

2025 年 02 月 19 日

业绩利空落地，看好原奶周期拐点机会

现代牧业(1117.HK)

评级：	买入	股票代码：	1117
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	0.91/0.63
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	80.74
最新收盘价(港元)：	1.02	自由流通市值(亿港元)	80.74
		自由流通股数(百万)	7,915.66

事件概述

公司发布盈利警告，预计 2024 年度公司将录得净亏损人民币 13.5 亿元-15.5 亿元，2023 年同期录得净利润人民币 1.85 亿元；预计 2024 年度录得现金 EBITDA 人民币 29 亿元-31 亿元，较 2023 年同期增加人民币 4 亿元-6 亿元，增幅 16%-24%。

分析判断：

► 减值拖累表观利润，实际经营成果稳健

根据公司盈利警告披露，公司预计净利润录得亏损，主因：1) 主动加大淘汰低产牛数量，受到淘牛市场售价及原料奶市场售价下降影响，乳牛公平值重估录得较大损失，使得乳牛公平值变动减乳牛销售成本产生的亏损较 2023 年同期增加 15 亿-17 亿元；2) 受市场不利因素影响，从过往企业收购中形成的商誉出现减值迹象，根据独立评估师进行的减值测试，预计录得商誉减值 4-6 亿元。我们认为上述两项减值均为非现金项目，其所造成的表观亏损与实际经营成果评价有所差距。

如以能较好评价实际经营成果的现金 EBITDA 计算，公司 2024 年度实现较好增长。根据公司盈利警告披露，公司现金 EBITDA 实现增长，主因：1) 加强牧场精益管理，聚焦提升核心牛群比例及牛只健康水平，截止 24 年底，公司乳牛规模超过 49 万头，成乳牛占比提升至 51%；2) 有效的成本控制促使本年度公斤奶销售成本下降幅度大于奶价下降幅度，促使毛利率和现金 EBITDA 水平提升；3) 持续稳步开拓数智平台、饲料、牧草及育种等业务，有效整合资源，强化产业协同效益，形成系统化的奶牛养殖综合解决方案。我们认为从实际经营成果看，公司表现稳健，维持较好增长势头。

► 产能去化进行中，原奶周期拐点渐近

从历史数据看，原奶价格波动受供需影响较大，并具备一定的周期性。自 2021 年奶价达到上轮高点后，由于供给端持续增加，需求端疲软，原奶价格经历三年下行周期。以行业维度观察，2024 年产能端已开始去化，根据中国食品报报道，2024 年前三季度我国主要奶牛养殖区域存栏数量已减少 6.7%。产能端去化带动供给端收缩，根据国家统计局数据，2024 年全国牛奶总产量为 4079 万吨，同比-2.8%。

展望今年产能端，我们预计仍有去化空间。奶价端来看，根据农业农村部最新数据，当前主产区生鲜乳价格维持在 3.12 元/kg，我们预计该价格水平对社会牧场运营仍造成一定压力。成本端来看，豆粕现货价格自开年跳涨，我们预计将对资金压力较大的中小牧场形成冲击。我们认为，短期来看，春节后至 Q2 为下游乳品消费淡季而产奶节奏正常，奶价或仍有承压，促进中小牧场出清，价格拐点有望伴随“双节”消费旺季自 25H2 开启。

► 行业中期维持紧平衡，看好龙头投资机遇

展望中期奶价走势，我们认为供给端由于产能去化后短期内难以回补，需求端有望随经济逐步恢复，预计未来 2-3 年维持供需紧平衡状态，奶价将重回上行周期。此外，中小牧场由于抵御困难能力有限，本轮下行周期出清程度较高，规模化牧场占比进一步提升，市场份额向头部集中。我们认为公司作为行业头部牧场，与下游龙头乳企形成紧密合作关系，有望从未来奶价上行周期中受益，看好其投资机遇。

投资建议

参考公司最新盈利预警，我们将公司 24-26 年收入的预测由 132/140/148 亿元上调至 141/146/162 亿元，将 24 年 EPS 为 0.00 元的预测下调至 -0.19 元，将 25-26 年 EPS 为 0.03/0.07 元的预测上调至 0.07/0.11 元。参考 2 月 18 日最新收盘价 1.02 港元/股，对应 PE 分别为 -5/14/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产能去化进程不及预期，消费复苏不及预期，大宗成本变动超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12295.09	13458.22	14072.08	14631.13	16170.28
YoY (%)	73.70%	9.46%	4.56%	3.97%	10.52%
归母净利润(百万元)	562.50	175.16	-1468.58	525.15	901.71
YoY (%)	-44.79%	-68.86%	-938.42%	135.76%	71.71%
毛利率 (%)	3.09%	3.34%	26.73%	28.50%	29.36%
每股收益 (元)	0.07	0.02	-0.19	0.07	0.11
ROE (%)	0.05	0.02	-0.15	0.05	0.08
市盈率	12.72	30.53	-5.06	14.14	8.24

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (1 港元=0.92 元人民币)

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13484.33	14072.08	14631.13	16170.28	净利润	175.16	-1468.58	525.15	901.71
YoY (%)	9.39%	4.36%	3.97%	10.52%	折旧和摊销	453.11	341.00	336.00	350.00
营业成本	13008.26	10310.72	10460.96	11422.16	营运资金变动	3076.13	-3287.02	-603.52	-229.74
营业税金及附加					经营活动现金流	5448.97	-3614.44	-904.19	-606.58
销售费用	377.78	394.02	453.57	485.11	资本开支	-1087.92	500.00	0.00	0.00
管理费用	852.39	844.32	921.76	1002.56	投资	-748.33	-840.00	-900.00	-710.00
财务费用	438.01	499.50	569.77	550.60	投资活动现金流	-3881.14	-217.48	1020.11	1846.65
资产减值损失					股权募资	-47.41	0.00	0.00	0.00
投资收益	-3.94	91.47	-14.63	0.00	债务募资	-1153.34	4500.00	3000.00	1500.00
营业利润	-845.44	-780.00	-700.00	-680.00	筹资活动现金流	-1633.94	3888.91	2334.38	731.04
营业外收支					现金净流量	-64.67	57.19	2450.31	1971.10
利润总额	229.00	-1545.87	650.34	1326.05	主要财务指标				
所得税	43.56	0.00	32.52	265.21	成长能力				
净利润	185.43	-1545.87	617.83	1060.84	营业收入增长率	9.46%	4.56%	3.97%	10.52%
归属于母公司净利润	175.16	-1468.58	525.15	901.71	净利润增长率	-68.86%	-938.42%	135.76%	71.71%
YoY (%)	-68.86%	-938.42%	135.76%	71.71%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.02	-0.19	0.07	0.11	毛利率	3.34%	26.73%	28.50%	29.36%
资产负债表 (百万元)					净利率率	1.30%	-10.44%	3.59%	5.58%
货币资金	1859.74	1916.93	4367.23	6338.34	总资产收益率 ROA	0.56%	-4.36%	1.40%	2.22%
预付款项					净资产收益率 ROE	1.56%	-15.09%	5.12%	8.08%
存货	2940.97	4064.07	4485.99	4822.43	偿债能力				
其他流动资产	-650.73	71.18	81.19	93.78	流动比率	0.81	0.99	1.16	1.21
流动资产合计	6868.10	9359.77	12977.57	15953.42	速动比率	0.54	0.55	0.75	0.84
长期股权投资	771.05	871.05	1171.05	1471.05	现金比率	0.22	0.20	0.39	0.48
固定资产	6237.74	5896.74	5560.74	5210.74	资产负债率	62.28%	69.46%	70.96%	70.51%
无形资产	3799.31	3299.31	3299.31	3299.31	经营效率				
非流动资产合计	24526.14	24352.93	24606.93	24656.93	总资产周转率	0.45	0.43	0.41	0.41
资产合计	31394.24	33712.70	37584.50	40610.35	每股指标 (元)				
短期借款	2595.27	4595.27	6095.27	7595.27	每股收益	0.02	-0.19	0.07	0.11
应付账款及票据	4437.43	2864.96	3162.38	3323.85	每股净资产	1.42	1.23	1.30	1.41
其他流动负债	1387.77	1992.90	1948.44	2250.72	每股经营现金流	0.69	-0.46	-0.11	-0.08
流动负债合计	8462.78	9460.24	11214.21	13179.22	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	8901.40	11401.40	12901.40	12901.40	估值分析				
其他长期负债	2187.30	2553.97	2553.97	2553.97	PE	30.53	-5.06	14.14	8.24
非流动负债合计	11088.70	13955.37	15455.37	15455.37	PB	0.48	0.76	0.72	0.67
负债合计	19551.48	23415.61	26669.58	28634.59					
股本	675.87	675.87	675.87	675.87					
少数股东权益	641.78	564.49	657.16	816.29					
股东权益合计	11842.76	10297.09	10914.92	11975.76					
负债和股东权益合计	31394.24	33712.70	37584.50	40610.35					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。