

2026年04月28日

# 25H2 均价拐点初现，周期反转在即

## 现代牧业(1117.HK)

评级:	买入	股票代码:	1117
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	1.59/0.99
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	111.61
最新收盘价(港元):	1.29	自由流通市值(亿港元)	111.61
		自由流通股数(百万)	7,915.66

### 事件概述

公司 25FY 实现收入 126.01 亿元，同比-4.9%，年内实现归属股东亏损 11.29 亿元，去年同期为亏损 14.17 亿元。据此推算，公司 25H2 实现收入 65.28 亿元，同比-4.6%，实现归属股东亏损 2.16 亿元，去年同期为亏损 12.6 亿元。公司 25FY 实现减亏。

### 分析判断:

#### ▶ 原料奶业务维持稳定，25H2 均价拐点初现

分业务来看，公司 25FY 原料奶业务/养殖综合解决方案业务分别实现营收 104.7/21.4 亿元，分别同比+0.1%/-23.7%；其中 25H2 原料奶业务/养殖综合解决方案业务分别实现营收 53.97/11.31 亿元，分别同比+1.1%/-24.1%。原料奶业务维持稳定，拆分量价来看，公司 25FY 实现销量 313.9 万吨，同比+8.5%，对应 ASP 为 3.33 元/kg，同比-7.7%；其中 25H2 实现销量 147.8 万吨，同比-1%，对应 ASP 为 3.65 元/kg，同比+2%。25H2 公司 ASP 同比及环比均有改善。

从生产端来看，公司 25FY 战略淘汰低产低效牛只以优化牛群结构，同时提升成母牛占比。截止 25FY 底，公司共有存栏 45.7 万头，同比-7%，其中成母牛（奶牛）存栏 26.6 万头，同比+5.9%，成母牛占比 58.2%，同比+7.1pct，成母牛平均年单产 12.9 吨，同比+0.8%。

#### ▶ 减值拖累表观利润，实际经营成果稳健

成本端来看，公司 25FY/25H2 毛利率分别为 27.4%/26.4%，分别同比+1.4/+0.4pct。公司毛利率水平改善，主因公司成本控制措施成效显著，养殖综合解决方案业务结构优化所致。费用端来看，公司 25FY/25H2 销售费用率分别为 3.7%/3.5%，分别同比+0.3/+0.1pct；25FY/25H2 管理费用率分别为 5.9%/5.6%，分别同比+0.1/-0.4pct。整体来看，公司费用率水平稳定。

除上述成本、费用外，公司今年大幅计提生物资产公允价值损失，表观利润有所承压。公司计提生物资产公允价值损失 31.08 亿元，同比增加 2.46 亿元，主因：1) 加大战略淘汰低产低效牛只力度，2) 受淘牛市场售价与原料奶市场售价下降影响，乳牛公允价值重估录得较大资产重估非现金损失。如剔除上述因素，以能较好衡量公司实际经营质量的现金 EBITDA 计算，公司 25FY 实现现金 EBITDA 共计 30.63 亿元，同比+2.6%，实现稳健增长。

#### ▶ 周期反转在即，看好龙头投资机遇

从历史数据看，原奶价格波动受供需影响较大，并具备一定的周期性。自 2021 年奶价达到上轮高点后，由于供给端持续增加，需求端疲软，原奶价格已经历四年下行周期。展望今年奶价，我们认为供给端出清将持续，需求端有望逐步恢复，奶价周期即将步入反转。中期来看，

我们认为由于供给端产能去化后短期难以回补，未来 2-3 年或将维持紧平衡状态。公司作为行业龙头企业，有望在本轮行业调整中受益，未来周期反转将释放较大弹性。

### 投资建议

根据公司财务数据，我们预测 26-27 年营业收入由 154/166 亿元下调至 141/153 亿元，新增 28 年收入 163 亿元；26-27 年归母净利润由 6.2/8.3 亿元上调至 9.9/16.7 亿元，新增 28 年归母净利润 19.1 亿元；26-27 年 EPS 由 0.08/0.10 元上调至 0.12/0.21 元，新增 28 年 EPS 0.24 元。2026 年 04 月 28 日收盘价 1.29 HKD 对应 P/E 分别为 10/6/5 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

产能去化不及预期，消费复苏不及预期，大宗成本变动超预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16210.97	15534.31	14104.87	15302.18	16273.88
YoY (%)	0.46%	-4.17%	-9.20%	8.49%	6.35%
归母净利润(百万元)	-1416.75	-1128.63	988.62	1674.27	1908.87
YoY (%)	-908.84%	20.34%	187.59%	69.35%	14.01%
毛利率 (%)	21.29%	22.24%	33.53%	34.46%	34.64%
每股收益 (元)	-0.18	-0.14	0.12	0.21	0.24
ROE (%)	-0.15	-0.14	0.11	0.15	0.15
市盈率	-5.09	-11.24	10.33	6.10	5.35

资料来源：wind，华西研究所（收盘价使用港元计价，1 港元=0.9311 元人民币）

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：李嘉瑞

邮箱：lijr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525120001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15534.31	14104.87	15302.18	16273.88	净利润	0.00	988.62	1674.27	1908.87
YoY (%)	-4.17%	-9.20%	8.49%	6.35%	折旧和摊销	0.00	74.56	73.82	73.08
营业成本	12079.86	9375.92	10029.11	10636.02	营运资金变动	0.00	0.20	1.12	3.04
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	3394.01	3870.93	4126.53
销售费用	471.35	493.67	459.07	488.22	资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	748.89	832.19	933.43	976.43	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	637.22	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	0.00	-2267.53	-2051.97	-2041.08
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.87	6.18	6.18	6.18	债务募资	0.00	-1000.00	-1000.00	-1000.00
营业利润	2187.72	3332.57	3804.06	4091.84	筹资活动现金流	0.00	-1000.00	-1000.00	-1000.00
营业外收支					现金净流量	0.00	126.48	818.96	1085.45
利润总额	-1192.35	1065.04	1752.09	2050.76	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	11.57	13.31	8.06	41.43	<b>成长能力</b>				
净利润	-1203.92	1051.72	1744.03	2009.34	营业收入增长率	-4.17%	-9.20%	8.49%	6.35%
归属于母公司净利润	-1128.63	988.62	1674.27	1908.87	净利润增长率	20.34%	187.59%	69.35%	14.01%
YoY (%)	20.34%	187.59%	69.35%	14.01%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	-0.14	0.12	0.21	0.24	毛利率	22.24%	33.53%	34.46%	34.64%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	净利率率	-7.27%	7.01%	10.94%	11.73%
货币资金	6554.17	6680.66	7499.62	8585.07	总资产收益率 ROA	-3.09%	2.76%	4.54%	5.01%
预付款项					净资产收益率 ROE	-13.61%	10.65%	15.28%	14.84%
存货	3010.16	2343.98	2507.28	2659.01	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	8.34	14.10	15.30	16.27	流动比率	0.96	1.18	1.60	2.31
流动资产合计	11581.29	10866.67	11990.47	13342.53	速动比率	0.71	0.92	1.26	1.84
长期股权投资	617.58	617.58	617.58	617.58	现金比率	0.54	0.73	1.00	1.48
固定资产	7456.08	7381.52		7234.62	资产负债率	73.16%	69.63%	65.76%	61.64%
无形资产	4237.26	4237.26	4237.26	4237.26	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	24997.12	24922.56	24848.74	24775.66	总资产周转率	0.44	0.39	0.42	0.43
资产合计	36578.41	35789.22	36839.21	38118.20	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	7136.10	5136.10	3136.10	1136.10	每股收益	-0.14	0.12	0.21	0.24
应付账款及票据	3269.81	2604.42	2785.86	2954.45	每股净资产	1.05	1.17	1.38	1.63
其他流动负债	1634.80	1466.91	1591.43	1692.48	每股经营现金流	0.00	0.43	0.49	0.52
流动负债合计	12048.34	9207.43	7513.39	5783.03	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	12127.44	13127.44	14127.44	15127.44	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2584.26	2584.26	2584.26	2584.26	PE	-11.24	10.33	6.10	5.35
非流动负债合计	14711.70	15711.70	16711.70	17711.70	PB	1.55	1.10	0.93	0.79
负债合计	26760.04	24919.13	24225.09	23494.73					
股本	675.87	675.87	675.87	675.87					
少数股东权益	1523.96	1587.06	1656.82	1757.29					
股东权益合计	9818.37	10870.10	12614.12	14623.46					
负债和股东权益合计	36578.41	35789.22	36839.21	38118.20					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。