

食品饮料

2025 年 04 月 10 日

现代牧业 (01117)

——2025 奶价有望企稳回升 轻装上阵业绩有望改善

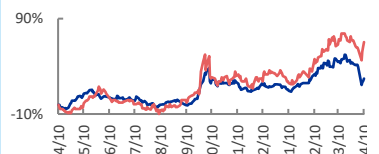
报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025 年 04 月 10 日

收盘价 (港币)	1.12
恒生中国企业指数	7668.38
52 周最高/最低 (港币)	1.31/0.60
H 股市值 (亿港元)	88.66
流通 H 股 (百万股)	7,915.66
汇率 (人民币/港币)	1.0764

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com

- **背靠股东，国内领先的牧业集团。**现代牧业的第一大股东是蒙牛乳业，持股比例达 56.36%，二股东新希望乳业持股比例 8.03%。背靠股东，现代牧业原料奶业务的核心客户为蒙牛乳业和新乳业，最近三年来蒙牛采购占公司原料奶外销量的 90%以上。通过与大客户签订长期合作协议的方式，公司原奶生产并不存在消化需求的问题，产销率 2019 年以后持续维持在 96%以上。截止 2024 年，现代牧业集团在中国共投资设立 47 个牧场公司，覆盖 13 个省份和自治区，奶牛存栏达 49.12 万头，其中成乳牛占比达到 51.08%。
- **以原料奶销售为核心业务，逐步拓展饲草料、育种等新业务。**根据公司公告，2024 年现代牧业共实现营业收入 132.54 亿，其中原料奶业务实现营业收入 104.54 亿；新业务以“养殖综合解决方案”为中心，涵盖饲草料、育种和数智平台三大板块，2024 年实现营业收入 28 亿。
- **复盘现代牧业估值起落奶价为核心变量。**第一阶段：2015 年初~2018 年末奶价低价震荡期，终端需求增速承压，现代牧业外销奶价下降，现金 EBITDA 及净利润表现恶化，奶牛资产的公平值下降，估值收缩。第二阶段：2019 年~2021 年奶价快速上行期，奶价回暖使得公平值亏损占收入的规模下降，驱动净利润扭亏为盈。在这一时期，得益于下游需求回暖，现代牧业实现量价利齐升，估值驱动市值扩张。第三阶段：2021 年~2024 年奶价冲高后持续降低，随着经济增速放缓、乳业主流销售渠道流量下降以及消费场景减少，乳制品终端需求承压，而 2020~2022 年上游牧业资本开支扩张导致原奶供给显著增长，供需矛盾导致奶价下降。奶价下降一方面降低了公斤奶的现金流入，另一方面导致公平值变动产生的损失增加。现代牧业业绩下滑，估值收缩，股价下跌。
- **2025 年：社会牧场持续出清，奶价有望于下半年触底回升。**2025 年行业亏损面进一步加大，现金流压力倒逼行业供给将进一步收缩。在悲观/乐观情景下，牛奶产量还需下降 10%/5%则有望实现供需平衡。
- **投资评级与估值：**我们预测 2025~2027 年现代牧业实现营业收入 133.3/136.9/141.1 亿，分别同比增长 0.6%/2.65%/3.06%，归母净利润 2.52/4.32/7.27 亿，分别同比扭亏/+71.45%/+68%，现金 EBITDA 33.9/34.1/34.4 亿，每股净资产 1.24/1.28/1.37 元/股，最新收盘价对应 PB 分别为 0.84/0.81/0.76x。由于公司处于周期性行业，预测净利润受奶价、饲料价格波动影响，存在一定不确定性，中长期复盘维度，公司估值与归母净资产规模相关性更强，因此我们采用可比公司 PB 估值法进行估值。我们选取同为牧业上市公司的优然牧业，以及港股生猪养殖企业中粮家佳康、德康农牧，港股肉业企业万洲国际作为可比公司，可比公司 2025~2027 年平均 PB 分别 0.95/0.80/0.69x，参考可比公司 2025 年平均估值，给予现代牧业未来一年 1.26 港元/股的目标价，较当前股价还有 12.4%的上涨空间。伴随奶价企稳，现代牧业估值已经较之前低位得到一定修复，但是参考历史上奶价上行周期的估值表现，若未来原奶价格顺利回暖，或因外部冲击提前进入上行周期，则公司估值有望得到进一步催化，因此首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原奶价格下行，关税提升导致饲料成本大幅度上行，下游大客户违约。
- **股价表现的催化剂：**乳业需求回暖，奶价上涨时点和幅度超预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,458	13,254	13,334	13,688	14,107
同比增长率 (%)	9.46%	-1.51%	0.60%	2.65%	3.06%
归母净利润 (百万元)	175	-1,417	252	432	727
同比增长率 (%)	-68.86%	NA	NA	71.45%	68.10%
每股收益 (元/股)	0.022	-0.179	0.032	0.055	0.092
净资产收益率 (%)	1.56%	-14.86%	2.58%	4.25%	6.73%
市盈率	30.31	-4.76	32.67	19.05	11.33
市净率	0.47	0.71	0.84	0.81	0.76

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2025~2027 年现代牧业实现营业收入 133.3/136.9/141.1 亿，分别同比增长 0.6%/2.65%/3.06%，归母净利润 2.52/4.32/7.27 亿，分别同比扭亏/+71.45%/+68%，现金 EBITDA 33.9/34.1/34.4 亿，每股净资产 1.24/1.28/1.37 元/股，最新收盘价对应 PB 分别为 0.84/0.81/0.76x。由于公司处于周期性行业，预测净利润受奶价、饲料价格波动影响，存在一定不确定性，中长期复盘维度，公司估值与归母净资产规模相关性更强，因此我们采用可比公司 PB 估值法进行估值。我们选取同为牧业上市公司的优然牧业，以及港股生猪养殖企业中粮家佳康、德康农牧，港股肉业企业万洲国际作为可比公司，可比公司 2025~2027 年平均 PB 分别为 0.95/0.80/0.69x，参考可比公司 2025 年平均估值，给予现代牧业未来一年 1.26 港元/股的目标价，较当前股价还有 12.4% 的上涨空间。伴随奶价企稳，现代牧业估值已经较之前低位得到一定修复，但是参考历史上奶价上行周期的估值表现，若未来原奶价格顺利回暖，或因外部冲击提前进入上行周期，则公司估值有望得到进一步催化，因此首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

原料奶销售业务，预计 2025~2027 年原料奶业务外销量分别同比增长 2%/0.5%/0.5%；ASP 分别同比增长-2%/1.5%/2%。利润端，假设 2025~2027 年原料奶业务的公斤奶成本分别为 2.51/2.56/2.64 元/Kg，其中公斤奶饲料成本分别为 1.93/1.99/2.07 元/Kg。**新业务**，假设 2025~2027 年新业务营业收入同比增长 3%/5%/5%。毛利率分别为 7%/8%/9%。

假设 2025~2027 年公司奶牛存栏数量分别为 50.2/51.4/52.5 万头，公平值变动减销售成本产生的收益-20/-19/-17 亿元。

有别于大众的认识

复盘现代牧业估值起落，奶价为核心变量。第一阶段：2015 年初~2018 年末奶价低价震荡期：终端需求增速承压，现代牧业外销奶价下降，现金 EBITDA 及净利润表现恶化，奶牛资产的公平值下降，估值收缩。第二阶段：2019 年~2021 年奶价快速上行期：得益于下游需求回暖，现代牧业实现量价利齐升，估值驱动市值扩张。第三阶段：2021 年~2024 年奶价冲高后持续降低：随着经济增速放缓、乳制品终端需求无法承接 2020~2022 年上游牧业资本开支扩张带来的供给增长。奶价下降一方面降低了公司公斤奶的现金流入，另一方面导致公平值变动产生的损失增加。现代牧业业绩下滑，估值收缩，股价下跌。

2025 年：社会牧场持续出清，奶价有望于下半年触底回升。2025 年行业亏损面进一步加大，现金流压力倒逼行业供给将进一步收缩。在悲观/乐观情景下，牛奶产量还需下降 10%/5%则有望实现供需平衡。

股价表现的催化剂

乳业需求回暖，奶价上涨时点和幅度超预期。

核心假设风险

原奶价格下行，关税提升导致饲料成本大幅度上行，下游大客户违约。

目录

1. 背靠蒙牛 国内领先的牧业集团	6
1.1 蒙牛旗下的牧业资源平台	6
1.2 原料奶业务为核心 盈利能力具备显著的周期性	7
2. 估值复盘：	10
2.1 复盘现代牧业估值起落 奶价为核心变量	10
2.2 2025 年奶价预计有望企稳回升 有望驱动估值回升	15
3. 关键假设和盈利预测	18
3.1 关键假设表	18
3.2 盈利预测	19
4. 核心假设风险及股价表现的催化剂	20
4.1 核心假设风险	20
4.2 股价表现的催化剂	20

图表目录

图 1：现代牧业发展历史沿革（存栏量：万头）	6
图 2：现代牧业牧场布局（截止 2024H1）	6
图 3：现代牧业营业收入及同比（百万元，%）	7
图 4：现代牧业现金 EBITDA 及净利润（百万元）	7
图 5：现代牧业下游主要客户收奶占比（%）	8
图 6：现代牧业原奶产销率维持在 96%以上（万吨，%）	8
图 7：现代牧业原料奶业务收入稳步提升（百万元，%）	8
图 8：现代牧业原料奶平均售价及市场奶价（元/Kg）	8
图 9：现代牧业原料奶对蒙牛及其他客户售价（元/Kg）	8
图 10：现代牧业成本结构（2024 年，元/Kg）	9
图 11：现代牧业饲料成本结构（2019~2021 平均）	9
图 12：现代牧业原料奶业务毛利率（%）	10
图 13：现代牧业原料奶业务公斤奶成本	10
图 14：现代牧业新业务实现行业领跑	10
图 15：主产区生鲜乳均价和现代牧业 PB 复盘一览	11
图 16：伊利股份保理款等资产规模减少	15
图 17：当前奶价依然低于公斤奶现金成本	15
图 18：2021 年之前乳制品行业资产减值损失规模相对稳定	16
图 19：奶价倒挂导致海外进口量下降	16
图 20：海外奶价处于上行周期	16
表 1：现代牧业 2015H1~2018H2 奶价、业绩及估值复盘	11
表 2：现代牧业 2019H1~2021H1 奶价、业绩及估值复盘	13
表 3：现代牧业 2021H2~2024H2 奶价、业绩及估值复盘	14
表 4：若 2025 年进口量同比稳定，而需求同比下降，为实现供需平衡需出清的产能	17
表 5：2025E 若供需平衡，则供给端需要出清的产能规模敏感性分析	17
表 6：关键假设表	18
表 7：关键假设表 2	19

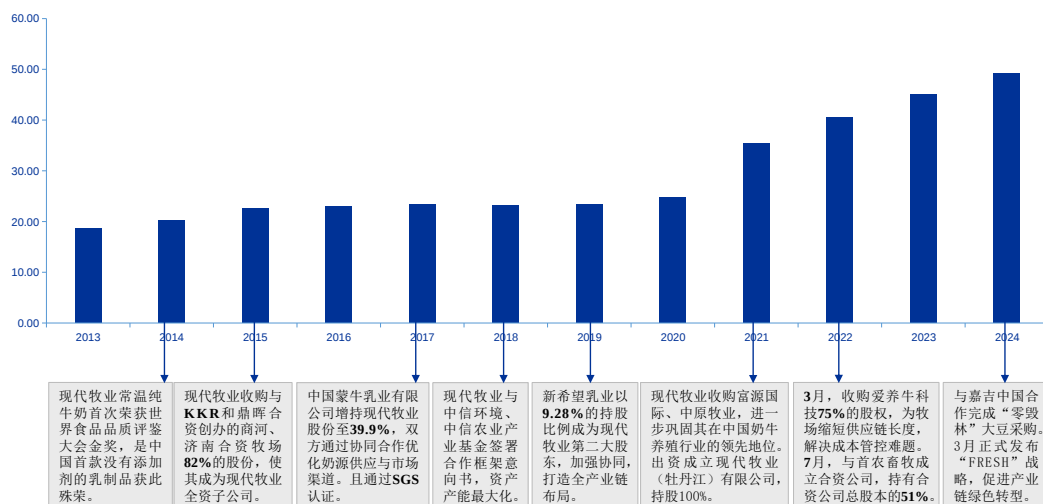
表 8：可比公司估值表	19
-------------------	----

1. 背靠蒙牛 国内领先的牧业集团

1.1 蒙牛旗下的牧业资源平台

现代牧业成立于 2005 年，前身是由包括蒙牛（马鞍山）、高丽娜女士等人成立的领先牧业。2008 年，公司与美国 KKR、香港鼎晖等合作实现增资重组，次年奶牛存栏突破 10 万头。2010 年现代牧业正式在香港联交所挂牌上市（股票代码 01117.HK）。2013 年蒙牛乳业收购现代牧业 12.96 亿股股份，占公司于收购日期约 26.9% 股权。2017 年，蒙牛乳业通过收购成为现代牧业的控股股东，蒙牛及其一致行动人持股比例达到 61.3%。2019 年，现代牧业引入新希望乳业为第二大股东（新希望认购公司全部已发行股份的 9.28%），强化协同。截止 2024 年末，现代牧业的控股股东为蒙牛乳业，直接及间接持股公司 56.36% 股份，第二大股东为新希望乳业，持股比例为 8.03%。

图 1：现代牧业发展历史沿革（存栏量：万头）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

截止 2024 年，现代牧业集团在中国共投资设立 47 个牧场公司，覆盖 13 个省份和自治区，奶牛存栏达 49.12 万头，其中成乳牛占比达到 51.08%。

图 2：现代牧业牧场布局（截止 2024 年末）

牧场及牛群规模

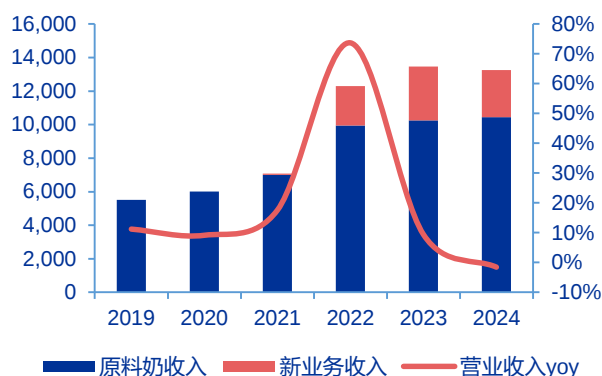


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 原料奶业务为核心 盈利能力具备显著的周期性

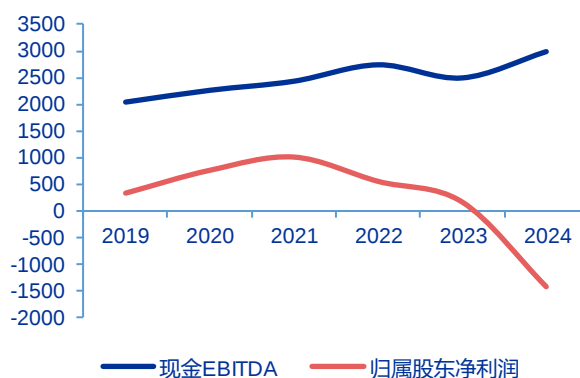
以原料奶销售为核心业务，逐步拓展饲草料、育种等新业务。根据公司公告，2024 年现代牧业共实现营业收入 132.54 亿，同比下降 1.51%，其中原料奶业务实现营业收入 104.54 亿，同比增长 1.86%；新业务以“养殖综合解决方案”为中心，涵盖饲草料、育种和数智平台三大板块，规模快速提升，2024 年实现营业收入 28.0 亿，同比下降 12.4%，收入占比达到 21.1%。

图 3：现代牧业营业收入及同比（百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：现代牧业现金 EBITDA 及净利润（百万元）

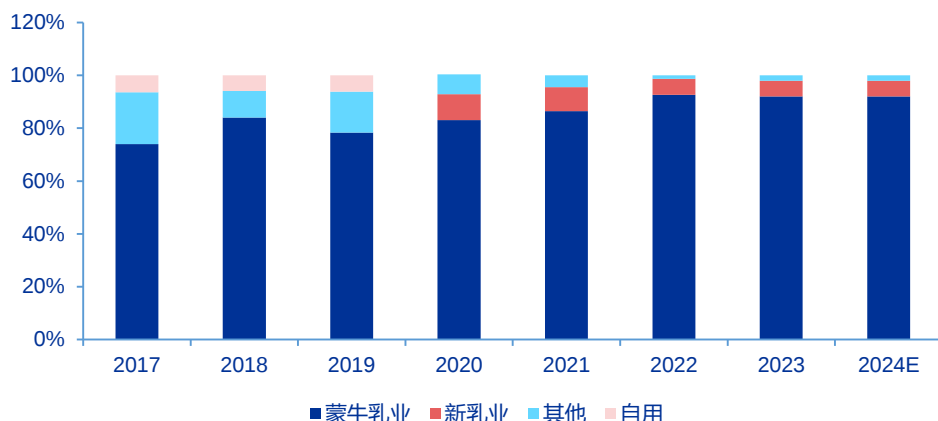


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分业务看：

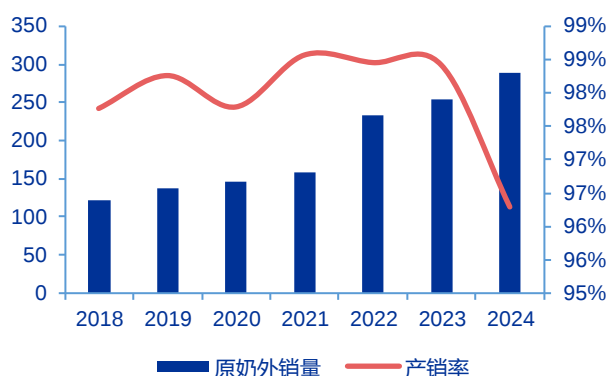
原料奶业务下游客户集中，与蒙牛、新乳业高度绑定，下游需求确定性高，伴随存栏扩张，收入稳步扩张。现代牧业原料奶业务的核心客户为蒙牛乳业和新乳业，最近三年来蒙牛采购占公司原料奶外销量的 90%以上。通过与大客户签订长期合作协议的方式，公司原奶生产并不存在消化需求的问题，产销率 2019 年以后持续维持在 96%以上。2019~2024 年，公司奶牛存栏从 23.36 万头增长到 49.12 万头，CAGR 达 16.02%，同期液态奶业务营业收入从 55.14 亿元增长到 104.54 亿元，CAGR 达 13.65%。

图 5：现代牧业下游主要客户收奶占比（%）



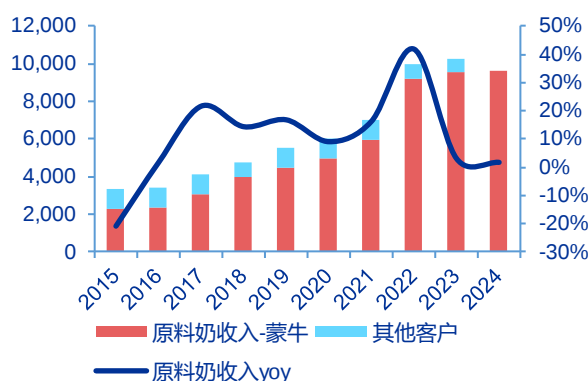
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：现代牧业原奶产销率维持在 96%以上（万吨，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：现代牧业原料奶业务收入稳步提升（百万元，%）

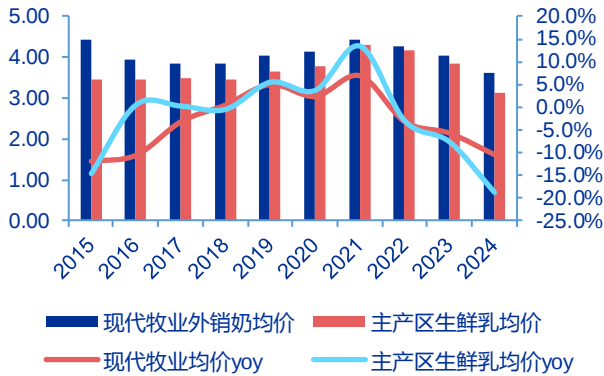


资料来源：公司公告，申万宏源研究

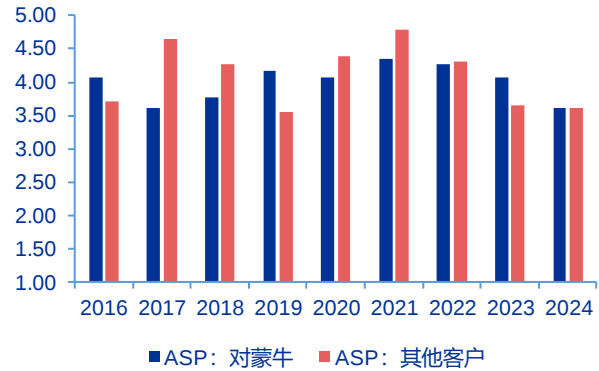
奶价随行就市，但长期合作协议基础上，波动幅度较行业平均水平低。从原料奶定价方式看，公司销售给蒙牛的原奶价格参考当地市场的大中型牧场供奶的基本价格及原奶的质量指标进行计算，基本价格为蒙牛在同一地区的其他可比的大中型畜牧场的收奶价格。此外，根据公司公告的蒙牛集团承购协议：“蒙牛对现代牧业应付的基本价格及上调不得低于其分别向相同地区内的其他大中型畜牧场支付的基本价格及上调，惟向牛奶供应商提供的短期回赠计划（仅占蒙牛集团原奶采购总额的小部分）除外。内蒙古蒙牛亦授予现代牧业（集团）一项选择权，以按内蒙古蒙牛向任何第三方供应商提供原奶的相同条款及价格向内蒙古蒙牛销售相同金额的原奶。”

图 8：现代牧业原料奶平均售价及市场奶价（元/Kg）

图 9：现代牧业原料奶对蒙牛及其他客户售价（元/Kg）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

成本端，原料奶业务成本主要包括饲草料、劳工成本、公共事业费用以及能源等畜牧场其他开支。饲草料成本主要包含青贮玉米、玉米颗粒及压片玉米、豆粕、苜蓿等。从 2020~2024 年平均水平看，平均公斤奶成本为 2.74 元/Kg，其中现金成本达 2.61 元/Kg，饲料成本 2.10 元/Kg。伴随饲料价格下降，公斤奶饲料成本得到明显下降，2024 年公司公斤奶饲料成本 1.95 元，同比下降 17%，公斤奶现金成本 2.4 元，同比下降 14%，公斤奶成本 2.5 元，同比下降 13%。展望 2024~2025 年，青贮玉米、豆粕价格预计维持在较低水平，有望带来成本端的改善，而随着资本开支的减少，公斤奶的其他现金成本、折旧成本有望趋于稳定。

图 10：现代牧业成本结构（2024 年，元/Kg）

图 11：现代牧业饲料成本结构（2019~2021 平均）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

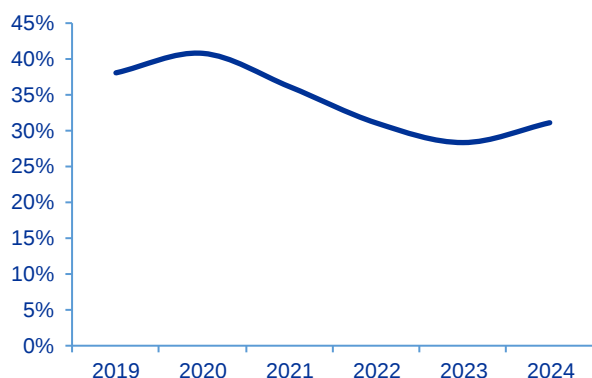
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：由于公司披露范围限制，饲料成本结构数据仅有 2019~2021 年数据，但 2022~2024 年成本结构大致相似，不同农作物伴随价格涨落存在差异但不影响分析

饲料成本压力往往可以顺利向下游传导，毛利率下降主因需求疲软导致奶价下降。

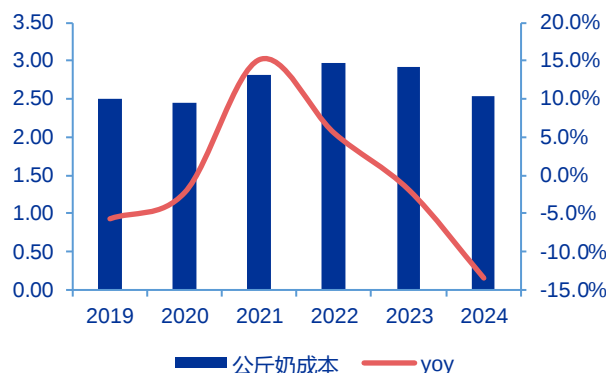
2015~2024 年间，现代牧业的毛利率（对销后）在 28%~40.8% 波动，其中毛利率最高的 2019、2020 年均为原奶价格快速上行的年份，2021 年毛利率略有下行主因饲料成本大幅度上涨，但在高奶价支撑下亦维持在相对较高水平。2022~2023 年，由于原奶价格持续下行，毛利率快速收缩。2024 年，得益于成本下降幅度大于原奶价格的下降幅度，毛利率回升至 31%。

图 12：现代牧业原料奶业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：现代牧业原料奶业务公斤奶成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新业务：2021 年 11 月现代牧业完成收购富源国际，正式进军饲料板块，2022 年，现代牧业进一步并购了爱养牛科技 75% 股权，打造数智平台。当前，现代牧业的新业务板块涵盖粮源科技、现代饲草、现代饲料、爱养牛和蒙牛种业五大部分，其中，根据公司公告，截至 2024 年末，爱养牛平台上的成交交易量已达 320 亿，云养牛已覆盖 386 家牧场及 152 万头奶牛，蒙元种业自主培育 15 头种公牛，生产 5 万余支冻精内部使用。

尽管从盈利能力维度，2023、2024 年新业务毛利率分别为 6.73% 和 6.94%，受限于饲草价格下行，盈利能力较弱，但是新业务与原料奶业务之间具有较强的协同效应，中长期看有利于公司整体发展。

图 14：现代牧业新业务实现行业领跑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 估值复盘：

2.1 复盘现代牧业估值起落 奶价为核心变量

我们复盘 2015 年以来奶价、公司业绩、股价估值表现的关系。奶价与公司业绩、股价呈现高度相关性。

图 15：主产区生鲜乳均价和现代牧业 PB 复盘一览



资料来源：Wind，农业农村部，申万宏源研究

注：生鲜乳均价为左轴，单位为元/kg，PB 为右轴，单位为倍数

第一阶段：2015 年初~2018 年末奶价低价震荡期：终端需求增速承压，现代牧业外销奶价下降，现金 EBITDA 及净利润表现恶化，奶牛资产的公平值下降，估值收缩。

2015~2016H1：行业层面，需求增速放缓导致主产区生鲜乳均价于 2015H1、2015H2 分别同比下降 17.8%、11.5%，而后在 2016~2018 年维持在 3.4~3.5 元/千克区间。这一时期，由于下游需求承压，奶价下行，牧业行业出现大面积亏损。公司层面，现代牧业激进的对外扩张导致原料奶消化乏力，因此外销奶价下降幅度显著高于行业整体水平，2016 年蒙牛并未如约约定的收奶量完成收奶亦加剧了现代牧业的需求困境。于此同时，KKR、鼎晖投资行使商河牧场的认沽期权导致现代牧业计提金融负债公平值变动产生的亏损。

2016 年下半年至 2017 年初：1) 蒙牛与现代牧业强化合作，提振了市场对现代牧业的信心：2016 年 9 月卢敏放就任蒙牛乳业总裁，10 月蒙牛原助理副总裁董先理获委任为现代牧业首席财务官。2017 年 1 月蒙牛增持现代牧业，持股将增加至 39.9%（全面摊薄后为 37.7%）。2) 2016H2 市场预期伴随需求回暖，奶价有望于 2017 年回升。

2017~2018 年末：奶价上涨预期落空，奶价低迷导致公司于 2017、2018 年分别计提 8.68 亿、8.7 亿公平值减乳牛销售成本的值的变动产生的收益。因此，尽管 2017H1~2018H2 现代牧业因牧场规模扩张带来销量增长，实现现金 EBITDA 由减转增，但是高额的生物资产公平值亏损导致 2017、2018 全年公司净利润亏损 10 亿、5 亿。

表 1：现代牧业 2015H1~2018H2 奶价、业绩及估值复盘

	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2
奶价表现	低位震荡期							
主产区生鲜乳均价（元/Kg）	3.45	3.46	3.50	3.44	3.50	3.46	3.45	3.48
yoy	-17.8%	-11.5%	1.5%	-0.5%	-0.1%	0.6%	-1.4%	0.4%
报表关键指标								
原奶外销量（万吨）	36	39	39	47	54	54	60	63
yoy	-17.1%	-2.5%	7.2%	19.8%	38.6%	15.0%	10.7%	17.2%

原奶外销 ASP (元/Kg)	4.54	4.31	4.04	3.88	3.59	4.07	3.73	3.96
yoy	-11.7%	-11.5%	-11.0%	-9.9%	-11.1%	4.7%	3.9%	-2.6%
奶牛存栏 (万头)	19.78	22.55	22.92	22.92	22.32	23.31	22.58	23.15
yoy	4.1%	11.9%	15.9%	1.6%	-2.6%	1.7%	1.1%	-0.7%
成母牛占比 (%)	51.9%	50.9%	52.0%	52.0%	52.5%	54.4%	55.9%	58.0%
公平值变动收益 (百万元)	-199	-276	-499	-559.68	-497.1	-371	-435	-435
公平值变动收益/现金 EBITDA	-23.2%	-41.2%	-76.9%	-310.4%	-113.8%	-57.6%	-59.5%	-54.6%
现金 EBITDA (百万元)	857.93	669.77	649.10	180.30	436.76	645.04	730.70	797.70
yoy	-12.6%	-14.7%	-24.3%	-73.1%	-32.7%	257.8%	67.3%	23.7%
净利润 (百万元)	507.3	-164	-590	-195.62	-687.5	-307	-143	-363
yoy	-7.0%	转亏	转亏	增亏	增亏	增亏	减亏	增亏
单头牛价值 (万元/头)	3.37		3.31	3.32	3.41	3.33	3.40	3.33
时间区间	2015/1/1~2016/7/31			2016/7/31~2017/2/5		2017/2/5~2018/12/31		
奶价涨跌幅	-9.6%			4.7%		1.4%		
区间涨跌幅	-53.6%			89.2%		-59.6%		
PB 涨跌幅	-56.8%			121.1%		-53.9%		
PE 涨跌幅	12.8%			-		-30.4%		
奶价与利润增速关系	奶价于 2015 年初急跌后企稳,但是绝对值水平处于相对低位,叠加下游需求疲软,现金 EBITDA 减少。此外, KKR 及鼎晖行使认沽期权导致公司金融负债产生公平值亏损 4 亿, 净利润转负			奶价低位震荡导致现金 EBITDA 进一步下降, 生物资产估值下降导致计提的公平值亏损增加导致净利润增亏		奶价延续低位震荡, 但是伴随销量提升, 以及公斤奶成本下降改善经营压力, 现金 EBITDA 于 2017H2 得到改善; 由于奶价下降导致生物资产估值下降, 计提公平值亏损, 净利润除 2018H1 外持续增亏		
股价驱动因素	行业需求增速放缓, 奶价下降, 公司业绩下降			市场预期 2017 年奶价有望反弹, 与蒙牛的合作深化改善对现代牧业的业绩预期		奶价回升预期落空, 伴随单头牛公平值下降, PB 下降		

资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

第二阶段: 2019 年~2021 年奶价快速上行期: 本轮奶价上行一方面受饲料成本上行驱动, 另一方面则由于进口大包粉涨价, 对国内生鲜乳需求增加。

2019 年主产区生鲜乳均价上涨 6.4%, 现代牧业原奶 ASP 于 2019H1、2019H2 分别同比上涨 3.2%、6.4%, 奶价回暖使得公平值亏损占收入的规模下降, 驱动净利润扭亏为盈。在这一时期, 得益于下游需求回暖, 现代牧业实现量价利齐升, 估值 (PB-MRQ) 上涨 66.7%, 带动现代牧业总市值上涨 45.6%。

2020 年公司业绩持续修复, 但是 2020Q1 疫情冲击导致需求阶段性承压, 因此主产区生鲜乳均价阶段性回落, 疫情带来的不确定性导致现代牧业股价回落 37%。

2020Q2~2021Q1: 随着我国防疫政策生效, 终端需求得到恢复, 原奶价格在饲料成本和需求的双重驱动下上涨 15.7%, 奶价上行在业绩端驱动现代牧业量价利齐升。公司现金 EBITDA 于 2020H2、2021H2 分别同比增长 8.3%、16.8%, 同时公平值损失占营业收入的比例显著收缩, 驱动同期净利润分别同比增长 157.9%和 123.4%。2020 年 3 月 31 日~2021 年 2 月 19 日公司 PB 上涨 335%, 总市值上涨 314.5%。

表 2：现代牧业 2019H1~2021H1 奶价、业绩及估值复盘

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
奶价表现	快速上行期				
主产区生鲜乳均价 (元/Kg)	3.57	3.73	3.69	3.88	4.26
yoy	3.6%	7.3%	3.3%	4.0%	15.4%
报表关键指标					
原奶外销量 (万吨)	67	70	73	73	72
yoy	11.7%	11.2%	9.3%	4.1%	-0.7%
原奶外销 ASP (元/Kg)	3.85	4.22	3.87	4.39	4.39
yoy	3.2%	6.4%	0.5%	4.1%	13.4%
奶牛存栏 (万头)	22.69	23.36	23.59	24.74	25.19
yoy	0.5%	0.9%	4.0%	5.9%	6.8%
成母牛占比 (%)	58.0%	57.9%	57.0%	55.1%	53.5%
公平值变动收益 (百万元)	-430	-608.8	-448.75	-582.6	-405.8
公平值变动收益/现金 EBITDA	-49.7%	-51.6%	-45.5%	-45.6%	-35.2%
现金 EBITDA (百万元)	865.40	1180.10	986.90	1278.00	1152.70
yoy	18.4%	47.9%	14.0%	8.3%	16.8%
净利润 (百万元)	133.68	216.18	226.31	557.45	505.62
yoy	转盈	转盈	69.3%	157.9%	123.4%
单头牛价值 (万元/头)	3.37	3.19	3.12	2.87	2.81
时间区间	2018/12/31~2019/12/31	2019/12/31~2020/3/31	2020/3/31~2021/2/19		
奶价涨跌幅	6.4%	-3.4%	15.7%		
区间涨跌幅	45.6%	-37.4%	314.5%		
PB 涨跌幅	66.7%	-41.0%	335.4%		
PE 涨跌幅	212.6%	-	250.8%		
奶价与利润增速关系	奶价进入上行周期，现金 EBITDA 持续改善，净利润扭亏为盈		疫情影响导致奶价于 2020Q1 阶段性回落	尽管饲料成本上行，但奶价进入加速上行周期，现金 EBITDA 和净利润大幅度增长	
股价驱动因素	奶价上行叠加销量增长，量价利齐升驱动估值扩张		疫情影响	奶价上行叠加存栏扩张，量利齐升驱动估值扩张	

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

第三阶段：2021 年~2024 年奶价冲高后持续降低：随着经济增速放缓、乳业主流销售渠道流量下降以及消费场景减少，乳制品终端需求承压，而 2020~2022 年上游牧业资本开支扩张导致原奶供给显著增长，供需矛盾导致奶价下降，2021/2/19~2024/8/31 期间奶价下降 26%。

2021H2 开始现代牧业尽管因为存栏规模扩张而导致原奶销量增长，但是奶价下降一方面降低了公斤奶的现金流入，另一方面导致公平值变动产生的损失增加。因此在 2021H2~2024H1 的六个半年度中，除了 2022H1 外，现代牧业净利润均同比下降，并于 2023H2 开始转亏。

基本面的疲软导致 2021/2/19~2024/8/31 期间公司 PB 下降了 82.5%，总市值下降了 75.7%。

2024Q3 以来, 尽管基本面维度奶价依然处于下行周期, 现代牧业公平值变动损失亦因奶价下降于 2024H2 达到-17 亿, 环比同比均扩大, 但是随着社会牧场亏损, 产能逐步出清, 市场对于 2025 年奶价的预期变得更为乐观, 现代牧业的估值领先于基本面实现修复。2024/8/31~2025/3/28, 现代牧业 PB 同比上涨 95%, 股价区间涨跌幅为 71%。

表 3: 现代牧业 2021H2~2024H2 奶价、业绩及估值复盘

	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
奶价表现	冲高后持续下跌期						底部企稳期
主产区生鲜乳均价 (元/Kg)	4.32	4.20	4.13	3.96	3.73	3.49	3.16
yoy	11.5%	-1.5%	-4.5%	-5.7%	-9.8%	-11.8%	-15.2%
报表关键指标							
原奶外销量 (万吨)	86	114	119	123	131	140	149
yoy	18.6%	56.6%	38.3%	8.6%	10.2%	13.4%	13.8%
原奶外销 ASP (元/Kg)	4.44	4.28	4.27	4.09	3.97	3.66	3.57
yoy	1.0%	-2.5%	-3.8%	-4.4%	-6.9%	-10.5%	-10.0%
奶牛存栏 (万头)	35.38	38.27	40.54	41.86	45.06	44.49	49.12
yoy	43.0%	51.9%	14.6%	9.4%	11.2%	6.3%	9.0%
成母牛占比 (%)	52.1%	51.3%	49.3%	48.8%	48.5%	50.6%	51.1%
公平值变动收益 (百万元)	-550.22	-337.64	-650.58	-534.24	-746.13	-1151.15	-1711.41
公平值变动收益/现金 EBITDA	-42.9%	-23.4%	-50.1%	-42.0%	-60.9%	-76.0%	-116.4%
现金 EBITDA (百万元)	1281.30	1440.80	1299.20	1271.40	1224.60	1515.00	1470.81
yoy	0.3%	25.0%	1.4%	-11.8%	-5.7%	19.2%	20.1%
净利润 (百万元)	527.58	531.14	49.13	217.91	-32.48	-207.19	-1262.24
yoy	-5.4%	5.0%	-90.7%	-59.0%	转亏	转亏	增亏
单头牛价值 (万元/头)	2.66	2.68	2.62	2.68	2.65	2.69	2.43
时间区间	2021/2/19~2024/8/31						2024/8/31~2025/3/28
奶价涨跌幅	-25.9%						-2.5%
区间涨跌幅	-75.7%						71.2%
PB 涨跌幅	-82.5%						95.4%
PE 涨跌幅	-						-
奶价与利润增速关系	奶价于 2021Q4 见顶后, 由于下游需求疲软, 持续下行, 现金 EBITDA 增速放缓到负增长, 净利润于 2022H2 大幅度下行, 2023H2 转亏						奶价持续下行, 尽管得益于成本下降现金 EBITDA 同比增长, 但公平值损失增加, 叠加商誉减值, 净利润恶化
股价驱动因素	需求疲软背景下, 伴随单头牛公平值下降, PB 下降						社会牧场存栏持续出清, 供给收缩, 市场预期奶价有望于 2025H2 企稳回升

资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

总而言之, 现代牧业作为周期性企业, 市场奶价变化从现金流和生物资产公平值两个维度影响公司的业绩表现:

1) 奶价下行周期, 尽管和蒙牛的长期合作保障了现代牧业收奶量的稳定, 但是原奶外销价承压, 一方面拖累毛利率, 压制现金 EBITDA 表现, 另一方面奶价下行导致公平值减

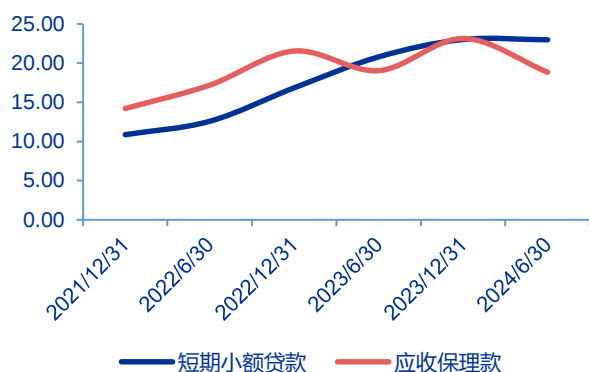
乳牛销售成本的值的变动产生的收益出现大幅度的亏损，拖累现代牧业的表现业绩，导致估值向下；

2) 奶价上行周期，在这个过程中即使饲料价格同步上涨，原奶供不应求的环境下公司亦可以实现成本的向下游传导，原奶外销价格上涨。因此一方面盈利能力提升带来现金 EBITDA 的增长，另一方面奶价上行导致公允价值损失收缩，净利润亦得到改善。

2.2 2025 年奶价预计有望企稳回升 有望驱动估值回升

2025 年行业将进一步出清，奶价有望企稳回升。展望 2025 年，尽管当前因为散奶价格小幅度回暖、饲料价格进一步下降，部分牧场为用掉此前获批的新建牧场政府补贴而选择补栏扩张，但是这部分扩张的产能以 19~21 年产能扩产周期立项的牧场为主，且余量不大，预计不会对总供给造成显著的冲击。另一方面，三重因素压制下，社会牧场产能将进一步出清：1) 伴随行业亏损面增加，部分牧场在消耗完存量青贮饲料后预计将减少或者不再收购青贮，意味着 2025 年的原奶供给将会进一步减少；2) 当前奶价依然显著低于全群养殖成本，社会牧场处于亏损现金流的状态，考虑到每年的 2~6 月是需求淡季+产奶旺季，奶价依然承压，意味着 2025 年上半年社会牧场的经营状况依然不容乐观；3) 在社会牧场亏损现金流的情景下，本轮青贮收购需额外贷款融资，从融资渠道看，过去最重要的两大融资来源是政府和下游大乳企，而当前政府补贴减少，下游乳企收缩对上游的贷款力度，那么到明年春节后资金压力或迫使部分社会牧场退出市场。

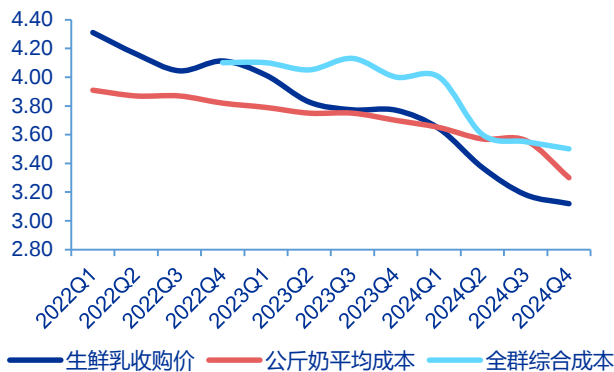
图 16：伊利股份保理款等资产规模减少



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：单位：亿元

图 17：当前奶价依然低于公斤奶现金成本



资料来源：山东畜牧，申万宏源研究

注：单位：元/Kg

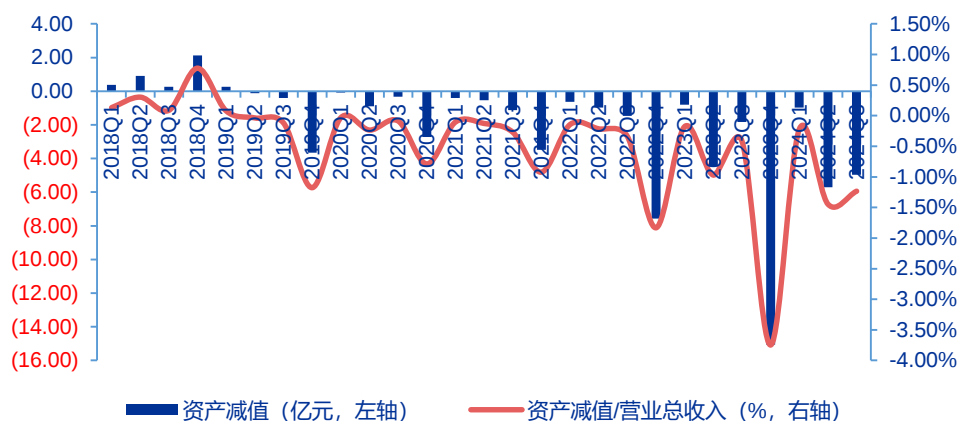
综合来看，在奶价低迷，大面积亏损的背景下，2025 年行业供给将进一步收缩。若今年行业回到供需平衡，那么奶价有望在 2025H2，伴随需求进入旺季，而奶牛因热应激季节性减产而实现企稳回升。

从供需平衡的节奏看，需求量为最大的不确定变量，为实现供需平衡，2025 年供给需求化的规模取决于需求变动。我们量化测算 2025 年若实现供需平衡，那么对应需求的变化情况和行业需要出清的供给规模。我们的测算思路是寻找一个历史上供需相对平衡的年份，

然后根据过往需求量的变化,推算出 2025 年总需求相对基准年份的变化,进而假设若 2025 年实现供需平衡,那么对应的,总供给相对基准年份的变化幅度应当与总需求一致,由此计算得到 2025 年需要出清的供给规模。

2020 年可以作为供需平衡的基准年份。复盘 2020~2024 年来我国乳制品的供需情况,最接近供需平衡的年份为 2020 年。一方面,从 2021 Q3 开始牛奶产量增速显著高于需求增速,反映行业逐步进入供过于求的状态,另一方面乳企上市公司的资产减值损失科目通常主要是对过剩奶源喷粉后计提减值,这一科目的大小可以反映乳企根据需求状况消化奶源的能力,可见 2021 年之前仅有 2019Q4/2020Q4 资产减值损失/营业总收入低于-1%,主要 19 年伊利计提海外子公司固定资产减值、20 年行业受疫情影响,无法发货导致年末计提货损,而非喷粉增加,因此我们假定 2020 年乳制品行业的供给、需求实现平衡。

图 18: 2021 年之前乳制品行业资产减值损失规模相对稳定



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 2019 年以后资产减值损失科目中, 损失以“-”号填列

伴随海外奶价进入提升周期, 奶价倒挂情景下 2025 年进口乳制品规模有望继续下降。2024 年 5 月开始国内生鲜乳价格和进口大包粉价格倒挂, 实际上考虑到大包粉相对于生鲜乳存在折价, 而进口奶粉价格由于海外奶价上升, 维持在 2.5~3 万元/吨, 因此相对而言国产大包粉性价比提升, 将使得部分 B 端需求从进口奶粉转向国产奶粉。考虑到当前海外奶价由于东南亚、中东出口强劲、供给有限, 正处于新一轮的上行周期, 2025 年奶价倒挂现象将会持续, 届时进口乳制品的规模有望进一步下降。

图 19: 奶价倒挂导致海外进口量下降

图 20: 海外奶价处于上行周期



资料来源: Wind, 海关总署, 申万宏源研究
注: 生鲜乳价格按 8: 1 比例折合为大包粉计价



资料来源: 意大利咨询公司 CLAL, 申万宏源研究
注: 图左轴为新西兰、澳大利亚、欧盟、美国月度产奶量的同比变化量, 单位为千吨, 右轴为新西兰奶价, 单位为美元/吨。

以 2020 年为基准, 假定 2025 年再度实现供需平衡, 基于不同情景下 2025 年的乳制品进口量规模以及需求同比变化水平, 计算在供需平衡的前提下, 国内牛奶产量需同比下降的幅度, 得到 2025 年还需去化的供给规模。在悲观情景下, 假设若 2025 年需求端同比 2024 年维持低单位数下降 (-2%), 而进口量由于进口替代, 假设双位数下降 (-10%), 那么 2025 年的牛奶产量还需同比下降 10.4% 才能实现供需平衡。在乐观情景下, 假设若需求端同比恢复低单位数增长 (2%), 维持前述进口量假设, 则供给端牛奶产量还需要同比下降 5.2% 左右。

表 4: 若 2025 年进口量同比稳定, 而需求同比下降, 为实现供需平衡需出清的产能

单位: 万吨, %	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2024vs2020	2025vs2020
供给: 牛奶产量	3440	3683	3932	4197	4079	3589	18.6%	4.3%
yoy	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	-2.8%	-12.0%		
进口量 (折合鲜奶)	1875	2251	1917	1718	1708	1708	-8.9%	-8.9%
进口量 yoy	13.7%	20.1%	-14.8%	-10.4%	-0.6%	0.0%		
进口占比	35.3%	37.9%	32.8%	29.0%	29.5%	32.2%	-5.8%	-8.6%
总供给	5315	5934	5849	5915	5787	5297	8.9%	-0.3%
总供给 yoy		11.6%	-1.4%	1.1%	-2.2%	-8.5%		
需求 yoy	3.0%	4.4%	-0.6%	-1.5%	-2.5%	0.0%	-0.3%	-0.3%

资料来源: Wind, 国家统计局, 农业农村部, 凯度, 申万宏源研究

表 5: 2025E 若供需平衡, 则供给端需要出清的产能规模敏感性分析

		2025E 需求 yoy					
		2%	1.00%	0.00%	-1%	-1.50%	-2%
2025E 进口量 yoy	0%	-9.4%	-10.7%	-12.0%	-13.3%	-14.0%	-14.6%
	-3%	-8.2%	-9.5%	-10.8%	-12.0%	-12.7%	-13.3%
	-5%	-7.3%	-8.6%	-9.9%	-11.2%	-11.9%	-12.5%
	-7%	-6.5%	-7.8%	-9.1%	-10.4%	-11.0%	-11.7%
	-10%	-5.2%	-6.5%	-7.8%	-9.1%	-9.8%	-10.4%

-12%

-4.4%

-5.7%

-7.0%

-8.3%

-8.9%

-9.6%

资料来源：Wind，国家统计局，农业农村部，凯度，申万宏源研究

3. 关键假设和盈利预测

3.1 关键假设表

我们分业务对现代牧业的营业收入、毛利进行预测：

原料奶销售业务，考虑到现代牧业 2025~2027 年期间奶牛存栏量通过自然繁育还有一定增长，而与蒙牛、新乳业等下游乳企的合作保障收奶量，因此预计 2025~2027 年原料奶业务外销量分别同比增长 2%/0.5%/0.5%。单价上，预计 2025H1 奶价同比依然下行，到 2025H2 有望迎来回升，因此预计 2025~2027 年现代牧业原料奶 ASP 分别同比增长 -2%/1.5%/2%。

利润端，考虑到 2025 年饲料价格压力不大，公斤奶饲料成本有望下降，2026 年具有一定不确定性，但若通胀抬头，那么或有一定的成本压力。因此假设 2025~2027 年原料奶业务的公斤奶成本分别为 2.51/2.56/2.64 元/Kg，分别同比增长-0.8%/1.9%/3.0%，其中公斤奶饲料成本分别为 1.93/1.99/2.07 元/Kg，分别同比增长-1%/3%/4%。综合考虑单价和成本，预测 2025~2027 年原料奶业务毛利率为 35.5%/35.1%/34.2%。

新业务，考虑到公司的饲料、冻精业务处于快速增长期，因此假设 2025~2027 年新业务营业收入同比增长 3%/5%/5%。利润端，考虑到饲料业务受饲草价格下降影响，毛利承压，未来提升盈利的抓手来自于胚胎冻精业务比例的提升，但具有一定不确定性，因此我们假设 2025~2027 年新业务毛利率分别为 7%/8%/9%。

表 6：关键假设表

百万元，人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,458	13,254	13,334	13,688	14,107
yoy	9.46%	-1.51%	0.60%	2.65%	3.06%
毛利率	23.24%	26.04%	29.34%	29.11%	28.55%
原料奶业务					
营业收入	10,264	10,454	10,450	10,660	10,928
yoy	3.20%	1.86%	-0.04%	2.01%	2.51%
外销量（万吨）	254.7	289.3	295.1	296.6	298.1
yoy	9.43%	13.60%	2.00%	0.50%	0.50%
ASP（元/KG）	4.03	3.61	3.54	3.59	3.67
yoy	-5.69%	-10.34%	-2.00%	1.50%	2.00%
公斤奶成本（元/KG）	2.92	2.53	2.51	2.56	2.64
yoy	-1.8%	-13.4%	-0.8%	1.9%	3.0%
公斤奶饲料成本（元/KG）	2.34	1.95	1.93	1.99	2.07
yoy	0.4%	-16.7%	-1.00%	3.00%	4.00%
毛利率	28.4%	31.2%	35.5%	35.1%	34.2%

新业务					
营业收入	3,195	2,800	2,884	3,028	3,180
yoy	35.9%	-12.4%	3.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.73%	6.94%	7.00%	8.00%	9.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：原料奶业务毛利率为外销毛利率，剔除内部结转。

此外，由于报表端乳牛公平值变动减乳牛销售成本产生的损益对利润存在较大的影响，这一项主要取决于奶价、饲料价格、奶牛单产以及折现率等指标。我们假设 2025~2027 年公司奶牛存栏数量分别为 50.25/51.4/52.5 万头，分别同比增长 2.3%/2.3%/2.2%，其中平均单头牛公平值变动减销售成本产生的收益分别为-3.98/-3.7/-3.2 千元，计算得 2025~2027 年公司奶牛均价分别为 24.35/23.62/23.29 千元/头，2025~2027 年公平值变动减销售成本产生的收益-20/-19/-17 亿元。

表 7：关键假设表 2

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
生物资产总值（亿元）	11,928.0	12,435.8	12,235.8	12,135.8	12,235.8
公平值变动减销售成本产生的亏损（亿元）	-1,280.4	-2,862.6	-2,000.0	-1,900.0	-1,700.0
奶牛存栏（万头）	45.06	49.12	50.25	51.38	52.54
平均单头牛价值（千元/头）	26.47	25.32	24.35	23.62	23.29
平均单头牛减值（千元/头）	-2.84	-5.83	-3.98	-3.70	-3.24
公平值变动减销售成本产生的亏损（亿元）	-12.80	-28.63	-20.00	-19.00	-17.00

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 盈利预测

我们预测 2025~2027 年现代牧业实现营业收入 133.3/136.9/141.1 亿，分别同比增长 0.6%/2.65%/3.06%，归母净利润 2.52/4.32/7.27 亿，分别同比扭亏/+71.45%/+68%，现金 EBITDA 33.9/34.1/34.4 亿，每股净资产 1.24/1.28/1.37 元/股，最新收盘价对应 PB 分别为 0.84/0.81/0.76x。由于公司处于周期性行业，预测净利润受奶价、饲料价格波动影响，存在一定不确定性，中长期复盘维度，公司估值与归母净资产规模相关性更强，因此我们采用可比公司 PB 估值法进行估值。我们选取同为牧业上市公司的优然牧业，以及港股生猪养殖企业中粮家佳康、德康农牧，港股肉业企业万洲国际作为可比公司，可比公司 2025~2027 年平均 PB 分别 0.95/0.80/0.69x，参考可比公司 2025 年平均估值，给予现代牧业未来一年 1.26 港元/股的目标价，较当前股价还有 12.4%的上涨空间。伴随奶价企稳，现代牧业估值已经较之前低位得到一定修复，但是参考历史上奶价上行周期的估值表现，若未来原奶价格顺利回暖，或因外部冲击提前进入上行周期，则公司估值有望得到进一步催化，因此首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（港币）		BPS（元/股）				PB		
		2025/4/10	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9858.HK	优然牧业	2.60	3.12	2.90	3.17	3.59	4.04	0.76	0.67	0.60

1610.HK	中粮家佳康	1.55	1.99	2.05	1.95	2.16	2.04	0.74	0.67	0.71
0288.HK	万洲国际	6.76	5.43	5.97	6.07	6.84	7.52	1.04	0.92	0.84
2419.HK	德康农牧	41.60	10.16	21.80	30.98	42.00	60.67	1.25	0.92	0.64
平均								0.95	0.80	0.69
1117.HK	现代牧业	1.12	1.42	1.20	1.24	1.28	1.37	0.84	0.81	0.76

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：汇率采用当日汇率，优然牧业、中粮家佳康、万洲国际、德康农牧预测 BPS 采用 wind 一致预测。

4. 核心假设风险及股价表现的催化剂

4.1 核心假设风险

原奶价格持续下行。公司作为上游原奶生产商，原奶价格涨跌对公司的毛利率、净利率影响显著，若未来由于消费需求持续承压，导致奶价进一步下行，那么将影响公司的盈利能力。

关税提升导致饲料成本大幅度上行。饲料成本为公司原料奶业务成本的核心，在中美加征关税的背景下，若未来玉米、苜蓿价格上行，则影响公司的公斤奶利润，影响盈利。

下游大客户违约。公司下游客户结构单一，尽管蒙牛乳业通过控股的方式与公司建立长期合作关系，但若外部环境变化导致蒙牛乳业未能履约，则影响公司的收入利润。

4.2 股价表现的催化剂

乳业需求回暖。若乳制品需求回暖，对上游原奶需求增加，则消化原料奶的压力减弱，同时奶价有望上行，将有望增厚公斤奶利润，带来盈利能力的改善。

奶价上涨时点和幅度超预期。原料奶行业处于集中度提升通道，若未来社会牧场进一步出清，那么行业竞争格局改善，有利于公司原料奶业务的稳定性。

合并损益表

利润表 (单位：百万元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,458	13,254	13,334	13,688	14,107
营业成本	-13,008	-12,760			
于收获时按公允价值减销售成本初始确认原料奶产生的收益	2,678	2,957			
毛利	3,128	3,451	3,912	3,984	4,028
生物公允价值调整前的销售成本					
计入销售成本的生物公允价值调整					
乳牛公允价值变动减乳牛销售成本产生的损益	-1,280	-2,863	-2,000	-1,900	-1,700
商誉减值损失		-599			
其他收入-经营	221	278	234	244	252
销售费用	-378	-445	-427	-438	-451
管理费用	-852	-766	-802	-835	-832
减值亏损减拨回	-17	-19	-19	-19	-18
持作买卖投资减值亏损拨回(扣除)					
畜牧场经营开支					
职工薪酬					
折旧及摊销					
折旧					
应占联营公司损益					
应占共同控制实体损益					
应占联营公司及共同控制实体损益	-4	10	0	0	0
汇兑净收益					
其他经营净收益	5	85	5	5	5
其他支出-经营	-72	-78	-64	-72	-71
视作出售联营公司收益/(亏损)					
营业利润	750	-946	839	970	1,212
财务费用	-521	-529	-530	-478	-422
除税前溢利	229	-1,474	309	492	790
所得税	-44	5	-47	-50	-53
净利润(含少数股东权益)	185	-1,469	262	442	737
净利润(不含少数股东权益)	175	-1,417	252	432	727
少数股东损益	10	-53	10	10	10

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

资产负债表 (单位：百万元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产合计	24,526	25,862	25,528	25,095	24,661
固定资产-物业、厂房及设备	6,265	7,550	7,320	7,091	6,861
土地使用权					
商誉	2,418	1,819	1,819	1,819	1,819
于联营公司之权益	771	616	616	616	616
预付租金-非流动资产					
有使用权资产-非流动资产	2,199	2,559	2,659	2,558	2,258
于合营公司之权益					
于联营公司及合营公司的投资					

衍生金融资产-非流动资产	118	180	180	180	180
收购生物资产按金-非流动资产					
长期银行存款-非流动资产		578	578	578	578
递延税项资产-非流动资产	7	11	11	11	11
无形资产及其他非流动资产	41	37	34	30	27
长期收购预付款-非流动资产	13	36	36	36	36
其他金融资产-非流动资产					
以公允价值计量且其变动计入其他全面收入的权益工具-非流动资产	57	40	40	40	40
可供出售投资-非流动资产					
生物资产	11,928	12,436	12,236	12,136	12,236
已抵押银行存款-非流动资产	32				
现金及银行结存,受限制-非流动资产	678				
流动资产合计	6,868	8,079	7,664	7,880	8,554
存货	2,941	3,131	3,287	3,452	3,624
应收账款及其他应收款项-流动资产					
已质押银行结余及未质押银行存款-流动资产					
已抵押银行存款-流动资产	10	31	31	31	31
应收贸易账款及其他应收款项以及垫款-流动资产	1,936	1,840	1,840	1,840	1,840
衍生金融资产	0				
土地使用权-流动资产					
其它金融资产-流动资产					
按公允价值计入损益的金融资产					
货币资金	1,964	3,059	2,488	2,539	3,041
结构性银行存款					
持作出售的资产	17	17	17	17	17
流动负债合计	8,463	8,630	8,130	7,830	7,630
应付账款及其它应付款项	5,534	5,364	5,364	5,364	5,364
应付关联方款项-流动负债					
短期借款	2,206	2,371	1,871	1,571	1,371
递延收入-流动负债	13	18	18	18	18
公司债券-流动负债					
其他短期借款	353	559	559	559	559
应付联营公司款项-流动负债					
中期票据-流动负债					
其他金融负债-流动负债					
租赁-流动负债	239	239	239	239	239
合同负债-流动负债	27	14	14	14	14
应付短期债券	36	32	32	32	32
衍生金融负债	3	0	0	0	0
其他流动负债	10	27	27	27	27
应交税费	42	5	5	5	5
融资债券-流动负债					
应付利息					
持作出售的负债					
权益及非流动负债	22,931	25,311	25,063	25,145	25,585

股东权益合计(含少数股东权益)	11,843	11,123	11,375	11,757	12,397
股东权益合计(不含少数股东权益)	11,201	9,531	9,783	10,165	10,805
少数股东权益	642	1,592	1,592	1,592	1,592
非流动负债合计	11,089	14,188	13,688	13,388	13,188
长期借款	5,184	6,888	6,388	6,088	5,888
其他应付款项-非流动负债	5	3	3	3	3
租赁-非流动负债	1,781	2,195	2,195	2,195	2,195
衍生金融负债-非流动负债	17	1	1	1	1
贷款及其他借款-非流动负债					
承兑票据-非流动					
应付账款及其它应付款项-非流动负债					
其他长期贷款	194	1,386	1,386	1,386	1,386
公司债券-非流动负债	3,523	3,226	3,226	3,226	3,226
其他非流动负债	161	253	253	253	253
其他金融负债-非流动负债					
递延税项负债-非流动	13	10	10	10	10
递延收入-非流动负债	210	225	225	225	225

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

现金流量表 (单位：百万元，CNY)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
将净利润调整为经营活动的现金流量：					
净利润	175	-1,417	252	432	727
加：折旧与摊销	453	536	534	527	518
营运资本变动	3,076	-292	-157	-164	-173
其他非现金调整	1,745	3,865	2,406	2,313	2,121
经营活动产生的现金流量净额	5,449	2,692	3,035	3,107	3,193
投资活动：					
出售固定资产收到的现金	16	0	1,300	1,300	1,300
减：资本性支出	1,088	2,581	906	706	506
投资减少	336				
减：投资增加	1,084	0	3,000	3,000	3,000
其他投资活动产生的现金流量净额	-2,061	-780			
投资活动产生的现金流量净额	-3,881	-3,361	-2,606	-2,406	-2,206
筹资活动：					
债务增加	6,039	1,869	0	0	0
减：债务减少	7,193		1,000	600	400
股本增加					
减：股本减少	47				
支付的股利合计	112	0	0	50	86
其他筹资活动产生的现金流量净额	-321				
筹资活动产生的现金流量净额	-1,634	1,869	-1,000	-650	-486
现金净流量：					
汇率变动影响	1				
其他现金流量调整					

现金及现金等价物净增加额	-65	1,199	-571	51	501
现金及现金等价物期初余额	1,924	1,860	3,059	2,488	2,539
现金及现金等价物期末余额	1,860	3,059	2,488	2,539	3,041

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。