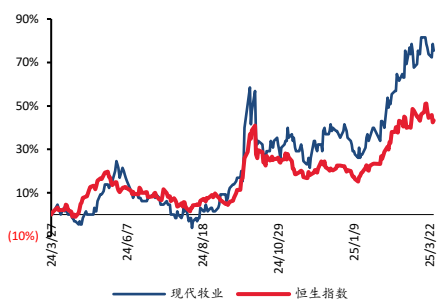


## 现代牧业 2024 年报点评：减值落地，静待原奶周期反转

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	79.16/0
总市值/流通(亿港元)	90.24/0
12个月内最高/最低价(港元)	1.31/0.6

### 相关研究报告

证券分析师: 李忠华

电话: 010-88325115

E-MAIL: lizh@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524090001

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190511050002

**事件:** 公司近日发布 2024 年业绩, 24 年实现收入 132.5 亿, 同减 1.5%; 毛利为 34.51 亿, 现金 EBITDA 为 29.86 亿; 归母净利润亏损 14.7 亿, 其中因乳牛公平值变动减乳牛销售成本产生的亏损为 28.63 亿。

**原奶业务稳步增长, 生产成本持续下降:** 截止 24 年年底, 公司乳牛规模达到 49.1 万头, 同增 9%, 原奶产量达到 301 万吨, 同增 16.1%, 原奶业务营收达到 104.5 亿, 同增 1.9%。受益于饲料价格下降和生产效率提升, 公司成乳牛单产达到年化 12.8 吨, 同增 1.6%, 原料奶的平均单位成本降至 2.53 元/公斤, 同比减少 0.39 元/公斤, 其中饲料成本平均为 1.95 元/公斤, 同比减少 16.67%, 公司成本控制能力保持行业领先水平。

**生物资产大额减值落地, 静待原奶周期反转:** 由于原奶价格低迷, 公司战略性主动加大了淘汰低产低效牛只数量以改善牛群结构, 受到淘汰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为 28.62 亿, 同增 123.6%, 系近几年最大规模的计提。此外, 公司计提高誉减值损失 6 亿, 此两项计提导致 2024 年归母净利润承压。展望 2025 年, 随着原奶价格的持续低迷, 行业产能不断去化, 预计在 2025 年下半年原奶市场达到供需平衡, 公司盈利将会大幅改善。

**现代牧业盈利预测及估值:** 现代牧业作为国内市占率第二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 2025-2027 年营业收入分别为 157 亿/180.8 亿/210 亿元, 归母净利润分别为 3.3 亿/11.37 亿/20.79 亿元, 对应 EPS 分别为 0.04/0.14/0.26 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、产能去化不及预期、消费复苏不及预期、奶牛重大疾病风险等。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13254	15700	18080	21000
营业收入增长率(%)	-2%	18%	15%	16%
归母净利(百万元)	-1417	330	1137	2079
净利润增长率(%)	-909%	123%	245%	83%
摊薄每股收益(元)	-0.18	0.04	0.14	0.26
市盈率(PE)	-5.09	27.85	8.08	4.42

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,079	8,380	10,502	13,797
现金	3,059	3,293	4,709	7,128
应收账款及票据	1,445	1,744	2,009	2,333
存货	3,131	2,673	2,956	3,334
其他	444	669	829	1,002
非流动资产	25,862	26,679	27,488	28,289
固定资产	7,550	7,777	7,996	8,207
无形资产	4,416	4,916	5,416	5,916
其他	13,896	13,986	14,076	14,166
资产总计	33,941	35,059	37,990	42,086
流动负债	8,630	8,406	9,158	10,097
短期借款	2,963	3,063	3,163	3,263
应付账款及票据	3,894	3,459	3,826	4,314
其他	1,772	1,884	2,170	2,520
非流动负债	14,188	15,188	16,188	17,188
长期债务	11,500	12,500	13,500	14,500
其他	2,688	2,688	2,688	2,688
负债合计	22,818	23,594	25,346	27,286
普通股股本	676	676	676	676
储备	8,855	9,185	10,322	12,401
归属母公司股东权益	9,531	9,861	10,998	13,076
少数股东权益	1,592	1,604	1,647	1,724
股东权益合计	11,123	11,465	12,644	14,801
负债和股东权益	33,941	35,059	37,990	42,086

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,952	2,872	4,026	4,951
净利润	-1,417	330	1,137	2,079
少数股东权益	-53	12	42	78
折旧摊销	341	273	281	289
营运资金变动及其他	4,080	2,256	2,566	2,506
投资活动现金流	-4,605	-3,062	-2,986	-2,858
资本支出	-4,753	-1,000	-1,000	-1,000
其他投资	148	-2,062	-1,986	-1,858
筹资活动现金流	3,465	424	375	325
借款增加	1,645	1,100	1,100	1,100
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-112	-676	-725	-775
其他	0	0	0	0
现金净增加额	1,811	234	1,415	2,419

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,254	15,700	18,080	21,000
其他收入	0	0	0	0
营业成本	12,760	11,320	12,520	14,120
销售费用	445	471	542	630
管理费用	766	942	1,085	1,260
研发费用	0	0	0	0
财务费用	529	614	659	680
除税前溢利	-1,474	402	1,387	2,537
所得税	-5	60	208	381
净利润	-1,469	342	1,179	2,156
少数股东损益	-53	12	42	78
归属母公司净利润	-1,417	330	1,137	2,079
EBIT	-946	1,017	2,047	3,217
EBITDA	-946	1,290	2,328	3,506
EPS (元)	-0.18	0.04	0.14	0.26

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.51%	18.45%	15.16%	16.15%
归属母公司净利润	-908.84%	123.27%	244.80%	82.84%
获利能力				
毛利率	3.73%	27.90%	30.75%	32.76%
销售净利率	-10.69%	2.10%	6.29%	9.90%
ROE	-14.86%	3.34%	10.34%	15.90%
ROIC	-3.68%	3.20%	5.94%	8.40%
偿债能力				
资产负债率	67.23%	67.30%	66.72%	64.83%
净负债比率	102.53%	107.02%	94.54%	71.86%
流动比率	0.94	1.00	1.15	1.37
速动比率	0.57	0.67	0.81	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.52
应收账款周转率	8.89	9.85	9.63	9.67
应付账款周转率	3.06	3.08	3.44	3.47
每股指标 (元)				
每股收益	-0.18	0.04	0.14	0.26
每股经营现金流	0.00	0.36	0.51	0.63
每股净资产	1.20	1.25	1.39	1.65
估值比率				
P/E	-5.09	27.85	8.08	4.42
P/B	0.76	0.93	0.83	0.70
EV/EBITDA	-19.76	16.63	9.08	5.65

## 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



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

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。