

买入
收入增长稳健，经营效率持续提升
优然牧业 (9858.HK)

2026-04-09 星期四

【投资要点】

目标价: **5.83 港元**
 现价: **4.40 港元**
 预计升幅: **32.5%**

重要数据

日期	2026-4-8
收盘价 (港元)	4.40
总股本 (亿股)	41.92
总市值 (亿港元)	184.45
净资产 (亿元)	118.42
总资产 (亿元)	423.71
52 周高低 (港元)	2.20/5.29
每股净资产 (元)	2.82

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

优然牧业	33.93%
PAG	21.13%
Meadowland Investment	14.51%

相关报告

优然牧业首发报告-20251014

研究部

姓名: 李芳芳
 SFC: BJO038
 电话: 0755-82846267
 Email: liff@gyzq.com.hk

➤ 收入增长稳健，盈利同比减亏

2025 年，公司实现收入 206.54 亿元，同比+2.8%；实现归母净利润-4.32 亿元，同比+37.4%。收入增长主要由原奶销量带动，利润亏损主要受生物资产公允价值变动影响。剔除生物资产公允价值影响，公司实现利润 38.77 亿元，同比+26.7%。现金 EBITDA 为 55.9 亿元，同比+4.9%。

➤ 原奶业务保持增长，反刍业务下滑

2025 年，公司原奶/反刍业务分别实现收入 160.2/46.3 亿元，同比+6.2%/-7.3%。公司原奶业务增长主要由原奶销量带动，原料奶总销量达 415.3 万吨，同比+13.2%，原奶平均售价为 3.86 元/公斤，同比-6.3%。反刍业务下滑受奶牛行业景气度下滑、社会牧场出清及公司主动调整销售策略影响，精饲料销量 845,804 吨，同比-3.7%。

➤ 成本管控得当，经营效率提升

2025 年，公司实现毛利率 29.8%，同比+1.0 ppt，主要由原奶业务毛利率提升带动，原奶/反刍业务毛利率分别为 34.3%/14.2%，分别同比+1.6/-2.6 ppt。原奶业务毛利率提升主要受益于公司公斤奶饲料成本同比-10.5%至 1.88 元。公司销售费用率/管理费用率分别为 3.1%/4.1%，分别同比-0.2/-0.1ppt；现金 EBITDA 利润率为 27.0%，同比提升 0.5 ppt，经营质量持续提升。

➤ 维持“买入”评级，目标价 5.83 港元/股

在行业存栏持续去化及原奶需求逐步回暖下，2026 年牧业有望迎来供需平衡，公司业绩将释放弹性，我们预计公司 26-28 年归母净利润至 14.27/28.01/32.59 亿元，给予 2026 年约 15 倍 PE，对应 5.83 港元/股目标价，较现价有 32.5% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,096	20,654	22,209	24,079	25,773
同比增长	7.5%	2.8%	7.5%	8.4%	7.0%
毛利率	28.8%	29.8%	30.7%	31.6%	32.2%
归母净利润	-691	-432	1427	2801	3259
同比增长	34.2%	37.4%	430.0%	96.3%	16.3%
净利率	-3.4%	-2.1%	6.4%	11.6%	12.6%
每股盈利	-0.18	-0.11	0.34	0.62	0.73
PE@4.4HKD	-21.4	-34.7	11.3	6.2	5.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 收入增长稳健，盈利同比减亏

2025 年，公司实现收入 206.54 亿元，同比+2.8%；实现归母净利润-4.32 亿元，同比+37.4%。收入增长主要由原奶销量带动，利润亏损主要受生物资产公允价值变动影响。剔除生物资产公允价值影响，公司实现利润 38.77 亿元，同比+26.7%。现金 EBITDA 为 55.9 亿元，同比+4.9%。

图 1：公司营收及同比情况（单位：亿元）

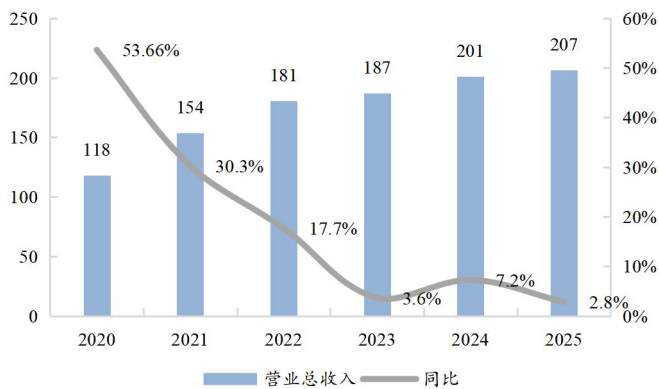
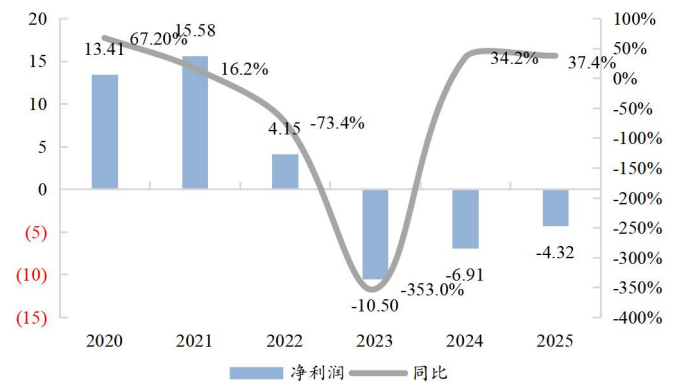


图 2：公司净利润及同比情况（单位：亿元）



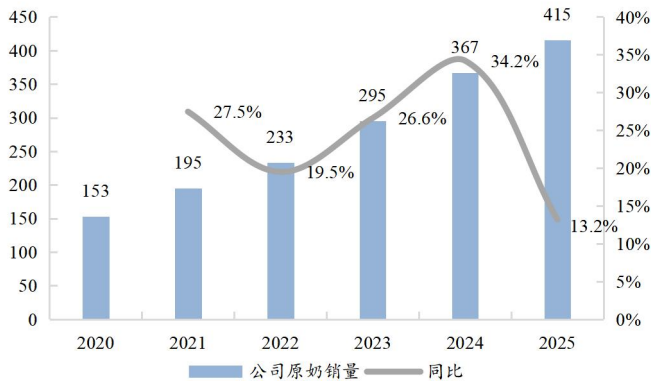
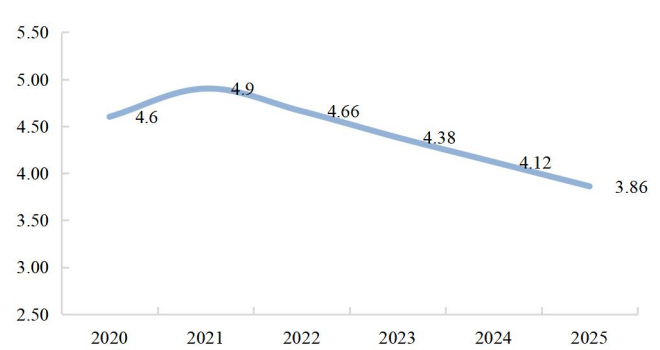
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 原奶业务保持增长，反刍业务下滑

2025 年，公司原奶/反刍业务分别实现收入 160.2/46.3 亿元，同比+6.2%/-7.3%。公司原奶业务增长主要由原奶销量带动，原料奶总销量达 415.3 万吨，同比+13.2%，原奶平均售价为 3.86 元/公斤，同比-6.3%。反刍业务下滑受奶牛行业景气度下滑、社会牧场出清及公司主动调整销售策略影响，精饲料销量 845,804 吨，同比-3.7%。

公司单产和畜群结构改善推动原奶销量提升，奶牛单产同比增长 1.6%至 12.8 吨，奶牛存栏数量下降 0.4%至 61.88 万头，其中成母牛增加 4.8%至 34.04 万头，占奶牛总头数的 55.0%，同比+2.7 ppt。

图 2：公司原奶销售量（单位：万吨）

图 3：公司原奶销售均价（单位：元/公斤）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

► 成本管控得当，经营效率提升

2025 年，公司实现毛利率 29.8%，同比+1.0 ppt，主要由原奶业务毛利率提升带动，原奶/反刍业务毛利率分别为 34.3%/14.2%，分别同比+1.6/-2.6 ppt。原奶业务毛利率提升主要受益于公司公斤奶饲料成本同比-10.5%至 1.88 元。公司销售费用率/管理费用率分别为 3.1%/4.1%，分别同比-0.2/-0.1ppt；现金 EBITDA 利润率为 27.0%，同比提升 0.5 ppt，经营质量继续提升。

► 维持“买入”评级，目标价 5.83 港元/股

在行业存栏持续去化及原奶需求逐步回暖下，2026 年牧业有望迎来供需平衡，公司业绩将释放弹性，我们预计公司 26-28 年归母净利润至 14.27/28.01/32.59 亿元，给予 2026 年约 15 倍 PE，对应 5.83 港元/股目标价，较现价有 32.5% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260408）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1117.HK	现代牧业	HKD	1.54	122	-9.8	13.2	6.5	5.6	1.3	1.1	0.9	0.8
1717.HK	澳优	HKD	1.81	32	16.4	10.3	9.1	9.1	0.5	0.5	0.4	0.4
1112.HK	H&H国际控股	HKD	12.56	81	37.3	10.7	8.5	7.3	1.2	1.1	1.0	0.9
6186.HK	中国飞鹤	HKD	3.54	321	14.9	11.7	10.8	10.4	1.2	1.0	1.0	1.0
2319.HK	蒙牛乳业	HKD	17.35	673	39.3	11.9	10.6	9.7	1.5	1.3	1.2	1.1
平均					19.6	11.6	9.1	8.4	1.1	1.0	0.9	0.8
9858.HK	优然牧业	HKD	4.40	184	-34.7	11.3	6.2	5.3	1.3	1.1	1.0	0.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原奶价格大幅下行；
2. 奶牛存栏去化不及预期；

3. 消费需求恢复不达预期；
4. 奶牛重大疾病风险。

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>