

2025 年 04 月 01 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

原料奶业务增长强劲，成本管控能力突出

—优然牧业（9858.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

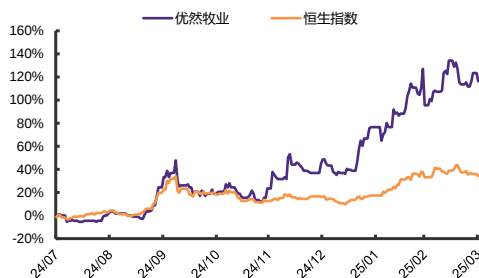
2025 年 3 月 28 日，优然牧业发布 2024 年业绩公告。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	2.40
总市值（亿港元）	93.4
总股本（百万股）	3,892.7
流通股本（百万股）	3,892.7
52周价格区间（港元）	1.03-2.76
日均成交额（百万港元）	15.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

收入小幅增长，现金流表现较好

收入增长稳健，非现金项目影响利润表现。2024 年公司实现营收 201 亿元，同增 7.5%；因生物资产公允价值变动及资产减值等非现金项目影响，2024 年归母净利润为-6.91 亿元。其中，生物资产公允价值变动亏损 39.2 亿元，物业及设备减值亏损 5.1 亿元。调整后溢利表现亮眼，现金 EBITDA 率显著提升。2024 年现金 EBITDA 为 53.25 亿元，同增 38.3%；现金 EBITDA 率达 26.5%，同比提升 5.9pcts。2024 年生物资产开支为 40.7 亿元，同比基本持平。成本控制成效显著，费用率略优化。2024 年毛利率同比提升 4.9pcts 至 28.8%；销售/管理费用率分别为 3.1%/4.0%，均同比-0.2pcts。

原料奶增长强劲，成本明显优化

受益于产能释放与销量增加，2024 年原料奶业务营收为 151.01 亿元，同增 17.0%，占总收入 75.1%。生产端，全年原奶总产量达 375 万吨，同增 24.2%；单产水平显著提升，2024 年单产达 12.60 吨，同增 5%。主动调整牛群策略，放缓后备牛增速，2024 年成母牛为 32.5 万头，同增 14.3%；占比提升至 52.3%，同增 3.5pcts。2024 年新投产 6 座牧场，全国共运营 97 座牧场。销售端，2024 年公斤奶价格为 4.12 元，同减 5.9%，但得益于结构、品质与地域优势，仍优于行业平均水平。成本端，公司运营效率不断提升，2024 年单公斤饲料成本为 2.10 元，同减 14.3%。

解决方案短期承压，精饲料业务结构优化

2024 年反刍动物养殖系统化解决方案收入为 49.95 亿元，同减 13.7%。精饲料业务方面，2024 年实现销量 87.8 万吨，同减 5.0%；肉牛羊精饲料销量同比增长 44.5%，在非奶牛畜种饲料市场取得突破性进展。奶牛超市业务方面，2024 年收入 4.15 亿元，同增 4.5%，联合 27 个县域畜牧服务中心，推进“服务+产品”模式；拥有 26 家线下奶牛超市。草业业务方面，布局全国 16 个草业生产基地，返青率 88%以上；种业业

务方面，拥有 5 个海内外核心育种基地，达 112 头种公牛。

■ 盈利预测

我们看好行业供需逐步平衡后，原奶价格逐步回升，公司产量预计有效提升，同时成本费用同比下降；生物资产减值预计短期仍影响整体利润情况，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 218.56/228.86/236.42 亿元，EPS 分别为 -0.06/0.18/0.23 元，当前股价对应 PE 分别为-35/12/10 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）	20,096	21,856	22,886	23,642
增长率（%）	7.5%	8.8%	4.7%	3.3%
归母净利润（百万元）	-691	-249	707	886
增长率（%）	--	--	--	25.3%
摊薄每股收益（元）	-0.18	-0.06	0.18	0.23
ROE（%）	-6.1%	-2.3%	6.0%	7.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1615	1500	1650	1815	营业收入	20096	21856	22886	23642
应收款项	2260	2455	2508	2591	营业成本	14313	15616	16278	16719
存货净额	4311	4454	4449	4366	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	117	328	320	307	销售费用	632	721	732	733
流动资产合计	8356	8790	8992	9156	管理费用	841	1833	1852	1859
固定资产	15077	18010	22095	26016	财务费用	(903)	822	886	938
无形资产及其他	3747	2810	1873	937	投资收益	0	(60)	(50)	(50)
投资性房地产	15568	15568	15568	15568	资产减值及公允价值变动	0	(3000)	(1800)	(1800)
长期股权投资	909	709	509	309	其他收入	(5988)	(200)	(200)	(200)
资产总计	43657	45887	49037	51985	营业利润	(774)	(396)	1088	1342
短期借款及交易性金融负债	16709	18606	20334	21753	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	2316	2376	2376	2314	利润总额	(774)	(396)	1088	1342
其他流动负债	2084	2195	2230	2211	所得税费用	87	(59)	141	161
流动负债合计	21110	23177	24940	26277	少数股东损益	(171)	(87)	240	296
长期借款及应付债券	7547	7597	7597	7597	归属于母公司净利润	(691)	(249)	707	886
其他长期负债	2840	3290	3730	4160					
长期负债合计	10387	10887	11327	11757	现金流量表（百万元）				
负债合计	31497	34064	36267	38034		2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	865	777	1017	1313	净利润	(691)	(249)	707	886
股东权益	11295	11046	11753	12638	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	43657	45887	49037	51985	折旧摊销	1386	3004	3451	4036
					公允价值变动损失	0	3000	1800	1800
关键财务与估值指标					财务费用	(903)	822	886	938
	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2725	71	435	362
每股收益	-0.18	-0.06	0.18	0.23	其它	(171)	(87)	240	296
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3250	5739	6632	7379
每股净资产	2.90	2.84	3.02	3.25	资本开支	(1247)	(8000)	(8400)	(8820)
ROIC	13%	11%	11%	11%	其它投资现金流	(53)	0	(11)	(13)
ROE	-6%	-2%	6%	7%	投资活动现金流	(1121)	(7800)	(8211)	(8633)
毛利率	29%	29%	29%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	17%	18%	18%	负债净变化	(2280)	50	0	0
EBITDA Margin	28%	31%	33%	35%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	8%	9%	5%	3%	其它融资现金流	(444)	1897	1728	1419
净利润增长率	—	—	—	25%	融资活动现金流	(5003)	1947	1728	1419
资产负债率	74%	76%	76%	76%	现金净变动	(2874)	(115)	150	165
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4488	1615	1500	1650
P/E	-12.6	-35.0	12.3	9.8	货币资金的期末余额	1615	1500	1650	1815
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	7658	(1792)	(1014)	(611)
EV/EBITDA	7	6	6	6	权益自由现金流	5940	(544)	(56)	(18)

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。