

国内上游原奶系列报告之二 ——三大牧场投资价值分析

饮料乳品行业评级：推荐



分析师：寇星

分析师：吴越

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

联系电话：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- 承接第一篇行业探讨，当前位置我们认为已经可以进行左侧买入布局了。上游牧场的投资分为左侧和右侧交易，左侧更多看上游去化程度，右侧更多看奶价上升幅度催化估值和eps，从而带来市值扩张。而当前已经进入左侧交易和布局时期。
- 参考第一篇奶价推演趋势，叠加最新豆粕成本持续上涨，我们判断上半年全国10主产省平均奶价有望从3.1元/公斤，降到3元以下（根据财联社报道，实质部分社会牧场奶价已在3元/公斤以下），从而加速上游去化产能。从投资角度来看，我们判断右侧交易之前，可能有多轮催化点：奶牛存栏数据持续下降/奶价下降趋势/港股资金面较好叠加两会催化/年报利空出尽，中间判断未必会有大幅回调，因此建议当前买入。
- 右侧交易的本质是看下游需求，下游需求取决于国内经济 and 政策的提振程度，上半年伴随左侧交易，右侧的预期也会有综合的判断。我们认为内需政策加强和投入势在必行，有望提振消费，对下游需求产生eps提振，从而加强上游需求。参考第一篇判断，维持下半年到明年奶价上行的判断。
- 从公司角度出发，我们本篇报告优选三个国内优质牧场龙头进行分析和推荐，其中盈利预测可能比市场预期略低。欢迎大家阅读。尽管每家公司在整体推荐观点是一致的，但从交易量/去化程度/奶价对盈利的提振程度/基本面各方面认知个股表现均有所不同，本篇报告未能详尽，欢迎投资者继续关注我们后期更多报告！
- 风险提示：奶价波动导致生物资产减值低于预期、产能出清或需求恢复不及预期、大宗材料成本波动

乳制品行业

contents

目录

- 1 上游牧场行业概况介绍
- 2 优然牧业：全球最大原料奶供应商
- 3 现代牧业：行稳致远的行业领航者
- 4 中国圣牧：具备产能弹性的有机奶龙头
- 5 风险提示

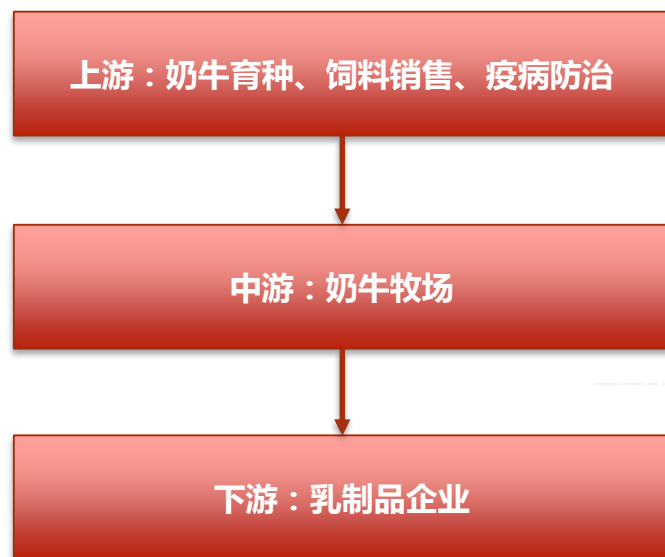


01 上游牧场行业概况介绍

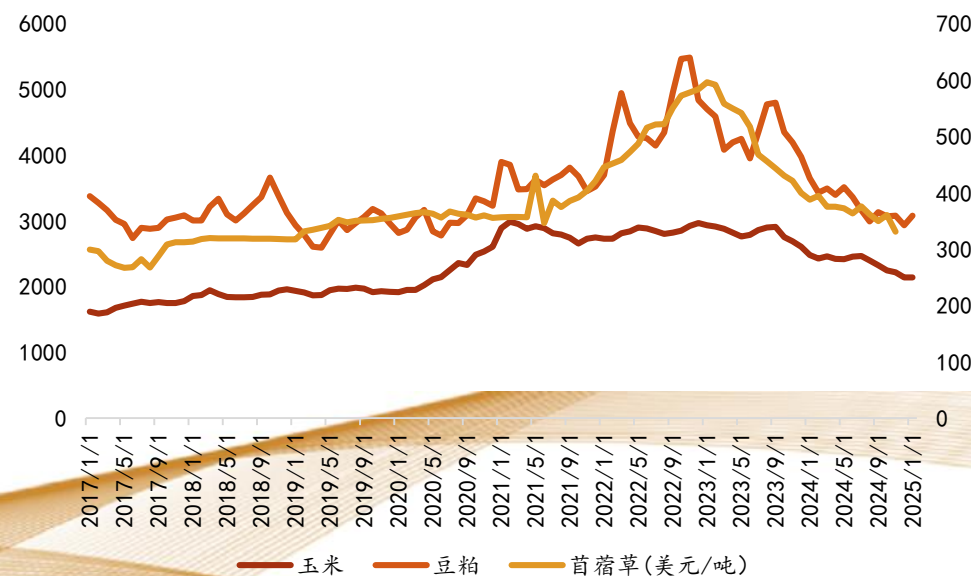
1.1 行业定位：承上启下，为乳企提供稳定原料奶供应

- **承上启下，为乳企稳定供应原料奶。**从产业链分工来看，奶牛牧场上游承接饲料销售、奶牛育种等农业部门，下游对接乳企，为其提供原料奶供应。三聚氰胺事件后，龙头乳企重视奶源的源头把控，整合产业链上下游，牧场逐步进入规范化、规模化发展时期。从当前商业模式看，主流龙头牧场的主要分工是为下游乳企提供稳定的原料奶供应，同时在奶牛畜牧行业进行全产业链布局。
- **上游关注大宗价格，25年存在不确定性。**拆分奶牛畜牧养殖成本来看，据内蒙古自治区农牧厅介绍，饲料占奶牛产奶成本的60-70%，且其主要构成材料（豆粕、玉米、苜蓿等）受诸多因素影响，波动较大。结合近期豆粕走势，展望25年成本水平，我们认为成本走势存在不确定性。如大宗成本持续上涨，我们预计具备成熟锁价机制与规模议价优势的头部牧场将获得更大优势。
- **下游关注消费复苏带来的机遇。**奶价波动对上游牧场的经营成果有直接影响，影响奶价最直接的因素是供求关系。我们认为在本轮产能出清已取得一定成果的背景下，应关注下游消费复苏带来的投资机遇。

图表：生鲜乳产业链示意图



图表：主要大宗原材料价格走势



1.2 行业格局：上下游紧密绑定，市场份额向头部集中

- **原奶的供需向头部集中。**从供给端来看，2023年我国生鲜乳总产量约为4197万吨，而上游最大牧场优然牧业原奶年产量为302万吨，占全国生鲜乳总产量的7.2%，第二名现代牧业占比6.1%；需求端来看，两强液态奶终端销售份额合计已超过60%，2023年伊利蒙牛两强合计收奶1607万吨，占据我国生鲜乳总产量的40%左右。
- **上游下游紧密绑定，两强合作占半数。**从行业前15牧场情况看，大多均与两强或区域性龙头形成合作关系。在上轮奶价上行周期，两强积极布局上游牧场，伊利旗下囊括优然牧业、中地乳业及恒天然两个牧场群，蒙牛则布局现代牧业、富源牧业、中国圣牧等，双方自控奶源占比均达约40%水平。
- **奶价下行，一损俱损。**由于上下游紧密绑定，奶价下行对两者均产生负面影响。对上游牧场而言，奶价下行直接影响公司利润水平，产生亏损；对下游乳企而言，奶价下行造成：1) 库存及费用率提升；2) 对下游公司的投资收益下降；3) 喷粉形成资产减值；4) 对上游贷款信用减值。

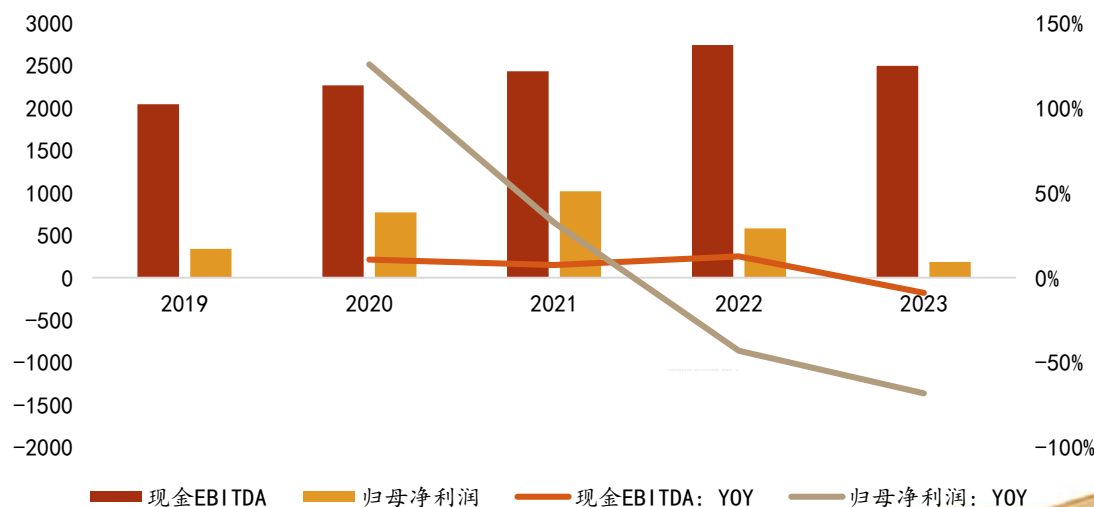
图表：我国前十五大牧场信息一览表（按照产奶量降序排列）

排序	牧场	规模牧场数量	奶牛存栏(万头)	产奶量(万吨)	供奶方	伊利、蒙牛自控奶源情况
1	优然牧业	91	58.27	302.02	伊利	伊利： 1、优然牧业：累计持股34%，为第一大股东，并以此为主体收购赛科星，90%+原奶供给伊利； 2、中地乳业：2020年收购，持股超30%； 3、恒天然牧场：收购其在山西、河北两个牧场群；伊利自控奶源供给占比约40%。 蒙牛： 1、现代牧业：累计持股56.3%，90%+原奶供给蒙牛； 2、富源牧业：以现代牧业为主体，20年全资收购； 3、中国圣牧：蒙牛持股占比29.99%； 蒙牛自控奶源供给占比约40%。
2	现代牧业	46	45.06	258.8	蒙牛、新乳业	
3	澳亚集团	11	13.08	85.96	蒙牛、光明、新乳业	
4	河北乐源	32	18.7	84	君乐宝	
5	中国圣牧	32	13.66	71.86	蒙牛	
6	宁夏农垦	19	15.63	65	伊利、蒙牛	
7	光明牧业	25	11.6	61.3	光明	
8	越秀辉山	52	12	60	自供	
9	首农畜牧	28	9.76	58.85	三元	
10	优源牧业	9	8	50	伊利	
11	原生态牧业	11	10.25	48.45	飞鹤、伊利	
12	认养一头牛	9	7.26	43.58	自供	
13	天润乳业牧业	26	6.5	30	天润	
14	前进牧业	17	5.27	28.48	四川菊乐、自供	
15	新希望生态牧业	12	4.83	28.44	新乳业	

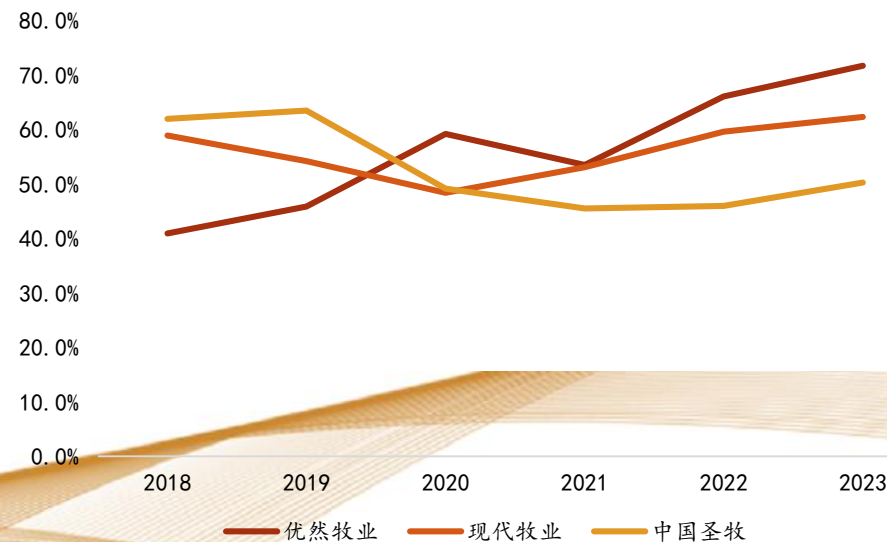
1.3 行业报表解读：客观看待表观利润变动，财务杠杆压力有望缓解

- 从行业龙头公司报表端来看，净利润端除前述奶价及成本端影响外，还受销售费用、管理费用、生物资产价值波动与融资成本影响，其中销售费用率、管理费用率较为稳定且占比较低，其余两项有一定波动，具体来看：
- 生物资产价值波动影响表观利润，应当客观看待。本报告所涉及的三家牧场公司均在港股市场上市，其会计准则对乳牛的价值评定是基于报告时点该资产所预期产生现金流折现价值进行估计，而非成本入账，故该项（通常为“生物资产公允价值变动减销售成本产生的亏损”）受奶价波动影响较大，造成实际经营成果与表观成果的差异（参照下方现代牧业历年现金EBITDA与表观利润的对比），但对实际经营影响程度低于表观水平，建议客观看待。
- 行业周期行至拐点，财务杠杆压力有望缓解。结合历史情况看，部分牧场资产负债率处在较高水平。我们预计25年财务杠杆压力有望缓解，一方面行业周期端产能增投已暂停，另一方面奶价回暖将为公司带来大规模现金回笼，缓解杠杆压力。

图表：现代牧业2019年起现金EBITDA与归母净利润对比（单位：千元）



图表：三大牧场历史资产负债率走势



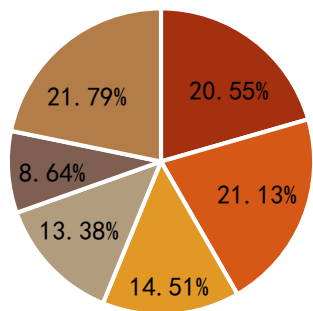


02 优然牧业：全球最大原料奶供应商

2.1 公司概况：全球最大原料奶供应商，携手伊利共同发展

- **历史沿革：**根据公司官网介绍，优然牧业历史可追溯至1984年成立的呼市配合饲料厂（饲料业务前身）。2007年，公司牧业业务前身内蒙古伊利畜牧发展有限责任公司成立；2014年公司草业业务主体内蒙古伊禾绿锦农业发展公司成立。2016年，内蒙古优然牧业有限责任公司成立。2020年，公司收购赛科星繁育生物科技股份有限公司。2021年公司完成对恒天然中国旗下6家牧场收购，同年于中国香港联交所主板上市。目前公司为全球最大原料奶供应商。
- **股权结构：**伊利通过中国优然牧业控股有限公司（20.55%）和中国香港金港商贸（13.38%）持股，合计比例达34%，为公司最大股东。PAG资本共有两期基金参与公司投资，持股比例为30.58%（截止24年中报）。Meadowland Investment Ltd. 为员工持股平台，持股比例为14.51%。
- **业务布局：**截止24年中报，公司共有运营牧场96座，奶牛存栏达60.1万头（其中成乳牛为29.9万头），奶山羊存栏约1.9万头，15个饲料生产基地，15个草业生产基地，3个核心育种基地，1个牧业产业链平台，26家线下奶牛超市和7个县域畜牧服务中心，实现了奶牛畜牧业全产业链布局。

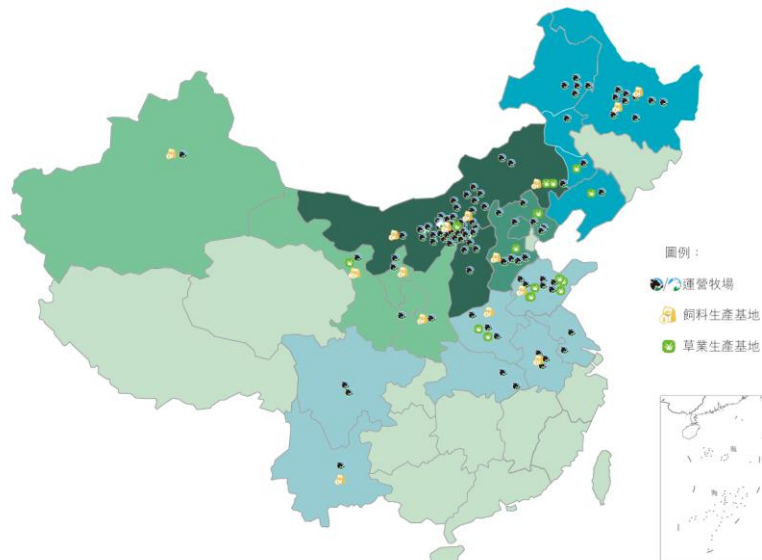
图表：优然牧业股权占比情况（24H1）



■ 中国优然牧业控股有限公司
■ Meadowland Investment
■ PAGAC Yogurt Holding I Ltd.

■ PAGAC Yogurt Holding II Ltd.
■ 中国香港金港商贸控股有限公司
■ 其他社会股东

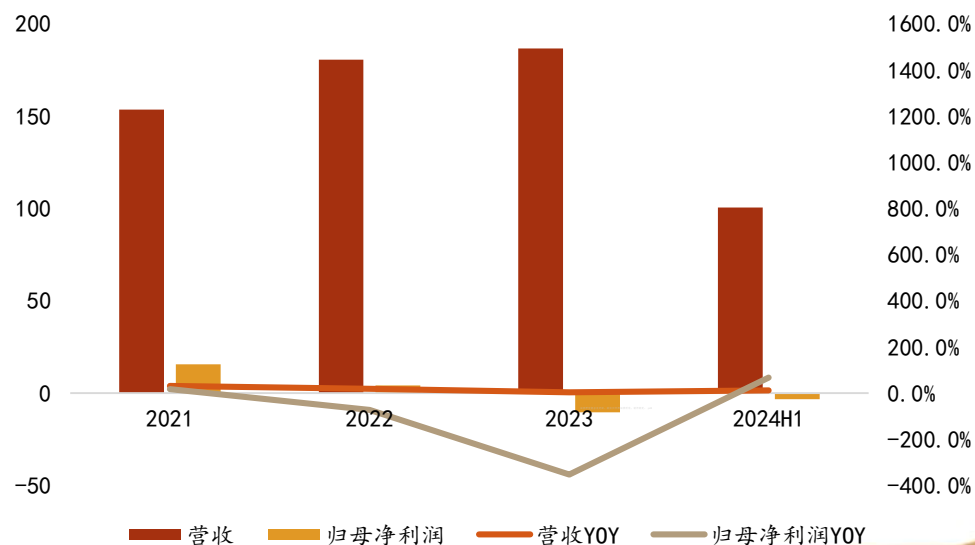
图表：优然牧业牧场、饲料生产基地、草业基地分布图



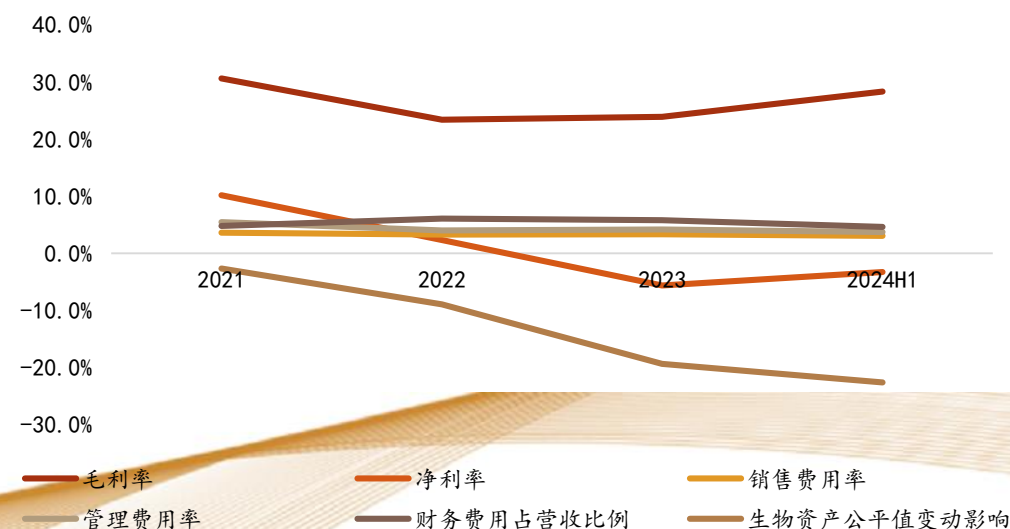
2.2 财务数据及经营情况回顾

- **收入端：**从收入端来看，公司21-23年实现营收153.46/180.51/186.94亿元，分别同比+30.3%/+17.6%/+3.6%；24H1公司实现营收100.5亿元，同比+10.8%。**拆分业务来看：**1) 公司原料奶业务21-23年实现营收95.38/108.54/129.03亿元，分别同比+36.4%/+13.8%/+18.9%。24H1实现营收73.3亿元，同比+19%，其中销量为176万吨，同比+25.6%，ASP为4.16元/kg，同比-5.2%；2) 反刍动物养殖系统化业务21-23年实现营收58.1/71.9/57.9亿元，分别同比+21%/+24%/-20%；24H1实现营收27.3亿元，同比-6.3%。
- **成本端：**公司21-23年毛利率为30.6%/23.4%/23.9%，分别同比持平/-7.2pct/+0.5pct；24H1毛利率为28.3%，同比+5.3pct。我们认为毛利率提升主因生产成本（饲料等）下降幅度超过奶价下降幅度。
- **利润端：**公司21-23年实现归母净利润15.58/4.15/-10.5亿元，分别同比+16.2%/-73.4%/-353.2%；24H1实现归母净利润-3.31亿元，同比减亏。拆分利润影响因素来看，21-23年销售费用率分别为3.6%/3.3%/3.3%，管理费用率分别为5.4%/4.0%/4.2%，财务费用占营收比例分别为4.8%/6.1%/5.8%，生物资产公允价值变动影响占营收比重分别为2.7%/9.0%/19.3%。经营性费用率（销售、管理费用率）水平稳定。

图表：2021-2024H1 优然牧业收入、归母净利润情况（单位：亿元）



图表：2021-2024H1 优然牧业利润率及费用率情况



2.3 投资观点：龙头强强联合，产业链优势显著

投资观点：

- **携手伊利，上下游龙头联动共谋发展。**伊利系公司最大股东，同时也为公司超90%原料奶销售客户，双方形成紧密的合作共赢关系。从业务体量与行业地位来看，优然与伊利分别为乳业上下游的龙头企业，我们认为双方强强联合有利于放大协同效应，实现高质量稳定发展。
- **行业向头部集中，龙头享受红利。**上游牧场短期来看，处于产能去化周期，中长期来看，由于规模效应、管理与技术水平等方面的优势，规模化效应提升，因此我们预计市场份额向头部集中将成为趋势，优然作为行业龙头，优势显著，有望享受红利。
- **牧业全链条布局，产业链优势明显。**公司旗下赛科星种业系中国最大奶牛育种企业，在奶牛繁育相关领域达到国内领先、世界一流水平，为公司提供卓越技术支持。此外，公司在草业、饲料等领域实现全产业链布局，上下游协同优势明显。

2.4 公司收入模型拆分

➤ 业务拆分

- **原料奶业务：**我们认为公司原料奶业务未来2-3年将保持稳健增长态势，拆分量价来看：
 - **存栏量端：**结合行业整体状况及公司财务状况和产能规划来看，我们认为公司存栏量端保持稳健自然增长，成乳牛占比稳中有升；
 - **单产端：**公司扎根于内蒙优质产区，并在中、东部重点消费区域先占布局，同时得益于育种环节领先优势，精益运营健康管理，我们预计单产水平持续稳健提升（24FY由于23H2奶牛并表基数原因预计表观单产提升较多）；
 - **ASP端：**结合系列报告之一中我们对奶价的判断，我们预计25年奶价全年拉平来看与24年基本持平，26年或有更大幅度改善。
- **反刍动物养殖系统化解决方案业务：**主要由饲料销售、奶牛超市、育种业务三块构成，其中饲料销售板块占比较高，与奶牛养殖行业景气度高度相关。我们预计该板块业务短期内保持稳健，静待行业回暖后有望实现较好增长。此外，公司已大力开拓肉牛、奶羊等相关业务，我们预计将对主业形成有力补充。

单位：人民币百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原料奶业务						
收入	9,538	10,854	12,903	15,327	16,891	18,911
YoY	36.4%	13.8%	18.9%	18.8%	10.2%	12.0%
销售量（万吨）	195	233	295	374	414	456
YoY	27%	19.6%	26.5%	26.9%	10.7%	10.1%
ASP（元/kg）	4.90	4.66	4.38	4.10	4.08	4.15
YoY	7%	-4.8%	-6.0%	-6.4%	-0.5%	1.7%
毛利	3,953	3,412	3,696	4,822	5,672	6,335
毛利率	41.4%	31.4%	28.6%	31.5%	33.6%	33.5%
原料奶业务：单产-规模拆分						
乳牛总计（头）	416,196	499,451	582,739	623,531	650,966	677,005
YoY	35.0%	20.0%	16.7%	7.0%	4.4%	4.0%
其中：成乳牛	204,545	231,709	284,208	310,518	328,738	346,626
YoY	30.0%	13.3%	22.7%	9.3%	5.9%	5.4%
占比	49.1%	46.4%	48.8%	49.8%	50.5%	51.2%
产奶量（万吨）	199	238	302	378	418	460
YoY	27.4%	19.6%	26.9%	25.1%	10.6%	10.0%
单头成乳牛产奶量（吨）	9.7	10.3	10.6	12.2	12.7	13.3
YoY	-2.0%	5.6%	3.5%	14.5%	4.5%	4.3%
反刍动物养殖系统化解决方案						
收入合计	5,808	7,197	5,791	5,600	5,733	5,942
YoY	21%	23.9%	-19.5%	-3.3%	2.4%	3.6%
毛利	741	812	773	952	860	891
毛利率	12.8%	11.3%	13.4%	17.0%	15.0%	15.0%
合计						
收入	15,346	18,051	18,694	20,926	22,624	24,853
YoY	30.3%	17.6%	3.6%	11.9%	8.1%	9.9%
毛利	4,694	4,224	4,470	5,774	6,532	7,226
毛利率	30.6%	23.4%	23.9%	27.6%	28.9%	29.1%

2.5 盈利预测及投资建议

- **投资建议：**公司系全球最大原料奶供应商，股权及业务上与下游乳制品龙头伊利形成紧密的合作共赢关系，同时依托赛科星种业、草场及饲料业务等形成全产业链布局。我们认为在原奶行业景气度逐步回暖、集中度逐步提升的背景下，公司作为行业龙头有望受益，推荐关注。
- **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，同时考虑生物资产减值的表观影响，我们给予公司24-26年营业总收入分别为209.3/226.2/248.5亿元的预测，给予公司24-26年EPS为-0.04/0.18/0.29元的预测，对应2月21日最终收盘价2.34港元/股，PE分别对应为-53/12/8倍。
- **首次覆盖，**给予“买入”评级，同行业可比公司估值见报告第25页。
- **风险提示：**原奶需求复苏不及预期，行业产能出清不及预期，大宗原料价格波动超预期，生物资产价值评估波动超预期

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力（单位：百万元，%）				
营业总收入	18739.71	20926.50	22623.74	24852.77
营业收入增长率	3.6%	11.9%	8.1%	9.9%
归母净利润	-1049.98	-161.25	709.91	1122.75
归母净利润增长率	-353.1%	84.6%	540.3%	58.2%
盈利能力（%）				
毛利率	28.6%	27.6%	28.9%	29.1%
净利润率	-5.6%	-0.8%	3.1%	4.5%
总资产收益率ROA	-2.3%	-0.3%	1.3%	1.8%
净资产收益率ROE	-8.9%	-1.4%	5.7%	8.3%
偿债能力（%）				
流动比率	54.5%	49.6%	50.7%	52.3%
速动比率	32.3%	33.2%	35.4%	37.8%
现金比率	21.5%	20.6%	24.2%	29.4%
资产负债率	71.6%	74.3%	75.2%	74.8%
经营效率（%）				
总资产周转率	41.7%	43.4%	42.7%	42.6%
每股指标（元）				
每股收益	-0.28	-0.04	0.18	0.29
每股净资产	3.12	3.00	3.18	3.47
每股经营现金流	1.16	0.99	1.16	1.32
估值分析				
PE	-4.88	-52.54	11.93	7.55
PB	0.44	0.73	0.68	0.63

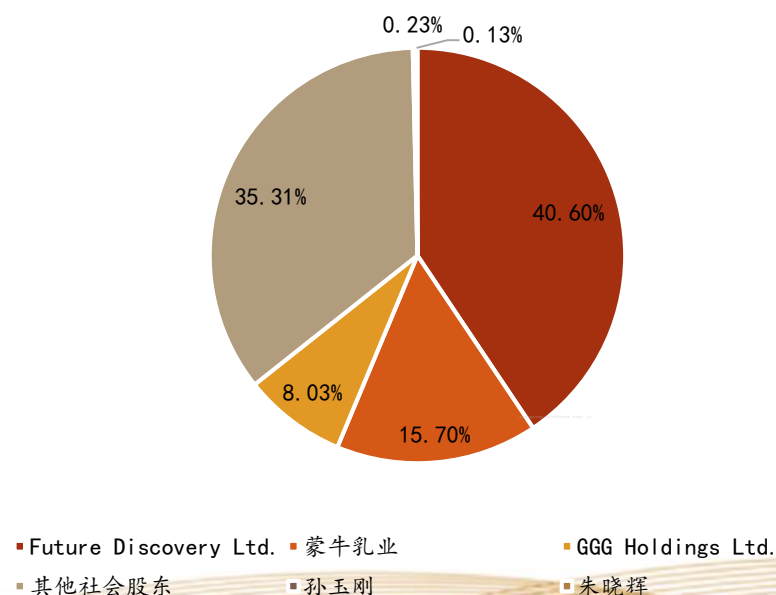


03 现代牧业：行稳致远的行业领航者

3.1 公司概况：牧业领军者，与蒙牛、新乳业深度绑定

- **历史沿革：**现代牧业成立于2005年，总部位于安徽省马鞍山市，同年首座万头牧场开工建设，2006年正式投产。2010年公司在中国香港联交所上市。2017年蒙牛集团通过收购，成为现代牧业控股股东。2019年公司引入新希望乳业成为第二大股东，加强产业协同。以原料奶产销量计算，公司为中国第二大原料奶供应商。
- **股权结构：**蒙牛直接持股15.7%，通过Future Discovery Ltd. 持股40.6%，累计持股比例达56.3%，为公司最大股东。新希望乳业通过GGG Holdings Ltd. 持股，比例为8.03%，为公司第二大股东。公司高管中，总裁孙玉刚先生、首席财务官朱晓辉先生分别持股0.23%/0.13%（24H1数据），环比23H2均有较大幅度增持。
- **业务布局：**截止24年中报，公司共有运营牧场超60座，奶牛存栏44.5万头（其中成乳牛22.5万头）。除原料奶业务外，公司布局养殖综合解决方案业务，涉及饲料贸易、牧草种植、奶牛育种、数智平台等方面，打造“从一棵草到一杯奶”的全产业链。

图表：现代牧业股权占比情况（24H1）



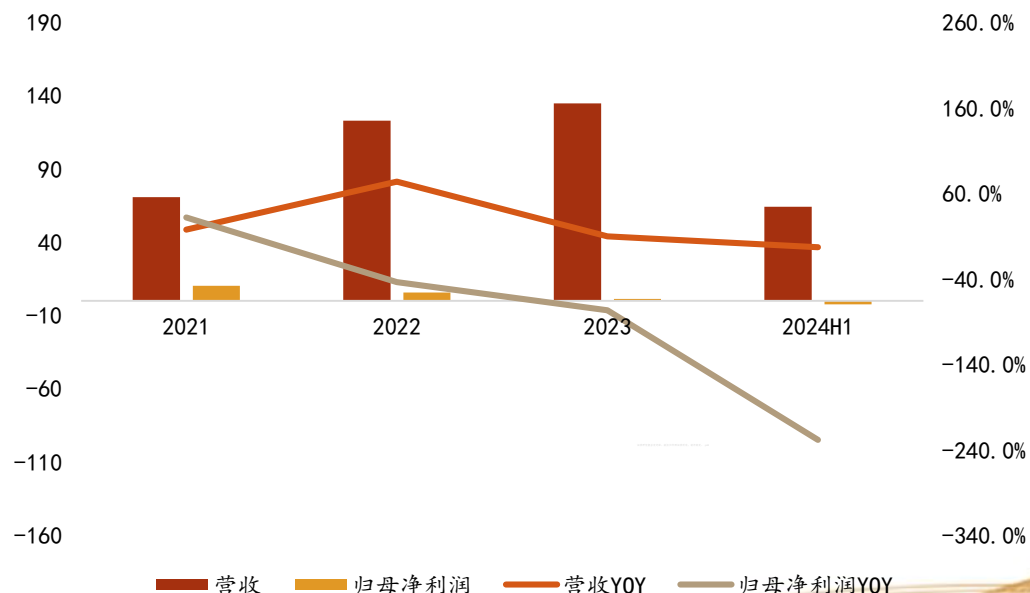
图表：现代牧业牧场分布图（截止24H1）



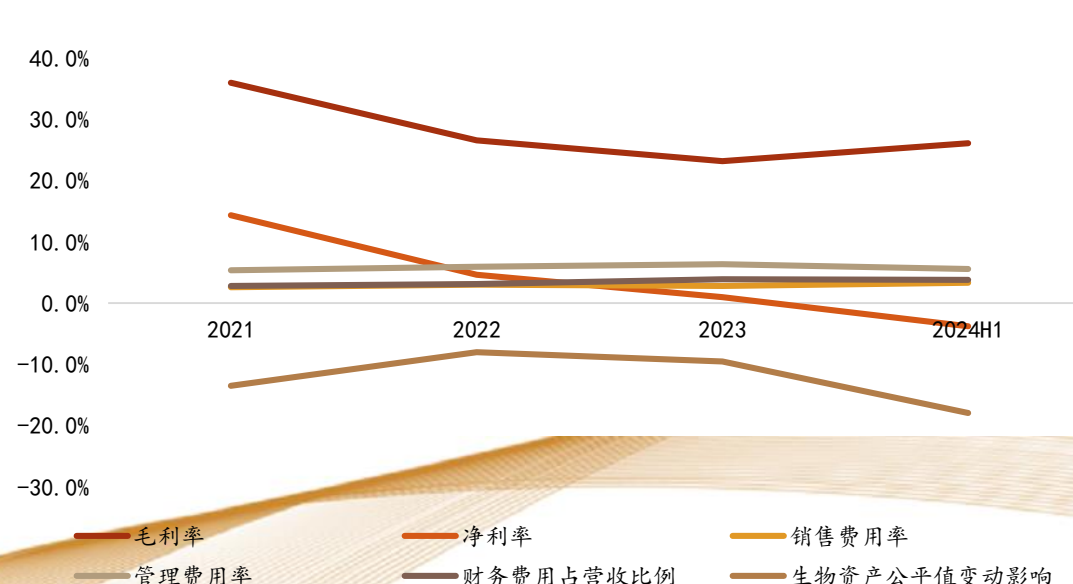
3.2 财务数据及经营情况回顾

- **收入端：**从收入端来看，公司21-23年分别实现营收70.8/122.9/134.6亿元，分别同比+17.6%/+73.7%/+9.5%；24H1公司实现营收64.2亿元，同比-3.2%。**拆分业务来看：**1) 公司原料奶业务21-23年实现营收70/99.5/102.6亿元，分别同比+16.4%/+42%/+3.2%。24H1实现营收51.1亿元，同比+1.3%，其中销量为140万吨，同比+13.3%，单价为3.66元/kg，同比-10.5%；2) 养殖综合解决方案业务22-23年实现营收23.5/32.0亿元，分别同比+3099%/+35.9%；24H1实现营收13.1亿元，同比-17.8%。
- **成本端：**公司21-23年毛利率为36%/26.6%/23.2%，分别同比-4.8/-9.4/-3.4pct；24H1毛利率为26.1%，同比+3.2pct。我们认为毛利率提升主因生产成本（饲料等）下降幅度超过奶价下降幅度。
- **利润端：**公司21-23年实现归母净利润10.2/5.6/1.75亿元，分别同比+32%/-45%/-69%；24H1实现归母净利润-2.28亿元，同比-209.1%。拆分利润影响因素来看，21-23年销售费用率分别为2.6%/3.0%/2.8%，管理费用率分别为5.4%/5.9%/6.3%，财务费用占营收比例分别为2.8%/3.1%/3.9%，生物资产公允价值变动影响分别为13.5%/8.0%/9.5%。经营性费用率（销售、管理费用率）水平稳定。

图表：现代牧业2021-2024H1收入、归母净利润（单位：亿元）



图表：现代牧业2021-2024H1利润率及费用率情况



3.3 投资观点：成本把控能力强，下游背靠优质客户

投资观点：

- **上游与中粮合作，成本把控能力强。**公司2022年与中粮集团成立合资公司现代饲料，打造“饲牧奶”一体化的产业链闭环，成本把控端显现出竞争优势。从经营成果端来看，现代牧业公斤奶饲料成本在本文所提及三大牧场中为最低。我们认为短期来看饲料供给端紧密合作为公司在不确定环境下提供竞争优势，中长期来看与产业链上下游合作所构建的优势将帮助企业穿越周期波动，实现长期价值。
- **下游背靠优质客户，深度合作蒙牛、新乳业。**蒙牛为公司第一大股东，同时也为第一大客户（销售占比90%+），双方形成长期稳定合作关系。新乳业为公司第二大股东，与公司亦构成协同合作。前者为全国化乳企领军者，后者为具备鲜明特色的区域乳企龙头，公司背靠优质客户，通过股权紧密绑定，共同实现发展。
- **控存栏、提单产，经营水平高。**从24H1数据来看，公司存栏环比23H2下降1.3%，成乳牛占比50.6%，环比提升2.1pct，反映了公司控存栏的动作。从单产水平来看，公司2019年以来单产CAGR达到4.4%，持续稳健提升。综合来看，我们认为公司未来收入端维持稳健增长，行业地位稳固。

3.4 盈利预测及投资建议

- **投资建议：**公司作为奶牛畜牧行业领军企业，原料端与中粮形成紧密合作，有效控制成本，同时下游与蒙牛、新乳业在股权与业务上紧密绑定。从经营成果来看，公司控成本、去存栏、提单产，展现了极高的经营质量。我们认为公司作为头部牧场，有望从原奶回暖周期中受益。
- **盈利预测及估值：**我们维持公司24-26年营业收入分别为141/146/162亿元的预测，维持公司24-26年EPS分别为-0.19/0.07/0.11元的预测，对应2月21日收盘价1.05港元/股，PE分别为-5/15/9倍。
- 维持“买入”评级，同行业可比公司估值见报告第25页。
- **风险提示：**原奶需求复苏不及预期，行业产能出清不及预期，大宗原料价格波动超预期，生物资产价值评估波动超预期

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力（单位：百万元，%）				
营业收入	13484.33	14072.08	14631.13	16170.28
营业收入增长率	9.5%	4.6%	4.0%	10.5%
归母净利润	175.16	-1468.58	525.15	901.71
净利润增长率	-68.9%	-938.4%	135.8%	71.7%
盈利能力（%）				
毛利率	3.3%	26.7%	28.5%	29.4%
净利润率	1.3%	-10.4%	3.6%	5.6%
总资产收益率ROA	0.6%	-4.4%	1.4%	2.2%
净资产收益率ROE	1.6%	-15.1%	5.1%	8.1%
偿债能力（%）				
流动比率	81.2%	98.9%	115.7%	121.0%
速动比率	54.1%	55.2%	75.0%	83.7%
现金比率	22.0%	20.3%	38.9%	48.1%
资产负债率	62.3%	69.5%	71.0%	70.5%
经营效率（%）				
总资产周转率	44.7%	43.2%	41.0%	41.4%
每股指标（元）				
每股收益	0.02	-0.19	0.07	0.11
每股净资产	1.42	1.23	1.30	1.41
每股经营现金流	0.69	-0.46	-0.11	-0.08
估值分析				
PE	30.86	-5.26	14.72	8.57
PB	0.49	0.79	0.75	0.69

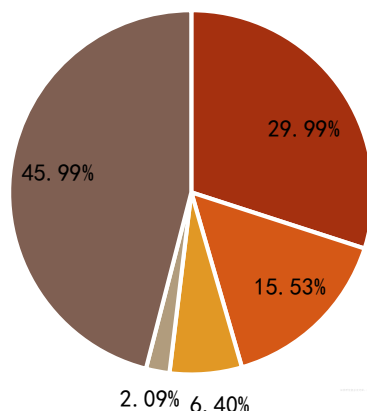


04 中国圣牧：具备产能弹性的有机奶龙头

4.1 公司概况：中国最大的有机原奶公司

- **历史沿革：**中国圣牧成立于2009年，2014年于中国香港联交所成功上市。2016年，大北农创始人、董事长邵根伙先生受让公司24%股权，而后又多次增持，现为公司第二大股东。2018年，蒙牛收购公司下游液奶业务51%股权，2020年收购下游液奶业务全部股权。随后历经多次增持，成为单一最大股东。公司将沙漠治理与循环农业结合起来，以沙漠有机奶为特色。据公司官网介绍，公司为国内首家中国和欧盟有机标准双认证的原奶公司，也是中国最大的有机乳品公司。
- **股权结构：**蒙牛通过Start Great Holdings Ltd. 持股29.99%，大北农董事长邵根伙先生通过Nong You Co., Ltd持股15.53%。公司首席执行官张家旺先生持股2.09%（24H1数据），环比23H2有所增持。
- **业务布局：**截止24年中报，公司共有运营牧场34座，牛群存栏14.8万头（其中成乳牛5.77万头，犊牛及育成牛7.66万头，育肥牛1.38万头）。从公司过往披露数据来看，公司有机牧场乳牛占总存栏量比例超60%。此外公司有少量肉牛养殖及其他业务布局，占比较低（24H1占比约1-2%）。

图表：中国圣牧股权占比情况（24H1）



■ Start Great Holdings Ltd. ■ Nong You Co., Ltd ■ Greenbelt Global Ltd.
 ■ 张家旺 ■ 其他社会股东

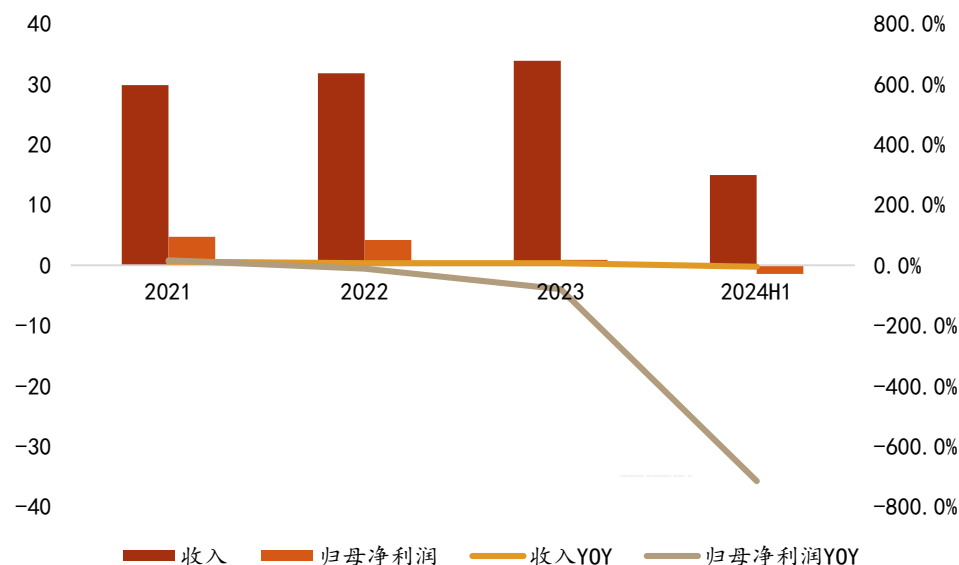
图表：公司有机牧场分布（截止23年年报）



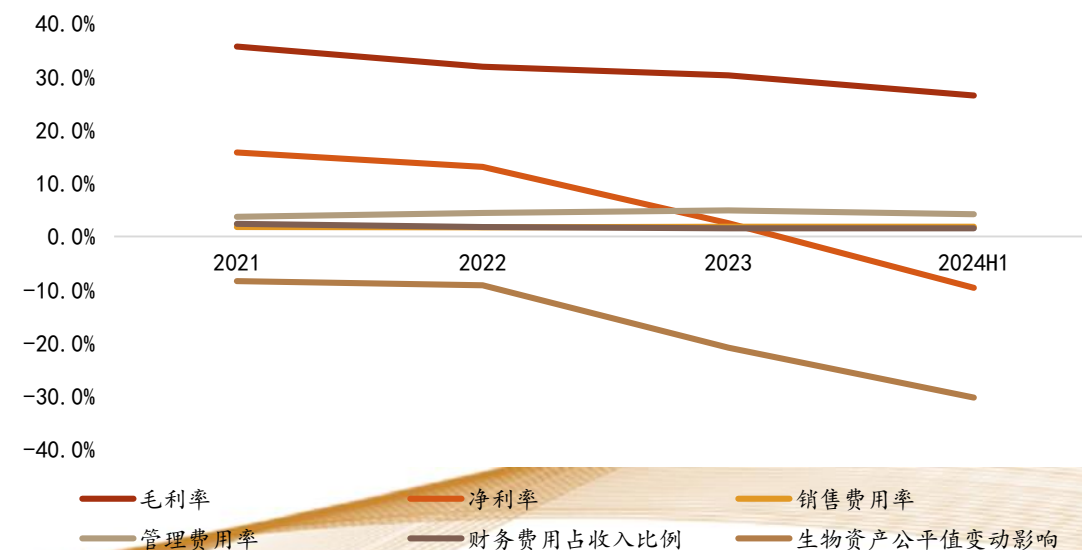
4.2 财务数据及经营情况回顾

- **收入端：**从收入端来看，公司21-23年实现营收29.85/31.76/33.84亿元，分别同比+12.2%/+6.4%/+6.5%；24H1公司实现营收14.91亿元，同比-4.75%；拆分量价来看，公司24H1实现销量35.1万吨，同比+3.2%，ASP为4.25元/kg，同比-7.7%。
- **成本端：**公司21-23年毛利率为35.7%/31.9%/30.3%，分别同比-2.9/-3.8/-1.6pct；24H1毛利率为26.5%，同比-0.3pct。
- **利润端：**公司21-23年实现归母净利润4.72/4.17/0.86亿元，分别同比+16%/-11.7%/-79.3%；24H1实现归母净利润-1.44亿元，同比-716%。拆分利润影响因素来看，21-23年销售费用率分别为1.8%/1.7%/1.9%，管理费用率分别为3.7%/4.4%/4.9%，财务费用占收入比例分别为2.4%/1.8%/1.6%，生物资产公允价值变动影响分别为8.3%/9.2%/20.9%。经营性费用率（销售、管理费用率）水平稳定。

图表：中国圣牧2021-2024H1收入、归母净利润（单位：亿元）



图表：中国圣牧2021-2024H1利润率及费用率情况



4.3 投资逻辑：关注差异化竞争下的潜在产能扩张空间

投资观点：

- **背靠优质客户，上下游紧密绑定。**蒙牛系公司单一最大股东，同时也为公司最大客户（收入占比超90%），双方形成紧密绑定关系。从经营层面来看，蒙牛产品端结构逐步提升，特仑苏有机奶为代表的高端大单品作为重要抓手，在沙漠有机特色产品等方面积极拓展，与公司业务形成较好协同，有利于双方长期高质量发展。
- **有机奶差异化竞争，公司优势明显。**由于饲养环境、用料、疫病处理等方面的差别，有机奶成分中含较低的抗生素残留、更高的营养物质，更加符合现代人健康需求，同时价格更高（公司公斤奶售价为本文三大牧场中最高），与传统产品进行差异化竞争。公司系中国最大的有机原奶公司，依托优质沙漠牧场，在该细分赛道具备竞争优势。
- **成乳牛占比水平低，潜在扩张弹性大。**从存栏规模看，公司24H1去化成母牛超6000头，但犊牛及青年牛逆势增加。横向对比三大牧场来看，公司成乳牛占比水平为最低。我们认为，如果未来奶价回暖，届时公司后备牛转为成乳牛提升产能的空间很大，结合规模效应释放，将为公司带来极大业绩弹性。

4.4 公司收入模型假设

➤ 业务假设

➤ **原料奶业务：**我们认为公司原料奶业务有望随25年原奶行业回暖而恢复增长，拆分量价来看：

➤ **存栏量端：**结合行业整体状况及公司财务状况和产能规划来看，我们认为公司存栏量端保持低单位数增长（包括有机乳牛与非有机乳牛）。同时考虑到公司当前成乳牛占比较低，为后续行业回暖保留了极大的空间，我们预计成乳牛数量有望实现快于整体存栏量提升；

➤ **单产端：**随管理及技术水平提升实现稳健提升；

➤ **ASP端：**结合系列报告之一中我们对奶价的判断，我们预计明年奶价全年拉平来看与今年基本持平。由于公司特色有机奶业务具备优势，附加值水平高，我们预计公司ASP水平仍在行业中位居前列。

单位：人民币百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
奶牛养殖业务（合计）						
收入	2985	3176	3384	3160	3538	4329
YoY	12.2%	6.4%	6.5%	-6.6%	12.0%	22.3%
销售量（万吨）	58	64	71	75	84	94
YoY	-0.8%	8.7%	11.9%	5.6%	11.5%	12.5%
ASP（元/kg）	5.10	5.00	4.76	4.21	4.23	4.60
YoY	13.1%	-2.1%	-4.8%	-11.5%	0.5%	8.7%
毛利	1066	1016	1025	908	1220	1590
毛利率	35.7%	32.0%	30.3%	28.7%	34.5%	36.7%
牧场整体：						
乳牛总计（头）	122518	136344	148029	150,471	153,480	156,550
YoY	10.6%	11.3%	8.6%	1.6%	2.0%	2.0%
其中：有机牧场						
有机乳牛总计（头）	79652	92075	96165	98,088	100,050	102,051
YoY	35.3%	15.6%	4.4%	2.0%	2.0%	2.0%
其中：非有机牧场						
非有机乳牛总计（头）	42866	44269	51864	52,383	53,430	54,499
YoY	-17.3%	3.3%	17.2%	1.0%	2.0%	2.0%
整体成乳牛：						
整体成乳牛数量	60154	64355	64193	64,703	69,066	75,144
YoY		7.0%	-0.3%	0.8%	6.7%	8.8%
占比	49.1%	47.2%	43.4%	43.0%	45.0%	48.0%
产奶量（万吨）	61.78	67.70	73.05	78.05	86.65	97.10
YoY	3.2%	9.6%	7.9%	6.8%	11.0%	12.1%
单头成乳牛产奶量（吨）	10.27	10.52	11.38	12.1	12.5	12.9
YoY		2.4%	8.2%	6.0%	4.0%	3.0%
合计						
收入	2,985	3,176	3,384	3,160	3,538	4,329
YoY	12.2%	6.4%	6.5%	-6.6%	12.0%	22.3%
毛利	1,066	1,013	1,025	908	1,220	1,590
毛利率	35.7%	31.9%	30.3%	28.7%	34.5%	36.7%

4.5 盈利预测及投资建议

- **投资建议：**公司作为国内最大有机原料奶企业，在该细分赛道优势明显，产品ASP水平在行业中位居前列。此外，公司在股权与业务端均与蒙牛形成稳固的绑定关系，背靠优质客户，并与其提升产品结构战略形成较好协同。产能端公司在行业低谷期维持了较高的后备牛占比，为未来回暖周期提供更大的弹性。
- **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，同时考虑少量肉牛等业务以及生物资产减值带来的表观影响，我们给予公司24-26年营业总收入分别为32.7/36.1/43.9亿元的预测，给予公司24-26年EPS为-0.01/0.03/0.06元的预测，对应2月21日收盘价0.194港元/股，PE分别为-19/6/3倍。
- **首次覆盖，**给予“买入”评级，可比公司估值见报告第25页。
- **风险提示：**原奶需求复苏不及预期，行业产能出清不及预期，大宗原料价格波动超预期，生物资产价值评估波动超预期

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力（单位：百万元，%）				
营业总收入	3526.35	3270.16	3608.98	4393.46
营业收入增长率	6.5%	-3.4%	10.4%	21.7%
归母净利润	86.08	-77.87	236.15	521.32
净利润增长率	-79.3%	-190.5%	403.3%	120.8%
盈利能力（%）				
毛利率	30.3%	31.2%	35.8%	37.7%
净利率	2.5%	-2.4%	6.5%	11.9%
总资产收益率ROA	1.0%	-1.0%	2.8%	5.6%
净资产收益率ROE	2.1%	-2.0%	5.7%	11.1%
偿债能力（%）				
流动比率	71.3%	61.0%	71.5%	96.0%
速动比率	30.0%	16.5%	24.6%	45.7%
现金比率	13.1%	-1.3%	5.4%	25.6%
资产负债率	50.3%	49.0%	47.1%	45.4%
经营效率（%）				
总资产周转率	41.3%	39.4%	43.8%	49.7%
每股指标（元）				
每股收益	0.01	-0.01	0.03	0.06
每股净资产	0.48	0.47	0.50	0.56
每股经营现金流	0.11	0.06	0.10	0.14
估值分析				
PE	23.70	-19.42	6.40	2.90
PB	0.51	0.39	0.36	0.32

推荐标的财务预测、估值情况及同业对比

公司	收盘价（单位：港元）	盈利预测（单位：人民币元）			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E
上游牧场							
优然牧业	2.340	-0.04	0.18	0.29	-53	12	8
现代牧业	1.050	-0.19	0.07	0.11	-5	15	9
中国圣牧	0.194	-0.01	0.03	0.06	-19	6	3

来源：，华西证券（使用2月21日收盘价，换算汇率为1港币=0.82人民币）

附：财务报表及主要财务比率——优然牧业

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18739.71	20926.50	22623.74	24852.77	净利润	-1049.98	-161.25	709.91	1122.75
YoY(%)	3.63%	11.67%	8.11%	9.85%	折旧和摊销	551.25	600.00	550.00	400.00
营业成本	17499.36	15152.22	16092.12	17626.30	营运资金变动	654.44	-290.38	-185.55	-39.71
营业税金及附加					经营活动现金流	4389.96	4462.10	5064.71	5524.16
销售费用	619.57	711.50	746.58	820.14	资本开支	-8050.92	-3100.00	-3050.00	-2900.00
管理费用	778.15	857.99	927.57	1018.96	投资	2081.64	-341.19	-459.44	409.56
财务费用	1054.36	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-4344.38	-7857.26	-7263.15	-6157.31
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-127.10	-147.17	-177.53	-178.88	债务募资	4029.80	4069.52	4227.71	3232.15
营业利润	-234.38	4152.48	4805.43	5330.20	筹资活动现金流	2989.96	4069.52	4227.71	3232.15
营业外收支					现金净流量	3036.09	673.56	2028.47	2598.19
利润总额	-1359.50	-215.00	1051.71	1663.33	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	93.39	0.00	105.17	166.33	成长能力 (%)				
净利润	-1452.89	-215.00	946.54	1497.00	营业收入增长率	3.56%	11.94%	8.11%	9.85%
归属于母公司净利润	-1049.98	-161.25	709.91	1122.75	净利润增长率	-353.15%	84.64%	540.25%	58.15%
YoY(%)	-353.15%	84.64%	540.25%	58.15%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.28	-0.04	0.18	0.29	毛利率	6.39%	27.59%	28.87%	29.08%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	-5.62%	-0.77%	3.14%	4.52%
货币资金	4488.34	5161.90	7190.37	9788.56	总资产收益率ROA	-2.27%	-0.32%	1.27%	1.84%
预付款项					净资产收益率ROE	-8.88%	-1.38%	5.74%	8.32%
存货	4504.86	3869.89	4235.16	4559.41	偿债能力 (%)				
其他流动资产	136.58	234.54	313.71	268.24	流动比率	0.55	0.50	0.51	0.52
流动资产合计	11406.41	12407.98	15066.57	17434.90	速动比率	0.32	0.33	0.35	0.38
长期股权投资	1051.45	1401.66	1868.72	2104.49	现金比率	0.21	0.21	0.24	0.29
固定资产	15181.41	17681.41	20181.41	22681.41	资产负债率	71.65%	74.32%	75.22%	74.84%
无形资产	858.86	858.86	858.86	858.86	经营效率 (%)				
非流动资产合计	34793.32	37766.20	40733.25	43469.02	总资产周转率	0.42	0.43	0.43	0.43
资产合计	46199.73	50174.18	55799.82	60903.93	每股指标 (元)				
短期借款	16433.09	20502.61	24730.32	27962.47	每股收益	-0.28	-0.04	0.18	0.29
应付账款及票据	2113.19	2072.62	2231.87	2328.07	每股净资产	3.12	3.00	3.18	3.47
其他流动负债	2323.28	2398.55	2689.09	2963.77	每股经营现金流	1.16	1.15	1.30	1.42
流动负债合计	20914.58	25030.77	29710.66	33318.57	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	9826.50	9826.50	9826.50	9826.50	估值分析				
其他长期负债	2359.95	2434.02	2434.02	2434.02	PE	-4.88	-52.54	11.93	7.55
非流动负债合计	12186.45	12260.52	12260.52	12260.52	PB	0.44	0.73	0.68	0.63
负债合计	33101.03	37291.29	41971.18	45579.08					
股本	0.25	0.25	0.25	0.25					
少数股东权益	1267.98	1214.23	1450.86	1825.11					
股东权益合计	13098.70	12882.90	13828.64	15324.84					
负债和股东权益合计	46199.73	50174.18	55799.82	60903.93					

附：财务报表及主要财务比率——现代牧业

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13484.33	14072.08	14631.13	16170.28	净利润	175.16	-1468.58	525.15	901.71
YoY (%)	9.39%	4.36%	3.97%	10.52%	折旧和摊销	453.11	341.00	336.00	350.00
营业成本	13008.26	10310.72	10460.96	11422.16	营运资金变动	3076.13	-3287.02	-603.52	-229.74
营业税金及附加					经营活动现金流	5448.97	-3614.44	-904.19	-606.58
销售费用	377.78	394.02	453.57	485.11	资本开支	-1087.92	500.00	0.00	0.00
管理费用	852.39	844.32	921.76	1002.56	投资	-748.33	-840.00	-900.00	-710.00
财务费用	438.01	499.50	569.77	550.60	投资活动现金流	-3881.14	-217.48	1020.11	1846.65
资产减值损失					股权募资	-47.41	0.00	0.00	0.00
投资收益	-3.94	91.47	-14.63	0.00	债务募资	-1153.34	4500.00	3000.00	1500.00
营业利润	-845.44	-780.00	-700.00	-680.00	筹资活动现金流	-1633.94	3888.91	2334.38	731.04
营业外收支					现金净流量	-64.67	57.19	2450.31	1971.10
利润总额	229.00	-1545.87	650.34	1326.05	主要财务指标				
所得税	43.56	0.00	32.52	265.21	成长能力 (%)				
净利润	185.43	-1545.87	617.83	1060.84	营业收入增长率	9.46%	4.56%	3.97%	10.52%
归属于母公司净利润	175.16	-1468.58	525.15	901.71	净利润增长率	-68.86%	-938.42%	135.76%	71.71%
YoY (%)	-68.86%	-938.42%	135.76%	71.71%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.02	-0.19	0.07	0.11	毛利率	3.34%	26.73%	28.50%	29.36%
资产负债表 (百万元)					净利率	1.30%	-10.44%	3.59%	5.58%
货币资金	1859.74	1916.93	4367.23	6338.34	总资产收益率ROA	0.56%	-4.36%	1.40%	2.22%
预付款项					净资产收益率ROE	1.56%	-15.09%	5.12%	8.08%
存货	2940.97	4064.07	4485.99	4822.43	偿债能力 (%)				
其他流动资产	-650.73	71.18	81.19	93.78	流动比率	0.81	0.99	1.16	1.21
流动资产合计	6868.10	9359.77	12977.57	15953.42	速动比率	0.54	0.55	0.75	0.84
长期股权投资	771.05	871.05	1171.05	1471.05	现金比率	0.22	0.20	0.39	0.48
固定资产	6237.74	5896.74	5560.74	5210.74	资产负债率	62.28%	69.46%	70.96%	70.51%
无形资产	3799.31	3299.31	3299.31	3299.31	经营效率 (%)				
非流动资产合计	24526.14	24352.93	24606.93	24656.93	总资产周转率	0.45	0.43	0.41	0.41
资产合计	31394.24	33712.70	37584.50	40610.35	每股指标 (元)				
短期借款	2595.27	4595.27	6095.27	7595.27	每股收益	0.02	-0.19	0.07	0.11
应付账款及票据	4437.43	2864.96	3162.38	3323.85	每股净资产	1.42	1.23	1.30	1.41
其他流动负债	1387.77	1992.90	1948.44	2250.72	每股经营现金流	0.69	-0.46	-0.11	-0.08
流动负债合计	8462.78	9460.24	11214.21	13179.22	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	8901.40	11401.40	12901.40	12901.40	估值分析				
其他长期负债	2187.30	2553.97	2553.97	2553.97	PE	30.86	-5.26	14.72	8.57
非流动负债合计	11088.70	13955.37	15455.37	15455.37	PB	0.49	0.79	0.75	0.69
负债合计	19551.48	23415.61	26669.58	28634.59					
股本	675.87	675.87	675.87	675.87					
少数股东权益	641.78	564.49	657.16	816.29					
股东权益合计	11842.76	10297.09	10914.92	11975.76					
负债和股东权益合计	31394.24	33712.70	37584.50	40610.35					

附：财务报表及主要财务比率——中国圣牧

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3526.35	3270.16	3608.98	4393.46	净利润	86.08	-77.87	236.15	521.32
YoY (%)	5.57%	-7.26%	10.36%	21.74%	折旧和摊销	127.15	200.00	155.00	120.00
营业成本	2358.61	2251.48	2317.91	2738.27	营运资金变动	-66.70	-138.85	15.27	62.60
营业税金及附加					经营活动现金流	940.28	690.69	1031.86	1314.97
销售费用	62.75	62.13	68.57	83.48	资本开支	-1267.39	-205.00	-160.00	-125.00
管理费用	166.31	156.97	173.23	210.89	投资	-211.00	27.06	3.21	8.71
财务费用	23.55	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-1153.79	-970.27	-723.20	-597.02
资产减值损失					股权募资	-53.74	0.00	0.00	0.00
投资收益	-10.17	-10.98	-10.51	-10.51	债务募资	272.86	100.00	-12.06	29.93
营业利润	795.77	629.53	861.59	1132.37	筹资活动现金流	118.43	100.00	-12.06	29.93
营业外收支					现金净流量	-94.72	-179.99	296.20	747.47
利润总额	97.69	-84.64	295.19	651.65	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	3.07	0.00	0.00	0.00	成长能力 (%)				
净利润	94.61	-84.64	295.19	651.65	营业收入增长率	6.53%	-3.35%	10.36%	21.74%
归属于母公司净利润	86.08	-77.87	236.15	521.32	净利润增长率	-79.33%	-190.47%	403.27%	120.76%
YoY (%)	-79.33%	-190.47%	403.27%	120.76%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.01	-0.01	0.03	0.06	毛利率	30.29%	31.15%	35.77%	37.67%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	2.54%	-2.38%	6.54%	11.87%
货币资金	395.46	215.46	511.66	1259.13	总资产收益率ROA	1.01%	-0.93%	2.70%	5.32%
预付款项					净资产收益率ROE	2.14%	-1.97%	5.65%	11.09%
存货	1006.84	936.13	968.95	1146.66	偿债能力 (%)				
其他流动资产	240.36	266.32	282.82	343.44	流动比率	0.71	0.65	0.75	0.97
流动资产合计	2155.04	1899.45	2277.45	3342.80	速动比率	0.30	0.24	0.34	0.54
长期股权投资	23.35	23.35	23.35	23.35	现金比率	0.13	0.07	0.17	0.37
固定资产	1945.14	1950.14	1955.14	1960.14	资产负债率	50.26%	50.29%	49.10%	48.01%
无形资产	10.89	10.89	10.89	10.89	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6361.87	6451.93	6456.93	6461.93	总资产周转率	0.41	0.39	0.42	0.47
资产合计	8516.91	8351.38	8734.37	9804.72	每股指标 (元)				
短期借款	911.38	1011.38	999.32	1029.25	每股收益	0.01	-0.01	0.03	0.06
应付账款及票据	1706.71	1571.56	1631.63	1931.11	每股净资产	0.48	0.47	0.50	0.56
其他流动负债	400.46	349.66	391.32	481.44	每股经营现金流	0.11	0.08	0.12	0.16
流动负债合计	3022.25	2934.86	3023.08	3442.18	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1219.86	1219.86	1219.86	1219.86	估值分析				
其他长期负债	38.55	45.46	45.46	45.46	PE	23.70	-19.42	6.40	2.90
非流动负债合计	1258.41	1265.31	1265.31	1265.31	PB	0.51	0.38	0.36	0.32
负债合计	4280.66	4200.17	4288.39	4707.50					
股本	0.07	0.07	0.07	0.07					
少数股东权益	213.19	206.42	265.45	395.78					
股东权益合计	4236.26	4151.21	4445.99	5097.23					
负债和股东权益合计	8516.91	8351.38	8734.37	9804.72					

风险提示

- **(1) 产能出清不及预期。**目前产能出清仍在持续过程中，未来出清情况有待进一步观察，或存在出清不及预期风险。
- **(2) 需求恢复不及预期。**下游消费需求恢复仍有待观察，如需求恢复不及预期，或存在奶价进一步下行、消费量进一步萎缩的风险。
- **(3) 大宗材料成本波动。**养殖奶牛所需饲料，如大豆、玉米、苜蓿等大宗产品受气候、供需、国际市场价格等因素影响，存在波动风险。
- **(4) 生物资产价值评估波动超预期：**该项会计科目受奶价等因素影响较大，且价值确定存在评估因素，可能出现表观波动超预期情况。我们认为该指标应客观看待，更应关注可客观反映经营情况指标。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 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。