刍动物养殖系统化解决方案。

优然是国内少数几家拥有 SQF 认证的饲料生产商之一, 展现了公司对生产、加工、仓储和运输方面的高标准严格标准, 也为中国上游牧业搭建了环境友好牧场的标准。

育种业务

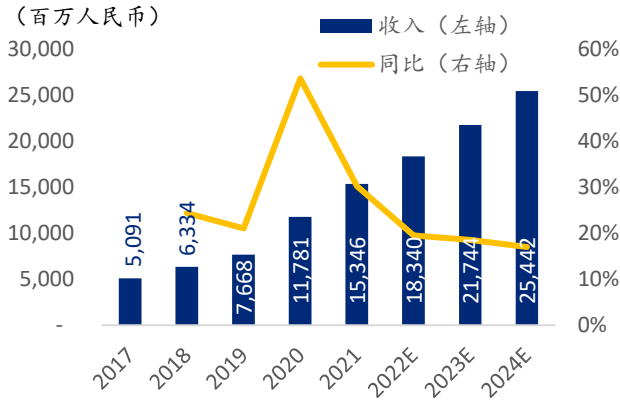
优然旗下子公司赛科星是中国最大的奶牛种公牛冻精供应商。2019年，赛科星在奶牛种公牛冻精液和性控胚胎市场占有率分别达9.5%和22.2%，均位列细分市场第一名。2020年优然对赛科星的收购，为公司提供了领先的优质冷冻精液和生产高产奶牛性控技术。也让公司顺利迈入奶牛育种市场以获取更多商机。

优然致力于推动中国上游牧业发展，并不断提升养殖和原奶标准。公司选择优质的荷斯坦公牛精液，并利用自身领先的性控技术，改良中国奶牛的遗传品质。

我们认为，优然的全产业链覆盖帮助公司（1）保障了原奶的品质、（2）提高了单头母牛产奶量、（3）降低了原奶生产成本从而提高毛利率、（4）改善了资产周转率。

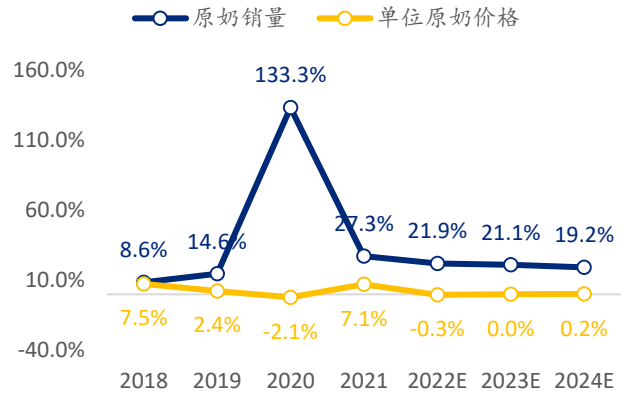
盈利预测

图表 23: 优然牧业收入与同比增速, 2017-2024E



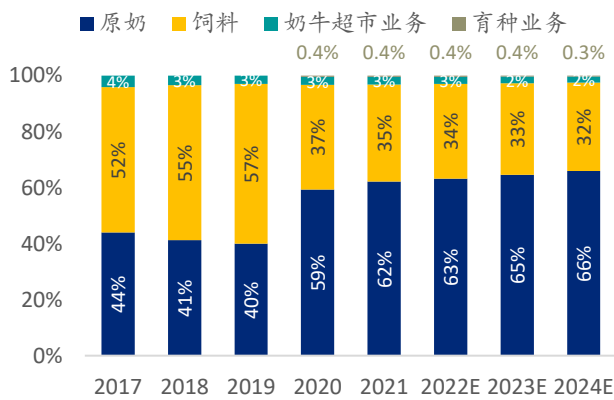
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 24: 优然牧业原奶销量与单位价格同比增速, 2018-2024E



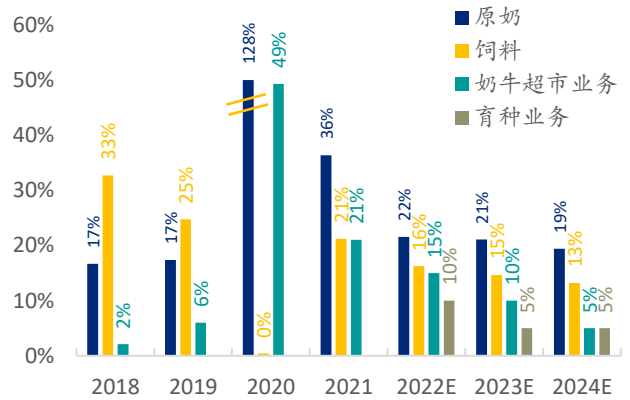
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 25: 优然收入按业务分布, 2017-2024E



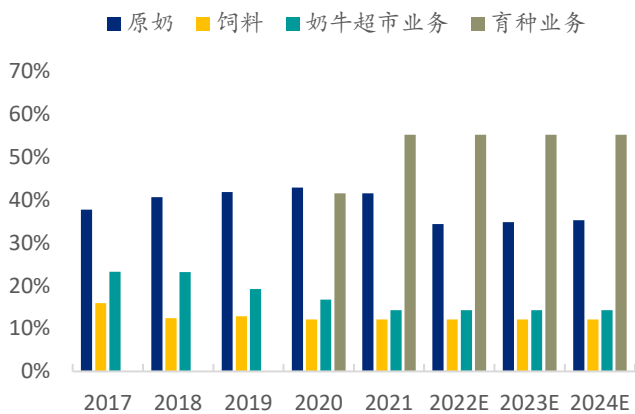
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 26: 优然各业务线收入同比增长, 2018-2024E



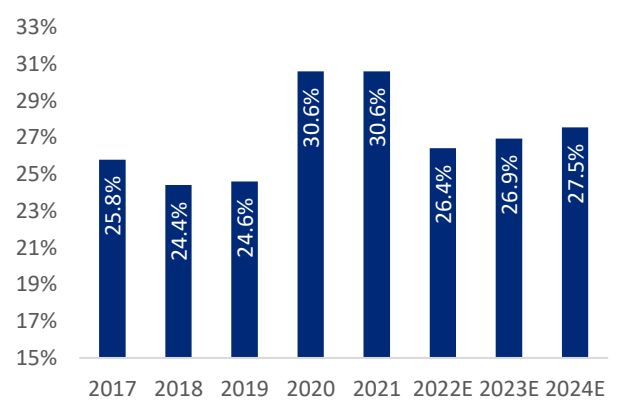
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 27: 优然各业务毛利率



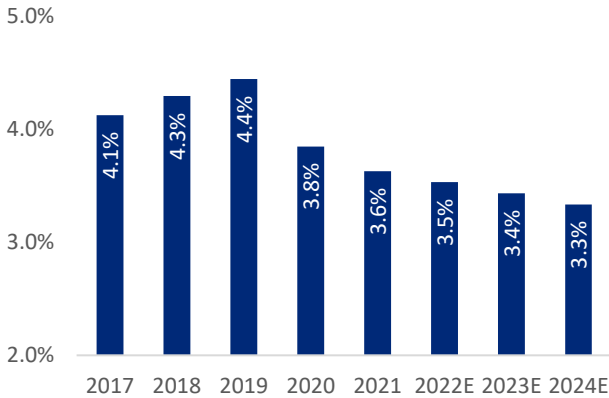
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 28: 优然毛利率, 2017-2024E



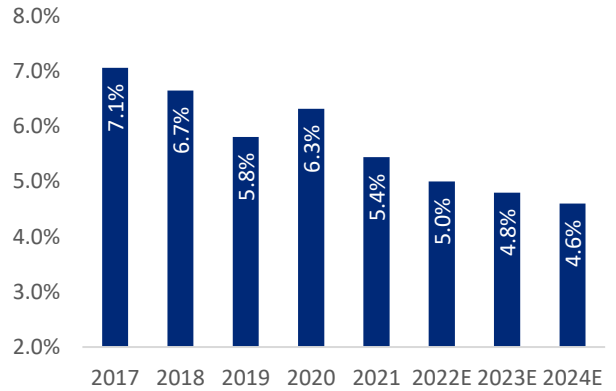
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 29: 优然销售费用率, 2017-2024E



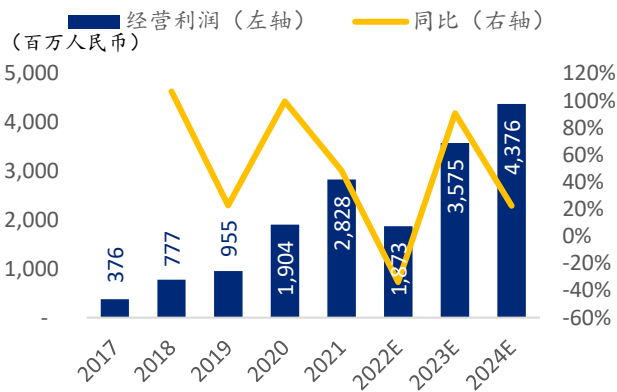
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 30: 优然管理费用率, 2017-2024E



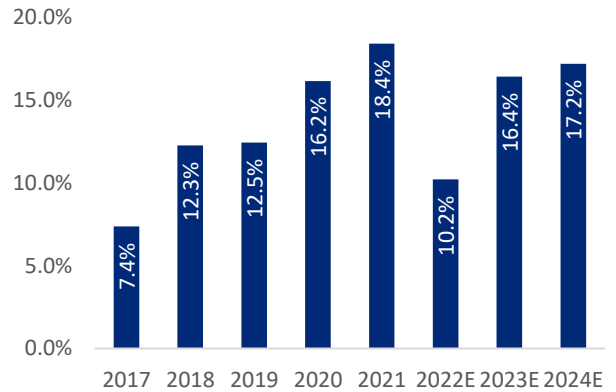
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 31: 优然经营利润与同比增速, 2017-2024E;



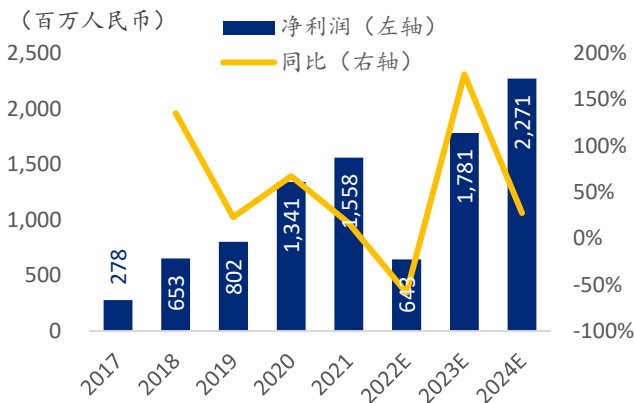
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 32: 优然经营利润率, 2017-2024E



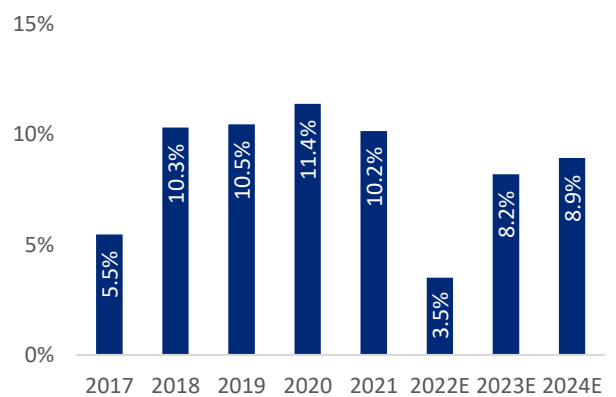
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 33: 优然净利润与同比增速, 2017-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 34: 优然净利率, 2017-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 35：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.4%	24.6%	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售、管理费用率	4.3%	4.4%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
EBIT 利润率	12.3%	12.5%	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
税前利润/EBIT	0.90	0.89	0.84	0.74	0.49	0.67	0.70
少数股东前净利润/税前利润	0.94	0.94	0.97	0.96	0.91	0.96	0.96
少数股东后净利润/少数股东前净利润	1.00	1.00	0.87	0.77	0.77	0.77	0.77
净利润率	10.3%	10.5%	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
资产周转率	0.91	0.87	0.73	0.57	0.51	0.50	0.50
财务杠杆	1.63	1.78	2.43	2.58	2.70	3.00	3.01
ROE	15.3%	16.1%	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%

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 对优然牧业进行估值。基于 6.7% 的 WACC 与 2% 的永久增长率，我们得到 3.7 港元的目标价，对应 6.6x 2023E P/E 及 6.6x 2023E EV/EBITDA，潜在升幅 24.2%，估值具有一定吸引力，首予“买入”评级。

风险提示

优然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) 对伊利单一大客户的依赖过大；
- (4) 潜在环境治理隐患。

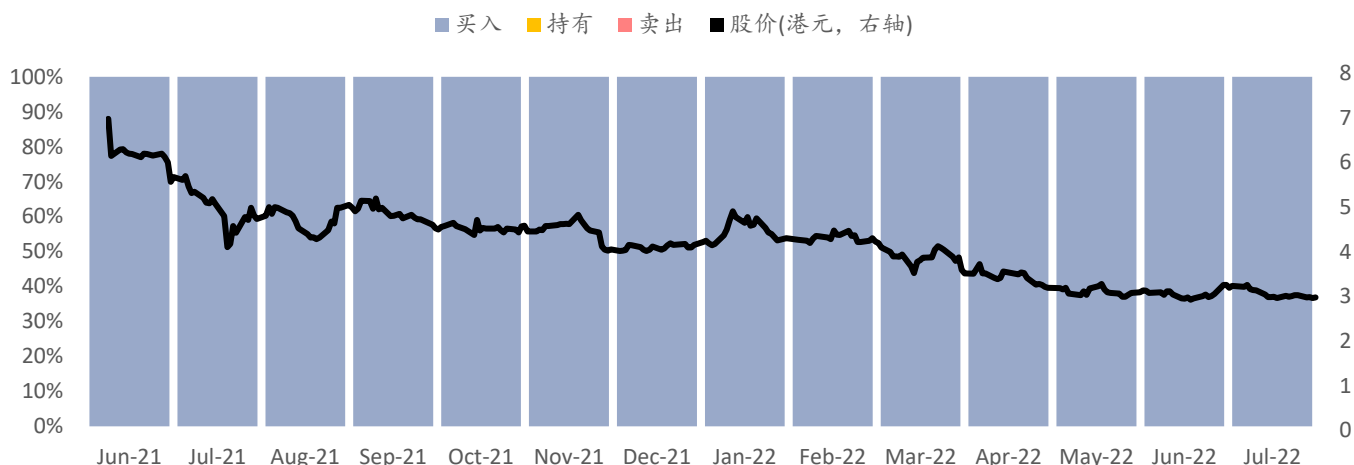
图表 36: SPDBI 目标价: 优然牧业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

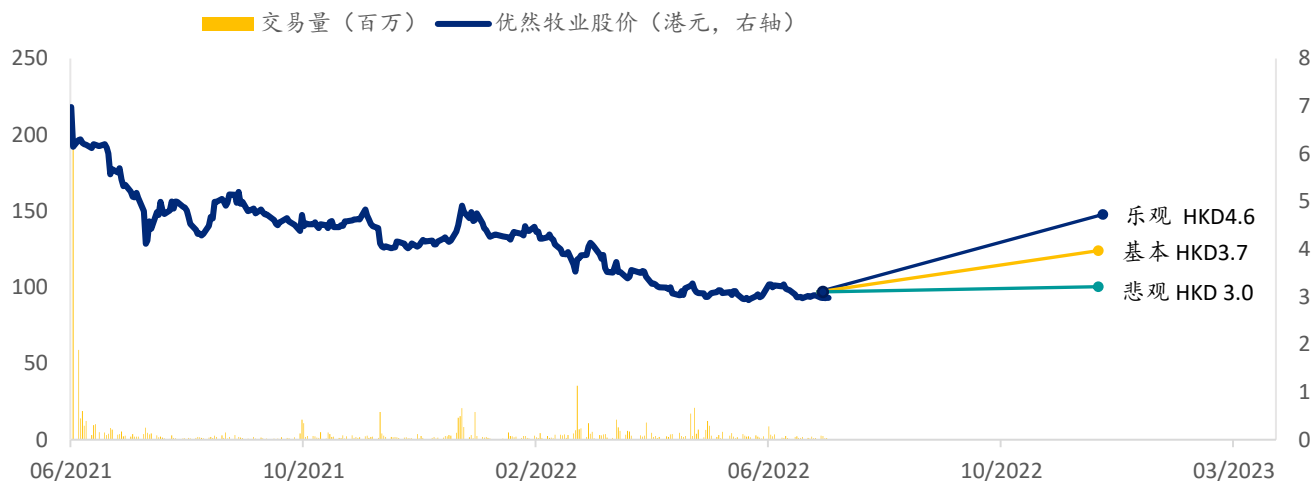
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 37: 优然牧业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 优然牧业 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 4.6 港元

概率: 25%

- 公司特色生鲜乳占比提升, 带动毛利率 2023 年同比提升 100bps;
- 2023 年饲料业务增速达 20% 以上。
- 2023 年公司管理费用率同比降低 80bps;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 3.0 港元

概率: 20%

- 公司特色生鲜乳占比持续下降, 令毛利率 2023 年同比下降 50bps;
- 2023 年饲料业务增速达不及 10%。
- 2023 年公司管理费用率同比提升 50bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

优然牧业是目前全球最大的原料奶供应商。2021年6月在港交所成功上市（股票代码：9858.HK）。公司是国内唯一一家覆盖乳业上游全产业链的企业，业务范围包括育种、草业、饲料以及奶牛养殖、原奶生产等。

优然牧业旗下在中国黄金奶源带上经营了73座牧场，辐射全国16个省市、自治区。养殖良种荷斯坦奶牛和娟珊牛达到41.6万头。

优然牧业是中国最大的反刍动物饲料供应商，饲料业务有近40年反刍饲料研发、生产经验，目前公司拥有13个饲料生产基地，产业布局辐射26个省市、自治区，服务国内近150万头反刍动物。

优然牧业附属公司赛科星是中国最大的奶牛育种企业、中国种业安全守护者，同时也是国内唯一一家在美国拥有合资育种基地的企业，在美国威斯康辛州和中国和林格尔、清水河有3座世界领先的核心育种基地。拥有业内领先的自主奶牛遗传改良和全球领先的性控冻精生产技术，性控冻精生产能力亚洲第一，冻精产品销量连续九年全国第一。

优然牧业是中国最大的苜蓿草供应商，以中国草都阿鲁科尔沁旗为核心打造优质苜蓿种植基地，布局全国12个草业生产基地；同时，公司也是中国最大的苜蓿草进口企业，年苜蓿草进口量约占全国的18%。实现了草业种植与牧业养殖的有机结合，可以就近为牧场解决饲草需求，还能帮助牧场解决有机粪肥还田，降低化肥使用量，提高土地有机质，为草业发展提供了充足的资源保障。优然牧业通过牧草种植和进口的平衡发展，为畜牧行业提供优质的粗饲料。

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 39: 优然牧业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	PAGAC Yogurt HLDS II LTD	21.67
2	China Youran Dairy HLDS	21.08
3	Meadowland Inv LTD	14.89
4	HK Jingang Trade HLDS	13.72
5	PAGAC Yogurt HLDS I LTD	9.79
6	GIC Pte Ltd	4.98
7	Credit Suisse Group AG	2.83
8	Citic Prudential Life	0.78
9	Harvest PVT Wealth FD	0.52
10	Massachusetts Mutual Life Insurance Co	0.39

*截至 2022 年 6 月 22 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 40：优然牧业发展里程碑

时间	里程碑
1984	优然牧业前身呼市配合饲料厂破土建设
2000	伊利收购呼和浩特市配合饲料厂，成立内蒙古伊利饲料有限公司
2007	内蒙古伊利畜牧发展有限公司成立（优然牧业前身）
2014	内蒙古伊禾绿金农业发展有限公司成立（优然牧业草业业务）
2015	成立内蒙古优然牧业有限公司
2020	优然牧业完成收购内蒙古赛科星繁育生物技术股份有限公司
2021	优然牧业完成了恒天然中国牧场旗下的两间实体（6家牧场）的收购
2021	优然牧业成功登陆港交所主板
2022	优然牧业完成收购中地乳业 27.16%股权

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 41: 优然牧业公司管理层

姓名	职位	履历
张小东	执行董事、总裁	自 2017 年 3 月加入优然牧业。张先生于乳制品行业拥有超过 23 年经验，主要负责本集团的整体经营管理。张先生于 1998 年加入伊利，并于伊利奶粉视野不的金川厂生产部展开职业生涯，1998 年至 2001 年担任生产主任。2001 年 7 月至 2003 年 6 月，担任伊利液态奶事业部的肇东伊利乳品公司的生产主管，2003 年 7 月至 2004 年 3 月担任伊利液态奶事业部的巴彦淖尔分公司的总经理。2006 年 5 月至 2007 年 11 月担任伊利液态奶事业部的乌兰察布乳制品厂的总经理。自 2007 年 12 月至 2011 年 10 月，任职于伊利液态奶事业部的金川厂及金川伊利乳业有限责任公司。之后与伊利液态奶事业部担任多个职位，其中 2011 年 10 月至 2012 年 9 月担任供应部副总监，2012 年 9 月至 2013 年 3 月担任生产管理部副总监，2013 年 3 月至 2014 年 10 月担任生产管理部总监。自 2014 年 10 月至 2015 年 4 月，担任伊利奶粉事业部总经理助理，2015 年 4 月至 2017 年 3 月担任奶粉事业部副总经理。张先生于 2010 年 1 月毕业于天津科技大学，主修食品科学与工程。
董计平	执行董事、副总裁	自 2014 年 11 月加入优然牧业，2020 年调任执行董事并获委任副总裁。董先生于乳制品行业拥有超过 16 年经验，主要负责本集团的法律合规及对外关系的管理。他也是公司与中国主要附属公司内蒙优然的董事兼副总裁。董先生于 2004 年 7 月加入伊利股份，于伊利液态奶事业部负责采购业务开展职业生涯，并自 2005 年 6 月至 2012 年 4 月，于伊利总裁办公室担任秘书。后自 2012 年 4 月至 2015 年 11 月担任伊利战略规划管理部的企划总监。董先生于 2004 年取得东北林业大学生物技术学士学位。
姜广军	副总裁	姜先生于乳制品行业拥有超过 23 年经验，主要负责协助总裁全面负责优然牧业的经营管理。他于 1998 年 7 月于伊利冷饮事业部展开职业生涯，并自 1998 年 7 月至 2000 年 1 月担任巧克力蛋糕车间质检员。之后，他于伊利液态奶事业部的金川厂生产二车间担任多个职位，其中自 2000 年 1 月至 2001 年 1 月担任工段长，自 2001 年 1 月至 2002 年 9 月担任生产经理，自 2002 年 9 月至 2004 年 2 月担任厂长助理。自 2004 年 2 月至 2004 年 9 月，彼担任伊利液态奶事业部的锡林浩特分公司的总经理，自 2004 年 10 月至 2005 年 9 月担任伊利液态奶事业部的齐齐哈尔分公司的总经理，自 2005 年 10 月至 2010 年 11 月担任伊利液态奶事业部的包头伊利乳业有限责任公司的总经理。自 2010 年 11 月至 2012 年 8 月，彼担任伊利液态奶事业部的宁夏伊利乳业有限责任公司的总经理，之后自 2012 年 8 月至 2013 年 8 月晋升为高级总经理。之后他任职于伊利液态奶事业部的供应部，自 2013 年 8 月至 2018 年 2 月担任供应副总监（主持工作），及自 2018 年 2 月至 2018 年 12 月担任供应总监。彼自 2018 年 12 月至 2019 年 12 月担任伊利液态奶事业部的副总经理。他自 2020 年 9 月起亦担任本公司于中国的附属公司赛科星的董事。姜先生于 1998 年 7 月取得内蒙古农业大学工程学学士学位，主修食品科学与工程。
许燕飞	副总裁	许先生于牧场管理相关方面拥有逾 15 年经验，并负责监督及管理公司牧场的整体营运。许先生于伊利原奶事业部展开职业生涯，于 2006 年至 2007 年担任伊利原奶事业部质量办品控员、体系员；于 2007 年至 2008 年担任原奶事业部项目管理部总经理。于 2008 年至 2017 年，彼担任兽医员、挤奶部组长、挤奶部副经理、挤奶部经理、饲养部经理、牧场场长助理及牧场场长，期间 2011 年至 2012 年公司派往美国佛罗里达万头牛牧场学习一年。于 2017 年 7 月至 2018 年 12 月，彼担任中国的主要经营附属公司内蒙优然畜牧单元总经理助理，2018 年 12 月至今为内蒙优然的副总裁，分管畜牧业务。彼亦为本公司中国主要经营附属公司内蒙优然旗下多间附属公司之董事。许先生于 2006 年 6 月取得内蒙古农业大学农业学学士学位，主修动物医学。
杨明	副总裁	杨先生于反刍动物饲料行业拥有逾 19 年经验，并负责监督及管理公司饲料业务的整体运营。杨先生于 2002 年在牧泉元兴展开职业生涯，从事采购业务。于 2002 年至 2008 年，彼分别担任牧泉元兴生产主管、生产经理、市场部经理、区域经理等多个职务；于 2008 年晋升为牧泉元兴副总经理，并于 2014 年主持运营工作；自 2015 年 7 月起担任中国的主要附属公司内蒙优然的副总裁，分管饲料业务。彼亦为本公司中国主要经营附属公司内蒙优然旗下多间附属公司之董事。杨先生于 2002 年 7 月在内蒙古农业大学完成大专教育，主修牧医专业，于 2005 年 7 月完成内蒙古农业大学本科学习，主修动物医学。
吕雄宇	副总裁及董事会秘书	吕先生于乳制品行业拥有超过 19 年经验，主要负责公司的董事会办公室工作，分管投资者事务和财务管理工作。吕先生于 1994 年 7 月至 2003 年 3 月任职于武警五三零三工厂，分别担任统计、审计和综合经营管理等岗位工作；自 2003 年 3 月至 2015 年 3 月，彼任职于伊利，分别担任伊利液态奶事业部审计专员、朔州伊利乳业有限责任公司和合肥伊利乳业有限责任公司财务经理、伊利液态奶事业部财务部营销财务负责人、财务总监助理；伊利财务管理部营销财务副总监、预算管理总监；自 2015 年 4 月至 2019 年 8 月彼任职于公司，分别担任内蒙优然财务总监、赛科星助理财务副总监并于 2016 年 5 月起兼任内蒙优然董事会秘书，彼亦于 2015 年 11 月至 2019 年 12 月担任内蒙优然董事；自 2019 年 8 月至 2022 年 1 月彼任职于伊利，担任伊利并购部负责人。吕先生于 1994 年 7 月毕业于内蒙古林学院，主修林业经济管理。吕先生于 1998 年 10 月获得中级审计师资格。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 42: 优然牧业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
营业成本	-11,049	-14,333	-17,974	-21,309	-24,908
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	2871	3682	4476	5419	6472
毛利润	3,603	4,694	4,843	5,854	7,006
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售费用	-453	-557	-648	-746	-848
管理费用	-745	-835	-917	-1,044	-1,170
公允价值变动减出售生物资产成本产生的损失	-414	-407	-1,546	-649	-794
其他经营收入及收益	-88	-67	141	160	183
经营利润	1,904	2,828	1,873	3,575	4,376
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
合营公司利益	0	0	0	0	0
财务费用	-310	-732	-952	-1,166	-1,320
利润总额	1,594	2,095	920	2,409	3,056
所得税率	-54	-74	-86	-98	-111
所得税率	-3.4%	-3.5%	-9.4%	-4.1%	-3.6%
净利润	1,541	2,021	834	2,311	2,946
减: 少数股东损益	-200	-463	-191	-530	-675
归母净利润	1,341	1,558	643	1,781	2,271
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
同比	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 43：优然牧业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,747	1,661	1,708	2,017	2,208
应收票据及应收账款	835	1,189	1,016	1,169	1,325
存货	1,972	3,326	4,134	4,187	5,296
预付款项	247	468	559	662	775
生物性资产	10	8	8	8	8
关联方应付款	556	780	947	1,147	1,371
其他流动资产	39	22	22	22	22
流动资产合计	6,405	7,454	8,393	9,212	11,004
固定资产	6,184	10,132	13,934	16,400	18,563
使用权资产	1,321	2,187	2,742	3,284	3,811
无形资产	5	4	4	4	4
商誉	763	793	793	793	793
生物性资产	7,038	10,408	13,137	16,478	19,317
为生物性资产及固定资产付出存款	349	891	837	632	404
递延所得税资产	11	18	18	18	18
其他非流动资产	124	75	75	75	75
非流动资产合计	15,796	24,507	31,539	37,683	42,985
短期借款	4,225	5,412	5,575	5,742	5,914
可转换债券	0	2,407	0	0	0
应付票据及应付账款	2,588	3,276	3,889	4,000	4,588
租赁及合约负债	73	92	92	92	92
应交税费	19	30	30	30	30
其他流动负债	39	91	91	91	91
流动负债合计	6,944	11,308	9,675	9,954	10,715
长期借款	1,972	4,044	10,044	14,044	17,044
可转换债券	3,044	0	3,000	3,000	3,000
租赁负债	929	1,266	1,393	1,532	1,686
递延收入	217	434	434	434	434
递延所得税负债	7	6	6	6	6
其他非流动负债	28	23	23	23	23
非流动负债合计	6,195	5,774	14,900	19,040	22,193
股本	0	0	0	0	0
储备	7,820	13,181	13,465	15,479	17,984
少数股东权益	1,241	1,699	1,890	2,420	3,095
所有者权益合计	9,062	14,880	15,355	17,899	21,079

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 44：优然牧业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	1,594	2,095	920	2,409	3,056
固定资产折旧	334	377	481	551	622
可转债公允价值亏损/盈利	11	133	0	0	0
财务费用	310	732	952	1,166	1,320
存货的减少	-302	-1,154	-808	-53	-1,109
经营性应收项目的减少	-39	-658	-95	-469	-506
经营性应付项目的增加	-601	340	612	111	589
因公允价值变动减奶牛销售成本而产生的亏损	414	407	1,546	649	794
其他	-13	-7	-136	-152	-170
经营活动产生的现金流量净额	1,708	2,266	3,474	4,212	4,596
资本开支	-1,442	-4,026	-3,970	-3,970	-3,754
投资支付的现金	-1,999	-2,350	-1,200	0	0
投资生物资产开支	-2,329	-3,773	-5,190	-4,931	-4,931
出售生物资产、固定资产等获得现金	975	1,168	1,303	1,558	1,967
政府补助	32	245	64	70	78
其他	11	39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,753	-8,697	-8,993	-7,273	-6,640
取得借款收到的现金	1,364	3,253	6,162	4,167	3,172
收到其他与筹资活动有关的现金	5,268	2,667	127	139	153
借款利息支出	-281	-415	-655	-861	-1,008
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,199	0	0	0	0
其他	-59	-81	-68	-75	-82
筹资活动产生的现金流量净额	5,094	5,424	5,566	3,370	2,235
现金及现金等价物净增加额	2,049	-1,007	47	309	191
期初现金及现金等价物余额	570	2,619	1,627	1,674	1,983
期末现金及现金等价物余额	2,619	1,627	1,674	1,983	2,174

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 45：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,日后可作修改而不另通知,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

