

2025 年 11 月 07 日

投资评级： 买入（首次）

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 11 月 06 日
收盘价（港元）		3.45
一年内最高/最低（港元）		4.55/1.23
总市值（百万港元）		13,429.91
流通市值（百万港元）		13,429.91
资产负债率（%）		71.77
资料来源：聚源数据		

优然牧业 (09858. HK)

——牧业龙头，肉奶共振基本面亟待反转

投资要点：

- **原奶上游牧场龙头，与伊利经营股权深度绑定。**公司是全球最大的原奶供应商，业务完整地覆盖乳业上游育种、草业、饲料、奶牛养殖全产业链，并且各业务均做到行业领先。伊利为公司实控人，共计持股 33.93%，通过股权关系的绑定，公司与伊利合作关系较为紧密，原奶业务中伊利为公司第一大客户，购买公司超过 90%的原奶产品，并与公司签署了采购框架协议，保证了公司销售端的稳定。
- **渠道拓展叠加技术升级助力公司反刍动物养殖业务进一步发展。**作为国内大型反刍动物养殖系统解决方案提供商，近年来公司在饲料、育种、奶牛超市等业务上同时发力，依托公司强大的科研实力，产品力不断提高，受益于大宗商品价格下行，公司该业务 24 年毛利率达近 5 年新高。同时 2024 年公司新拓展奶山羊等非奶牛饲料业务，随着公司渠道进一步拓展，市场渗透率有望进一步提高，该业务后续预计将持续高质量发展。
- **奶价反转或将至，龙头收益空间预计更大。**在经历漫长的奶价下行后，随着供需两端协同改善，我们认为原奶价格 26H1 有望逐步企稳回升。公司作为我国最大的原料奶供应商，在养殖规模效应、资金储备、技术实力方面较中小型牧场优势明显，预计在奶价上行趋势下，原料奶销售业务收入有望大幅增厚。
- **肉牛价格上行趋势或将持续，公司利润端有望获益。**我国肉牛价格已经进入上升区间，在此前供给端收缩较多的背景下，我们认为牛肉价格上涨趋势或将延续，由于牧场公司的存栏奶牛本身就会自然繁育，因此为了保证牛群规模的稳定性，牧场公司每年都需要淘汰出售大量奶牛，而牛肉价格的上涨，将大幅增厚牧场企业淘汰出售牛只的收益。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为–1.05/20.43/29.94 亿元，对应 26 年 PE 为 6 倍，我们选取上游养殖企业中国圣牧、现代牧业、德康农牧作为可比公司，在后续原奶价格逐步企稳，牛肉价格延续上涨的背景下，公司基本面具备较强反转预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**原奶价格反转不及预期、食品安全事件、单一大客户销售占比过高等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18693.90	20096.16	20999.34	22978.38	24436.99
同比增长率（%）	3.56%	7.50%	4.49%	9.42%	6.35%
归母净利润（百万元）	–1049.98	–690.89	–105.01	2042.60	2994.44
同比增长率（%）	–353.15%	34.20%	84.80%	2045.09%	46.60%
每股收益（元/股）	–0.28	–0.18	–0.03	0.52	0.77
ROE（%）	–8.88%	–6.12%	–0.94%	15.43%	18.45%
市盈率（P/E）	–5	–8	–117	6	4

资料来源：ifind，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计原奶市场价格今年年底或明年年初将出现反转,而公司作为业内龙头企业,在明年原奶需求与价格双重恢复的背景下,公司原奶销售业务或将实现增长。我们预计 25-27 年公司收入分别达 209.99/229.78/244.37 亿元,分别同比 +4.49%/+9.42%/+6.35%。

利润端来看,我们预计费用率水平整体稳定,预计在原奶价格和牛肉价格的提升下,生物资产公允价值变动减销售成本产生的亏损这一项或将大幅增厚公司利润表现,预计 25-27 年归母净利润分别为-1.05/20.43/29.94 亿元。

在当前原奶价格逐步企稳并预期回升,以及牛肉价格上涨的背景下,公司基本面改善空间大,首次覆盖,给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 25-27 年原奶销售业务营收增速分别为+7.63%/+11.59%/+7.51%,反刍动物养殖系统化解方案营收增速分别为-5%/+2%/+2%。

投资逻辑要点

公司是全球最大的原奶供应商,业务完整地覆盖乳业上游育种、草业、饲料、奶牛养殖全产业链,并且各业务均做到行业领先。在当前原奶价格逐步企稳并预期回升,以及牛肉价格持续上涨的背景下,公司基本面或存在较大弹性。

核心风险提示

原奶价格反转不及预期、食品安全事件、单一大客户销售占比过高等。

内容目录

1. 国内牧业龙头，大股东伊利保障需求	5
1.1. 发展历程：源于伊利，多元发展	5
1.2. 股权、经营均与伊利深度绑定	5
2. 原奶价格拐点或将至，龙头获益空间预计更大	6
2.1. 奶价处于历史底部，供需格局持续优化，拐点有望逐步显现	6
2.2. 规模技术优势突出，特色奶源构造差异化优势	7
2.3. 肉奶共振基本面亟待反转	8
3. 反刍动物养殖系统化解决方案提供商	10
3.1. 覆盖反刍动物养殖上游大部分业务	11
3.2. 渠道布局精细化，技术升级引领业务发展	11
4. 盈利预测与评级	12
4.1. 盈利预测拆分	12
4.2. 相对估值	12
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 股权与伊利深度绑定, 高管团队多人拥有伊利工作经验	6
图表 3: 伊利为公司最大原奶客户	6
图表 4: 公司营收回顾	6
图表 5: 24 年原奶供给端开始减产, 尽管 25H1 和去年同比略增, 但总体呈下降趋势 ..	7
图表 6: 奶牛存栏规模	7
图表 7: 成母牛单产逐年提高	7
图表 8: 23-24 年, 原料奶饲料成本改善一定程度上对冲奶价下跌, 毛利率稳中有升 ...	8
图表 9: 公司原奶价格高于市场均价	8
图表 10: 牛肉批发价格经过持续下跌后, 当前已呈现向上反弹趋势	9
图表 11: 牛肉进口数量当前已开始下降	9
图表 12: 美国活牛 (LEOW.CME) 合约价格持续提升	10
图表 13: 23 年开始巴西母牛屠宰量加速提升	10
图表 14: 肉牛繁育周期和育肥周期较长	10
图表 15: 饲料与草业生产基地分布于内蒙、东北、华北、华中、西北等地	11
图表 16: 盈利拆分预测表 (单位: 百万元)	12
图表 17: 可比公司估值表	13

1. 国内牧业龙头，大股东伊利保障需求

1.1. 发展历程：源于伊利，多元发展

公司饲料业务前身成立于 1984 年，原为伊利公司旗下全资附属公司，2015 年 PAG 投资资本集团，将公司从伊利拆分，2016 年成立内蒙古优然牧业有限责任公司，2020 年完成对赛科星的收购，扩大了公司原奶业务并涉及奶牛育种业务，2021 年 6 月 18 日于港交所完成上市，并于同年完成对于恒天然中国牧场旗下共 6 家牧场的收购，实现公司牧场规模以及原奶产能的快速扩张，2024 年公司整体营收达到 200.96 亿元，同比增长 7.5%。

图表 1：公司发展历程



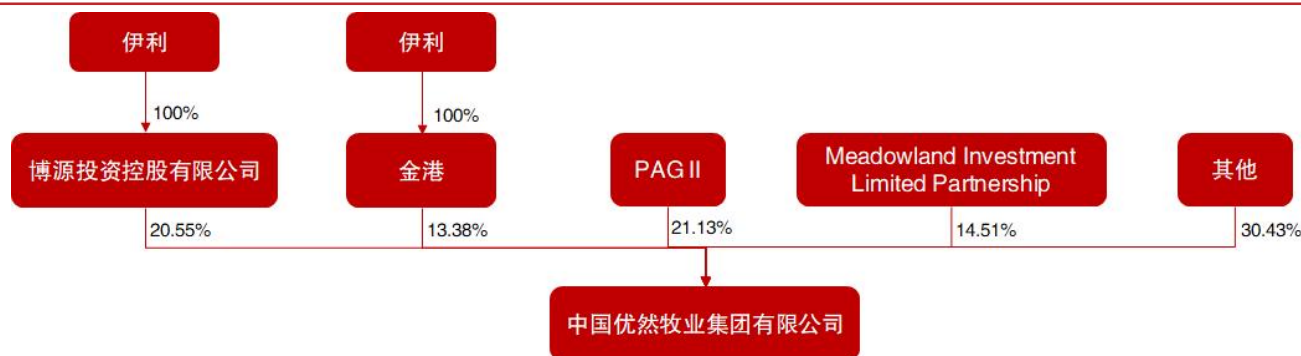
资料来源：公司公告，优然牧业官网，华源证券研究所

公司业务完整覆盖乳业上游育种、草业、饲料、奶牛养殖全产业链，并且各业务均做到行业领先。截至 2024 年 12 月，公司为全球最大的原奶供应商，截至 2025 年 6 月，公司旗下共有 100 座规模化大型牧场，覆盖中国黄金奶源带，除普通奶源外公司还生产特色鲜奶。同时，公司拥有 7 个核心育种基地、15 个饲料生产基地、16 个草业基地，现为中国最大的反刍动物饲料供应商和苜蓿草供应商。

1.2. 股权、经营均与伊利深度绑定

公司在股权上与伊利深度绑定，高管团队多人拥有伊利公司工作背景。公司股权结构稳定，截至 2025 年 6 月 30 日，伊利通过其全资控股子公司博源投资控股有限公司以及金港合计持有公司 33.93% 股份，为公司实际控制人。人员方面，在公司管理层中多名高管拥有数十年伊利集团从业背景。

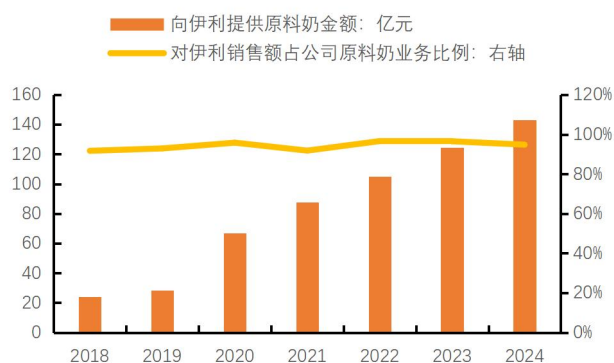
图表 2：股权与伊利深度绑定，高管团队多人拥有伊利工作经验



资料来源：公司公告，华源证券研究所；注：股权结构截至 2024 年 12 月 31 日

公司与伊利在业务经营上也进行了深度合作。自公司上市以来，伊利一直为公司原奶的主要客户，二者建立了长期稳定的战略合作关系，签订了采购框架协议，2024 年公司向伊利公司销售原奶 143.23 亿元，占公司原奶收入的 94.8%。

图表 3：伊利为公司最大原奶客户



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司营收回顾



资料来源：ifind，华源证券研究所

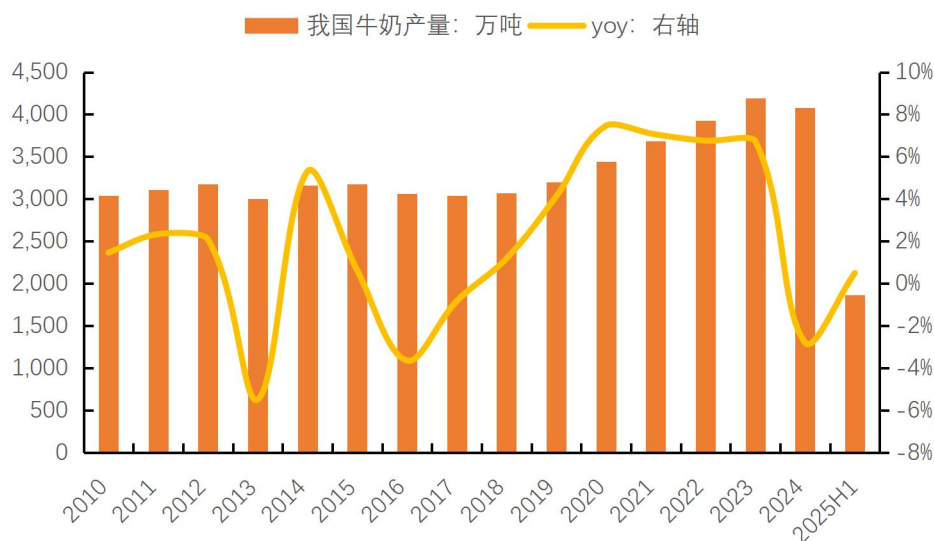
2. 原奶价格拐点或将至，龙头获益空间预计更大

2.1. 奶价处于历史底部，供需格局持续优化，拐点有望逐步显现

截至 2025 年 8 月末，我国生鲜乳（原奶）主产区价格经过近 3 年下跌已经跌至 3.02 元/公斤，较 21 年高峰时价格 4.38 元/公斤下降幅度达 31.05%，为近 15 年来较低价格。

原奶供给端开始出清，预计未来出清速度进一步加快。从供给端看，2024 年我国牛奶产量 4079.4 万吨，同比下降 2.79%，为 21 年下半年此轮奶价下行后供给端第一年出现减产，在原奶过剩加剧的背景下，供给端的市场出清进程已经开始，部分资金实力较弱，养殖规模较小的社会牧场和中小牧场已经开始退出，后续随着奶价长期低迷和成本端带来的资金压力，预计中小型牧场退出速度会进一步加快。

图表 5：24 年原奶供给端开始减产，尽管 25H1 和去年同比略增，但总体呈下降趋势



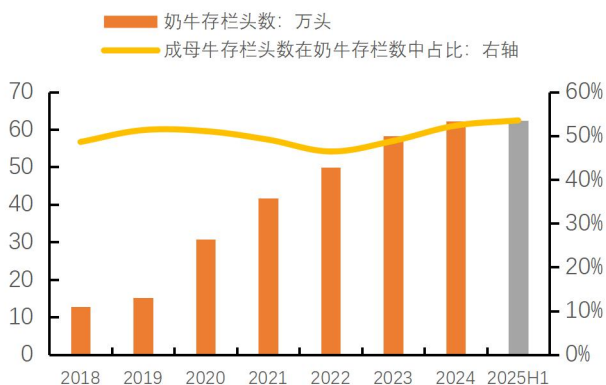
资料来源：ifind，国家统计局，华源证券研究所

原奶需求端未来存在较大增量空间，或主要来自于我国人均乳制品饮用量提升和乳制品食用品类拓展。从需求端看，2024 年中国人均乳制品消费量 40.6 公斤，和 2025 年年初农业农村部、国家卫生健康委、工业和信息化部三部门印发的《中国食物与营养发展纲要（2025—2030 年）》提出的到 2030 年，我国人均奶类年消费达到 47 公斤目标仍有较大差距。随着我国消费群体健康意识的提升，除了原先发展较为成熟的常温奶市场外，低温乳品市场、奶酪等干乳制品市场发展潜力较大，有望带来原奶需求端的较大增量空间。

2.2. 规模技术优势突出，特色奶源构造差异化优势

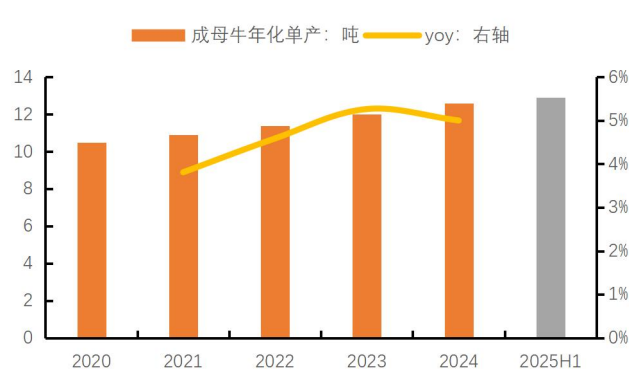
原奶生产业务处于整体乳品产业链上游，在中国整体市场集中度较高，在生产效率、资金实力、技术储备方面，头部牧场拥有显著优势。公司作为国内头部大型牧场之一，通过 2019 年购入赛科星 58.36% 股份、2021 年 100% 收购恒天然中国 6 家牧场以及自身每年建设自有牧场三种途径，截至 2025 年 6 月，公司共运营牧场 100 座，较 24 年底新增 3 家，奶牛存栏 623350 头，成母牛占比 53.5%，较 24 年底提升 1.2pct，成母牛（不含娟珊牛）年化单产 12.9 吨/头，较 24 年底提升 0.3 吨/头，在全行业中处于领先水平。

图表 6：奶牛存栏规模



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：成母牛单产逐年提高

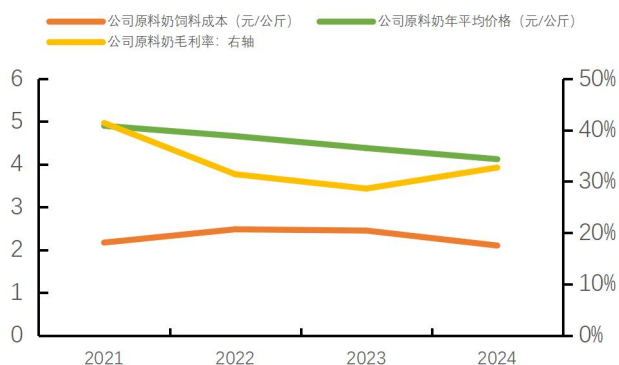


资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：成母牛单产（不含娟珊牛）

公司利用技术优势和提高运营管理效率等多种方式严控原奶生产成本。在通过“精益管理+科技赋能+全产业链协同”三重方式的驱动下，公司成母牛单产逐年提高，原奶质量优于欧盟标准，始终处于行业领先水平，同时公司利用自身规模与技术优势，一方面精准把控饲料原料采购节奏，最大化降低原材料采购成本，另一方面持续优化饲料转化效率，24 年优质生鲜乳及特色生鲜乳平均饲料成本为 2.1 元/公斤，同比下降 14.3%，一定程度上对冲了市场奶价下跌对利润端造成的不利影响。

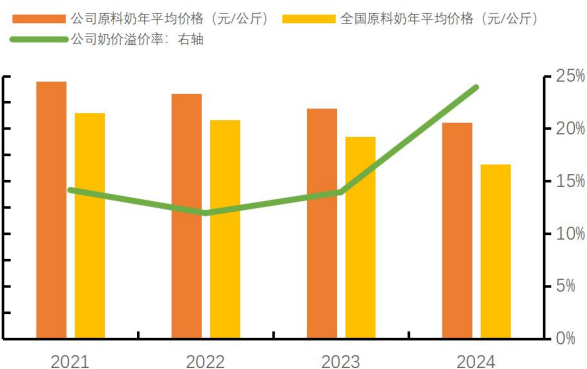
公司在特色生鲜乳生产方面也有所布局，提高公司原奶毛利率。在原有的娟珊奶、DHA 奶、A2 奶、有机奶、有机 A2 奶、富硒奶及有机娟珊奶等品类的基础上，2024 年公司新生产销售羊奶，进一步丰富了公司特色生鲜乳品矩阵。因为特色生鲜乳价格高于普通生鲜乳，所以公司原奶平均售价近年来持续高于原奶市场平均售价。

图表 8：23-24 年，原料奶饲料成本改善一定程度上对冲奶价下跌，毛利率稳中有升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司原奶价格高于市场均价



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所
注：全国原奶年平均价格采用月度平均法

2.3. 肉奶共振基本面亟待反转

2021 年初至 2025 年 1 月，我国牛肉市场价格经历了漫长的下跌阶段，原因主要有两点：1) 进口牛肉价格较低，进口数量不断提升冲击我国牛肉市场价格。根据商务部有关数据，2019-2024 年上半年中国进口牛肉数量快速增长，占我国市场份额从 20.55%提升到 30.9%。来自世界主要产牛国巴西、阿根廷的低价进口牛肉持续冲击我国牛肉市场价格。2) 淘汰奶牛数量增多丰富牛肉供给，进一步冲击牛肉价格。在原奶价格不断下跌的背景下，部分社会化牧场去化，而奶牛被淘汰后，则为肉牛市场供给端提供了大量低价奶牛肉。

图表 10：牛肉批发价格经过持续下跌后，当前已呈现向上反弹趋势

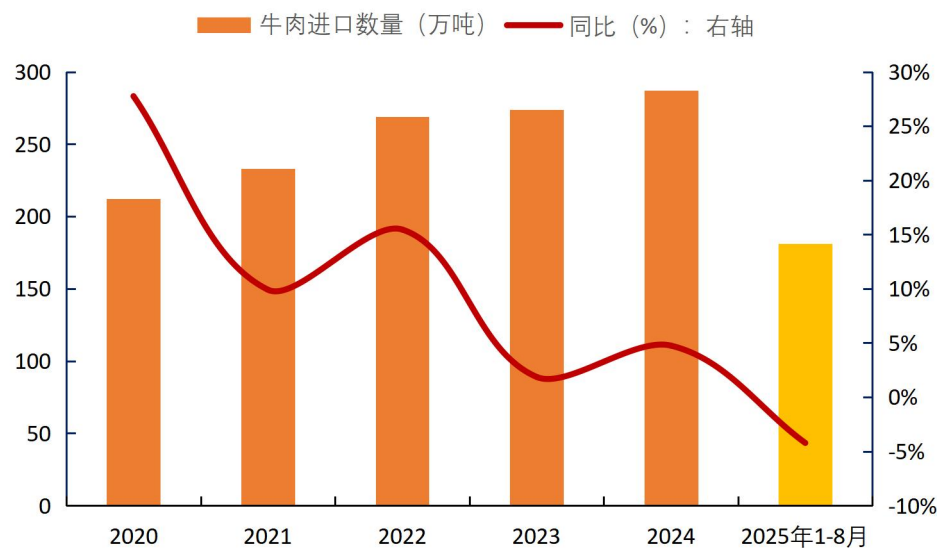


资料来源：Choice，华源证券研究所

目前上述两个因素均已经得到改善，在进口牛肉方面，由于我国对海外牛肉的进口政策有所收紧，进口牛肉数量出现下降，价格出现回升。根据中国商务部 2024 年第 60 号公告，我国决定对进口牛肉开展保障措施立案调查，并在今年 8 月 6 日将调查期限进一步延长至 2025 年 11 月 26 日，虽然目前调查结果和裁决尚未出台，但对我国进口牛肉的负面影响已然显现。根据海关数据，25 年上半年进口牛肉数量同比出现下降，为近 10 年来首次，同时海外情况来看亦处于供给收缩态势，世界牛肉主产国巴西母牛屠宰量当前快速提升，处于去产能阶段，而美国活牛合约价格亦持续攀升，预计后续海外牛肉价格亦将延续上涨态势。

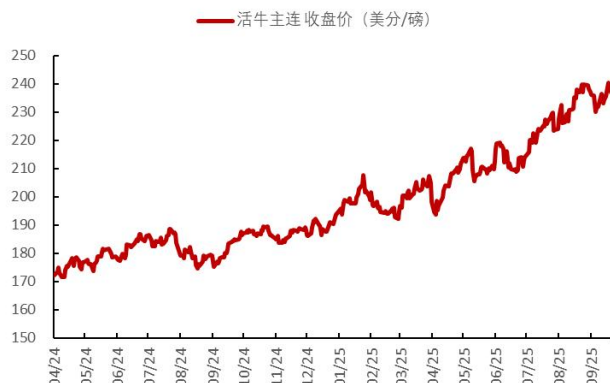
在淘汰奶牛方面，我们判断快速去化的阶段已过去，随着供需两端改善，原奶价格 26H1 有望逐步企稳回升，因此牧场淘牛数量或回归正常水平，淘汰奶牛进入肉牛市场数量有望减少。因此两大牛肉价格压制因素预计均得到改善，或助推我国肉牛市场价格进入上涨区间。

图表 11：牛肉进口数量当前已开始下降



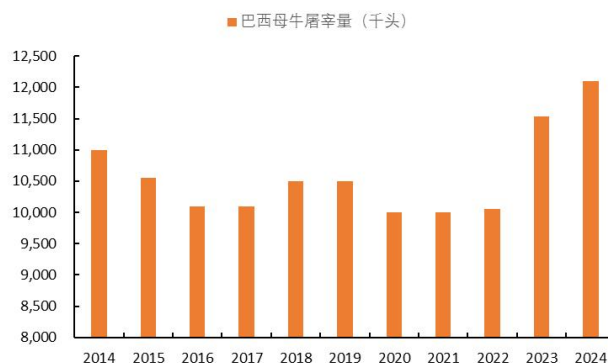
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 12：美国活牛（LEOW.CME）合约价格持续提升



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 13：23 年开始巴西母牛屠宰量加速提升



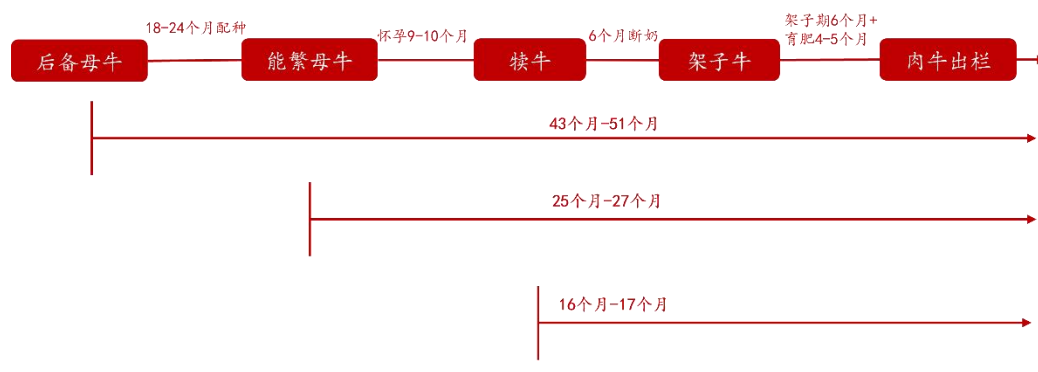
资料来源：ifind，华源证券研究所

肉牛养殖规模化程度较低，此前牛肉价格下跌使得行业亏损，能繁母牛去化较多，当前供给侧较紧缺。肉牛行业是散户主导市场、规模化程度很低，90%以上养殖户是 10 头以下的规模（2022 年）。2022 年肉牛价格开始下行，2023、2024 年产业陷入亏损，2024 年能繁母牛大量淘汰。据饲料协会，2024 年反刍料（奶牛+肉牛+肉羊）产量同比下滑 13.3%，系 8 年来首次负增长；因肉牛饲料商品化率很低，实际去化幅度应更大。

肉牛行业养殖周期较长，且母牛每年生育牛犊数量多为 1 头，未来恢复需要多年时间，一旦景气上行，持续 3+ 年可能性比较大。肉牛行业肉牛繁育需经过后备母牛配种、能繁母牛怀孕、犊牛生长期、架子牛生长期、育肥期 5 个阶段，全链条的扩产至少需要 3 年，因此短期国内牛肉供给大幅增加可能性较小，补栏较慢的特性或支撑此轮牛肉价格上涨周期持续。

对于牧场企业来说，由于存栏奶牛群本身就会自然繁育，因此为保证牛群规模的稳定性，每年都需要淘汰出售大量奶牛，而牛肉价格的上涨，则将大幅增厚牧场企业淘汰牛只的出售收益。

图表 14：肉牛繁育周期和育肥周期较长



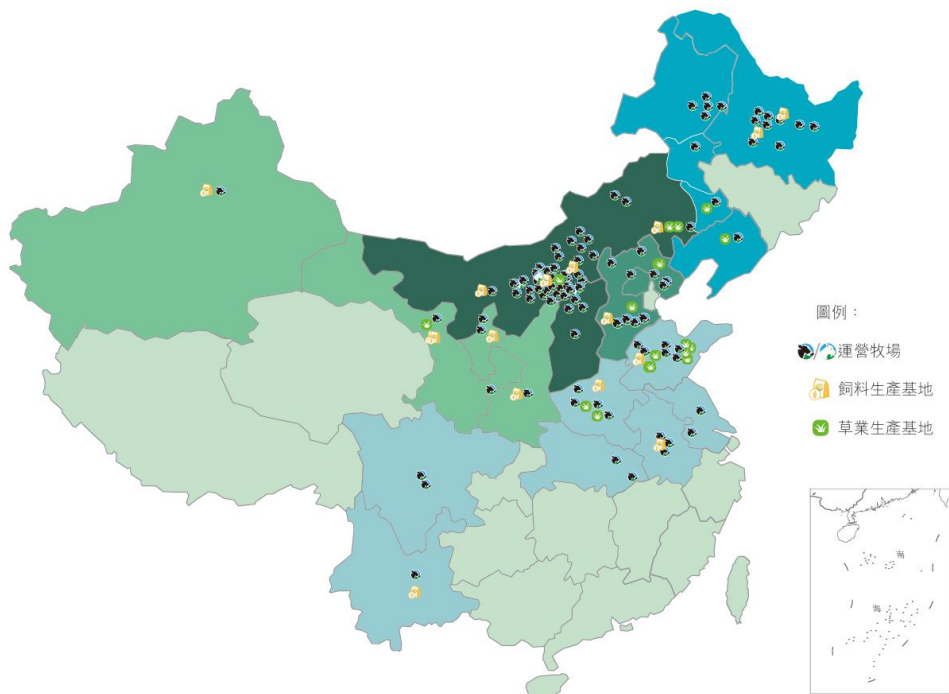
资料来源：养牛那些事儿公众号等，华源证券研究所

3. 反刍动物养殖系统化解决方案提供商

3.1. 覆盖反刍动物养殖上游大部分业务

公司反刍动物养殖系统化解决方案中包含饲料业务、奶牛超市业务、以及育种业务。具体来看，在饲料业务方面，截至 2024 年 12 月，公司在中国运营 15 个饲料生产基地，16 个草业生产基地，为反刍动物生长与生产提供营养丰富的精饲料与粗饲料，2025 年上半年销售精饲料 430688 吨，同比下降 9.7%；在奶牛超市业务方面，公司依托线上平台“聚牧城科技”以及线下奶牛超市，向全国 25 个省市、自治区提供超过万种奶牛超市养殖耗用品和反刍动物养殖配套解决方案；在育种业务方面，公司是国内最早规模化生产和商业化应用高产奶牛性控胚胎的奶牛育种企业之一，共运营 5 个核心育种基地，2024 年新增 1 个全国标准最高的肉牛核心育种基地和 1 个萨能奶山羊核心育种基地，为牧场提供国内外优质奶牛、肉牛的普通冻精、性控冻精和性控胚胎等，全年销售育种产品数量约 1144814 剂（枚）。

图表 15：饲料与草业生产基地分布于内蒙、东北、华北、华中、西北等地



资料来源：公司公告，华源证券研究所；注：本图仅为示意简图，不代表完整的中国地图

3.2. 渠道布局精细化，技术升级引领业务发展

公司在渠道方面进行了精细化布局，通过技术升级带来的产品力提升帮助公司赢得市场竞争。2024 年，公司通过“一场一案”、布局县域服务中心、新开拓奶山羊饲料市场以及与战略供应商开展区域代理工作等一系列措施，拓展公司饲料以及奶牛超市业务销售渠道。依托公司强大科研实力，公司反刍动物养殖相关产品业务质量不断提升，品牌力不断加强，同时受益于大宗商品价格下行，公司该业务 24 年毛利率达近 5 年新高。后续随着公司渠道进一步拓展，市场渗透率有望进一步提高，该业务后续预计将持续高质量发展。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计原奶市场价格今年年底或明年年初将出现反转，而公司作为业内龙头企业，在明年原奶需求与价格双重恢复的背景下，公司原奶销售业务或将实现增长。我们预计 25-27 年公司收入分别达 209.99/229.78/244.37 亿元，分别同比+4.49%/+9.42%/+6.35%。

利润端来看，我们预计费用率水平整体稳定，预计在原奶价格和牛肉价格的提升下，生物资产公允价值变动减销售成本产生的亏损这一项或将大幅增厚公司利润表现，预计 25-27 年归母净利润分别为-1.05/20.43/29.94 亿元。

图表 16：盈利拆分预测表（单位：百万元）

分业务		2024	2025E	2026E	2027E
原奶销售	收入	15100.80	16253.75	18137.88	19499.67
	YoY	17.03%	7.63%	11.59%	7.51%
	销量（吨）	3669563	4157615	4461121	4702021
	YoY	24.57%	13.30%	7.30%	5.40%
	单价（元/kg）	4.12	3.91	4.07	4.15
	YoY	-6.05%	-5.00%	4.00%	2.00%
	单公斤成本（元/kg）	2.77	2.66	2.60	2.60
	yoy	-11.44%	-4.00%	-2.00%	0.00%
反刍动物 养殖系统 化解决方案	毛利率（%）	32.74%	32.04%	35.96%	37.21%
	收入	4995.36	4745.59	4840.50	4937.31
	YoY	-13.74%	-5.00%	2.00%	2.00%
	毛利率（%）	16.79%	13.79%	12.29%	11.29%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取同类牧业公司中国圣牧、现代牧业、德康农牧作为可比公司，考虑到公司为我国上游牧场龙头企业，在当前原奶价格逐步企稳并预期回升，以及牛肉价格上涨的背景下，公司基本面改善空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
1432. HK	中国圣牧	0.30	(0.01)	0.01	0.07	0.10	(38)	35	4	3
1117. HK	现代牧业	1.12	(0.18)	(0.10)	0.08	0.18	(6)	(12)	13	6
2419. HK	德康农牧	61.85	10.55	9.03	11.58	15.29	6	7	5	4
			平均值				(13)	10	8	4
9858. HK	优然牧业	3.14	-0.18	-0.03	0.52	0.77	(17)	(117)	6	4

资料来源：ifind，华源证券研究所。可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，优然牧业盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 11 月 6 日收盘价）

5. 风险提示

- 1) 原奶价格反转不及预期：若原奶市场复苏不及预期或对公司主营业务原奶销售的销售单价造成影响，进而影响收入表现，同时原奶价格波动对生物资产的公允价值变动亦有影响，进而影响利润表现。
- 2) 食品安全事件：若行业或公司出现食品安全问题，或影响消费者对国产牛奶的信任度，进而对企业经营层面产生重大不良影响。
- 3) 单一大客户销售占比过高：伊利为公司原奶销售唯一大客户，公司对其销售额占原奶销售额 90%以上，若二者供销关系出现不利变化，对公司原奶销售或有重大影响。

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	20,096	20,999	22,978	24,437	货币资金	1,615	2,437	3,411	6,334
增长率	7.5%	4.5%	9.4%	6.3%	应收款项	2,260	2,362	2,585	2,749
营业成本	18,782	19,607	20,331	21,092	存货	4,311	4,501	4,667	4,842
%销售收入	93.5%	93.4%	88.5%	86.3%	其他流动资产	170	205	547	885
毛利	1,314	1,392	2,647	3,345	流动资产	8,356	9,505	11,209	14,810
%销售收入	6.5%	6.6%	11.5%	13.7%	权益性投资	895	900	905	910
其他收入	0	0	0	0	固定资产	15,077	15,469	15,846	16,208
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,317	1,344	1,370	1,397
销售费用	632	650	700	732	非流动资产	35,300	35,485	36,113	36,727
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	资产总计	43,657	44,990	47,323	51,536
管理费用	807	832	899	944	应付款项	2,276	2,376	2,464	2,556
%销售收入	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	短期借款	16,709	17,547	18,104	18,802
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,125	2,230	2,449	2,614
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	21,110	22,153	23,017	23,971
财务费用	903	1,065	1,077	1,072	长期债务	7,547	7,955	7,019	6,755
%销售收入	4.5%	5.1%	4.7%	4.4%	其他长期负债	2,840	2,845	2,845	2,845
息税前利润 (EBIT)	129	943	3,607	5,216	非流动负债	10,387	10,800	9,864	9,600
%销售收入	0.6%	4.5%	15.7%	21.3%	负债总计	31,497	32,953	32,881	33,571
投资收益	-81	-95	45	46	归属母公司股东权益	11,295	11,191	13,235	16,231
%税前利润	10.4%	77.8%	1.8%	1.1%	少数股东权益	865	846	1,206	1,735
除税前利润	-774	-122	2,530	4,145	负债股东权益合计	43,657	44,990	47,323	51,536
利润率	-3.9%	-0.6%	11.0%	17.0%					
所得税	87	1	126	622	比率分析				
所得税率	-11.2%	-1.2%	5.0%	15.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	-861	-124	2,403	3,523	每股指标				
少数股东损益	-171	-19	360	528	每股收益	-0.18	-0.03	0.52	0.77
归属于母公司的净利润	-691	-105	2,043	2,994	每股净资产	2.90	2.87	3.40	4.17
增长率	34.2%	84.8%	2045.1%	46.6%	每股经营现金净流	1.50	0.08	0.34	0.38
净利率	-3.4%	-0.5%	8.9%	12.3%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表					回报率				
单位：人民币(百万)					净资产收益率	-6.12%	-0.94%	15.43%	18.45%
净利润	-691	-105	2,043	2,994	总资产收益率	-1.58%	-0.23%	4.32%	5.81%
少数股东损益	-171	-19	360	528	投入资本收益率	0.39%	2.54%	8.66%	10.19%
营运资金变动	633	-101	-103	-101	增长率				
其他变动	6,067	525	-979	-1,960	营业收入增长率	7.50%	4.49%	9.42%	6.35%
经营活动现金流量净额	5,838	300	1,321	1,462	EBIT增长率	142.28%	630.54%	282.66%	44.62%
资本开支	-6,518	-1,050	-1,050	-1,050	净利润增长率	34.20%	84.80%	2045.09%	46.60%
投资	-42	-245	-545	-545	总资产增长率	-5.50%	3.05%	5.18%	8.90%
其他	963	1,652	2,727	3,727	资产管理能力				
投资活动现金流量净额	-5,597	357	1,132	2,132	应收账款周转天数	13.3	12.1	11.9	12.0
股权募资	141	0	0	0	存货周转天数	84.5	80.9	81.2	81.1
债权募资	-2,188	1,246	-379	433	应付账款周转天数	42.1	42.7	42.8	42.8
其他	-1,068	-1,081	-1,102	-1,106	固定资产周转天数	271.0	261.8	245.3	236.1
筹资活动现金流量净额	-3,115	165	-1,480	-672	偿债能力				
现金净变动	-2,874	823	974	2,923	流动比率	0.40	0.43	0.49	0.62
					速动比率	0.19	0.22	0.28	0.41
					净负债/股东权益	186.20%	191.61%	150.34%	107.00%
					EBIT利息保障倍数	0.1	0.9	3.3	4.7
					资产负债率	72.15%	73.24%	69.48%	65.14%

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）。