

优然牧业（09858）深度研究报告——

原奶周期反转在即，牧业龙头冬去春来

证券分析师：程晓东

分析师登记编号：S1190511050002

证券分析师：李忠华

分析师登记编号：S1190524090001

报告摘要

原奶行业特点：1) 周期性较强：近年来，原奶价格波动通常五年左右一个周期。周期性主要受两方面因素影响：首先，供给具有刚性，一旦生产短缺，恢复起来需要2年以上的時間。其次，消费需求稳增。供给刚性主要由两方面因素决定：**a. 生物资产特点。**奶牛这一生物资产生产周期较长，从补栏到原奶产出需要至少24个月；**b. 生产区域比较集中，难以扩张。**奶牛喜凉怕热，生产性能受温度影响较大，全球公认的“黄金奶源带”在我国仅占国土面积的15%。2) 较高的资本壁垒，目前投资新建奶牛场的投资额度较大，私人资本占比较小。3) 下游客户稳定性较强，由于食品安全特殊性要求，大型乳企对原奶质量要求非常高，新建牧场短时间内很难进入其供应链。

优然牧业为国内奶牛养殖第一龙头，集规模、成本和客户优势为一体。1) 优然牧业是国内最大原奶供应商，产能规模位居全国第一。现拥有96座牧场、管理饲养近60万头奶牛，原奶产量占全国的9.7%。2) 产业链覆盖奶牛育种、饲料、养殖，规模效应显著，奶牛单产达到12.6吨，原奶饲料成本2.17元/公斤。3) 手握优质客户，优势明显。伊利集团既是其最大的股东又是其最大的客户，公司2023年向伊利集团销售原奶达124.5亿，产销率接近100%，且销售价格高出社会平均价格约20%。

原奶行业产能去化加速中，价格周期反转在即。1) 原奶价格周期形成的机制，原奶价格周期由牧业供给的超额扩张或收缩（决定价格幅度）与奶牛繁殖泌乳时滞（决定时间长度）共同作用形成，价格周期时长可达54-78个月。2) 本轮原奶价格周期自2021年年中的最高点开始下跌，至今已连续下跌42个月。3) 低迷的原奶价格已经使得全行业亏损两年，成母牛产能去化明显，社会化牧场经过两年的去化，数量已减少15%。4) 2025年上半年原奶价格仍在低位运行，产能将持续去化，预计2025年下半年原奶行业达到供需平衡，原奶价格周期出现反转。

优然牧业盈利预测及估值。优然牧业作为全国最大的奶牛养殖公司直接受益于原奶价格上涨，且原奶价格上涨可使公司生物资产公允价值减销售成本导致的亏损大大减少。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为20.86亿/22.84亿/26.26亿元，归母净利润分别为-4.07亿/9.34亿/23.26亿元，对应EPS分别为-0.1/0.24/0.6元/股。我们认为公司作为奶牛养殖扩张速度较快和成本持续优化的企业，有望充分受益于原奶周期反转，给予买入评级

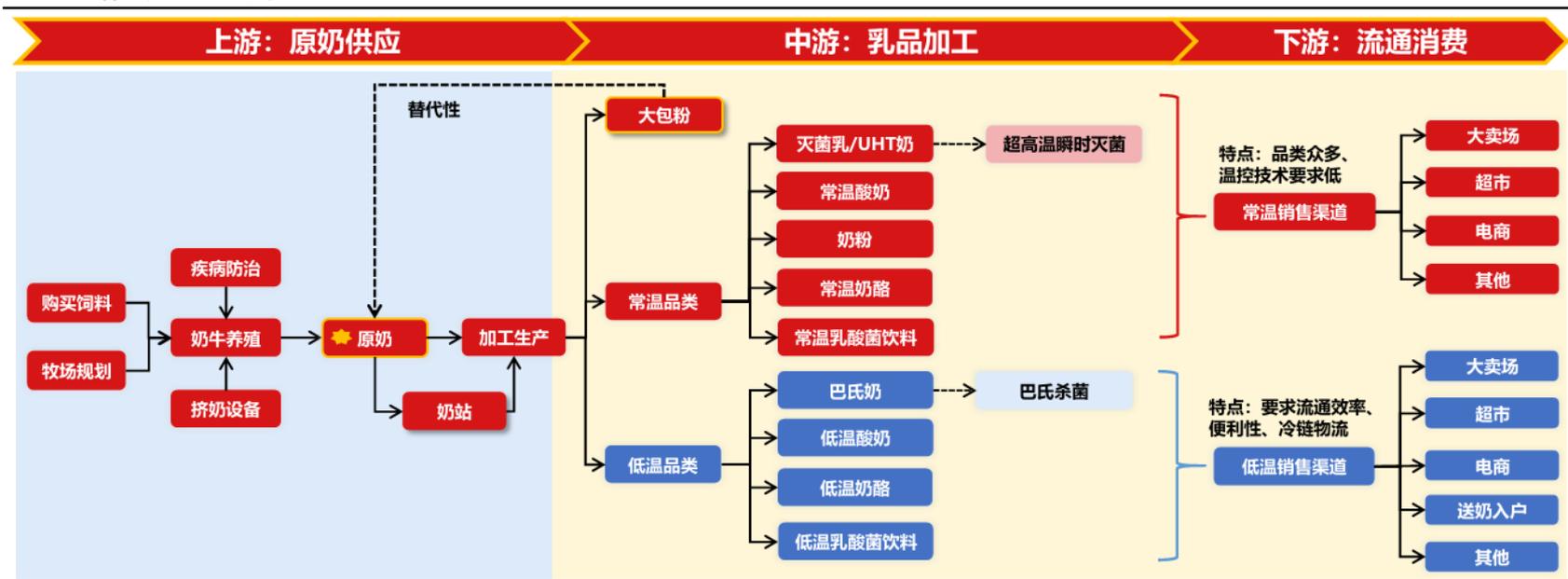
风险提示：原奶价格持续低迷、奶牛去化不及预期、消费复苏不及预期、奶牛重大疾病风险。

目录

- 1、原奶行业特性-乳制品产业链的黄金赛道；
- 2、优然牧业-全产业链布局的牧场龙头；
- 3、原奶价格周期特点；
- 4、优然牧业盈利预测及估值。

1.1、原奶行业处于乳制品全产业链中的“黄金赛道”

图表1：乳制品全产业链



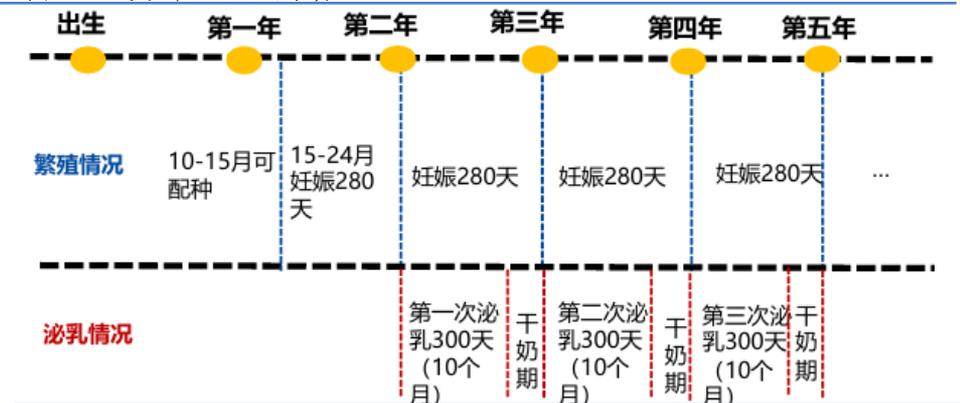
资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

原奶行业位于乳制品全产业链中的上游，因其供给的刚性特点，决定了其处于产业链中的“黄金赛道”的地位。

1.2、原奶行业具有较强的周期性，主要受生产资产特点的影响

供给时间刚性限制：

图表2：成母牛泌乳全周期



资料来源：奶业杂志，太平洋证券

生物生长周期限制产能扩张，一头成母牛从出生到泌乳需要至少26个月的时间，这个时间长度无法缩短和跨越。

1.3、原奶行业生产区域比较集中，供给具有刚性

奶牛饲养的地理位置限制：

图表3：全球黄金奶源带分布



资料来源：网络，太平洋证券

全球公认的“黄金奶源带”（北纬40-50度）仅占国土面积15%，
内蒙古、东三省及河北等四大产区贡献82.6%原奶产量。

1.4、原奶行业：受资本、质量和环保因素影响，行业进入壁垒高

进入壁垒：

- 资本壁垒高：据不完全计算投资一个万头的奶牛场，建筑成本大约在3.5亿左右，生产型生物资产大约2.5亿左右，总投资可达6亿左右；
- 质量认证门槛高：有机奶场较难认证和运营，非有机奶场一般需要3年左右的时间才能转为有机奶场；
- 大型牧场和下游客户粘性强，合作关系稳固：下游乳制品制造商对食品安全极其谨慎和敏感，特别是对有机原料奶，新建牧场短时间内很难进入大型乳企的供应链。
- 其他门槛：国家土地政策收紧，环保要求提高等。

1、原奶行业特性：黄金赛道-得牧场者得天下

原奶行业特性：

- 原奶供应具有时间刚性限制，成母牛产奶至少需要26个月的时间，生物资产的这一特性无法改变；
- 奶牛饲养的地理位置限制，公认的奶牛饲养的黄金位置只占我国国土面积的15%，且大部分位于我国北方区域；
- 新建牧场的进入壁垒限制，新建牧场资本投入较大，且运营难度较高，由于食品安全的特殊要求，新建牧场短时间内很难切入大型乳企的供应链。

目录

- 1、原奶行业特性-乳制品产业链的黄金赛道；
- 2、**优然牧业-全产业链布局的牧场龙头；**
- 3、原奶价格周期特点；
- 4、优然牧业盈利预测及估值。

2、全产业链布局的牧场龙头-优然牧业

优然牧业是我国乳业上游市场的领导者，业务完整的覆盖由奶牛育种到饲料再到原料奶生产的乳业上游全产业链。

- **原奶业务：**全国最大的奶牛饲养公司，存栏奶牛超过60万头，原奶产量占全国接近10%；
- **饲料业务：**反刍动物养殖系统化解方案领导者，精饲料年产能达到181万吨，营收占比近年呈下降趋势；
- **奶牛超市业务：**通过线上平台及遍布全国的27家线下奶牛超市为客户通过超过5000种奶牛超市养殖耗用品，涵盖了牧场的各核心业务运营范围；
- **育种业务：**通过子公司赛科星为牧场提供国内外优质奶牛、肉牛普通冻精、性控冻精及性控胚胎等。

2.1、优然牧业发展历史概览

历史沿革：

起源与早期发展

- 1984年成立呼和浩特市配合饲料厂（饲料业务前身），1988年投产；
- 2000年被伊利全资收购，成立内蒙古伊利饲料公司；
- 2007年伊利成立畜牧子公司（优然牧业前身），专注牧场经营；

独立运营与扩张

- 2015年引入PAG资本，脱离伊利控制，开启独立发展
- 2020年收购赛科星（奶牛育种企业），布局全产业链
- 2021年在港交所上市，募资约50亿港元，成为全球最大原料奶供应商

资料来源：优然牧业招股说明书，太平洋证券

2.2、优然牧业股权结构清晰，伊利为实际控制人

股权结构：

伊利股份：通过全资子公司中国优然牧业控股有限公司及金港控股持有约**33.93%**的股份，**为控股股东**；

PAG（太盟投资集团）：持股约**24.74%**，较早期有所减持；

员工持股平台：由伊利和优然牧业中高管持股，占比约**14.51%**；

公众股东：持股比例约**30%**（因PAG减持后公众持股增加）；

其他机构：包括China Genetics（约**2.5%**）及部分基金投资者。

资料来源：公司公告，太平洋证券

2.2、优然牧业与伊利股份协同发展

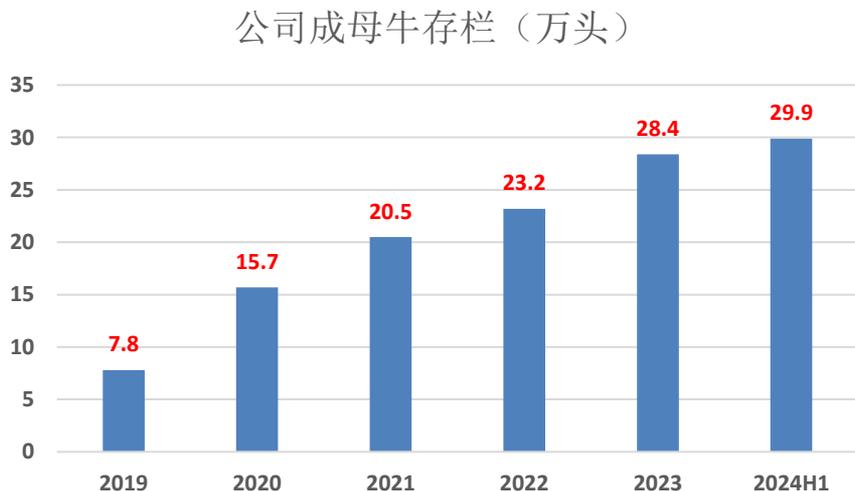
伊利股份：既是最大股东又是最大客户

- 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，优然牧业的原奶供应仅占其20%，**因此基本保障了优然产销率接近100%**；
- **分工定位，协同发展**：伊利专注于下游乳制品研发与渠道建设，优然牧业则承担上游奶源扩张及技术研发（如**饲料、育种**）；
- **资本支持**：优然牧业通过伊利集团的资本支持收购赛科星、恒天然牧场等快速扩大产能，通过与伊利集团签订长期供奶合同，**公司的原奶销售价格较社会平均价格高20%左右**。

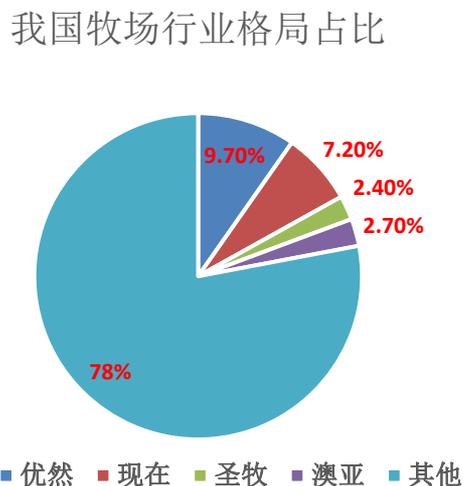
资料来源：公司公告，太平洋证券

2.3、优然牧业规模优势明显，奶牛存栏全国第一

图表4：公司成母牛存栏量变化（万头）



图表5：我国牧场行业格局

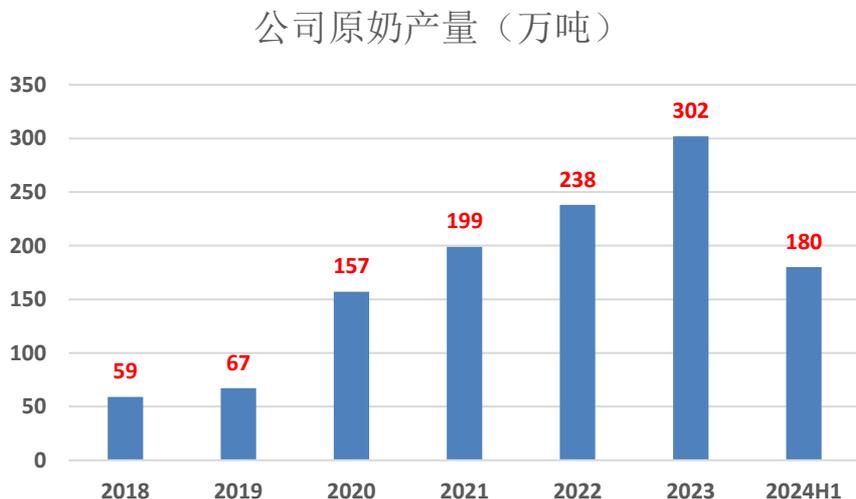


资料来源：公司公告，太平洋证券

公司成母牛存栏量五年CAGR达30.85%，成母牛存栏居全国第一位

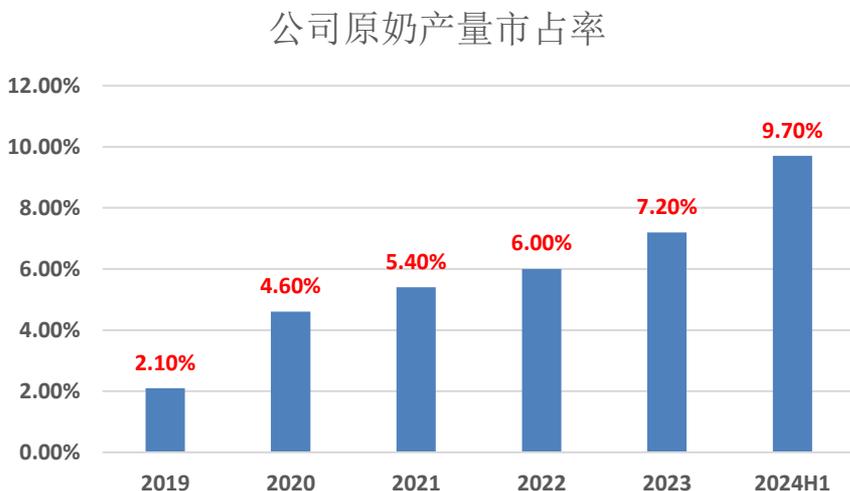
2.3、优然牧业规模优势明显，奶牛存栏全国第一

图表6：公司原奶产量（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表7：公司原奶产量市占率变化

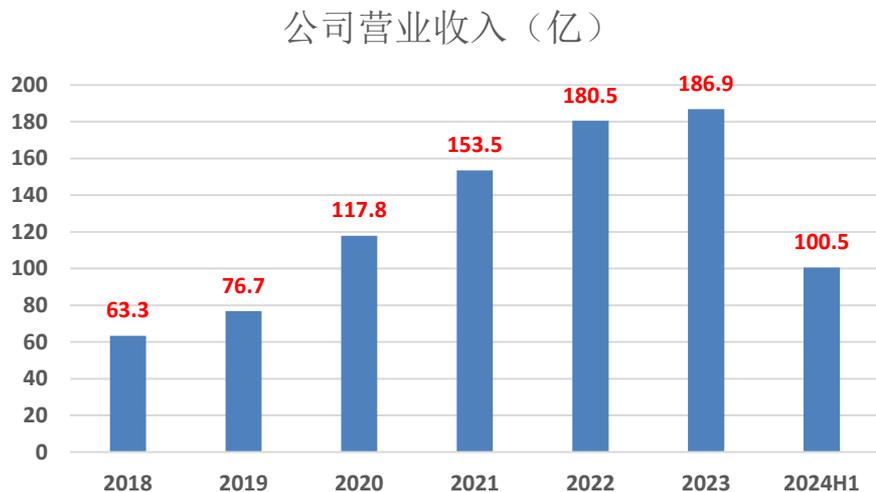


资料来源：公司公告，太平洋证券

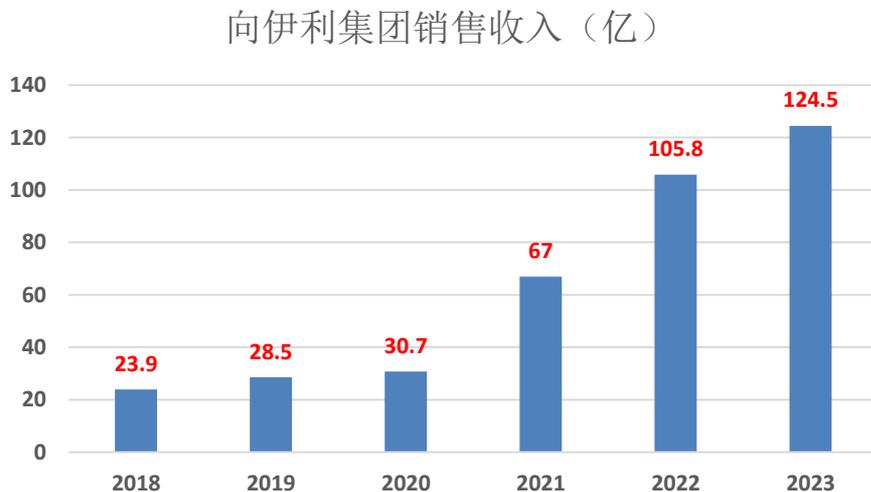
公司原奶产量五年CAGR达38.5%，市占率从2.1%提升至9.7%

2.4、优然牧业营收快速增长

图表8：公司2018-2024H1营业收入（亿）



图表9：公司向伊利集团销售收入（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券

公司营收从2018年63亿提升至2023年187亿，**五年CAGR达24%**；
向伊利集团销售收入从23.9亿提升至124.5亿，**五年CAGR达39%**。

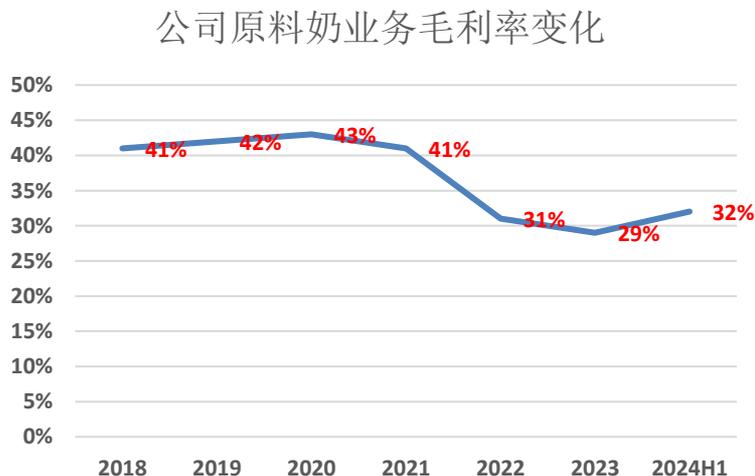
2.5、优然牧业的毛利率分析-毛利率止跌回升

图表10：优然牧业总毛利率变化



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表11：优然牧业原料奶业务毛利率变化

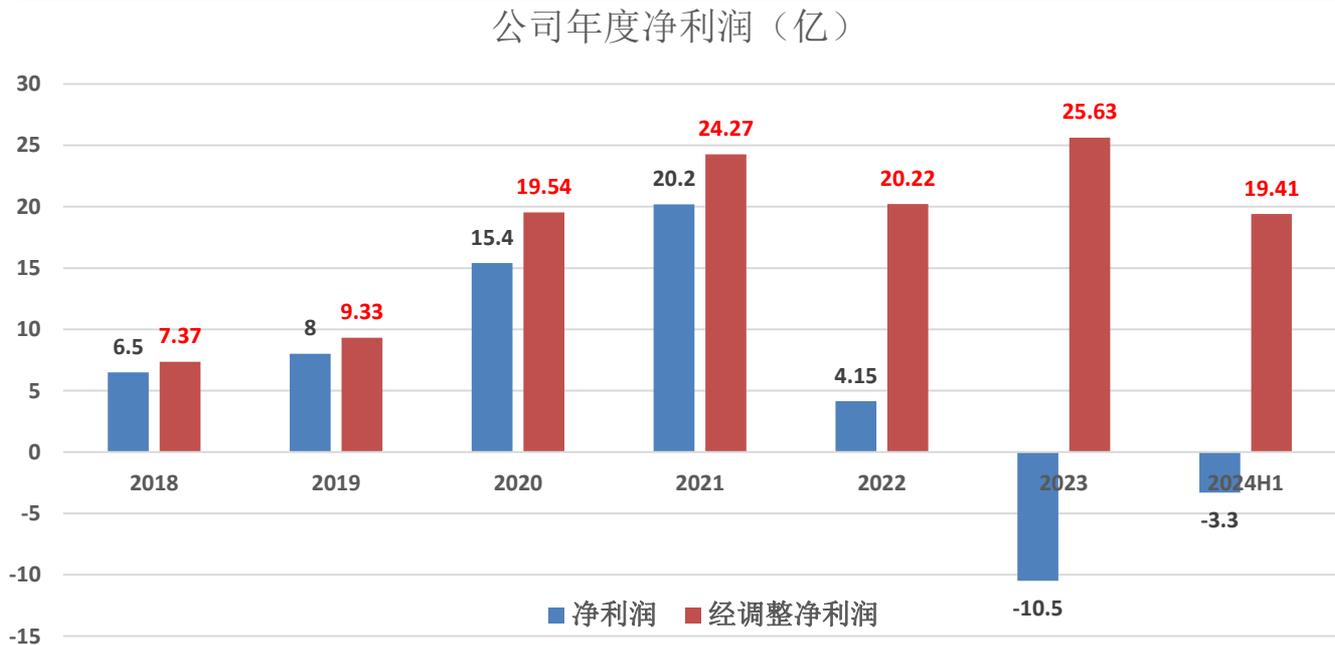


资料来源：公司公告，太平洋证券

近三年受原料奶价格下降影响，公司原料奶业务毛利率出现较大下降，2024年由于饲料价格下降，毛利率有**止跌回升**的趋势

2.6、优然牧业净利润变化及分析

图表12：优然牧业净利润变化



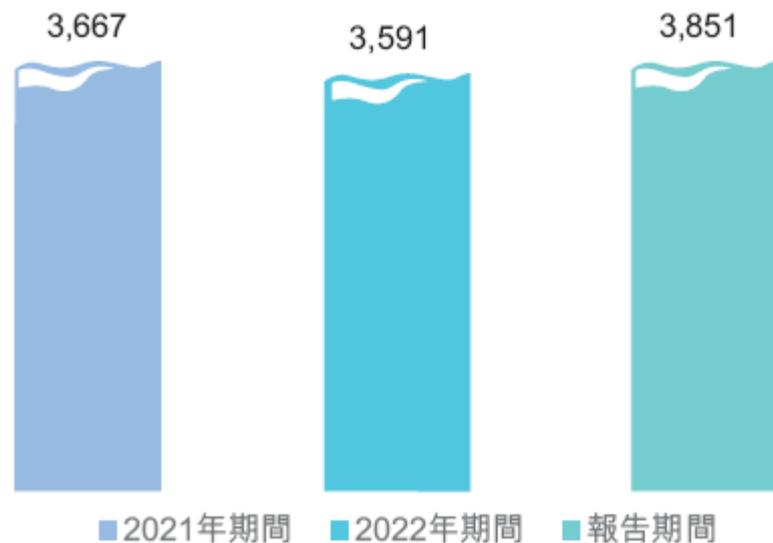
资料来源：公司公告，太平洋证券

经调整净利润：公司的归母净利润加上生物资产减值金额

2.6、优然牧业EBITDA保持稳定

图表13：公司近三年EBITDA示意图（百万）

（人民币百萬元）



资料来源：公司公告，太平洋证券

EBITDA：其他收益及亏损、预期信贷亏损模式下的减值亏损、商誉确认下的减值亏损、生物资产公允价值减销售成本亏损等

2.6、优然牧业的生物资产公允价值计算方法

生产性生物资产的公允价值计算方式都采用了“**多期超额收益法**”。这种方法基于**生物资产（如奶牛）在未来期间产生的贴现未来现金流量**进行计算：

- **贴现率**：贴现率的选择反映了市场利率和特定资产的风险。
- **未来现金流量预测**：包括每头奶牛在其使用寿命内的预计产奶量及奶价。
- **初始估计成本**：包括购买价格、饲养成本、医疗费用和其他相关费用。
- **估计市场价值**：包括成母牛的市场售价。市场售价通常参考当地市场的平均售价或类似资产的交易价格。

生物资产公允价值：原奶价格、原奶产量及淘汰牛的价格对其影响较大

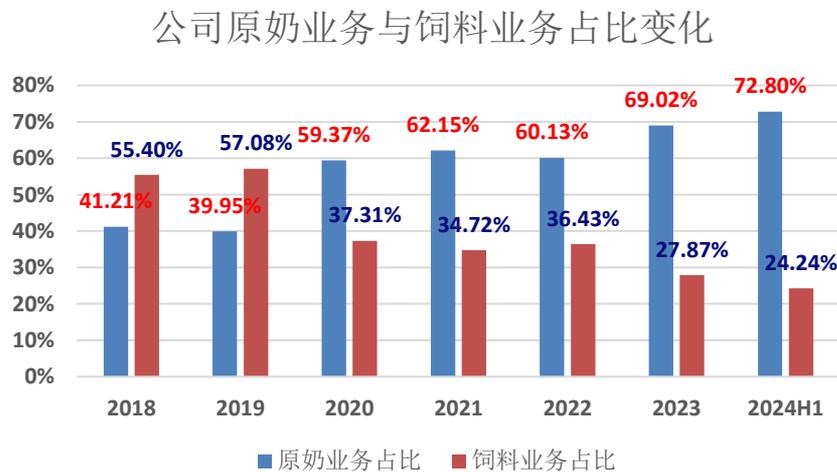
2.7、优然牧业饲料业务-饲料业务营收稳中有降

图表14：公司饲料业务营收变化



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表15：公司原奶业务与饲料业务营收占比



资料来源：公司公告，太平洋证券

公司饲料业务占比逐年降低，原奶业务营收成为主营业务

2.8、优然牧业各业务总结：

优然牧业是我国乳业上游市场的领导者，业务完整的覆盖由奶牛育种到饲料再到原料奶生产的乳业上游全产业链，并在各业务细分领域均取得领先地位。

- **原奶业务：**公司成母牛存栏快速增长，原奶产量占全国接近10%，原奶业务毛利率受原奶和饲料价格影响较大；
- **饲料业务：**近几年由于原奶价格持续下跌，导致社会牧场大量退出，公司主动筛序优质客户提供饲料，致使饲料业务近年营收稳中有降；
- **奶牛超市业务：**通过线上平台及遍布全国的27家线下奶牛超市为客户通过超过5000种奶牛超市养殖耗用品，涵盖了牧场的各核心业务运营范围；
- **育种业务：**通过子公司赛科星为牧场提供国内外优质奶牛、肉牛普通冻精、性控冻精及性控胚胎等。

目录

- 1、原奶行业特性-乳制品产业链的黄金赛道；
- 2、优然牧业-全产业链布局的牧场龙头；
- 3、原奶价格周期特点；
- 4、优然牧业盈利预测及估值。

3.1、原奶价格周期是如何形成的？

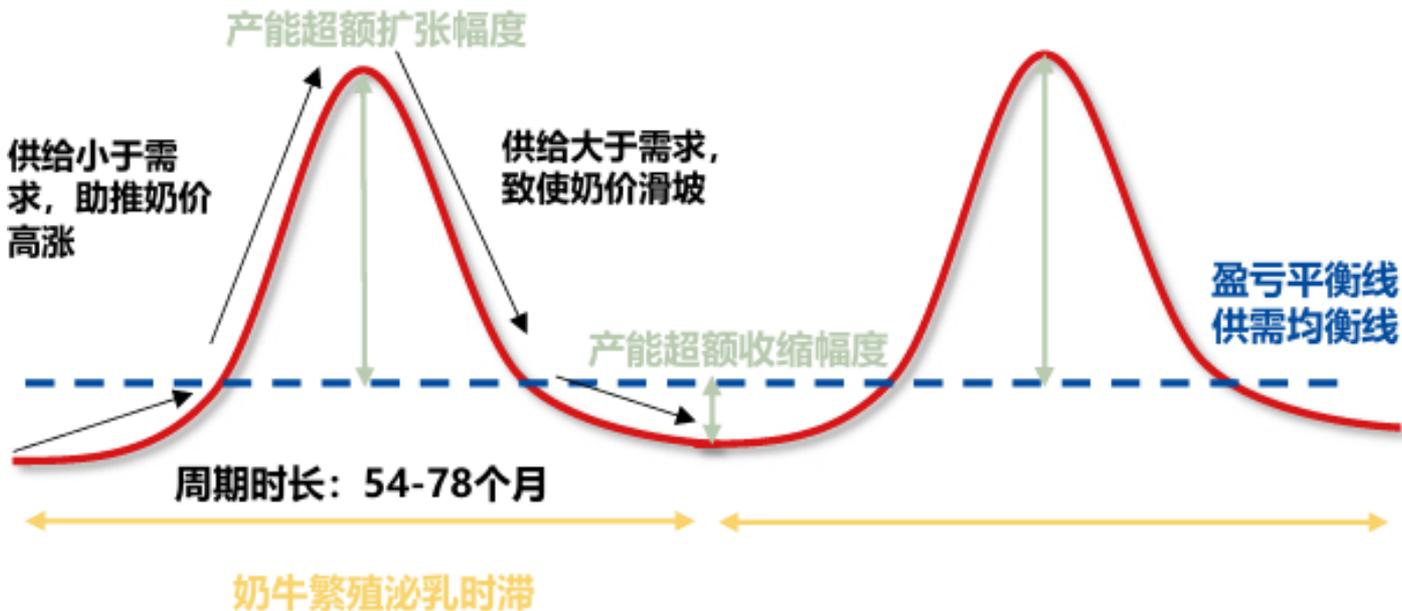
形成机制：原奶周期由牧业供给的超额扩张或收缩（决定价格幅度）与奶牛繁殖泌乳时滞（决定时间周期）共同作用形成。奶价影响牧场盈利，进而影响产能，产能变化经时滞影响产量，最终反作用于奶价。

周期运行阶段：原奶周期可分为奶价上行期、高位震荡期、奶价下行期和触底均衡期，各阶段受饲料价格、政策、投资热度等多种因素影响，周期总长度在54-78个月。

本轮周期位置：本轮周期受需求扰动和规模化牧场影响，盈亏到产能的传导周期拉长。当前乳业处于供需收敛阶段，奶价有望在2025年中或下半年止跌回暖。

3.1、原奶价格周期是如何形成及运行的？

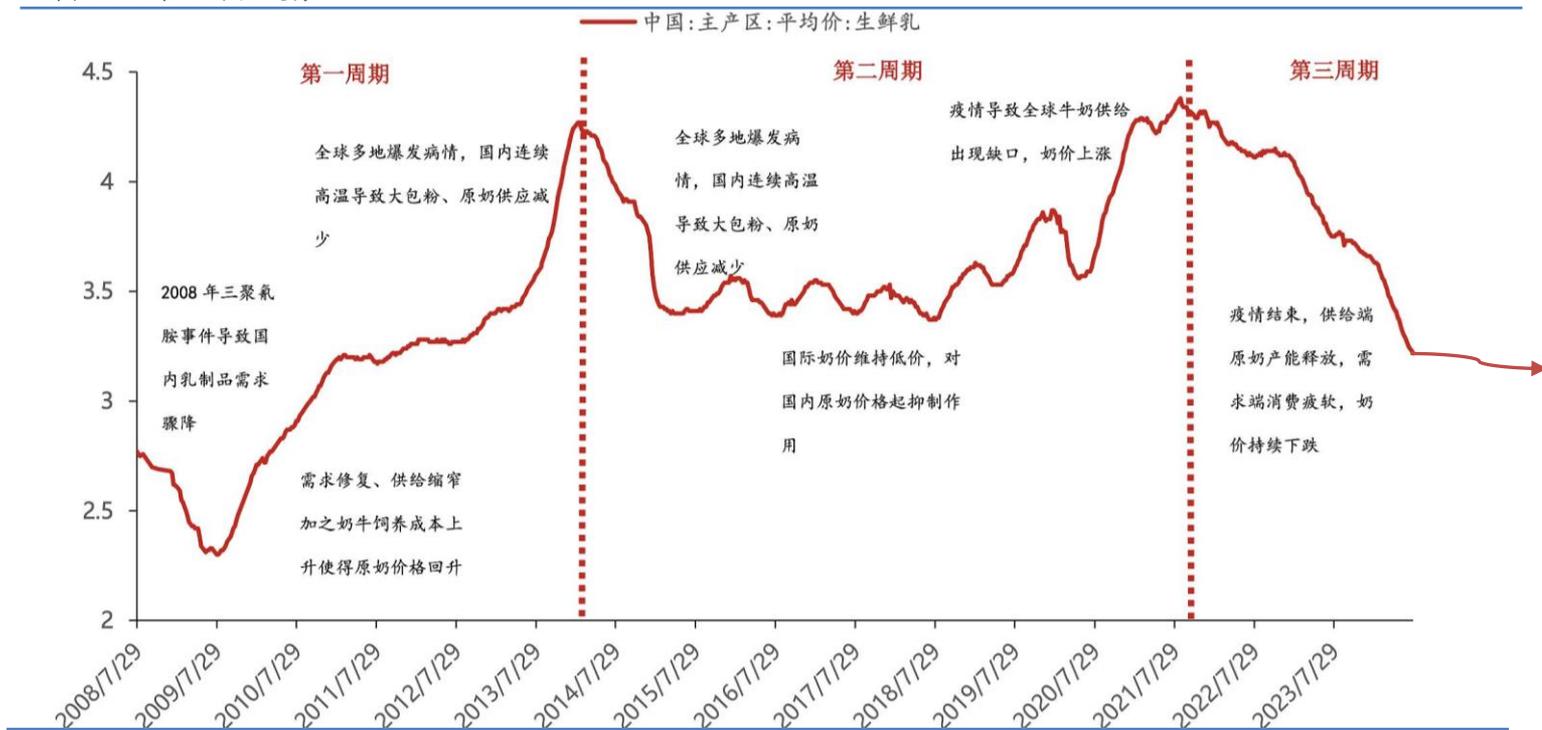
图表16：原奶价格周期形成示意图



资料来源：奶业经济观察，太平洋证券

3.1、原奶价格周期-当前原奶价格周期处于触底均衡期

图表17: 原奶价格走势

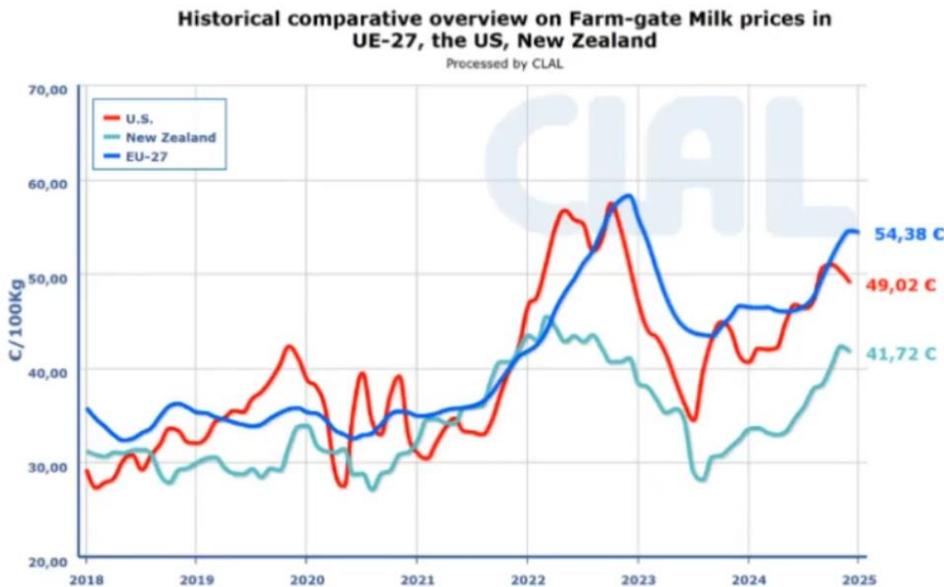


资料来源: 奶业经济观察, 太平洋证券

3.2、全球原奶情况分析：产量滞涨，奶价反转，原奶价格倒挂

- 世界主产国奶价在2022-2023年见顶，2023年奶价大幅回落，奶价走势比中国奶价走势延迟一年左右；
- 进入2024年后主产国奶价开始反弹；
- 2024年12月欧盟、美国、新西兰奶价折合人民币为4.1、3.7、3.2元/公斤，高于我国原奶价格，形成价格倒挂，有效的抑制了大包奶粉的进口，对我国奶牛养殖形成一定的利好

图表18：欧盟、美国、新西兰原奶价格走势



资料来源：CLAL，太平洋证券

3.3、原奶价格走势-国内原奶价仍在低位运行

图表19：我国原奶价格走势



资料来源：奶业经济观察，太平洋证券

按名义价格相当于2011年前后的价格，如果按消除物价变化的不变价格则是国内历史最低价格，2024年我国牧场牛奶平均生产成本为3.46元/公斤。

3.3、当前原奶价格导致牧场亏损测算：

图表20：奶牛场成本拆分

万头牧场亏损测算（单位：元/kg）	
公斤奶成本细拆：	
饲料成本	2
其他直接成本	0.5
生物资产减值	0.5
销售、管理、财务费用	0.5
厂房等固定资产折旧	0.13
全成本	3.63
现金成本	3.5
现原料奶价	3.09
公斤奶全成本亏损	0.54
公斤奶现金流亏损	0.41
成母牛单产（吨/年）	10
万头牧场全年亏损（万）	5400
万头牧场全年现金流亏损（万）	4100

资料来源：Wind，太平洋证券

3.3、原奶价格低迷致使牧业公司全行业严重亏损

现代牧业预计2024年净亏损13.5-15.5亿元，其中生物资产公允价值调整产生的亏损同比增加15-17亿元，商誉减值损失约4-6亿元；

澳亚集团预计2024年全年净利润亏损11.7-13.8亿元，其中生物资产公允价值调整亏损为11.8-13.9亿元；

中国圣牧预计2024年净利润亏损0.6-0.8亿元，其中生物资产公允价值调整亏损为0.9-1.2亿元；

优然牧业2024年H1净利润亏损为3.3亿，其中生物资产公允价值调整亏损为22.71亿；

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.4、本轮原奶价格周期特点-乳企集团持续扩张+社会牧场持续退出

当前国内牧场主要分为三类：

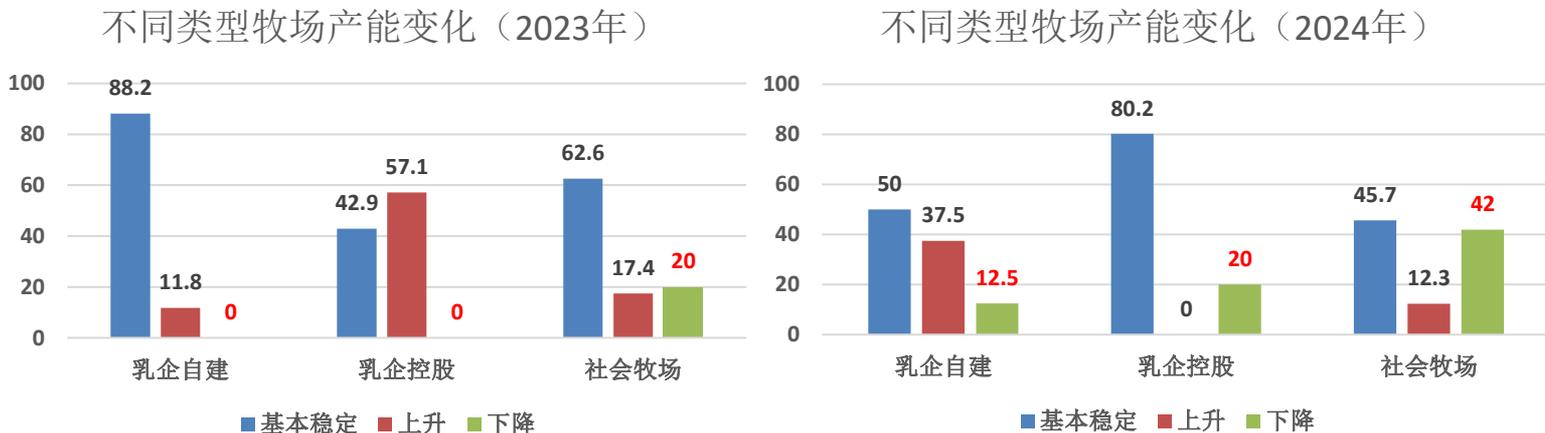
第一类是大型乳企的自有或控股奶源牧场，占比约30-40%，如伊利、蒙牛、光明等头部乳企通过自建或控股牧场实现奶源自控，如优然牧业（伊利系）和现代牧业（蒙牛系）等；

第二类是大型牧业集团，占比约20%-30%，独立运营的规模化牧业集团（如澳亚集团、宁夏农垦乳业等）提供社会化奶源；

第三类是社会牧场，占比约30%-40%，中小型社会牧场（包括合作社和私人牧场）仍是重要组成部分，但受成本压力和行业整合影响，占比逐步下降。当前，万头牧场中仅5%为私人投资，其余多为乳企或牧业集团控制。

3.4、本轮原奶价格周期特点-乳企集团持续扩张+社会牧场持续退出

图表21：不同种类乳企的产能变化



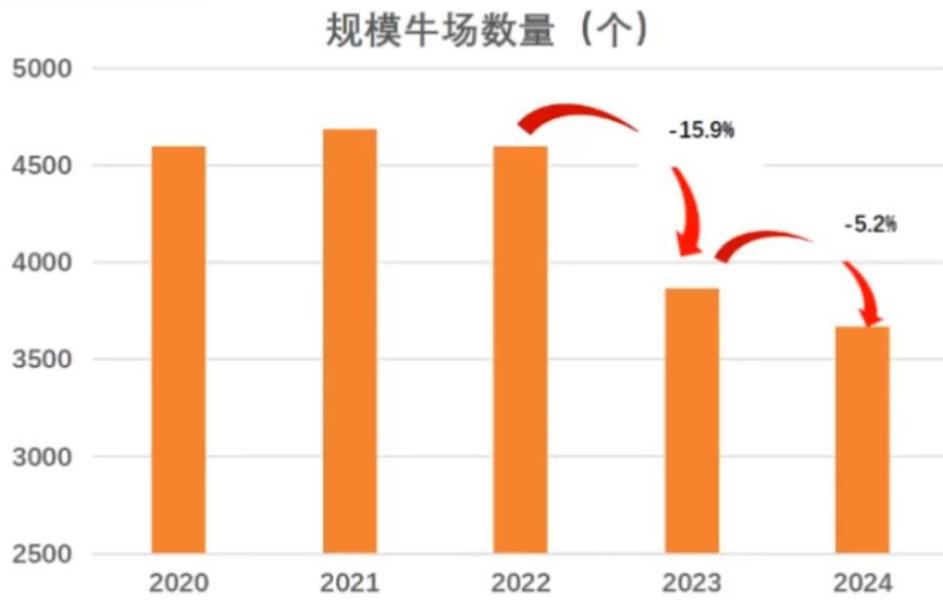
资料来源：奶业经济观察，太平洋证券

牧场中的乳企自有牧场和控股牧场分别有12.5%与20.0%在半年内减少了存栏，而社会牧场有42.0%减少了存栏。

3.4、本轮原奶价格周期特点-乳企集团持续扩张+社会牧场持续退出

◆从2022年到2024年，规模牛场的数量下降约20%，目前只有3600家左右的规模牧场，牧场数量减少了1000家。

图表22：规模化牧场数量的变化



资料来源：国家奶牛产业技术体系，太平洋证券

3.5、本轮原奶价格周期特点总结：

本轮原奶价格周期特点：

- 原奶价格下跌持续时间长，原奶价格自2021年年中开始下跌至今，已经持续下跌45个月，中间未见价格大幅反弹；
- 原奶价格下跌幅度大，原奶价格自2021年年中的4.5元/公斤下跌至今的3.09元/公斤，下跌幅度达到31.3%；
- 原奶供给端快速增加，由于2021年的高奶价，致使大量资本涌入牧场行业，原奶产量供给快速增加；
- 需求端连续三年下滑，由于“疤痕效应”的影响，叠加新生儿数量的下降，致使社会牛奶消费量连续三年出现下滑；
- 肉牛价格低迷冲击淘汰牛价格，淘汰牛及犊牛价格自高点腰斩，致使牧场需要卖掉更多的后备牛以维持运营。

3.6、原奶价格周期何时反转：产能去化+消费复苏

- ◆ 2024年牛群增长率在-4%到-5%，乳企销量没有实现预期的增长，生鲜乳供需形势明显比2023年严峻
- ◆ 2025年牛群增长率仍按-5%，继续去产能10-15万头成母牛，乳企实现4%左右的销量增速，供需明显好于24年，25年上半年高峰期过剩生鲜乳可能在1万吨左右，下半年基本供需平衡，去产能压力不大

图表23：原奶供需测算（1）

奶牛产能和生鲜乳供需测算（1）				
年份	2023	2024	2025	2026
有效产能奶牛(万头)	645	625	600	592
成母牛单产(吨/头)	9.6	9.7	9.8	9.9
商品奶产量(万吨)	3063	3060	3024	3070
商品奶产量(万吨/天)	8.4	8.4	8.3	8.4
乳企实际需求量(万吨/天)	7.3	7.2	7.5	7.9
供需平衡(万吨/天)	1.10	1.20	0.81	0.5

注：26年牛群增长率按-3%，消费需求增长5%

资料来源：国家奶牛产业技术体系，太平洋证券

3.6、原奶价格周期何时反转：产能去化+消费复苏

- ◆ 2025年牛群增长率仍按-5%，乳企实现-2%的销量增速，供需形势与24年接近，25年上半年高峰期过剩生鲜乳可能达到1.6万吨左右，依然面临较大的去产能压力

图表23：原奶供需测算（2）

奶牛产能和生鲜乳供需测算（2）				
年份	2023	2024	2025	2026
有效产能奶牛(万头)	645	625	600	592
成母牛单产（吨/头）	9.6	9.7	9.8	9.9
商品奶产量（万吨）	3063	3060	3024	3070
商品奶产量(万吨/天)	8.4	8.4	8.3	8.4
乳企实际需求量(万吨/天)	7.3	7.2	7.0	7.5
供需平衡(万吨/天)	1.10	1.20	1.24	0.9

注：26年牛群增长率按-3%，消费需求增长6%

资料来源：国家奶牛产业技术体系，太平洋证券

3.7、原奶周期即将反转：2025年下半年原奶供需有望达到平衡

2025年：由于产能释放的惯性及需求端的萎靡，预计2025年H1平均奶价仍在全成本线以下（**3.4元/kg**），预计奶牛去化得以持续，若乳品消费全年恢复增长至4%-5%，**2025年H2平均奶价有望回到成本线以上；**

2026年：由于2024年的奶牛去化，且淘汰的奶牛主要是后备奶牛，根据奶牛的产奶周期（**26个月**），2026年有望出现原奶供需紧平衡的状态，**预计2026年全年原奶价格到达4.2元/kg左右；**

2027年：由于2024和2025年大量的后备奶牛淘汰，**2027年原奶的供应可能出现较大缺口**，我们乐观预计原奶价格可能重新回到历史高峰**4.5元/kg左右**

目录

- 1、原奶行业特性-乳制品产业链的黄金赛道；
- 2、优然牧业-全产业链布局的牧场龙头；
- 3、原奶价格周期特点；
- 4、优然牧业盈利预测及估值。

4、优然牧业的盈利预测及估值

图表24：优然牧业净利润预测（百万）

盈利预测：				
单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18694	20855	22844	26260
(+/-) (%)	4%	12%	10%	15%
归母净利润	-1050	-407	934	2326
(+/-) (%)	-353%	61%	329%	149%
EPS	-0.28	-0.10	0.24	0.60
P/E	-5.25	-22.09	9.62	3.87

资料来源：携宁，太平洋证券

关键假设：优然牧业2025年、2026年原奶全年的平均售价分别为**4.2元/公斤**和**4.5元/公斤**，原奶产量分别为**407万吨**和**450万吨**，原奶业务毛利率分别为**35%**和**40%**，生物资产减销售成本造成的亏损分别为**27.4亿**和**26.3亿**。

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为**20.86亿/22.84亿/26.26亿元**，归母净利润分别为**-4.07亿/9.34亿/23.26亿元**，对应EPS分别为**-0.1/0.24/0.6元/股**，在原奶价格上行周期给予**10倍PE**，则对应公司2026年市值为**260亿**，给予**买入**评级。

图表25：优然牧业资产负债表预测（百万）
附录：公司财务预测表

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,406	13,536	14,628	17,762
现金	4,488	5,463	5,947	8,204
应收账款及票据	796	927	1,015	1,167
存货	4,505	4,769	5,039	5,423
其他	1,617	2,377	2,627	2,967
非流动资产	34,793	36,250	37,663	39,048
固定资产	15,181	16,615	17,999	19,334
无形资产	859	759	789	839
其他	18,753	18,876	18,876	18,876
资产总计	46,200	49,786	52,291	56,810
流动负债	20,915	24,985	26,323	27,935
短期借款	16,433	20,433	21,433	22,433
应付账款及票据	2,113	1,883	1,989	2,141
其他	2,368	2,669	2,901	3,361
非流动负债	12,186	12,261	12,261	12,261
长期债务	9,827	9,827	9,827	9,827
其他	2,360	2,434	2,434	2,434
负债合计	33,101	37,246	38,584	40,196
普通股股本	0	0	0	0
储备	12,060	11,652	12,586	14,911
归属母公司股东权益	11,831	11,423	12,356	14,682
少数股东权益	1,268	1,117	1,351	1,933
股东权益合计	13,099	12,540	13,707	16,614
负债和股东权益	46,200	49,786	52,291	56,810

资料来源：携宁，太平洋证券

图表26：优然牧业现金流量表预测（百万）

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,390	3,650	5,445	7,168
净利润	-1,050	-407	934	2,326
少数股东权益	-403	-151	234	582
折旧摊销	551	566	617	665
营运资金变动及其他	5,292	3,641	3,661	3,595
投资活动现金流	-4,344	-5,403	-4,576	-4,481
资本支出	-8,051	-1,900	-2,030	-2,050
其他投资	3,707	-3,503	-2,546	-2,431
筹资活动现金流	2,990	2,728	-384	-429
借款增加	4,030	4,000	1,000	1,000
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-103	-1,272	-1,384	-1,429
其他	-937	0	0	0
现金净增加额	3,036	974	484	2,257

资料来源：携宁，太平洋证券

图表27：优然牧业利润表预测（百万）

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,694	20,855	22,844	26,260
其他收入	46	40	45	50
营业成本	14,224	15,061	15,912	17,126
销售费用	620	688	754	867
管理费用	778	855	937	1,050
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1,054	1,182	1,275	1,310
除税前溢利	-1,360	-429	1,374	3,421
所得税	93	129	206	513
净利润	-1,453	-558	1,168	2,908
少数股东损益	-403	-151	234	582
归属母公司净利润	-1,050	-407	934	2,326
EBIT	-305	753	2,649	4,731
EBITDA	246	4,403	5,390	7,357
EPS（元）	-0.28	-0.10	0.24	0.60

资料来源：携宁，太平洋证券

图表28：优然牧业主要财务比率

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	3.56%	11.56%	9.54%	14.95%
归属母公司净利润	-353.15%	61.22%	329.50%	148.95%
获利能力				
毛利率	23.91%	27.78%	30.34%	34.78%
销售净利率	-5.62%	-1.95%	4.09%	8.86%
ROE	-8.88%	-3.56%	7.56%	15.84%
ROIC	-0.83%	2.29%	5.01%	8.23%
偿债能力				
资产负债率	71.65%	74.81%	73.79%	70.75%
净负债比率	166.21%	197.74%	184.66%	144.79%
流动比率	0.55	0.54	0.56	0.64
速动比率	0.32	0.32	0.33	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.43	0.45	0.48
应收账款周转率	17.73	24.20	23.52	24.07
应付账款周转率	5.92	7.54	8.22	8.29
每股指标（元）				
每股收益	-0.28	-0.10	0.24	0.60
每股经营现金流	1.16	0.94	1.40	1.84
每股净资产	3.12	2.93	3.17	3.77
估值比率				
P/E	-5.25	-22.09	9.62	3.87
P/B	0.47	0.79	0.73	0.61
EV/EBITDA	111.13	7.68	6.36	4.49

资料来源：携宁，太平洋证券

风险提示：

原奶价格持续低迷；

奶牛去化不及预期；

消费复苏不及预期；

奶牛重大疾病风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。