

2026年04月29日

优然牧业 (09858. HK)

投资评级：买入（维持）

——周期反转或在即，基本面有望大幅改善

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 2026年04月29日

收盘价 (港元)	3.93
一年内最高/最低 (港元)	5.29/2.21
总市值 (百万港元)	16,474.47
流通市值 (百万港元)	16,474.47
资产负债率 (%)	72.05

资料来源：聚源数据

投资要点：

事件：优然牧业 2025 年减亏幅度超预期。全年实现收入 206.54 亿元，同比增长 2.77%；归母净亏损 4.32 亿元，对比 24 年同期大幅减亏。剔除生物资产公允价值变动影响后，公司核心经营利润达 38.77 亿元，同比增长 26.69%，基本面持续向好。根据公告，公司 2025 年下半年实现收入约 103.7 亿元，归母净亏损收窄至 1.36 亿元，对比 24H2 同期以及环比 25H1 均显著减亏，盈利改善趋势明显。

➤ **“以量补价”叠加成本优化，推动原料奶业务收入与盈利双增长。**2025 年，公司原料奶业务实现收入 160.24 亿元，同比增长 6.11%。拆分量价来看，尽管在行业供需关系影响下，公司 2025 年原奶销售单价同比下滑 6.24%至 3.86 元/公斤，但公司通过“以量补价”——销量同比增长 13.18%至 415.3 万吨，有效对冲价格压力，推动原料奶业务收入稳健增长；

盈利方面，公司原奶业务毛利率在单价下行的背景下，对比 24 年同期仍逆势提升 1.55pct 至 34.29%，我们认为主要得益于精细运营下奶牛生产效益的进一步提升和原材料成本优化。2025 年公司奶牛存栏量达 61.88 万头，同比下降 0.4%，其中成母牛占比达 55%，对比 24 年同期提升 2.7pct，成母牛单产同比提升 1.6%至 12.8 吨/头/年，进一步提升奶牛生产效益；同时受益于大宗原料采购价格下降，公司单公斤奶饲料成本同比下降 10.5%至 1.88 元/公斤，单产的提升和饲料成本的下降，推动公司综合单公斤奶成本同比下降 8.4%至 2.54 元/公斤，充分对冲奶价下行带来的盈利压力，推动原料奶业务毛利率不降反增。

➤ **“生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损”项目预计将在原奶价格和牛肉价格向上趋势下明显减亏。**生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损由 24 年的 39.21 亿元扩大至 25 年的 43.12 亿元，主要系公司加大淘牛以及 25 年原奶价格下降所致，我们认为后续伴随原奶价格逐步企稳回升以及牛肉价格上行趋势下，该项目的减亏或将大幅增厚公司利润表现。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 14.84/26.69/36.98 亿元，26 年扭亏，27–28 年同比增速分别为 79.89%/38.55%，当前股价对应 26–28 年 PE 分别为 10/6/4 倍，考虑到公司为我国乳业龙头企业，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，维持“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)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	20096.16	20653.71	22058.26	23902.90	25568.89
同比增长率 (%)	7.50%	2.77%	6.80%	8.36%	6.97%
归母净利润 (百万元)	-690.89	-432.39	1483.65	2668.95	3697.96
同比增长率 (%)	34.20%	37.42%	443.13%	79.89%	38.55%
每股收益 (元/股)	-0.18	-0.11	0.35	0.64	0.88
ROE (%)	-6.12%	-3.94%	10.96%	16.47%	18.58%
市盈率 (P/E)	-	-	10	6	4

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,654	22,058	23,903	25,569	货币资金	1,913	2,551	3,402	5,300
增长率	2.8%	6.8%	8.4%	7.0%	应收款项	2,162	2,309	2,502	2,676
营业成本	19,520	20,062	20,965	21,567	存货	4,001	4,112	4,297	4,420
%销售收入	94.5%	91.0%	87.7%	84.3%	其他流动资产	633	669	1,006	1,343
毛利	1,133	1,996	2,938	4,002	流动资产	8,709	9,640	11,208	13,740
%销售收入	5.5%	9.0%	12.3%	15.7%	权益性投资	798	803	808	813
其他收入	0	0	0	0	固定资产	14,499	14,839	15,164	15,474
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,259	1,278	1,296	1,314
销售费用	638	659	691	713	非流动资产	33,662	34,245	34,814	35,367
%销售收入	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	资产总计	42,371	43,886	46,021	49,107
管理费用	855	902	953	994	应付款项	2,146	2,206	2,305	2,371
%销售收入	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	短期借款	16,083	15,909	15,508	15,221
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,092	2,244	2,441	2,619
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	20,321	20,358	20,254	20,211
财务费用	795	969	910	851	长期债务	7,328	6,079	5,346	4,354
%销售收入	3.9%	4.4%	3.8%	3.3%	其他长期负债	2,879	2,879	2,879	2,879
息税前利润 (EBIT)	418	2,701	3,958	5,042	非流动负债	10,208	8,959	8,225	7,233
%销售收入	2.0%	12.2%	16.6%	19.7%	负债总计	30,529	29,317	28,479	27,445
投资收益	-80	-76	40	41	归属母公司股东权益	10,980	13,538	16,207	19,905
%税前利润	21.1%	-4.4%	1.3%	1.0%	少数股东权益	862	1,031	1,335	1,757
除税前利润	-378	1,732	3,048	4,190	负债股东权益合计	42,371	43,886	46,021	49,107
利润率	-1.8%	7.9%	12.8%	16.4%					
所得税	58	79	75	71	比率分析				
所得税率	-15.2%	4.6%	2.4%	1.7%		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润(含少数股东损益)	-435	1,653	2,973	4,120	每股指标				
少数股东损益	-3	169	304	422	每股收益	-0.11	0.35	0.64	0.88
归属于母公司的净利润	-432	1,484	2,669	3,698	每股净资产	2.82	3.23	3.87	4.75
增长率	37.4%	443.1%	79.9%	38.6%	每股经营现金净流	1.53	0.19	0.38	0.63
净利率	-2.1%	6.7%	11.2%	14.5%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	-3.94%	10.96%	16.47%	18.58%
					总资产收益率	-1.02%	3.38%	5.80%	7.53%
					投入资本收益率	1.37%	7.05%	10.06%	12.02%
					增长率				
					营业收入增长率	2.77%	6.80%	8.36%	6.97%
					EBIT增长率	223.74%	546.65%	46.53%	27.38%
					净利润增长率	37.42%	443.13%	79.89%	38.55%
					总资产增长率	-2.95%	3.58%	4.87%	6.70%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	11.8	11.2	11.1	11.1
					存货周转天数	76.6	72.8	72.2	72.8
					应付账款周转天数	40.8	39.0	38.7	39.0
					固定资产周转天数	257.8	239.4	225.9	215.7
					偿债能力				
					流动比率	0.43	0.47	0.55	0.68
					速动比率	0.23	0.27	0.34	0.46
					净负债/股东权益	181.55%	133.41%	99.48%	65.90%
					EBIT利息保障倍数	0.5	2.7	4.2	5.7
					资产负债率	72.05%	66.80%	61.88%	55.89%
现金流量表					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E					
归母净利润	-432	1,484	2,669	3,698	归母净利润	-432	1,484	2,669	3,698
少数股东损益	-3	169	304	422	少数股东损益	-3	169	304	422
营运资金变动	447	-62	-100	-70	营运资金变动	447	-62	-100	-70
其他变动	5,934	-813	-1,267	-1,402	其他变动	5,934	-813	-1,267	-1,402
经营活动现金流量净额	5,945	778	1,607	2,648	经营活动现金流量净额	5,945	778	1,607	2,648
资本开支	-5,378	-1,050	-1,050	-1,050	资本开支	-5,378	-1,050	-1,050	-1,050
投资	-494	-245	-545	-545	投资	-494	-245	-545	-545
其他	1,827	2,493	2,909	3,009	其他	1,827	2,493	2,909	3,009
投资活动现金流量净额	-4,045	1,198	1,314	1,414	投资活动现金流量净额	-4,045	1,198	1,314	1,414
股权募资	0	1,074	0	0	股权募资	0	1,074	0	0
债权募资	-786	-1,424	-1,134	-1,279	债权募资	-786	-1,424	-1,134	-1,279
其他	-816	-988	-935	-885	其他	-816	-988	-935	-885
筹资活动现金流量净额	-1,602	-1,337	-2,070	-2,164	筹资活动现金流量净额	-1,602	-1,337	-2,070	-2,164
现金净变动	299	638	851	1,898	现金净变动	299	638	851	1,898

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）。