

现金流改善拐点或已至，原奶周期反转直接受益者

核心观点

- **稳居国内牧场龙头，产业链协同优势突出。** 优然牧业为国内最大的原料奶供应商，24H1 末拥有 96 座牧场、60 万头奶牛，23 年产量 302 万吨。公司营收从 2018 年 63 亿提升至 2023 年 187 亿，其中原料奶业务收入从 26 亿提升至 129 亿（CAGR 为 38%）；2024H1 实现营收 101 亿（yoy+11%），受益原奶产量提升。伊利为公司主要股东、最大客户，2018 年以来公司向伊利售奶收入占比维持 90% 以上，产销率接近 100%，信贷亏损占比极低。公司盈利能力稳步提升，24H1 原料奶业务毛利率为 32%（yoy+4pct），综合毛利率为 28.3%（yoy+5.3pct）；客户结构稳定，销售费用率维持低位；因奶价下跌导致奶牛公允价值下跌，24H1 净亏损 4.7 亿。
- **牧场或加速出清，原奶趋向供需平衡。** 我国生鲜乳价格下跌导致奶牛牧场亏损面扩大，24 年以来牧场存栏逐步去化，预计 24 年减少 30-40 万头奶牛存栏。我们认为 25Q2 牧场将加速出清，主要因：1）淡季奶价或进一步下探，牧场经营压力加剧；2）Q2 部分牧场面临收购饲料的现金流压力；3）伊利蒙牛或减少社会化牧场收奶量。对于达到供需平衡所需时间而言，生鲜乳供给量、消费量均为重要变量；若 25 年生鲜乳需求量有所增加，下半年供需平衡大概率能达成；若生鲜乳需求量持平，大概率 26 年达到供需平衡。
- **售奶毛利率产销率高，奶牛公允价值跌幅或将收窄。** 公司原奶销售结构优良，特色生鲜乳占比可观，24H1 原料奶平均售价为 4.16 元/kg；售奶毛利率在业内领先。在售奶赚钱的基础上，公司奶牛存栏规模领先，成母牛单产较高，为公司创造良好收益。公司建设牧场的战略布局已完成，未来投资规模有望大幅缩减，资本开支有望下降；公司经营性现金流稳健增长，**我们认为公司现金流向上拐点或已出现。** 预计 24 年全年奶牛公允价值下降 10 亿左右；若 25 年奶价跌幅收窄，则公司奶牛公允价值跌幅将同步收窄，**意味着公司利润拐点早于奶价拐点。**

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为-0.05、0.17、0.38 元。我们选取养殖、饲料销售、乳品企业作为可比公司，认为目前公司合理估值水平为 2026 年 7.5 倍市盈率，对应目标价 3.08 港元（采用港币兑人民币汇率 0.92），首次给予买入评级。

风险提示：奶价反转不及预期、奶牛公允价值超预期下调、现金周转风险、原材料价格超预期回升、假设条件变化影响测算结果风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,051	18,694	20,118	20,702	22,019
同比增长(%)	17.6%	3.6%	7.6%	2.9%	6.4%
营业利润(百万元)	1,608	-149	1,034	2,072	3,332
同比增长(%)	-43.2%	-109.3%	893.7%	100.4%	60.8%
归属母公司净利润(百万元)	415	-1,050	-190	663	1,466
同比增长(%)	-73.4%	-353.0%	181.9%	449.4%	121.4%
每股收益（元）	0.11	-0.28	-0.05	0.17	0.38
毛利率(%)	23.4%	23.9%	27.6%	27.9%	27.7%
净利率(%)	2.2%	-7.8%	-1.3%	2.7%	7.0%
净资产收益率(%)	2.8%	-11.1%	-2.0%	4.2%	10.3%
市盈率（倍）	16.5	(6.5)	(37.0)	10.6	4.8
市净率（倍）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（首次）

股价（2025年02月07日）	1.96 港元
目标价格	3.08 港元
52 周最高价/最低价	2.02/1.03 港元
总股本/流通 H 股（万股）	389,273/389,273
H 股市值（百万港币）	7,630
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2025 年 02 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0	28.95	38.03	63.33
相对表现%	-4.49	20.28	37.17	31.92
恒生指数%	4.49	8.67	0.86	31.41



证券分析师

叶书怀
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517090002

姚晔
yaoye@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860524090006

燕斯娴
yansixian1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860524080004

李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517020001

香港证监会牌照: BSW124

目 录

一、稳居国内牧场龙头，产业链协同优势突出	5
1.1、收并购+内生快速扩大规模，与核心客户伊利良好协同	5
1.2、盈利能力稳中向好，生物资产减值科目拖累利润	6
二、牧场或加速出清，原奶趋向供需平衡	8
2.1、奶价下跌牧场出清压力大，饲料成本红利或削弱	8
2.2、预计 25Q2 奶价进一步下探，牧场将加速淘汰出清	10
2.3、供需平衡何时到来？	11
三、售奶毛利率产销率高，奶牛公允价值跌幅或将收窄	12
四、盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

图 1：优然牧业重要历史节点	5
图 2：公司营收及同比增速	5
图 3：公司主营业务收入占比拆分	5
图 4：公司牧场数量及原奶产量	6
图 5：2023 年末公司分地区牧场数量	6
图 6：公司向伊利销售原奶收入及销售占比	6
图 7：公司应收伊利款项占收入比重及信贷亏损占比	6
图 8：优然牧业毛利率及同比	7
图 9：公司分业务毛利率	7
图 10：公司期间费用率	7
图 11：公司合计期间费用率	7
图 12：公司现金 EBITDA/总收入	7
图 13：公司生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损	7
图 14：公司净利率及生物资产公允价值调整前的净利率	8
图 15：我国生鲜乳均价	8
图 16：奶牛饲料原料价格	8
图 17：奶牛存栏百头以上规模养殖比例快速提升	9
图 18：2024H1 末牧场行业格局（按奶牛存栏数量测算）	9
图 19：24H1 末牧场上市公司资产负债率	9
图 20：24H1 牧场上市公司财务费用率	9
图 21：伊利资产减值损失及对净利率的影响	10
图 22：蒙牛存货减值损失及对净利率的影响	10
图 23：牧场上市公司旗下奶牛数量总计（万头）	12
图 24：上市牧场公司成母牛单产（吨/头年）	12
图 25：牧场上市公司原料奶平均售价（元/kg）	12
图 26：牧场上市公司原料奶业务毛利率	12
图 27：各牧场上市公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入	13
图 28：优然牧业经营活动产生的现金流量净额（亿元）及同比	13
图 29：优然牧业固定资产、生物资产开支（亿元）	13
图 30：优然牧业投资活动产生的现金流量净额（亿元）	13
图 31：优然牧业借贷所得款及偿还款（亿元）	14
图 32：优然牧业筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	14
图 33：优然牧业有息负债（亿元）	14
图 34：优然牧业资产负债率	14

图 35：牧场上市公司生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损（亿元）	15
图 36：优然牧业奶牛公允价值（元/头）	15
图 37：优然成母牛公允价值(元/头)和奶价（元/kg）走势	16
图 38：各牧场上市公司 24H1 未成母牛公允价值	16
表 1：原奶供需测算	11
表 2：25 年消费量变化幅度、大包粉进口量对供需平衡的影响	11
表 3：优然牧业育成牛、成母牛的公允价值评估准则	15
表 4：可比公司估值表	18

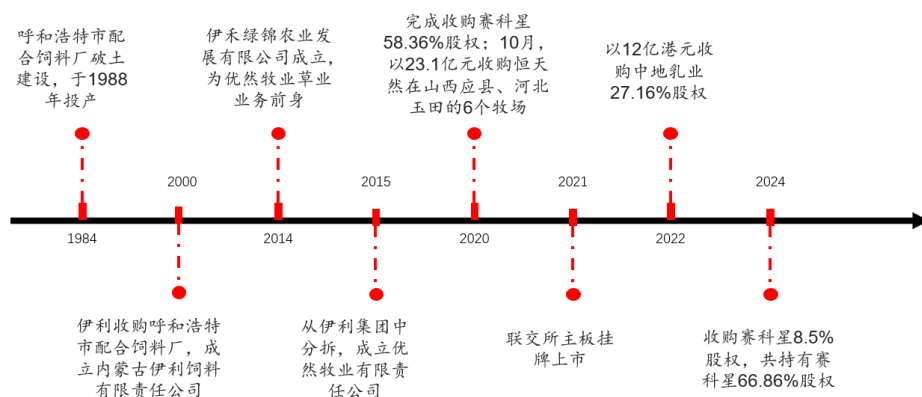
一、稳居国内牧场龙头，产业链协同优势突出

1.1、收并购+内生快速扩大规模，与核心客户伊利良好协同

优然牧业前身为于 1984 年成立的呼和浩特市配合饲料厂，于 2000 年被伊利收购，成立内蒙古伊利饲料有限责任公司。2015 年，公司从伊利集团中分拆，成立优然牧业有限责任公司。

2020 年，优然牧业完成收购赛科星 58.36% 股权；10 月收购恒天然在山西应县、河北玉田的 6 个牧场，原料奶收入占比快速提升（由 2019 年 40% 提升至 2020 年 59%）。2021 年，优然牧业于联交所主板挂牌上市。2022 年，优然牧业以 12 亿港元收购中地乳业 27.16% 股权；2024 年继续收购赛科星 8.5% 股权，共持有赛科星 66.86% 股权。24H1，公司原料奶业务收入占比已达 73%。

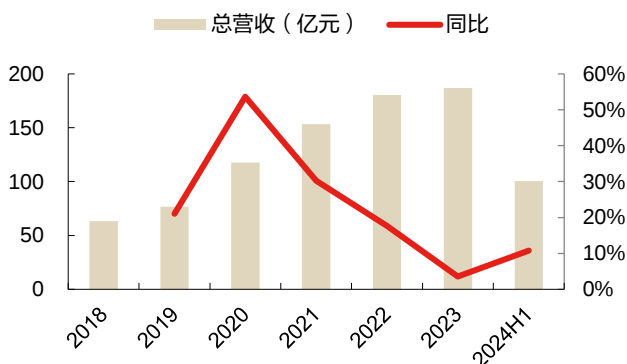
图 1：优然牧业重要历史节点



数据来源：饲料行业信息网、洞察 IPO、格隆汇、蓝鲸财经、东方证券研究所

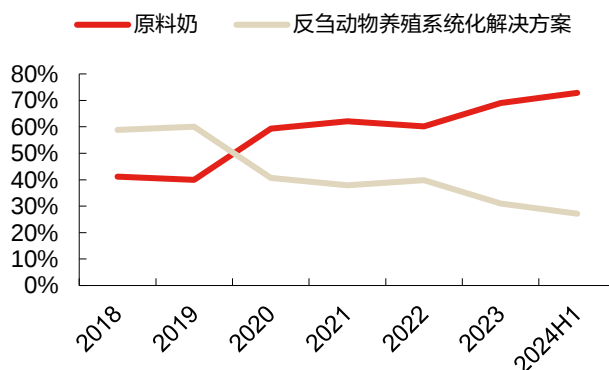
公司营收从 2018 年 63 亿提升至 2023 年 187 亿，五年 CAGR 达 24%；其中原料奶业务收入从 26 亿提升至 129 亿（CAGR 为 38%），反刍动物养殖系统化解决方案收入从 37 亿提升至 58 亿（CAGR 为 9%）。2024H1，公司实现营收 101 亿（yoy+11%），其中原料奶实现收入 73 亿（yoy+19%），主要受益原奶产量提升；反刍动物养殖系统化解决方案收入为 27 亿（yoy-6%），主要因公司主动筛选优质客户。

图 2：公司营收及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司主营业务收入占比拆分

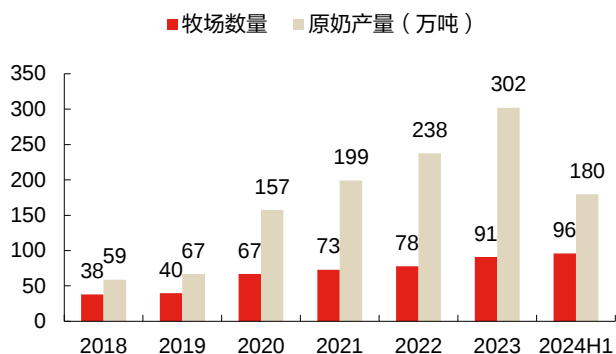


数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司近年来通过内生扩规模以及收并购方式，旗下牧场数量持续提升，从 2018 年 38 座提升至 2024 年 H1 末 96 座，原奶产量从 2018 年 59 万吨提升至 2023 年 302 万吨（CAGR 达 39%）。

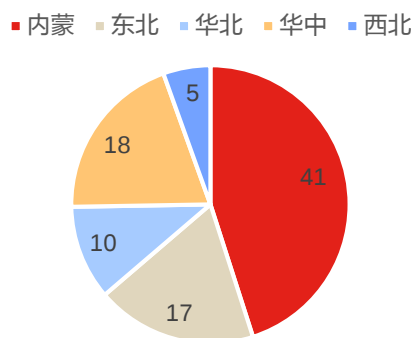
分地区来看，公司牧场主要坐落在内蒙古，其次是华中、东北地区，预计内蒙古贡献 50%以上原奶产量。

图 4：公司牧场数量及原奶产量



数据来源：公司公告、东方证券研究所（2020 年将赛科星合并）

图 5：2023 年末公司分地区牧场数量



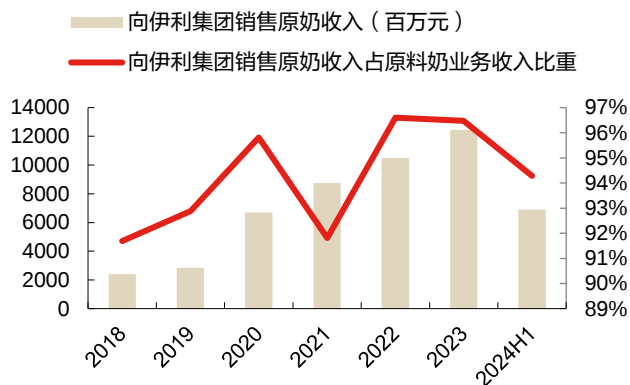
数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 伊利为核心客户，产销率高，信贷亏损比例低

伊利积极收奶，优然产销率接近 100%。伊利作为公司主要股东，也同时是公司最大的销售客户，2018 年以来公司向伊利销售的原奶收入占比维持在 90%以上，2023 年达到 96%。伊利集团收奶需求量大，每年优然供奶量仅占其收奶量 30%+，因此基本保障了优然产销率接近 100%（2018 年至 2024H1 始终徘徊在 97-98%）。未来优然供奶量占伊利收奶量比例仍有进一步提升空间。

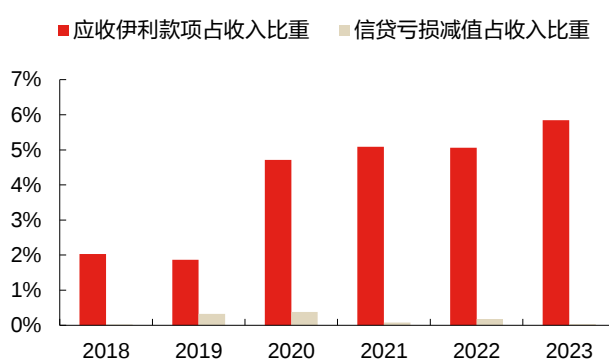
核心客户伊利信用良好，优然信贷亏损占比极低。来自伊利的应收账款占优然收入比重不超过 6%；优然整体信贷亏损减值占收入比重极低，2018-2023 年均值仅 0.17%。

图 6：公司向伊利销售原奶收入及销售占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：公司应收伊利款项占收入比重及信贷亏损占比

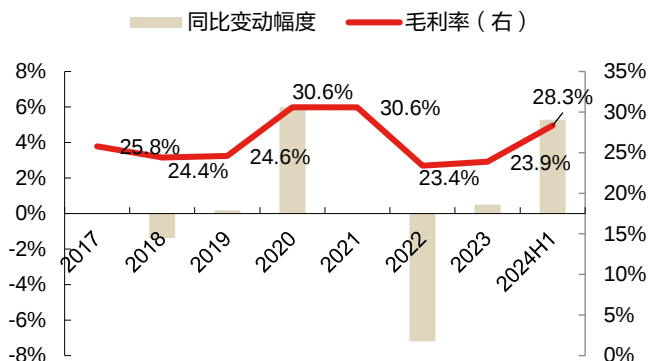


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.2、盈利能力稳中向好，生物资产减值科目拖累利润

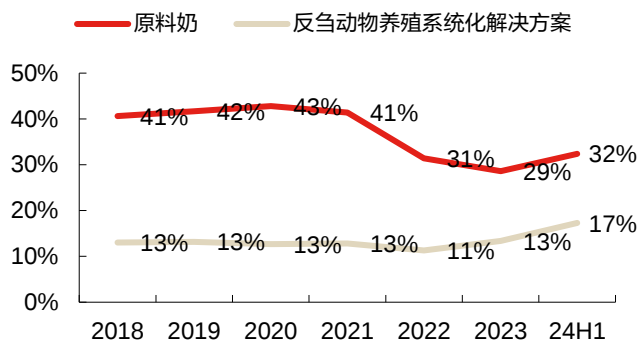
分业务来看，2024H1 原料奶业务毛利率为 32%（yoy+4pct），反刍动物养殖系统化解决方案毛利率为 17%（yoy+5pct），综合毛利率为 28.3%（yoy+5.3pct）；毛利率提升主要受益于饲料原料价格下跌。

图 8：优然乳业毛利率及同比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

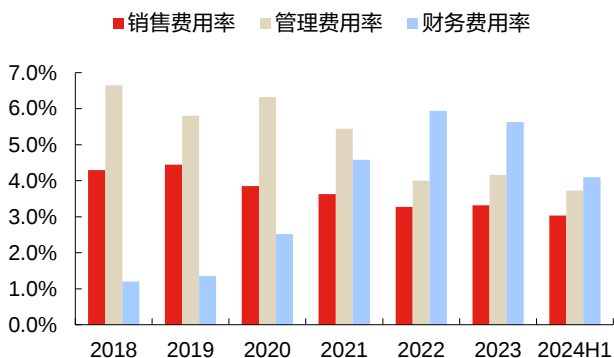
图 9：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

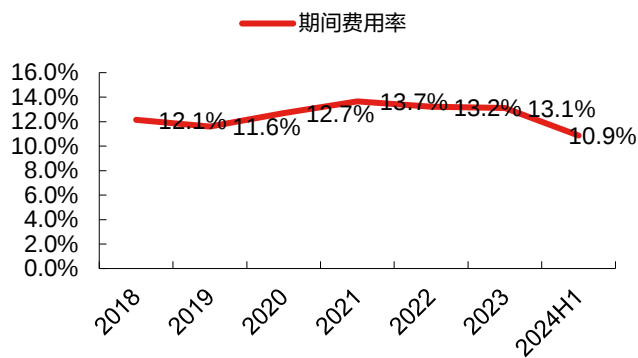
销售、管理费用率稳步下降，财务费用率高企。公司与核心大客户伊利深度合作，销售费用开支需求较低，销售费用率由 2018 年 4.3% 逐步下降至 2024H1 的 3%；受益收入基数提升，管理费用率逐渐摊薄，由 2018 年 6.6% 降至 24H1 的 3.7%。公司财务费用率在 2018-2022 年逐年上升，主要因公司因收并购、扩产投入大量资本开支，负债率提升，2022 年财务费用率达到 5.9%；2023 年赎回可转股票据，财务费用率略降；24H1 降至 4.1%。

图 10：公司期间费用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：公司合计期间费用率

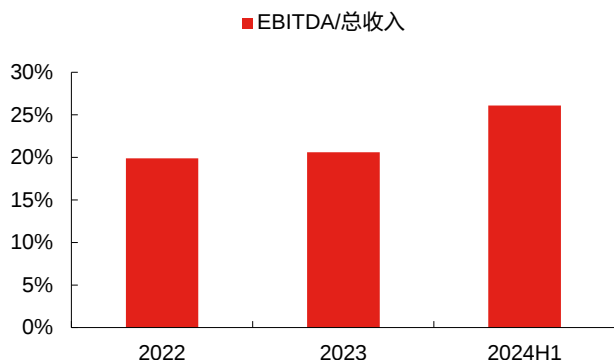


数据来源：公司公告、东方证券研究所

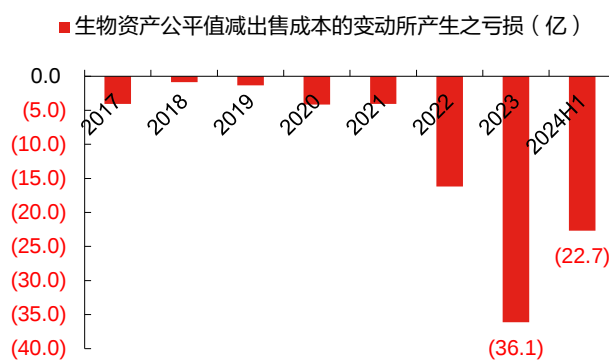
受益毛利率提升以及期间费用率稳中有降，24H1 公司现金 EBITDA/总收入达到 26%，同比提升 6.2pct。但受“生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损”（主要包括淘汰牛损失、奶牛公允价值波动等项目）科目拖累，24H1 净利润为-4.7 亿。

图 12：公司现金 EBITDA/总收入

图 13：公司生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损

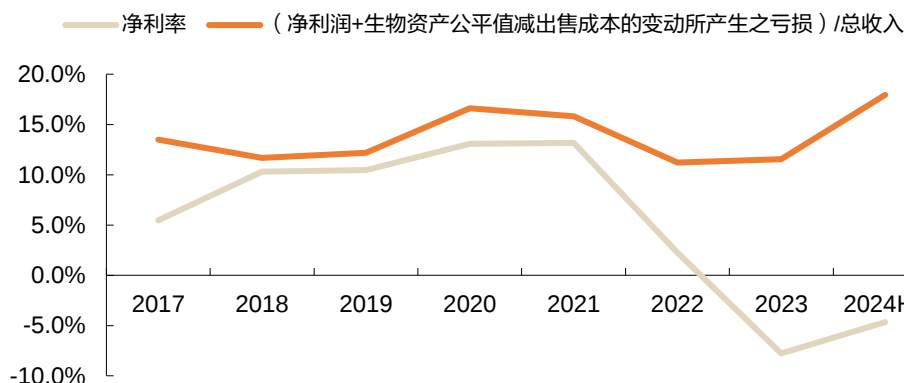


数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 14：公司净利率及生物资产公允价值调整前的净利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

二、牧场或加速出清，原奶趋向供需平衡

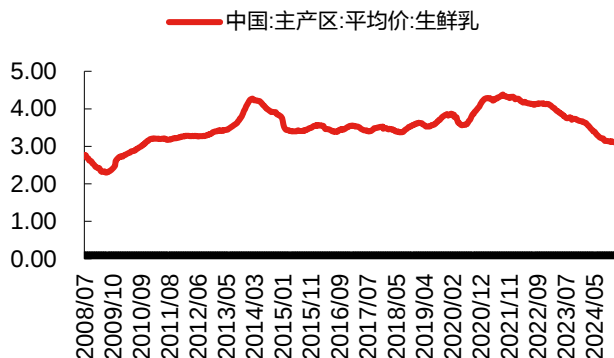
2.1、奶价下跌牧场出清压力大，饲料成本红利或削弱

2020-2023 年我国牧场扩产，原奶供给过剩，奶价自 21 年 9 月起持续下跌。2020 年我国原奶价格大幅上涨，引发市场对于奶价的乐观预期，导致养殖企业主动扩产；根据 USDA 数据，23 年底我国奶牛存栏量达到 660 万头。原奶供给大幅增加，但需求相对低迷，我国生鲜乳价格自 21 年 9 月以来呈下滑趋势，主产区生鲜乳均价由 21 年 8 月 4.4 元/kg 降至当前 3.1 元/kg。当前阶段，奶牛供给去化成为核心课题。

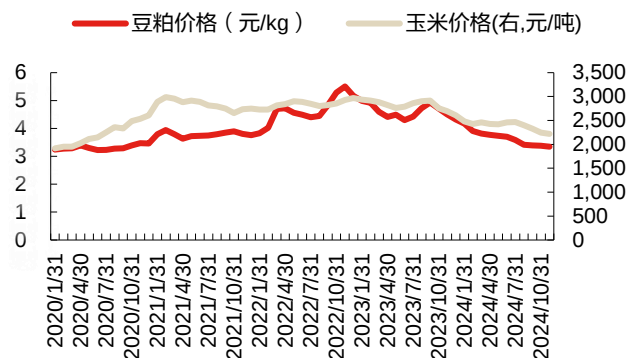
当前饲料价格或基本触底，牧场成本端红利或削弱。奶牛养殖成本中饲料成本约占 70%，近两年饲料价格也呈下跌趋势，尤其是 24 年豆粕、玉米均价分别较年初下降 24%、18%，并且多牧场降低饲料品质、用料，导致奶牛去化速度放慢。当前饲料价格或基本触底，下降空间不大；若奶价进一步下行，社会化牧场生存压力将大幅提升。

图 15：我国生鲜乳均价

图 16：奶牛饲料原料价格



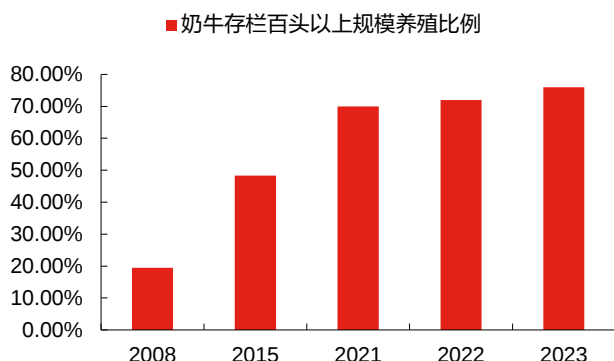
数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

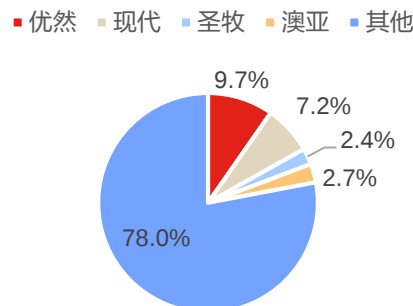
规模化牧场占比高，存栏去化周期延长。规模化牧场相较散农户具备现金周转能力更强、抗压能力更强的特征。我国规模化养殖牧场比例快速提升，百头以上存栏牧场占比由 2014 年 45% 提升至 2023 年 76%，导致本轮存栏去化周期延长、奶价下跌时间更久。当前我国万头牧场占比也达到较高水平；根据荷坦斯杂志统计，2022 年我国新建牧场设计平均存栏规模 7300 头，其中存栏 5000 头以上占 87%，万头以上占 70%。这进一步提升了存栏去化的难度。

图 17: 奶牛存栏百头以上规模养殖比例快速提升



数据来源: 消费日报网、中国经济网、辽宁日报、中国现代金融学会、东方证券研究所

图 18: 2024H1 末牧场行业格局（按奶牛存栏数量测算）



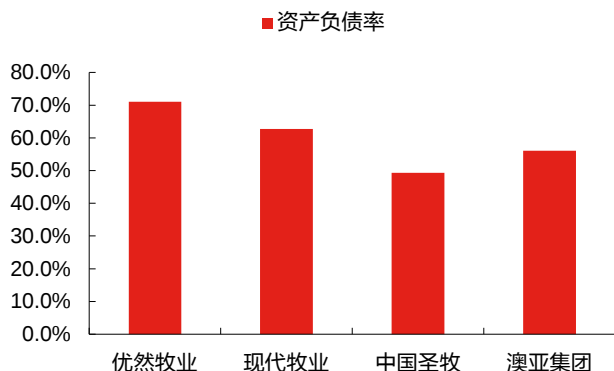
数据来源: 各公司年报、中国奶业协会、东方证券研究所测算

奶牛养殖为重资产行业，经历前几年快速扩张，牧场负债率普遍较高；24H1，优然乳业、现代牧业资产负债率分别为 71%、63%。牧场运营需要持续投入资金，包括牧场的维护性支出以及饲料购买等；在当前奶价不景气的阶段，社会化牧场普遍借债抗压，资产负债率达到高位，预计部分牧场出现资不抵债的情况。高负债率下，牧场财务费用率也较高，例如 24H1 优然、现代分别为 4.1%、3.2%。

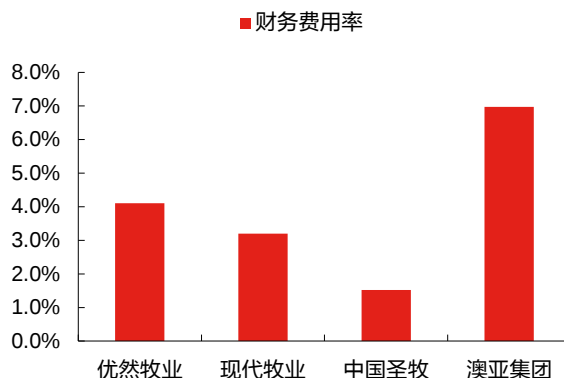
综合，2024 年社会化牧场现金成本约在 3-3.1 元/kg，完全成本约 3.4 元/kg 左右。主产区生鲜乳均价在 3.1 元/kg 左右，已低于社会化牧场的完全成本，仍略高于现金成本。

图 19: 24H1 末牧场上市公司资产负债率

图 20: 24H1 牧场上市公司财务费用率



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

小规模牧场存栏加速去化，大牧场主动淘汰力度较弱。2024 年以来，我国奶牛养殖行业进入存栏去化阶段，其中现金周转能力较弱、养殖成本较高的散养农户、小型牧场出清速度较快；例如宁夏、河北等小规模养殖户占比较高的地区今年以来出清速度较快，宁夏奶牛总存栏数从 23 年末 92 万头降至 24H1 末 85 万头。大牧场因承压能力较强，主动淘牛意愿较弱，以优然、现代牧业为例，24H1 末二公司奶牛存栏量环比 23 年末变化不大。

24 年来，我国奶牛存栏量整体呈下降趋势。24 年 3 月-24 年 6 月，全国每天消减约 4500 吨原奶，合计 15 万头泌乳牛。我们预计 24 年末将去化到 620 万头左右，全年减少 30-40 万头奶牛存栏。

2.2、预计 25Q2 奶价进一步下探，牧场将加速淘汰出清

● 淡季奶价预计将回落

当前为春节前备货旺季，奶价有一定支撑，徘徊在 3.1 元/kg 之上。预计春节后的消费淡季，奶价仍有进一步下降空间。若奶价来到 3 元/kg 现金成本附近，预计社会化牧场经营压力将大幅提升。

● 集中收购饲料的现金流压力

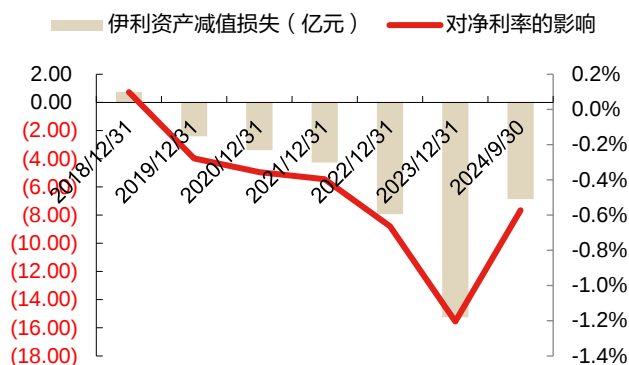
一般来说，9-10 月为各家奶牛养殖企业集中收购青贮饲料的关键时期，但 24 年 9-10 月牧场普遍现金流紧缺、经营压力大，因此预计青贮饲料收购量可能仅供 6-8 个月使用，在 25 年 Q2 或面临再次收购饲料的压力；部分现金流周转困难的牧场将面临较大淘汰压力。

● 乳业龙头伊利蒙牛或减少社会化牧场收奶量

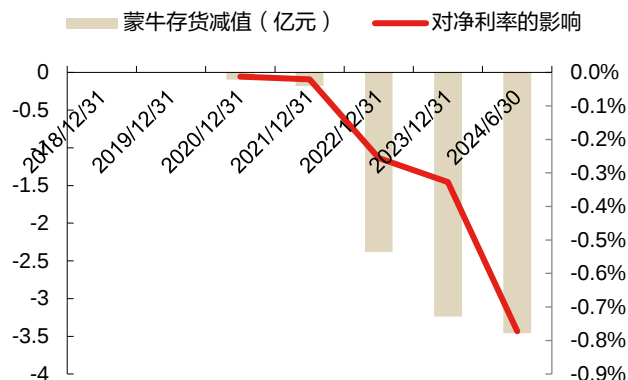
乳企龙头伊利蒙牛在 24 年额外收购较多原奶，导致喷粉损失较大。24 年前三季度，伊利资产减值损失 6.9 亿，拖累净利率 0.6pct；蒙牛存货减值损失 3.5 亿，拖累净利率 0.8pct。展望 25 年，伊利蒙牛均定下净利率目标，利润诉求较强，因此有动力减少社会化牧场购奶量，来减少喷粉造成的损失。若伊蒙减少购奶量，社会化牧场销售压力将明显增加，预计将加速淘汰清退。

图 21：伊利资产减值损失及对净利率的影响

图 22：蒙牛存货减值损失及对净利率的影响



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

综合，随着奶价下探，我们认为 2025 年牧场将面临更大的经营压力，而 Q2、Q3 将是牧场现金周转压力较大的阶段，预计该时间段牧场将加速淘汰，原奶供需结构有望改善。

2.3、供需平衡何时到来？

我们对原奶供需进行测算，其中供给端主要来源于我国自产生鲜乳、生鲜乳进口、大包粉进口，根据国家统计局数据，24 年我国生鲜乳产量 4079 万吨（yoy-2.8%）；假设 24 年我国生鲜乳进口量同比下滑 16%，生鲜乳出口量同比增长 20%，大包粉进口量同比下滑 20%，计算得我国合计生鲜乳供给约 4643 万吨，供给过剩 200 万吨左右。2025 年，若供给与需求达到平衡，并假设消费量同比增长 3%，则奶牛存栏量需去化至 599 万头左右。

表 1：原奶供需测算

	2023 年	2024E	2025E
奶牛存栏量（万头）	650	618	599
成母牛单产（吨/头年）	9.4	9.5	9.55
我国生鲜乳产量（万吨）	4197	4079	4066
生鲜乳进口量（万吨）	84	70	63
生鲜乳出口量（万吨）	3	4	5
大包粉进口量（万吨）	77.7	62.2	56.0
合计生鲜乳供给（万吨）	4899	4643	4572
液体奶实际消费量（万吨）	4679	4440	4572
供给过剩（万吨）	220	203	0

数据来源：中国奶业协会、国家统计局、每日经济新闻、大河财立方、东方证券研究所测算（注：1 吨大包粉约可还原成 8 吨生鲜乳，假设 25 年消费量增加 3%）

我们进行了敏感性分析，假设 25 年消费量变化幅度在-5%~+5%范围，大包粉进口量在 50~60 万吨范围，对达到供需平衡时奶牛存栏量需要去化到什么程度进行了测算。中性假设下，若 25 年消费量增长 3%，大包粉进口量同比下滑 10%至 56 万吨，则奶牛存栏量约需去化至 599 万头可达供需平衡，大概率 25 年下半年可实现。若 25 年消费量同比不变，大包粉进口量同比下滑 10%至 56 万吨，则奶牛存栏量约需去化至 559 万头可达供需平衡，预计 26 年实现供需平衡。

综合而言，对于达到供需平衡所需时间而言，生鲜乳供给量、消费量均为重要变量；若 25 年生鲜乳需求量回升 3%，供需平衡大概率在 25Q3 达成。

表 2：25 年消费量变化幅度、大包粉进口量对供需平衡的影响

奶牛存栏数量 (万头)		25 年消费量变化幅度				
		-5%	-3%	0%	3%	5%
25 年大包粉 进口量 (万吨)	50	507	533	573	613	640
	52	502	529	568	608	635
	54	497	524	564	603	630
	56	492	519	559	599	625
	58	488	514	554	594	620
	60	483	509	549	589	616

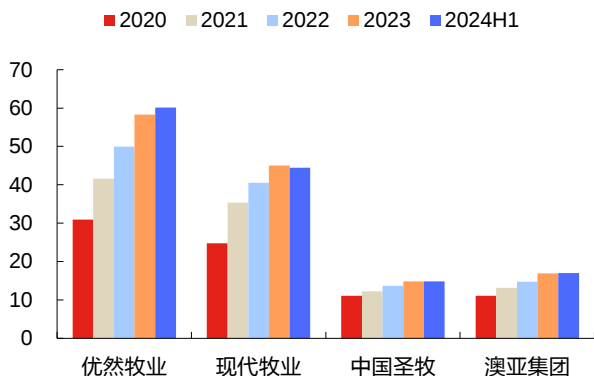
数据来源：东方证券研究所测算

三、售奶毛利率产销率高，奶牛公允价值跌幅或将收窄

● 育牛技术领先奶牛单产高，产品结构优良售奶利润高，核心客户稳定产销率高

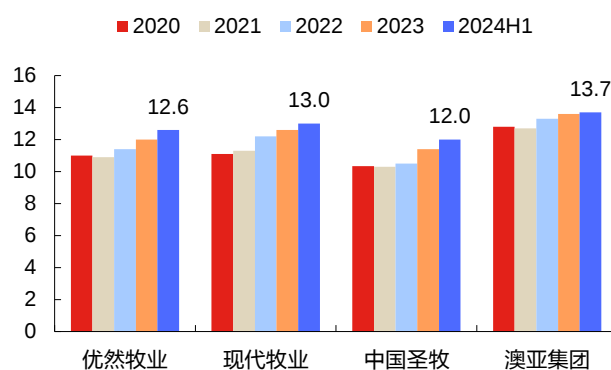
规模最大的原料奶供应商，育牛技术领先奶牛单产高。优然牧业为全国规模最大的原料奶供应商，截至 24H1 末，旗下奶牛存栏达 60 万头。公司成母牛单产近年来稳步提升，24H1 为 12.6 吨/头年，显著高于我国奶牛平均单产（23 年全国荷斯坦奶牛平均单产 9.4 吨），预计仍有上行空间。

图 23：牧场上市公司旗下奶牛数量总计（万头）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：上市牧场公司成母牛单产（吨/头年）



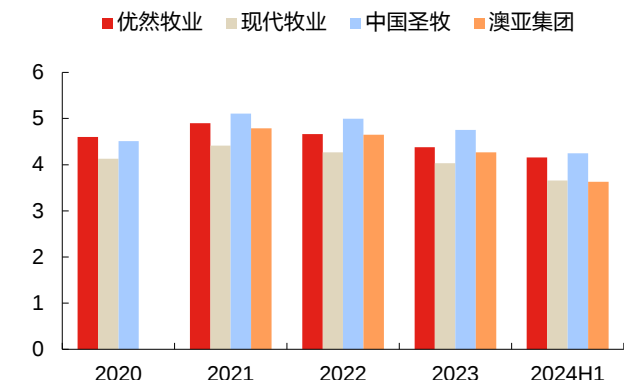
数据来源：公司公告、东方证券研究所

原奶销售结构优良，售奶毛利率领先。优然牧业原料奶业务包含优质生鲜乳、特色生鲜乳（包括有机奶、A2 奶、娟姗奶、有机 A2 奶、有机娟姗奶、原生 DHA 奶、富硒奶，及山羊奶），其中优质生鲜乳价格随行就市，特色生鲜乳价格较高。根据公司招股说明书，2018-2020 年，优质生鲜乳售价分别为 3.9、4.1、4.3 元/kg，特色生鲜乳售价分别为 5.6、5.5、5.5 元/kg，特色生鲜乳占比可观（2020 年特色奶占原料奶业务收入比重为 31%），导致公司原料奶业务平均售价较高。

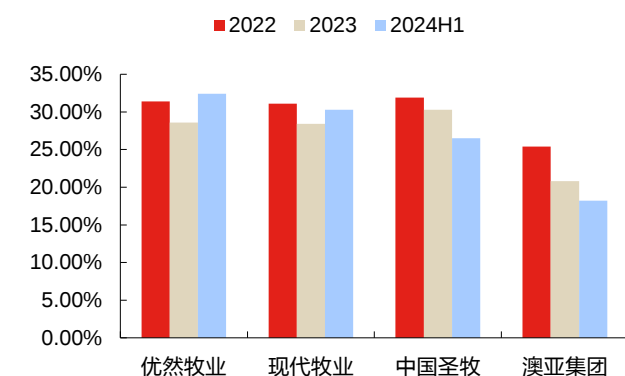
2024H1，公司原料奶平均售价为 4.16 元/kg，在上市公司中处于较高水平；24H1 公司原料奶业务毛利率达 32%，在业内领先（现代/圣牧/澳亚分别为 30%/27%/18%）。

图 25：牧场上市公司原料奶平均售价（元/kg）

图 26：牧场上市公司原料奶业务毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所



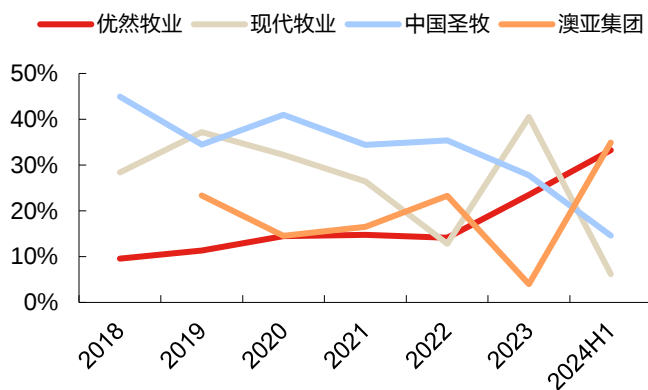
数据来源：公司公告、东方证券研究所

客户结构稳定，保障满产满销。公司与核心客户伊利良好协同，24H1 来自伊利的收入占原奶销售收入比重达 94%，产销率维持高位。

● **经营性现金流净额稳步增加，资本开支有望明显缩减，公司现金流出现向好拐点**

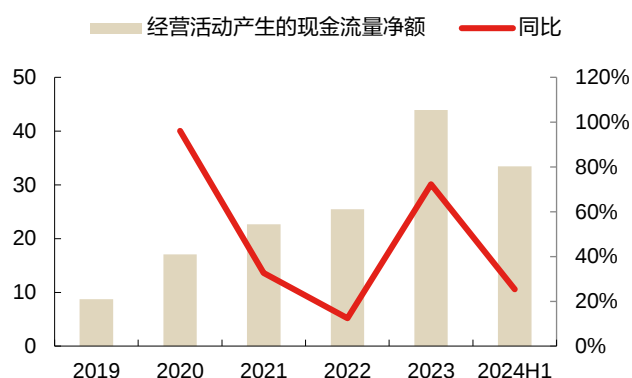
公司经营性现金流逐步改善。牧场经营活动产生的现金流净额/营收普遍较低，但优然该指标呈上升趋势，24H1 达到 33%，已在同行中处于较高水平。公司经营活动产生的现金流量净额稳步增长，23 年为 44 亿（yoy+72%），24H1 为 33 亿（yoy+25%）。

图 27: 各牧场上市公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 28: 优然牧业经营活动产生的现金流量净额（亿元）及同比

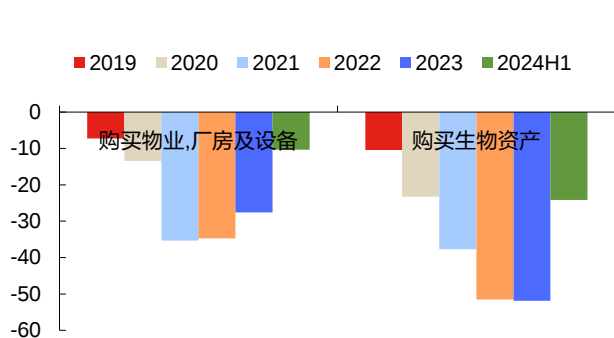


数据来源：Wind、东方证券研究所

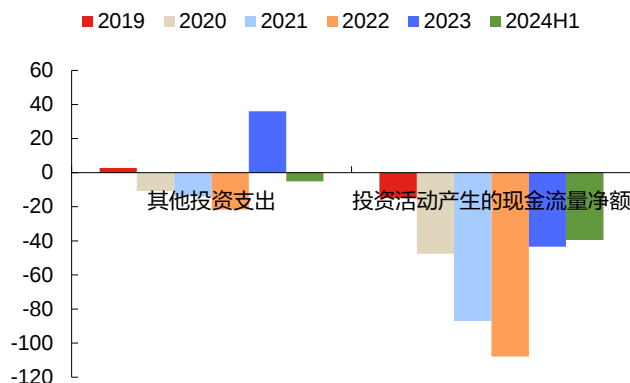
当前奶价低位，公司不再主动扩产，收缩资本开支，24H1 购买物业、厂房及设备开支为 10 亿，较 22、23 年同期有所下降（22H1 为 13 亿，23H1 为 12 亿）。公司购买生物资产开支主要用于购买饲料，饲料购买量与奶牛数量相关，因此仍维持较高水平。整体来看，24 年以来公司投资活动的现金支出较前两年略降（24H1 为 40 亿，23H1 为 67 亿，22H1 为 42 亿）。

图 29: 优然牧业固定资产、生物资产开支（亿元）

图 30: 优然牧业投资活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

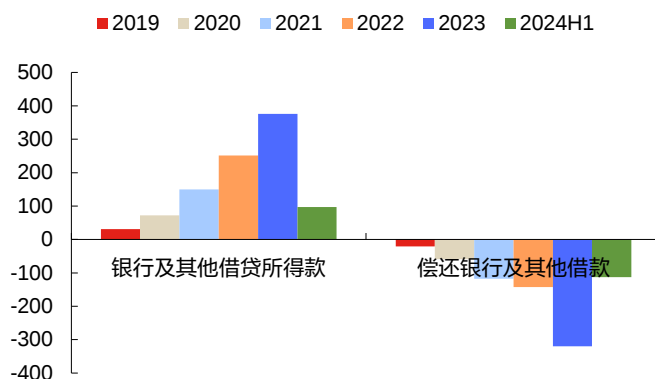


数据来源：Wind、东方证券研究所

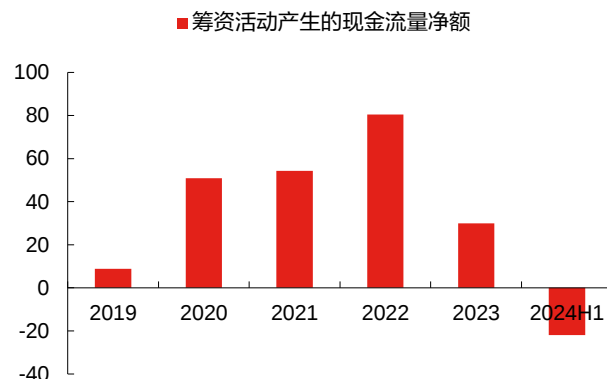
24H1 公司新增贷款减少，增加偿还款，意味着现金周转压力最大的时期已然过去。24H1 公司新增银行及其他贷款 97 亿，较 23H1、22H1 的 140、133 亿明显下降。24H1 偿还银行及其他贷款 113 亿，较 23H1、22H1 的 88、92 亿提升。

图 31：优然乳业借贷所得款及偿还款（亿元）

图 32：优然乳业筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所



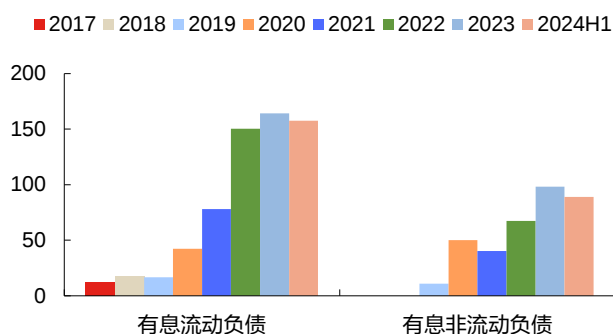
数据来源：Wind、东方证券研究所

因 2020 年收购赛科星、2021/2022 年扩建牧场，公司资产负债率较高，24H1 为 71%。24H1 末，公司有息流动负债 158 亿，有息非流动负债 89 亿，较 23 年末略降。公司在黄金奶源带建设牧场的战略布局已完成，未来投资规模有望大幅缩减，预计资本开支将持续下降；伴随供给出清，奶价或企稳回升，公司经营性现金流将稳健增长，我们认为公司现金流向上拐点已然出现，负债率也有望逐渐下降。

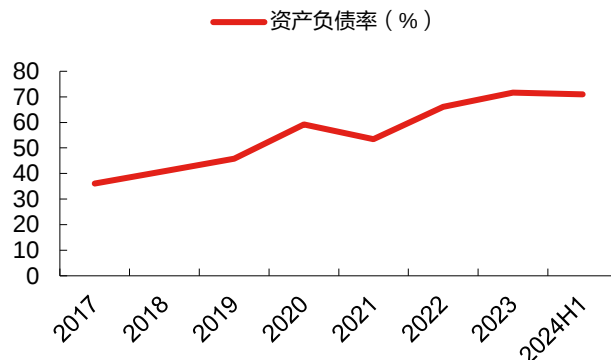
公司具备持续经营能力。24H1 末，公司流动负债净额为 111 亿元，而预计 2024 年 6 月 30 日起 12 个月内预期重续的若干已动用银行贷款融资总金额约 110 亿元。预计公司偿债压力可控。

图 33：优然乳业有息负债（亿元）

图 34：优然乳业资产负债率



数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

● 公允价值下跌影响利润，奶价跌幅收窄即可看到利润向上弹性

优然牧业报表利润弹性较大，主要因“生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损”科目弹性较大。“生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损”科目主要包括奶牛公允价值变动、淘汰牛产生的损失等。

奶牛公允价值端，育成牛公允价值主要取决于当地市场售价与饲料成本；成母牛公允价值主要取决于奶价、产奶量、饲料成本等，根据公司招股说明书披露的敏感度测试，几个因素对成母牛公允价值的影响度排序：奶价>饲料成本>产奶量>贴现率>育成牛价格，奶价变动对成母牛公允价值变动影响最明显。

淘汰牛产生的损失：优然牧业淘汰的牛目前仍以老弱病成母牛为主（因公司售奶仍有较高利润率，并牛群年轻化，且注重健康长寿管理，因此预计主动淘牛比例低于行业均值），淘牛损失即为成母牛淘汰时发生的减值，例如1头成母牛公允价值近3万，淘汰时按肉牛价格出售，售价近1万，则淘汰1头成母牛产生2万左右减值损失。考虑到公司每年都会发生自然淘牛，预计淘牛损失波动有限。

表 3：优然牧业育成牛、成母牛的公允价值评估准则

育成牛	成母牛
14 个月大育成牛的公平值乃参考当地市场售价厘定。小于 14 个月年龄组的犊牛及育成牛的公平值乃经扣除饲养牛从报告期末的各自年龄至 14 个月大所需的估计喂饲成本加上饲养者通常所要求的利润厘定。反过来，大于 14 个月年龄组的育成牛的公平值乃经加入饲养育成牛从 14 个月大至报告期末的各自年龄所需的估计喂饲成本加上饲养者通常所要求的利润厘定。	成母牛的公平值乃使用多期超额盈余法厘定，该方法的基础是有关成母牛将产生的贴现未来现金流量。

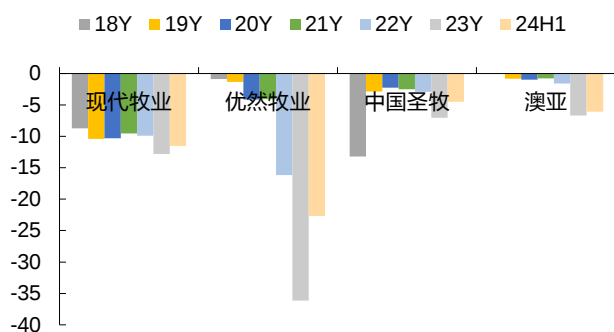
数据来源: 公司年报、东方证券研究所

优然牧业的“生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损”也包含了奶牛公允价值的波动，导致该科目弹性较大；在 23、24 年奶价走弱的时期亏损明显加剧。

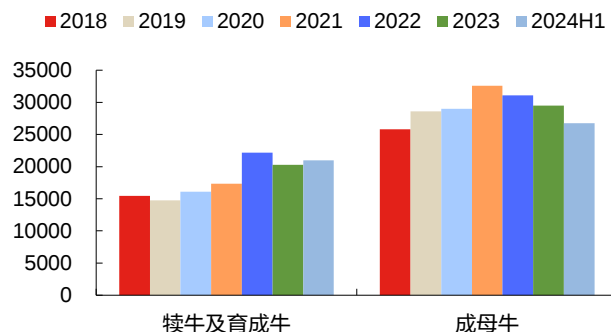
图 35：牧场上市公司生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损（亿元）

图 36：优然牧业奶牛公允价值（元/头）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



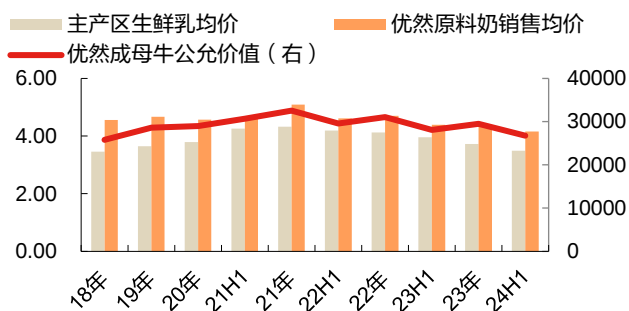
数据来源：各公司年报、东方证券研究所



数据来源：公司年报、东方证券研究所

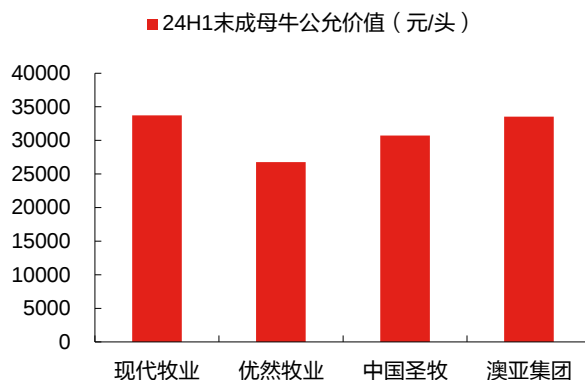
24H1，优然牧业成母牛公允价值由 2.95 万/头降至 2.68 万/头，预计 24H1 奶牛公允价值下降约 7-8 亿，全年下降 10 亿左右（24H2 奶价跌幅小于 24H1，预计奶牛公允价值跌幅较 H1 收窄）。在牧场上市公司中，24H1 末优然成母牛公允价值处于最低水平，意味着公司对公允价值计提较为充分。若 25 年奶价跌幅收窄，则优然奶牛公允价值跌幅将同步收窄，有望展现利润弹性。

图 37：优然成母牛公允价值(元/头)和奶价（元/kg）走势



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

图 38：各牧场上市公司 24H1 末成母牛公允价值



数据来源：各公司年报、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 24 年收入的增长主要来自于原奶产量提升，预计 25、26 年原奶产量增速放缓；预计 25 年奶价维稳或小幅下滑，26 年奶价触底回升。24 年受奶业环境影响，公司严格管控成本，及时主动调整销售策略，预计反刍动物养殖系统化解决方案收入略降，25-26 年预计稳步增长。
- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 27.6%、27.9% 和 27.7%。24 年毛利率提升受益于饲料成本下跌；25 年预计能通过锁价等手段将饲料成本维持相对低位；预计 26 年奶价有望回升，原料奶业务毛利率略升，但因毛利率较高的原料奶业务增速放缓，产品结构变动下综合毛利率或小幅下滑。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 3.3%，因公司与核心客户伊利协同良好，预计销售费用维持低位。预计 24-26 年管理费用率为 4.1%、4.1% 和 4.0%，管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。
- 4) 公司 24-26 年的所得税率为 0%、15%、15%。

收入分类预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
原料奶业务					
营业收入（百万元）	10,854	12,903	14,555	14,977	15,887
yoy	13.8%	18.9%	12.8%	2.9%	6.1%
毛利率	31.4%	28.6%	31.8%	31.8%	31.9%
反刍动物养殖系统化解决方案					
营业收入（百万元）	7,197	5,791	5,564	5,725	6,131
yoy	23.9%	-19.5%	-3.9%	2.9%	7.1%
毛利率	11.3%	13.4%	16.8%	17.4%	16.8%
合计					
营业收入（百万元）	18,051	18,694	20,118	20,702	22,019
yoy	17.6%	3.6%	7.6%	2.9%	6.4%
毛利率	23.4%	23.9%	27.6%	27.9%	27.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 -0.05、0.17、0.38 元。我们选取养殖、饲料销售企业作为可比公司；考虑到 2026 年公司受益奶价反转，我们认为目前公司合理估值水平为 2026 年 7.5 倍市盈率，对应目标价 3.08 港元（采用港币兑人民币汇率 0.92），首次给予买入评级。

表 4：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
万洲国际	0288.HK	6.11	0.89	0.94	1.01	6.9	6.5	6.0
巨星农牧	603477.SH	16.78	1.32	2.25	2.31	12.7	7.4	7.3
牧原股份	002714.SZ	36.82	3.60	4.23	3.97	10.2	8.7	9.3
德康农牧	2419.HK	29.40	8.20	5.48	12.08	3.6	5.4	2.4
现代牧业	1117.HK	0.91	0.00	0.05	0.08	-	16.7	11.2
调整后平均						-	7.5	7.5

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 2 月 7 日收盘价，万洲国际、德康农牧、现代牧业最新价单位为港币）

五、风险提示

奶价反转不及预期风险。若奶价反转不及预期，可能对公司业绩造成多方面负面影响，例如原奶利润率低位、奶牛公允价值低位等，并可能影响估值水平。

奶牛公允价值超预期下调风险。若奶牛公允价值超预期下调，将导致报表利润不及预期，并可能影响估值水平。

现金周转风险。若公司现金周转情况不及预期，可能导致债务偿还有一定困难，并可能影响估值水平。

原材料价格超预期回升风险。若饲料价格超预期回升，可能对公司盈利水平造成负面影响，并可能影响估值水平。

假设条件变化影响测算结果风险。如果原奶相关测算条件变化，如奶牛单产、奶粉进口量等测算条件变化，可能导致测算结果有一定偏差。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	936	3,936	3,492	2,901	2,409	营业收入	18,051	18,694	20,118	20,702	22,019
应收账款	2,230	1,896	2,040	2,100	2,233	销售成本	(13,827)	(14,224)	(14,562)	(14,935)	(15,919)
存货	4,693	4,505	4,612	4,730	5,042	其他收入及收益	411	590	520	580	600
预付账款	858	380	400	400	400	销售费用	(590)	(620)	(667)	(687)	(730)
其他流动资产	2,851	688	673	680	676	管理费用	(722)	(778)	(825)	(849)	(881)
流动资产合计	11,568	11,405	11,217	10,811	10,761	生物资产公允价值减出售成本 的变动所产生之亏损	(1,617)	(3,613)	(3,400)	(2,590)	(1,607)
固定资产	12,966	15,181	16,779	18,289	19,474	其他支出	(98)	(198)	(150)	(150)	(150)
生物资产	13,221	14,606	16,199	18,729	22,341	营业利润	1,608	(149)	1,034	2,072	3,332
商誉	793	672	672	672	672	财务费用	(1,097)	(1,083)	(1,189)	(1,308)	(1,427)
递延所得税资产	439	402	438	426	422	税前利润	475	(1,360)	(256)	662	1,803
其他非流动资产	4,459	3,931	3,911	4,126	4,329	所得税	(69)	(93)	0	(99)	(270)
非流动资产合计	31,878	34,792	38,000	42,242	47,237	净利润	406	(1,453)	(256)	563	1,533
资产总计	43,446	46,197	49,217	53,053	57,998	少数股东损益	(9)	(403)	(66)	(99)	66
短期借款	13,828	16,433	19,433	22,433	25,433	归属于母公司净利润	415	(1,050)	(190)	663	1,466
应付账款及应付票据	4,630	4,175	4,274	4,384	4,672	每股基本收益（元）	0.11	(0.28)	(0.05)	0.17	0.38
其他流动负债	1,440	306	358	372	395	每股稀释收益（元）	0.11	(0.28)	(0.05)	0.17	0.38
流动负债合计	19,898	20,914	24,065	27,189	30,501	主要财务比率					
长期借款	6,731	9,827	9,827	9,827	9,827		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他	2,067	2,360	2,483	2,632	2,732	成长能力					
非流动负债合计	8,798	12,187	12,310	12,459	12,559	营业收入	17.6%	3.6%	7.6%	2.9%	6.4%
负债合计	28,696	33,101	36,375	39,648	43,060	营业利润	-43.2%	-109.3%	893.7%	100.4%	60.8%
少数股东权益	1,687	1,268	1,202	1,102	1,169	归母净利润	-73.4%	-353.0%	181.9%	449.4%	121.4%
股本	0	0	0	0	0	获利能力					
储备	13,063	11,830	11,640	12,303	13,769	毛利率	23.4%	23.9%	27.6%	27.9%	27.7%
权益合计	14,751	13,099	12,842	13,405	14,938	净利率	2.2%	-7.8%	-1.3%	2.7%	7.0%
负债和权益总计	43,446	46,197	49,217	53,053	57,998	ROE	2.8%	-11.1%	-2.0%	4.2%	10.3%
现金流量表						ROA	0.9%	-3.1%	-0.5%	1.1%	2.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
税前利润	475	(1,360)	(256)	662	1,803	资产负债率	66.0%	71.7%	73.9%	74.7%	74.2%
折旧摊销	440	551	602	691	815	净负债率	133.0%	170.4%	200.7%	219.0%	219.9%
财务费用	1,097	1,083	1,189	1,308	1,427	流动比率	0.58	0.55	0.47	0.40	0.35
生物资产公允价值减销售成本 的变动损益	1,617	3,613	3,400	2,590	1,607	速动比率	0.35	0.33	0.27	0.22	0.19
营运资金变动	(860)	654	(660)	(42)	(149)	营运能力					
所得税	(73)	(93)	0	(99)	(270)	应收账款周转天数	44.5	36.5	36.5	36.5	36.5
经营活动现金流	2,548	4,390	4,274	5,110	5,234	存货周转天数	112.4	122.2	114.0	114.0	114.0
资本支出	(8,624)	(7,946)	(7,315)	(7,480)	(7,440)	总资产周转天数	866.5	889.6	880.7	922.6	948.3
其他	(2,160)	3,602	233	87	142	每股指标（元）					
投资活动现金流	(10,784)	(4,344)	(7,082)	(7,393)	(7,298)	每股收益	0.11	(0.28)	(0.05)	0.17	0.38
债权融资	(2,185)	(1,450)	0	0	0	每股经营现金流	0.67	1.16	1.10	1.31	1.34
股权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	3.89	3.45	3.30	3.44	3.84
支付股息	0	(83)	0	0	0	估值比率					
其他	10,237	4,523	1,811	1,692	1,573	市盈率	16.5	(6.5)	(37.0)	10.6	4.8
筹资活动现金流	8,052	2,990	1,811	1,692	1,573	市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
现金净增加额	(184)	3,036	(996)	(591)	(491)	EV/EBITDA	13.2	106.5	21.4	13.7	9.9
汇率变动影响	9	1	0	0	0	EV/EBIT	16.8	-105.3	35.2	18.5	12.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。