

2025 年 07 月 15 日

中国圣牧 (01432. HK)

投资评级：买入（首次）

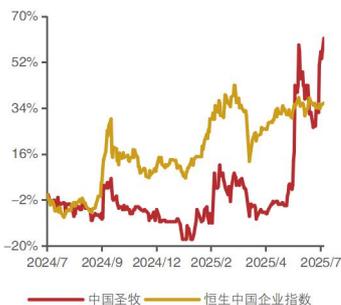
——有机原料奶龙头，基本面亟待反转

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 14 日

收盘价 (港元)	0.30
一年内最高/最低 (港元)	0.32/0.15
总市值 (百万港元)	2,556.30
流通市值 (百万港元)	2,556.30
资产负债率 (%)	50.67

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 国内有机原奶龙头，专注上游牧场经营。中国圣牧是首家获得中国和欧盟有机标准双认证的原奶品牌，享有多项行业桂冠。公司业务涵盖整个乳品行业价值链，包括牧草种植、奶牛养殖到生产原料奶以及加工生产高端液态奶产品，目前也是我国规模最大的有机原料奶生产商。同时公司通过股权深度绑定下游乳企，一方面可以平抑原奶价格周期给生产经营活动带来的不确定性，一方面亦可获得下游乳企的支持，目前蒙牛集团持有公司 29.99% 股份，是公司最大股东。
- 随人均消费水平的提升，高端有机牛奶市场预计将持续扩容。有机牛奶在饲料来源、奶牛饲养方式到牛奶处理方面，都有着更严格的标准，成本和价格相对较高，但其顺应了消费者对绿色、健康食品的追求，成为液态奶消费升级的热门方向。中国圣牧地处内蒙古乌兰布和沙漠，这里是行业内公认的黄金奶源地。基于这一得天独厚的地理优势，圣牧实现了从草场到餐桌的全程有机生产，这种模式较为罕见，能够有效保障牛奶的品质和安全，而最高级别的食物安全等级则是其核心竞争力。预计随着未来沙漠资源开发难度的增加，地理资源带来的行业壁垒将更加坚固。
- 奶价、牛价底部反转，有望带来较强的基本面弹性。当前原奶价格经历了从 21 年下半年至今的持续下滑，主产区生鲜乳价格从最高 4.38 元/公斤下滑至当前的 3.04 元/公斤，降幅已收窄，我们预计后续奶价有望企稳。另外，牛肉价格自 23 年下滑后，当前已企稳回升。过去公司由于奶价、牛肉价格低迷，导致生物资产公允价值变动产生的亏损严重拖累利润表现，预计后续在这两大关键评估要素的价格均具备积极预期的情况下，利润有望大幅修复。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 -0.47/4.36/7.09 亿元，对应 26 年 PE 为 5.5 倍，我们选取的可比公司优然牧业、现代牧业、德康农牧的 26 年平均 PE 接近 9.6 倍，公司估值显著更低。我们认为公司有机奶原奶业务成长性在健康消费趋势背景下有望逐步显现，同时当前奶价企稳、肉价回升的趋势下，公司生物资产公允价值变动有望大幅提振利润表现，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。原奶价格波动、原材料成本波动、食品安全事件、有机奶需求不及预期

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3383.63	3126.18	2989.43	3207.90	3447.21
同比增长率 (%)	6.53%	-7.61%	-4.37%	7.31%	7.46%
归母净利润 (百万元)	86.08	-65.50	-47.31	436.04	708.62
同比增长率 (%)	-79.33%	-176.09%	27.77%	1021.73%	62.51%
每股收益 (元/股)	0.01	-0.01	-0.01	0.05	0.08
ROE (%)	2.14%	-1.65%	-1.21%	10.02%	14.01%
市盈率 (P/E)	23.95	-19.86	-50.79	5.51	3.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,126	2,989	3,208	3,447	货币资金	431	462	651	1,041
增长率	-7.6%	-4.4%	7.3%	7.5%	应收款项	352	337	361	388
营业成本	2,200	2,126	2,174	2,247	存货	857	828	846	875
%销售收入	70.4%	71.1%	67.8%	65.2%	其他流动资产	482	503	848	1,194
毛利	926	863	1,034	1,200	流动资产	2,121	2,129	2,706	3,498
%销售收入	29.6%	28.9%	32.2%	34.8%	权益性投资	35	40	45	50
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,886	1,960	2,029	2,093
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	23	26	28	30
销售费用	49	48	52	56	非流动资产	6,343	6,425	6,501	6,572
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	资产总计	8,464	8,553	9,207	10,070
管理费用	153	144	153	163	应付款项	1,650	1,594	1,630	1,685
%销售收入	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	短期借款	667	456	379	298
研发费用	3	3	3	3	其他流动负债	323	319	351	386
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	流动负债	2,639	2,368	2,360	2,368
财务费用	47	42	44	41	长期债务	1,608	2,017	2,238	2,367
%销售收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	其他长期负债	42	42	42	42
息税前利润 (EBIT)	-16	-8	486	771	非流动负债	1,649	2,059	2,280	2,409
%销售收入	-0.5%	-0.3%	15.2%	22.4%	负债总计	4,288	4,427	4,640	4,777
投资收益	2	-7	-2	-2	归属母公司股东权益	3,963	3,915	4,351	5,059
%税前利润	-3.7%	14.8%	-0.5%	-0.3%	少数股东权益	213	211	216	234
除税前利润	-63	-49	443	729	负债股东权益合计	8,464	8,553	9,207	10,070
利润率	-2.0%	-1.7%	13.8%	21.2%					
所得税	1	0	2	3	比率分析				
所得税率	-1.9%	0.4%	0.4%	0.4%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	-65	-49	441	726	每股指标				
少数股东损益	1	-2	5	18	每股收益	-0.01	-0.01	0.05	0.08
归属于母公司的净利润	-65	-47	436	709	每股净资产	0.47	0.47	0.52	0.60
增长率	-176.1%	27.8%	1021.7%	62.5%	每股经营现金净流	0.11	0.09	0.11	0.13
净利率	-2.1%	-1.6%	13.6%	20.6%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	-1.65%	-1.21%	10.02%	14.01%
					总资产收益率	-0.77%	-0.55%	4.74%	7.04%
					投入资本收益率	-0.25%	-0.12%	6.74%	9.65%
					增长率				
					营业收入增长率	-7.61%	-4.37%	7.31%	7.46%
					EBIT增长率	-113.06%	51.45%	6430.78%	58.42%
					净利润增长率	-176.09%	27.77%	1021.73%	62.51%
					总资产增长率	-0.62%	1.05%	7.64%	9.38%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	34.0	33.9	32.0	32.0
					存货周转天数	152.4	142.6	138.6	137.9
					应付账款周转天数	274.6	274.6	267.0	265.5
					固定资产周转天数	220.6	231.5	223.8	215.2
					偿债能力				
					流动比率	0.80	0.90	1.15	1.48
					速动比率	0.40	0.46	0.69	1.01
					净负债/股东权益	44.15%	48.73%	43.06%	30.68%
					EBIT利息保障倍数	-0.3	-0.2	9.2	14.1
					资产负债率	50.67%	51.76%	50.40%	47.44%
现金流量表					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	-65	-47	436	709	营业收入增长率	-7.61%	-4.37%	7.31%	7.46%
少数股东损益	1	-2	5	18	EBIT增长率	-113.06%	51.45%	6430.78%	58.42%
营运资金变动	-52	-16	0	8	净利润增长率	-176.09%	27.77%	1021.73%	62.51%
其他变动	1,033	849	520	394	总资产增长率	-0.62%	1.05%	7.64%	9.38%
经营活动现金流量净额	916	784	961	1,128	资产管理能力				
资本开支	-1,398	-205	-205	-204	应收账款周转天数	34.0	33.9	32.0	32.0
投资	57	-25	-325	-325	存货周转天数	152.4	142.6	138.6	137.9
其他	375	-670	-334	-201	应付账款周转天数	274.6	274.6	267.0	265.5
投资活动现金流量净额	-967	-900	-863	-730	固定资产周转天数	220.6	231.5	223.8	215.2
股权募资	0	0	0	0	偿债能力				
债权募资	128	198	145	48	流动比率	0.80	0.90	1.15	1.48
其他	-42	-50	-53	-55	速动比率	0.40	0.46	0.69	1.01
筹资活动现金流量净额	86	148	92	-7	净负债/股东权益	44.15%	48.73%	43.06%	30.68%
现金净变动	35	31	189	390	EBIT利息保障倍数	-0.3	-0.2	9.2	14.1
					资产负债率	50.67%	51.76%	50.40%	47.44%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。