2025 年 03 月 31 日

业绩符合预期，期待原奶周期反转

现代牧业(1117.HK)

评级：	买入	股票代码：	1117
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	0.91/0.63
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	90.24
最新收盘价(港元)：	1.14	自由流通市值(亿港元)	90.24
		自由流通股数(百万)	7,915.66

事件概述

公司 24FY 实现营业收入 132.5 亿元，同比-1.5%，实现股东应占亏损 14.7 亿元，去年同期为实现盈利 1.9 亿元。据此推算，公司 24H2 实现营业收入 68.4 亿元，同比基本持平，实现股东应占亏损 12.6 亿元，去年同期为亏损 0.3 亿元。公司业绩表现符合之前盈利预警预期。

分析判断：

▶ 原料奶业务稳健增长，养殖综合解决方案承压

分业务来看，公司 24FY 原料奶业务/养殖综合解决方案业务分别实现营收 104.5 亿/28.0 亿元，分别同比+1.9%/-12.4%；其中 24H2 公司原料奶业务/养殖综合解决方案业务分别实现营收 53.4/14.9 亿元，分别同比+2.3%/-7.0%。原料奶业务实现稳健增长，拆分量价来看，公司 24FY 实现销量 289.3 万吨，同比+13.6%，对应 ASP 为 3.61 元/kg，同比-10.4%；其中 24H2 实现销量 149.3 万吨，同比+13.8%，对应 ASP 为 3.58 元/kg，同比-10.1%。ASP 下滑水平优于社会奶价平均下滑幅度。

从生产端来看，公司 24FY 针对性增加存栏布局。截止 24FY 底，公司共有乳牛 49.1 万头，同比+9.0%，对应年化单产为 12.8 吨，同比+1.6%。公司 24FY 新并入 4 个有机牧场，合计 3.1 万头有机奶牛，扩充了公司在有机高端奶产品上的布局。我们认为公司强化高端奶布局，未来有望带动产品溢价水平提升。

▶ 减值拖累表观利润，实际经营成果稳健

成本端来看，公司 24FY/24H2 毛利率分别为 26.0%/26.0%，分别同比+2.8/+2.4pct。公司毛利率水平有所提升，主因精益管理以及大宗饲料价格下降。**费用端来看，**公司 24FY/24H2 销售费用率分别为 3.4%/3.4%，分别同比+0.6/0.4pct，销售费用率提升主因运输费用有所增加；24FY/24H2 管理费用率分别为 5.8%/6.0%，分别同比-0.6/-1.0pct，管理费用率下降主因公司降本增效，简化流程。整体来看，费用率水平保持稳定。

除上述成本、费用外，公司今年大幅计提生物资产公允价值损失与商誉减值损失，表观利润有所承压。24FY 公司计提生物资产公允价值损失 28.6 亿元，同比增加 15.8 亿元，主因公司主动加大淘牛数量以优化牛群结构、叠加淘汰牛价格下降所致。此外，受市场不利因素影响，公司 24FY 计提商誉减值损失 6.0 亿。如剔除上述因素，以能较好衡量公司实际经营质量的现金 EBITDA 计算，公司 24FY 实现现金 EBITDA 近 30 亿元，同比+19.6%，实现稳健增长。

▶ 奶价今年有望反转，看好龙头投资机遇

从历史数据看，原奶价格波动受供需影响较大，并具备一定的周期性。自 2021 年奶价达到上轮高点后，由于供给端持续增加，需求端疲软，原奶价格经历三年下行周期。展望今年奶价，我们认为供给端出清或将持续，需求端随各项政策落地而逐步恢复，奶价拐点有望伴随中秋国庆“双节”消费旺季自 25H2 开启。中期来看，我们认为由于供给端产能去化后短期难以回补，未来 2-3 年或将维持紧平衡状态。公司作为行业龙头企业，有望在本轮行业调整中受益，未来周期反转将释放较大弹性。

投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-26 年营业收入分别为 146/162 亿元的预测下调至 141/154 亿元，新增 27 年营业收入为 166 亿元的预测；将公司 25-26 年 EPS 分别为 0.07/0.11 元的预测下调至 0.05/0.08 元，

新增 27 年 EPS 为 0.10 元的预测。对应 3 月 28 日收盘价 1.13 港元/股，PE 分别为 22/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产能去化不及预期，消费复苏不及预期，大宗成本变动超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13458.22	13254.34	14068.52	15384.49	16572.79
YoY（%）	9.46%	-1.51%	6.14%	9.35%	7.72%
归母净利润(百万元)	175.16	-1416.75	379.81	622.69	825.63
YoY（%）	-68.86%	-908.84%	126.81%	63.95%	32.59%
毛利率（%）	3.34%	3.73%	27.93%	28.04%	28.52%
每股收益（元）	0.02	-0.18	0.05	0.08	0.10
ROE（%）	0.02	-0.15	0.04	0.06	0.07
市盈率	30.53	-4.68	21.67	13.22	9.97

资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价使用港元计价，1 港元=0.92 元人民币）

分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：

分析师：吴越
邮箱：wuyue2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524040004
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13254.34	14068.52	15384.49	16572.79
YoY(%)	-1.71%	6.14%	9.35%	7.72%
营业成本	12759.50	10139.44	11070.05	11845.86
营业税金及附加				
销售费用	445.11	422.06	476.92	497.18
管理费用	766.22	844.11	923.07	994.37
财务费用	528.67	551.83	471.56	476.78
资产减值损失				
投资收益	9.84	91.45	-15.38	0.00
营业利润	-813.27	-780.00	-700.00	-680.00
营业外收支				
利润总额	-1474.21	391.56	689.96	914.82
所得税	-4.78	0.00	34.50	45.74
净利润	-1469.44	391.56	655.46	869.08
归属于母公司净利润	-1416.75	379.81	622.69	825.63
YoY(%)	-908.84%	126.81%	63.95%	32.59%
每股收益(元)	-0.18	0.05	0.08	0.10

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3059.21	5587.40	8069.76	10012.71
预付款项				
存货	3130.76	4064.07	4485.99	4822.43
其他流动资产	48.48	71.18	81.19	93.78
流动资产合计	8078.66	12319.51	16074.94	18959.03
长期股权投资	615.71	615.71	615.71	615.71
固定资产	7549.80	7208.80	7172.80	7122.80
无形资产	4416.18	4416.18	4416.18	4416.18
非流动资产合计	25861.89	25710.89	25864.89	25814.89
资产合计	33940.55	38030.40	41939.83	44773.93
短期借款	2963.04	4963.04	6463.04	7963.04
应付账款及票据	3894.46	2864.96	3162.38	3323.85
其他流动负债	1767.35	1992.90	1948.44	2250.72
流动负债合计	8629.72	9828.01	11581.98	13546.99
长期借款	11500.10	14000.10	15500.10	15500.10
其他长期负债	2687.94	2687.94	2687.94	2687.94
非流动负债合计	14188.03	16688.03	18188.03	18188.03
负债合计	22817.75	26516.05	29770.02	31735.03
股本	675.87	675.87	675.87	675.87
少数股东权益	1591.78	1603.53	1636.30	1679.76
股东权益合计	11122.80	11514.36	12169.82	13038.90
负债和股东权益合计	33940.55	38030.40	41939.83	44773.93

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	0.00	379.81	622.69	825.63
折旧和摊销	0.00	341.00	336.00	350.00
营运资金变动	0.00	-2374.37	-719.10	-176.13
经营活动现金流	0.00	-2629.82	-838.23	-148.39
资本开支	0.00	0.00	-300.00	-300.00
投资	0.00	-330.00	-490.00	-300.00
投资活动现金流	0.00	1393.39	1071.52	1471.60
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	0.00	4500.00	3000.00	1500.00
筹资活动现金流	0.00	3764.61	2249.07	619.74
现金净流量	0.00	2528.19	2482.36	1942.95

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-1.51%	6.14%	9.35%	7.72%
净利润增长率	-908.84%	126.81%	63.95%	32.59%
盈利能力				
毛利率	3.73%	27.93%	28.04%	28.52%
净利润率	-10.69%	2.70%	4.05%	4.98%
总资产收益率 ROA	-4.17%	1.00%	1.48%	1.84%
净资产收益率 ROE	-14.86%	3.83%	5.91%	7.27%
偿债能力				
流动比率	**0.94**	**1.25**	**1.39**	**1.40**
速动比率	0.57	0.83	0.99	1.04
现金比率	0.35	0.57	0.70	0.74
资产负债率	67.23%	69.72%	70.98%	70.88%
经营效率				
总资产周转率	0.41	0.39	0.38	0.38
每股指标（元）				
每股收益	-0.18	0.05	0.08	0.10
每股净资产	1.20	1.25	1.33	1.44
每股经营现金流	0.00	-0.33	-0.11	-0.02
每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-4.68	21.67	13.22	9.97
PB	0.70	0.83	0.78	0.72

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。