

2026年05月18日

## 现代牧业 (01117.HK)

投资评级：买入（首次）

——原奶与牛肉双周期共振，基本面弹性亟待释放

## 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05月15日

收盘价 (港元)	1.25
一年内最高/最低 (港元)	1.69/1.00
总市值 (百万港元)	9,894.58
流通市值 (百万港元)	9,894.58
资产负债率 (%)	73.16

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

**原奶上游牧场龙头，与下游乳企股权深度绑定。**现代牧业为我国头部牧业企业，业务完整覆盖奶牛养殖全产业链。股权结构上来看，截至2025年12月31日，蒙牛自身与其全资控股子公司 Future Discovery Limited 合计持有公司股份达56.36%，为公司控股股东，新希望乳业为公司第三大股东，通过股权绑定，公司建立了稳定的乳企合作关系，原奶业务中蒙牛为公司第一大客户，近三年购买公司超85%的原奶，保证了销售端的稳定。

**奶价反转或将至，龙头获利空间预计更大。**我国原奶价格已下行4年多，随着供需两端协同改善，我们认为原奶价格26年内有望逐步企稳回升。公司作为我国头部原料奶供应商，拥有更强的养殖规模效应、更高的产品质量等优势，预计在奶价上行趋势中，原料奶业务收入有望大幅增厚。

**牛肉价格上行趋势或将持续，公司利润端有望获益。**我国肉牛价格已进入上升通道，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，或将大幅增厚牧场企业淘汰出售牛只的收益。

**公司有望通过股权并购成为全球牧业巨头。**现代牧业拟战略性控股中国圣牧，通过收购1.28%股份，以及获得24.9%表决权代理权使现代牧业及其一致行动人士的总投票权超过30%，触发每股0.35港元的强制现金要约，若能够完成与中国圣牧的整合，预计合并后有望成为牛群规模超61万头、年原奶产量超400万吨的全球头部牧业集团之一，并且对现代牧业来说，特色奶占比也将从当前的7.23%大幅提升至20%以上，或将借力“沙漠有机循环”模式构建差异化竞争优势，目前交易已通过反垄断审批，亟待开启。

**盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为5.8/14.53/23.43亿元，对应PE分别为15/6/4倍，我们选取上游养殖企业中国圣牧、优然牧业、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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	16210.97	15534.31	16639.85	18083.29	19815.87
同比增长率 (%)	0.46%	-4.17%	7.12%	8.67%	9.58%
归母净利润 (百万元)	-1416.75	-1128.63	579.84	1453.00	2343.06
同比增长率 (%)	-908.84%	20.34%	151.38%	150.59%	61.26%
每股收益 (元/股)	-0.18	-0.14	0.07	0.18	0.30
ROE (%)	-14.86%	-13.61%	6.57%	14.19%	18.69%
市盈率 (P/E)	-	-	14.90	5.95	3.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测，汇率使用0.87港元=1人民币

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计原奶市场价格 26H2 或出现反转，而公司作为我国头部牧场企业，在原奶需求与价格双重恢复的背景下，公司原奶销售业务收入或将实现可观增长。我们预计 26-28 年公司收入分别达 166.4/180.83/198.16 亿元，分别同比 +7.1%/+8.7%/+9.6%。

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 26-28 年归母净利润分别为 5.8/14.53/23.43 亿元。

我们认为，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，公司基本面改善确定性较强，空间较大，我们选取上游养殖企业中国圣牧、优然牧业、德康农牧作为可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计公司 26-28 年原奶销售业务营收增速分别为 +11.28%/+10.25%/+11.24%，反刍动物养殖系统化解方案营收增速分别为 -5%/+5%/+5%。

### 投资逻辑要点

公司是我国牧业头部企业，业务完整地覆盖牧业全产业链。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. 头部牧业集团，股东或可保障原奶需求 .....	5
2. 原奶价格拐点或将至，龙头获益空间预计更大 .....	7
2.1. 奶价处于历史底部，供需格局持续优化，拐点有望显现 .....	7
2.2. 公司规模技术优势突出，高质量奶源布局构筑壁垒 .....	8
3. 牛肉价格周期向上，牧业公司或将受益 .....	10
4. 盈利预测与评级 .....	14
4.1. 盈利预测拆分 .....	14
4.2. 相对估值 .....	14
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 股权结构上与蒙牛高度绑定.....	6
图表 3: 蒙牛是公司最大的原奶客户.....	6
图表 4: 公司营收回顾.....	6
图表 5: 主产区生鲜乳价格已下行 4 年以上.....	7
图表 6: 2025 年我国牛奶产量对比高峰有所下降.....	7
图表 7: 公司牧场分布图.....	9
图表 8: 奶牛存栏规模.....	10
图表 9: 成母牛单产逐年提高.....	10
图表 10: 23-25 年, 原料奶饲料成本改善一定程度上对冲奶价下跌, 毛利率整体稳中有升.....	10
图表 11: 近年来公司原奶价格高于市场均价.....	10
图表 12: 牛肉批发价格经过持续下跌后, 当前已呈现向上反弹趋势.....	11
图表 13: 牛肉进口数量 2025 年已开始下降.....	12
图表 14: 美国活牛 (LEOW.CME) 合约价格呈上升趋势.....	12
图表 15: 23 年开始巴西母牛屠宰量加速提升.....	12
图表 16: 肉牛繁育周期和育肥周期较长.....	13
图表 17: 盈利拆分预测表 (单位: 百万元).....	14
图表 18: 可比公司估值.....	15

## 1. 头部牧业集团，股东或可保障原奶需求

现代牧业于 2005 年在安徽省马鞍山市成立，投建第一个万头牧场，而后陆续复制马鞍山模式，向全国扩张，并于 2010 年在香港联交所上市。目前公司除了原料奶核心业务以外，还持续开拓饲料、牧草、数智平台及育种等业务。截至 2025 年，公司整体营收达 126 亿元，同比下滑 4.93%，其中原料奶业务达 104.66 亿元，同比+0.1%，养殖综合解决方案业务营收达 21.35 亿元，同比-23.8%。

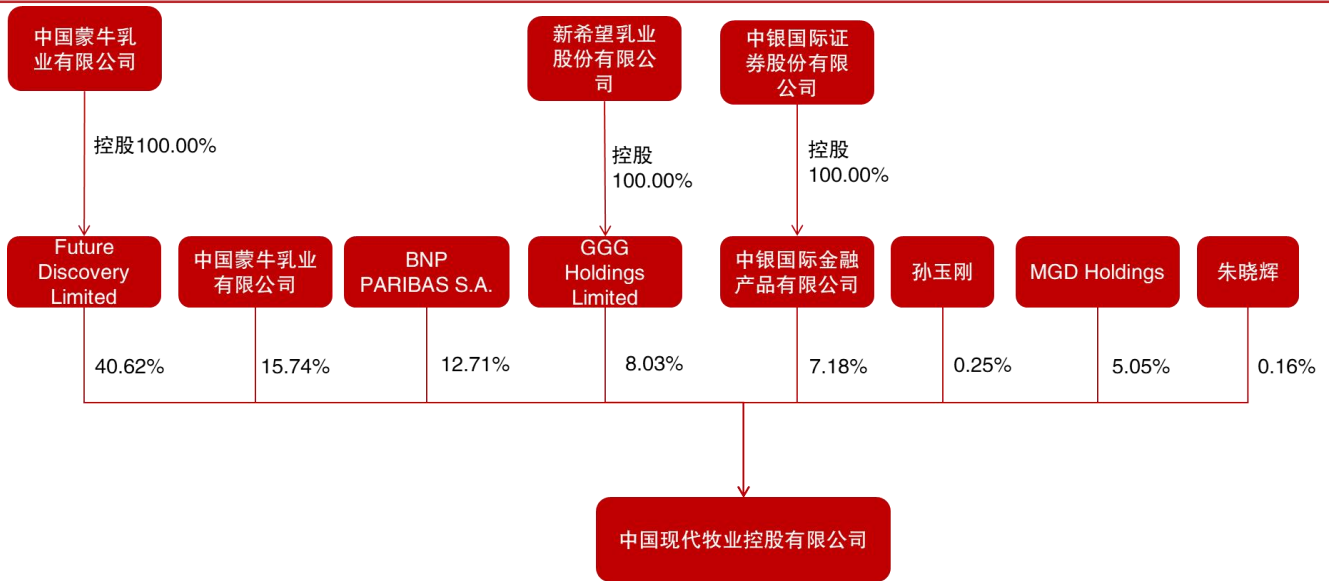
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司在股权上与蒙牛深度绑定，高管团队多人拥有蒙牛集团工作背景。公司股权结构稳定，截至 2025 年 12 月 31 日，蒙牛自身与其全资控股子公司 Future Discovery Limited 合计持有公司股份达 56.36%，为公司控股股东，新希望乳业为公司第三大股东，股权结构与两大乳企高度绑定，预计可为公司保障原奶需求。人员方面，公司董事会主席陈易一同时担任蒙牛集团副总裁及战略管理负责人，而公司高管成员中，多名管理人员拥有蒙牛集团从业背景。

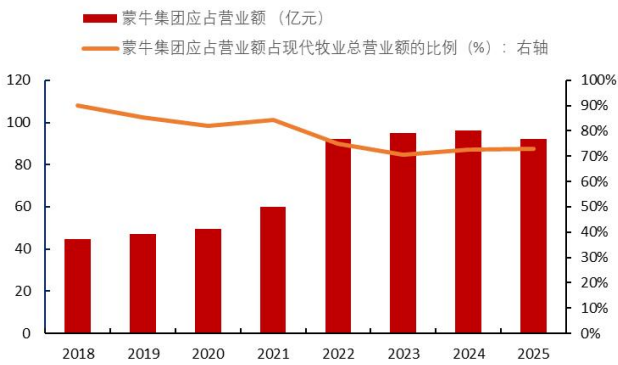
图表 2：股权结构上与蒙牛高度绑定



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：股权结构截至 2025 年 12 月 31 日

蒙牛是公司原奶销售业务最大客户，保障需求端稳定。公司最早于 2006 年给蒙牛提供原奶，2008 年开始便与蒙牛建立了长期稳定的战略合作关系，签订了承购供应协议，公司向蒙牛出售原奶的营业额长期占公司收入 70%以上，2025 年，公司向蒙牛出售原奶 91.99 亿元，占公司原奶业务收入比重达 88%。

图表 3：蒙牛是公司最大的原奶客户



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 4：公司营收回顾



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

另外，公司有望通过整合中国圣牧成为全球头部乳业集团之一。2025 年 10 月 30 日，现代牧业宣布已订立一系列购股协议，旨在实现对中国圣牧的战略性控股。此举将整合乳业两大领先企业的优势资源，打造一个在规模、效率、原奶创新及可持续发展方面均处于全球领先地位的乳业集团。根据协议，现代牧业已有条件同意收购中国圣牧约 1.28% 的股份，并获得其控股股东蒙牛集团旗下子公司 Start Great 所持有的中国圣牧约 24.90% 股份的不可撤销表决代理权。此等交易完成后，现代牧业及其一致行动人士的总投票权将超过 30%，从而触发香港《公司收购、合并及股份回购守则》下的强制有条件现金要约，以每股 0.35 港元的价格收购中国圣牧余下全部已发行股份。

此次战略整合是牧业两大领先企业的强强联合，其意义远超业务规模的简单叠加。通过双方在资源、技术、市场及管理等方面的优势互补与深度融合，本次整合预计将释放显著的协同效应，为新集团的长期、高质量发展提供有力支撑。交易完成后，合并后的牛群总规模有望超过 61 万头，合并后的年原奶产量有望超过 400 万吨，成为全球规模最大的牧业集团之一。较大的规模优势或将显著提升在饲料等大宗物料采购中的议价能力，有效降低单位成本，巩固成本领先地位。同时，整合或将使现代牧业的特色奶（含有机奶）产量占比从 2025 年的 7.23% 大幅提升至合并后的 20% 以上，不仅丰富了现代牧业的原奶供应结构，更将极大提升其在高附加值原奶领域的市场竞争力和盈利能力。而现代牧业亦或将借中国圣牧独创的“沙漠有机循环”模式，建立独特的差异化竞争优势。目前该项交易已通过反垄断审查，亟待开启。

## 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，拐点有望显现

截至 2026 年 5 月 8 日，我国生鲜乳（原奶）主产区价格经过 4 年多的下跌已经跌至 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。

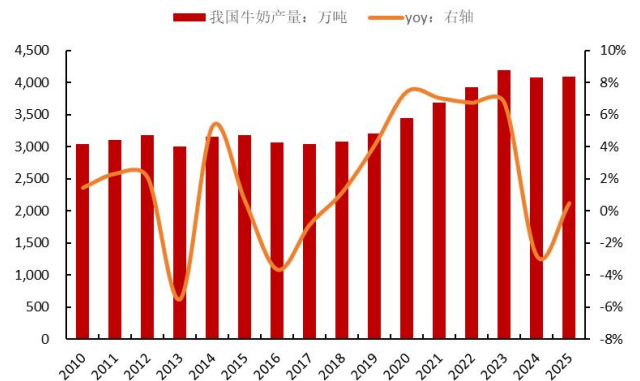
原奶供给端开始出清，预计未来出清速度进一步加快。从供给端看，2025 年我国牛奶产量 4091 万吨，同比微增 0.5%，但相较于 2023 年已有所下降，在原奶过剩加剧的背景下，供给端的市场出清进程已经开始，部分资金实力较弱、养殖规模较小的社会牧场已经开始退出。在持续低迷的奶价下，牧场通常不会进行扩产，而奶牛作为生物资产本身具备经济寿命限制，预计后续伴随社会牧场进一步出清与奶牛经济寿命下降，供给水平或将进一步下降。

图表 5：主产区生鲜乳价格已下行 4 年以上



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：2025 年我国牛奶产量对比高峰有所下降



资料来源：ifind，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品品类拓展。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. 公司规模技术优势突出，高质量奶源布局构筑壁垒

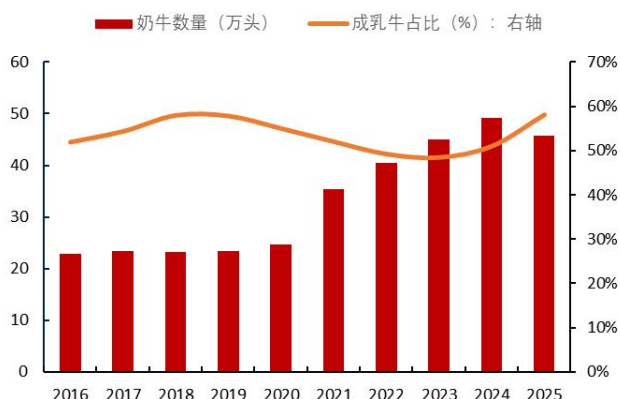
原奶生产业务处于整体乳品产业链上游，在中国整体市场集中度较高，在生产效率、资金实力、技术储备方面，头部牧场拥有显著优势。公司作为国内头部大型牧场之一，截至 2025 年 12 月 31 日，公司共运营 53 座现代化牧场，2025 年内战略淘汰低产牛只以优化牛群结构，现有奶牛存栏 456945 头，同比减少 7.1%，成母牛占比提升至 58.2%，较 24 年底提升 7.1pct，成母牛平均年化单产 12.9 吨/头，较 24 年底提升 0.1 吨/头，持续保持高产水平。

图表 7：公司牧场分布图



资料来源：公司公告，华源证券研究所；注：本图仅为示意图，不代表中国完整地图

图表 8：奶牛存栏规模



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：成母牛单产逐年提高

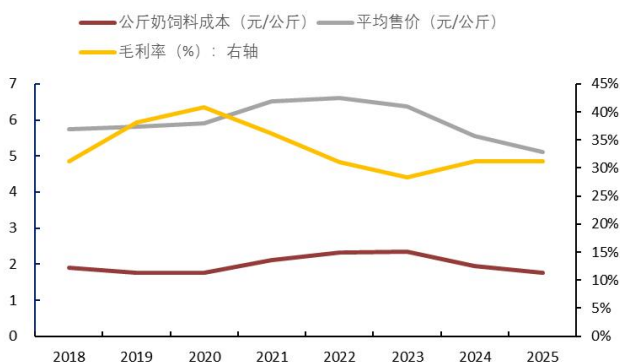


资料来源：公司公告，华源证券研究所  
注：成母牛单产（不含娟珊牛）

公司持续提升原奶生产效益，叠加饲料成本下降一定程度上对冲奶价下行影响。除了有效提高奶牛单产，提高经济效益以外，公司亦通过集中采购有效降低牧场物资成本，同时构建“种植-加工-供应”的全链条体系。2025 年公司优质生鲜乳及特色生鲜乳平均饲料成本为 1.77 元/公斤，同比下降 9.2%，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。

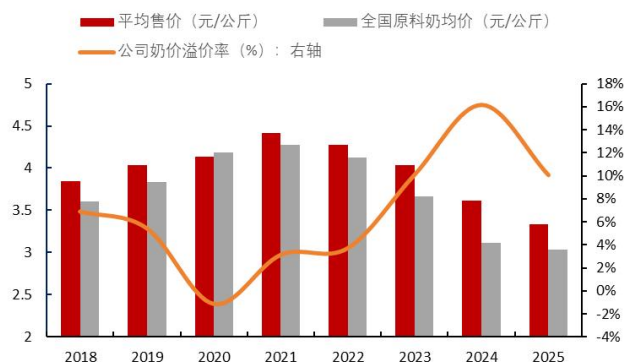
公司在特色生鲜乳生产方面也有所布局，提高公司原奶销售溢价。为进一步丰富原奶产品结构和创造原奶盈利新增长点，公司 2025 年已布局 5 座规模化有机奶牧场，有机奶牛存栏数达 40869 头，有机奶产量达 24.1 万吨，相比于 2024 年的 11.5 万吨，同比增长 110%，我们认为随着公司产品结构持续优化，预计公司原奶均价相对于全国原奶均价的溢价率将进一步提升，从而带动公司盈利能力持续增强。

图表 10：23-25 年，原料奶饲料成本改善一定程度上对冲奶价下跌，毛利率整体稳中有升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：近年来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

### 3. 牛肉价格周期向上，牧业公司或将受益

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 12：牛肉批发价格经过持续下跌后，当前已呈现向上反弹趋势**



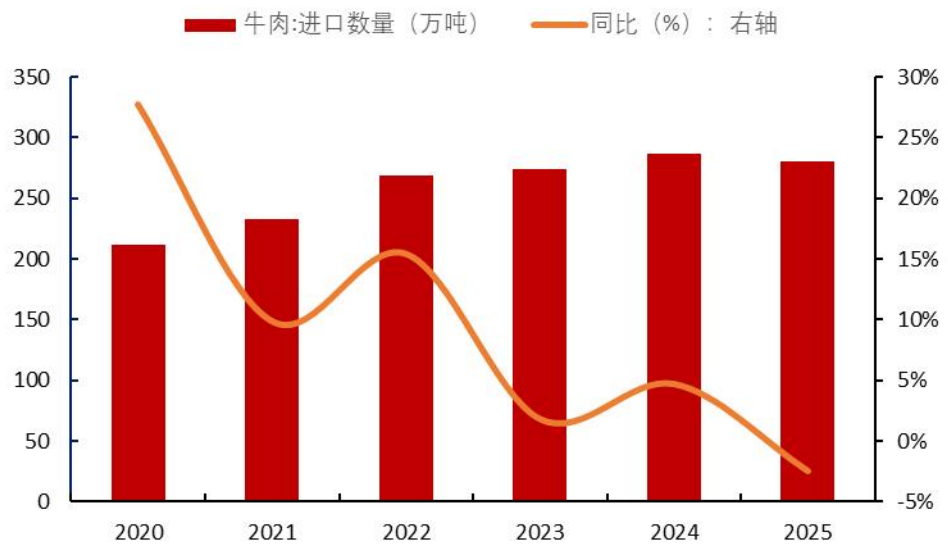
资料来源：ifind，华源证券研究所

目前上述两个因素均已经得到改善，或助推我国肉牛市场价格进入上涨区间。

1) 进口牛肉方面，2025 年 12 月 31 日，商务部发布公告，自 2026 年 1 月 1 日起，我国将对进口牛肉实施为期三年的保障措施——采用“国别配额 + 配额外加征 55%关税”的双轨机制，旨在缓解国内肉牛产业持续承压的困境。根据公告，2026 年首年总配额为 268.8 万吨，主要供应国如巴西、阿根廷、乌拉圭等按历史出口量获得相应份额。配额内牛肉维持现行关税；一旦年度进口量超限，从第三日起（含当日），超出部分将被加征 55%的附加关税。而我国 2024–2025 年进口牛肉总量分别为 287/280 万吨，均高于 2026 年配额水平，预计配额制将对我国牛肉养殖行业产生较大提振作用，有望支撑牛肉价格呈现上涨趋势。另外，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。

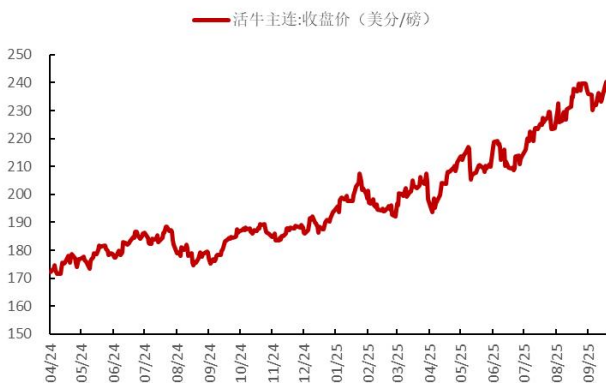
2) 在淘汰奶牛方面，我们判断快速去化的阶段已过去，随着供需两端改善，原奶价格 26H2 有望逐步企稳回升，因此牧场淘牛数量或回归正常水平，淘汰奶牛进入肉牛市场数量有望减少。

图表 13：牛肉进口数量 2025 年已开始下降



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 14：美国活牛（LEOW.CME）合约价格呈上升趋势



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 15：23 年开始巴西母牛屠宰量加速提升



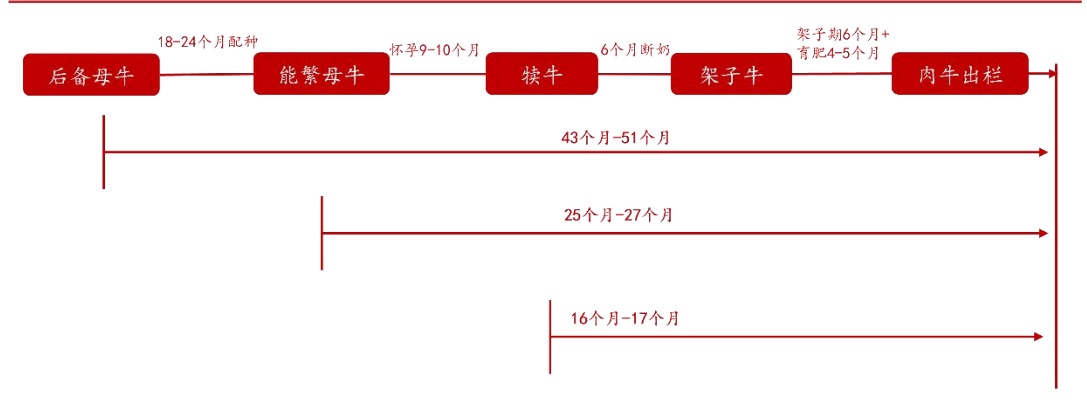
资料来源：ifind，华源证券研究所

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，有望大幅增厚牧场企业淘汰牛只的出售收益。

图表 16: 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

## 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 26H2 或出现反转，而公司作为我国头部牧场企业，在原奶需求与价格双重恢复的背景下，公司原奶销售业务收入或将实现可观增长。我们预计 26–28 年公司收入（考虑“于收获时点按公允价值减销售成本初始确认农产品产生的收益”后）分别达 166.4/180.83/198.16 亿元，分别同比+7.1%/+8.7%/+9.6%。

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收益”或将大幅增厚公司利润表现，预计 26–28 年归母净利润分别为 5.8/14.53/23.43 亿元。

图表 17：盈利拆分预测表（单位：百万元）

分业务		2025	2026E	2027E	2028E
原奶销售	收入	10466.16	11646.74	12840.53	14283.81
	YoY	0.11%	11.28%	10.25%	11.24%
	销量（吨）	314	336	353	363
	YoY	8.48%	7.00%	5.00%	3.00%
	单价（元/kg）	3.33	3.47	3.64	3.93
	YoY	-7.71%	4.00%	5.00%	8.00%
	单公斤成本（元/kg）	2.29	2.20	2.20	2.27
	yoy	-7.74%	-4.00%	0.00%	3.00%
	毛利率（%）	31.18%	36.47%	39.50%	42.30%
反刍动物 养殖系统 化解决方案	收入	2134.56	2027.83	2129.22	2235.68
	YoY	-23.77%	-5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	8.97%	8.97%	8.97%	8.97%

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、优然牧业、德康农牧作为可比公司，考虑到当前原奶价格逐步企稳并预期回升，以及牛肉价格上涨趋势已形成，公司基本面改善空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 18：可比公司估值**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
1432.HK	中国圣牧	0.29	0.04	0.07	0.12	7.05	4.05	2.40
9858.HK	优然牧业	2.96	0.36	0.65	0.81	8.26	4.55	3.64
2419.HK	德康农牧	54.50	3.56	13.22	12.44	15.29	4.12	4.38
	平均值					10.2	4.24	3.47
1117.HK	现代牧业	1.09	0.07	0.18	0.30	14.90	5.95	3.69

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，现代牧业盈利预测来自华源证券研究所（截至 2026 年 5 月 15 日收盘价）；货币使用人民币作为单位，汇率使用 0.87 港元=1 人民币

## 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: 蒙牛为公司原奶销售第一大客户, 近三年公司对其销售额占原奶销售额 85%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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,534	16,640	18,083	19,816	货币资金	4,916	6,994	9,172	12,172
增长率	-4.2%	7.1%	8.7%	9.6%	应收款项	1,660	1,795	1,951	2,137
营业成本	12,080	12,210	12,821	13,574	存货	3,010	2,933	3,080	3,261
%销售收入	77.8%	73.4%	70.9%	68.5%	其他流动资产	1,994	1,949	1,875	1,776
毛利	<b>3,454</b>	<b>4,430</b>	<b>5,262</b>	<b>6,242</b>	流动资产	<b>11,581</b>	<b>13,672</b>	<b>16,077</b>	<b>19,345</b>
%销售收入	22.2%	26.6%	29.1%	31.5%	权益性投资	618	623	628	633
其他收入	0	0	0	0	固定资产	7,412	7,093	7,092	7,092
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	3,450	3,541	3,631	3,721
销售费用	471	480	503	532	非流动资产	<b>24,997</b>	<b>24,894</b>	<b>25,108</b>	<b>25,323</b>
%销售收入	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	资产总计	<b>36,578</b>	<b>38,565</b>	<b>41,185</b>	<b>44,668</b>
管理费用	749	777	827	886	应付款项	3,270	3,732	3,692	3,674
%销售收入	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	短期借款	7,136	7,852	8,567	9,283
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,642	1,684	1,944	2,095
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	<b>12,048</b>	<b>13,268</b>	<b>14,203</b>	<b>15,052</b>
财务费用	637	667	701	736	长期债务	12,127	12,327	12,527	12,727
%销售收入	4.1%	4.0%	3.9%	3.7%	其他长期负债	2,584	2,584	2,584	2,584
息税前利润 (EBIT)	<b>-555</b>	<b>1,280</b>	<b>2,235</b>	<b>3,222</b>	非流动负债	<b>14,712</b>	<b>14,912</b>	<b>15,112</b>	<b>15,312</b>
%销售收入	-3.6%	7.7%	12.4%	16.3%	负债总计	<b>26,760</b>	<b>28,180</b>	<b>29,315</b>	<b>30,364</b>
投资收益	1	1	1	1	归属母公司股东权益	<b>8,294</b>	<b>8,830</b>	<b>10,238</b>	<b>12,537</b>
%税前利润	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	少数股东权益	1,524	1,555	1,632	1,767
除税前利润	<b>-1,192</b>	<b>613</b>	<b>1,534</b>	<b>2,486</b>	负债股东权益合计	<b>36,578</b>	<b>38,565</b>	<b>41,185</b>	<b>44,668</b>
利润率	-7.7%	3.7%	8.5%	12.5%					
所得税	12	2	5	8	比率分析				
所得税率	-1.0%	0.3%	0.3%	0.3%		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润(含少数股东损益)	<b>-1,204</b>	<b>611</b>	<b>1,529</b>	<b>2,478</b>	每股指标				
少数股东损益	-75	31	76	135	每股收益	-0.14	0.07	0.18	0.30
归属于母公司的净利润	<b>-1,129</b>	<b>580</b>	<b>1,453</b>	<b>2,343</b>	每股净资产	1.05	1.12	1.29	1.58
增长率	20.3%	151.4%	150.6%	61.3%	每股经营现金净流	0.32	0.57	0.60	0.69
净利率	-7.3%	3.5%	8.0%	11.8%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	-13.61%	6.57%	14.19%	18.69%
					总资产收益率	-3.09%	1.50%	3.53%	5.25%
					投入资本收益率	-1.93%	4.17%	6.76%	8.84%
					增长率				
					营业收入增长率	-4.17%	7.12%	8.67%	9.58%
					EBIT增长率	41.29%	330.53%	74.68%	44.14%
					净利润增长率	20.34%	151.38%	150.59%	61.26%
					总资产增长率	7.77%	5.43%	6.79%	8.46%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	33.4	32.2	31.9	31.8
					存货周转天数	91.5	87.6	84.4	84.1
					应付账款周转天数	106.8	103.2	104.2	97.7
					固定资产周转天数	173.0	156.9	141.2	128.8
					偿债能力				
					流动比率	0.96	1.03	1.13	1.29
					速动比率	0.82	0.92	1.02	1.18
					净负债/股东权益	146.13%	126.96%	100.44%	68.78%
					EBIT利息保障倍数	-0.9	1.9	3.2	4.4
					资产负债率	73.16%	73.07%	71.18%	67.98%
现金流量表					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E					
归母净利润	-1,129	580	1,453	2,343	营业收入增长率	-4.17%	7.12%	8.67%	9.58%
少数股东损益	-75	31	76	135	EBIT增长率	41.29%	330.53%	74.68%	44.14%
营运资金变动	-339	542	41	-85	净利润增长率	20.34%	151.38%	150.59%	61.26%
其他变动	4,046	3,338	3,155	3,089	总资产增长率	7.77%	5.43%	6.79%	8.46%
经营活动现金流量净额	<b>2,502</b>	<b>4,491</b>	<b>4,725</b>	<b>5,482</b>	资产管理能力				
资本开支	-939	-600	-900	-900	应收账款周转天数	33.4	32.2	31.9	31.8
投资	-1,633	-175	-175	-175	存货周转天数	91.5	87.6	84.4	84.1
其他	-1,270	-1,843	-1,643	-1,543	应付账款周转天数	106.8	103.2	104.2	97.7
投资活动现金流量净额	<b>-3,841</b>	<b>-2,618</b>	<b>-2,718</b>	<b>-2,618</b>	固定资产周转天数	173.0	156.9	141.2	128.8
股权募资	-59	0	0	0	偿债能力				
债权募资	4,873	916	916	916	流动比率	0.96	1.03	1.13	1.29
其他	-813	-667	-701	-736	速动比率	0.82	0.92	1.02	1.18
筹资活动现金流量净额	<b>4,002</b>	<b>249</b>	<b>214</b>	<b>180</b>	净负债/股东权益	146.13%	126.96%	100.44%	68.78%
现金净变动	<b>2,619</b>	<b>2,078</b>	<b>2,177</b>	<b>3,000</b>	EBIT利息保障倍数	-0.9	1.9	3.2	4.4
					资产负债率	73.16%	73.07%	71.18%	67.98%

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）。