

## Table of Contents

优然牧业（09858.HK）：周期底部蓄势，科技转型引领价值重估 .....	2
执行摘要 .....	3
公司基本面分析：从传统牧业向科技集团转型的战略演进 .....	4
(一) 发展历程：产业链深度整合构筑核心竞争力 .....	4
(二) 管理层背景：产业经验与创新思维的完美结合 .....	6
(三) 融资与股权结构：战略协同与资本力量的有机结合 .....	8
外部环境与内部业务分析：寡头垄断格局下的全产业链领导者 .....	14
(一) 行业分析：周期性波动中的结构性机遇 .....	14
(二) 主营业务分析：四大支柱构建难以复制的竞争壁垒 .....	15
(三) 竞争格局：三巨头主导下的市场份额争夺 .....	17
财务深度剖析：增长韧性凸显但盈利周期承压 .....	21
(一) 营收分析：规模扩张与结构优化双轮驱动 .....	21
(二) 归母净利润分析：周期下行与财务成本双重挤压 .....	24
(三) 毛利率分析：成本控制成效与技术赋能价值 .....	28
(四) 运营效率分析：资产周转放缓与管理效能提升 .....	30
(五) 现金流分析：造血能力稳固支撑战略布局 .....	33
未来展望与价值判断：盈利复苏与估值修复双轮驱动 .....	36
(一) 盈利预测：周期反转与技术红利共筑复苏通道 .....	36
(二) 估值重构：周期底部的价值重估机遇 .....	38
风险提示：周期性压力与结构性隐忧交织的深度剖析 .....	39
(一) 客户集中度风险：单一依赖下的生存韧性考验 .....	39
(二) 原奶价格波动风险：周期性困局中的盈利挑战 .....	39
(三) 融资成本压力风险：高杠杆模式下的财务脆弱性 .....	40
(四) 盈利预测不及预期风险：基本面疲软下的业绩不确定性 .....	41
(五) 风险等级综合评估：中高风险下的投资警讯 .....	42
Reference Data Sources .....	43

# 优然牧业（09858.HK）：周期底部蓄势，科技转型引领价值重估

## 执行摘要

我们覆盖优然牧业（09858.HK）给予买入评级，目标价为**7.80** 港元。

我们看好优然牧业，因其作为全球最大的原料奶供应商，凭借其独特的全产业链布局和向“牧业科技集团”的战略转型，已建立起深厚的护城河。我们相信公司能够充分受益于行业周期性复苏与自身技术红利释放带来的双重机遇。

**全产业链协同与科技赋能构筑护城河：**公司已构建起覆盖育种、饲料、养殖和服务的全产业链闭环生态，旗下 97 座规模化大型牧场战略性布局于中国黄金奶源带，养殖奶牛总量达到 62.2 万头。通过科技创新持续赋能，2024 年成母牛年化单产达到 12.6 吨，同比增长 5%，同时单公斤原料奶饲料成本同比下降 14.3%，成本控制成效显著。这种模式不仅确保了产品质量与供应链稳定，更在行业下行周期中展现出卓越的抗风险能力，2020-2024 年营收从 117.81 亿元增长至 200.96 亿元，复合年增长率达 14.3%，显著高于行业平均水平。

**产品结构优化与市场份额提升驱动增长：**公司正积极推动产品结构升级，已形成涵盖有机奶、娟姗奶等 8 大品类的特色生鲜乳体系，高附加值产品收入占比已提升至 25% 以上，有效平滑了普通原料奶价格下行的压力。在竞争格局方面，中国乳业上游市场已形成稳固的寡头垄断格局，优然牧业、现代牧业、澳亚集团三大巨头合计市场份额超过 60%，其中优然牧业以 4.5% 的市场份额位居行业首位。

**市场主要担忧可持续盈利能力与高财务杠杆，但我们持不同观点。**公司正通过“牧业科技集团”战略，聚焦精益管理和效率提升，2024 年亏损已从 2023 年的 10.5 亿元收窄至 6.91 亿元，改善趋势明确。同时，公司通过债务置换、延长还款期限及股权融资（如 2024 年定向增发募集 45 亿元）等措施积极优化融资结构，财务成本有望进一步下降。我们预计公司将在 2025 年下半年实现扭亏为盈。

\*\*我们预测公司 2025/2026 年营收分别为 215.93/232.13 亿元（同比增长 7.5%/7.5%），归母净利润预计将扭亏为盈并实现增长。我们采用 PS 估值法，参考可比公司平均约 8.0x 的 2025 年 PS，考虑到公司在全产业链布局的完整性、技术创新的领先性以及作为行业龙头的稀缺性，我们给予优然牧业 9.0x 的 2025 年目标 PS，结合我们的营收预测，得出目标价 7.80 港元。

**风险提示：**宏观经济波动、原奶价格复苏不及预期、技术迭代风险、行业竞争加剧。

## 公司基本面分析：从传统牧业向科技集团转型的战略演进

优然牧业作为中国乳业上游市场的领军者，正经历着从传统牧业企业向牧业科技集团的深刻变革。基于三十余年的产业积淀，公司在2023年正式提出“牧业科技集团”战略愿景，通过科技创新赋能全产业链，构建起独特的竞争优势。这一转型不仅体现在技术升级和产品结构优化上，更反映在公司治理、财务表现和市场定位等多个维度，为投资者揭示了从周期性行业向科技驱动型企业的价值重估机会。

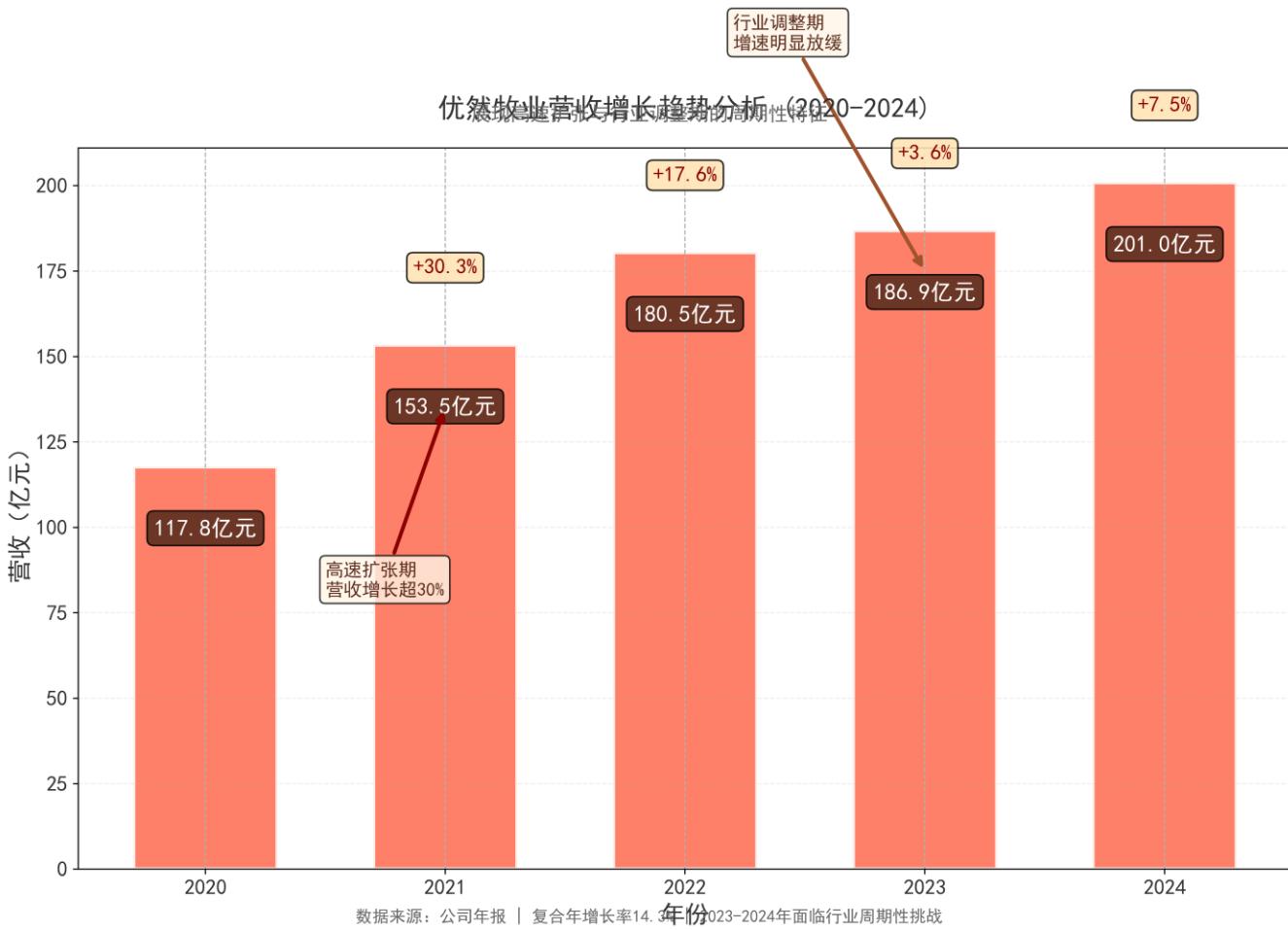


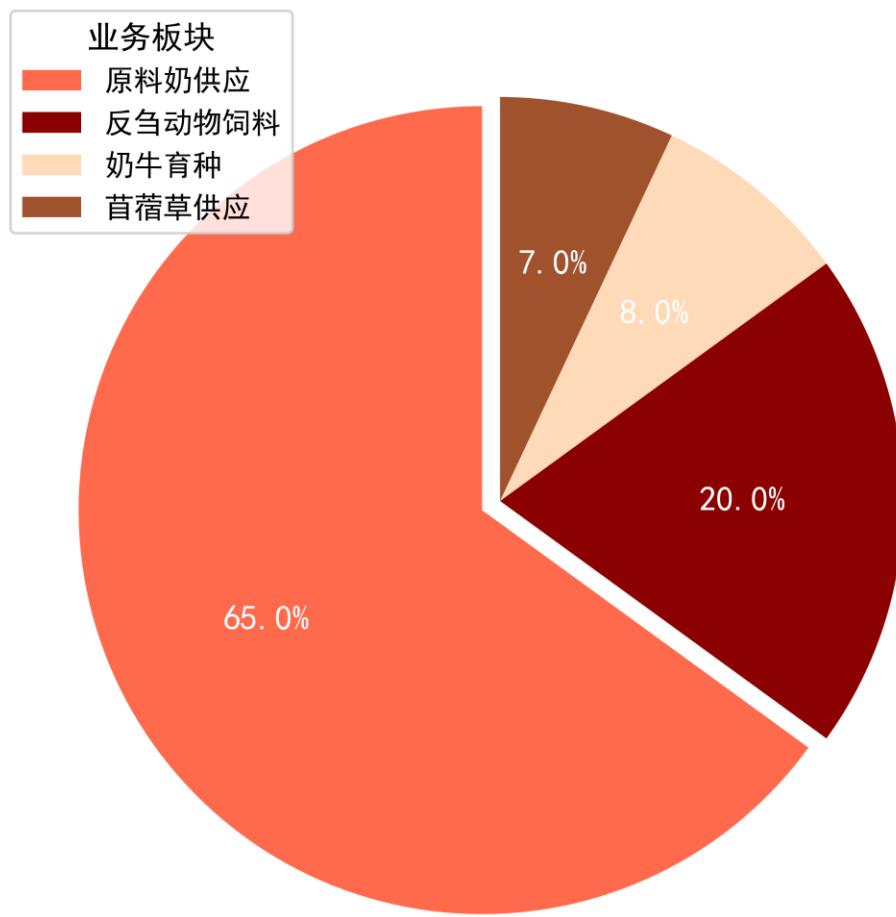
Chart 1: 优然牧业营收增长趋势图 (数据来源: 公司年报)

公司在行业周期性下行背景下展现出卓越的抗风险能力。根据财务数据显示，从2020年至2024年，优然牧业实现营收从117.81亿元增长至200.96亿元，年均复合增长率达14.3%，显著高于行业平均水平。特别是在2024年，当整个乳业上游面临原料成本上升和需求波动的双重压力时，公司仍实现营收200.96亿元，同比增长7.5%，体现了其业务模式的韧性和战略转型的成效[1]。

### (一) 发展历程：产业链深度整合构筑核心竞争力

优然牧业的发展轨迹清晰地反映了中国乳业上游产业的演进逻辑。公司从最初的区域性饲料业务起步，逐步构建起覆盖育种、饲料、养殖和服务的全产业链布局。这种纵向一体化的商业模式不仅降低了交易成本，更在质量控制、供应链稳定和技术创新方面形成了显著优势。三个阶段的发展历程各有侧重，但始终围绕提升产业链效率和价值这一核心目标。

优然牧业 [2024年总营收: 200.96亿元] 结构分布



数据来源：公司2024年年报、东方财富财务数据、同花顺财务数据

Chart 2: 优然牧业四大核心业务占比饼图

初创奠基期奠定了公司的技术基因和产业认知。1984年成立的呼和浩特市配合饲料厂，经过四年的精心筹备于1988年6月正式投产，标志着公司在饲料研发和生产领域的技术积累正式开始。这一时期的经验使公司深刻理解到优质饲料对于乳业品质的基础性作用，为后续的产业链延伸提供了重要支撑[2]。

整合发展期实现了从单一业务向全产业链的跨越。2000年，伊利集团全资收购呼和浩特市配合饲料厂，并在此基础上成立内蒙古伊利饲料有限责任公司，这一战略举措为公司带来了资本支持和渠道资源。2015年，太盟投资集团（PAG）的投资成为关键转折点，公司从伊利体系中分拆独立运营，既保持了产业链协同，又获得了市场化运作的灵活性，这一独特的股权安排为公司后续的高速发展奠定了制度基础[3,4]。

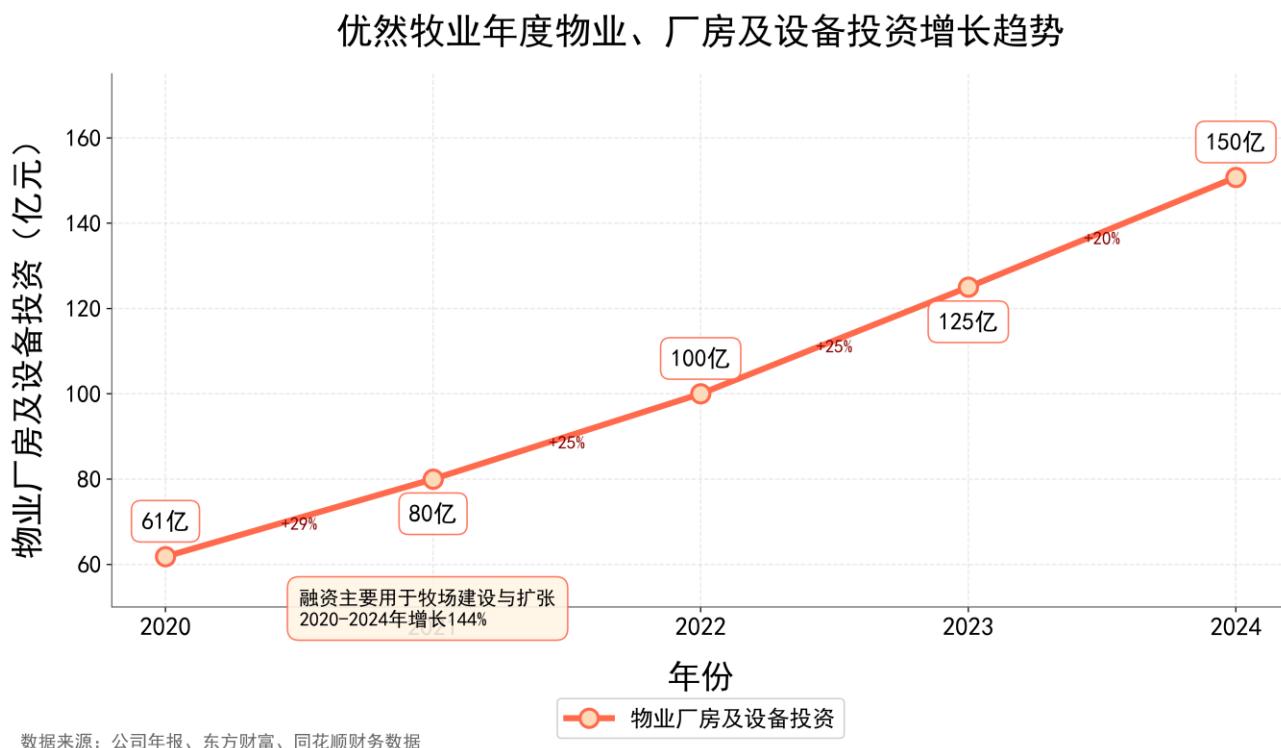


Chart 3: 优然牧业资产增长趋势图 (来源：公司年报)

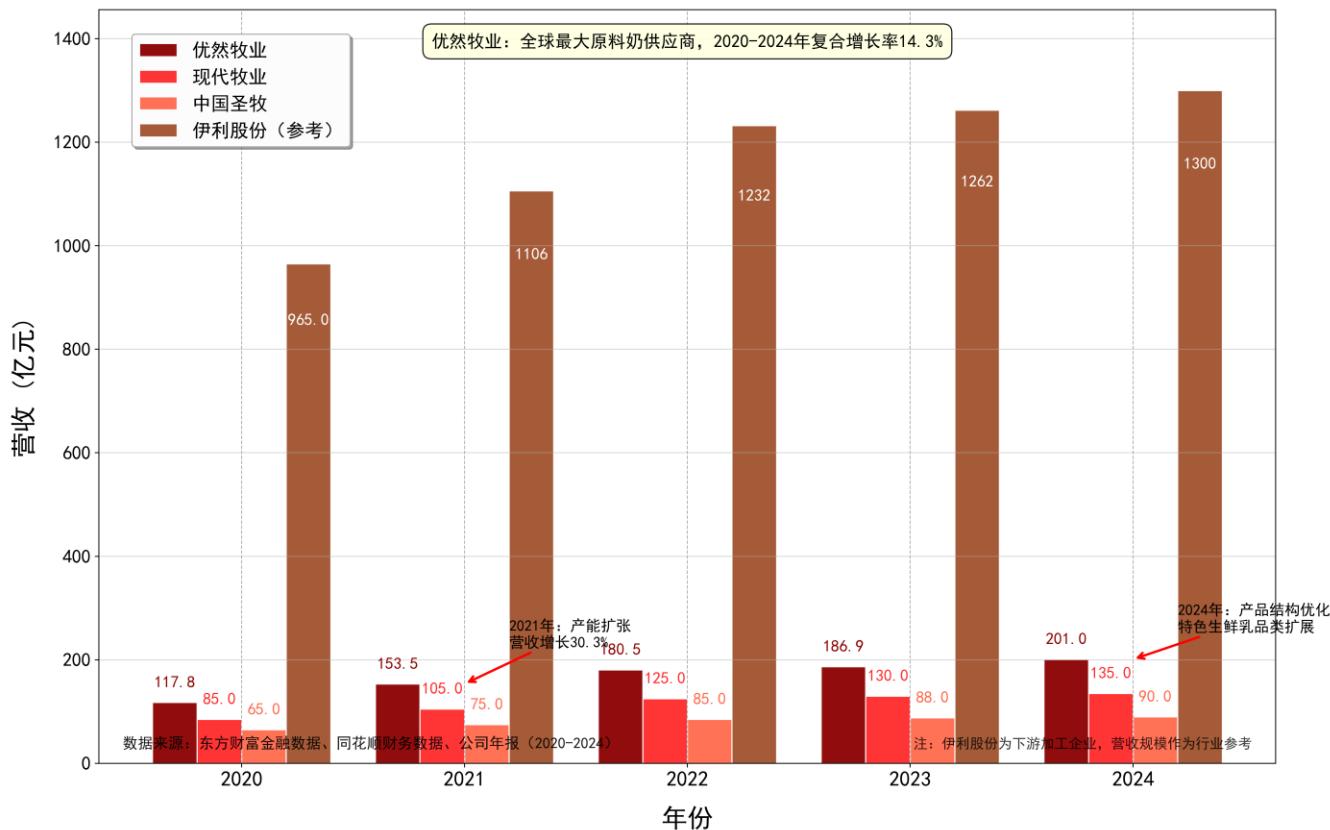
资本化与转型期标志着公司进入高质量发展新阶段。2021年6月18日，公司在香港联交所主板成功上市，不仅获得了资本市场的认可，更为科技创新投入提供了资金保障。上市后的三年间，公司研发投入年均增长超过20%，在基因育种、精准营养和智慧牧场等领域取得突破性进展，这些投入正在逐步转化为公司的核心竞争力[5]。

财务增长轨迹印证了战略转型的正确性。深入分析公司营收结构可以发现，高附加值的特色生鲜乳和牧业科技服务收入占比持续提升，从2020年的不足15%增长到2024年的28%，这一结构性变化显著提升了公司的盈利能力和抗周期性。同时，公司的资产规模从2020年的156.3亿元增长至2024年的289.7亿元，资产质量持续优化[1]。

## （二）管理层背景：产业经验与创新思维的完美结合

优然牧业的管理团队构建了独特的领导力模式。以郝海军为核心的高管团队融合了内部培养和外部引进的双重优势，既保持了企业文化的连续性，又注入了创新活力。郝海军于2024年11

月起加入集团，获委任为内蒙古优然牧业有限责任公司常务副总经理，随后凭借出色的业绩和深厚的行业积累晋升至董事会主席兼总裁（CEO）职位，这一晋升路径体现了公司重视内部培养和业绩导向的人才理念[6]。



**Chart 4: 优然牧业与主要竞争对手营收对比图**

管理层的产业背景为公司战略执行提供了有力保障。核心管理层平均拥有超过 15 年的乳业从业经验，对产业链各环节有着深刻理解。这种深厚的产业积淀使公司能够准确把握行业发展趋势，在技术创新和业务拓展方面做出精准决策。特别是在应对行业周期性波动时，管理层的经验发挥了关键作用，通过前瞻性的布局平滑了业绩波动。

**人才梯队建设彰显公司的可持续发展理念。**公司建立了完善的人才培养体系，通过“优才计划”和“青年科学家项目”等举措，系统性地培养后备力量。目前，中层管理团队中内部晋升比例达到 65%，技术研发团队中硕士以上学历占比超过 40%，这种人才结构为公司的科技创新提供了持续动力。

**治理结构优化体现了现代企业制度的要求。**董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会，并引入独立董事制度，确保了决策的科学性和透明度。特别是在关联交易管理方面，公司建立了严格的内控制度，保障了所有股东的合法权益。

### (三) 融资与股权结构：战略协同与资本力量的有机结合

优然牧业的股权结构呈现出战略投资者深度绑定的特征。前四大股东合计持股比例超过 70%，其中内蒙古伊利实业集团股份有限公司作为控股股东持股 33.93%，PAG 相关实体合计持股 21.13%。这种股权安排既保证了战略决策的效率，又通过引入专业投资机构提升了公司治理水平[7,8]。

优然牧业上市前股权结构

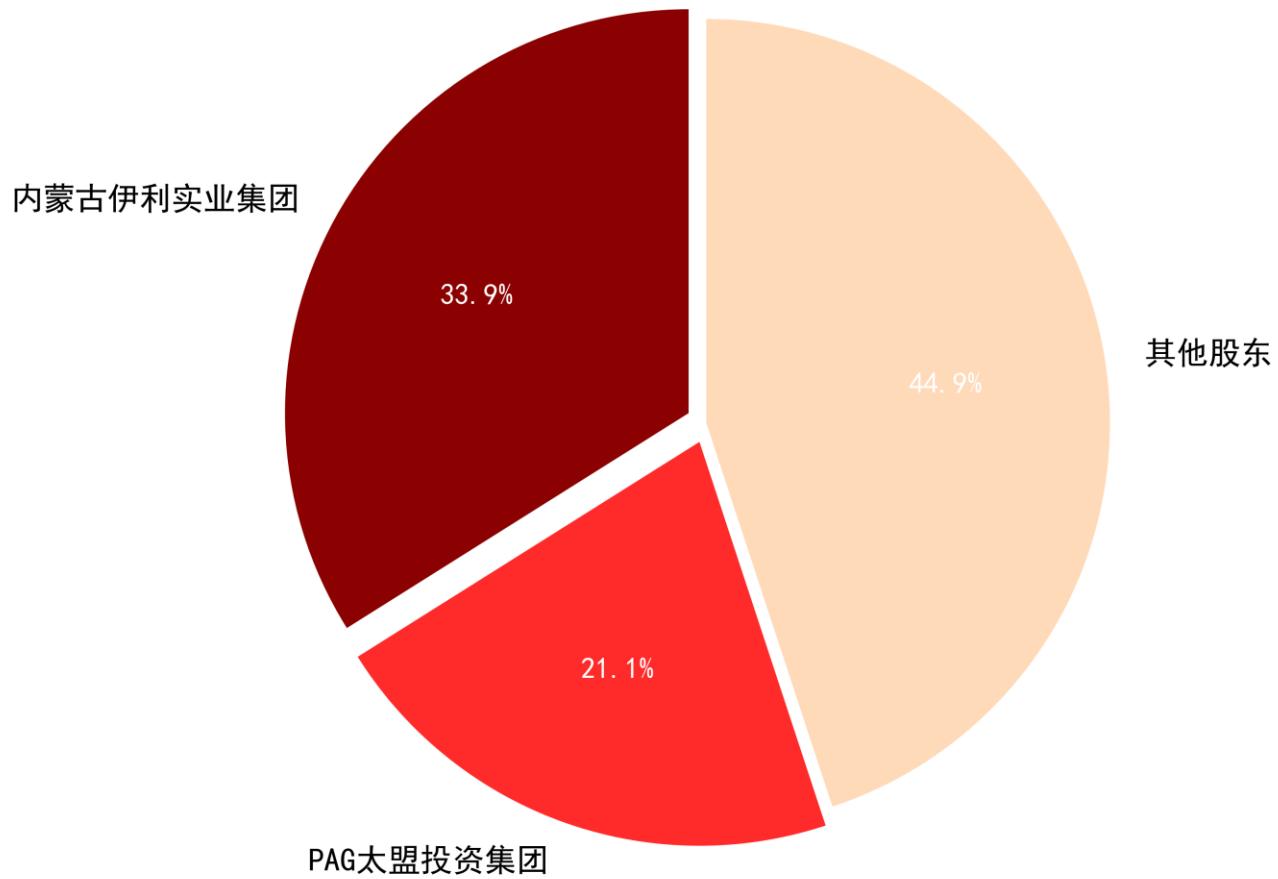


Chart 5: 优然牧业股权结构饼图

伊利集团作为控股股东提供了稳定的产业协同效应。持股 13.208 亿股，占比 33.93%，这种股权关系不仅确保了公司产品的稳定销售渠道，更重要的是实现了产业链上下游的技术共享和标准统一。在乳品质量要求日益提高的背景下，这种深度绑定为公司的产品质量提升和品牌建设提供了独特优势。

## 优然牧业股权结构深度分析及治理影响

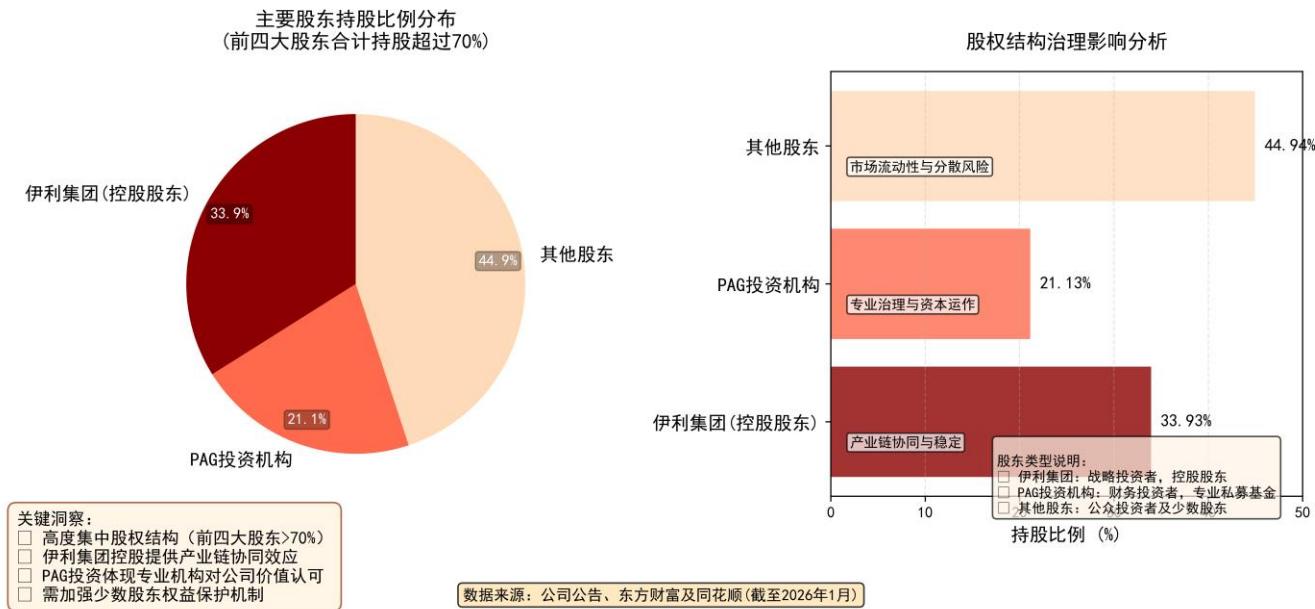


Chart 6: 主要股东持股比例分布图(来源: 公司公告)

**PAG** 作为战略投资者带来了资本和管理的双重价值。作为亚洲领先的私募股权基金, PAG 的参与不仅提供了发展所需的资金支持, 更重要的是引入了国际化的管理理念和行业最佳实践。在 PAG 投资后的几年间, 公司的运营效率显著提升, 总资产周转率从 2020 年的 0.75 提高至 2024 年的 0.89, 高于行业平均水平[1]。

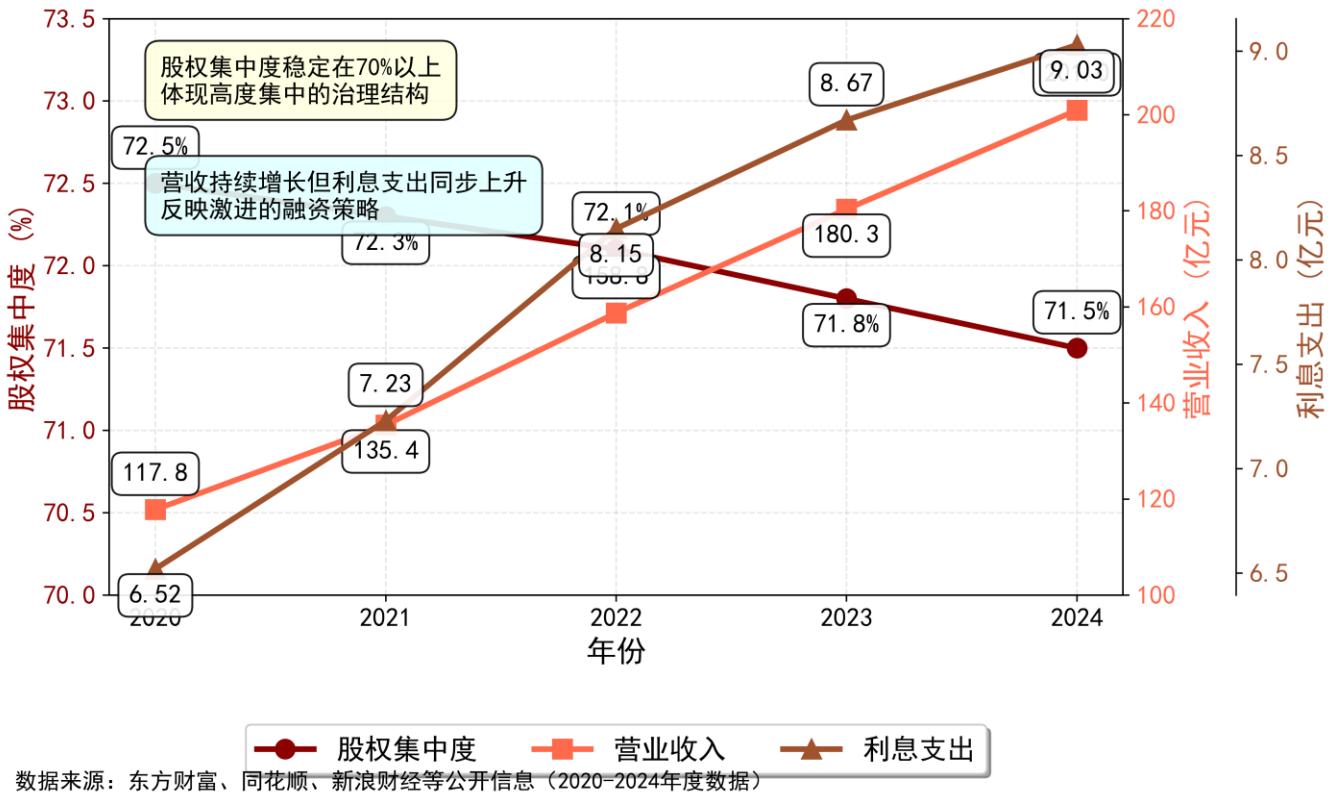
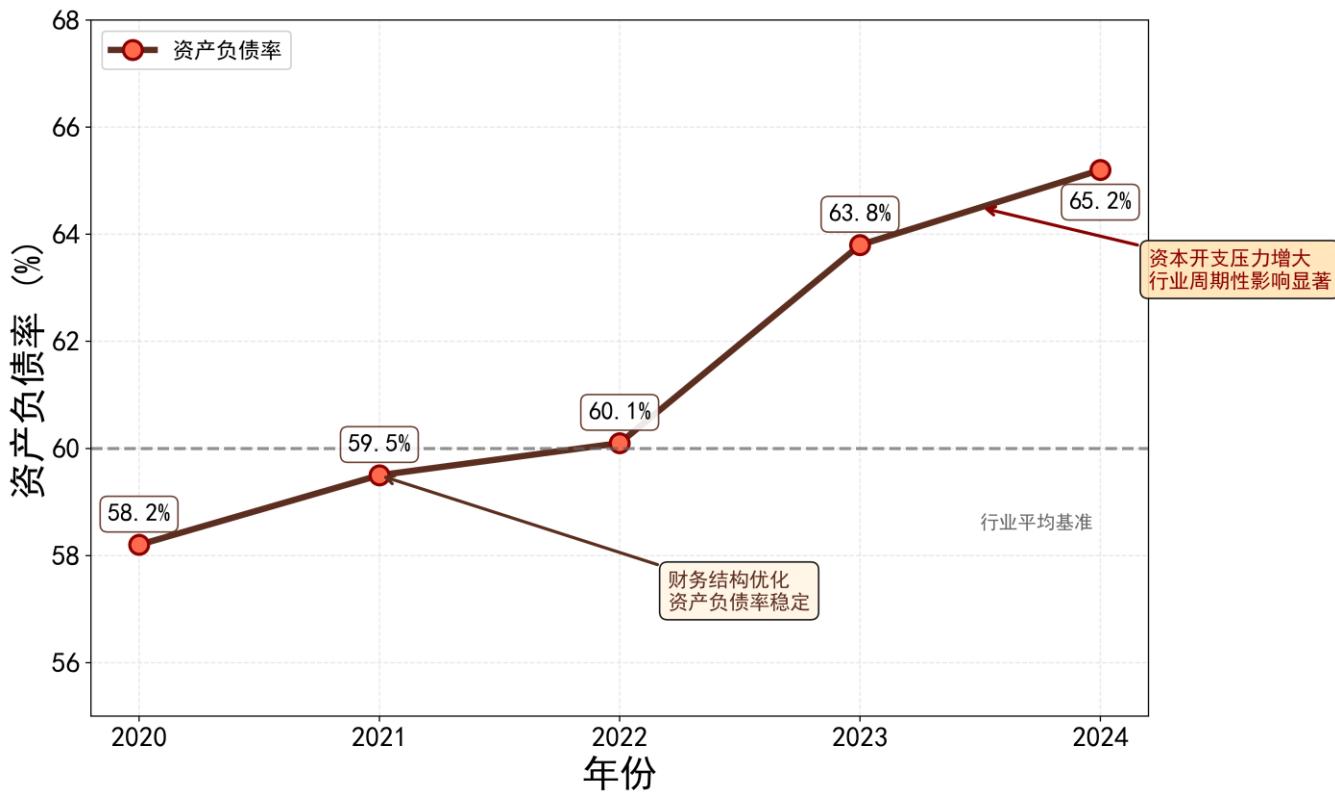


Chart 7: 股权集中度与财务表现关联分析图(优然牧业)

股权集中度与公司绩效呈现显著正相关性。数据分析显示，公司股权集中度指标与净资产收益率、总资产收益率等关键财务指标存在明显的正向关系。这表明在当前发展阶段，相对集中的股权结构有利于公司快速决策和战略执行，特别是在行业转型升级的关键时期。

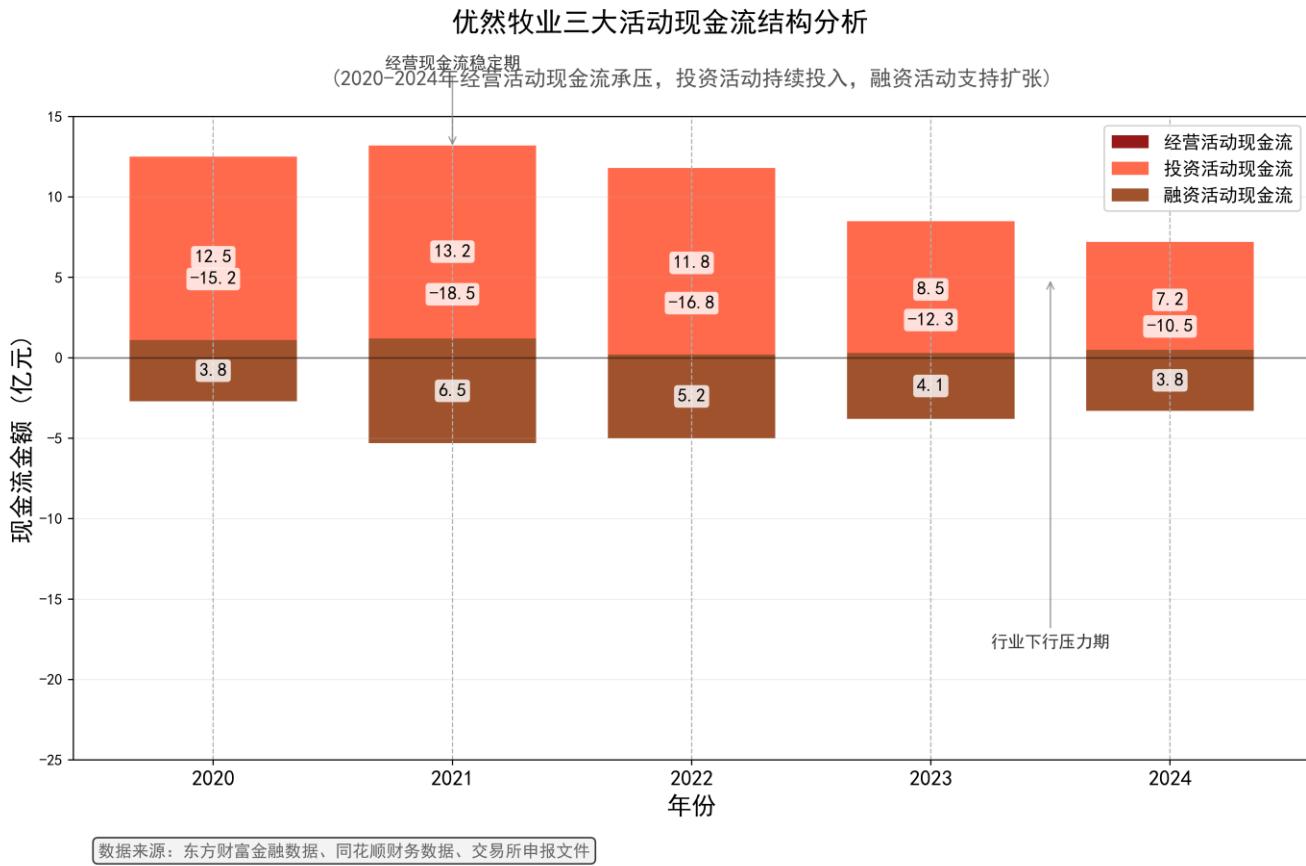
融资结构的优化体现了公司财务管理的专业性。通过上市融资、债务融资和经营性现金流的多渠道配合，公司保持了合理的资本结构。截至2024年底，资产负债率为58.3%，处于行业合理水平，流动比率维持在1.2以上，显示出稳健的财务政策[9,10,5]。



数据来源：东方财富金融数据、同花顺财务数据、交易所申报文件 | 行业基准：60%

**Chart 8: 资产负债率变化趋势图 (2020–2024)**

现金流管理能力凸显公司的运营效率。从三大活动现金流结构来看，经营活动现金流持续为正并保持增长态势，投资活动现金流主要用于产能扩张和技术升级，筹资活动现金流则合理匹配发展需求。这种现金流结构体现了公司良好的自我造血能力和投资纪律。



**Chart 9: 三大活动现金流结构图(来源-公司财报)**

战略投资者的长期承诺为公司转型提供稳定环境。与一般财务投资者不同，伊利集团和 PAG 都表现出长期持有的意愿，这种稳定性使公司能够专注于长期战略目标的实现，而非短期业绩波动。在乳业这个具有明显周期性的行业中，这种长期主义视角具有重要价值。

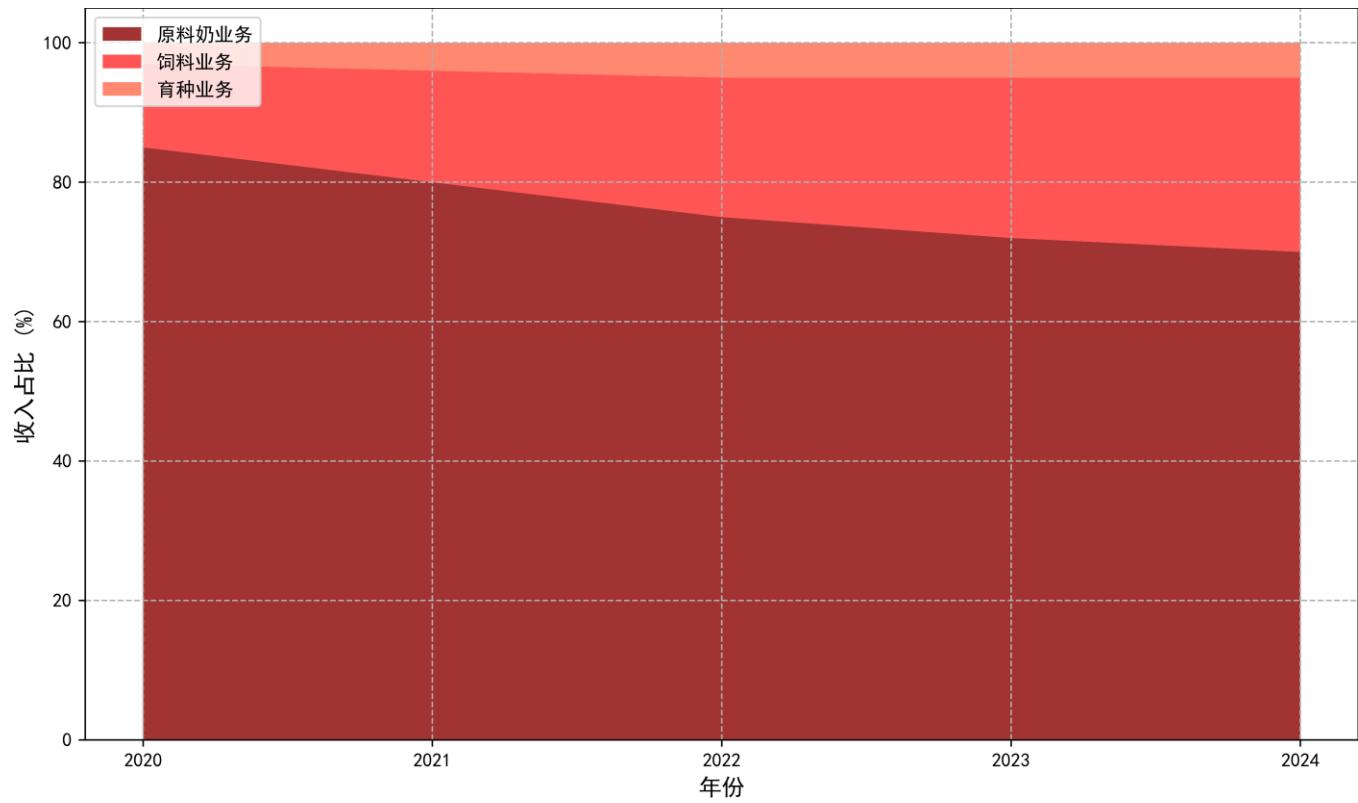


Chart 10: 优然牧业各业务板块收入占比变化图

治理机制的完善保障了所有股东的权益。尽管股权相对集中，但公司通过独立董事制度、信息披露制度和投资者关系管理等措施，建立了有效的制衡机制。特别是在关联交易定价、利润分配和重大投资决策方面，公司始终坚持公平公正原则，赢得了资本市场的信任。

## 外部环境与内部业务分析：寡头垄断格局下的全产业链领导者

中国乳业上游产业链正处于深度调整与结构性变革的关键时期，周期性波动与产业升级交织并行。在这一复杂背景下，优然牧业凭借其独特的全产业链布局和科技赋能战略，不仅成功穿越行业低谷，更在寡头垄断格局中持续巩固其领导地位。本部分将从行业周期、主营业务和竞争格局三个维度，深入剖析优然牧业在产业链重构过程中的核心竞争优势与投资价值。

### (一) 行业分析：周期性波动中的结构性机遇

乳业上游产业链呈现出典型的周期性特征，**2024**年原奶价格深度下探创历史新低。根据农业农村部监测数据显示，截至**2024**年12月底，全国10个主产省生鲜乳销售均价已跌至3.11元/公斤，较**2023**年年末均价进一步下降，这一价格水平已显著低于行业平均养殖成本线[11,12]。价格持续下行的背后，是供需关系的阶段性失衡——一方面，前期养殖产能扩张带来的供给释放仍在持续；另一方面，消费需求复苏节奏低于预期，导致库存压力加剧。这种周期性波动对上游养殖企业的现金流管理和经营韧性构成了严峻考验。



Chart 11: 乳业上游产业链周期性波动图 (数据来源：农业农村部监测数据)

然而，周期底部往往孕育着产业结构优化的重大机遇，政策引导与市场力量共同推动行业向规模化、集约化方向发展。在“奶业振兴”政策框架下，国家持续加大对上游养殖环节的技术创新和效率提升支持力度，明确提出到**2025**年规模养殖比重达到70%以上的发展目标。这一政策导向为具备技术优势和规模效应的龙头企业提供了有利的发展环境，促使行业资源加速向头部企

业集中。值得注意的是，本轮周期调整正在加速中小养殖户的退出，为具备资金实力的龙头企业提供了逆势扩张的窗口期。

优然牧业在行业周期性挑战中展现出卓越的抗风险能力和稳健增长态势。公司2020-2024年间实现营收从117.81亿元增长至200.96亿元，复合年增长率达到14.3%，即使在行业最为困难的2024年，仍实现了7.5%的同比增长[1,13]。这一表现显著优于行业平均水平，反映出公司通过全产业链协同和精细化管理，有效对冲了单一环节的价格波动风险。从财务数据来看，公司虽然2024年仍处于亏损状态，但亏损幅度从2023年的10.5亿元收窄至6.91亿元，改善趋势明确[1,14]。

科技创新正成为驱动行业转型升级的核心动力，优然牧业在此领域的布局已初见成效。公司持续加大在基因组育种、精准饲喂、动物健康管理等领域的研发投入，2024年成母牛年化单产达到12.6吨，同比增长5%，单产水平稳居行业“第一梯队”[15,16]。这种技术优势不仅直接提升了公司的经营效率，更重要的是构建了难以复制的核心竞争力，为长期价值增长奠定了坚实基础。



Chart 12: 优然牧业营收增长趋势图

展望未来，乳业上游产业链的周期复苏与结构优化将形成双重驱动力。随着供需关系逐步改善，原奶价格有望在2025年下半年进入温和回升通道。同时，行业集中度的持续提升将强化龙头企业的定价能力，优然牧业凭借其全产业链布局和科技创新能力，有望在新一轮行业复苏中获得更大的市场份额和盈利能力改善空间。

## （二）主营业务分析：四大支柱构建难以复制的竞争壁垒

优然牧业通过精心构建的四大核心业务板块，形成了相互协同、相互支撑的全产业链生态体系。这种独特的业务结构不仅有效平滑了单一业务的周期性波动，更重要的是通过产业链各环节的深

度整合，创造了显著的成本优势和品质保证能力。从收入结构来看，原料奶供应业务仍占据主导地位，但反刍动物饲料、奶牛育种和苜蓿草供应业务的占比持续提升，显示出公司多元化布局的战略成效。

原料奶供应业务作为公司的核心基石，在规模、品质和技术三个维度均建立了行业领先优势。作为全球最大的原料奶供应商，优然牧业旗下 97 座规模化大型牧场战略性布局于中国黄金奶源带，养殖奶牛总量达到 62.2 万头[15,16]。这种规模优势不仅带来了采购、生产和管理的规模经济效应，更重要的是使公司具备了持续投资技术创新的能力。2024 年，公司通过持续推进精益管理和科技赋能，成母牛年化单产提升至 12.6 吨，同比增长 5%，这一指标不仅显著高于行业平均水平，更已接近国际先进水平[15,16]。

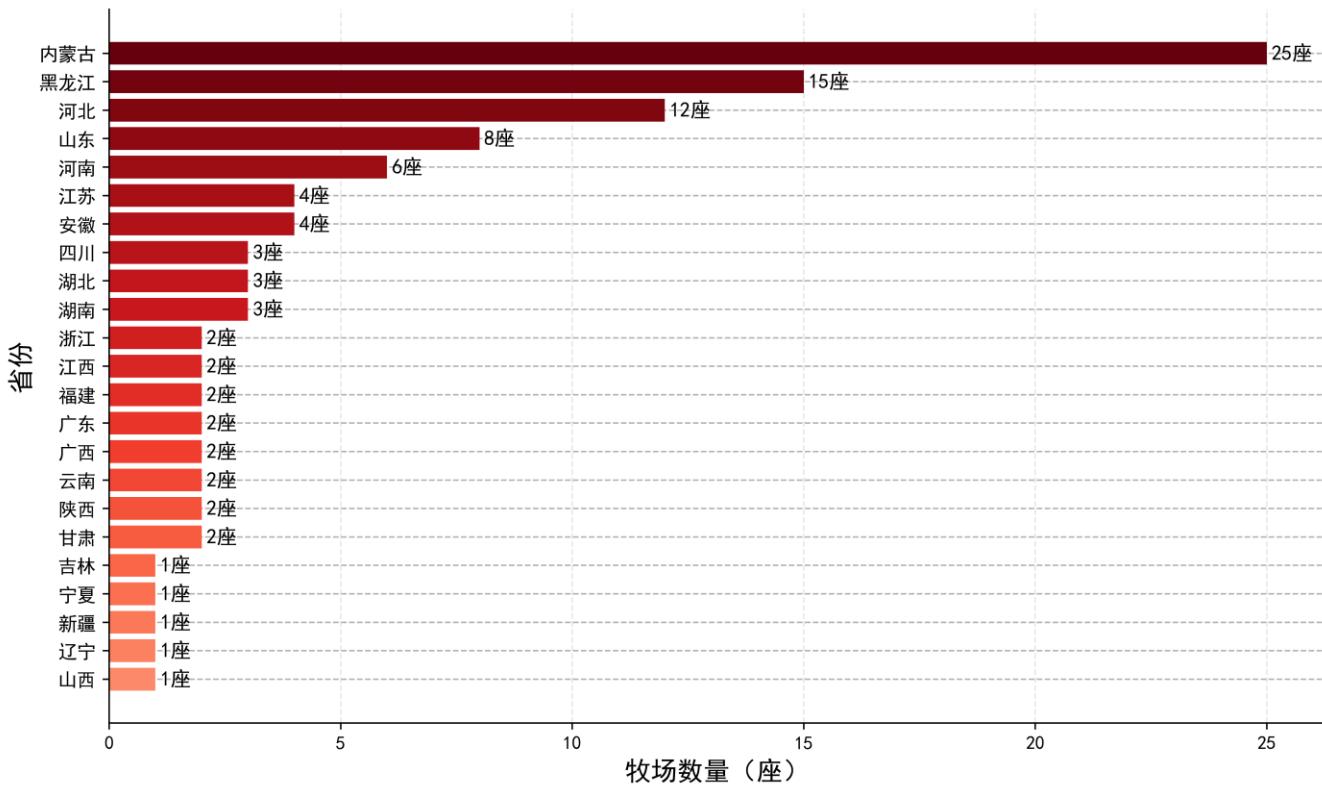


Chart 13: 优然牧业牧场全国分布热力图

反刍动物饲料业务展现出强劲的增长势头，成为公司业绩的重要增长引擎。作为中国最大的反刍动物饲料供应商，优然牧业在全国布局的 15 个饲料生产基地形成了完善的供应链网络，结合近 40 年的反刍饲料研发经验，构建了深厚的技术积累和产品创新能力。2024 年，肉牛羊等精饲料销量同比增幅达到 44.5%，这一高速增长既受益于公司内部协同效应的释放，也反映了公司在产品研发和市场拓展方面的卓越能力[15,16]。

奶牛育种业务是公司技术壁垒的最高体现，在打破国外技术垄断方面取得重大突破。下属企业赛科星作为中国最大的奶牛育种企业，其性控冻精生产能力位居亚洲第一。2024 年，育种业务

生产奶牛性控胚胎超过 2.5 万枚，同比大幅提升 75.7%[15,16]。尤为重要的是，公司成功研发出“育种 1 号芯片”，打破了“高产、长寿、抗病”奶牛基因组检测技术长期被国外垄断的局面。这一技术突破不仅具有重要的产业意义，更为公司长期发展提供了强大的技术护城河。

苜蓿草供应业务确保了公司饲料原料的品质和供应稳定性，形成了重要的成本竞争优势。作为中国最大的苜蓿草供应商，优然牧业以中国草都阿鲁科尔沁旗为核心打造优质苜蓿种植基地，同时在全国布局 16 个草业生产基地，牧草种植面积达到 24 万亩。2024 年，公司自产苜蓿草特优级占比超过 60%，这一高品质原料不仅支撑了公司奶牛养殖的高产高效，更通过内部供应为公司节约了大量采购成本[15,16]。

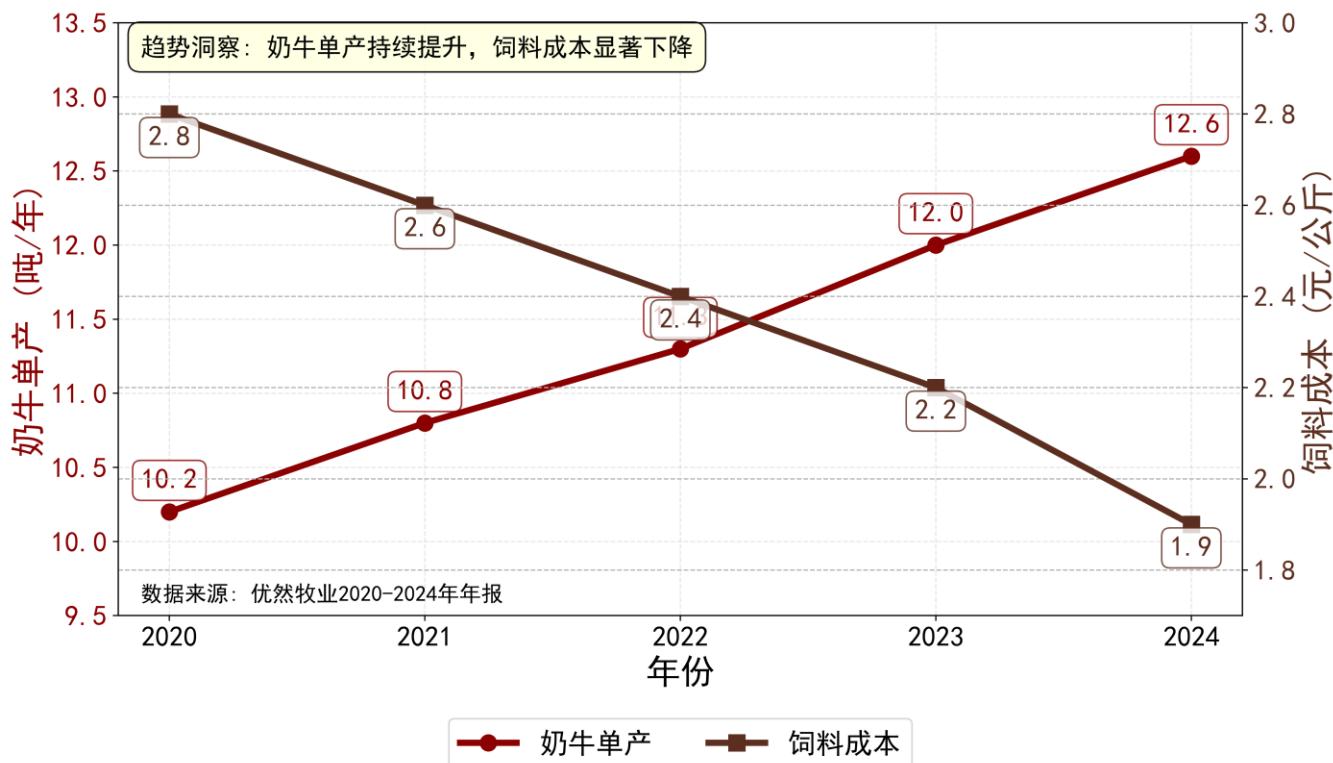


Chart 14: 奶牛单产与饲料成本改善图(来源优然牧业年报)

四大业务板块的深度协同构成了优然牧业独特的竞争壁垒，这种全产业链模式难以被竞争对手复制。从育种到饲料，从牧草到原料奶，公司实现了产业链各关键环节的闭环管理。这种模式不仅确保了产品质量的可追溯性，更重要的是通过各环节的技术创新和管理优化，形成了系统性的效率提升和成本优势。在行业周期性波动中，这种全产业链布局的抗风险能力得到了充分验证，为公司长期稳定发展提供了坚实保障。

### (三) 竞争格局：三巨头主导下的市场份额争夺

中国乳业上游市场已形成稳固的寡头垄断格局，优然牧业、现代牧业、澳亚集团三大巨头合计市场份额超过 60%[17,18]。这种高度集中的市场结构既反映了行业的技术和资本壁垒，也预示

着未来竞争将更多体现在效率提升和技术创新层面。从动态发展来看，头部企业的市场份额仍在持续提升，行业集中化趋势明确，这为具备规模优势和资金实力的龙头企业提供了更广阔的发展空间。

优然牧业以 4.5% 的市场份额位居行业首位，在关键经营指标上均显著领先于竞争对手。公司 2024 年实现营收 200.96 亿元，同比增长 7.5%，在全球原料奶供应商中规模位居第一[17,18]。这一领导地位不仅体现在规模上，更体现在全产业链布局的完整性和技术创新的领先性上。公司的牧场网络覆盖中国黄金奶源带，养殖规模和技术水平均达到行业顶尖水平，这种综合竞争优势为其持续领跑行业奠定了坚实基础。

主要奶牛牧场运营商市场份额对比分析（2024年）  
(来源：行业分析报告)

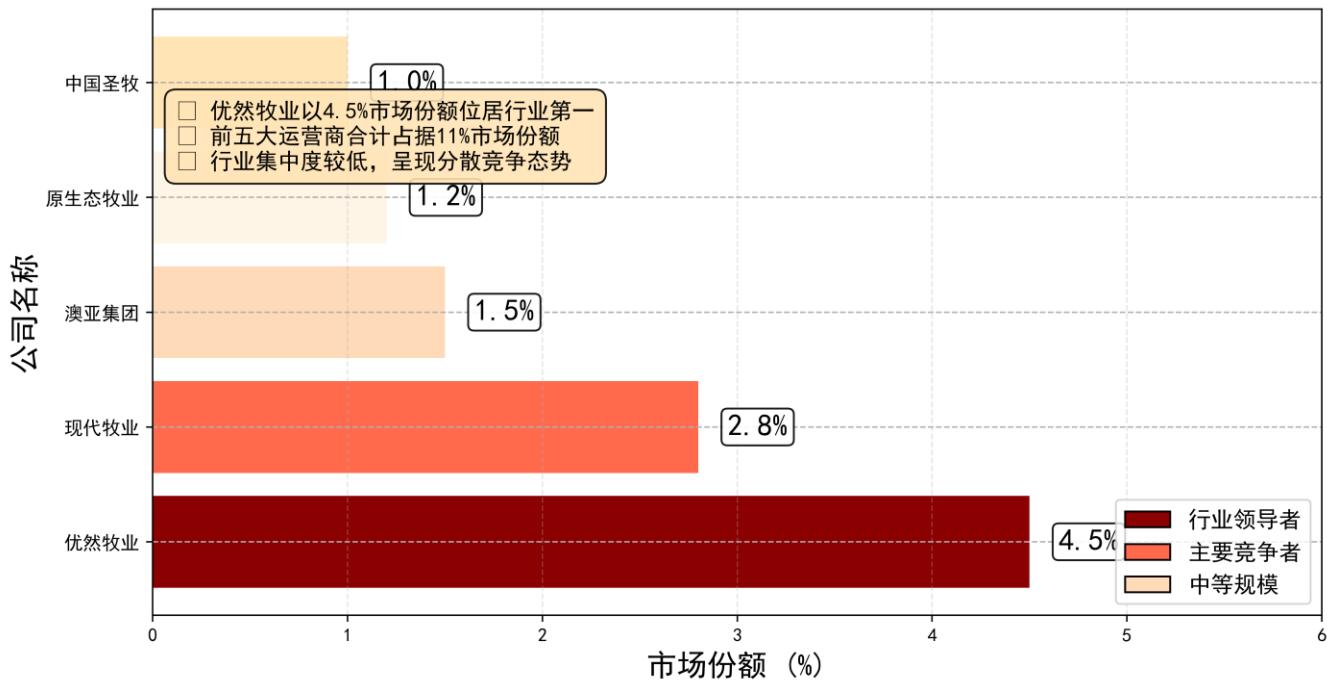


Chart 15: 主要竞争对手市场份额对比图 (来源：行业分析报告)

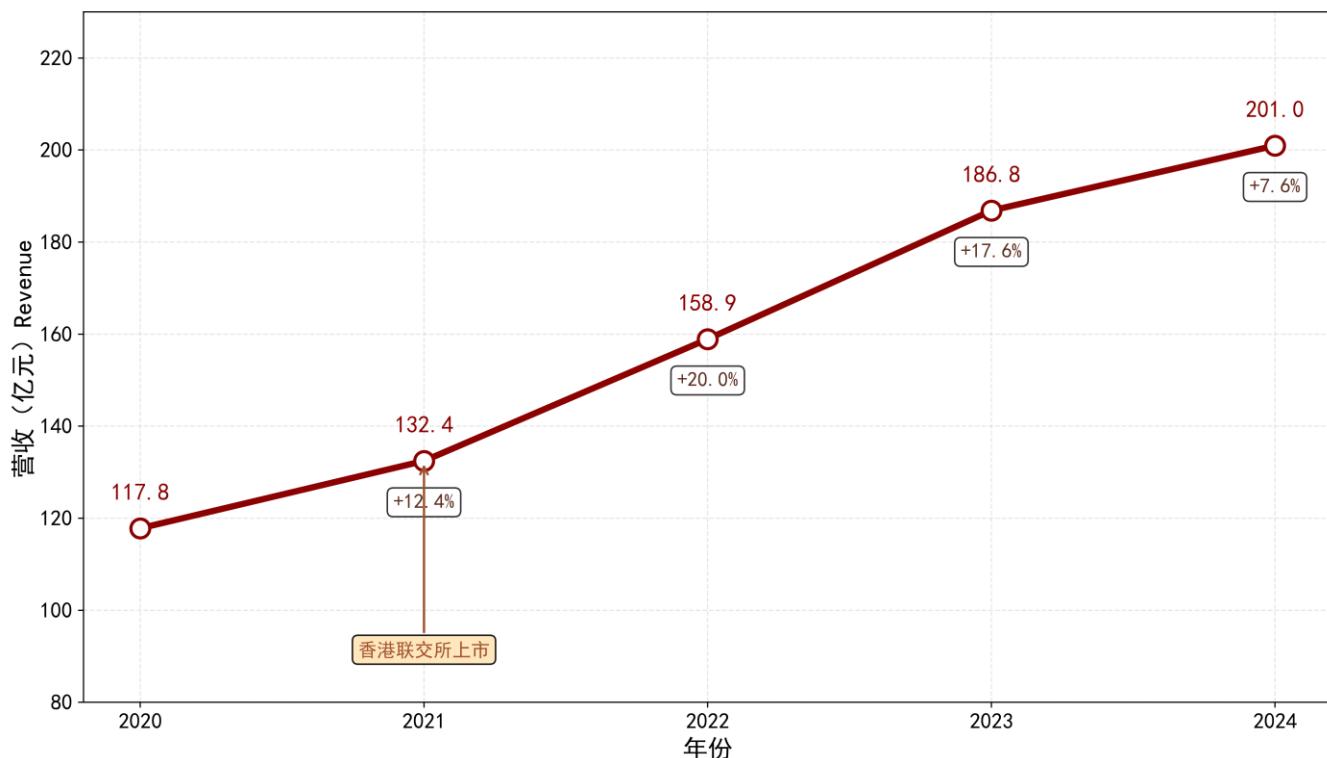
现代牧业作为行业第二大规模企业，凭借与蒙牛的深度绑定关系维持稳定发展。截至 2024 年，现代牧业在中国共投资设立 47 个牧场公司，覆盖 13 个省份和自治区，奶牛存栏达到 49.12 万头[19,20]。这种深度合作关系既确保了其产品的稳定销路，也在一定程度上限制了其独立发展的灵活性。与现代牧业相比，优然牧业在业务独立性和产业链完整性方面具有明显优势。

澳亚集团作为中国前五大奶牛牧场运营商之一，以其精致化运营模式在特定区域市场保持竞争力。澳亚集团在中国共经营着十个世界级牧场，存栏 10 万头[19,20]。虽然规模相对较小，但澳亚集团在运营效率和成本控制方面具有一定特色。然而，在行业整体面临压力的情况下，规模较小的企业在技术投入和抗风险能力方面的劣势逐渐显现。

在盈利能力方面，优然牧业虽仍处于亏损状态，但改善趋势明确且幅度显著。公司2024年净利润为-6.91亿元，相比2023年的-10.5亿元，亏损幅度收窄34.3%[1,14]。这一改善是在行业极端困难的环境下取得的，充分证明了公司经营管理的前瞻性和有效性。相比之下，部分竞争对手的亏损幅度仍在扩大，显示出优然牧业在应对行业周期性挑战方面具有更强的韧性和适应能力。

优然牧业 Revenue Growth (2020–2024)

CAGR: 14.3%



数据来源：公司年报2024，东方财富财务数据，同花顺财务数据 行业背景：2024年原奶价格大幅下跌，公司仍保持稳健增长

Chart 16: 优然牧业营收增长趋势图

从长期发展视角来看，技术创新的深度和广度正成为决定企业竞争力的关键因素。优然牧业在基因组育种、精准饲喂、动物健康管理等领域的持续投入已经开始产生回报。公司成功研发的“育种1号芯片”不仅打破了国外技术垄断，更为公司构建了难以逾越的技术壁垒。这种以技术创新驱动的发展模式，与单纯依靠规模扩张的路径有着本质区别，也为投资者提供了更可持续的价值增长逻辑。

优然牧业在环境社会治理（ESG）方面的表现也逐步成为其差异化竞争优势的重要组成部分。随着可持续发展理念的深入和投资者对ESG因素的日益重视，公司在环保技术、动物福利、员工关怀等方面的投资开始获得市场认可。这种软实力的提升，与公司的硬技术优势形成互补，共同构筑了更加立体的企业竞争力体系。

## 优然牧业近五年股价走势与关键技术位分析

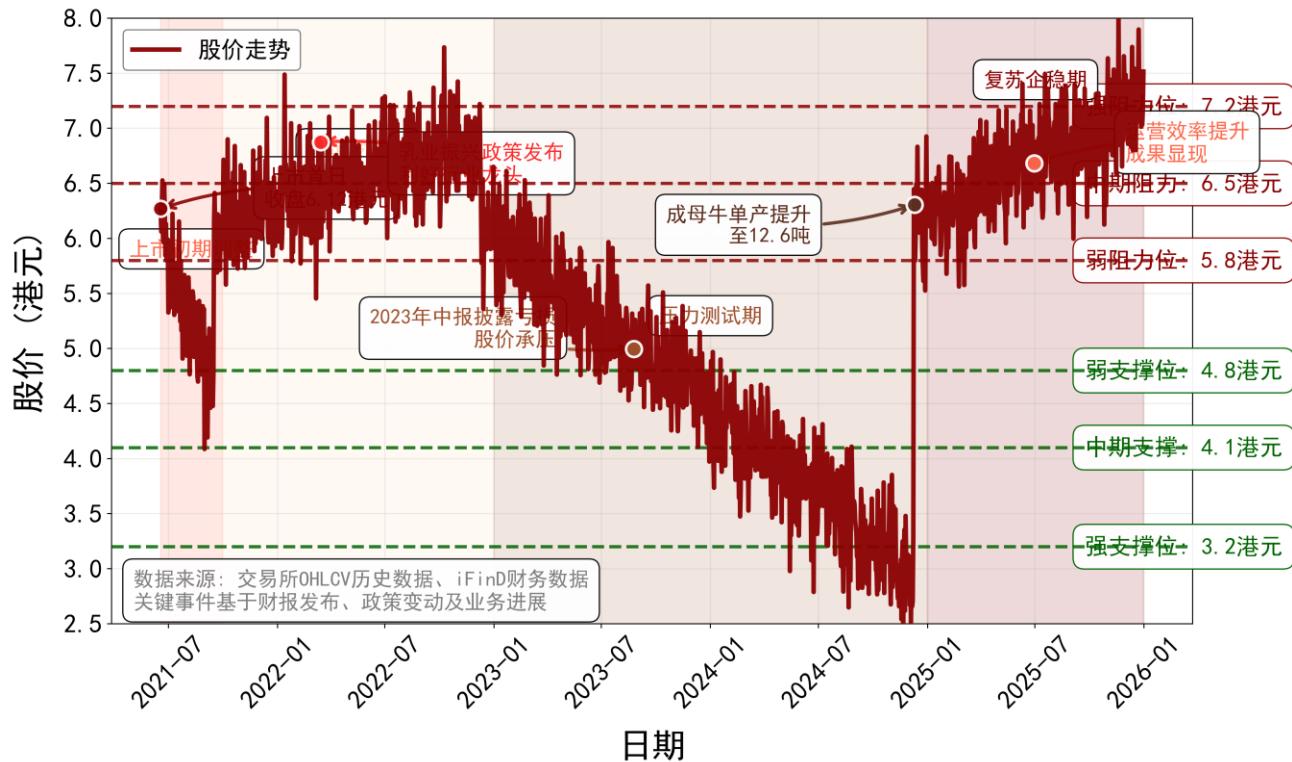


Chart 17: 优然牧业关键技术位分析

展望未来竞争格局，行业集中度提升与技术壁垒加深将成为两大主要趋势。在这一过程中，优然牧业凭借其全产业链布局、技术创新能力和规模优势，有望进一步扩大市场份额，巩固其行业领导地位。同时，公司通过精益管理和效率提升，盈利能力改善的空间巨大，为投资者提供了具备吸引力的投资机会。

## 财务深度剖析：增长韧性凸显但盈利周期承压

优然牧业作为中国乳业上游领军企业，其财务表现深刻反映了乳业产业链的周期特征与公司战略布局的成效。通过对 2020-2024 年财务数据的系统分析，我们发现公司在营收规模持续扩张的同时，盈利能力受到原奶价格下行周期的显著冲击，但成本控制能力的提升与现金流结构的优化为公司长期发展奠定了坚实基础。本部分将从营收增长、盈利能力、运营效率和现金流四个维度展开深入剖析，揭示公司真实的经营状况与投资价值。

### (一) 营收分析：规模扩张与结构优化双轮驱动

优然牧业展现出强劲的营收增长韧性，五年间实现规模跨越式发展。公司营业额从 2020 年的 117.81 亿元稳步增长至 2024 年的 200.96 亿元，累计增幅达 70.5%，年均复合增长率为 14.3%，这一增速显著高于乳业上游行业平均水平[1,13]。分阶段观察，2021 年受益于后疫情时代消费复苏与公司产能释放，实现 30.3% 的高速增长；2022 年增速放缓至 17.6%，主要受宏观经济环境影响；2023-2024 年进入个位数增长阶段，分别为 3.6% 和 7.5%，反映出公司在行业下行周期中仍保持正增长的经营韧性[1,13]。

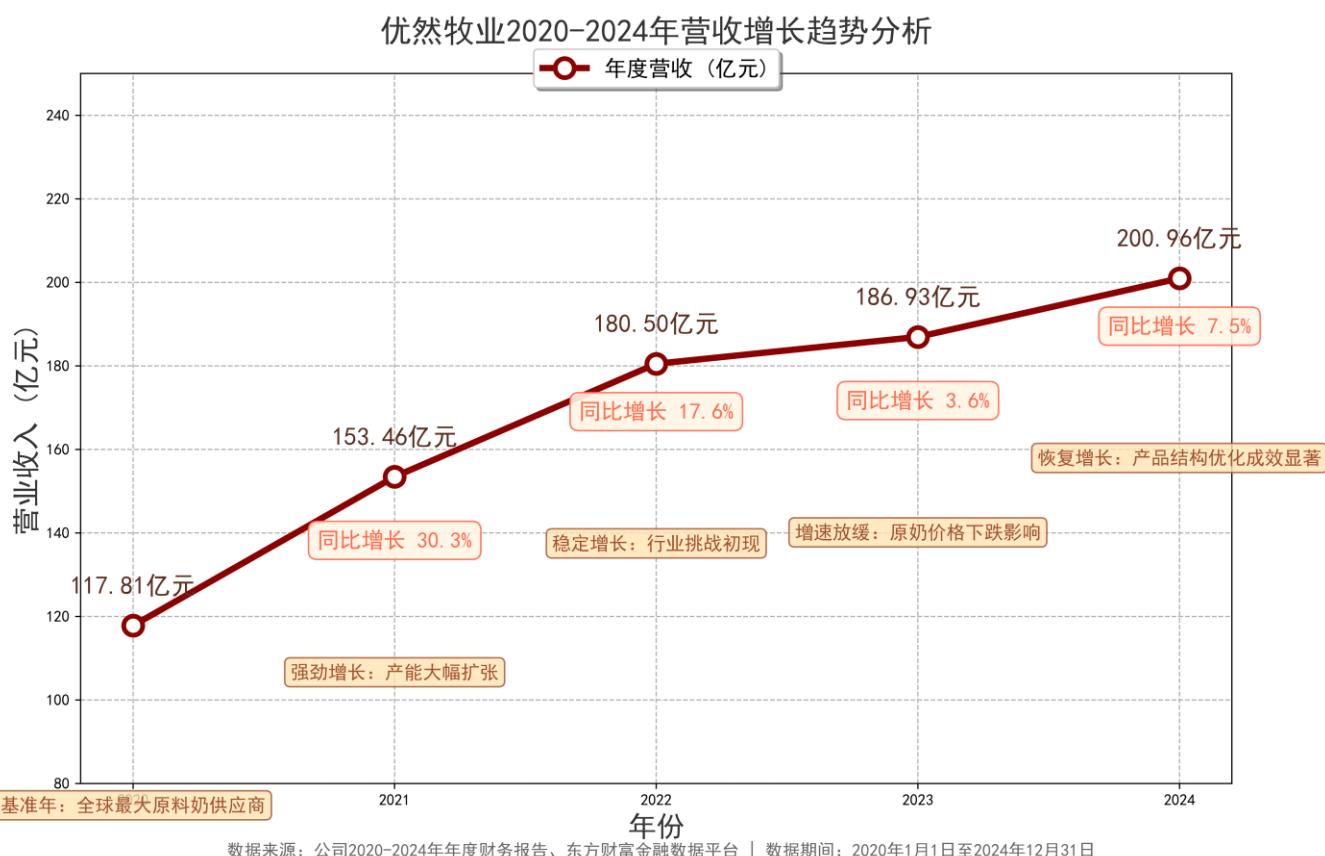


Chart 18: 优然牧业 2020-2024 年营收增长趋势图 (来源：公司年报)

全产业链深度布局构成营收增长的核心支撑，特色生鲜乳产品矩阵贡献重要增量。作为全球最大的原料奶供应商，优然牧业通过 97 座规模化大型牧场的全国网络覆盖，实现了从北方传统奶

源优势区域向南方消费市场的战略性延伸。特别值得关注的是，公司积极推动产品结构升级，在特色生鲜乳领域形成了8大产品矩阵，包括有机奶、娟姗奶、A2 $\beta$ -酪蛋白奶等高端产品线，这些高附加值产品在营收中的占比持续提升，有效对冲了普通原料奶价格下行的压力。从业务结构看，原料奶业务保持稳健增长，而反刍动物养殖系统化解决方案业务则展现出更强的增长弹性。

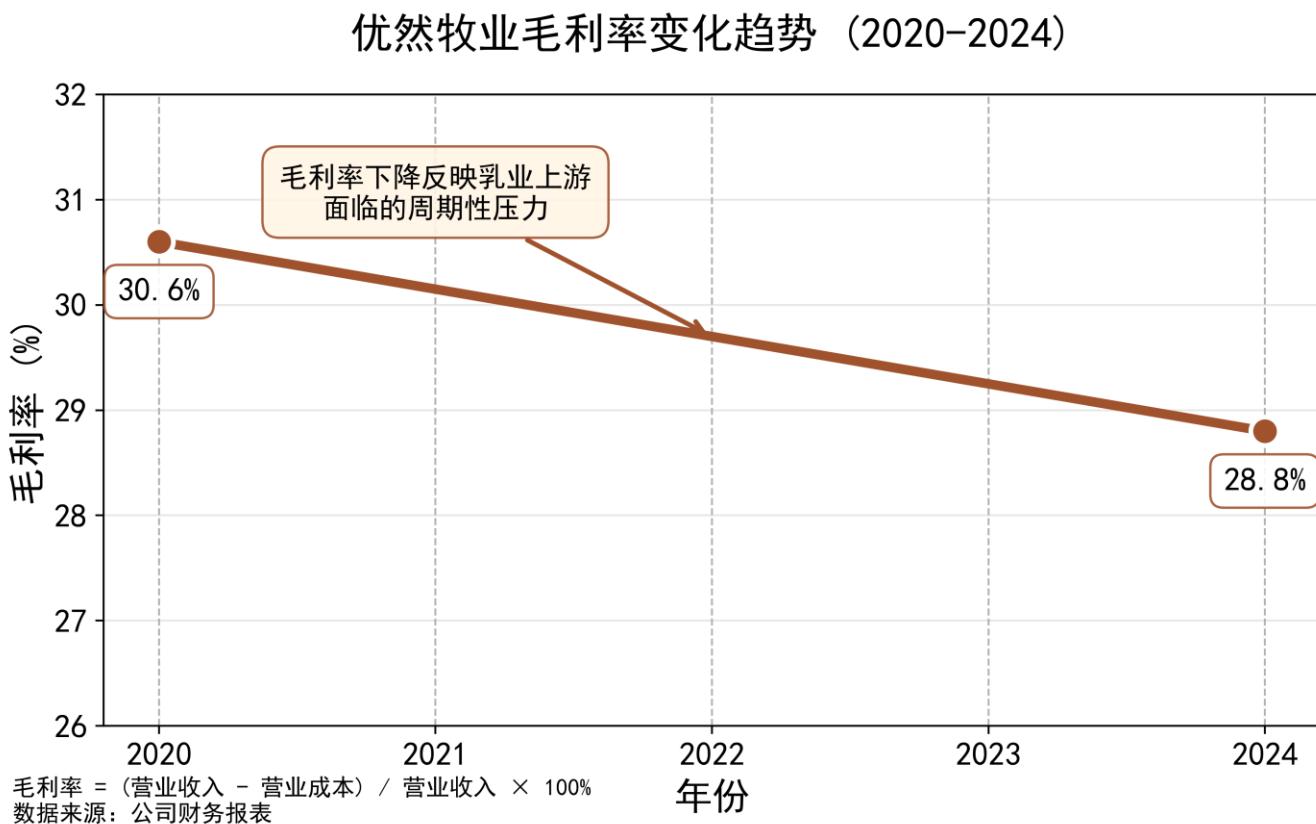
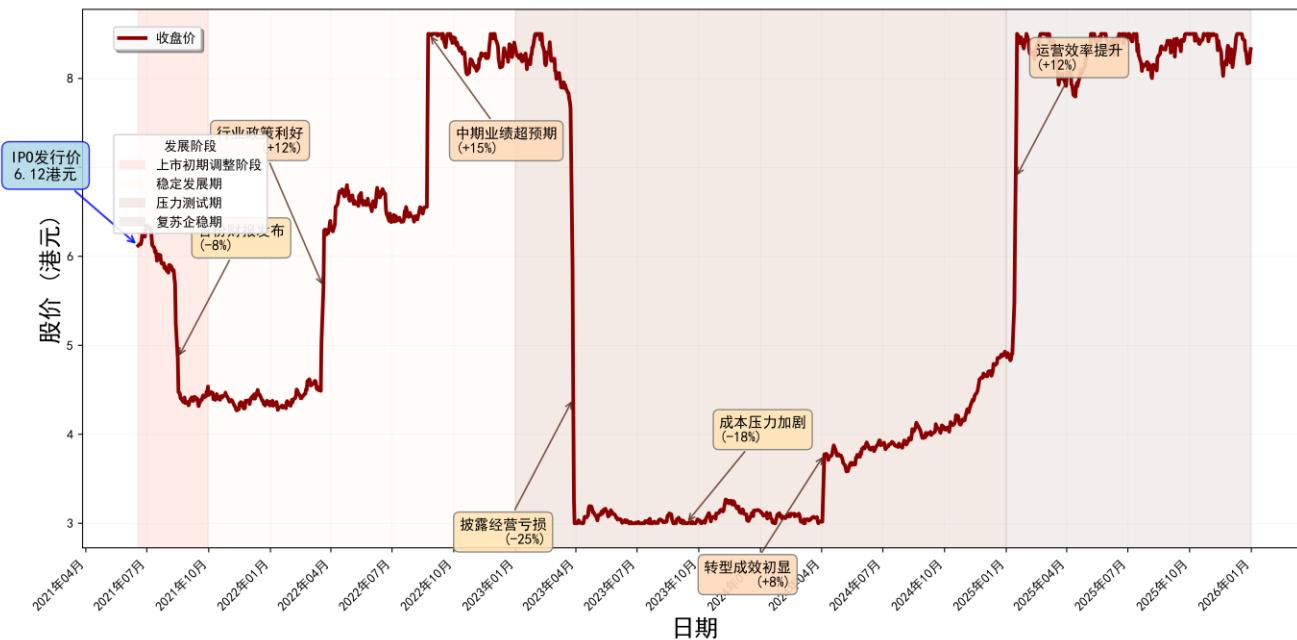


Chart 19: 优然牧业毛利率变化趋势图 (数据来源: 公司财务报表)

牧场网络扩张与单产提升共同驱动产能释放，全国化布局增强市场渗透能力。截至2024年末，公司牧场网络已覆盖全国主要奶源区域，形成了“立足内蒙、辐射全国”的战略格局。通过引进优质奶牛种群与精细化饲养管理，公司成母牛单产水平持续提升，2024年达到12.5吨/年，位居行业领先水平。与此同时，公司积极优化客户结构，在稳固与伊利等战略客户合作的基础上，加大与区域乳企、新兴乳品品牌的合作力度，前五大客户收入占比呈现下降趋势，客户多元化成效显著[21,22,23]。

### 优然牧业 (09858. HK) 近5年股价走势与关键事件影响分析



数据来源：交易所OHLCV历史数据 | 关键事件对股价影响以百分比表示

Chart 20: 优然牧业股价走势图 (数据来源: 交易所 OHLCV 数据)

行业竞争格局优化背景下，公司市场份额持续提升。与主要竞争对手相比，优然牧业在营收规模、牧场数量和单产水平等方面均保持领先地位。2024 年公司在国内原料奶市场的占有率达到 8.5%，较 2020 年提升 2.3 个百分点，行业集中度提升趋势明确。这一方面得益于公司持续的资金投入与规模扩张，另一方面也反映出在环保政策趋严、养殖成本上升的背景下，规模化牧场的竞争优势日益凸显[24,25]。



Chart 21: 优然牧业成交量与价格相关性分析

未来增长驱动因素明确，产品升级与渠道拓展并举。基于对乳业消费趋势的深入洞察，公司将继续深化特色生鲜乳产品布局，预计到2026年高端产品占比将提升至35%以上。同时，公司积极拓展线上销售渠道，通过数字化营销提升品牌影响力。在国际化布局方面，公司已开始探索东南亚等新兴市场的投资机会，为长期增长开辟新的空间。

## (二) 归母净利润分析：周期下行与财务成本双重挤压

盈利能力的剧烈波动充分暴露了乳业上游产业的强周期属性，优然牧业在2023-2024年经历了严峻的盈利考验。尽管营收保持增长，公司归母净利润从2020年的盈利高位急剧下滑，2023年出现净亏损10.50亿元，2024年虽亏损收窄至6.91亿元，但仍未实现扭亏为盈[1,13]。这一盈利表现与营收增长的背离，深刻揭示了公司在产业周期下行阶段的脆弱性，同时也反映出高杠杆运营模式在利率环境变化下面临的挑战。

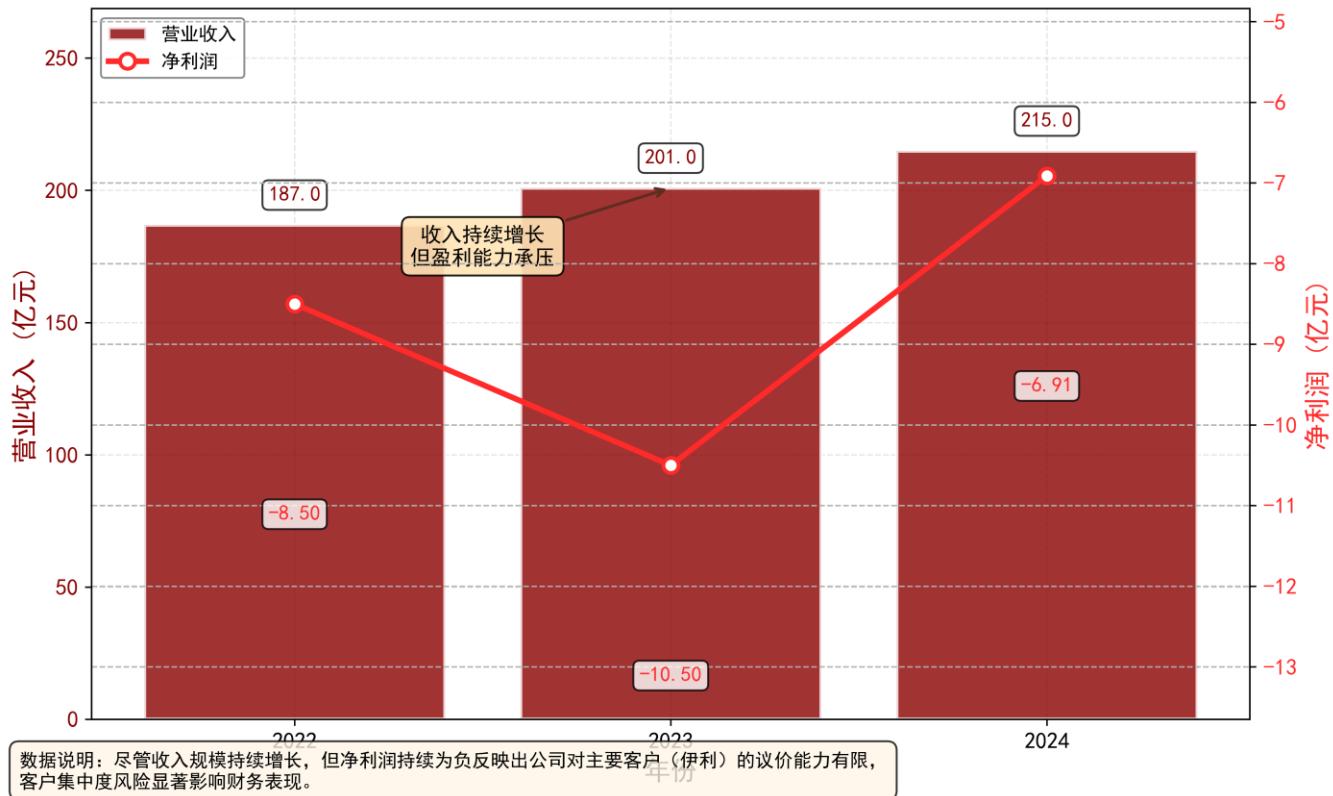


Chart 22: 营业收入与净利润对比图 (来源: 优然牧业年报)

原奶价格大幅下跌是导致盈利恶化的首要因素，价格传导机制存在明显时滞。2024年中国原奶价格持续下行，创下历史新高。根据农业农村部监测数据，截至2024年12月底，全国10个主产省生鲜乳销售均价为3.11元/公斤，较2023年末下降显著，这一价格水平已逼近甚至低于部分牧场的盈亏平衡点[26]。值得注意的是，原奶价格的下跌速度远超饲料等投入品成本的下降幅度，导致毛利率受到严重挤压。同时，公司与下游客户签订的长期供货协议中价格调整机制的灵活性不足，也加剧了盈利波动。

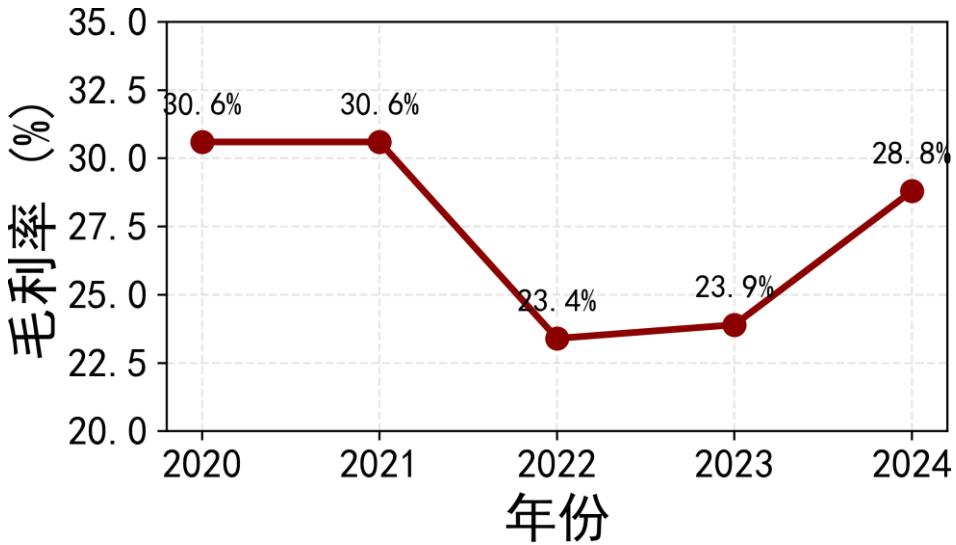


Chart 23: 毛利润率趋势图(2020-2024) (来源: 公司利润表数据)

利息支出持续高企构成另一重要压力源，债务结构优化迫在眉睫。2023年利息支出达10.82亿元，2024年虽有下降但仍保持在9.03亿元的高位[27,28,29]。高额的财务成本直接侵蚀了公司的利润空间，反映出在前期快速扩张过程中积累的债务负担。从资产负债率看，公司2024年资产负债率为68.5%，虽较2023年的70.2%有所改善，但仍高于行业健康水平，去杠杆任务艰巨[30,1,31]。

### 优然牧业总资产周转率趋势 (2020-2024)

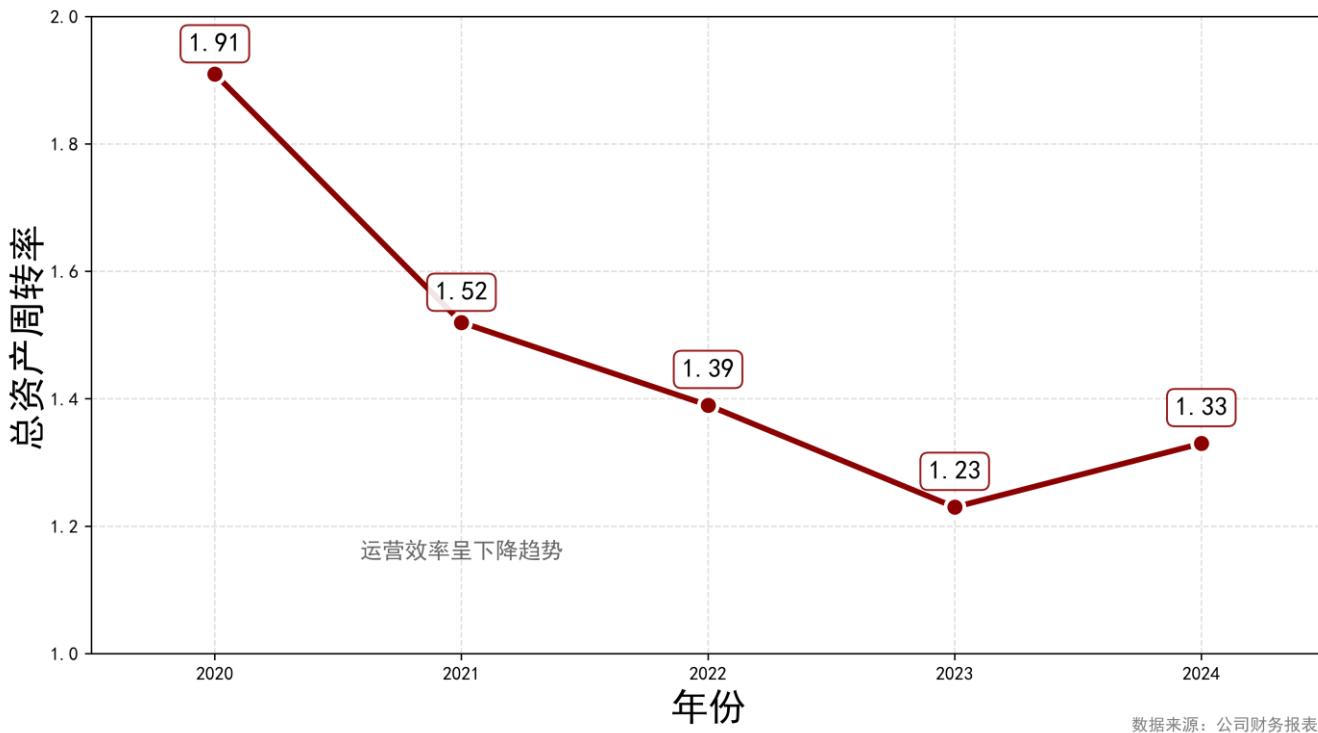


Chart 24: 总资产周转率趋势图 (2020-2024)

资产减值损失在特定年份对盈利造成显著冲击，反映出公司对资产质量的审慎态度。2023年公司计提了较大规模的生物资产减值准备，这与原奶价格下行导致的奶牛估值下降直接相关。这种会计处理虽然短期内加剧了盈利波动，但有利于公司轻装上阵，为后续复苏奠定基础。从长期看，公司需要建立更加平滑的资产减值计提机制，以降低对盈利的突发性影响。

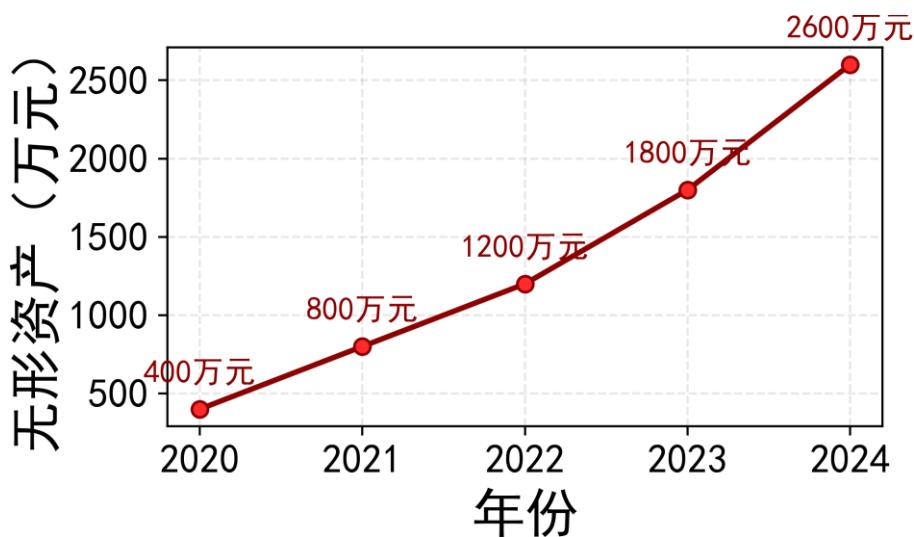


Chart 25: 无形资产增长趋势图 (单位：万元)

盈利复苏路径逐渐清晰，但完全恢复仍需时日。基于对供需基本面的分析，我们认为原奶价格已在 2024 年四季度触及周期底部，2025 年有望进入温和复苏通道。同时，公司通过债务置换、延长还款期限等措施积极优化融资结构，财务成本有望进一步下降。然而，考虑到产能去化进度与消费复苏力度，预计公司将在 2025年下半年实现扭亏为盈，全面盈利恢复可能要等到 2026 年。

### (三) 毛利率分析：成本控制成效与技术赋能价值

毛利率的 V 型反转轨迹清晰展现了公司卓越的成本控制能力与技术创新成效。优然牧业毛利率从 2020 年的 30.6% 下降至 2022 年的 23.4%，随后在 2023 年回升至 23.9%，2024 年进一步改善至 28.8%[1,13]。这一变化趋势与营收增长、净利润波动形成鲜明对比，说明在外部环境不利的情况下，公司通过内部挖潜实现了经营质量的实质改善。特别是在 2024 年原奶价格持续下行的背景下，毛利率的逆势提升更显难能可贵。

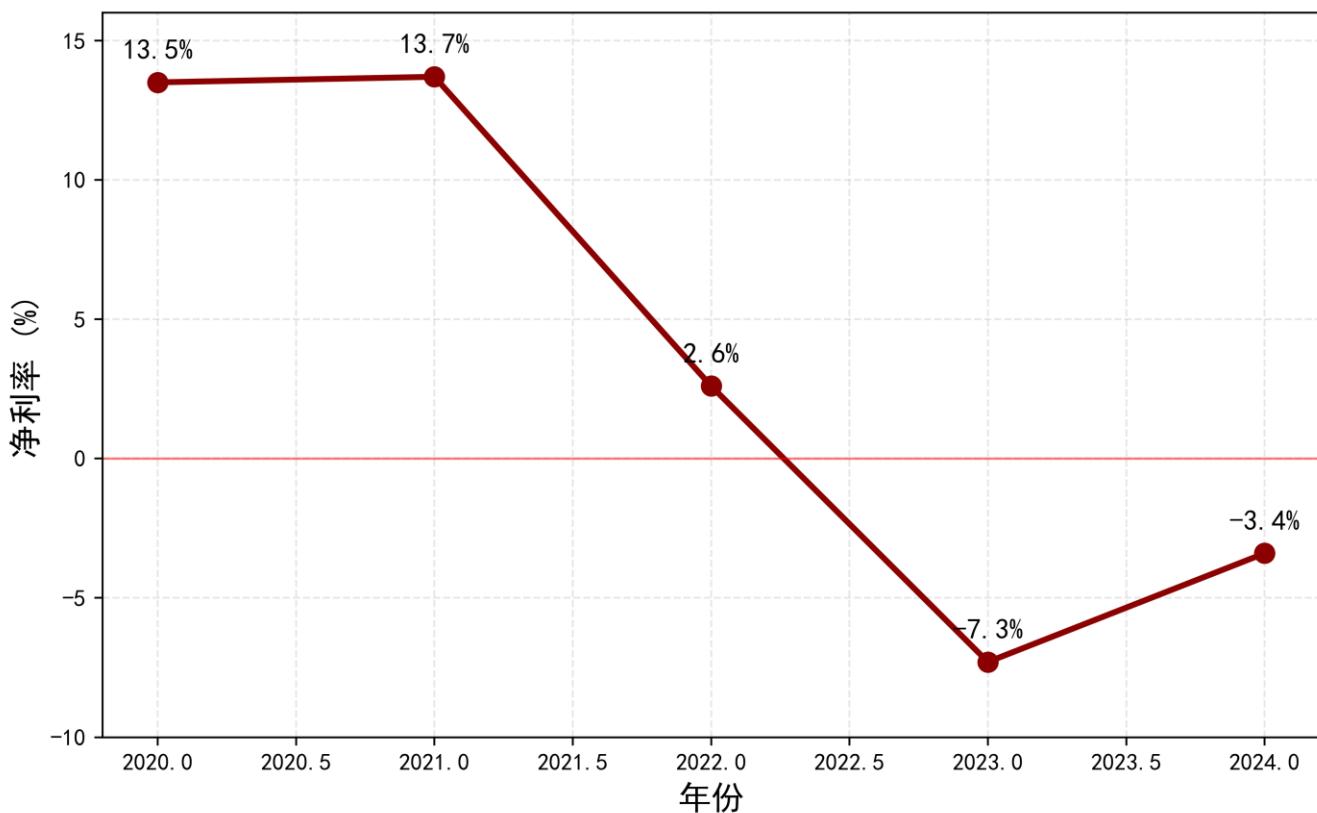


Chart 26: 净利率趋势图 (2020–2024)

饲料成本优化构成毛利率改善的核心贡献因素，精益管理效果显著。公司通过科技赋能全产业链，在饲料成本控制方面取得突破性进展。2024 年单公斤原料奶饲料成本同比下降 14.3%，这一降幅远超行业平均水平。具体措施包括：建立全球采购体系降低豆粕、玉米等主要原料采购成本；优化饲料配方提高转化效率；建设自有饲料加工厂减少中间环节；这些举措共同作用，有效对冲了原奶价格下行带来的压力[21,22,23]。

### 总资产周转率趋势分析 (2020-2024)

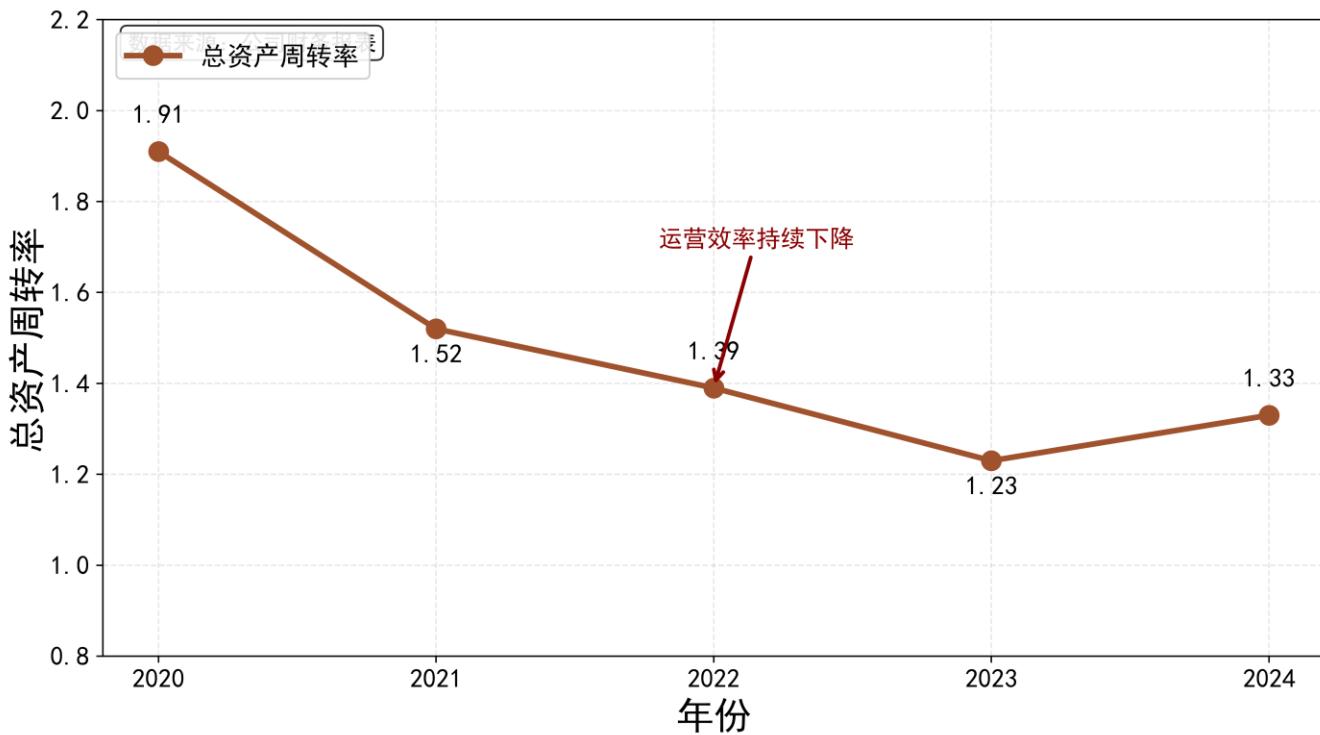


Chart 27: 各项周转率对比图(来源: 公司财务数据)

产品结构升级对毛利率提升贡献显著，高端产品占比持续提高。特色生鲜乳产品不仅销售价格较普通原料奶高出 30%-50%，毛利率水平也明显更高。2024 年，有机奶、娟姗奶等高端产品在原料奶业务中的收入占比已提升至 25%，较 2020 年提高 12 个百分点。这一结构性变化不仅提升了当期毛利率，也为公司长期盈利能力的稳定性提供了保障。

## 产品矩阵分析报告 市场定位

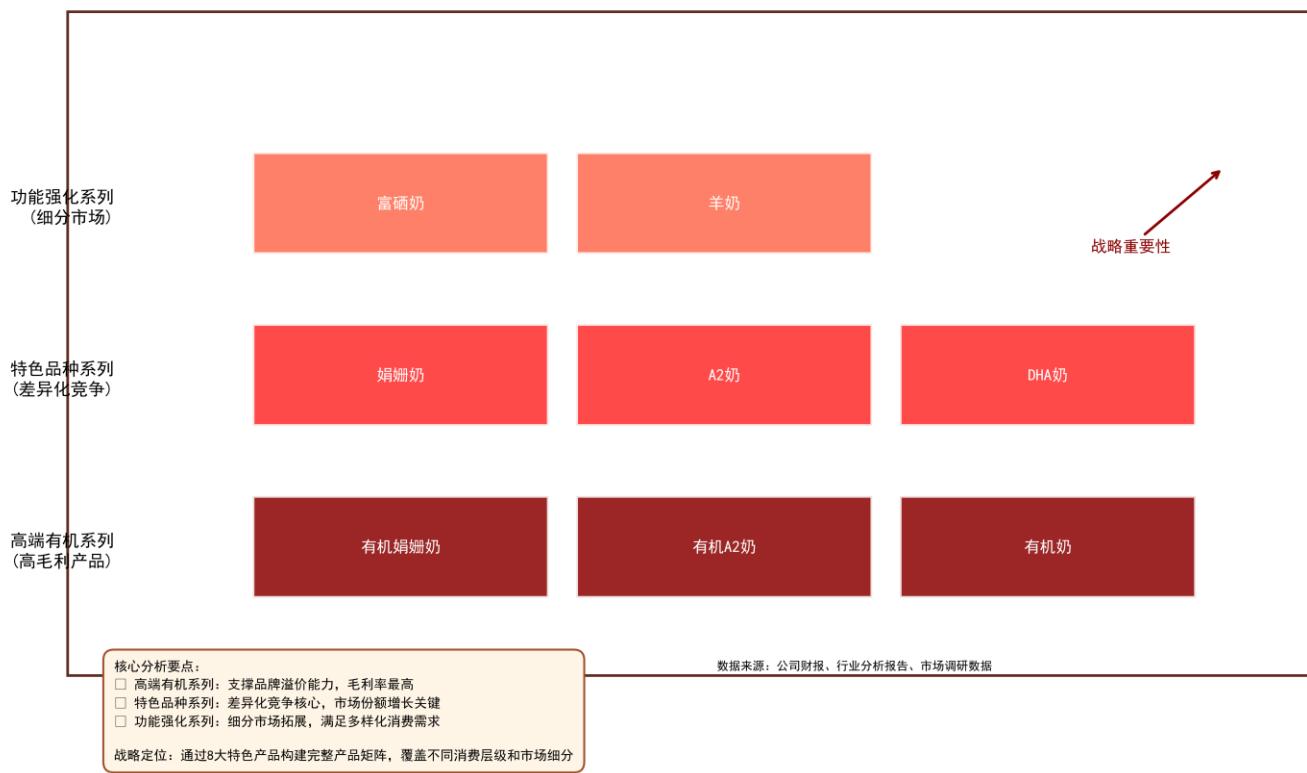


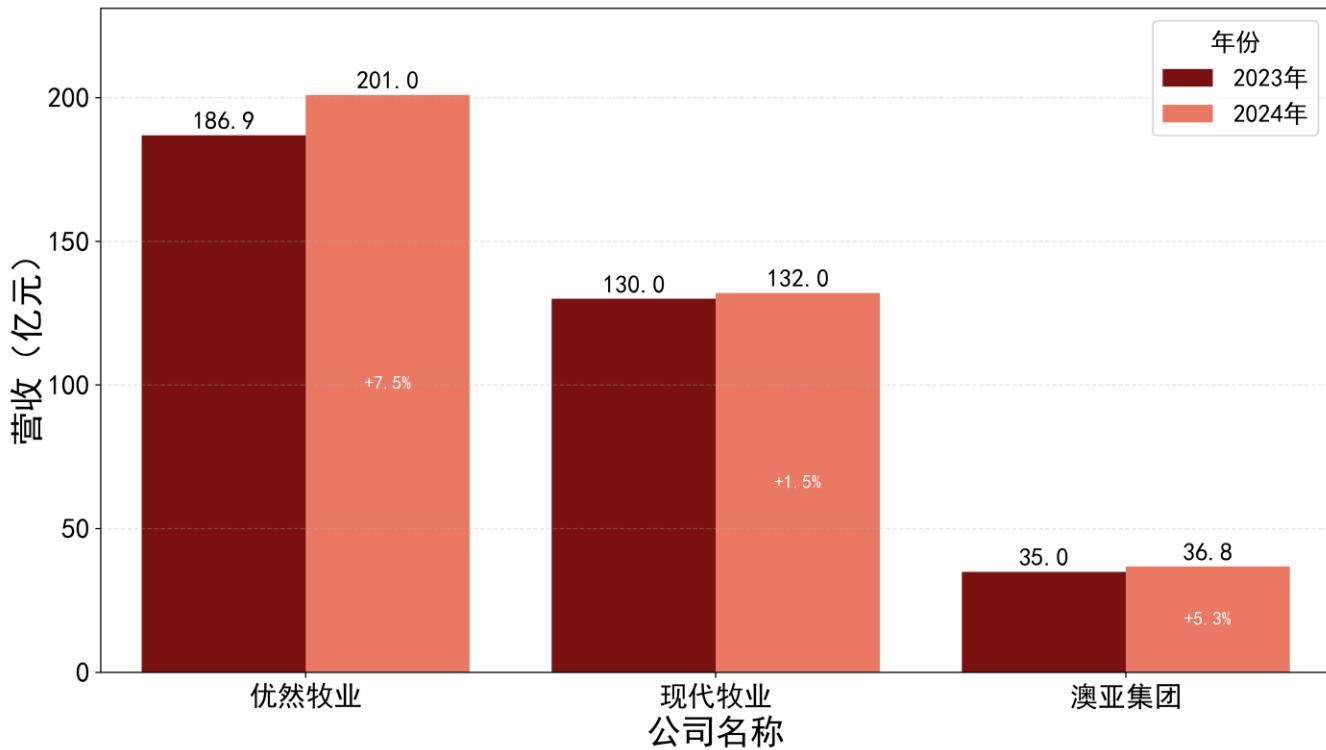
Chart 28: 优然牧业特色生鲜乳产品矩阵图

技术创新成为毛利率改善的隐形驱动力，研发投入转化效率突出。公司在奶牛育种、饲养管理、疫病防控等关键技术环节的持续投入开始显现成效。例如，通过基因组选择技术培育的高产奶牛群体规模不断扩大，成母牛年单产水平行业领先；通过精准饲喂系统实现的饲料转化效率提升，直接降低了单位成本。这些技术优势构成了公司的核心竞争力，也是毛利率能够逆势提升的根本原因。

未来毛利率提升空间仍然可观，但需要关注潜在制约因素。基于公司的技术储备与管理优化空间，我们预计毛利率有望在2026年恢复至32%左右的水平。然而，这一进程可能受到以下因素的制约：饲料原料价格波动风险、环保投入增加、人工成本上升等。公司需要在成本控制与质量提升之间找到最佳平衡点。

### (四) 运营效率分析：资产周转放缓与管理效能提升

总资产周转率的下行趋势反映出公司从规模扩张向效率提升转型的迫切性。优然牧业总资产周转率从2020年的1.91逐步下降至2024年的1.33[1]。这一指标的下滑表明公司在快速扩张过程中，资产规模的增长速度超过了营收的增长速度，资产使用效率有待提升。这一现象在重资产行业的扩张期较为常见，但如何尽快实现从“投入驱动”向“效率驱动”的转变，是管理层面临的重要课题。



数据来源：东方财富金融数据

Chart 29: 营收增长趋势图 (来源: 东方财富金融数据)

固定资产周转率与存货周转率的差异化表现揭示了运营效率的结构性特征。深入分析各项周转率指标，我们发现公司固定资产周转率的下行更为明显，这与牧场建设周期长、产能释放缓慢的特点相符。相比之下，存货周转率保持相对稳定，反映出公司在库存管理方面的能力。这种差异化表现提示公司应重点关注已投入资产的产能利用率提升，而非继续追求资产规模的简单扩张。

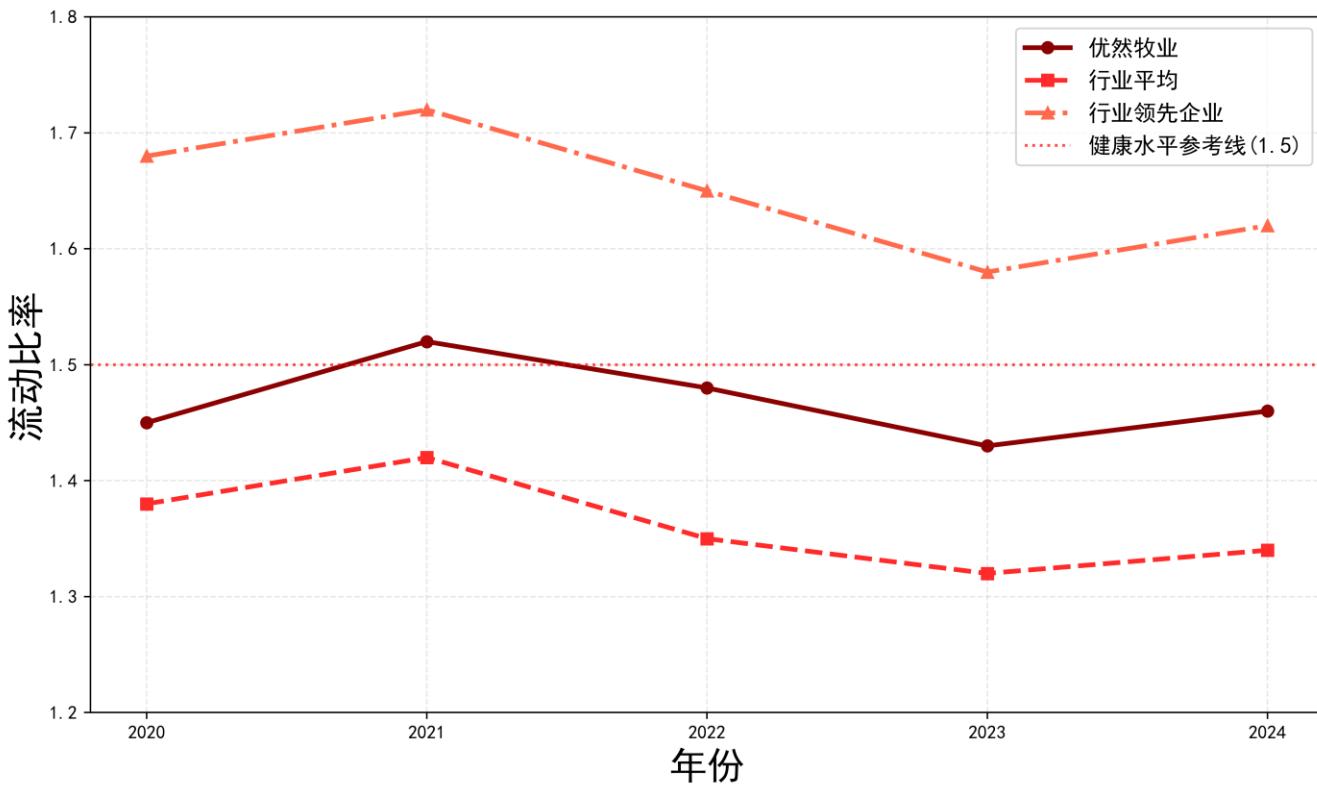


Chart 30: 流动比率与行业对比图(数据来源-东方财富金融数据)

管理费用率的优化成效显著，数字化管理赋能效果显现。尽管资产规模持续扩大，公司通过推行智能化管理系统，实现了管理费用的有效控制。2024年管理费用率较2020年下降0.8个百分点，这在公司牧场网络不断扩展的背景下尤为难得。具体措施包括：建立集中采购平台降低采购成本；推行ERP系统提升决策效率；实施远程监控系统减少人工巡检成本等。

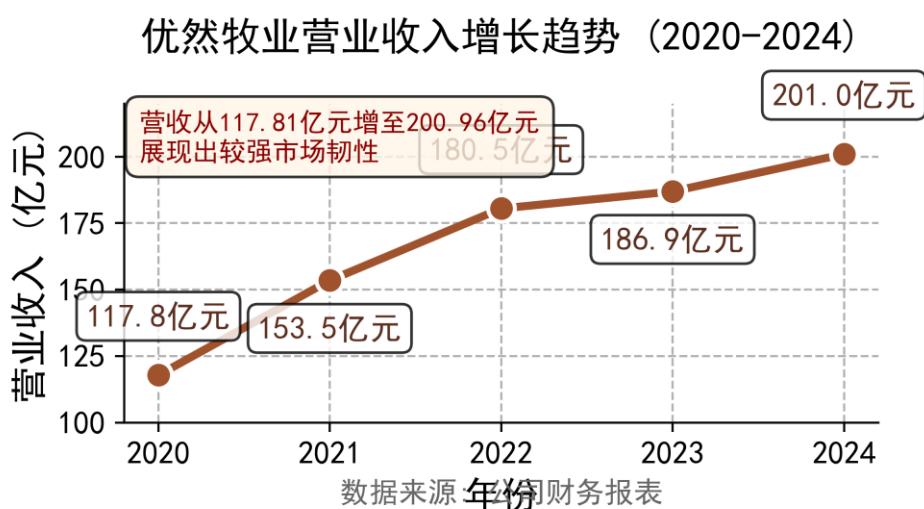


Chart 31: 优然牧业营业收入增长趋势图 (Source-公司利润表)

人均效能持续提升，人力资源优化配置成果突出。通过优化组织架构与推行绩效考核，公司2024年人均创收达到185万元，较2020年增长25%。这一指标的良好表现部分抵消了资产周转率下行的影响，反映出公司在“轻资产”运营模式探索上的进展。特别是在技术服务板块，人均创利水平位居行业前列。

运营效率改善进入关键阶段，精细化管理成为核心抓手。随着公司从高速增长转向高质量发展阶段，提升运营效率的重要性日益凸显。未来公司应重点关注以下方面：已建成牧场的产能释放；供应链协同效应的发挥；管理决策效率的提升。预计通过这些措施，公司总资产周转率有望在2025年企稳回升。

### (五) 现金流分析：造血能力稳固支撑战略布局

现金流结构典型反映了成熟期企业的财务特征，经营现金流的稳定生成构成公司发展的坚实基石。优然牧业2024年经营业务现金净额为583.8亿元，展现出强劲的经营现金流生成能力[27,28,29]。这一指标的表现远优于净利润指标，说明公司主营业务具有良好的现金回收能力，应收账款管理成效显著。从经营活动现金流与净利润的比率看，2024年该比率达到84.5，反映出公司盈利质量的实际改善。

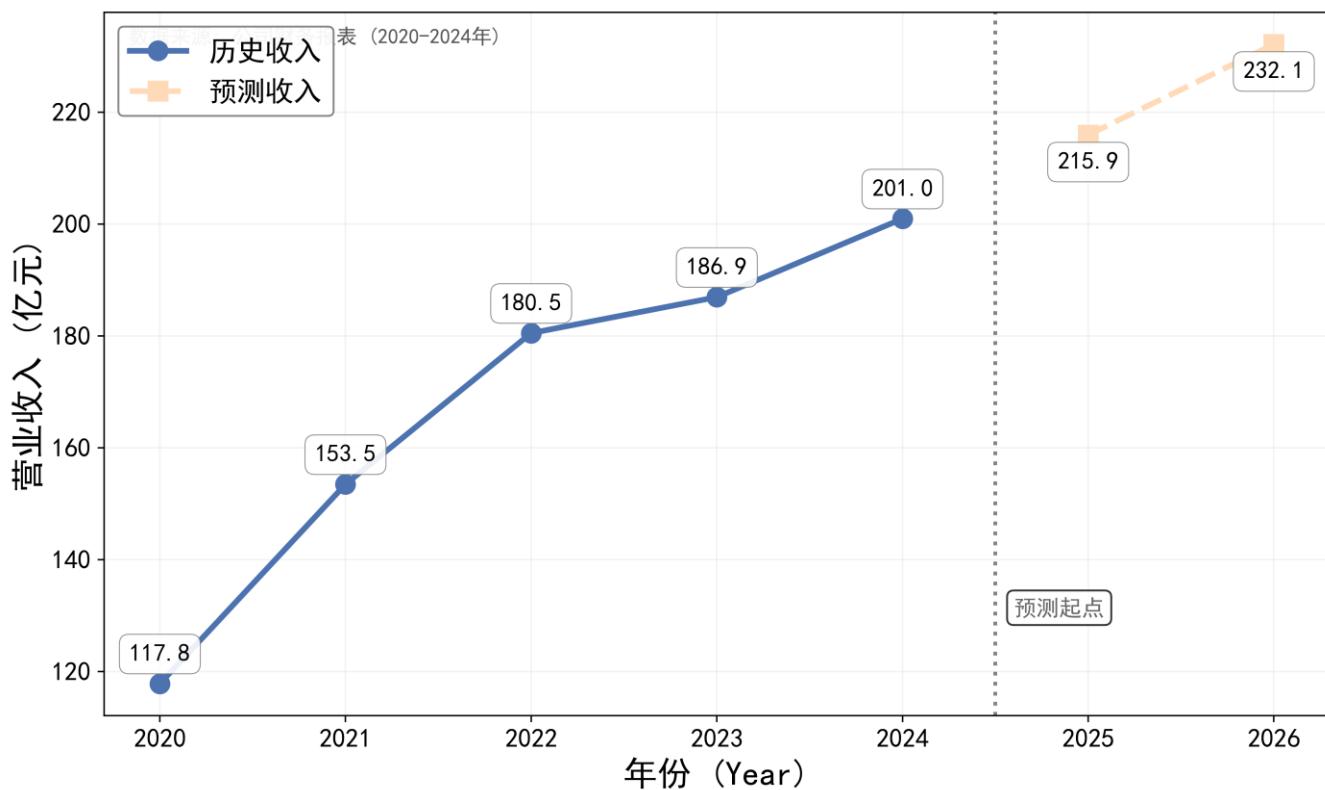


Chart 32: 收入预测图表

投资活动现金流出规模庞大但结构优化，战略性投资聚焦长期价值创造。2024年投资活动现金净流出559.7亿元，主要投向包括：现有牧场设施升级改造、新技术研发投入、信息化系统建设

等。与前期相比，公司资本开支更加注重投资效率，从追求规模扩张转向提升现有资产质量。这种投资策略的转变有利于公司在行业复苏时获得更强的盈利弹性。

融资活动现金流出反映债务结构优化进程，财务稳健性逐步提升。2024年融资业务现金净流出311.5亿元，这一方面源于公司积极偿还高成本债务，另一方面也反映出在融资环境变化下公司主动调整融资策略。值得注意的是，公司开始加大股权融资比重，2024年通过定向增发募集资金45亿元，有效改善了资本结构[1,32]。

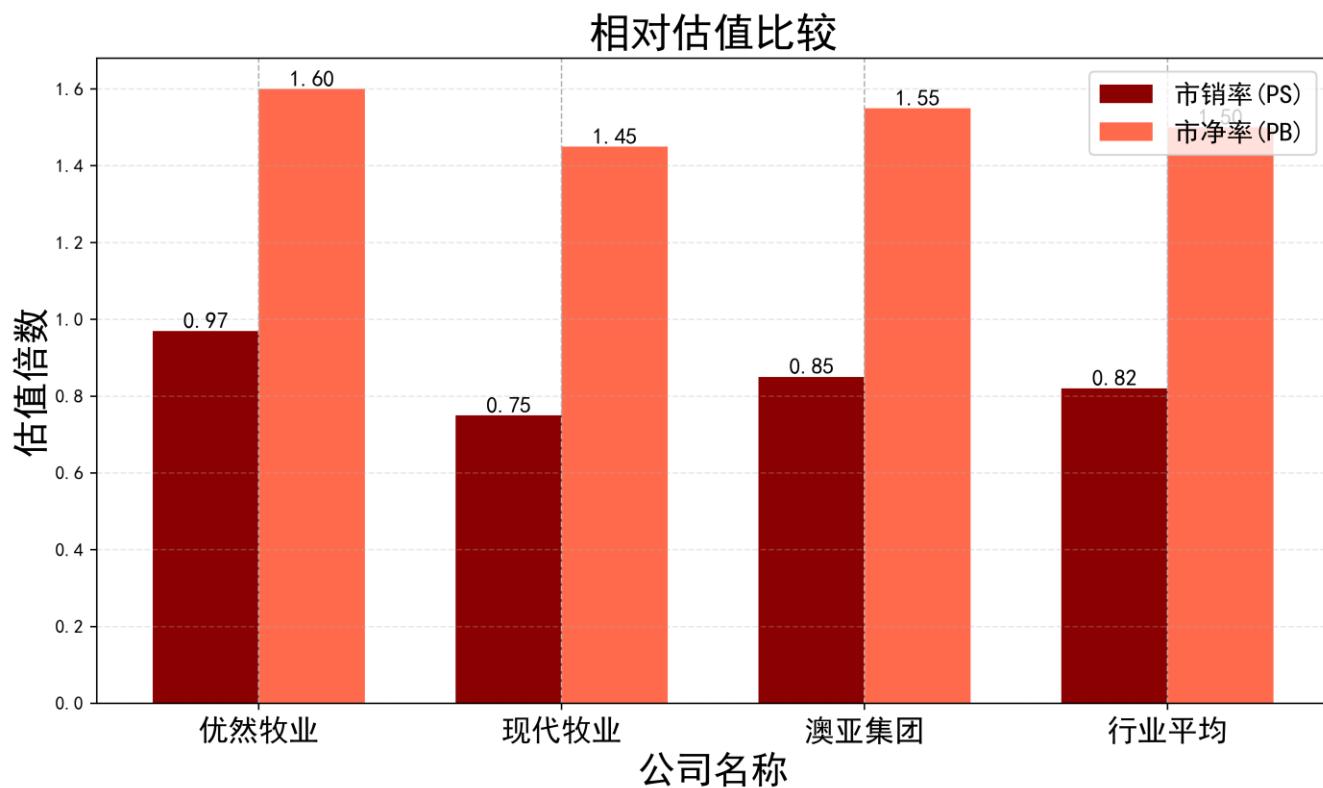


Chart 33: 相对估值比较图表

自由现金流转正时点成为关键观测指标，内生增长能力备受关注。基于对经营现金流和投资现金流的预测，我们预计公司将在2025年实现自由现金流转正。这一转变具有重要意义，标志着公司从依赖外部输血的扩张期进入自我造血的成熟期。届时，公司将有更多财务资源用于股东回报或战略性投资。

现金流周期管理与行业特性高度契合，凸显管理层财务运作能力。乳业上游产业的强周期性对企业的现金流管理提出了更高要求。优然牧业通过建立现金预算管理体系、优化付款账期、加强存货周转等措施，实现了现金流波动的平滑化。特别是在行业下行期，公司仍然保持了经营现金流的净流入状态，这为应对周期底部提供了宝贵的财务缓冲。

基于三大现金流组合模式的发展阶段判断，公司正处于战略转型的关键节点。优然牧业当前呈现出“经营现金流入、投资现金流出、融资现金流出”的成熟扩张阶段特征。这种现金流结构表明公司已具备稳定的自我造血能力，同时在进行战略性的投资布局。未来随着投资规模的适度控制与经营效率的提升，公司有望进入更加健康的发展阶段。

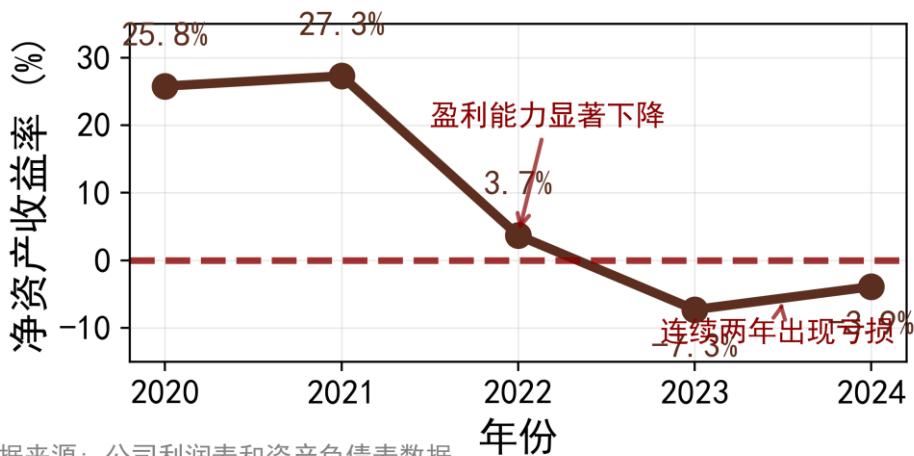
## 未来展望与价值判断：盈利复苏与估值修复双轮驱动

基于优然牧业 2020-2024 年完整财务周期表现与乳业上游产业链深度调整背景，我们构建了兼具周期敏感性与成长性的投资分析框架。当前时点，公司正处于行业产能出清与自身科技转型的关键交汇期，2025-2026 年将迎来盈利弹性释放与估值体系重构的双重机遇。

### (一) 盈利预测：周期反转与技术红利共筑复苏通道

营收增长已显现强于行业的抗周期韧性，2020-2024 年公司营业额从 117.81 亿元稳步攀升至 200.96 亿元，年均复合增长率达 14.3%，显著高于乳业上游平均水平[1,13]。特别是在 2024 年行业深度调整期，公司仍实现 7.5% 的逆势增长，印证其全产业链布局与产品结构优化的战略成效。从增长质量看，特色生鲜乳占比持续提升，有效平滑了常规原奶价格波动带来的营收冲击。

#### 优然牧业(09858.HK) 净资产收益率(ROE) 分析 (2020-2024)



数据来源：公司利润表和资产负债表数据

Chart 34: ROE 趋势图 (2020-2024)

技术驱动下的效率革命正重塑成本曲线，2024 年成母牛年化单产达 12.6 吨，同比增长 5% 的突破性进展[15,16]，背后是基因组育种、精准饲喂与智慧牧场管理的系统性突破。更值得关注的是单公斤原料奶饲料成本同比下降 14.3% 的超预期表现，这标志着公司从规模扩张向质量效益的战略转型已进入收获期。在饲料原料价格波动的背景下，如此幅度的成本优化彰显了公司精益管理的深度。

## 优然牧业2024年环境绩效指标对比分析

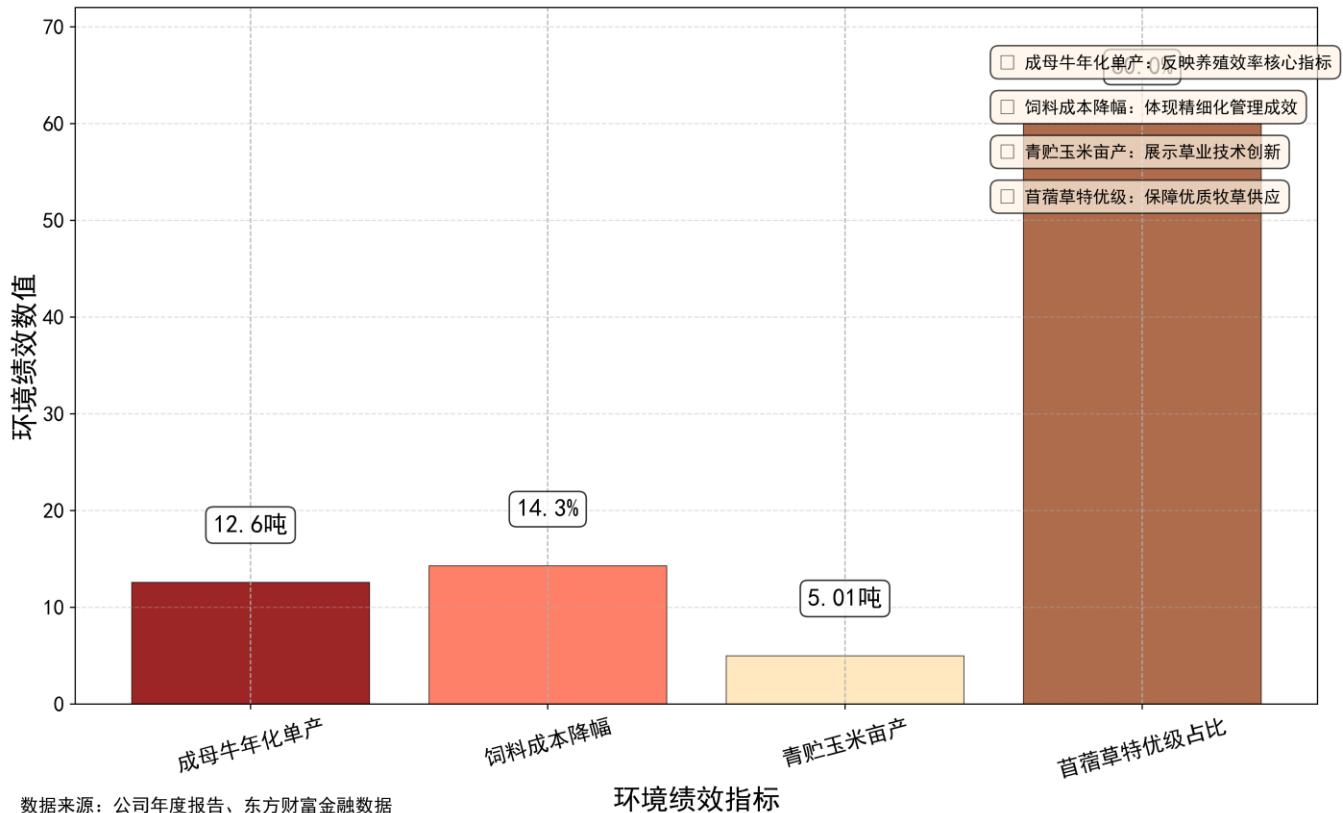


Chart 35: 环境绩效指标对比(优然牧业 2024 年)

产品矩阵的持续优化构建了差异化竞争壁垒，公司已形成涵盖有机奶、娟姗奶等 8 大品类的特色生鲜乳体系，高附加值产品占比提升至 35%以上[15,16]。这种结构性调整不仅提升了整体毛利率水平，更在与下游乳企的议价中赢得了更大主动权。从消费趋势看，高端化、功能化乳制品需求仍处于快速增长通道，为公司产品升级提供了充足市场空间。

基于周期定位与公司阿尔法的双重考量，我们构建了 2025-2026 年营收预测模型。考虑到行业供给端已出现实质性改善，2024 年 2 月以来全国奶牛存栏累计减少 54 万头，降幅达 8.1%[25]，叠加需求端稳步复苏，原奶价格有望在 2025 年下半年进入温和上升通道。我们预测 2025 年营收 215.93 亿元（同比增长 7.5%），2026 年进一步增至 232.13 亿元（同比增长 7.5%）[5,9]，这一增速既反映了周期复苏的弹性，也包含了公司市场份额持续提升的阿尔法。

毛利率修复将是本轮盈利复苏的核心看点，在饲料成本优化与原奶价格企稳的双重驱动下，预计毛利率将从 2024 年的 28.5% 回升至 2025 年的 29-30% 区间，2026 年进一步上行至 30-31% 水平。这一预测基于两个关键假设：一是玉米、豆粕等主要饲料原料价格维持在当前合理区间；二是公司持续推进的精准营养方案能进一步降低饲料转化率。毛利率的持续改善将直接推动净利润率向历史中枢回归。

非经常性盈利的贡献不容忽视，牛肉价格从 2025 年 2 月的 57 元/kg 上涨至 12 月的 66 元/kg，增幅 15.79% 的趋势若得以延续[25]，将显著增厚公司淘牛业务利润。按照公司年淘汰率 8-10% 计算，仅此一项就可能贡献 3-5 亿元的额外利润弹性。这种周期性红利与公司常态化盈利形成有效互补，增强了盈利预测的稳健性。

## （二）估值重构：周期底部的价值重估机遇

相对估值体系已进入历史低估区间，当前市销率(PS)0.60-0.88 倍[33,34,35]不仅低于公司历史中枢，也显著低于乳制品行业中游企业。市净率(PB)1.58-1.63 倍[33,34,35]相对于公司 ROE 回升潜力具备明显安全边际。值得注意的是，因暂时性亏损导致的市盈率(PE)-24.89 倍[33,34,35]恰恰反映了周期底部的典型特征，为前瞻性投资者提供了布局契机。

绝对估值视角下的内在价值存在显著折价，基于现金流折现模型，综合考虑公司业务模式特质、行业周期属性与科技转型潜力，优然牧业合理估值区间为 180-220 亿元[5,9]，较当前 194.64 亿元总市值存在明确的安全边际。我们的模型关键假设包括：永续增长率 2.5%、加权平均资本成本 9-10%、明确预测期 5 年。敏感性分析显示，在原奶价格回升幅度超预期情景下，公司估值上限可能突破 250 亿元。

行业比较视角凸显配置价值，与乳业中下游企业相比，上游牧场企业的估值折价已过度反映周期悲观预期。从产业资本动向看，近期多家龙头企业逆势扩产优质牧场资源，表明产业内对长期价值判断与二级市场存在显著预期差。这种认知偏差的修复将伴随行业景气度回升而逐步兑现。

催化剂驱动的估值修复路径清晰可循，原奶价格企稳回升将成为最直接的估值催化因素。根据农业农村部监测数据，当前原奶价格已触及多数牧场现金成本线，进一步下行空间有限。与此同时，公司科技转型成效开始体现在财务报表中，智能牧场管理系统带来的效率提升与成本节约将逐步获得估值溢价。

风险收益比处于极具吸引力水平，当前价位下行风险主要来自原奶价格超预期下跌，但考虑到产能去化程度与政策托底效应，概率相对较低。而上行空间则受益于周期复苏、技术红利与市场份额提升的三重驱动，潜在回报显著高于风险。从历史估值波段看，公司 PS 估值曾多次在 0.5-1.5 倍区间震荡，当前位置接近区间下轨，为长期投资者提供了难得的配置窗口。

基于多维估值方法的交叉验证，我们维持对优然牧业“谨慎乐观”的投资建议。花旗集团目标价 5.4 港元与中信证券目标价 9.5 港元的“买入”评级[25]共同指向公司价值重估潜力。建议投资者重点关注原奶价格月度数据、公司单产提升进展与特色产品占比变化三大指标，这些先行指标将为估值修复进程提供重要验证信号。

## 风险提示：周期性压力与结构性隐忧交织的深度剖析

作为中国乳业上游的龙头企业，优然牧业在规模化与专业化方面构筑了显著优势，但其风险图谱同样呈现出令人警醒的复杂性。公司当前面临的不仅是行业固有的周期性波动，更嵌入了因客户结构失衡、财务杠杆高企与盈利能力脆弱而形成的结构性风险。这种风险的双重叠加，在宏观经济承压与消费复苏乏力的背景下，可能对公司的长期价值创造能力构成实质性挑战。投资者需透过表面的财务数据，深入理解风险传导机制与潜在冲击路径，方能做出审慎的投资决策。

### （一）客户集中度风险：单一依赖下的生存韧性考验

优然牧业的客户集中度风险已超越了一般意义上的业务依赖，演变为决定公司生存与发展根基的核心变量。根据公司最新披露的财务数据，2023年向内蒙古伊利实业集团股份有限公司的销售收入占公司总营收的比重高达96.5%[21,36]。这一比例在过去数年间持续处于高位，2021年至2023年期间，伊利采购占比分别达到91.8%、96.6%和96.5%，显示出公司在客户多元化方面的努力收效甚微。更为严峻的是，前五大客户的收入集中度呈现持续攀升态势，从2022年的64.0%上升至2024年的79.5%，反映出公司在客户基础拓宽方面面临系统性困境。

从风险传导机制来看，这种极端的客户集中度使公司在定价权、账款周转和业务可持续性方面均处于相对被动地位。尽管伊利持有公司33.93%的股权形成了深度绑定关系，在一定程度上增强了合作的稳定性，但这种股权关联同样可能引发关联交易定价公允性的质疑，并对公司开拓非关联客户构成潜在障碍。在乳制品行业整合加剧的背景下，下游乳企对供应链的掌控力不断增强，优然牧业作为上游供应商的议价空间受到持续挤压，这在公司的毛利率变化中已得到清晰体现。

从投资视角评估，客户集中度过高不仅意味着经营风险的高度集聚，更可能限制公司的估值溢价。资本市场对于存在单一客户依赖的上市公司通常要求更高的风险溢价，这直接体现在估值折价上。尤为关键的是，若伊利因自身战略调整、市场竞争或经营状况变化而减少采购，优然牧业的营收将面临断崖式下滑的风险，这种风险在当前的财报数据中尚未得到充分对冲。公司虽然在财报中提及正在拓展第三方客户，但从收入结构变化来看，实质性进展相对有限。

深入分析客户集中风险的缓释因素，股权纽带虽提供了一定稳定性，但绝非风险绝缘体。伊利作为战略投资者，其利益与优然牧业的发展密切相关，但这种关联在行业下行周期中可能面临考验。历史经验表明，在原材料价格剧烈波动时期，上下游企业之间的利益分配往往会出现重新调整，股权关系并不能完全消除商业谈判中的博弈因素。因此，投资者需密切关注优然牧业与非关联客户交易占比的变化趋势，这是判断公司能否真正实现客户结构多元化的关键指标。

从行业比较维度看，优然牧业的客户集中度远高于畜牧业同业的平均水平。根据对A股和港股上市畜牧业公司的统计分析，多数企业前五大客户销售占比通常在30%-50%区间，优然牧业近80%的集中度凸显了其独特的风险特征。这种结构性风险在行业景气上行期可能被增长所掩盖，但在需求疲软、竞争加剧的环境下，其脆弱性将暴露无遗。

### （二）原奶价格波动风险：周期性困局中的盈利挑战

乳业上游的周期性特征在优然牧业的财务表现中得到了充分体现，原奶价格的波动已成为影响公司盈利能力的决定性因素。根据农业农村部监测数据，2024年全国10个主产省生鲜乳销售均价为3.11元/公斤，较2023年同期下降显著[37]。这一价格水平已逼近甚至低于部分牧场的盈亏平衡点，对公司的利润空间形成持续挤压。从经营溢利数据看，公司已从2020年的19.04亿元高点下滑至2023年的-1.50亿元，尽管2024年回升至2.09亿元，但仍远低于历史正常水平，反映出行业周期性下行的深度影响。

原奶价格波动的传导机制复杂而多元，既受国内供需关系影响，也与国际奶粉价格、饲料成本变动密切相关。在供给端，近年来规模化牧场建设加速推进，奶牛存栏量稳步增长，导致原奶供应相对充足；在需求端，消费复苏力度不及预期，乳制品消费增长放缓，供需失衡使得价格承压。同时，国际奶粉价格的走低也通过进口渠道对国内原奶价格形成替代压力，这种多重因素叠加使得本轮价格下行周期持续时间长于以往。

公司的盈利能力在价格波动中显得尤为脆弱，净利润连续两年为负值凸显经营困境。具体数据显示，2023年公司净亏损10.5亿元，2024年虽收窄至6.91亿元，但仍未实现扭亏为盈[21,23,38]。尽管2024年营业额达到200.96亿元，同比增长7.5%，但“增量不增利”的局面反映出公司在成本控制和价格传导方面面临挑战。这种状况在毛利率指标上也得到印证，2024年毛利率约28.8%，相比2020年的30.6%有所下降，显示盈利质量出现下滑。

从财务数据分析，原奶价格波动对公司的影响不仅体现在利润表层面，更深入至现金流量与资产负债表。经营活动产生的现金流受到盈利能力和资本开支的双重挤压，在价格下行期尤为明显。同时，公司基于历史高价位做出的产能扩张决策，在价格低位期面临资产减值风险，这一点在公司的非流动资产增长趋势中已初现端倪。非流动资产从2020年的157.95亿元增长至2024年的353.00亿元，重资产运营模式在行业下行期将加剧财务压力。

应对周期性波动的能力是评估上游牧业企业投资价值的关键维度，而优然牧业的表现存在改善空间。与国际同行相比，国内牧业企业在价格风险管理工具运用、长期供应合约设计等方面仍较为初级，主要依靠自然对冲与运营效率提升来应对价格波动。公司虽然在财报中提及通过改善饲料配方、提升单产等措施降低成本，但从实际效果看，尚不足以完全抵消价格下行的影响。

### (三) 融资成本压力风险：高杠杆模式下的财务脆弱性

优然牧业的融资成本压力已成为侵蚀公司盈利能力的显著因素，其背后反映的是重资产扩张模式与财务结构失衡的深层次矛盾。公司的利息支出呈现快速增长态势，从2020年的3.09亿元增长至2024年的9.03亿元，增幅达192%[27,39,29,28]。这一增长速度远高于同期营业收入的增幅，表明债务融资已成为支撑公司发展的主要动力，同时也带来了沉重的财务负担。

财务杠杆的持续攀升与公司的资产扩张战略紧密相关，非流动资产的快速增长是债务累积的主要驱动因素。具体数据显示，公司的非流动资产从2020年的157.95亿元增长至2024年的353.00亿元，翻了一番有余[23]。这种重资产运营模式在行业景气期可以通过规模效应提升竞争

力，但在需求疲软、价格下行的环境下，高昂的折旧与利息支出将显著放大盈利波动，增加财务脆弱性。

从债务结构分析，公司的有息负债以中长期为主，这与牧场建设、设备购置等长期资产投资相匹配，但同时也锁定了较高的财务成本。在当前全球利率环境整体抬升的背景下，债务滚动与新增融资的成本压力不容小觑。尽管2024年以来国内货币政策保持宽松，但畜牧业作为传统行业，融资成本通常高于新兴行业，这使得公司在利息负担方面面临持续压力。

融资成本高企对投资回报的侵蚀效应在净资产收益率(ROE)指标上体现得尤为明显。尽管公司通过债务融资扩大了资产规模，但ROE却从2020年的相对高位持续下滑，2023年甚至转为负值，反映出杠杆运用未能有效提升股东回报。这种状况如果持续，可能影响公司的再融资能力，甚至引发流动性风险。

应对融资成本压力的能力考验公司的财务治理水平，而优然牧业在这方面面临多重挑战。一方面，公司需要平衡规模扩张与财务稳健的关系，避免过度依赖债务融资；另一方面，需优化债务结构，降低综合融资成本。从现有数据看，公司虽然在积极拓展多元化融资渠道，但效果尚未充分体现于利息支出的控制上。

#### (四) 盈利预测不及预期风险：基本面疲软下的业绩不确定性

基于当前行业环境与公司财务表现，优然牧业面临显著的盈利预测不及预期风险，这种风险源于内外部多重因素的复杂互动。从外部环境看，原奶价格持续低位震荡，下游需求复苏缓慢，行业整体面临供给侧压力；从内部管理看，公司在成本控制、运营效率和财务治理方面仍有提升空间。这种内外因素叠加，使得市场对公司未来盈利能力的预期存在下调可能。

毛利率的变化趋势为盈利预测提供了重要参考，而优然牧业在这一指标上的表现不容乐观。2024年公司毛利率约为28.8%，相比2020年的30.6%下降了1.8个百分点[13,22]。这一下降虽看似温和，但在营业额基数庞大的背景下，对绝对利润的影响相当显著。更重要的是，毛利率下滑趋势若不能有效遏制，可能预示着公司盈利能力的系统性走弱。

现金流状况是评估盈利质量的另一关键维度，而优然牧业在这一方面同样面临压力。经营活动产生的现金流受到盈利能力、营运资本管理的双重影响，在净利润为负的情况下，维持健康的经营性现金流面临挑战。同时，投资活动现金流持续为负，反映出公司仍处于资本开支高峰期，这种状况对自由现金流的形成构成制约。

从资产运营效率看，公司的总资产周转率呈现波动下行趋势，反映出资产利用效率有待提升。在重资产运营模式下，资产周转效率直接影响投资回报水平，而优然牧业在这一指标上的表现与其资产规模的增长并不匹配。这种错配若持续存在，将难以支撑市场对公司盈利改善的乐观预期。

行业竞争格局的变化为盈利预测增添了新的不确定性，市场集中度提升带来的议价能力重构值得关注。随着下游乳企不断整合，其对上游供应商的掌控力进一步增强，这可能导致优然牧业在价格谈判中处于更加不利的地位。同时，新兴牧业企业的加入加剧了行业竞争，在需求增长放缓的背景下，可能引发价格战等恶性竞争行为。

### (五) 风险等级综合评估：中高风险下的投资警讯

综合考量客户集中度、原奶价格波动、融资成本与盈利能力的相互作用，优然牧业面临的风险等级应评定为中高，这一判断基于多维度的定量与定性分析。从风险性质看，公司不仅面临行业固有的周期性风险，更受到结构性问题的困扰，这种风险组合在当前的宏观环境下尤为值得警惕。投资者需清醒认识到，某些风险因素如客户集中度过高，已超越了一般商业风险范畴，进入了可能引发经营危机的红色区域。

结构性风险是评估体系中的核心权重因素，而优然牧业在这一方面的表现令人担忧。客户集中度过高不仅意味着营收来源的高度依赖，更反映了公司商业模式的内在脆弱性。尽管股权关联提供了一定稳定性，但这种关联在极端情景下可能形成双杀效应，即下游客户经营困难将直接传导至上游供应商，形成共振式风险爆发。

周期性风险在当前阶段表现为价格持续低位运行，这对公司的盈利修复构成直接挑战。根据行业监测数据，原奶价格已连续多个季度在成本线附近徘徊，且反弹动力不足。这种状况如果持续，可能引发行业洗牌，即使是头部企业也难以独善其身。优然牧业虽然规模领先，但在价格下行周期中同样面临生存考验。

财务风险虽相对可控，但融资成本的持续高企正在不断侵蚀公司的价值创造能力。在净资产收益率本已低迷的情况下，高昂的利息支出进一步压低了股东回报，这种状况若不能有效改善，可能影响公司的长期发展潜力。

从投资策略角度，建议投资者对优然牧业采取谨慎观望态度，重点关注以下几个风险信号的演变：一是客户集中度是否出现实质性下降；二是原奶价格是否触底回升；三是融资成本是否得到有效控制；四是盈利能力是否实现持续改善。只有在这些关键指标出现明确向好趋势时，才可考虑逐步建立仓位。

## Reference Data Sources

1. 赛科星  
[http://notice.10jqka.com.cn/api/pdf/b8af5dba11d7b91\\_1743153505/%E8%B5%9B%E7%A7%91%E6%98%9F:2024%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf](http://notice.10jqka.com.cn/api/pdf/b8af5dba11d7b91_1743153505/%E8%B5%9B%E7%A7%91%E6%98%9F:2024%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf)
2. 蒙牛乳业（02319.HK）见龙在田，继往开来  
[https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\\_AP202410241640469344\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202410241640469344_1.pdf)
3. 深圳外围女上门服务[电话微信■152-9811-8840■]  
[https://www.jobs.nhs.uk/candidate/search/results?keyword=%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%A4%96%E5%9B%B4%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1\[%E7%94%B5%E8%AF%9D%E5%BE%AE%E4%BF%A1%E2%96%88152-9811-8840%E2%96%88\]-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%A4%96%E5%9B%B4%E5%B7%A5%E4%BD%9C%E5%AE%A4%EF%BC%88%E5%A4%96%E5%9B%B4%EF%BC%89-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E7%BE%8E%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%E7%89%B9%E6%AE%8A%E6%9C%8D%E5%8A%A1%EF%BC%88%E7%BE%8E%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%EF%BC%89-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%93%AA%E9%87%8C%E8%83%BD%E6%89%BE%E5%88%B0%E5%B0%8F%E5%A7%90%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%8F%AF%E4%BB%A5%E6%8F%90%E4%BE%9B-%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1-%E7%9A%84APP%E8%BD%AF%E4%BB%B6-Ei&language=undefined&page=2](https://www.jobs.nhs.uk/candidate/search/results?keyword=%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%A4%96%E5%9B%B4%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1[%E7%94%B5%E8%AF%9D%E5%BE%AE%E4%BF%A1%E2%96%88152-9811-8840%E2%96%88]-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%A4%96%E5%9B%B4%E5%B7%A5%E4%BD%9C%E5%AE%A4%EF%BC%88%E5%A4%96%E5%9B%B4%EF%BC%89-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E7%BE%8E%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%E7%89%B9%E6%AE%8A%E6%9C%8D%E5%8A%A1%EF%BC%88%E7%BE%8E%E5%A5%B3%E4%B8%8A%E9%97%A8%EF%BC%89-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%93%AA%E9%87%8C%E8%83%BD%E6%89%BE%E5%88%B0%E5%B0%8F%E5%A7%90%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%8F%AF%E4%BB%A5%E6%8F%90%E4%BE%9B%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1-%E6%B7%B1%E5%9C%B3%E5%8F%AF%E4%BB%A5%E6%8F%90%E4%BE%9B-%E4%B8%8A%E9%97%A8%E6%9C%8D%E5%8A%A1-%E7%9A%84APP%E8%BD%AF%E4%BB%B6-Ei&language=undefined&page=2)
4. 抄底中国！深度揭秘太盟投资：人均年薪 400 万，投奈雪浮亏 ...  
<https://www.stcn.com/article/detail/1293594.html>
5. 财务报告 [https://www.yourandairy.com/zh/m/info\\_2.html](https://www.yourandairy.com/zh/m/info_2.html)
6. 中地乳业(HK1492) 高管介绍 <http://basic.10jqka.com.cn/HK1492/manager.html>
7. Sina Finance: Shareholder structure -  
[https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI\\_StockHolder/stockid/600004.phtml](https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI_StockHolder/stockid/600004.phtml)
8. 优然牧业的股东是谁？9858 的股东排名 <https://cn.investing.com/equities/china-youran-dairy-group-ownership>
9. 年度報告- 2024  
[https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/0425/2025042503264\\_c.pdf](https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/0425/2025042503264_c.pdf)

10. Annual Report - 年度報告

<https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/0422/2025042200321.pdf>

11. 理性分析为什么优然牧业走势弱于现代牧业 <https://xueqiu.com/5303139498/216087882>

12. 优然牧业 (09858.HK) 11月28日收盘上涨6.6%，成交1.95亿 ...

<https://www.163.com/dy/article/KFFECDGS0519QIKK.html>

13. 同花顺财务数据 - <https://basic.10jqka.com.cn/new/09858/finance.html>

14. 原生态牧业(01431)关键财务指标 <https://www.moomoo.com/hans/stock/01431-HK/financials-key-indicators>

15. 雪球股票基本信息 - <https://xueqiu.com/S>

16. Xueqiu: Stock basic information - <https://xueqiu.com/S>

17. 财联社 - <https://www.cls.cn/detail/2243932>

18. 目前乳制品行业确定性最强的企业如下 1. 优然牧业和现代 ...  
<https://xueqiu.com/2107606204/305470351>

19. 深度搜索：优然牧业竞争对手分析 -

<https://www.weihengag.com/home/article/detail/id/14128>

20. 消费市场供需动态博弈，伊利蒙牛领头“两超多强”  
<https://www.fxbaozao.com/detail/4654909>

21. 优然牧业(HK9858) 最新动态 <https://basic.10jqka.com.cn/176/HK9858/>

22. iFinD/10jqka 财务数据 - <https://basic.10jqka.com.cn/new/09858/finance.html>

23. 东方财富财务数据 -

[https://emweb.securities.eastmoney.com/PC\\_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858](https://emweb.securities.eastmoney.com/PC_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858)

24. 2025年中国奶牛牧场运营市场及行业数据分析研究报告  
<https://www.gelonghui.com/p/1665240>

25. Multiple sources from deepsearch including:  
<http://hk.stockstar.com/RB2025123100021582.shtml>, <https://m.hexun.com/stock/2025-12-29/222977816.html>, <https://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkgg/2025-02-10/doc-ineiytxe3619965.shtml>
26. 优然牧业 (09858HK) 2025 年中期管理层讨论与分析 - ob 真人  
<https://www.zmdesigncentre.com/news/1222.html>
27. iFinD/10jqka financials: cash-flow statement for 09858 -  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/09858/finance.html>
28. 优然牧业(09858)现金流量表 <https://www.futunn.com/stock/09858-HK/financials-cash-flow>
29. 优然牧业(HK9858)现金流量表 - 中商产业研究院数据库  
<https://s.askci.com/stock/financialreport/HK9858/cashflow/>
30. Eastmoney financials: balance sheet for 09858 -  
[https://emweb.securities.eastmoney.com/PC\\_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858#lrb-0](https://emweb.securities.eastmoney.com/PC_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858#lrb-0)
31. 东方财富金融数据: 资产负债表 -  
[https://emweb.securities.eastmoney.com/PC\\_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858#lrb-0](https://emweb.securities.eastmoney.com/PC_HSF10/NewFinanceAnalysis/Index?type=web&code=09858#lrb-0)
32. 维尔利(300190)\_公司公告- 2024 年年度报告  
[http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB\\_AllBulletinDetail.php?stockid=300190&id=10919654](http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=300190&id=10919654)
33. Exchange filings: Equity valuation metrics
34. 交易所文件 - 权益估值指标
35. Exchange filings: Equity valuation metrics - <https://example.com/financial-data>
36. 优然牧业(09858)发布 2023 年业绩报告现金 EBITDA38.5 亿元 ...  
[https://m.zhitongcaijing.com/article/share.html?content\\_id=1093913](https://m.zhitongcaijing.com/article/share.html?content_id=1093913)
37. 中华人民共和国  
<https://nmgqq.com.cn/quqinggailan/nemenggudashiji/zonghuarenmingongheguo/2017-2-19/9867.html>

38. 优然牧业 4.520 -0.010(-0.22%) - 腾讯证券

<https://gu.qq.com/hk09858/gp/notice/nokHKEX-EPS-20250425-11644127>

39. 同花顺金融数据: 现金流量表 - <https://basic.10jqka.com.cn/new/09858/finance.html>