

买入

行业周期拐点渐近，奶牛养殖龙头乘风而起

优然牧业 (9858.HK)

2025-10-14 星期二

【投资要点】

➤ 奶牛养殖龙头，产业链一体化布局

公司业务覆盖从育种、饲料到奶牛养殖全环节：1) 公司是国内最大的原奶供应商，现拥有 100 座牧场、饲养约 62 万头奶牛，2024 年原奶产量约 374 万吨，占全国总产量的 12.1%。2) 公司在产业上游领先布局，是中国最大的反刍动物饲料提供商，子公司赛科星为国内最大奶牛育种企业。2025H1，公司原奶平均饲料成本为 1.91 元/公斤，成母牛单产达 12.9 吨，为行业领先水平。3) 公司背靠大股东伊利集团，2024 年，伊利为公司贡献 95% 的原奶收入，公司占伊利整体原奶采购约 40%，同时还与君乐宝、光明等乳企合作，为公司原奶销量提供保障。

➤ 奶牛存栏去化加速，行业周期拐点渐近

2024 年以来，我国奶牛养殖行业进入存栏去化阶段，截至 2025M8，我国奶牛存栏量同比下降 4%。当前国内原奶价格处于低位，进口大包粉价格倒挂，且青贮采购到来，对牧场资金周转形成更大压力，加之牛肉价格持续上涨，预计中小牧场会加速出清，行业供需持续改善，2026 年奶价有望迎来温和上涨的拐点。

➤ 肉奶景气共振，业绩修复弹性大

公司业绩主要会受到原奶价格波动对毛利率的影响，以及公司生物资产公允价值变动的的影响。我们经过测算：1) 若原奶价格上涨 10%，且原料奶销售成本不变，对应公司原奶业务毛利率将提升 5.9 个百分点。2) 预计 2025 年公司淘汰成母牛约 10 万头，中性假设牛肉价格同比+10%，对应出售及死亡成母牛生物资产较 2024 年增加 0.86 亿元。3) 2025H1，公司成母牛单头公平值为 25098 元，对比上一轮周期公司成母牛单头公平值峰值为 32565 元，有很大的提升空间，本次周期反转将直接增厚利润。

➤ 给予买入评级，目标价 4.61 港元

我们预测公司 2025-2027 年实现收入 206.5/236.1/262.6 亿元，同比增长 2.8%/14.3%/11.2%；归母净利润 3.48/13.83/20.60 亿元，同比增长 150.4%/296.8%/49.0%；对应当前股价的 PE 为 32.3/8.2/5.5 倍。公司作为龙头企业将率先受益周期反转红利，给予目标价 4.61 港元，对应 2026 年 PE 为 12 倍，约 45.6% 上涨空间，给予“买入”评级。

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,694	20,096	20,654	23,610	26,263
同比增长	3.6%	7.5%	2.8%	14.3%	11.2%
毛利率	23.9%	28.8%	30.5%	31.9%	32.8%
归母净利润	-1050	-691	348	1383	2060
同比增长	-353.2%	34.2%	150.4%	296.8%	49.0%
净利率	-5.6%	-3.4%	1.7%	5.9%	7.8%
每股盈利	-0.28	-0.18	0.09	0.35	0.52
PE@3.17HKD	-10.5	-16.1	32.3	8.2	5.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：4.61 港元

现价：3.17 港元

预计升幅：45.6%

重要数据

日期	2025-10-13
收盘价 (港元)	3.17
总股本 (亿股)	38.93
总市值 (亿港元)	123.4
净资产 (亿元)	119.4
总资产 (亿元)	422.8
52 周高低 (港元)	4.55/1.23
每股净资产 (元)	2.83

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

伊利股份	33.93%
PAG	21.13%
Meadowland Investment	14.51%

相关报告

研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-82846267

Email：liff@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司股权架构	6
1.3 公司财务分析	7
2. 行业：存栏加速去化，奶价有望企稳.....	10
2.1 行业特点：行业具周期性，且壁垒高	10
2.2 行业格局：规模化发展，集中度提升	13
2.3 行业现状：奶牛存栏去化加速	14
2.4 行业供需平衡点：拐点渐近	19
3. 龙头受益周期反转，盈利弹性可期	20
3.1 全产业链布局，规模效益领先	20
3.2 依托大股东，兼具特色奶优势	22
3.3 周期反转渐近，业绩弹性可期	24
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	26
【财务报表摘要】	28

图目录

图 1：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）	7
图 2：2020-2025H1 公司营收及同比变化（亿元）	7
图 3：2020-2025H1 公司收入结构变化	7
图 4：2020-2025H1 公司原奶销量变化（万吨）	8
图 5：2020-2025H1 公司原奶销售均价变化（元/公斤）	8
图 6：2020-2025H1 公司净利润变化（亿元）	8
图 7：2020-2025H1 公司生物资产减值变化（亿元）	8
图 8：2015-2024 年公司毛利率及净利率变化	9
图 9：2015-2024 年公司费用率变化	9
图 10：2015-2024 年公司现金流量变化（亿元）	10
图 11：国内生鲜乳价格走势（元/公斤）（截至 2025 年 9 月 25 日）	11
图 12：奶牛的生长周期	12
图 13：我国奶牛养殖场规模化率	14
图 14：2024 年牧业产奶量竞争格局	14
图 15：我国奶牛平均单产量（吨/年）	14
图 16：原奶价格主要影响因素拆分	15
图 17：我国牛肉价格走势（元/千克）	16
图 18：玉米和豆粕价格走势（元/公斤）	17
图 19：我国牛奶自产量（万吨）	18
图 20：新西兰牛奶价格走势（新西兰元/吨）	18
图 21：我国液态奶消费量（千吨）	19
图 22：公司奶牛存栏数变化（万头）	21
图 23：公司原奶产量变化（万吨）	21
图 24：公司成母牛年化单产 vs 行业平均水平（吨）	21
图 25：公司平均饲料成本变化（元/公斤）	22
图 26：公司原奶业务毛利率与同业对比	22
图 27：公司原奶销量与同业对比（万吨）	23
图 28：公司原奶销售均价与生鲜乳市场价对比（元/公斤）	23

表目录

表 1：公司发展历程	5
表 2：公司业务情况	6
表 3：中国奶牛存栏量及原料奶产量情况（截至 2025 年 8 月底）	15
表 4：我国肉牛存栏量情况（截至 2025 年 8 月底）	16
表 5：行业供需平衡点推算	20
表 6：原奶价格变动对公司毛利率影响测算	24
表 7：牛肉价格变动对公司淘牛收入影响测算	24
表 8：公司生物资产公允价值变化	25
表 9：公司收入预测拆分	26
表 10：同业估值对比（截至 2025 年 10 月 13 日）	26

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

优然牧业饲料业务前身为 1984 年成立的呼市配合饲料厂，2000 年伊利兼并呼市配合饲料厂成立内蒙古伊利饲料有限责任公司；2007 年内蒙古伊利畜牧发展有限责任公司成立，为公司畜牧业务前身；2014 年，内蒙古伊禾绿锦农业发展有限公司成立，为公司草业业务前身；2016 年，公司从伊利独立出来，内蒙古优然牧业有限责任公司正式成立；2020 年公司收购了内蒙古赛科星繁育生物技术（集团）股份有限公司，布局奶牛育种环节；2021 年收购了恒天然旗下 6 个牧场，强化原奶供应，并于同年在香港联交所主板上市。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1984 年	优然牧业饲料业务前身呼市配合饲料厂破土建设，1988 年 3 月投产
2000 年	伊利兼并呼市配合饲料厂成立内蒙古伊利饲料有限责任公司
2007 年	优然牧业畜牧业务前身内蒙古伊利畜牧发展有限责任公司成立
2014 年	优然牧业草业业务前身内蒙古伊禾绿锦工业发展有限公司成立
2016 年	内蒙古优然牧业有限责任公司成立
2020 年	优然牧业收购内蒙古赛科星繁育生物技术（集团）股份有限公司
2021 年	优然牧业完成了恒天然中国牧场旗下 6 家牧场的收购；优然牧业成功登陆香港联交所主板
2022 年	优然牧业战略入股中地乳业
2023 年	优然牧业武威牧场创造了中国奶牛单产 49 公斤最高纪录；优然牧业培育出挺进美国 35 强、全国排名第一的种公牛；优然牧业旗下元兴饲料呼尔浩特生产基地成为中国饲料行业首个零碳工厂
2024 年	优然牧业打造出国内饲料行业首个零碳工厂；优然牧业打造出国内首座低碳奶牛养殖牧场；优然牧业研发出国内首款反刍减碳增产饲料

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

公司是全球最大的原料奶供应商，旗下 100 座规模化大型牧场覆盖中国黄金奶源带，并在人口多、经济优、消费潜力大、土地资源稀缺及长期缺原料奶的中南部省份布局多座牧场，养殖奶牛 62.3 万头。2025 年上半年，公司单体优质生鲜乳牧场成母牛年化单产提高至 13.1 吨，每公斤原料奶饲料成本下降 12%。公司生鲜乳产品矩阵丰富，目前已开发有机奶、娟姗奶、有机娟姗奶、DHA 奶、A2 奶、有机 A2 奶、富硒奶和羊奶，特色生鲜乳品类增加至 8 类。

公司是中国最大的反刍动物饲料供应商，在全国布局饲料生产基地 15 个，拥有近 40 年的反刍饲料研发、生产经验，探索出“产品+服务+平台”的业务模式。公司饲料品牌扩大至十二大全品牌系列，涵盖奶牛、肉牛、肉羊、奶山羊、骆驼

及牦牛全生命周期。2025 年上半年，肉牛羊等精饲料销量同比增幅达 60.9%。

公司旗下企业赛科星是中国最大的奶牛育种企业，性控冻精生产能力亚洲第一，同时也是国内最早规模化生产及商业化应用高产奶牛性控胚胎的育种企业。2025 年上半年，优然牧业赛科星创新突破 ICSI 胚胎技术，成功培育 3 头荷斯坦种公牛。2025 年 4 月，依据美国 NAAB（美国动物育种者协会）发布的“国内在美注册”后备种公牛遗传评估最新成绩，优然牧业赛科星培育的种公牛一举在前 10 名中占据 4 头，前 100 名中占据 48 头。

2025 年上半年，公司的原奶/饲料/奶牛超市/育种业务分别实现收入 78.96/20.74/2.28/0.86 亿元，同比+7.86%/-14.89%/-1.52%/+30.95%，分别占总营收的 76.77%/20.17%/2.22%/0.84%。

表 2：公司业务情况

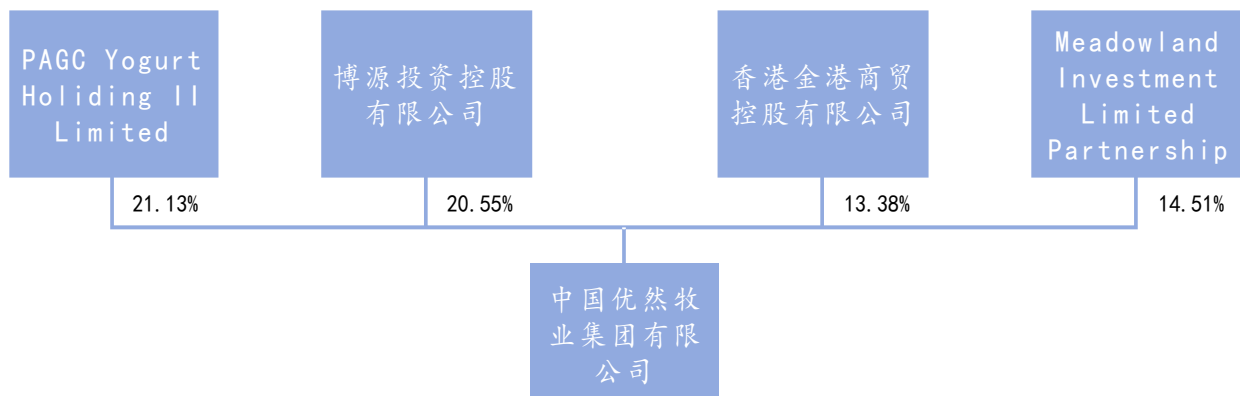
主要业务		业务介绍	25H1 收入增速/占总营收
销售原奶		向大型乳制品制造商供应优质生鲜乳及特色生鲜乳，特色生鲜乳主要包括娟姗奶、DHA 奶、A2 奶、有机奶、有机 A2 奶、富硒奶、有机娟姗奶及羊奶等。	+7.86%/76.77%
系统解决方案	饲料产品	向牧场供应满足反刍动物生长及生产所需的营养丰富的精饲料与粗饲料，并配套提供诸如反刍动物营养、繁育技术及反刍动物保健等反刍动物养殖配套解决方案。	-14.89%/20.17%
	销售奶牛超市养殖耗用品	通过在线平台「聚牧城科技」及线下奶牛超市，向牧场提供来自不同甄选供应商的奶牛养殖耗用品，如兽药、畜牧设备及牧场其他用品等，并提供反刍动物养殖配套解决方案，以使公司的产品多元化并进一步满足客户的业务需求。	-1.52%/2.22%
	销售育种产品	通过公司的附属公司赛科星，为牧场提供国内外优质奶牛、肉牛的普通冻精、性控冻精及性控胚胎等。	+30.95%/0.84%

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司股权架构

公司的实际控制人为伊利股份，截至 2025 年 6 月底，伊利股份通过博源投资控股有限公司和香港金港商贸控股有限公司共持有优然牧业 33.93% 的股份。公司第二大股东为 PAG（太盟投资集团），持有公司 21.13% 的股份。Meadowland Investment Limited Partnership 为员工持股平台，由伊利股份和优然牧业中高管共同持有，持股比例为 14.51%。

图 1：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）



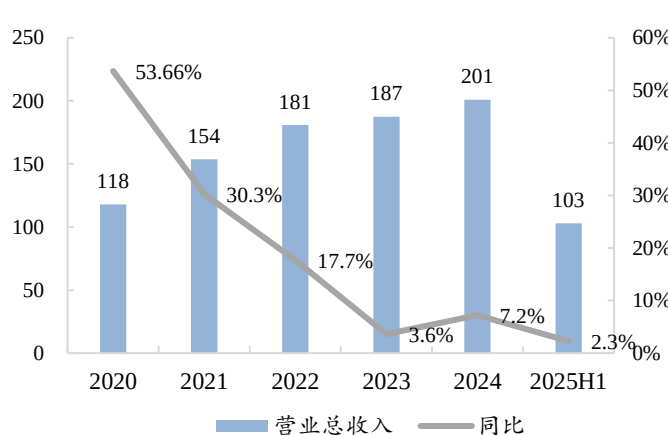
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司财务分析

从收入端看，2020-2024 年，公司营业收入呈增长趋势，CAGR 达 14.3%，收入增长主要由原奶业务驱动，原奶收入 CAGR 达 21.2%。公司的最大客户为控股股东伊利股份，贡献公司 9 成以上的收入，为公司原奶销量提供稳定保障。2022-2024 年，公司营收增长有所放缓，主要受原奶需求和价格下滑影响。2025H1，公司实现营收 102.84 亿元，同比增长 2.3%，主要由原奶销量带动，2025H1 实现 204 万吨，同比增长 15.8%。

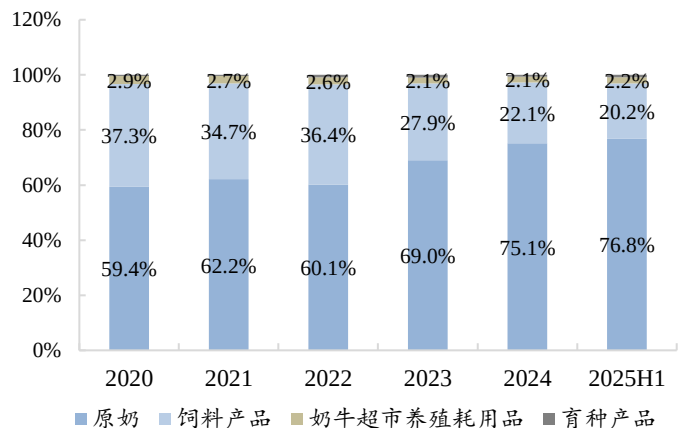
分业务看，2025H1 公司原奶/饲料/奶牛超市/育种业务分别实现 78.96/20.74/2.28/0.86 亿元，占总营收的 76.8%/20.2%/2.2%/0.8%，原奶业务占比逐步提升。

图 2：2020-2025H1 公司营收及同比变化（亿元）



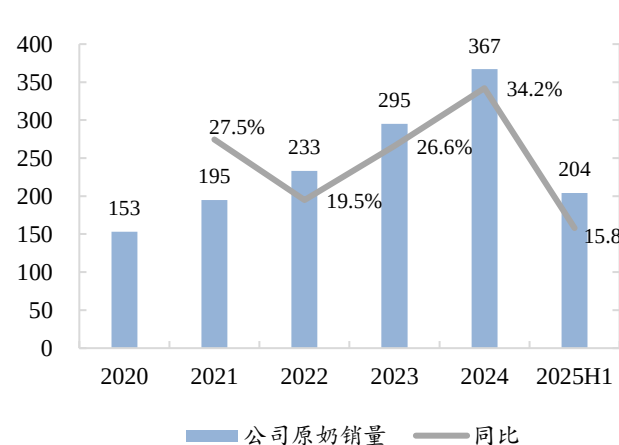
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：2020-2025H1 公司收入结构变化



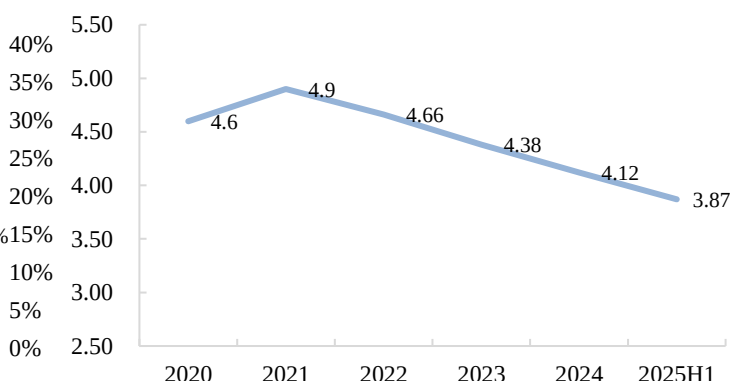
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 4：2020-2025H1 公司原奶销量变化（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

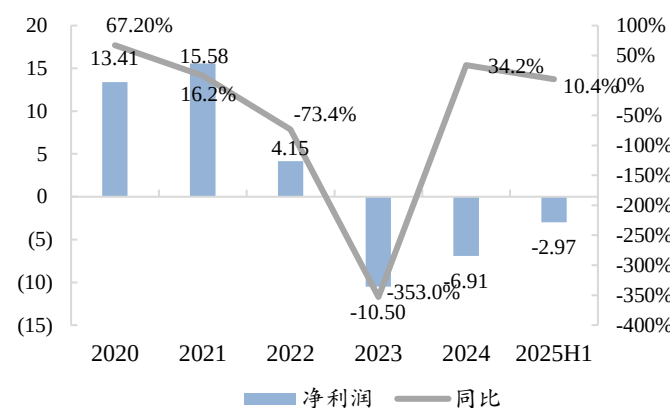
图 5：2020-2025H1 公司原奶销售均价变化（元/公斤）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

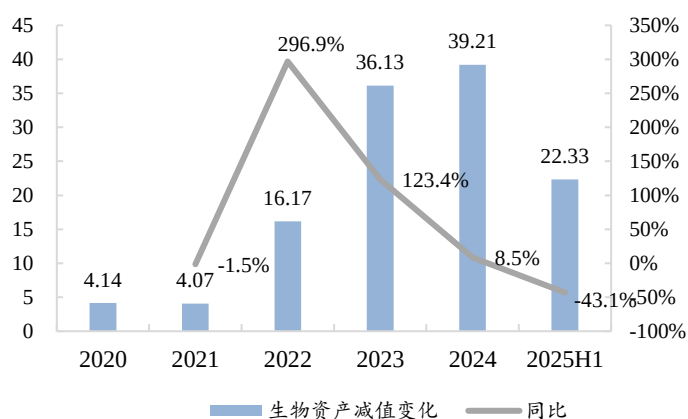
从利润端看，2022 年，公司净利润开始下滑，2023-2024 年净利润转亏，分别为 -10.50/-6.91 亿元，一方面是原奶价格回落导致公司毛利率受拖累，另一方面是公司基于下调奶牛公允价值，且牛肉价格下跌导致犊牛外销及母牛淘汰收益减少，公司 2022/2023/2024 年分别确认生物资产减值 16.17/36.13/39.21 亿元。2025H1，公司净利润为-2.97 亿元，同比减亏 0.34 亿元，主要是上半年乳牛公允价值减乳牛销售成本变动产生的亏损减少 0.38 亿元至 22.33 亿元。

图 6：2020-2025H1 公司净利润变化（亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 7：2020-2025H1 公司生物资产减值变化（亿元）



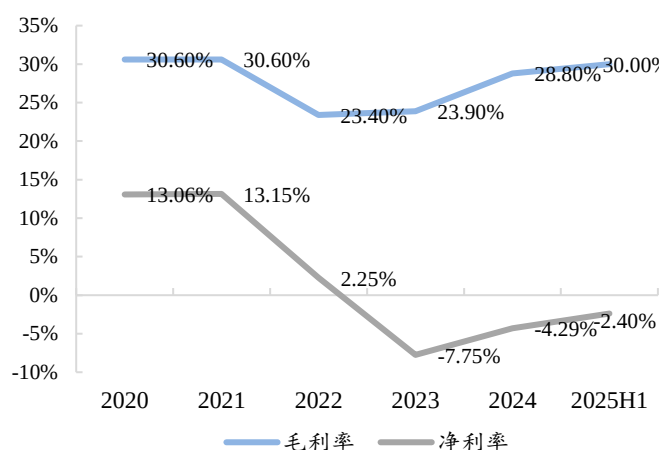
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

毛利率方面，通过内部优化，减轻原奶价格波动影响。2020/2021/2022/2023/2024 年公司毛利率分别为 30.6%/30.6%/23.4%/23.9%/28.8%。2022 年，原奶价格承压导致毛利率下滑明显，2023 年公司持续优化养殖成本，提高成母牛单产水平，使得公司毛利率逐步提升。2025H1，公司实现毛利率 30.0%，同比提升 1.7 个百分点，持续受益于规模、管理、及采购等优势。

费用率方面，持续保持优化趋势。2020/2021/2022/2023/2024 年公司销售费用率分别为 3.84%/3.62%/3.26%/3.31%/3.15%，销售费用率改善明显。公司管理费用率分别为 6.31%/5.44%/3.99%/4.15%/4.01%，公司财务费用率分别为 2.52%/4.58%/5.94%/5.63%/4.50%。2025H1，公司销售/管理/财务费用率分别为 2.96%/3.91%/3.84%。

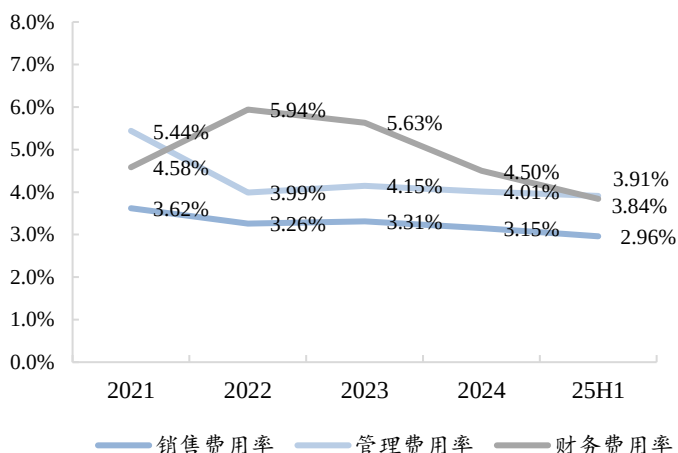
净利率方面，主要受原奶价格和生物资产减值影响。2020/2021/2022/2023/2024 年公司净利率分别为 13.6%/13.15%/2.25%/-7.75%/-4.29%。2022-2023 年，原奶价格承压以及奶牛生物资产减值，导致净利率持续下滑。2024-2025H1，在饲料成本下行及奶牛生物资产减值亏损收窄的带动下，净利率有所改善。

图 8：2015-2024 年公司毛利率及净利率变化



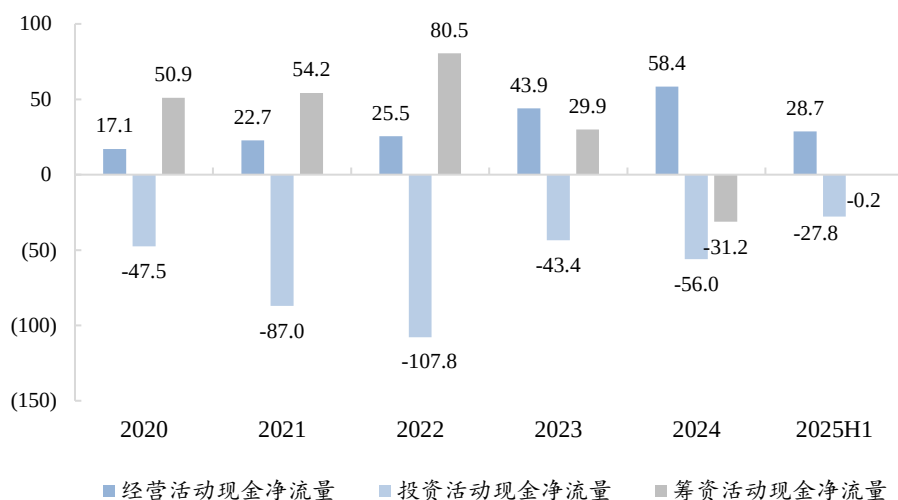
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 9：2015-2024 年公司费用率变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

现金流方面，公司经营活动产生的现金流始终保持稳健增长，主要得益于和伊利股份深度协同，公司原奶销售顺畅，接近满产满销。公司投资活动产生的现金流与牦牛及育成牛存栏数量保持高度正相关性，近两年投资性现金流有所收窄，主因行业存栏整体去化中，公司顺应趋势，主要以优化牛群结构为主。

图 10：2015-2024 年公司现金流量变化（亿元）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2. 行业：存栏加速去化，奶价有望企稳

2.1 行业特点：行业具周期性，且壁垒高

回顾我国奶牛养殖发展历程，从 1995 年起步，历经 20 余年发展，逐步实现了从散养到规模化、标准化、数智化的转变。

阶段一：起步期（1995-2000 年）

这一阶段我国奶牛养殖业仍处于较为初级的发展状态，奶牛存栏数量较低，养殖模式以散养为主。1995 年，全国奶牛存栏量为 417 万头，奶牛养殖尚未形成规模化趋势。2000 年，奶牛存栏量达到 523.8 万头，年单产仅为 2605 千克，相当于美国同期的 31.56%。当时奶牛养殖技术相对落后，缺乏统一的饲喂标准，牧场管理依赖经验主义，奶源质量不稳定。

阶段二：初步规模化（2001-2008 年）

2000 年后，乳品企业对奶源质量开始重视，奶牛养殖向规模化、机械化方向发展。2008 年，全国奶牛存栏量达到 1233.5 万头，生鲜乳价格开始上涨，规模化挤奶站逐步推广。随着机械化挤奶开始普及，奶源质量有所改善，但行业整体仍处于分散状态，散户占比高。

阶段三：规模化与标准化加速（2009-2017 年）

2008 年三聚氰胺事件后，行业进入深度调整期，奶价受此影响下行。牧场管理逐步标准化，规模化、标准化养殖成为主流，奶牛单产稳步提升，行业集中度开始显现。

奶价走势复盘：2009-2013 年，国际奶价上行，乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏，带动国内奶价上涨。2014-2017 年，需求偏弱，国际奶价

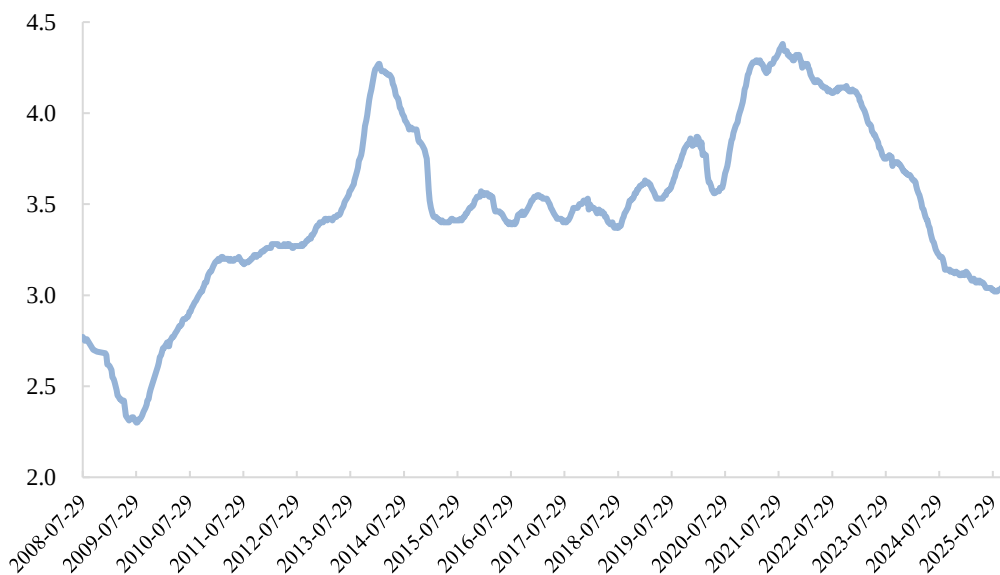
下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。由于单产的提升，行业奶牛存栏量在2015-2017年期间持续下降，2017年，全国奶牛存栏量为1079.8万头，规模化养殖比例超过50%，机械化挤奶全面推广。

阶段四：数智化与绿色转型（2018-至今）

2018年以后，我国奶牛养殖业进入高质量发展阶段，数智化、绿色低碳成为关键词。规模养殖场均100%实现机械化挤奶，绿色低碳转型加快，粪污综合利用率达75%以上，碳排放强度持续下降。2024年，我国奶牛场（户）均存栏奶牛518头，比2018年的155头增加363头，增幅234%。100头以上规模化养殖比例78%，比2018年提高16.6个百分点。荷斯坦牛平均单产9.9吨，比2018年7.4吨增加了2.5吨，其中，规模牧场单产普遍超过11吨。

奶价走势复盘：2018-2021年，消费者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，供需处于紧平衡阶段，奶价开启上行周期。2022年，前期原奶价格上涨刺激行业内奶牛存栏快速提升，随着国内原奶需求增速放缓以及新增产能的逐步投产，原奶价格自2021年9月开始持续下跌，从高位4.38元/公斤跌至2025年8月的低点3.02元/公斤。截至2025年9月25日，生鲜乳价格为3.04元/公斤，环比微升。

图 11：国内生鲜乳价格走势（元/公斤）（截至 2025 年 9 月 25 日）



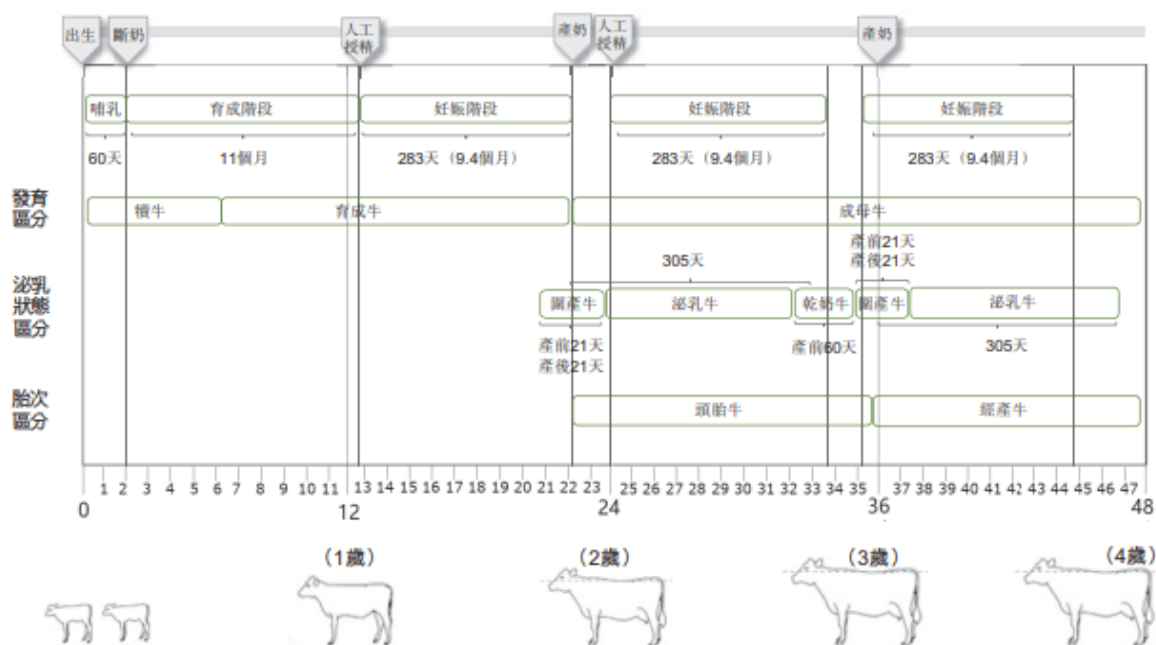
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

从行业复盘可得，我国牧业具有周期性的特点。按照生物规律，犊牛从出生到首次产犊成为产奶的成母牛需要2年左右的时间。从原奶价格上涨、牧场积极

性补栏到产能真正开始投产会有 2 年以上的时滞，行业本身供需存在时间上的错配，因此导致了原奶价格的周期性波动。

犊牛出生后 6 个月后成为育成牛，最早 13 个月的时候可以开始配种，而母牛经过约 9.4 个月妊娠阶段后可以开始产奶，并在首次产犊后进一步成为成母牛。为了成母牛的福利并确保其奶质及产奶量，每头怀孕的成母牛会进入一个为期约 60 天的干奶期和约 21 天的围产期。总结来说，牧场从犊牛开始培养，至少需要 2 年时间才可以扩充原奶产能；即便拥有性成熟的母牛，配种后至少需要 10 个月以上才能开始产奶。

图 12：奶牛的生长周期



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

受奶牛生长周期的限制，短期内企业无法通过资本快速扩产，也是形成了牧业的高壁垒特性之一。此外，养殖的地理位置限制、新建牧场投入资本高、以及有机农场质量认证门槛高，也决定了牧业的高壁垒。

➤ **养殖地理位置：**中国的黄金奶源带主要分布在国际公认的中温带季风气候优质奶牛饲养带（北纬 40-47 度），这个饲养带横贯东北、西北和华北草原带，包括“三北”地区的大部分省份和胶东半岛，集中了全国 70%的奶牛和超过 60%的原料奶。中国黄金奶源带核心区域（如内蒙古呼伦贝尔、新疆天山北麓、河北坝上草原）已经形成了规模化牧场，伊利、蒙牛等龙头

企业早已在此投资布局了智能化牧场。

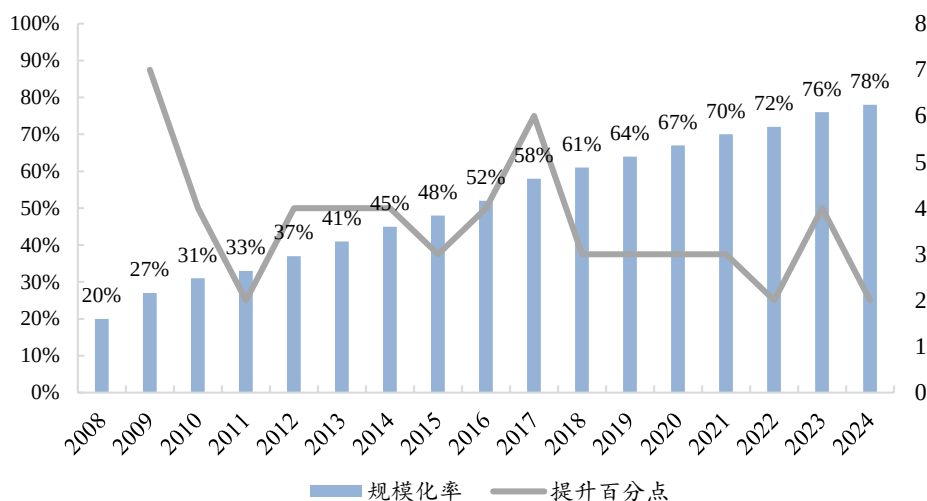
- **新建牧场投入资本：**建设一个1万头牛养殖场，据推算，需要150万的土地使用费、2100万的牛舍及配套设施费用、2.3亿的种牛购买及饲料费用、以及1500万的人工及运营费用，总计需要约2.6亿的总投资额。
- **有机农场认证：**有机奶场较难认证和运营，在中国，由常规生产系统向有机农业的转化通常需要2年或3年的时间（转化期要满24个月或36个月），其后播种的作物收获后，才能作为有机产品。

2.2 行业格局：规模化发展，集中度提升

我国牧场行业近年来呈现出明显的规模化和集中化发展趋势，行业格局持续优化，规模化牧场奶牛单产领先。

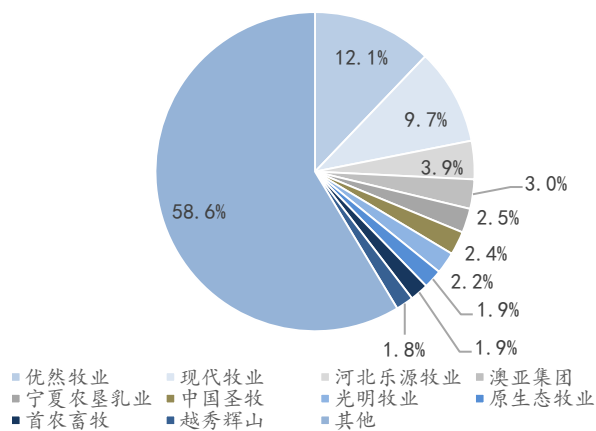
- **规模化养殖进程加快。**2024年，我国奶牛场（户）均存栏奶牛518头，比2018年的155头增加363头，增幅234%。100头以上规模化养殖比例78%，比2018年的61.4%提高16.6个百分点。
- **行业集中度持续提高。**根据荷斯坦杂志，2024年，我国前40的牧业集团产奶量约占全国商品奶产量的60%，优然牧业和现代牧业市占率明显领先，分别为12.1%和9.7%，河北乐源牧业和澳亚集团位居第三、四，其他企业市占率仍偏低。
- **奶牛单产大幅提升。**在遗传改良、精准饲养等多方面的努力下，我国奶牛平均单产量由2010年的4.8吨/年增长至2024年的9.9吨/年，其中规模场奶牛平均单产为10.9吨，已达到美国水平。

图 13：我国奶牛养殖场规模化率



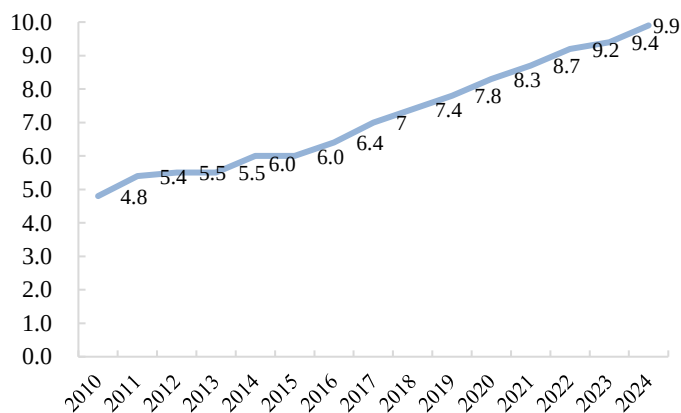
资料来源：中国奶业协会、国元证券经纪（香港）整理

图 14：2024 年牧业产奶量竞争格局



资料来源：荷斯坦、国元证券经纪（香港）整理

图 15：我国奶牛平均单产量（吨/年）



资料来源：中国奶业协会、国元证券经纪（香港）整理

2.3 行业现状：奶牛存栏去化加速

2020 年，我国原奶价格大幅上涨，引发市场对于奶价的乐观预期，导致养殖企业主动扩产，2023 年底我国奶牛存栏量达到 660 万头。由于原奶供给大幅增加，但需求相对低迷，我国生鲜乳价格自 2021 年 9 月以来呈下滑趋势，主产区生鲜乳均价由 2021 年 8 月 4.4 元/kg 降至当前 3.04 元/kg。现阶段，奶牛供给去化成为核心问题。

2024 年以来，我国奶牛养殖行业进入存栏去化阶段，其中现金周转能力较弱、养殖成本较高的散养农户、小型牧场出清速度较快。参考慧通数据，2025 年 8 月底，我国泌乳奶牛存栏量约 384 万头，同比/环比分别为-3.77%/+0.19%，存栏量持续去化，原料奶产量为 295.09 万吨，同比/环比分别为-5.44%/-2.16%。原奶价格处于低位、牛肉价格持续上涨、以及青贮采购的到来，对牧场盈利能力及资金周转形成更大压力，预计中小牧场会加速出清。

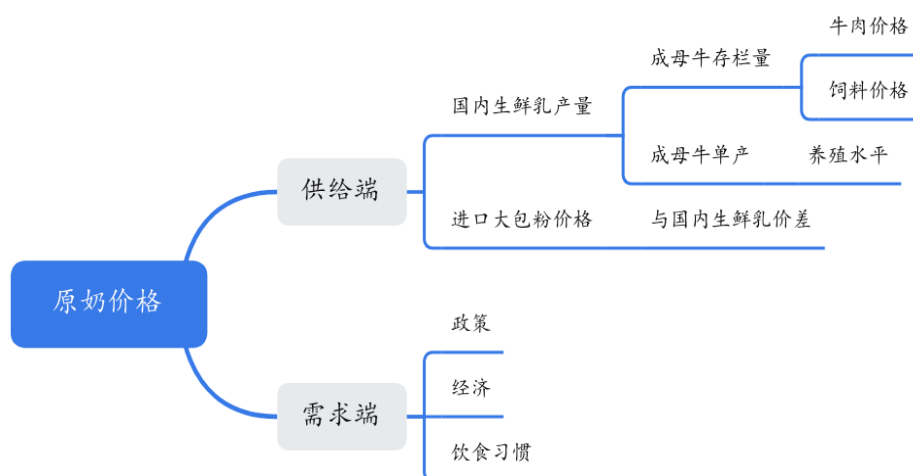
表 3：中国奶牛存栏量及原料奶产量情况（截至 2025 年 8 月底）

分项	数量	环比	同比	单位
泌乳奶牛存栏量	384.39	0.19%	-3.77%	万头
补栏量	32.33	-0.58%	-5.39%	万头
淘汰量	33.76	-1.35%	-6.94%	万头
月末存栏量	589.95	0.39%	-3.91%	万头
原料奶产量	295.09	-2.16%	-5.44%	万吨

资料来源：慧通数据研究部、国元证券经纪（香港）整理

原奶价格主要影响因素：供给端主要受成母牛存栏量与单产、进口大包粉价格等因素影响，成母牛的存栏同时受牛肉价格和饲料价格的影响。需求端主要与政策、经济、饮食习惯等相关。

图 16：原奶价格主要影响因素拆分



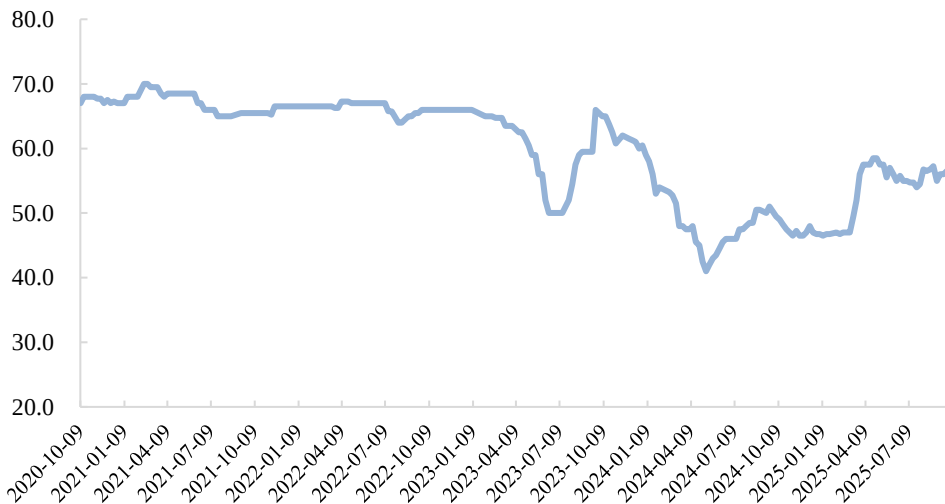
资料来源：国元证券经纪（香港）整理

➤ 供给端

牛肉价格年初至今持续上涨，推动肉牛产能加速去化。受前期产能和库存出清影响，国内牛肉价格在 2025 年春节后淡季不淡，持续上行。截至 2025 年 8 月，

我国能繁母牛存栏为 4545.6 万头，同比/环比为-10.67%/-0.61%。截至 10 月 10 日，国内牛肉价格已较去年低点累计上涨超 30%，有望带动肉牛屠宰，提升淘牛收入，加速产能去化。

图 17：我国牛肉价格走势（元/千克）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

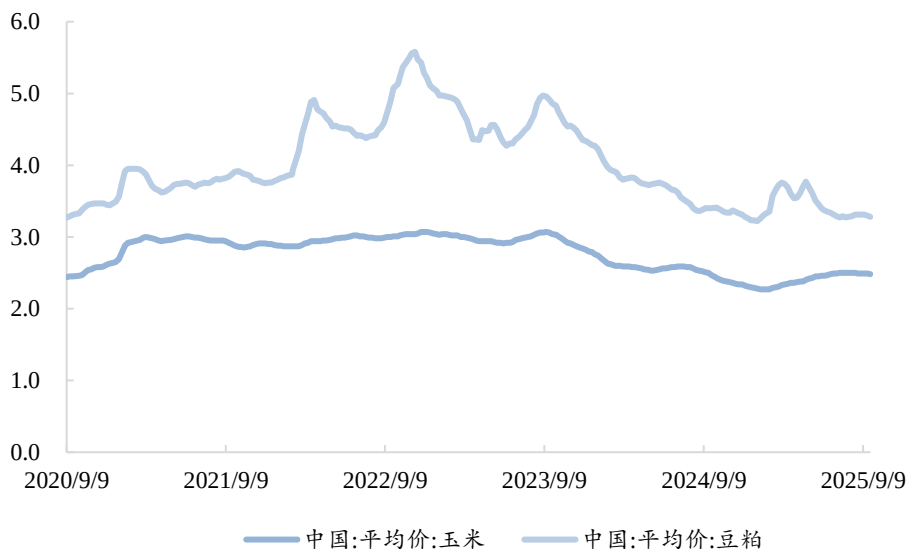
表 4：我国肉牛存栏量情况（截至 2025 年 8 月底）

分项	数量	环比	同比	单位
能繁母牛存栏	4545.59	-0.61%	-10.67%	万头
犊牛补栏	326.19	-0.73%	-5.16%	万头
本月出栏与淘汰	383.33	-2.05%	-6.59%	万头
月末存栏	8943.06	-0.59%	-8.06%	万头
牛肉产量（净肉）	94.34	-1.98%	-6.54%	万吨

资料来源：慧通数据研究部、国元证券经纪（香港）整理

饲料价格整体走势较为平稳。牧业饲料成本占比较高的是玉米、豆粕、苜蓿干草等，2025 年以来价格走势整体相对平稳。

图 18：玉米和豆粕价格走势（元/公斤）

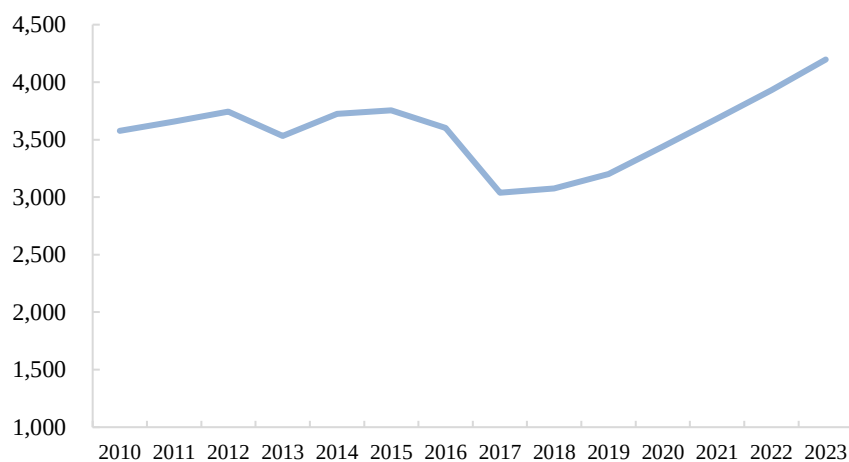


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

国内牛奶自产量 4000 万吨左右，进口大包粉约 500 万吨。据国家统计局数据，2024 年国内自产牛奶量 4079 万吨，乳制品生产原料依赖进口补充，当年大包粉折原奶进口量为 511 万吨。【注：1kg 进口大包粉可折合约 8kg 生鲜原奶，主要用于复原乳生产（如 UHT 奶、酸奶）、烘焙食品、婴幼儿配方奶粉等加工领域。】

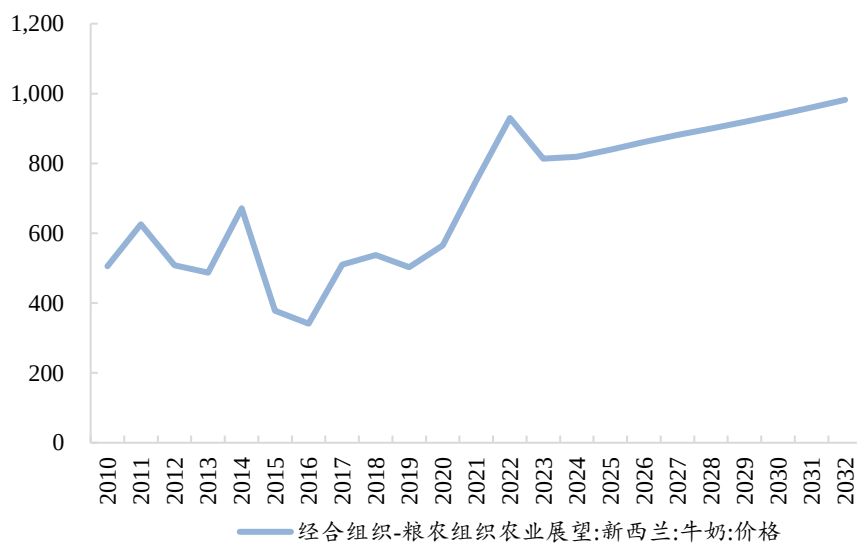
进口大包粉价格上涨，已不具备性价比。受产区减产和海外消费共同驱动，海外大包粉价格自 2023 年开始反转上行。根据农业农村部数据，2025 年 1-6 月，大包粉进口 39.4 万吨，同比增 3.1%；进口额 15.7 亿美元，同比增 16.8%，进口主要来自新西兰和澳大利亚，分别占 86.8%和 6.9%，其中，从新西兰进口同比增 7.5%。2025 年 6 月份，进口大包粉折合生鲜乳完税后价格平均为 4.28 元/公斤，比国内主产省生鲜乳收购价格高 1.24 元，已不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势，进而支撑国内原奶价格景气修复。

图 19：我国牛奶自产量（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 20：新西兰牛奶价格走势（新西兰元/吨）



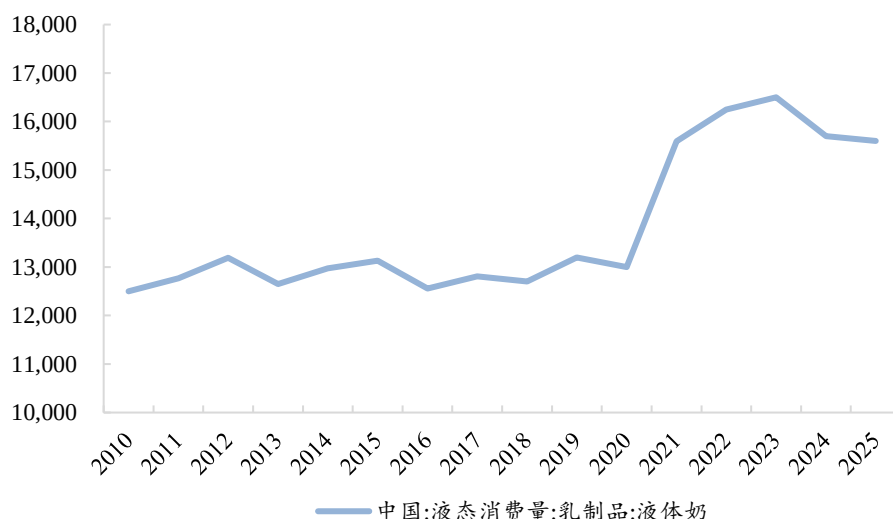
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 需求端

需求端偏弱，下半年政策端发力有望提振。2024 年，我国液态奶消费量为 1570 万吨，同比-5%。2025 年 7 月生育补贴政策正式落地，将对三周岁以下婴幼儿发放 3600 元/年现金补贴，2025 年 8 月，推行免费学前教育，在政策发力下将有效降低生育成本，有望提振乳制品消费需求。

我国人均乳制品消费量 41.5kg。2024 年，我国人均乳制品消费量折合生鲜乳为 41.5kg，较 2018 年增长了 18.1%，但低于日韩等亚洲国家 80-90kg 的水平，长期来说仍有很大提升空间。

图 21：我国液态奶消费量（千吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2.4 行业供需平衡点：拐点渐近

本轮原奶周期特点：1) 原奶价格下跌持续时间长，原奶价格自 2021 年年中开始下跌至今，中间未见价格大幅反弹；2) 原奶供给端快速增加，由于 2021 年的高奶价，致使大量资本涌入牧场行业，原奶产量供给快速增加；3) 需求端连续三年下滑，叠加新生儿数量的下降，致使社会牛奶消费量连续三年出现下滑；4) 前期肉牛价格低迷冲击淘汰牛价格，致使牧场需要卖掉更多的后备牛以维持运营。

供需平衡推算：根据慧通数据研究部统计，截至 2024 年底及 2025 年 8 月，我国奶牛存栏数约为 636 万头、589 万头，我国泌乳奶牛存栏数约为 396 万头、

384 万头。我们推算 2025 年底，奶牛存栏数和泌乳奶牛存栏数分别去化至 572 万头、375 万头，全年原料奶总产量为 3810 万吨。谨慎假设 2025 年奶类表观消费量略有下滑，预计 2025 年供需缺口逐步缩窄，在 2026 年达到平衡点，若消费需求高于预期或肉牛价格上涨及资金压力推动奶牛存栏去化加速，行业有望提前达到平衡点。（注：乳制品折合生鲜乳消费量由中国奶业协会的人均消费量换算而得。）

表 5：行业供需平衡点推算

	2023	2024	2025E	2026E
奶牛存栏数（万头）	668	636	572	537
泌乳奶牛存栏数（万头）	413	396	375	362
单产（吨）	9.5	9.8	9.9	10.0
原料奶总产量（万吨）	4067	3947	3810	3620
乳制品折合生鲜乳进口量（万吨）	1716	1587	1524	1508
乳制品折合生鲜乳出口量（万吨）	22	28	40	60
乳制品折合生鲜乳消费量（万吨）	5470	5225	5120	5222
供需缺口（万吨）	292	281	174	-154

资料来源：中国奶业协会、慧通数据研究部、国元证券经纪（香港）整理

3. 龙头受益周期反转，盈利弹性可期

3.1 全产业链布局，规模效益领先

公司构建了覆盖“从牧草种植到饲料生产，到奶牛育种，再到优质生鲜乳”全产业链模式，随着规模逐步扩张，助力成本不断优化。

公司奶牛存栏量及原奶产量均居全国首位。截至 2025H1，公司拥有 100 座规模化牧场，覆盖中国黄金奶源带及主要销区省份，奶牛存栏量达 62.34 万头，其中拥有成母牛 33.37 万头，占比 53.5%，同比提升 1.2 个百分点，公司积极优化牛群结构，提升核心牛群及成母牛占比。截至 2025H1，公司原料奶产量达 208.16 万吨，同比增长 15.8%。

图 22：公司奶牛存栏数变化（万头）

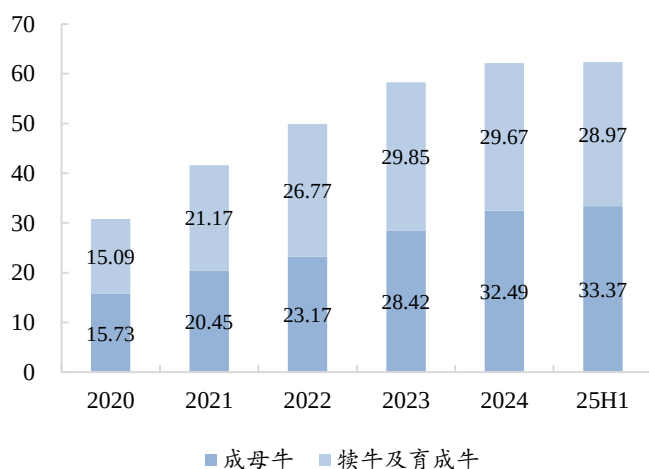
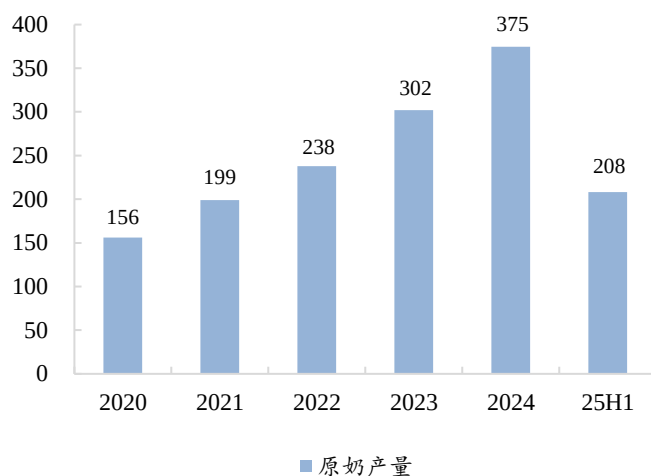


图 23：公司原奶产量变化（万吨）

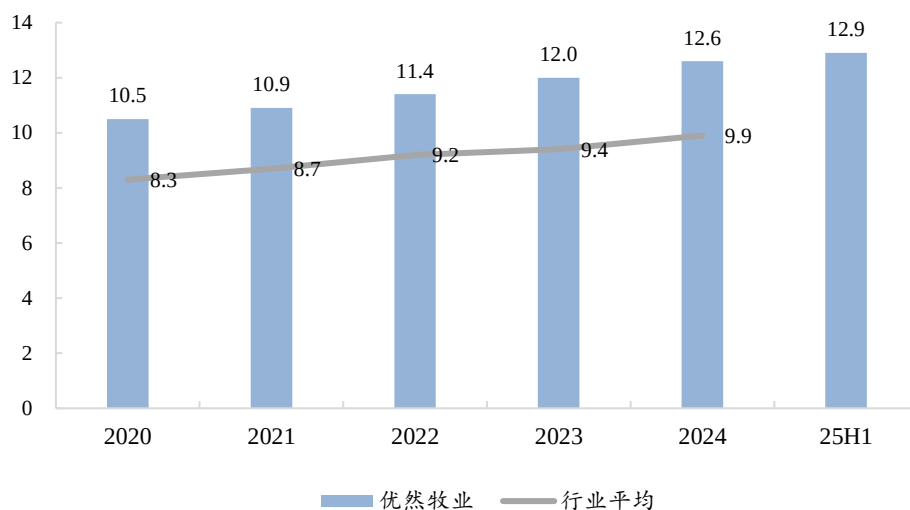


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司 2020 年收购赛科星，布局上游育种，奶牛性能持续提升。赛科星是目前中国最大的奶牛育种企业，在呼和浩特和美国威斯康星州有 5 座奶牛核心育种基地，在呼和浩特各有一座肉牛、奶山羊核心育种基地。2024 年，赛科星实现奶牛性控胚胎产量突破 2.5 万枚，同比增幅达 75.7%，持续巩固行业龙头地位。未来依托上游育种优势，公司奶牛性能有望持续提升。2025H1，公司成母牛单产达 12.9 吨，同比增长 2.4%，领先行业平均水平。

图 24：公司成母牛年化单产 vs 行业平均水平（吨）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司饲料业务以“产品+服务+平台”的业务模式，优化饲料营养配方。公司构建了中国奶牛养殖主要原料近红外营养数据库，为精准配方提供全面的原料营养指标数据，多营养指标的获得使配方动态成本最优化。2025H1，公司原奶平均饲料成本为 1.91 元/公斤，同比下降 12%，原奶业务毛利率 34.7%，同比提升 2.3 个百分点，在行业中处于领先地位。

图 25：公司平均饲料成本变化（元/公斤）

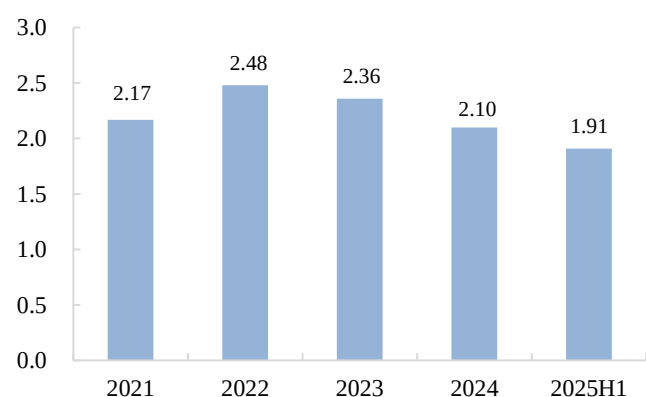
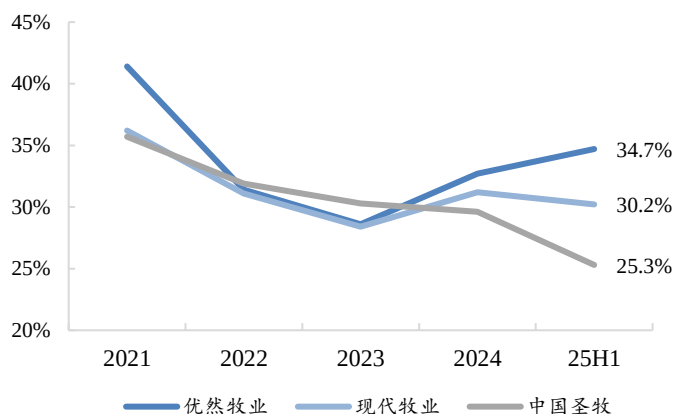


图 26：公司原奶业务毛利率与同业对比



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

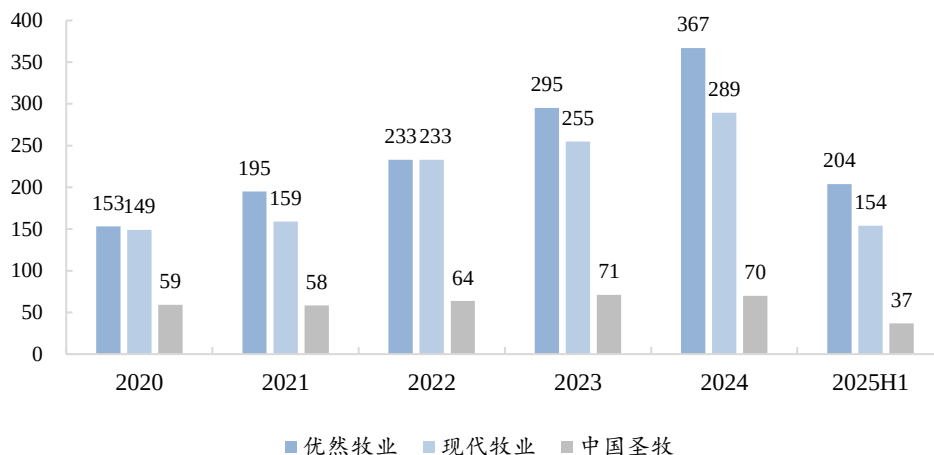
资料来源：各公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.2 依托大股东，兼具特色奶优势

公司作为伊利股份的控股子公司，与伊利建立长期原奶供应协议，为公司的原奶销量提供了保障。2024 年，公司的原奶业务收入约 95%来自伊利股份，公司原奶销量与伊利是 3 年一签，协议产量不低于 70%销售给伊利，2024 年伊利整体原奶采购约 40%来自公司，还有一定的上升空间。

公司供货定价模式为：1) 优质奶：2024 年占比约 7 成，采用随行就市方式，每个月根据奶价的市场行情去做调整。2) 特色奶：2024 年占比约 3 成，采用成本加成方式，毛利率比较稳定。

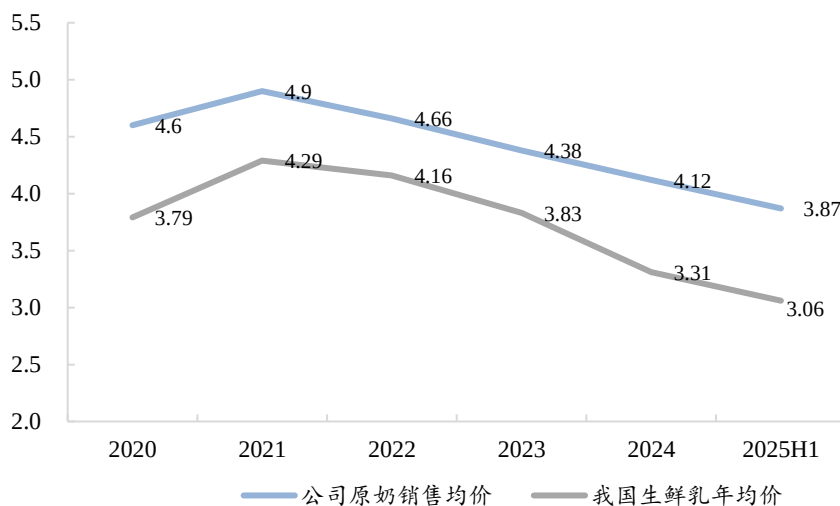
图 27：公司原奶销量与同业对比（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司是全国最大的特色奶供应商，特色奶产品包括娟姗奶、DHA 奶、A2 奶、有机奶、有机 A2 奶、富硒奶、有机娟姗奶及羊奶 8 大特色生鲜乳，凭借其稀缺性，受原料奶价格下行的影响相对较小。2025H1，公司原奶销售均价较 2024 年下跌 6.07%，相较我国生鲜乳在此期间下跌 7.55%，跌幅更窄。

图 28：公司原奶销售均价与生鲜乳市场价对比（元/公斤）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

3.3 周期反转渐近，业绩弹性可期

公司的业绩一方面受到原奶价格波动对公司毛利率的影响，另一方面受到公司生物资产公允价值变动的影响。

2025H1 公司的原奶销售均价为 3.87 元/kg，单公斤原料奶销售成本为 2.53 元，原料奶业务毛利率为 34.7%。我们假设单公斤原料奶销售成本不变，公司原奶销售均价和市场涨幅同步，当前主产区生鲜乳价格为 3.04 元/kg，若：1）原奶价格上涨 10%，对应公司原奶业务毛利率将提升 5.9 个百分点；2）原奶价格上涨 20%，对应公司原奶业务毛利率将提升 10.9 个百分点。

表 6：原奶价格变动对公司毛利率影响测算

奶价变动 (+)	主产区生鲜乳价格 (元/kg)	公司原奶毛利率变动 (+ppt)
5%	3.19	3.1
10%	3.34	5.9
15%	3.50	8.5
20%	3.65	10.9

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司的生物资产公允价值变动主要受以下几个因素影响：

1) 淘汰及死亡牛产生的已变现亏损：卖掉牛的价格与这头牛的账面价值之间的差异带来的盈亏。

为保证牛群维持高单产，规模奶牛场的母牛淘汰率（母牛淘汰量/成母牛存栏）通常每年都保持在 30%左右，根据公司成母牛存栏数，我们预计 2024 年公司的淘汰母牛在 9.7 万头左右，2025 年为 10.0 万头左右，在谨慎/中性/乐观假设下，牛肉价格分别同比+5%/10%/+20%，对应出售及死亡成母牛生物资产较 2024 年增加 0.53/0.86/1.53 至 7.01/7.34/8.01 亿元。

表 7：牛肉价格变动对公司淘牛收入影响测算

	2024	2025E (谨慎)	2025E (中性)	2025E (乐观)
成母牛存栏数（万头）	32	33.5	33.5	33.5
成母牛淘汰数（万头）	9.7	10.0	10.0	10.0
预估单头淘汰成母牛平均售价（元）	6648	6981	7313	7978
出售及死亡成母牛生物资产价值（百万元）	648	701	734	801

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2) 奶牛产生的未变现收益或亏损：a) 犊牛和育成牛。先参考当地市场 14 个月育成牛市场售价确定一个公平值（M），对于月龄小于 14 个月的犊牛及育成牛

的公平值由 M 减去将牛只由其各自于各报告期末的月龄饲养至 14 个月所需的估计饲养成本确定。对于月龄大于 14 个月的育成牛的公平值，由 M 加上将育成牛由 14 个月饲养至其各自于各报告期末的月龄所需的估计饲养成本及合理利润后确定。b) 成母牛。成母牛的公平值使用多期超额盈余法（基于将由成母牛产生的贴现未来现金流量）确定，主要影响参数包括估计原料奶价格、每公斤牛奶的估计饲养成本、日均产奶量、牛犊价格、畜群结构及贴现率，具有一定的可调整性。

2025 上半年，公司成母牛单头公平值为 25098 元，犊牛及育成牛单头公平值为 21202 元，对比上一轮周期公司成母牛单头公平值峰值为 32565 元，犊牛及育成牛单头公平值峰值为 22154 元，若本次周期反转上行，公司的生物资产公允价值有很大的提升空间，将直接增厚公司利润。

表 8：公司生物资产公允价值变化

	2021	2022	2023	2024	2025H1
成母牛存栏数（万头）	20.45	23.17	28.42	32.49	33.37
公平值（亿元）	66.61	72.04	83.85	86.58	83.75
单头公平值（元）	32565	31092	29504	26646	25098
犊牛及育成牛存栏数（万头）	21.17	26.77	29.85	29.67	28.97
公平值（亿元）	36.76	59.32	60.51	62.94	61.42
单头公平值（元）	17367	22154	20271	21217	21202

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司业务分为原奶业务和反刍业务进行预测：

- **原奶业务：**在促内需政策的支持，以及母公司伊利的保障下，我们预计公司原奶销量保持增长，2025/2026/2027 年原奶销量同比+15%/+12%/+10%，原奶价格在 2025 年四季度或 2026 年上半年企稳，2025/2026/2027 年公司原奶平均售价同比-6.5%/+6.0%/+3%。2025/2026/2027 年公司原奶业务实现收入 162.6/193.0/218.7 亿元，同比+7.7%/+18.7%/+13.3%。
- **反刍业务：**随着消费环境逐步修复，预计 2025/2026/2027 年公司反刍业务分别实现收入 43.96/43.08/43.94 亿元，同比-12%/-2%/+2%。

毛利率及费用率方面，考虑到公司作为龙头企业，受益于规模效应、特色奶优势、以及内部养殖效益持续优化，我们假设 2025/2026/2027 年公司毛利率分别

为 30.5%/31.9%/32.8%，公司销售费用、行政及管理费用率分别为 6.8%/6.5%/6.2%。

表 9：公司收入预测拆分

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、原奶业务	10,854	12,903	15,101	16,258	19,302	21,869
同比		18.9%	17.0%	7.7%	18.7%	13.3%
占营收比例	60.13%	69.02%	75.14%	78.72%	81.75%	83.27%
2、反刍业务	7,197	5,791	4,995	4,396	4,308	4,394
同比		-19.5%	-13.7%	-12.0%	-2.0%	2.0%
占营收比例	39.87%	30.98%	24.86%	21.28%	18.25%	16.73%
营业收入	18,051	18,694	20,096	20,654	23,610	26,263
同比		3.6%	7.5%	2.8%	14.3%	11.2%
毛利	4,224	4,471	5,784	6,291	7,535	8,624
毛利率	23.4%	23.9%	28.8%	30.5%	31.9%	32.8%
归母净利润		-1,050	-691	348	1,383	2,060
同比			34.2%	150.4%	296.8%	49.0%
净利率		-5.6%	-3.4%	1.7%	5.9%	7.8%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

我们预测公司 2025-2027 年实现收入 206.5/236.1/262.6 亿元，同比增长 2.8%/14.3%/11.2%；归母净利润 3.48/13.83/20.60 亿元，同比增长 150.4%/296.8%/49.0%；对应当前股价的 PE 为 32.3/8.2/5.5 倍。公司作为龙头企业将率先受益周期反转红利，给予目标价 4.61 港元，对应 2026 年 PE 为 12 倍，约 45.6%上涨空间，给予“买入”评级。

表 10：同业估值对比（截至 2025 年 10 月 13 日）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1117.HK	现代牧业	HKD	1.20	95	-6.2	-11.6	13.3	6.4	1.0	0.9	0.9	0.7
1432.HK	中国圣牧	HKD	0.35	29	-41.5	36.7	4.5	3.2	0.7	0.7	0.6	0.5
2425.HK	澳亚集团	HKD	1.81	18	-1.3	-	-	-	0.5	-	-	-
平均					-16.3	12.6	8.9	4.8	0.7	0.8	0.7	0.6
9858.HK	优然牧业	HKD	3.17	123	-16.5	32.3	8.2	5.5	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

5. 风险提示

- 原奶价格持续下行风险
- 奶牛存栏去化不及预期风险
- 奶牛重大疾病风险

【财务报表摘要】

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
现金及现金等价物	4,488	1,615	2,484	2,590	4,855						
应收账款	2,277	2,260	2,275	2,600	2,893						
存货	4,505	4,311	3,921	4,483	4,986						
其他流动资产	137	170	186	212	236						
流动资产	11,406	8,356	8,866	9,886	12,970						
固定资产净值	15,200	15,079	19,605	23,780	27,511						
无形资产	25	27	25	23	21						
生物资产	14,606	15,365	15,600	15,800	16,000						
商誉	672	672	672	672	672						
其他长期资产	4,290	4,158	4,000	3,900	3,800						
总资产	46,200	43,657	48,767	54,060	60,973						
销售应付款项及应付票	2,113	2,276	2,037	2,329	2,590						
应计费用及其他应付款	2,093	1,823	1,859	2,125	2,364						
银行及其他借款	16,433	16,709	19,559	22,009	24,949						
租赁负债	221	248	399	449	509						
应付税项	27	27	19	19	19						
其他	27	26	19	21	24						
流动负债	20,915	21,110	23,891	26,951	30,454						
银行及其他借款	9,827	7,547	8,998	9,778	10,948						
递延所得税负债	7	11	11	11	11						
租赁负债	1,602	1,988	2,538	2,758	3,088						
其他	751	840	840	840	840						
总负债	33,101	31,497	36,278	40,338	45,341						
非控股权益	1,268	865	705	555	405						
股东权益	11,831	11,295	11,785	13,167	15,227						
总权益	13,099	12,160	12,489	13,722	15,632						
负债及权益合计	46,200	43,657	48,767	54,060	60,973						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
除税前溢利	(1,360)	(774)	212	1,390	2,153						
所得税	(93)	(87)	(24)	(157)	(243)						
折旧	549	696	844	1,137	1,522						
摊销	2	3	4	4	4						
运营资金的变动	654	633	141	(353)	(317)						
其他	4,637	5,367	3,087	4,000	4,000						
经营活动产生现金流量	4,390	5,838	4,264	6,021	7,119						
资本开支	(8,051)	(6,518)	(5,370)	(5,312)	(5,253)						
其他	3,707	921	770	998	998						
投资活动产生现金流量	(4,344)	(5,597)	(4,600)	(4,314)	(4,255)						
新增贷款	37,627	25,958	30,000	25,000	24,000						
偿还贷款	(32,008)	(28,045)	(25,000)	(21,500)	(19,500)						
分红	(103)	-	-	-	-						
其他	(2,527)	(1,028)	(3,935)	(5,100)	(5,100)						
融资活动产生现金流量	2,990	(3,115)	1,206	(1,600)	(600)						
现金净变动	3,036	(2,874)	869	106	2,264						
现金的期初余额	1,452	4,488	1,615	2,484	2,590						
汇率变动的影响	0	0	(0)	(0)	(0)						
现金的期末余额	4,488	1,615	2,484	2,590	4,855						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
营业收入	18,694	20,096	20,654	23,610	26,263						
营业成本 (剔除折旧)	16,951	18,086	18,589	21,249	23,637						
于收获时点按公允价值减销售成	3,275	4,469	5,081	6,304	7,511						
毛利	5,019	6,479	7,146	8,665	10,138						
销售及行政管理费 (剔除摊销)	1,395	1,436	1,404	1,535	1,628						
生物资产公允价值减销售成本变	3,613	3,921	3,511	3,305	3,414						
其他经营 (收入) / 开支	(462)	90	100	95	98						
息折旧及摊销前利润	472	1,032	2,131	3,730	4,998						
折旧	549	696	844	1,137	1,522						
摊销	2	3	4	4	4						
息税前利润	(79)	333	1,282	2,589	3,472						
利息成本	1,083	903	870	997	1,117						
利息收入	-	-	-	-	-						
其他 (收入) / 成本	197	204	200	202	201						
除税前溢利	(1,360)	(774)	212	1,390	2,153						
所得税	93	87	24	157	243						
非控股权益	(403)	(171)	(160)	(150)	(150)						
归母净利润	(1,050)	(691)	348	1,383	2,060						

主要财务比率						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
成长性 (%)											
营业收入增长率	3.6%	7.5%	2.8%	14.3%	11.2%						
净利润增长率	-353.2%	34.2%	150.4%	296.8%	49.0%						
盈利能力 (%)											
毛利率	23.9%	28.8%	30.5%	31.9%	32.8%						
净利率	-5.6%	-3.4%	1.7%	5.9%	7.8%						
ROE	-7.5%	-5.5%	2.8%	10.5%	14.0%						
ROA	-2.3%	-1.5%	0.8%	2.7%	3.6%						
偿债能力 (%)											
资产负债率	71.6%	72.1%	74.4%	74.6%	74.4%						
流动比率	0.55	0.40	0.37	0.37	0.43						
速动比率	0.33	0.19	0.21	0.20	0.26						
营运能力 (次)											
存货周转率	4.06	4.56	5.02	5.62	5.55						
流动资产周转率	1.63	2.03	2.40	2.52	2.30						
总资产周转率	0.42	0.63	0.60	0.64	0.65						
每股资料 (元)											
每股盈利	-0.28	-0.18	0.09	0.35	0.52						
每股净资产	3.45	3.16	3.21	3.48	3.97						
估值比率 (倍)											
PE	-10.46	-16.09	32.31	8.24	5.53						
PB	0.84	0.91	0.90	0.83	0.73						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>