

【广发农业 & 海外】现代牧业 (01117.HK)

国内原奶行业翘楚，充分受益周期拐点到来

核心观点:

- **国内原奶行业翘楚，深度绑定下游龙头乳企。**公司自 2005 年成立以来持续深耕奶牛养殖行业，截至 2024 年底，公司在全国合计运营 47 个牧场公司，目前公司市占率约 8%。2024 年，公司实现营收 132.54 亿元，其中原奶业务、养殖综合解决方案业务营收占比分别为 78.9%、21.1%。公司与蒙牛深度绑定，截至 24H1 蒙牛持股比例为 56.4%，2019 年引入新乳业作为战略投资者。
- **养殖成本优势明显，充分受益周期拐点到来。**随着前期奶牛产能去化效应显现，行业供给下滑趋势明显，公司受益原奶周期反转。公司奶牛存栏量保持稳步增长，根据年报，截至 24 年底，奶牛存栏量为 49.1 万头，同比增长 9%；24 年原奶销量为 289 吨，同比增长 13.6%。公司重视牛群基因育种与养殖设备、智能化升级，24 年奶牛年化单产水平提升至 12.8 吨；成本持续领先行业，24 年公斤奶销售成本为 2.53 元/公斤，同比下降 0.4 元/公斤。面临行业低迷期，公司保持财务稳健，绑定下游龙头乳企，保障公司销售稳定性，同时原奶售价存在溢价。
- **布局产业链配套业务，联营品牌奶提供稳定利润。**公司致力于全产业链发展，配套拓展养殖综合解决方案业务，主要包括饲草板块、育种、数智平台，24 年养殖综合解决方案收入为 28 亿元。此外，公司 2018 年将液态奶业务 50% 的股权出售给蒙牛，由蒙牛经营联营品牌奶业务，现代牧业分享联营公司 50% 的利润，为公司提供稳定现金流。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-27 年归母净利润 3.11、7.86、9.84 亿元人民币，BPS 分别 1.45、1.55、1.65 人民币元/股。综合周期考虑，参考可比公司估值，给予 25 年 0.85 倍 PB，人民币兑港元汇率为 0.93HKD/CNY，对应合理价值 1.33 HKD/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**农产品价格波动风险、疫病风险、政策风险、食品安全等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	13,458	13,254	14,830	15,841	16,626
增长率 (%)	9.5%	-1.5%	11.9%	6.8%	5.0%
EBITDA	1,014	-946	843	1,372	1,556
归母净利润	175	-1,417	311	786	984
增长率 (%)	-68.9%	-908.8%	-121.9%	152.8%	25.2%
EPS (元/股)	0.02	-0.18	0.04	0.10	0.12
市净率 (P/B)	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	1.6%	-13.2%	2.8%	6.5%	7.5%
EV/EBITDA	14.8	-	22.8	13.9	12.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

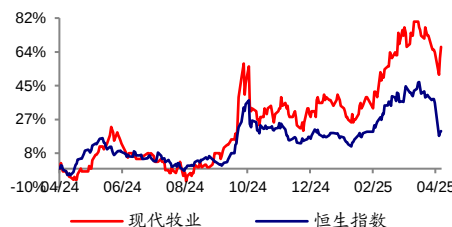
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	1.09 港元
合理价值	1.33 港元
报告日期	2025-04-10

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	7916/7916
总市值/流通市值 (百万港元)	8628/8628
一年内最高/最低 (港元)	1.18/0.61
30 日均成交量/成交额 (百万)	26.1/29.1
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	31.33/25.29

相对市场表现



分析师: 钱浩



SAC 执证号: S0260517080014
SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

分析师: 李雅琦



SAC 执证号: S0260524080006



021-68827265



liyaqi@gf.com.cn

请注意, 李雅琦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、国内原奶行业翘楚，深度绑定下游龙头乳企	4
（一）深耕奶牛养殖行业，积极布局相关配套业务	4
（二）与蒙牛深度绑定，引入新乳业作为战略投资者	6
二、养殖成本优势明显，充分受益周期拐点到来	7
（一）原奶供给下滑趋势明确，周期拐点逐步临近	7
（二）奶牛存栏保持稳步增长，牛群效率优化推动单产提升	9
（三）积极降本增效，养殖成本持续领先行业	12
（四）公司财务状况保持稳健，周期底部展现经营韧性	13
三、布局产业链配套业务，联营品牌奶提供稳定利润	15
（一）协同发展养殖综合配套业务，推动产业链纵深发展	15
（二）联营品牌奶业务，提供部分稳定现金流	16
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	19

图表索引

图 1: 公司围绕奶牛养殖主业, 积极布局相关配套业务	4
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 2020-2024 年, 公司营业总收入情况	5
图 4: 2020-2024 年, 公司营业总收入情况	6
图 5: 2024 年, 公司营收构成情况	6
图 6: 24 年上半年, 蒙牛应占原奶营业收入约占公司原奶销售收入的 92%	7
图 7: 蒙牛是公司第一大股东, 合计持股比例为 56.4% (2024 年 6 月底)	7
图 8: 国内主产区生鲜乳价格走势	8
图 9: 2024 年 3 月以来, 国内奶牛存栏量开始环比下降	8
图 10: 奶牛存栏量与生鲜乳产量拐点已现	8
图 11: 2024 年, 国内牛奶产量同比下滑 2.8%	9
图 12: 2018-2024 年, 公司奶牛存栏量情况	9
图 13: 2018-2024 年, 公司牧场数量情况	9
图 14: 公司牧场分布图	10
图 15: 公司单产水平稳步提升	11
图 16: 公司持续重视奶牛育种	11
图 17: 2018-2024 年, 公司原奶业务收入情况	11
图 18: 2018-2024 年, 公司原奶销量稳步增长	11
图 19: 部分上市牧业集团公斤奶销售成本对比	12
图 20: 部分上市牧业集团公斤奶饲料成本对比	12
图 21: 部分上市牧业集团销售净利率对比	12
图 22: 现代牧业成本构成情况 (单位: 元/公斤)	13
图 23: 安装智能项圈设备, 实时采集运动数据等信息	13
图 24: 智能环境管理: AI 精准喷淋	13
图 25: 截至 24 年底, 公司货币资金余额为 30.6 亿元, 同比增长 64.5%	14
图 26: 2018-2024 年, 公司流动比率与速动比率情况	14
图 27: 公司经营性现金流净额与投资性现金流净额对比情况	14
图 28: 公司原奶销售价格存在溢价	15
图 29: 公司养殖综合解决方案业务收入情况	16
图 30: 公司位于内蒙古巴彦淖尔市的草业有机基地	16
图 31: 公司研发奶牛基因组选择芯片“现代 1 号”	16
图 32: 2020-23 年, 现代牧业联营公司现代蚌埠收入情况	17
图 33: 联营液态奶业务产品示意图	17
表 1: 2018-2024 年, 上市牧企资产负债率对比	14
表 2: 现代牧业收入拆分	18
表 3: 可比公司盈利预测与估值 (可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期, 4 月 9 日)	19

一、国内原奶行业翘楚，深度绑定下游龙头乳企

（一）深耕奶牛养殖行业，积极布局相关配套业务

公司是国内原料奶生产行业翘楚，自2005年成立以来持续深耕奶牛养殖行业，在做强做优原奶业务基础上，逐步将业务拓展至饲草业务、数智平台以及乳牛种业，形成集奶牛养殖、饲草种植加工、交易平台、繁殖育种于一体的全产业链生态圈，以实现协同发展。根据公司年报及官网，公司首创“种养加一体化、零距离2小时”的生产模式，是中国首家一体化生产模式并通过SGS认证的企业。2020年12月，公司发布“5年领跑计划”，计划在2025年奶牛存栏量增长至50万头以上，年产鲜奶达360万吨。

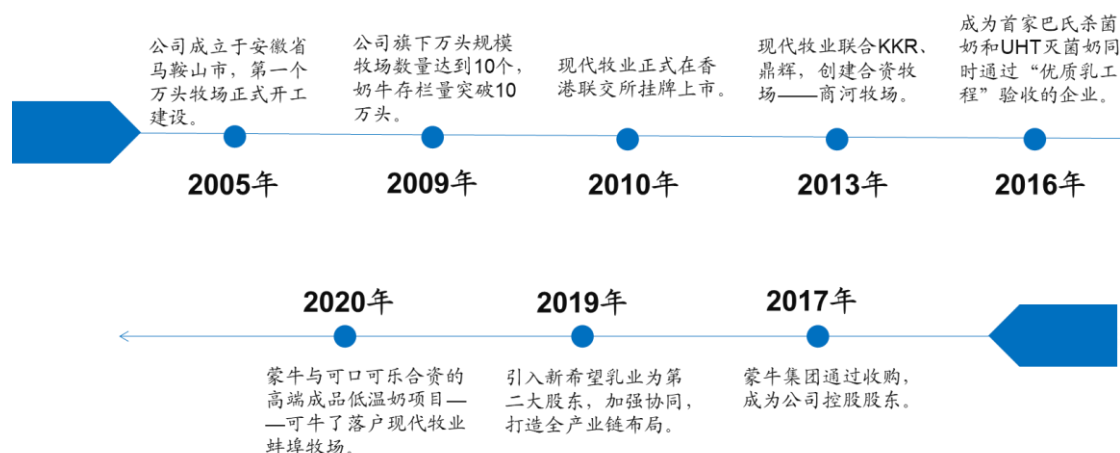
截至2024年底，公司在全国13个省份和自治区合计运营47个牧场公司，奶牛总存栏量达49.1万头，年化产奶量达到300.5万吨，同比增长达16.1%，目前公司市场占有率约为8%。（数据来源：公司官网、公司年报）

图1：公司围绕奶牛养殖主业，积极布局相关配套业务



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图2：公司发展历程

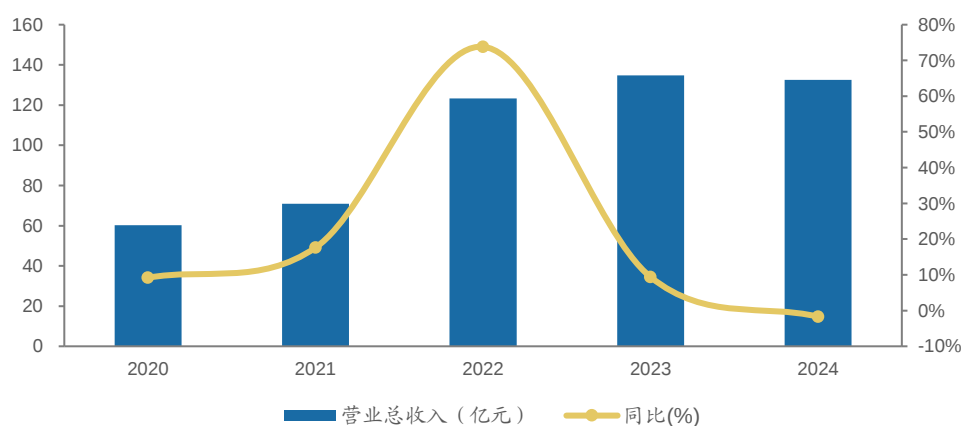


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司原奶销售规模与营业收入持续稳步增长，利润整体随着原奶价格周期波动。根据年报，2024年，公司销售原奶289万吨，同比增长13.6%；实现营收132.54亿元，同比下降1.7%。受24年原奶价格低迷、资产减值等因素影响，公司原奶销售陷入亏损，24年公司净利润为亏损14.17亿元。

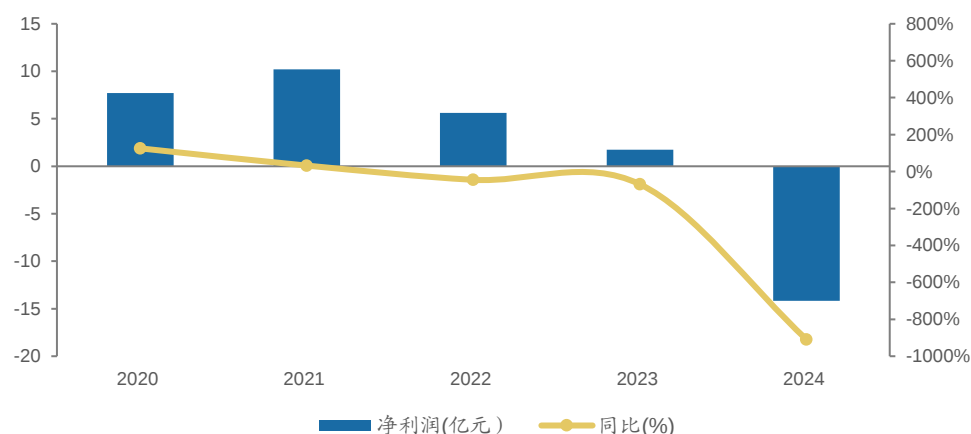
原奶业务是公司核心业务，2024年原奶业务营收占比为78.9%；近年来公司养殖综合解决方案业务规模持续增长，2024年饲料及牧场物资业务营收占比增长至20.6%。

图3：2020-2024年，公司营业总收入情况



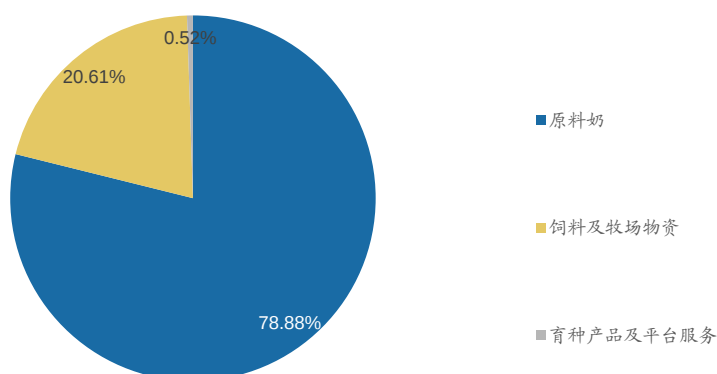
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：2020-2024年，公司营业总收入情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：2024年，公司营收构成情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

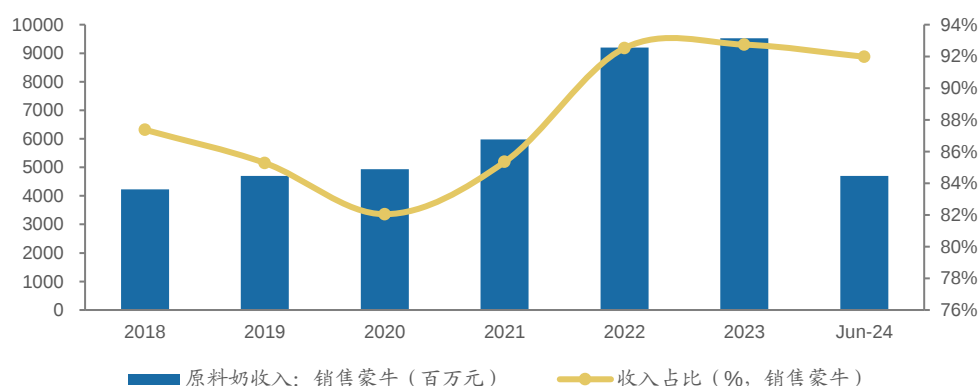
（二）与蒙牛深度绑定，引入新乳业作为战略投资者

蒙牛是公司第一大股东，2019年引入新乳业作为战略投资人。公司前身为领先牧业，其创始人邓九强原为蒙牛集团高管，公司成立以来一直是蒙牛的原奶供应商。2013年，蒙牛乳业收购现代牧业27.9%股份，成为公司大股东；2017年，为了进一步加强产业链控制能力，稳定上游奶源供应，蒙牛以18.73亿港元价格继续增持公司16.7%的股权。截至2024年6月底，蒙牛乳业合计持股比例达到56.4%，是公司第一大股东。

2019年，新希望乳业为保证稳定优质奶源，以股权投资方式战略入股现代牧业；截至2024年6月底，新乳业通过子公司间接持有现代牧业8.03%股权，是公司第二大股东。

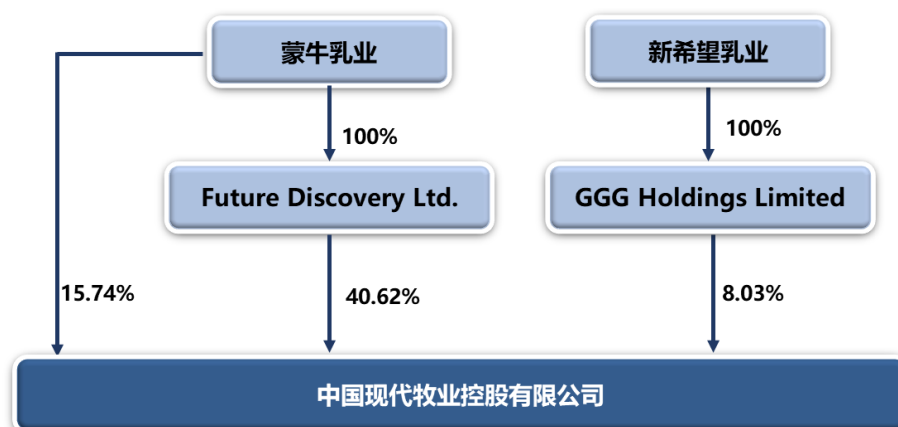
根据年报，公司与蒙牛、新乳业签订原奶供销协议，2024年上半年应占原奶营业收入约占公司原奶销售收入的92%。

图6：24年上半年，蒙牛应占原奶营业收入约占公司原奶销售收入的92%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图7：蒙牛是公司第一大股东，合计持股比例为56.4%（2024年6月底）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、养殖成本优势明显，充分受益周期拐点到来

（一）原奶供给下滑趋势明确，周期拐点逐步临近

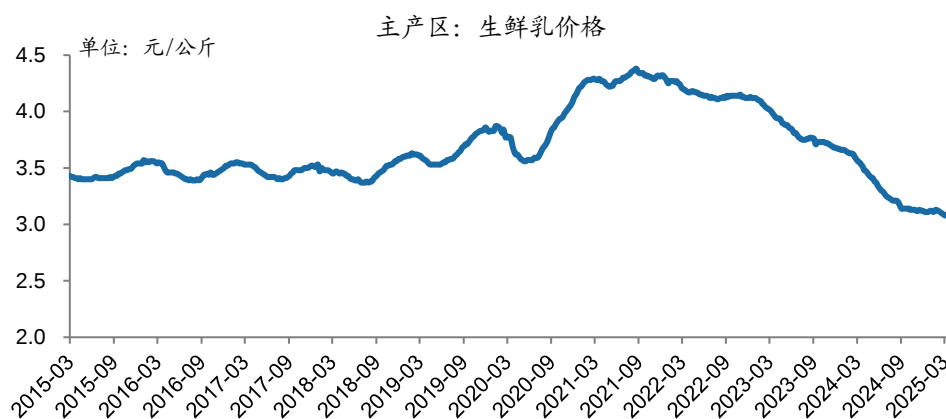
相较于以往周期，本轮下行周期持续时间更长、价格调整深度更深。自2021年9月份以来，国内生鲜乳价格持续下行41个月，根据农业部数据，生鲜乳价格从高点

的4.3元/公斤下跌至当前的3.1元/公斤，跌幅达28.6%；截至25年3月，行业累计亏损月数已经达到16个月，资金压力持续累积。

随着行业在24年初陷入亏损状态，国内奶牛存栏量逐步去化，行业产能去化大幕开启。根据农业农村部数据，24年3月份以来，国内奶牛产能环比开始去化，截至25年2月份国内奶牛存栏量为611万头，较24年2月份高点减少5.72%。

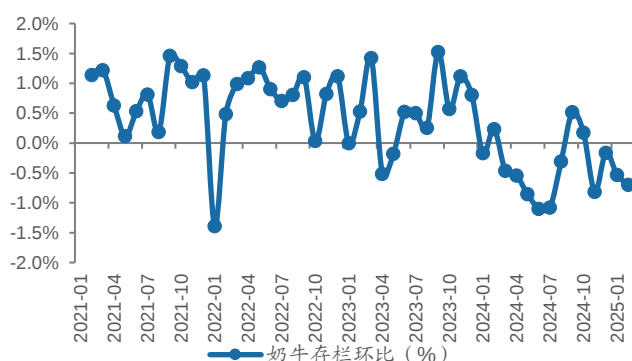
随着前期奶牛产能去化效应逐步显现，生鲜乳产量拐点已现，行业整体供给下滑趋势明显。根据农业部及国家统计局数据，24年2季度国内生鲜乳产量拐点已现，25年2月份生鲜乳产量较24年4月份的峰值下降3.3%；2024年全年国内牛奶产量为4079万吨，同比下滑2.8%。目前社会散奶价格已跌破现金成本线持续时间超过半年，随着行业资金压力持续累积，产能去化有望进一步加速，原奶整体供给下行趋势明显，原奶周期拐点正在逐步临近。

图8：国内主产区生鲜乳价格走势



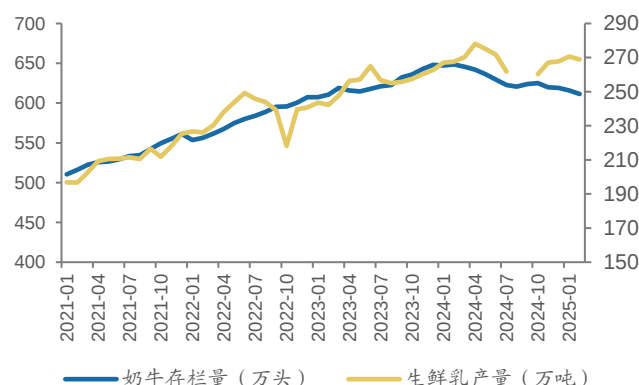
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：2024年3月以来，国内奶牛存栏量开始环比下降



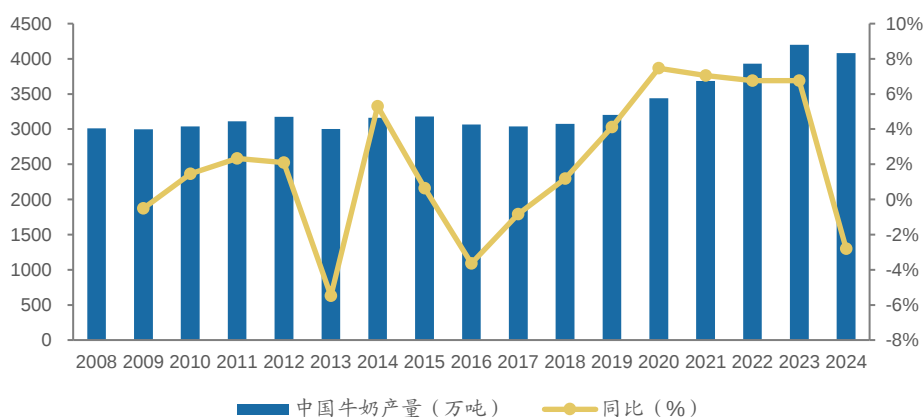
数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

图10：奶牛存栏量与生鲜乳产量拐点已现



数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

图11: 2024年, 国内牛奶产量同比下滑2.8%



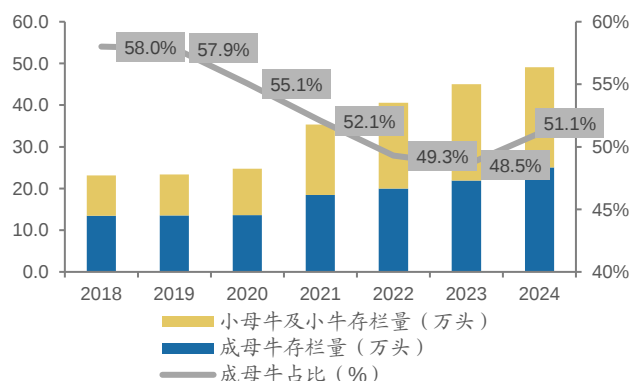
数据来源: 国家统计局、wind、广发证券发展研究中心

(二) 奶牛存栏保持稳步增长, 牛群效率优化推动单产提升

近年来, 公司奶牛存栏量保持稳步增长, 收购蒙牛子公司富源扩张存栏规模, 截至2024年底奶牛总存栏达49万头。根据公司官网, 公司在2020年发布“5年领跑计划”, 计划在2025年奶牛存栏量增长至50万头以上。根据公告, 2021年, 现代牧业收购蒙牛子公司富源, 富源在国内合计经营14个牧场, 约有6万头奶牛, 收购完成后公司奶牛存栏量增长约30万头。

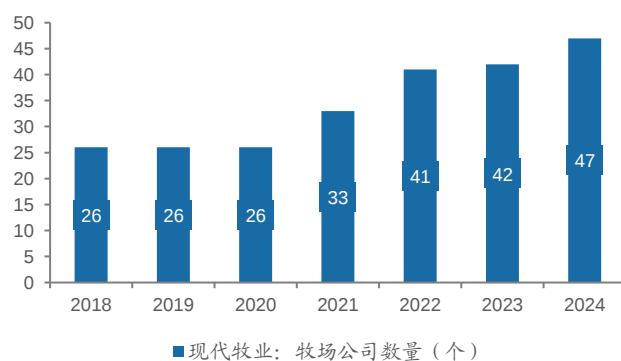
24年以来, 公司从前期扩张阶段步入牛群结构提升阶段, 在保持奶牛存栏增长同时, 提升改善牛群结构。根据年报, 截至24年底, 公司在全国13个省份和自治区合计运营47个牧场公司, 奶牛存栏量为49.1万头, 同比增长9%, 成母牛存栏占比从23年末的48.5%提升至24年末的51.1%。

图12: 2018-2024年, 公司奶牛存栏量情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 2018-2024年, 公司牧场数量情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图14: 公司牧场分布图



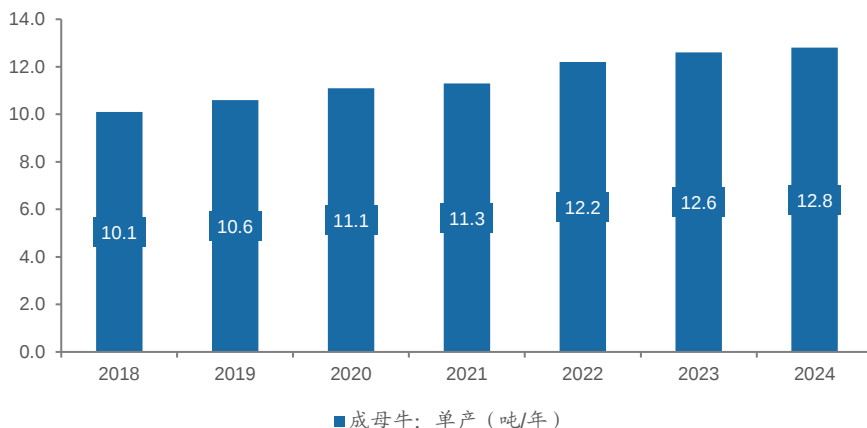
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司重视牛群基因育种与养殖设备、智能化升级,推动牛群单产水平稳步提升。公司持续投入育种研发,提高核心种源自主占有率,根据《奶牛》杂志,2020年公司设立4个核心育种场,进行胚胎移植,建立育种核心牛群。在公牛培育方面,22年公司与北京首农畜牧共同组建蒙元种业,为种公牛培育、基因组选择、遗传评估、胚胎工程等工作提供了技术保障。

随着牛群持续优化以及养殖效率不断提升,推动奶牛单产水平持续稳步提升,根据年报,2024年公司奶牛年化单产水平提升至12.8吨,较23年提升0.2吨。

公司奶牛存栏量稳步增长,奶牛单产水平不断提升,有效支撑未来产奶量增长。根据年报数据,2024年公司原料销售量为289吨,同比增长13.6%;原奶销售收入为104.54亿元,同比增长1.9%。

图15: 公司单产水平稳步提升



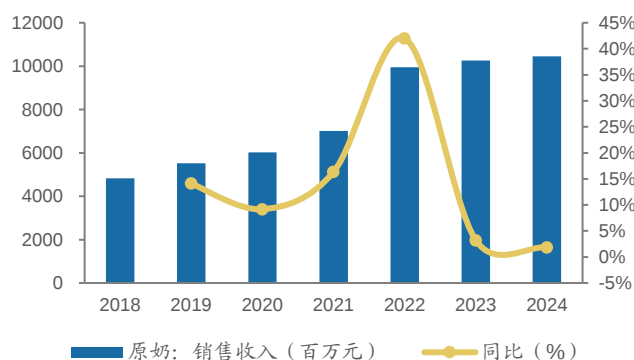
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 公司持续重视奶牛育种



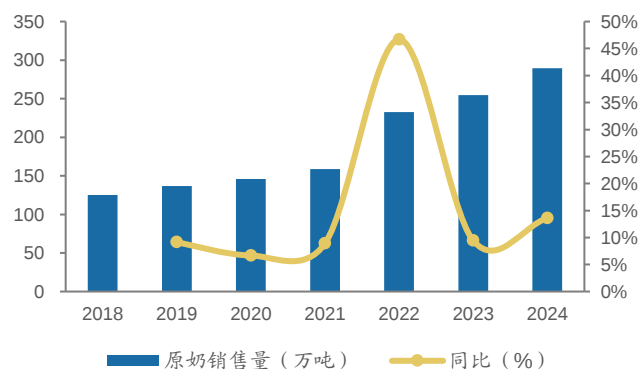
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图17: 2018-2024年, 公司原奶业务收入情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 2018-2024年, 公司原奶销量稳步增长



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

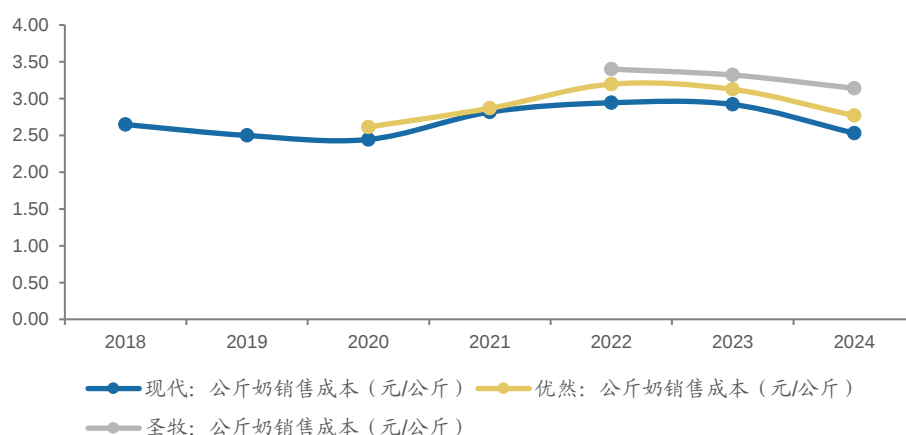
（三）积极降本增效，养殖成本持续领先行业

公司积极降本增效，持续推动牛舍设备改造，通过改善牛舍通风环境，提高卧床舒适度等，提升成乳牛舒适度，从而提升牛群产奶量；并积极探索养殖数智化升级，通过图像识别技术实现推料监控、风险识别等，做到及时揭发和自动监管。

此外，2022年，公司与中粮集团合资成立现代饲料，打造全产业链“饲牧奶”闭环。公司在大宗饲料原料采购、饲料配方等方面，跟中粮集团实现协同合作，具备优势。

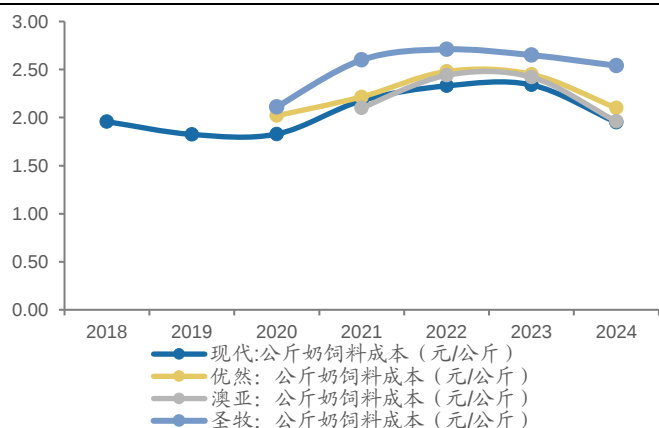
公司饲料成本和养殖成本持续领先行业，受益于效率提升、饲料价格下行，成本下降趋势明显，根据年报数据，2024年公司公斤奶销售成本为2.53元/公斤，同比下降0.4元/公斤，公斤奶饲料成本为1.95元/公斤，同比下降0.39元/公斤。

图19：部分上市牧业集团公斤奶销售成本对比



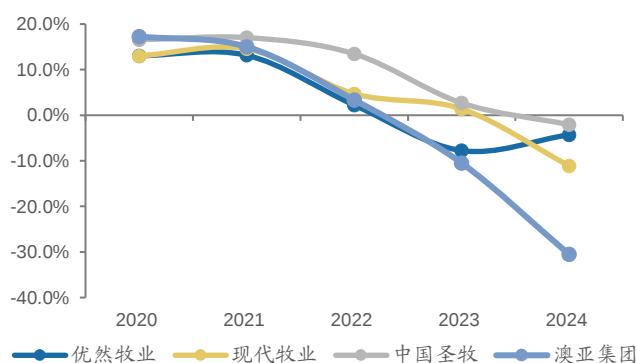
数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

图20：部分上市牧业集团公斤奶饲料成本对比



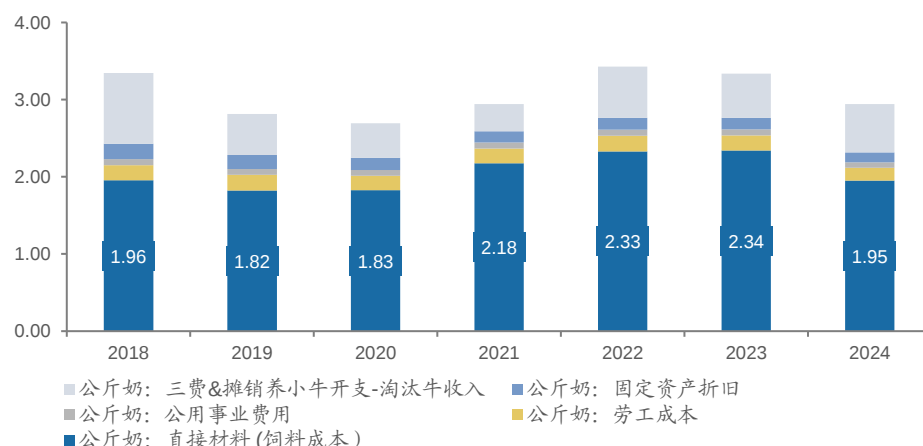
数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

图21：部分上市牧业集团销售净利率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图22：现代牧业成本构成情况（单位：元/公斤）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图23：安装智能项圈设备，实时采集运动数据等信息



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图24：智能环境管理：AI精准喷淋



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（四）公司财务状况保持稳健，周期底部展现经营韧性

2024年，面临行业低迷期，公司持续保持财务稳健，拥有较好的资金储备。截至2024年底，公司资产负债率为67.23%，流动比率和速动比率分别为0.94、0.57；并持续优化债务结构，长期负债占比达76.2%。公司24年末货币资金余额为30.6亿元，同比增长64.5%，资金储备充足。

由于公司与蒙牛、新乳业等下游乳企龙头深度绑定，保障了公司在周期底部时原奶销售的稳定性，对蒙牛原奶供应量占比长期保持在90%以上。在2024年奶价低迷、行业亏损情况下，根据年报数据，24年上半年公司对蒙牛原奶销售额为47.01亿元，同比仍增长0.4%。

同时，公司原奶销售价格高于行业平均价，原奶销售价格更具韧性，根据公司

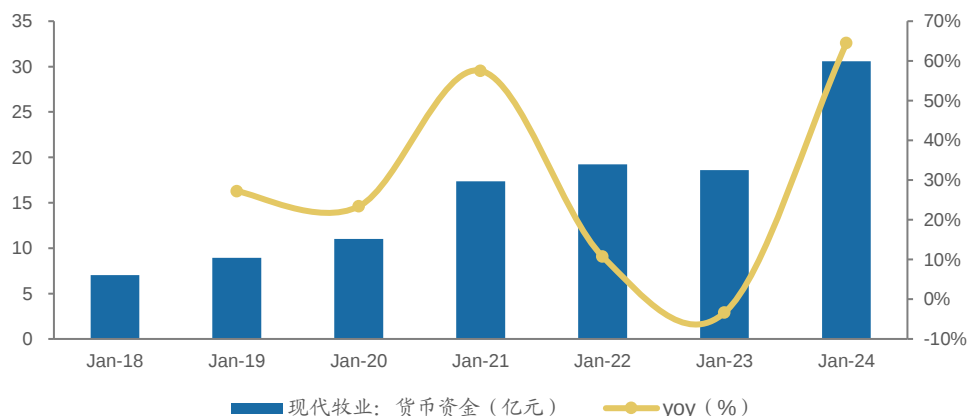
年报及wind数据，2024年公司原奶销售均价为3.61元/公斤，同比下跌约10.3%，而国内主产区生鲜乳价格为3.32元/公斤，同比下跌约13.5%。

表1: 2018-2024年，上市牧企资产负债率对比

	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
优然牧业	40.9%	45.8%	59.2%	53.4%	66.0%	71.6%	72.1%
现代牧业	58.9%	54.2%	48.4%	53.1%	59.6%	62.3%	67.2%
中国圣牧	61.9%	63.5%	49.2%	45.5%	46.0%	50.3%	50.7%
澳亚集团	-	41.7%	33.2%	42.8%	48.1%	54.6%	61.4%

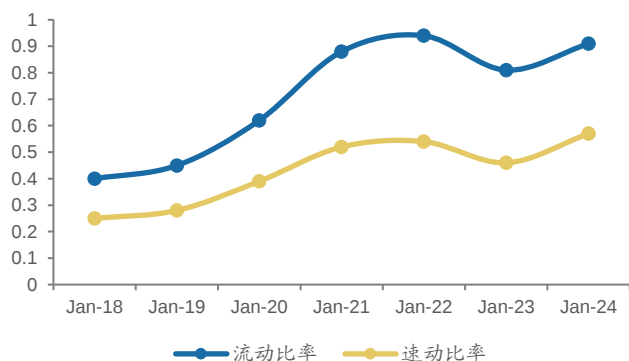
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图25: 截至24年底，公司货币资金余额为30.6亿元，同比增长64.5%



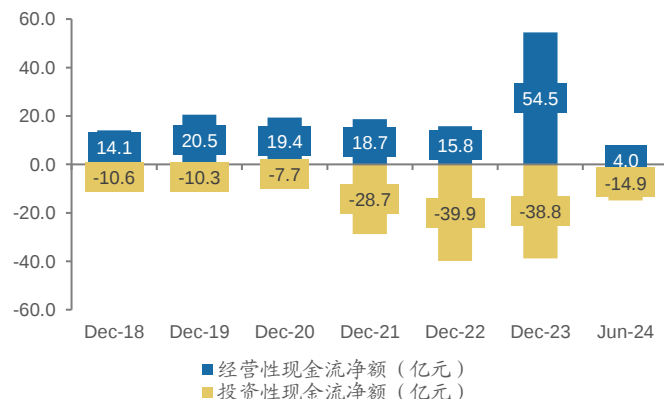
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图26: 2018-2024年，公司流动比率与速动比率情况



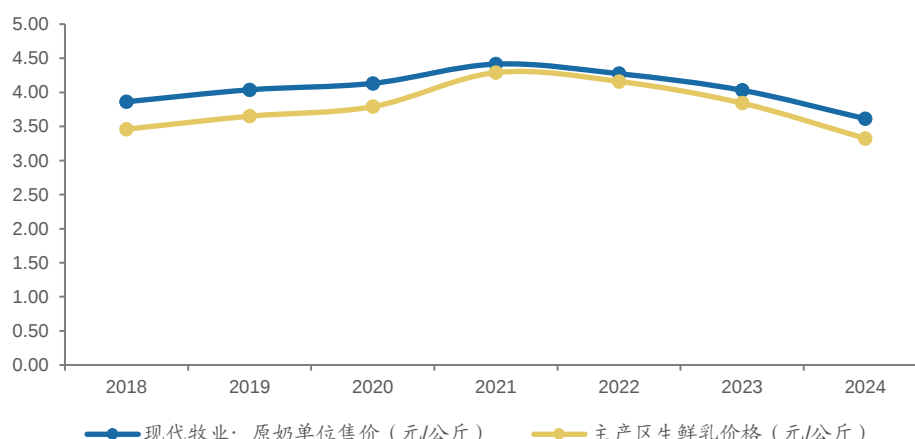
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图27: 公司经营性现金流净额与投资性现金流净额对比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图28：公司原奶销售价格存在溢价



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

三、布局产业链配套业务，联营品牌奶提供稳定利润

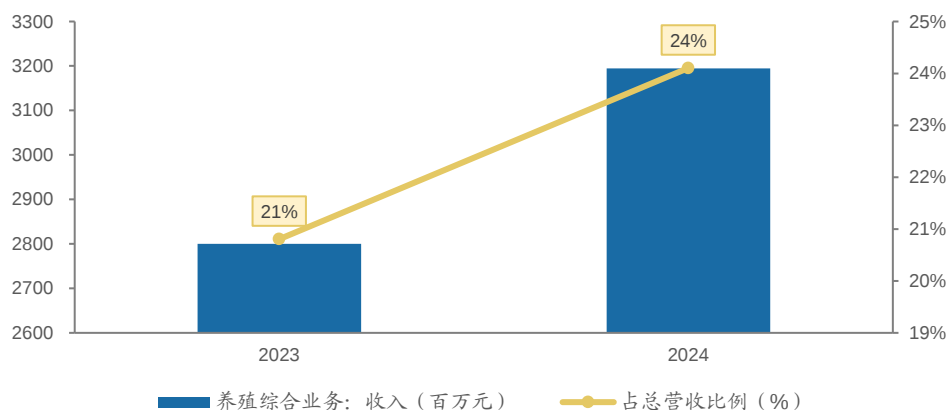
（一）协同发展养殖综合配套业务，推动产业链纵深发展

公司致力于全产业链发展，配套拓展养殖综合解决方案业务，主要包括饲草板块、育种、数智平台，有助于推动公司全产业链纵深发展，并为公司提供部分稳定收入。养殖端存栏下滑导致短期需求疲软影响，24年公司养殖综合解决方案收入为28亿元，同比下滑约12.4%。

在饲草板块，公司充分利用现有产能优势，在保障公司内部用料安全基础上，做好“内供外销”。根据公司年报，截至24年上半年，本集团已建立4个种植基地，土地面积达6.6万亩，年产优质牧草达3万吨；与种植户合作，管控土地面积超过100万亩；在饲料牧草生产加工方面，本集团在国内拥有5座生产加工工厂，并和国内大型饲料企业合资建设运营3个饲料生产工厂。同时在美国布局优质苜蓿草及3个加工生产基地，年度可供应优质牧草超过20万吨。

育种方面，公司持续推进种公牛自主培育建设，目前已有2个牧场入选国家级奶牛核心育种场，24年上半年实现优质冻经约36万支。

图29：公司养殖综合解决方案业务收入情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图30：公司位于内蒙古巴彦淖尔市的草业有机基地



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图31：公司研发奶牛基因组选择芯片“现代1号”



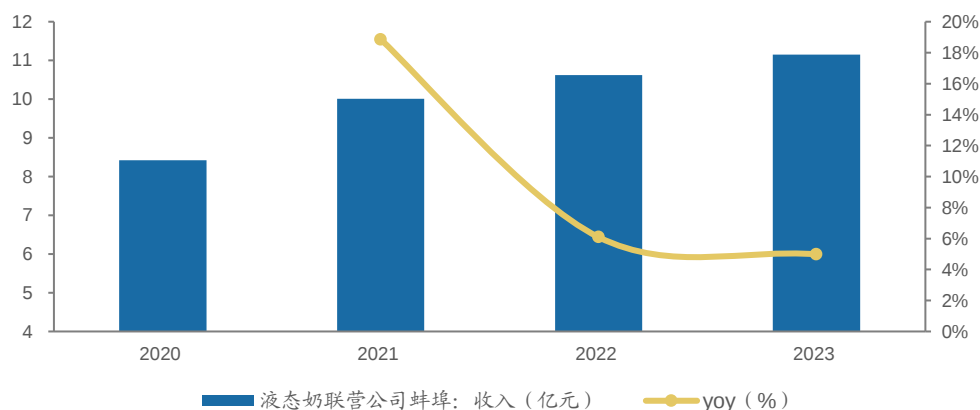
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）联营品牌奶业务，提供部分稳定现金流

此外，公司2018年将液态奶业务50%的股权出售给蒙牛，由蒙牛经营联营品牌奶业务，现代牧业分享联营公司50%的利润，为公司提供稳定现金流。

蚌埠联营公司以现代牧业优质奶源为依托，推出A2型牛奶系列、金奖系列、荷兰系列等不同产品覆盖中高端市场，产品矩阵持续升级。渠道方面，联营公司凭借蒙牛成熟的分销渠道和营销策略，不断拓展市场。根据年报数据，2023年，液态奶联营公司现代蚌埠实现收入11.15亿元，

图32：2020-23年，现代牧业联营公司现代蚌埠收入情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图33：联营液态奶业务产品示意图



数据来源：三只小牛官网、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

我们假设：

1. 公司奶牛存栏稳步增长，奶牛单产水平不断提升，预计2025-27年原奶销售量分别为319万吨、329万吨、340万吨。
2. 原奶供应下降趋势明确，周期拐点逐步临近，综合周期考虑，预计公司原奶销售均价逐步改善，预计2025-27年公司原奶销售均价分别为3.74元/公斤、3.90元/公斤、3.95元/公斤。公司持续降本增效，养殖管理效率继续提升，成本优势明显，假设2025-27年公司公斤奶销售成本分别为2.49元/公斤、2.47元/公斤、2.47元/公斤。

3. 公司养殖综合业务保持稳步增长，由于饲草行业定价机制接近成本加成定价，毛利率基本平稳。

综上所述，我们预计公司2025-27年归母净利润分别为3.11、7.86、9.84人民币亿元，BPS分别为1.45、1.55、1.65人民币元/股，对应最新收盘价2025年PB估值约0.78倍。

考虑到公司所处的奶牛养殖行业具有典型重资产投入周期性特点，因此选用PB估值法。可比公司选择方面，奶牛养殖公司的优然牧业、澳优、中国圣牧作为可比公司，其中优然牧业大股东为下游乳企伊利、原奶售价存在溢价、奶牛存栏增速较快，因此估值高于行业平均水平，目前优然牧业、澳优、中国圣牧在港交所对应25年PB倍数分别为0.74X、0.34X、0.54X。考虑到：（1）现代牧业养殖成本处于行业第一梯队，同时在饲料采购方面与中粮集团合作，成本优势有望持续保持。（2）同时现代牧业在周期底部奶牛存栏保持逆势增长，同时单产水平处于行业一流，未来原奶产销量具备弹性。（3）背靠蒙牛、新乳业等下游加工乳企龙头，原奶销售具备溢价，长期高于行业均价。（4）财务持续稳健，现金流状况健康，保障公司顺利度过周期底部，资金安全度高。因此，公司存在估值溢价，综合周期考虑，给予公司2025年0.85倍PB，人民币兑港元汇率为0.93HKD/CNY，对应合理价值1.33 HKD/股，给予“买入”评级。

表2：现代牧业收入拆分

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
原奶业务							
乳牛存栏量合计（万头）	35.4	40.5	45.1	49.1	51.5	53.0	54.5
成母牛单产水平（吨）	11.3	12.2	12.6	12.8	13.0	13.1	13.2
原奶销售量（万吨）	159	233	255	289	319	329	340
yoy(%)		46.7%	9.4%	13.6%	10.4%	2.9%	3.6%
原料奶：单位售价（元/公斤）	4.41	4.27	4.03	3.61	3.74	3.90	3.95
原料奶：销售收入（百万元）	7,005	9,945	10,264	10,454	11,946	12,813	13,447
yoy(%)		42.0%	3.2%	14.3%	7.3%	4.9%	14.3%
原料奶：销售成本（公允价值调整前，百万元）	4,470	6,850	7,351	7,953	8,115	8,408	7,953
公斤奶：销售成本（元/公斤）	2.82	2.94	2.89	2.49	2.47	2.47	2.49
原料奶：销售毛利（公允价值调整前，百万元）	2,535	3,095	2,913	3,257	3,993	4,698	5,038
原料奶：销售毛利率（公允价值调整前，%）	36.2%	31.1%	28.4%	31.2%	33.4%	36.7%	37.5%
养殖综合业务							
销售收入（百万元）	87	2,381	3,221	2,800	2,884	3,028	3,180
yoy(%)		2636.5%	35.3%	-13.1%	3%	5%	5%
销售成本（百万元）	58	2,178	2,979	2,606	2,653	2,786	2,925
销售毛利（百万元）	28.57	202.82	241.42	193.80	230.72	242.25	254.37
毛利率（%）	32.8%	8.5%	7.5%	6.9%	8%	8%	8%
合计							
营业总收入（百万元）	7,092	12,326	13,484	13,254	14,830	15,841	16,626
营业总成本（公允价值调整前，百万元）	4,529	9028	10330	9,803	10,607	10901	11334
毛利（公允价值调整前，百万元）	2,563	3298	3154	3,451	4,223	4940	5293

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（百万元）	2,378	2,888	2,678	2,957	2,700	2,700	2,700
毛利（百万元）	185	410	476	494	1,523	2,240	2,593

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表3：可比公司盈利预测与估值（可比公司盈利预测均采用Wind一致预期，4月9日）

证券代码	公司简称	收盘价（HKD/股）	BPS（HKD/股）		PB	
			2025E	2026E	2025E	2026E
09858.HK	优然牧业	2.53	3.42	3.88	0.74	0.65
01717.HK	澳优	0.18	0.54	0.54	0.34	0.34
01432.HK	中国圣牧	2.01	3.75	3.94	0.54	0.51

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

- 农产品价格波动风险：**农产品极易受到天气影响，若发生较大自然灾害，会影响销售情况、运输情况和价格走势；
- 疫病风险：**原奶价格的阶段性波动易受到疫病等因素影响；
- 政策风险：**农业政策推进的进度和执行过程易受非政策本身的因素影响，造成效果不及预期，影响行业变革速度和公司的经营情况；
- 食品安全：**农业生产环节众多，若出现监督不到位，易产生食品安全问题。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	6,868	8,079	7,881	8,345	8,719
现金及现金等价物	1,964	3,059	3,000	3,300	3,500
应收账款及票据	1,537	1,445	1,442	1,540	1,616
存货	2,941	3,131	2,994	3,060	3,158
其他	427	444	445	445	445
非流动资产合计	24,526	25,862	26,472	27,072	27,672
固定资产净值	6,265	7,550	8,250	8,950	9,650
长期投资	946	1,413	1,523	1,623	1,723
商誉及无形资产	4,657	4,416	4,216	4,016	3,816
其他	12,658	12,482	12,482	12,482	12,482
资产总额	31,394	33,941	34,352	35,417	36,391
流动负债合计	8,463	8,630	8,708	9,172	9,447
短期借款	2,595	2,963	3,050	3,428	3,577
应付账款及票据	4,437	3,894	3,881	3,967	4,093
其他	1,430	1,772	1,777	1,777	1,777
非流动负债合计	11,089	14,188	14,200	14,000	13,700
长期借款	8,901	11,500	11,500	11,300	11,000
其他非流动负债	2,187	2,688	2,700	2,700	2,700
总负债	19,551	22,818	22,909	23,172	23,147
普通股股本	676	676	676	676	676
储备	10,499	8,855	9,166	9,952	10,936
其他	26	0	0	0	0
归母权益总额	11,201	9,531	9,842	10,628	11,612
少数股东权益	642	1,592	1,602	1,617	1,632
股东权益合计	11,843	11,123	11,444	12,245	13,243
负债及股东权益合计	31,394	33,941	34,352	35,417	36,391

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	13,458	13,254	14,830	15,841	16,626
营业成本	13,008	12,760	13,307	13,601	14,034
毛利	450	495	1,523	2,240	2,593
其他收入	26	0	0	0	0
营销费用	378	445	445	475	499
行政管理费用	852	766	845	903	948
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	91	97	90	90	90
营业利润	-845	-813	143	772	1,056
利息收入	68	0	151	158	170
利息支出	506	529	623	626	624
权益性投资损益	-4	10	0	0	0
其他非经营性损益	1,410	-142	500	400	300
除税前利润	229	-1,474	322	803	1,002
所得税	44	-5	1	2	3
合并净利润	185	-1,469	321	801	999
少数股东损益	10	-53	10	15	15
归母净利润	175	-1,417	311	786	984

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	5,449	273	797	1,149	1,476
合并净利润	185	-1,469	321	801	999
折旧与摊销	453	-	200	200	200
营运资本变动	3,076	-	154	-79	-47
其他非经营性调整	1,745	-	123	226	324
投资活动现金流净额	-3,881	-1,265	-321	-400	-500
处置固定资产收益	16	-	500	400	300
资本性支出	-1,088	-	-700	-700	-700
投资资产支出	-748	-	-133	-100	-100
其他	-2,061	-	12	0	0
融资活动现金流净额	-1,634	2,192	-536	-449	-776
长期债权融资	-1,153	-	0	-200	-300
股权融资	-47	-	0	0	0
支付股利	-112	-	0	0	0
其他	-321	-	-536	-248	-476
现金净增加额	-65	1,199	-59	300	200
期初现金余额	1,924	1,860	3,059	3,000	3,300
期末现金余额	1,860	3,059	3,000	3,300	3,500

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	9.5%	-1.5%	11.9%	6.8%	5.0%
营业利润增长率	15.2%	-3.8%	-117.6%	439.5%	36.8%
归母净利润增长率	-68.9%	-908.8%	-121.9%	152.8%	25.2%
获利能力					
毛利率	3.3%	3.7%	10.3%	14.1%	15.6%
净利率	1.4%	-11.1%	2.2%	5.1%	6.0%
ROE	1.6%	-13.2%	2.8%	6.5%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	67.2%	66.7%	65.4%	63.6%
有息负债率	36.6%	42.6%	42.4%	41.6%	40.1%
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
利息保障倍数	1.1	-1.8	1.0	1.9	2.2
营运能力					
应收账款周转天数	41.1	39.2	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	81.4	88.3	81.0	81.0	81.0
应付账款周转天数	122.8	109.9	105.0	105.0	105.0
每股指标					
每股收益	0.02	-0.18	0.04	0.10	0.12
每股净资产	1.50	1.41	1.45	1.55	1.67
每股经营现金流	0.69	0.03	0.10	0.15	0.19
估值比率					
PE	31.0	-	24.8	9.8	7.8
PB	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	14.8	-19.2	22.8	13.9	12.1

广发证券农林牧渔行业研究小组

钱 浩：首席分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖 欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

周 舒 玥：资深分析师，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

李 雅 琦：高级分析师，上海财经大学金融学学士、硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。