

2025 年 03 月 29 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，期待原奶价格回升

—现代牧业（1117.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 3 月 25 日，现代牧业发布 2024 年年报。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	1.13
总市值（亿港元）	89.4
总股本（百万股）	7,915.7
流通股本（百万股）	7,915.7
52周价格区间（港元）	0.6-1.31
日均成交额（百万港元）	8.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 利润短期承压，现金流表现较好

收入符合预期，非现金项目拖累利润。2024 年公司实现营业收入 132.54 亿元，同减 1.5%；归母净利润-14.69 亿元，去年同期为 1.85 亿元；其中，乳牛公平值变动减乳牛销售成本产生亏损 28.63 亿元，去年同期为 12.80 亿元；商誉减值亏损 5.99 亿元。成本管控到位，毛利率有效提升。2024 年毛利率 26.0%，同比+2.8pcts；现金 EBITDA/现金 EBITDA 利润率分别为 29.86 亿元/22.5%，分别同比+19.6%/+4.0pcts。现金流表现较好，资本开支同比下降。2024 年运营现金流 28.08 亿元，同增 17.3%；资本开支 34.52 亿元，同减 8.1%。

■ 原料奶盈利能力持续提升，牛群结构不断优化

2024 年原料奶营收为 104.54 亿元，同比+1.9%，占比 78.9%；毛利率 31.2%，同增 2.8pcts。生产方面，2024 年产量为 301 万吨，同增 16.1%；成乳牛单产量 12.8 万吨，同增 1.6%。2024 年牛群规模 49.12 万头，成乳牛占比 51.1%，同比持续提升；有机奶牛存栏规模 4.19 万头，其中并购 4 个有机牧场 3.09 万头，单产产量与成乳牛占比持续提升，有机奶产能持续扩容。销售方面，2024 年原奶售价 3.61 元/公斤，同减 10.4%，但仍高于市场价 3.32 元/公斤，原奶价格随行业供需变化持续下探，期待中小牧场逐步出清后奶价稳步回升。成本方面，2024 年公斤奶销售成本 2.53 元/公斤，同减 13.4%，其中饲料成本 1.95 元/公斤，同减 16.7%。成本管控有效，采购端持续发力，牛群结构不断优化。

■ 饲草业务稳步拓展，育种业务不断突破

2024 年奶牛养殖综合解决方案营收为 28.00 亿元，同减 12.4%。饲草业务方面，销量累计突破 100 万吨，拥有 6 家生产工厂与 4 个种植基地。数智平台方面，爱养牛交易量达 320 亿元，云养牛覆盖 386 家牧场及 152 万头奶牛。育种业务方面，已建立 2 个国家奶牛核心育种场，自主培育种公牛 15 头，后续持续解决奶牛核心种源自给率提升问题。

盈利预测

我们看好行业出清速度持续加快，原奶价格逐步回升，公司单产量有效提升叠加成本结构优化，利润释放确定性强。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 139.50/147.80/156.91 亿元，EPS 分别为 0.04/0.10/0.15 元，当前股价对应 PE 分别为 25/11/7 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观环境恢复不及预期风险；牧场出清不及预期风险；需求回暖不及预期风险；成本上涨风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	13,254	13,950	14,780	15,691
增长率（%）	-1.5%	5.2%	5.9%	6.2%
归母净利润（百万元）	-1417	330	791	1209
增长率（%）	—	—	139.5%	52.8%
摊薄每股收益（元）	-0.18	0.04	0.10	0.15
ROE（%）	-14.9%	3.4%	7.5%	10.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3059	5364	7563	10728	营业收入	13254	13950	14780	15691
应收款项	1663	1720	1802	1892	营业成本	12760	10116	10573	11085
存货净额	3131	2279	2322	2373	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	48	14	15	16	销售费用	445	432	429	439
流动资产合计	8079	9554	11914	15263	管理费用	775	1802	1813	1810
固定资产	7550	6626	5733	4773	财务费用	(453)	320	248	153
无形资产及其他	4416	3352	2284	1210	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12523	12523	12523	12523	资产减值及公允价值变动	0	(1050)	(1000)	(1050)
长期股权投资	1373	1773	2123	2473	其他收入	(1202)	(0)	0	0
资产总计	33941	33827	34577	36242	营业利润	(1474)	230	717	1154
短期借款及交易性金融负债	2963	3516	3025	3168	营业外净收支	0	120	130	140
应付款项	3899	2785	2850	2898	利润总额	(1474)	350	847	1294
其他流动负债	1767	1406	1459	1520	所得税费用	(5)	7	25	39
流动负债合计	8630	7707	7334	7586	少数股东损益	(53)	13	30	46
长期借款及应付债券	11500	11550	11550	11550	归属于母公司净利润	(1417)	330	791	1209
其他长期负债	2688	3138	3558	3958					
长期负债合计	14188	14688	15108	15508					
负债合计	22818	22395	22442	23094	现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1592	1604	1635	1681	净利润	(1417)	330	791	1209
股东权益	9531	9828	10501	11468	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	33941	33827	34577	36242	折旧摊销	939	1978	2047	2116
					公允价值变动损失	0	1050	1000	1050
					财务费用	(453)	320	248	153
					营运资本变动	666	(196)	412	367
					其它	(53)	13	30	46
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	135	3175	4280	4788
每股收益	-0.18	0.04	0.10	0.15	资本开支	(2284)	(1040)	(1086)	(1133)
每股红利	0.12	0.00	0.01	0.03	其它投资现金流	700	0	(35)	(42)
每股净资产	1.20	1.24	1.33	1.45	投资活动现金流	(2068)	(1440)	(1471)	(1525)
ROIC	-3%	11%	14%	18%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-15%	3%	8%	11%	负债净变化	2599	50	0	0
毛利率	4%	27%	28%	29%	支付股利、利息	0	(33)	(119)	(242)
EBIT Margin	-5%	11%	13%	15%	其它融资现金流	(2066)	553	(491)	143
EBITDA Margin	2%	26%	27%	29%	融资活动现金流	3132	570	(610)	(99)
收入增长	-2%	5%	6%	6%	现金净变动	1199	2305	2199	3165
净利润增长率	—	—	139%	53%	货币资金的期初余额	1860	3059	5364	7563
资产负债率	72%	71%	70%	68%	货币资金的期末余额	3059	5364	7563	10728
息率	0.0%	0.4%	1.3%	2.7%	企业自由现金流	(1403)	2311	3278	3637
P/E	-5.9	25.2	10.5	6.9	权益自由现金流	(418)	2600	2547	3632
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7					
EV/EBITDA	149	9	8	7					

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。