

中国圣牧 (01432.HK)

沙漠有机得天独厚，绑定蒙牛共享成长

投资要点：

国内有机原奶龙头，专注上游牧场经营。

公司是国内规模最大的有机原料奶生产商，目前蒙牛集团持有公司 29.99% 股份，是公司最大股东，通过深度绑定下游乳企，一方面能够平抑原奶价格周期给生产经营带来的不确定性，另一方面获得蒙牛的资金资源支持，共享成长。

消费升级推动高端有机牛奶市场持续扩容。

随着国内人均消费水平逐年提升，个人财富的积累以及新兴中产阶级的崛起将拉动消费升级，为高端有机牛奶的推广提供了土壤。有机牛奶从饲料来源，到奶牛饲养方式，到牛奶处理都有更高更严的标准，因此成本高、价格高，顺应消费者追求绿色、健康食品的心理，是液态奶消费升级的热门方向。

公司沙漠有机得天独厚，资源禀赋构筑产品护城河。

中国圣牧地处内蒙古乌兰布和沙漠，是行业内公认的黄金奶源地。随着未来沙漠资源开发更加困难，地理资源造成的行业壁垒将更加坚固。基于该优势，圣牧得以实现从草场到餐桌的全程有机，该模式较为罕见，有利于保障其牛奶品质和安全，而最高级别食品安全等级是圣牧的核心竞争力。

规模化牧场抵御风险能力强，经营效率高。

大型牧场生产运作方式更加规范科学，因此奶牛的疾病发生风险更低，且可通过收购等方式整合扩张，持续扩规模提效益。2020 年以来饲料价格大幅波动，规模大、资金足、议价能力强的牧场更能抵御原材料价格波动带来的成本上升，保证长期稳定生产供应。

盈利预测与投资建议

预计 24-26 年归母净利润分别为 -0.8/-0.2/+2.91 亿元，同比增速分别为 -193%/+74%/+1528%，对应 26 年 PE 为 6 倍。我们认为公司聚焦有机奶原奶业务，成长性在健康消费趋势背景下有望逐步显现，同时，公司生物资产公允价值有望受益于后续奶价企稳提升而具备较大扩张空间，届时预计将大幅提振利润表现，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

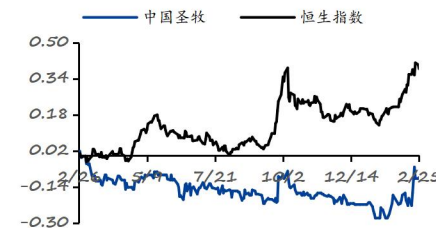
原奶价格大幅波动、原材料成本大幅波动、食品安全事件、有机奶需求不及预期等

买入（首次评级）

基本数据

日期	2025-02-25
收盘价:	0.20 港元
总股本/流通股本(百万股)	8,381.30/8,381.30
流通市值(百万港元)	1,634.35
每股净资产(港元)	0.51
资产负债率(%)	49.33
一年内最高/最低价(港元)	0.30/0.15

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn	
分析师:	张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn	
研究助理:	林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn	

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	3,176	3,384	3,174	3,285	3,527
增长率(%)	6%	7%	-6%	4%	7%
净利润(百万元)	416	86	-80	-20	291
增长率(%)	-12%	-79%	-193%	74%	1,528%
EPS(元/股)	0.05	0.01	-0.01	0.00	0.03
市盈率(P/E)	3.9	19.0	-20.5	-80.2	5.6
市净率(P/B)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 专注上游聚焦有机，全产业链布局	4
1.1 发展历程：聚焦有机原奶，在沙漠奏响绿洲变奏曲	4
1.2 股权结构：蒙牛成单一最大股东，有机全产业链布局	4
1.3 经营情况：专注上游聚焦有机，经营效率不断改善	5
2 市场空间辽阔，消费升级带动有机牛奶发展	6
2.1 国民消费升级是牛奶高端化的驱动力	6
2.2 有机奶在牛奶消费升级中成为热门方向，占比对标海外空间较大	7
3 规模化牧场抵御原材料价格波动能力强，与头部乳企绑定保障收奶稳定	9
3.1 规模化牧场优势显著，是大势所趋	9
3.2 与蒙牛锁定，减少下游需求波动产生的冲击	12
4 有机奶龙头资源优渥，战略聚焦未来可期	12
4.1 地理资源禀赋不可复制，全程有机模式独特	12
4.2 盈利结构改善，有机原料奶量价齐升	14
5 盈利预测与投资建议	17
6 风险提示	18

图表目录

图表 1：中国圣牧发展历程	4
图表 2：中国圣牧股权结构，蒙牛为公司大股东	5
图表 3：中国圣牧营收及增速变化	6
图表 4：中国圣牧归母净利润变化	6
图表 5：中国圣牧毛利率和净利率变化	6
图表 6：中国圣牧费用率变化	6
图表 8：中国高净值人群数量变化	7
图表 9：国内牛奶产量变化	7
图表 10：中国平均牛奶价格变化	7
图表 11：有机奶牛的喂养过程要求	8
图表 12：全球有机食品市场规模	8
图表 13：中国有机食品市场规模	8
图表 14：2017 年中国与欧洲国家有机牛奶产量、占比及增速	9
图表 15：中国奶牛存栏量及单产量	10
图表 16：2016 年，不同规模的牧场收益与成本对比，横轴表示为牧场拥有的奶牛的数量范围	10
图表 17：豆粕全球期货价格变化	10
图表 18：苜蓿全球期货价格变化	10
图表 19：美国不同规模的牧场数量占比；以下图例为牧场拥有的奶牛的数量范围	11
图表 20：日本牧场数量与奶牛数量变化	11
图表 21：2023 年中国规模前十牧场	11
图表 22：乌兰布和沙漠有机奶基地地理位置	13
图表 23：圣牧全程有机模式	14
图表 24：有机与非有机牧场数量变化	14
图表 25：牛群结构变化	14
图表 26：原料奶销售收入变化	15
图表 27：原料奶毛利额变化	15
图表 28：原料奶销售量变化	15
图表 29：原料奶价格变化	15
图表 30：圣牧三项费用变化（百万元）	16

图表 31: 公斤奶三项费用变化 (元/KG)	16
图表 32: 公司业绩拆分预测表	17
图表 33: 相对估值表	17
图表 34: 财务预测摘要	19

1 专注上游聚焦有机，全产业链布局

1.1 发展历程：聚焦有机原奶，在沙漠奏响绿洲变奏曲

国内最大的有机原奶公司，坚守品质力促奶业发展。公司创立于2009年，从事奶牛养殖业务，生产优质非有机原料奶；、】。2014年，公司在香港联交所成功上市，成为全球有机原奶第一股。为使乳品业务取得持续良好发展，公司结合行业环境及时调整战略，2018年开启同蒙牛的合作，剥离液奶业务，专注上游经营，并于2020年完成收购12家牧场公司少数股东权益，提升管理效率与标准化运营水平。

产业链全程有机，率先开展碳中和战略行动。中国圣牧是首家获得中国和欧盟有机标准双认证的原奶品牌，享有多项行业桂冠。公司业务涵盖整个乳品行业价值链，包括牧草种植、奶牛养殖到生产原料奶以及加工生产高端液态奶产品。2020年，公司启动了SAP项目，推进智慧化牧场。自公司创立以来，始终以生态建设为己任，2009年至今已将200多平方公里沙漠变为绿洲，将22亩沙漠改造成饲草良田。2021年6月，公司的碳中和案例成功入选了联合国《企业碳中和路径图》，其在生态方面的努力获得联合国的肯定。

图表 1：中国圣牧发展历程



资料来源：公司官网，界面新闻，公司公告，食品中国，每日经济新闻，第一财经，新京报，华福证券研究所

1.2 股权结构：蒙牛成单一最大股东，有机全产业链布局

深度绑定下游，蒙牛集团是第一大股东。2018年，蒙牛收购了公司旗下圣牧高科奶业51%股权；2020年1月，蒙牛又完成了对剩余49%股权的收购。2020年3月，公司与蒙牛签订生鲜乳供应框架协议及财务资助框架协议，即未来三年，公司至少80%的生鲜乳将供给蒙牛，同时获得蒙牛的财务资助。同年7月，蒙牛全资子公司Start Great Holdings Limited（简称“Start Great”）以每股0.33港元的价格行使对公司约11.97亿股的认股权。2021年7月，Start Great收购公司约10.5亿普通股，持股比例从17.51%增加到约29.99%，成为公司单一最大股东，并保持至2024年。蒙牛

乳业总裁高飞 2024 年 3 月接任公司总裁兼执行董事，作为蒙牛公司销售的元老级人物，新上任后继续保持和圣牧的合作关系，希望实现互惠互利，一方面蒙牛能稳定获取高质量有机奶源，另一方面圣牧可以有效补充营运资金，改善管理效率，稳定原奶销售。

协同发力，建设循环有机生态圈。公司主要参控股子公司主营业务覆盖生产及分销原料奶、乳制品销售、乳制品加工、饲料加工等，其中全资子公司内蒙古圣牧控股有限公司和内蒙古圣牧高科牧业有限公司，专门从事牧场运营、有机饲草料种植及加工、有机畜牧养殖、有机原奶生产和销售。公司与各参控股子公司在品牌、客户、渠道、产品等方面形成资源共享，共同建设圣牧有机产业链。

图表 2：中国圣牧股权结构，蒙牛为公司大股东



资料来源：公司公告，华福证券研究所，截至 2024 年中报

1.3 经营情况：专注上游聚焦有机，经营效率不断改善

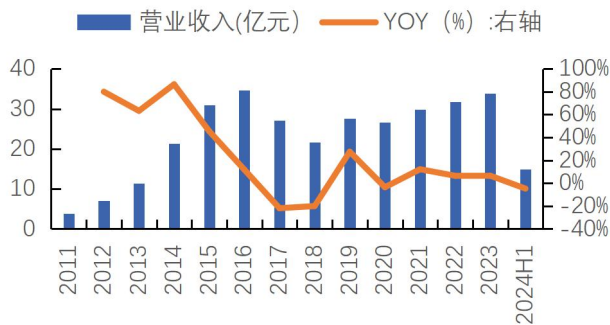
积极调整战略结构，专注上游经营。2011-2016 年，公司不断拓展新业务，经营业绩表现较好，营业收入稳步提升。在乳品行业全球化竞争愈演愈烈和中国奶业上游低迷的态势下，公司在 2017 年面临了颇为严峻的经营挑战，液态奶销量下滑，经营业绩首次出现负增长。2018 年 12 月 23 日，公司与蒙牛集团签署股份构架协议，并于 2019 年 4 月底完成股份构架协议的交割，剥离液态奶业务，专注上游牧业经营，此后经营逐渐恢复。2024 年上半年，受全行业周期性影响，公司实现销售收入 14.9 亿元，同比下降 4.75%；实现归母净利润-1.44 亿元，同比下降 715.94%。

坚定有机战略，盈利能力凸显韧性。在成本上行的压力下，公司大力推行降本增效等措施，销售毛利率总体较为稳定。2019-2023 年，有机原奶销售量占比从 41.4% 提升至 77%，推动公司盈利能力改善。2020-2024 年，受大宗饲料价格剧烈波动的影响，公司的单位成本由 2020 年上半年的 2.77 元/kg 上涨至 2024 年上半年的 3.12 元/kg。对此，公司积极调整产品结构，提升高价值产品销售占比，一定程度上降低盈利能力受行业周期的影响，2024 年上半年公司单吨毛利额达到 1124.44 元，同比下降 8.58%；

实现毛利率 26.46%，同比下降 0.27pct。

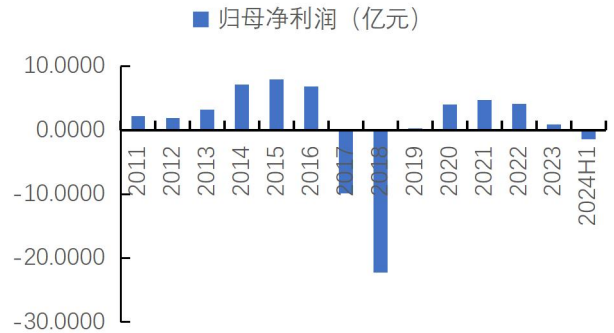
内部管理不断完善，费用率大幅下降。公司通过优化债务结构，2024 年上半年财务费用率较去年同期 1.66%下降 0.09pct，处于历史较低水平。2024 年上半年行政开支占销售收入的比例明显下降，较去年同期下降 0.44pct，主要原因为确认股份奖励相关开支的收益期不同。未来随同蒙牛集团合作加深，公司有望持续获得资金资源支持，完善销售体系，提升运营管理效率。

图表 3：中国圣牧营收及增速变化



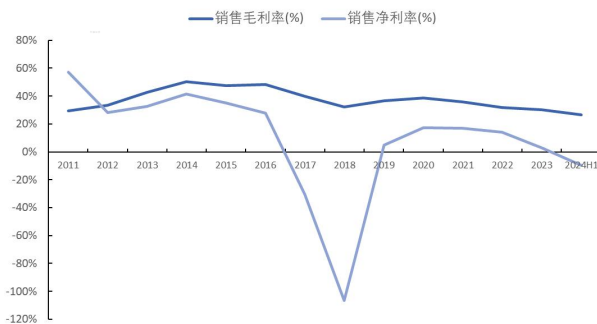
资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 4：中国圣牧归母净利润变化



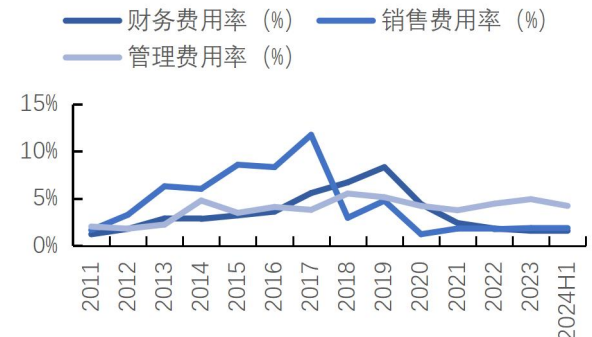
资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 5：中国圣牧毛利率和净利率变化



资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 6：中国圣牧费用率变化



资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

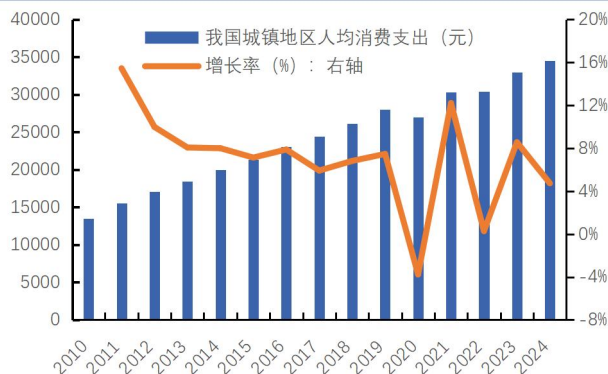
2 市场空间辽阔，消费升级带动有机牛奶发展

2.1 国民消费升级是牛奶高端化的驱动力

消费升级和高净值人群的快速增加，为高端牛奶提供了坚实消费基础，推动高端牛奶市场持续扩容。2010 至 2023 年，中国人均消费支出平均复合增速为 6.96%，增速较高。除 2020 年受新冠疫情影响外，中国城市地区人均消费水平逐年不断上升，在 2020 年首次下降后，2021 年后人均消费水平呈现连年上涨的趋势。此外，国内高净值人群数量不断扩大，个人财富的积累以及新兴中产阶级的诞生将会极大程度上刺激消费，消费升级为高端有机牛奶的推广提供了土壤。

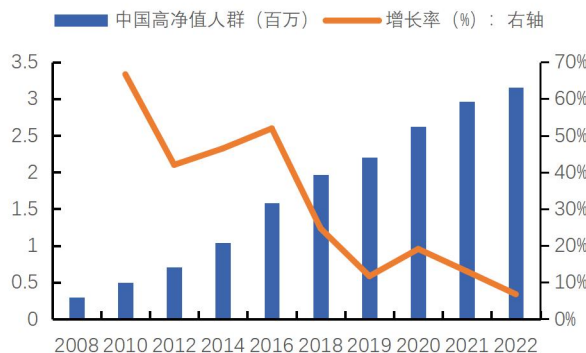


图表 7：中国城镇地区人均消费支出变化



资料来源：国家统计局，ifind，华福证券研究所

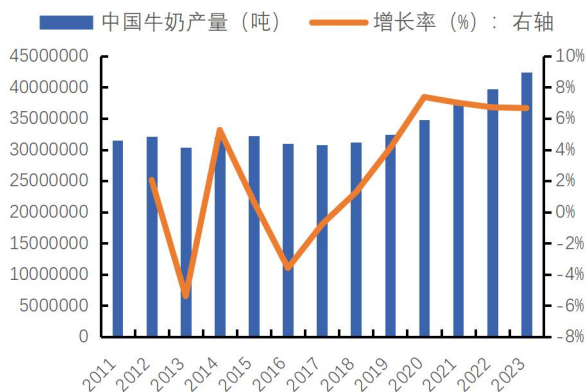
图表 8：中国高净值人群数量变化



资料来源：招商银行，ifind，华福证券研究所

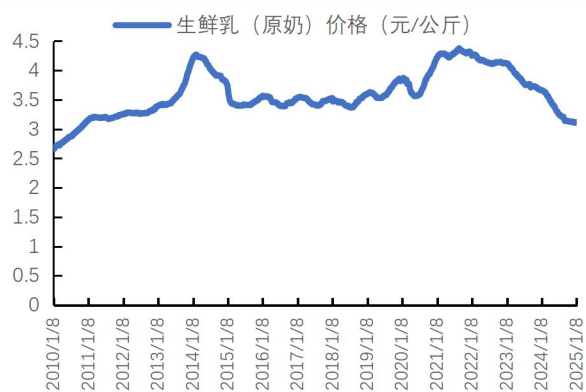
原奶价格下行，有望带动行业需求增长。从量的角度来看，根据：新华网《经济日报》数据，2023 年我国人均奶类消费量 41.3 公斤，相当于世界平均水平的 40%，相当于《中国居民膳食指南》推荐量的 22.6%至 37.7%”，总体市场规模仍有较大上升空间。随着人口结构变化，消费结构的根本性转变，我国乳制品消费仍然有很大的发展潜力。从价格端看，中国原奶价格自 2022 年开始进入明显下降轨道，主要系此前上游供给端扩张较为迅速。上游原奶供应过剩导致本轮奶价持续下降，预计较低的价格将对牛奶普及带来一定正向促进。同时，随着国内人均饮用量的持续提升和中国人均可支配收入的持续增加，高端牛奶市场或将进一步扩容。

图表 9：国内牛奶产量变化



资料来源：联合国粮农组织，ifind，华福证券研究所

图表 10：中国平均牛奶价格变化



资料来源：农业农村部，ifind，华福证券研究所

2.2 有机奶在牛奶消费升级中成为热门方向，占比对标海外空间较大

有机牛奶因对饲料来源、奶牛的饲养方式、牛奶处理过程更加严格而导致成本更高，天然的成为液态奶消费升级的热门方向。随着消费者对牛奶的需求从“喝上奶”到“喝好奶”逐步转变，牛奶的品质升级、成分升级成为乳企重点关注的方向。根据美国农业部的定义，有机牛奶是有机奶牛生产的，有机奶牛在饲养过程中只喂有机饲料，不添加任何激素，不使用药物治疗疾病，且饲养空间充足。有机牛奶天然、安全、稀缺等特点在液态奶消费升级的过程中备受瞩目。

图表 11：有机奶牛的喂养过程要求

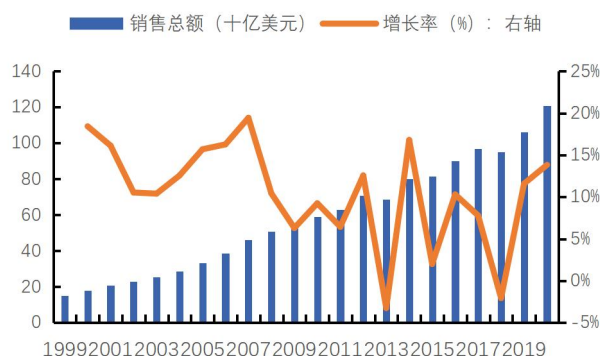
饲料	有机奶牛所吃的饲料，包括青草和谷物，必须是在非杀虫剂环境下生长的
喂养	- 贴上“有机”标签的牛奶不能为提高牛奶产量而使用生长素（BGH）喂养的奶牛。 - 奶牛喂养过程中不能使用抗生素。如果一只奶牛确实需要使用抗生素，那么它在12个月之内不能重返牛群。
放牧	有机奶牛必须进行放牧，且要保证一定的放牧时间。
牛舍环境	牛舍必须保持清洁，必须设有自动刮粪装置，每隔10到20分钟就要清理排泄物
挤奶	有机奶的挤奶时间较为严格，要按照奶牛的健康生活方式选择挤奶时间。
冷却	快速冷却时保证悠久牛奶质量的关键，牛奶挤出后再传输管道中必须必须进行第一次冷却，需在20分钟内令温度降到2°C到4°C

资料来源：中国质量新闻网，华福证券研究所

有机奶作为高端产品被市场认可的立足点在于其有助于健康。研究证明，经常和频繁性食用有机产品可以降低超重肥胖、非霍奇金淋巴瘤等的风险。随着食品营养知识的普及和人们对食品质量观念的不断更新，大众更倾向于绿色消费，有机食品作为国内外生产最严格、质量最高的安全食品，越来越受到广大消费者的青睐。此外，有机牛奶中有益心脏健康的 omega-3 脂肪酸含量更高，有助于人体生理机能的正常运作。

全球有机食品产业不断发展。世界上最早的有机农场有 Mr.Rodale 于 1940 年代在美国建立。60 年代开始，随着欧美国家对生态保护意识的重视，各国纷纷开始了有机农业的实践。70 年代开始，以生态环保和食品安全为目的的有机食品在欧美、日本及部分发展中国家得到高速发展。截至 90 年代末，有机食品在美国、德国等国家已经发展较为成熟。

图表 12：全球有机食品市场规模



资料来源：Statistics，华福证券研究所

图表 13：中国有机食品市场规模



资料来源：市场监管局，前瞻产业研究院，华福证券研究所

我国有机食品起步较晚，目前正在快速发展，人均消费量与发达国家相比仍有较大发展空间。截至 2022 年，中国有机农业种植面积位居世界第四，占全球有机农业总种植面积的 3%，占亚洲 33%。随着市场日渐成熟，2021 年中国有机食品获证单

位数量达 1267 家，较 2020 年增加了 39 家，同比增长 3.2%。2023 年，中国有机产品销售额超过 1000 亿元人民币。然而，人均约 10 美元的支出与以美国为代表的发达国家有较大差距，表明中国的有机产品仍然是一个相对小众的品类的同时，也说明我国未来有机奶赛道仍有较大发展空间。

图表 14：2017 年中国与欧洲国家有机牛奶产量、占比及增速

	有机奶产量（十亿升）	有机占比	2012-2017 年 CAGR
中国	0.88	2.20%	N/A
德国	0.83	2.60%	4.90%
法国	0.62	2.50%	6%
丹麦	0.56	11.10%	3.60%
奥地利	0.46	13.30%	2.60%
瑞典	0.36	13.70%	0.50%
瑞士	0.23	5.80%	2.00%

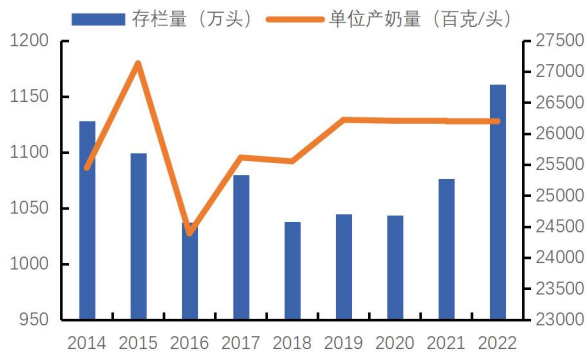
数据来源：KPMG 全球有机牛奶生产市场报告，华福证券研究所

3 规模化牧场抵御原材料价格波动能力强，与头部乳企绑定保障收奶稳定

3.1 规模化牧场优势显著，是大势所趋

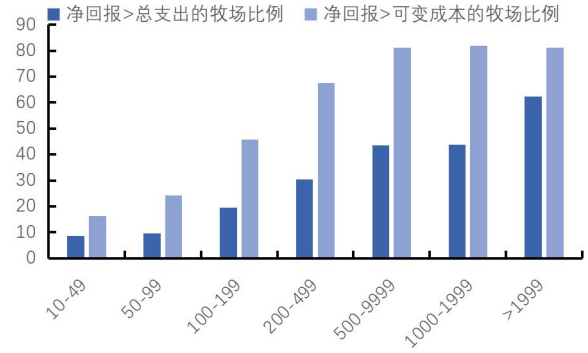
牧场规模化在多方面具有优势。原奶供给取决于奶牛存栏量和奶牛单产量，近年来，国家不断加大牧场规模化发展支持力度，通过提升大牧场养殖技术拉高奶牛单产销量。与中小型和散户奶农相比，大型牧场可通过收购等方式，不断整合上游产业链，通过将牛粪进行集中处理，固液分离，液体部分转化为有机液肥用以粗饲料种植，提高企业生产经营效益。此外，大型牧场由于采购方式更加多元，饲料成本占比更低，能够有效抵御饲料成本波动。且由于其生产运营方式更加规范，科学饲养、定期防疫，因此奶牛的疾病发生风险更低，抽样检疫成本由于存栏量更大而有摊薄效用。

图表 15：中国奶牛存栏量及单产量



资料来源：中国奶业年鉴，ifind，华福证券研究所

图表 16：2016 年，不同规模的牧场收益与成本对比，横轴表示为牧场拥有的奶牛的数量范围

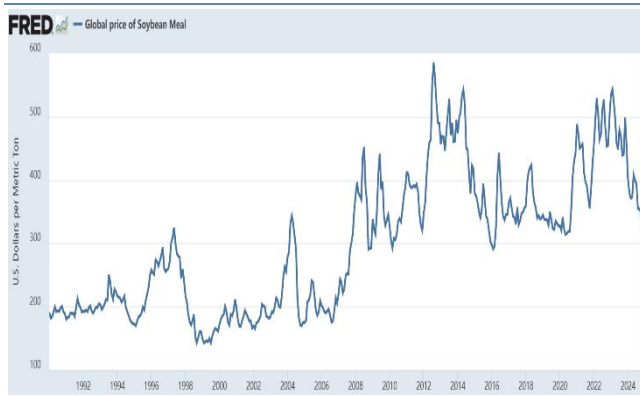


资料来源：美国农业部，华福证券研究所

规模越大的牧场通常实现盈利的比例也更多，而中小型牧场普遍总支出是低于净回报的。美国农业部（USDA）的数据显示，2016 年拥有 50-99 头奶牛的牧场仅有 9.7% 获得了正净回报，同时仅有 24.1% 的收入足以支付所有现金支出和劳动力成本等可变成本，但收入仍不足以覆盖包含前期投入在内的总成本。随着牧场规模逐渐变大，营收能够覆盖总支出的牧场比例显著上升。

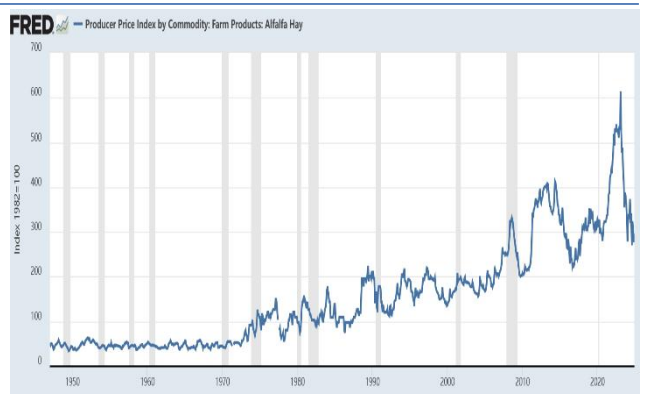
规模化牧场抵御原材料价格波动能力较强。牧场所需的各类大宗原料与粗饲料价格历史上呈现较大波动，价格易受进出口政策、海运价格等各因素影响。基于该外部条件，规模更大、资金更多、议价能力更强的规模化牧场更能抵御原材料价格波动带来的成本上升，使得产品提价更为平稳和可控。

图表 17：豆粕全球期货价格变化



资料来源：FRED Economic Research，华福证券研究所

图表 18：苜蓿全球期货价格变化



资料来源：FRED Economic Research，华福证券研究所

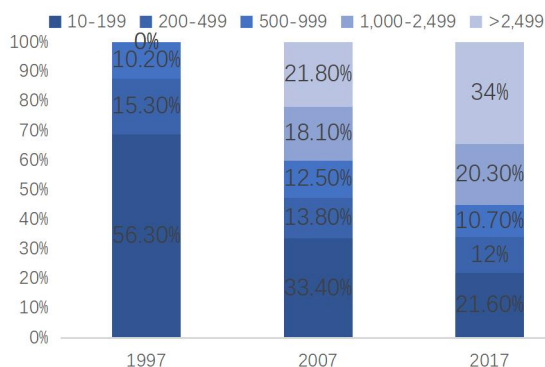
世界范围内牧场规模化进程仍在继续。美国农业部（USDA）的数据显示，拥有 1000 头及以上奶牛的农场在 1997 年的美国完全不存在，而 2017 年已占有所有牧场的 54.3%；1997 年曾经作为大多数的拥有 10-199 头奶牛的小型商业农场到 2017 年仅占产量的约五分之一，规模更大的牧场占比不断上升。

与美国类似，日本自农业基本法颁布后，农业规模化、生产集中化明显，奶牛饲养户逐年减少，1996 年至 2004 年，全日本牧场数从近 4.1 万个减少到 2.8 万个，但每个牧场平均存栏奶牛数量却从 46 头增加到近 60 头，同时每头奶牛的年产奶量

从 7168 千克提高到 8380 千克。并且 1994 年，平均每个牧场奶牛存栏 42 头，只有 15% 牧场的存栏数大于 50 头，大于 100 头的不到 1%；到 2004 年平均每个牧场存栏近 60 头，比 1994 年增长 42.9%，近 50% 的牧场奶牛存栏大于 50 头，有 6% 的牧场存栏大于 100 头。

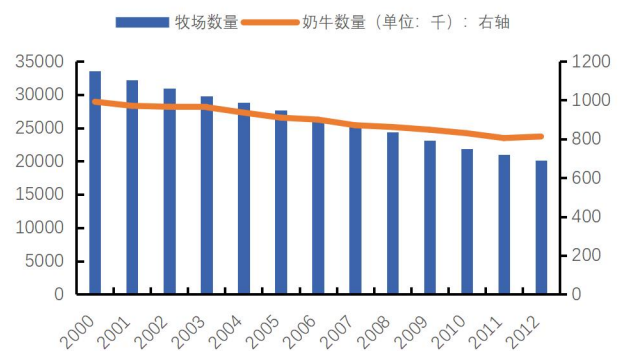
由于大部分小型农场的收益不足以覆盖其现金费用和劳动力的成本，因此预计以美国和日本为代表的成熟市场的牧场规模化趋势还将持续，中小型和散户奶农将继续逐步退出市场。

图表 19：美国不同规模的牧场数量占比；以下图例为牧场拥有的奶牛的数量范围



资料来源：美国农业部，华福证券研究所

图表 20：日本牧场数量与奶牛数量变化



资料来源：Japan Dairy Council, ifind, 华福证券研究所

参照海外成熟市场发展历程，国内牧场规模化程度仍较低，未来将进一步集中。

2023 年，中国牛奶年产量 4196.65 万吨，前 10 名牧场总产量为 1113.6 万吨，占比较低，仍以散户奶农为主。随着政策不断出台，饲料成本降低、牧场机械化程度不断上升，国内牧场规模化进程预计将不断加快，小规模与散户奶农将逐步退出市场。

图表 21：2023 年中国规模前十牧场

企业	牛奶产量 (万吨)	平均规模 (头/牧场)	单产量 (吨/头)
优然牧业	310	6484	12.2
现代牧业	270	9783	12.6
澳亚集团	86	11891	13.6
河北乐源牧业	84	5844	11.9
中国圣牧	71.9	4002	11.5
宁夏农垦乳业	65	8224	11
光明牧业	61.3	4640	11.5
越秀辉山	60	2308	10.2
首农畜牧	56.9	3485	12.09
原生态牧业	48.5	9318	11.8

数据来源：农更行，荷兰斯坦报告，华福证券研究所

作为中国最大的有机奶生产商，具备较强的规模优势。截至 2023 年末，中国圣牧共有 34 座牧场，其中拥有有机认证的牧场 18 座，有机 A2 牧场 1 座；奶牛存栏量为 148029 头，其中包含有机奶牛存栏数 96165 头；日产鲜奶 2119 吨，其中日产有机鲜奶 1667 吨，日产有机 A2 鲜奶 34 吨。2024 年上半年，公司持续优化牛群结构，



成乳牛占比约为 38.93%，后备牛群储备充足，牛群规模持续优质增长。

3.2 与蒙牛锁定，减少下游需求波动产生的冲击

蒙牛增持，下游需求稳定双赢。公司于 2021 年 7 月 6 日公告蒙牛全资子公司 Start Great 增持中国圣牧约 10.5 亿普通股，持股比例从 17.51% 增加到约 29.99%，成为圣牧的最大股东，并保持至今。从牧场角度出发，原奶价格呈现一定周期性，当市场需求上升导致原奶价格上升，奶牛存栏量将增加以满足市场需求，而当需求下降时奶牛存栏量也同理随之下降。由于原奶的加工生产需要满足品质新鲜的时效性，且牧场议价权较低，因此为避免下游乳企的不确定性风险，牧场与蒙牛、伊利深度锁定成为保障自身利益的最佳方案。从下游乳企的角度出发，随着牧场规模化趋势愈加明显，下游乳企需要合作牧场供给端的稳定性，因此布局优质奶源成为龙头奶企的核心战略之一。过去几年内，各大乳企均通过控股、参股等方式加强对牧场的控制权。

蒙牛通过增持中国圣牧，将整合圣牧沙漠有机奶与蒙牛全国渠道，协同效应将促使圣牧有机奶业务增长。据《中国经济周刊》报道，蒙牛乳业副总裁纪晓东表示，收购中国圣牧将帮助蒙牛进一步优化优质原奶和有机奶源的布局，从而加速公司有机乳制品业务的推进。而对圣牧而言，除了与下游紧密捆绑可在现金流和销量方面获得保障以外，蒙牛可以向圣牧输出更好的供应链管理模型，帮助圣牧取得更好营运效益，并在原奶受疫情影响而过剩的情况下，为圣牧提供保量保价的支持。此外，随着蒙牛近年来对沙漠有机的宣传不断加大，消费者对乌兰布和沙漠有机奶地标性认证的认知不断加深，圣牧有机奶的销量也在不断上升。

4 有机奶龙头资源优渥，战略聚焦未来可期

4.1 地理资源禀赋不可复制，全程有机模式独特

地处内蒙古乌兰布和沙漠，优越的地理资源成为圣牧全程有机的起点：水源优势：与其他沙漠不同，乌兰布和沙漠与水有着千丝万缕的关系。历史上黄河在这里数次改道，形成地下渗流在地表下不断汇集，沙漠下有较肥沃的土壤能够满足饲草料的种植和奶牛日常的大量的用水需求，普通沙漠很难改造成为绿洲。圣牧创始团队发现，乌兰布和沙漠的东部有着比较丰富的水资源，可以引水灌溉，用滴灌技术种植牧草。沙层下面有黄土，与沙子搅拌后，能增加土壤黏性。

- **环境干净：**牧场环境污染少，养殖基地附近没有县镇，与外界隔离能够建立病毒细菌屏障。
- **气候适宜：**将奶源基地选择在乌兰布和沙漠腹地的另一个原因是北纬 40° 是奶牛养殖行业内公认的黄金奶源地，有沙漠做天然隔离带，干旱少雨的沙漠气候又比较适合奶牛生长。
- **交通便利：**圣牧有机牧场位于当地加工厂 100 公里以内，公司生产基地与包兰

线、公路、高速较近，交通便利，距呼和浩特市约 500 公里、距北京约仅 1000 公里，距离市场较近，不会因为天气等原因而延误运输。

- 先发优势：圣牧在乌兰布和沙漠已提前占有约 44 万亩开展业务的土地，占整个沙漠约 2%-3%。其他适合牧场的土地开发规模很难与圣牧规模相当，这成为了圣牧的绝对性的先发优势。

图表 22：乌兰布和沙漠有机奶基地地理位置



数据来源：公司公告，华福证券研究所

圣牧有机奶从草场到餐桌的全程有机，采用完全一体化的经营模式生产有机奶，经营模式独特。据年报披露，圣牧被国际有机发展联盟授予完全会员称号，是中国奶牛养殖行业第一个具有投票权的会员资质。与普通牧场相比，圣牧的全程有机经营模式（有机环境、有机饲料种植、有机养殖、有机奶加工和有机奶溯源）有利于保障其牛奶品质和安全，其最高级别的食物安全等级是圣牧的核心竞争力。公司在沙漠里建起全国第一个专业的有机饲料加工厂，并在农业链条中加入牧业环节，利用牛粪还田，三亩田养一头牛，一头牛还三亩地。

图表 23：圣牧全程有机模式

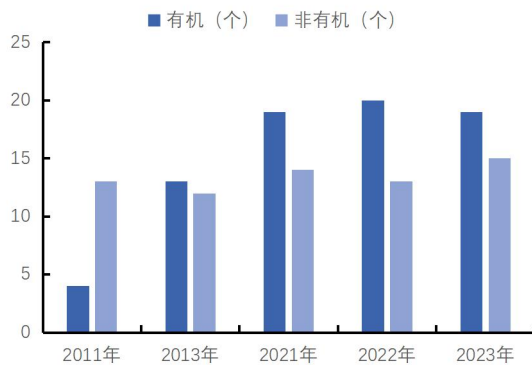
有机沙漠环境	有机草料种植	有机沙漠环境	有机牛奶加工	有机奶源地追踪
- 气候干燥凉爽 - 人群密度低 - 水资源丰富 - 土地肥沃	- 有机草料大部分采购自圣牧草业 - 不使用农业或合成化肥	- 注重奶牛福利 - 养殖密度低 - 饲料有机	- 自有液态奶产品由圣牧有机牧场内部供应 - 不添加防腐剂、人造香料和色素	液态奶产品均有国家认可认证可监督管理委员会的条形码以追溯各产品生产源头

数据来源：中国轻工业信息网，消费日报网，公司官网，21 世纪经济报道，企来检，国家认证认可监督管理委员会，华福证券研究所

4.2 盈利结构改善，有机原料奶量价齐升

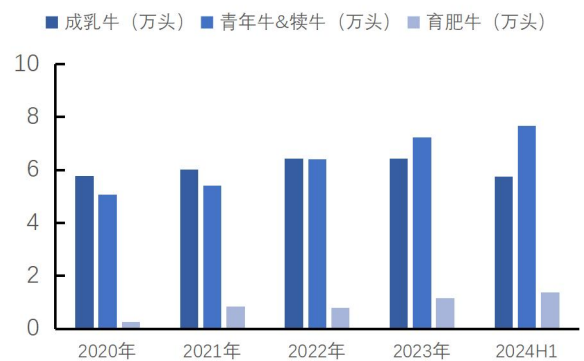
随着圣牧不断聚焦有机奶业，转化有机牧场，圣牧的有机牧场、有机奶牛存栏数量和占比均不断上升。2011 年至 2023 年，圣牧有机牧场数量从 4 个增长至 19 个，增速迅猛；有机奶牛数量占比从约 1/4 上升至 2023 年的 65%。24 年上半年的牛群数较 2023 年末整体相当，其中，育肥牛头数较上年末增长 20.7%；其他牛群较上年末下降 1.7%，主要是成乳牛存栏量下降所致，2024 年上半年，公司利用奶牛市场的价格低洼期，从澳大利亚进口 3600 余头优质奶牛，进一步提升公司整体牛群的质量，后备牛占比提升也是公司对未来产业周期回暖乐观预判下的战略布局。

图表 24：有机与非有机牧场数量变化



资料来源：公司公告，华福证券研究所

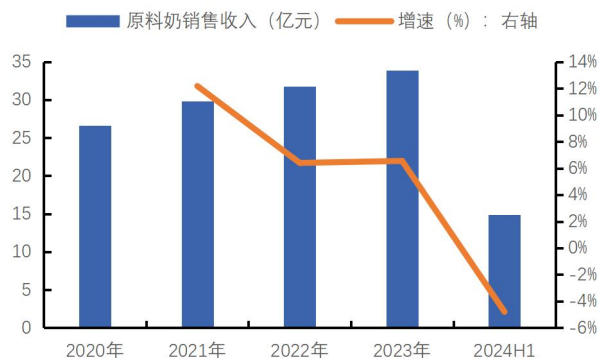
图表 25：牛群结构变化



资料来源：公司公告，华福证券研究所

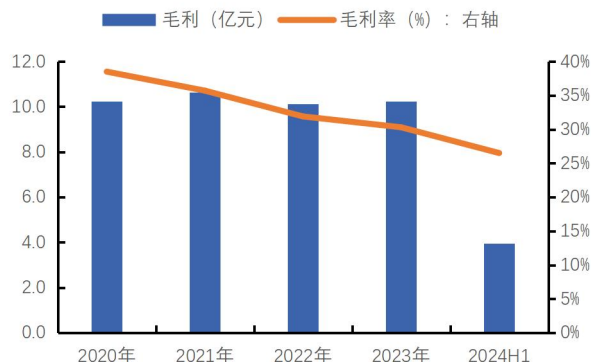
有机奶利润率更高，对总营收和毛利的贡献比重不断提升。2023 年，圣牧销售收入为 33.84 亿元，较去年同期增长 6.53%。有机奶对总收入的贡献从 2021 年开始就超 70%，与 2011 年贡献占比 21%相比，圣牧的盈利结构已经大幅优化。同时，有机奶的毛利贡献占比也从 2011 年的 16%上升至 2021 年的 76%。

图表 26：原料奶销售收入变化



资料来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：原料奶毛利额变化

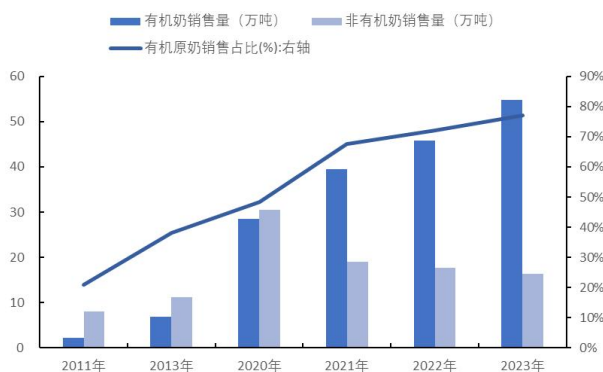


资料来源：公司公告，华福证券研究所

圣牧原奶销售量价齐升。从销量上看，公司原奶销量逐年上升，2023 年实现 71.2 万吨销量，同比增长 12%，有机奶占整体销量的比重已达到 77%。尽管非有机奶过去 20-23 年持续下滑，但公司有机奶销量的显著提升带动公司整体销量持续增长，实现公司原奶总销量逐年上升。近几年，由于单价更高的有机奶的销售占比的持续提升，公司原奶销售单价相对于主产区生鲜乳价格溢价率亦在持续增加，我们认为公司聚焦有机奶业务的发展，预计将进一步带来盈利能力的良性发展。

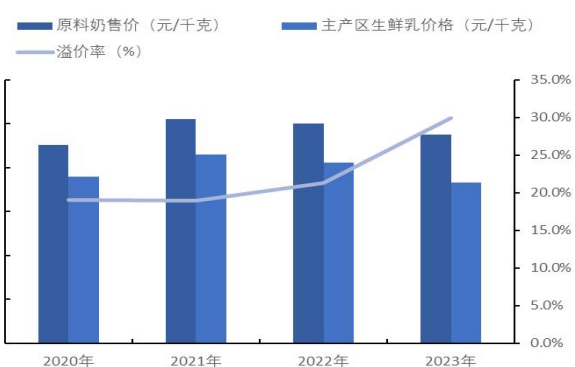
有机奶的结构占比提升，助力公司整体原奶售价相对于主产区生鲜乳价格溢价率持续提升。从价格端看，2023 年，主产区生鲜乳平均价格约 3.66 元/公斤，原奶价格处于历史低位，尽管圣牧原奶价格亦有所下降，但是由于有机奶销售量占比的提升，使得公司原奶售价相对主产区生鲜乳价格溢价率持续提升。

图表 28：原料奶销售量变化



资料来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29：原料奶价格变化

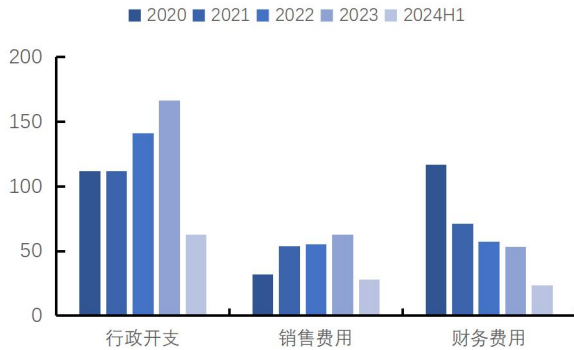


资料来源：公司公告，华福证券研究所

圣牧在过去三年内三费开支总体水平控制较好。从 2020 年每千克奶 0.27 元的三费总支出到 2023 年的 0.19 元/千克，圣牧各项费用开支之和下降较大，20-23 年累计下降约 30%，24 年上半年更是进一步下降到 0.16 元/千克。三费下降的主要原因是公司基本面的不断改善、营业收入的不断上升、以及公司大股东蒙牛带来的资源帮助。具体来看，由于公司与蒙牛深度锁定，圣牧业务更加聚焦于奶牛养殖，与之前相比更为单纯和清晰，导致单位行政开支更低。此外，在蒙牛的帮助下，圣牧得以获得更低的融资利率，且债务结构也进行了优化，因此财务成本更低。2023 年公司销售

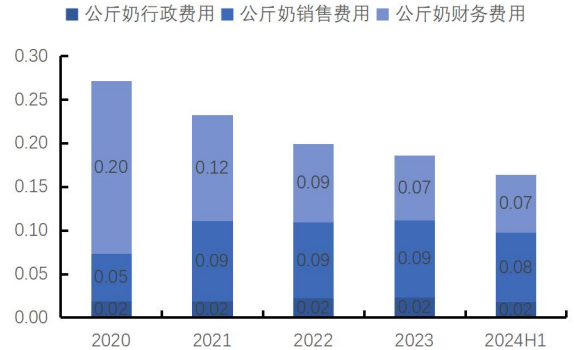
费用上升的主要原因为原料奶运输平均距离增加。从变化的本质上看，三大费用率的下降均非暂时性的，因此证明公司整体降本增效较为成功，三费下降导致的净利率上升可以持续。

图表 30：圣牧三项费用变化（百万元）



资料来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

图表 31：公斤奶三项费用变化（元/KG）



资料来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

收入方面：公司主营业务主要为原奶销售，预计后续伴随主产区生鲜乳奶价企稳反弹，以及有机原奶行业渗透率不断提升，有机原奶销量占比持续提升，收入端将稳步增长，24-26 年收入分别为 31.74/32.85/35.27 亿元，对应增速分别为 -6.21%/+3.51%/+7.37%。

利润方面：我们预计未来随着公司成母牛占比提升，以及生产精益管理工作的持续推进中，公斤奶成本将有所改善，预计毛利率将企稳改善，24-26 年综合毛利率预计分别为 31.78%/32.65%/35.37%。同时，预计在奶价后续企稳甚至反弹的情况下，公司生物资产公允价值变动对利润的拖累将降低，预计 24-26 年归母净利润分别为 -0.8/-0.2/+2.91 亿元，同比增速分别为 -193%/+74%/+1528%，对应 26 年 PE 为 6 倍。

图表 32：公司业绩拆分预测表

	21A	22A	23A	24E	25E	26E
主营业务收入（百万元）	2984.62	3176.25	3383.63	3173.61	3285.06	3527.01
YoY (%)	12.17%	6.42%	6.53%	-6.21%	3.51%	7.37%
主营业务成本（百万元）	1920.23	2163.57	2358.61	2165.15	2212.33	2279.35
YoY (%)	17.39%	12.67%	9.01%	-8.20%	2.18%	3.03%
原奶销售						
收入（百万元）	2984.62	3176.25	3383.63	3173.61	3285.06	3527.01
yoy (%)	12.17%	6.42%	6.53%	-6.21%	3.51%	7.37%
成本（百万元）	1920.2	2163.6	2358.6	2165.1	2212.3	2279.3
yoy (%)	17.39%	12.67%	9.01%	-8.20%	2.18%	3.03%
毛利率 (%)	35.66%	31.88%	30.29%	31.78%	32.65%	35.37%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取了同为乳制品上游的企业作为可比公司，26 年可比公司 PE 平均为 8 倍，公司 26 年 PE 低于平均水平，考虑到公司经营稳健，有机奶业务具备较大顺周期想象空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：相对估值表

公司简称	收盘价 (原始币种)	EPS				PE			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
优然牧业	2.27	-0.28	-0.01	0.19	0.32	-4.85	-311.46	11.25	6.57
现代牧业	1.06	0.02	-0.15	0.05	0.10	30.51	-6.79	21.29	9.52
平均数		-0.13	-0.08	0.12	0.21	12.83	-159.13	16.27	8.04
中国圣牧	0.20	0.01	-0.01	0.00	0.03	18.99	-20.46	-80.15	5.61

数据来源：ifind 一致预期，华福证券研究所；估值信息截至 2025 年 2 月 25 日；EPS 数据为人民币单位

6 风险提示

原奶价格大幅波动：若原奶价格大幅波动或对公司主营业务原奶销售的销售单价造成影响，进而影响收入表现，同时原奶价格波动对生物资产的公允价值变动亦有影响，进而影响利润表现；

原材料成本大幅波动：若原材料成本大幅波动或对公司盈利能力产生影响

食品安全事件：若行业或公司出现食品安全问题，或影响消费者对国产牛奶的信任度，进而对企业经营层面产生重大不良影响；

有机奶需求不及预期：有机奶作为公司主要聚焦的业务，若有机奶需求不及预期，或限制公司经营表现。

图表 34：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	395	368	384	837	营业总收入	3,526	3,278	3,422	3,655
应收款项合计	382	363	372	405	主营业务收入	3,384	3,174	3,285	3,527
存货	1,007	921	957	977	营业总支出	2,731	2,479	2,583	2,671
其他流动资产	371	376	374	397	营业成本	2,359	2,165	2,212	2,279
流动资产合计	2,155	2,028	2,087	2,616	营业开支	372	314	371	391
固定资产净额	1,945	1,972	1,998	2,023	营业利润	796	799	839	984
权益性投资	23	29	26	27	净利息支出	24	72	74	66
其他长期投资	61	70	63	64	权益性投资损益	-10	-23	-31	-21
商誉及无形资产	11	64	80	49	其他非经营性损益	-704	-804	-780	-624
土地使用权	596	596	596	596	非经常项目前利润	58	-101	-46	273
其他非流动资产	3,726	3,538	3,361	3,195	非经常项目损益	40	41	41	41
非流动资产合计	6,362	6,269	6,124	5,954	除税前利润	98	-59	-6	314
资产总计	8,517	8,297	8,211	8,570	所得税	3	0	0	3
应付账款及票据	1,707	1,486	1,543	1,601	少数股东损益	9	21	15	20
循环贷款	911	1,172	1,006	965	持续经营净利润	86	-79	-21	291
其他流动负债	405	337	343	366	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	3,023	2,995	2,892	2,932	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	1,220	1,220	1,220	1,220	归属普通股股东净利润	86	-80	-20	291
其他非流动负债	38	16	22	26	EPS (最新股本摊薄)	0.01	-0.01	0.00	0.03
非流动负债合计	1,258	1,236	1,242	1,246					
负债总计	4,281	4,231	4,134	4,178					
归属母公司所有者权益	4,023	3,832	3,828	4,123					
少数股东权益	213	234	249	268					
股东权益总计	4,236	4,066	4,077	4,392					
负债及股东权益总计	8,517	8,297	8,211	8,570					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	940	731	1,010	1,162	成长能力				
净利润	86	-80	-20	291	营业收入增长率	6.5%	-6.2%	3.5%	7.4%
折旧和摊销	127	78	110	134	归母公司净利润增长率	-79.3%	-192.8%	74.5%	1,528.2%
营运资本变动	-41	-157	18	5	获利能力				
其他非现金调整	768	889	902	732	毛利率	30.3%	31.8%	32.7%	35.4%
投资活动现金流	-1,154	-813	-776	-609	净利率	2.5%	-2.5%	-0.6%	8.3%
资本支出	-1,267	-158	-151	-128	ROE	2.1%	-2.0%	-0.5%	7.3%
长期投资	7	-14	10	-3	ROA	1.0%	-0.9%	-0.2%	3.5%
其他长期资产	106	-641	-635	-477	偿债能力				
融资活动现金流	118	55	-218	-100	资产负债率	50.3%	51.0%	50.3%	48.8%
借款增加	291	260	-166	-41	流动比率	0.7	0.7	0.7	0.9
股利分配	-86	-18	16	4	速动比率	0.4	0.4	0.4	0.6
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他融资活动现金流	-87	-188	-69	-63	每股收益	0.0	0.0	0.0	0.0
					每股经营现金流	0.1	0.1	0.1	0.1
					每股净资产	0.5	0.5	0.5	0.5
					估值比率				
					P/E	19	-20	-80	6
					P/B	0	0	0	0
					EV/EBITDA	59	161	82	29

数据来源：公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn