

减亏显著，盈利弹性可期

优然乳业 2025 业绩点评

核心观点

- 事件：公司发布 2025 年业绩公告。**公司 2025 年实现营收 206.5 亿元，同比+2.8%；公司拥有人应占亏损 4.3 亿元，同比减亏 37.4%，25H2 亏损环比收窄至 1.4 亿元。剔除生物资产公允价值变动影响，年内溢利 38.8 亿元，同比+26.7%。
- 量增价跌收入企稳，成母牛占比进一步提升。**25 年公司营业收入同比+2.8%至 206.54 亿元，其中原奶收入同比+6.1%至 160.24 亿元，销量和吨价分别同比+13.2%/-6.2%。25 年原奶产量同比+12.9%至 423.25 万吨，主要受益于存栏结构优化以及单产同比+1.6%至 12.8 吨，公司年内合计新增投产 4 座牧场，未来产能有望逐步释放。公司持续优化牛群结构，2025 年存栏净减少 0.28 万头至 61.88 万头，其中成母牛/后备牛分别净+1.55/-1.83 万头至 34.04/27.84 万头，成母牛比例净增长 2.7pct 至 55.0%。反刍动物养殖解决方案收入 46.3 亿元，同比-7.3%。
- 毛利率上行，自由现金流改善。**单公斤原料奶饲料成本同比-10.5%，带动整体毛利率+1.0pct 至 29.8%，原料奶业务毛利率+1.6pct 至 34.3%。全年生物资产公允价值变动亏损 43.1 亿元，主因淘牛增加与成母牛估值下降；现金 EBITDA55.9 亿元，同比+4.9%，自由现金流达 19.0 亿元。
- 周期拐点已至，盈利弹性释放可期。**原奶价格已在底部企稳，行业去产能仍在持续，叠加下游深加工需求释放，奶价有望在 2026 年下半年迎来温和复苏。公司作为行业龙头，公司今年完成青贮饲料足量低价储备，大部分豆粕完成上半年锁价；通过提升单产、调整营养配方、开发地方性饲草料等措施控制成本，有望在行业上行周期中释放业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 考虑 2025 业绩减亏以及生物资产公允价值变动亏损仍有较大拖累，我们下调 25、26 年盈利预测，我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为-0.10、0.27、0.55 元（原预测为 0.17、0.38 元、新增），根据可比公司估值，我们给予 2026 年 16 倍 PE，给予目标价 4.97 港元（人民币：港币=0.87），维持买入评级。

风险提示：奶价反转不及预期、奶牛公允价值超预期下调、现金周转风险、原材料价格超预期回升等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,694	20,096	20,654	22,014	23,792
同比增长(%)	3.6%	7.5%	2.8%	6.6%	8.1%
营业利润(百万元)	(149)	210	520	2,714	4,280
同比增长(%)	-109.3%	340.7%	148.0%	422.0%	57.7%
归属母公司净利润(百万元)	(1,050)	(691)	(432)	1,138	2,310
同比增长(%)	-353.0%	134.2%	37.4%	-363.3%	102.9%
每股收益(元)	(0.28)	(0.18)	(0.10)	0.27	0.55
毛利率(%)	23.9%	28.8%	29.8%	32.4%	33.2%
净利率(%)	-7.8%	-4.3%	-2.1%	5.5%	10.3%
净资产收益率(%)	-11.1%	-7.1%	-3.7%	9.2%	15.8%
市盈率	(12.2)	(18.5)	(32.6)	12.4	6.1
市净率	1.0	1.1	1.2	0.9	0.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月21日）	3.87 港元
目标价格	4.97 港元
52 周最高价/最低价	5.29/2.2 港元
总股本/流通 H 股（万股）	419,198/419,198
H 股市值（百万港币）	16,223
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 04 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-10.83	-10.42	-15.87	65.38
相对表现%	-13.21	-15.21	-15.5	41.58
恒生指数%	2.38	4.79	-0.37	23.8



证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

表 1：可比公司盈利预测与估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/21	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
万洲国际	00288	10.08	0.86	0.84	0.87	0.92	11.70	12.04	11.59	10.92
巨星农牧	603477	18.30	1.02	0.22	0.76	1.29	18.00	84.49	24.09	14.22
牧原股份	002714	45.48	3.10	2.68	2.00	4.90	14.68	16.95	22.74	9.28
德康农牧	02419	63.19	10.55	3.69	5.10	13.73	5.99	17.14	12.39	4.60
现代牧业	01117	1.26	-0.18	-0.14	0.09	0.19	-7.03	-8.82	13.89	6.51
	最大值						18.00	84.49	24.09	14.22
	最小值						(7.03)	(8.82)	11.59	4.60
	平均数						8.67	24.36	16.94	9.11
	调整后 平均						10.79	15.38	16.34	8.90

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,936	829	1,691	8,955	9,324	营业收入	18,694	20,096	20,654	22,014	23,792
应收账款	1,896	2,047	2,030	2,242	2,423	销售成本	(14,224)	(14,313)	(14,500)	(14,888)	(15,890)
存货	4,505	4,311	4,001	4,484	4,786	其他收入及收益	590	447	431	552	553
预付账款	380	214	132	132	132	销售费用	(620)	(632)	(638)	(745)	(805)
其他流动资产	688	955	855	835	818	管理费用	(778)	(807)	(855)	(881)	(952)
流动资产合计	11,405	8,356	8,709	16,647	17,482	生物资产公允价值减出售成本 的变动所产生之亏损	(3,613)	(3,921)	(4,312)	(3,079)	(2,258)
固定资产	15,181	15,077	14,499	15,882	17,161	其他支出	(198)	(660)	(260)	(260)	(160)
生物资产	14,606	15,365	14,583	16,374	19,483	营业利润	(149)	210	520	2,714	4,280
商誉	672	672	672	672	672	财务费用	(1,083)	(903)	(818)	(1,217)	(1,326)
递延所得税资产	25	27	23	23	23	税前利润	(1,360)	(774)	(378)	1,417	2,874
其他非流动资产	18	2	2	2	2	所得税	(93)	(87)	(58)	(213)	(431)
非流动资产合计	34,792	35,300	33,662	37,058	41,449	净利润	(1,453)	(861)	(435)	1,205	2,443
资产总计	46,197	43,657	42,371	53,705	58,931	少数股东损益	(403)	(171)	(3)	66	133
短期借款	16,433	16,709	16,083	22,710	25,210	归属于母公司净利润	(1,050)	(691)	(432)	1,138	2,310
应付账款及应付票据	4,175	4,069	3,874	4,232	4,517	每股基本收益(元)	(0.28)	(0.18)	(0.10)	0.27	0.55
其他流动负债	306	332	364	371	369	每股稀释收益(元)	(0.28)	(0.18)	(0.10)	0.27	0.55
流动负债合计	20,914	21,110	20,321	27,313	30,097						
长期借款	9,827	7,547	7,328	7,547	7,547						
其他	2,360	2,840	2,879	2,737	2,737						
非流动负债合计	12,187	10,387	10,208	10,284	10,284						
负债合计	33,101	31,497	30,529	37,598	40,381						
少数股东权益	1,268	865	862	928	1,061						
股本	0	0	0	0	0						
储备	11,830	11,295	10,980	12,118	14,428						
权益合计	13,099	12,160	11,842	13,046	15,489						
负债和权益总计	46,197	43,657	42,371	53,705	58,931						

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.6%	7.5%	2.8%	6.6%	8.1%
营业利润	-109.3%	340.7%	148.0%	422.0%	57.7%
归母净利润	-353.0%	134.2%	37.4%	-363.3%	102.9%
获利能力					
毛利率	23.9%	28.8%	29.8%	32.4%	33.2%
净利率	-7.8%	-4.3%	-2.1%	5.5%	10.3%
ROE	-11.1%	-7.1%	-3.7%	9.2%	15.8%
ROA	-3.1%	-2.0%	-1.0%	2.2%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	71.7%	72.1%	72.1%	70.0%	68.5%
净负债率	170.4%	192.7%	183.4%	132.3%	126.3%
流动比率	0.55	0.40	0.43	0.61	0.58
速动比率	0.33	0.19	0.23	0.45	0.42
营运能力					
应收账款周转天数	36.5	36.7	36.7	36.7	36.7
存货周转天数	122.2	114.0	108.4	108.4	108.4
总资产周转天数	889.6	782.1	738.5	878.3	891.7
每股指标(元)					
每股收益	(0.28)	(0.18)	(0.10)	0.27	0.55
每股经营现金流	1.16	1.54	1.40	1.90	1.57
每股净资产	3.45	3.20	2.82	3.84	4.43
估值比率					
市盈率	(12.2)	(18.5)	(32.6)	12.4	6.1
市净率	1.0	1.1	1.2	0.9	0.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。