

买入

盈利大幅扭亏，业绩弹性释放

优然牧业 (9858.HK)

2026-09-01 星期二

【投资要点】

➤ 收入增长稳健，盈利同比扭亏

2026 年上半年，公司实现收入 106.3 亿元，同比+3.3%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比+371.78%，扭亏为盈。收入增长主要由原奶销量带动，利润扭亏主要受益于原料奶价格降幅收窄、淘汰牛价格上涨，生物资产公允价值变动相关亏损大幅减少。剔除生物资产公允价值影响，公司实现利润 21.6 亿元，同比+8.9%。

➤ 原奶业务增长由销量带动，反刍业务恢复增长

2026 年上半年，公司原奶/反刍业务分别实现收入 80.5/25.7 亿元，同比+2.0%/7.8%。公司原奶业务增长主要由原奶销量带动，原料奶总销量达 217 万吨，同比+6.6%，原奶平均售价为 3.70 元/公斤，同比-4.39%。反刍业务中，肉牛羊饲料上半年收入增速超 60%，带动反刍业务持续恢复增长。

➤ 原奶业务毛利率提升，盈利能力释放

2026 年上半年，公司实现毛利率 29.6%，同比-0.4 ppt，当中原奶/反刍业务毛利率分别为 34.8%/13.4%，分别同比+0.1/-1.0 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-4.7%至 1.82 元，反刍业务毛利率下滑主要由于肉牛羊饲料当前处于市场拓展阶段，毛利率较低。公司销售费用率/管理费用率分别为 3.0%/4.0%，分别同比持平/+0.3 ppt。归母净利润率由负转正至 7.59%，若剔除生物资产公允价值减销售成本变动亏损影响，经调整归母净利润率约为 20.0%（25H1 为 18.8%）。

➤ 维持“买入”评级，目标价 5.94 港元/股

在行业存栏持续去化及原奶需求逐步回暖下，牧业将迎来周期反转，公司业绩释放弹性，我们上调公司 26-28 年归母净利润至 17.94/26.07/36.40 亿元，给予 2026 年约 12 倍 PE，对应 5.94 港元/股目标价，较现价有 46.4%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	21,967	23,908	26,020
同比增长	7.5%	2.8%	6.4%	8.8%	8.8%
毛利率	28.8%	29.8%	30.1%	30.5%	31.0%
归母净利润	-691	-432	1794	2607	3640
同比增长	34.2%	37.4%	515.0%	45.3%	39.6%
净利率	-3.4%	-2.1%	8.2%	10.9%	14.0%
每股盈利	-0.18	-0.11	0.43	0.58	0.81
PE@3.84HKD	-18.7	-30.3	7.9	5.8	4.2

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**5.94 港元**

现价：**4.055 港元**

预计升幅：**46.4%**

重要数据

日期	2026-8-31
收盘价（港元）	4.055
总股本（亿股）	41.91
总市值（亿港元）	182.12
净资产（亿元）	147.43
总资产（亿元）	410.04
52 周高低（港元）	2.72/5.29
每股净资产（元）	3.08

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

伊利股份 36.08%

相关报告

优然牧业首发报告-20251014

优然牧业更新报告-20260409

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 收入增长稳健，盈利同比扭亏

2026 年上半年，公司实现收入 106.3 亿元，同比+3.3%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比+371.78%，扭亏为盈。收入增长主要由原奶销量带动，利润扭亏主要受益于原料奶价格降幅收窄、淘汰牛价格上涨，生物资产公允价值变动相关亏损大幅减少。剔除生物资产公允价值影响，公司实现利润 21.6 亿元，同比+8.9%。

图 1：公司营收及同比情况（单位：亿元）

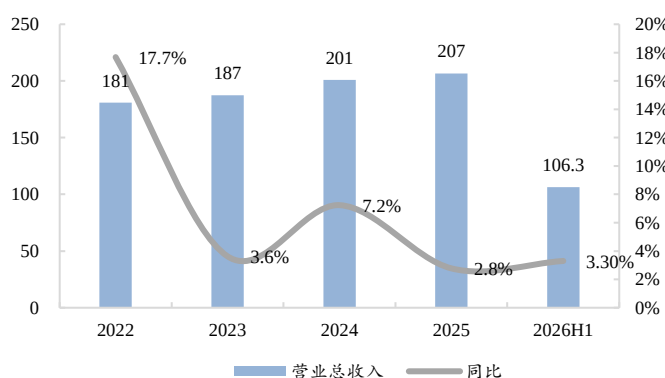
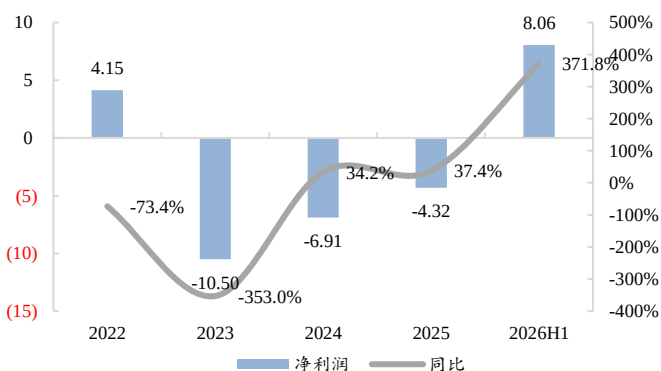


图 2：公司净利润及同比情况（单位：亿元）



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

➤ 原奶业务增长由销量带动，反刍业务恢复增长

2026 年上半年，公司原奶/反刍业务分别实现收入 80.5/25.7 亿元，同比+2.0%/7.8%。公司原奶业务增长主要由原奶销量带动，原料奶总销量达 217 万吨，同比+6.6%，原奶平均售价为 3.70 元/公斤，同比-4.39%。反刍业务中，肉牛羊饲料上半年收入增速超 60%，带动反刍业务持续恢复增长。

公司单产和畜群结构持续改善，奶牛单产同比增长 1.6%至 13.1 吨，奶牛存栏数量较 25 年末下降 0.5%至 61.58 万头，其中成母牛增加 0.8%至 34.33 万头，占奶牛总头数的 55.7%，较 25 年末+0.7 ppt。反刍业务方面，公司肉牛羊饲料当前已建立了 60 余家标杆牧场，开发了大型养殖客户，预计下半年仍将保持较快增长。

图 3：公司原奶销售量（单位：万吨）

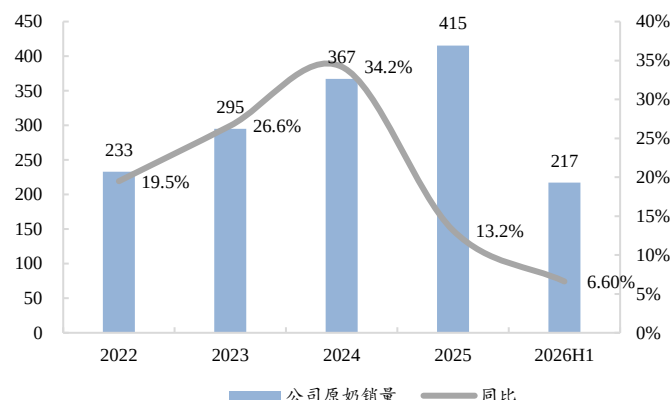
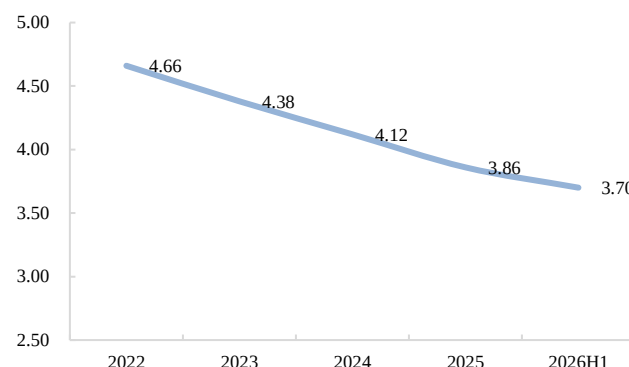


图 4：公司原奶销售均价（单位：元/公斤）



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

➤ 原奶业务毛利率提升，盈利能力释放

2026 年上半年，公司实现毛利率 29.6%，同比-0.4 ppt，当中原奶/反刍业务毛利率分别为 34.8%/13.4%，分别同比+0.1/-1.0 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-4.7%至 1.82 元，反刍业务毛利率下滑主要由于肉牛羊饲料当前处于市场拓展阶段，毛利率较低。公司销售费用率/管理费用率分别为 3.0%/4.0%，分别同比持平/+0.3 ppt。归母净利润率由负转正至 7.59%，若剔除生物资产公允价值减销售成本变动亏损影响，经调整归母净利润率约为 20.0%（25H1 为 18.8%）。

➤ 维持“买入”评级，目标价 5.94 港元/股

在行业存栏持续去化及原奶需求逐步回暖下，牧业将迎来周期反转，公司业绩释放弹性，我们上调公司 26-28 年归母净利润至 17.94/26.07/36.40 亿元，给予 2026 年约 12 倍 PE，对应 5.94 港元/股目标价，较现价有 46.4%的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260831）

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	1.46	116	-9.2	14.9	6.7	5.0	1.2	1.0	0.9	0.7
1717.HK	澳优	HKD	1.22	22	11.0	-9.3	7.2	6.1	0.4	0.3	0.3	0.3
1112.HK	H&H 国际控股	HKD	18.32	118	54.5	11.5	9.2	8.0	1.6	1.5	1.4	1.2
6186.HK	中国飞鹤	HKD	2.81	254	11.8	10.2	9.5	8.7	0.9	0.9	0.9	0.8
2319.HK	蒙牛乳业	HKD	18.10	701	41.0	12.4	11.0	10.0	1.5	1.3	1.2	1.1
平均					21.8	7.9	8.7	7.6	1.1	1.0	0.9	0.8
9858.HK	优然牧业	HKD	4.06	182	-30.3	7.9	5.8	4.2	1.1	0.9	0.8	0.7

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。

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,615	1,913	2,207	664	(469)
应收账款	2,260	2,162	2,227	2,227	2,281
存货	4,311	4,001	4,062	4,244	4,491
其他流动资产	170	633	220	143	104
流动资产	8,356	8,709	8,716	7,279	6,407
固定资产净值	15,079	14,502	17,175	19,526	21,776
无形资产	27	23	21	19	17
生物资产	15,365	14,583	13,500	13,500	13,500
商誉	672	672	672	672	672
其他长期资产	4,158	3,882	3,600	3,500	3,500
总资产	43,657	42,371	43,685	44,496	45,873
销售应付款项及应付票据	2,276	2,146	2,221	2,417	2,631
应付费用及其他应付款项	1,823	1,755	1,779	1,937	2,108
银行及其他借款	16,709	16,083	15,076	14,096	13,606
租赁负债	248	300	308	288	278
应付税项	27	17	20	20	20
其他	26	20	20	22	23
流动负债	21,110	20,321	19,423	18,778	18,665
银行及其他借款	7,547	7,328	6,063	5,283	3,723
递延所得税负债	11	11	11	11	11
租赁负债	1,988	1,944	1,710	1,490	1,050
其他	840	924	924	924	924
总负债	31,497	30,529	28,131	26,486	24,373
非控股权益	865	862	705	555	405
股东权益	11,295	10,980	14,849	17,456	21,096
总权益	12,160	11,842	15,554	18,010	21,500
负债及权益合计	43,657	42,371	43,685	44,496	45,873

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	(774)	(378)	1,900	2,856	4,058
所得税	(87)	(58)	(266)	(400)	(568)
折旧	696	762	841	996	1,133
摊销	3	4	4	4	4
运营资金的变动	633	(268)	388	249	125
其他	5,367	5,883	4,096	300	-
经营活动产生现金流量	5,838	5,945	6,964	4,006	4,751
资本开支	(6,518)	(3,758)	(3,515)	(3,347)	(3,383)
其他	921	(287)	(1,367)	(102)	(2)
投资活动产生现金流量	(5,597)	(4,045)	(4,882)	(3,449)	(3,385)
新增贷款	25,958	2,925	23,000	22,000	21,000
偿还贷款	(28,045)	(29,944)	(25,500)	(24,000)	(23,500)
分红	-	-	-	-	-
其他	(1,028)	25,418	(1,365)	(100)	-
融资活动产生现金流量	(3,115)	(1,602)	(1,788)	(2,100)	(2,500)
现金净变动	(2,874)	299	294	(1,543)	(1,133)
现金的期初余额	4,488	1,615	1,913	2,207	664
汇率变动的影响	0	-	-	-	-
现金的期末余额	1,615	1,913	2,207	664	(469)

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,096	20,654	21,967	23,908	26,020
营业成本 (剔除折旧)	18,086	18,758	19,771	21,517	23,418
于收获时点按公允价值减销售成	4,469	5,020	5,382	6,192	7,026
毛利	6,479	6,916	7,579	8,583	9,628
销售及行政管理费 (剔除摊销)	1,436	1,489	1,538	1,650	1,769
生物资产公允价值减销售成本变	3,921	4,312	2,636	2,391	2,082
其他经营 (收入) / 开支	90	(337)	(230)	(159)	(195)
税前折旧及摊销前利润	1,032	1,452	3,635	4,702	5,971
折旧	696	762	841	996	1,133
摊销	3	4	4	4	4
息税前利润	333	686	2,790	3,701	4,835
利息成本	903	818	690	628	568
利息收入	-	-	-	-	-
其他 (收入) / 成本	204	246	200	217	208
除税前溢利	(774)	(378)	1,900	2,856	4,058
所得税	87	58	266	400	568
非控股权益	(171)	(3)	(160)	(150)	(150)
归母净利润	(691)	(432)	1,794	2,607	3,640

主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长性 (%)					
营业收入增长率	7.5%	2.8%	6.4%	8.8%	8.8%
净利润增长率	34.2%	515.0%	45.3%	39.6%	0.0%
盈利能力 (%)					
毛利率	28.8%	29.8%	30.1%	30.5%	31.0%
净利率	-3.4%	-2.1%	8.2%	10.9%	14.0%
ROE	-5.5%	-3.6%	13.1%	15.5%	18.4%
ROA	-1.5%	-1.0%	4.2%	5.9%	8.1%
偿债能力 (%)					
资产负债率	72.1%	72.1%	64.4%	59.5%	53.1%
流动比率	0.40	0.43	0.45	0.39	0.34
速动比率	0.19	0.23	0.24	0.16	0.10
营运能力 (次)					
存货周转率	4.56	4.97	5.45	5.76	5.96
流动资产周转率	2.03	2.42	2.52	2.99	3.80
总资产周转率	0.45	0.48	0.51	0.54	0.58
每股资料 (元)					
每股盈利	-0.18	-0.11	0.43	0.58	0.81
每股净资产	3.16	3.04	3.71	4.01	4.79
估值比率 (倍)					
PE	-18.72	-30.30	7.86	5.80	4.15
PB	-1.06	-1.11	0.91	0.84	0.70

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>