

现代牧业 (01117)

证券研究报告

2021年04月04日

原奶价格上行阶段，布局牧场龙头正当时

事件：公司发布年度业绩报告，2020年，公司实现营业收入60.2亿元，同比增长9.2%；实现归母净利润7.70亿元，同比提升126%；撇除本年与上年度的一次性收益，年内溢利同比大幅增长277%。

业绩增长强劲，自由现金流大幅增加。2020年，公司盈利能力持续提升，业绩创历史最佳。公司实现归母净利润7.70亿元，同比提升126%；撇除本年与上年度的一次性收益，年内溢利同比大幅增长277%。公司现金流表现强劲，年内自由现金流增加至11.73亿元，同比增长15%；撇除本年与上年度对现金流的一次性影响事项，自由现金流同比大幅增长67%。

从量来看：单产总产再创新高，稳步扩群成果显著。2015年到2019年我国牛群的数量呈现递减，截止2020年底，公司育有约24.74万头奶牛，同比稳健增长6%，通过良好的管理使下半年有中低单位数的增幅；全年平均每头成乳牛年化产量达11.1吨，同比增长5%；年内总产奶量达1.49百万吨，同比增长7%，单产及总产双双创新高。富源收购完成后，公司的牛存栏规模预计将突破31万头，年产奶量达到200万吨，有助于进一步完善公司在全国的牧场布局，进一步巩固行业龙头地位。

从价来看：预计21年原奶依旧供不应求，价格持续上涨。2015年到2018年处于奶价的下行周期，在这4年期间，现代牧业不断改善公司的运营效率，撇除疫情的短暂影响，自2018年年底行业开始进入了涨价的上行周期。公司全年奶价实现2%的增幅，达到了4.13元/公斤。进入2021年，原奶需求依然旺盛，而原奶供给端仍偏紧，我们预计2021年紧缺情况或比2020年突出，2021年1~2月份市场价已达到了4.27元/公斤，原奶价格将持续上涨。

从盈利能力来看：受益于奶牛单产的提升以及有效的成本控制，公司原奶销售业务近三年毛利润复合增长率达到27%，2020年毛利率较2019年增加了2.7个百分点，达到了40.8%。2020年公司销售费用率保持稳定，销售费用率3.22%，同比增加0.05pct。行政开支有所上升，管理费用率6.21%，同比增加1.19pct。盈利能力上，2020年公司净利润率12.8%，同比大幅增加6.59pct。公司通过降低成本增效、提升单产等方式平稳度过了疫情期，盈利能力不降反升。

公司顺应趋势加深规模化程度，品牌奶有望成为新的增长引擎。国内牧场规模化预计将成为未来的趋势，但牧场议价权较低，盈利能力很难不受到原奶价格周期波动影响。参照日本牧场发展史，我们认为，如果在上游牧场行业缺少宏观调控，依靠市场机制恐怕难以平抑原奶价格周期波动。所以，在市场化机制下，上游牧场未来可能更多的选择是与下游头部乳企深度绑定。下游乳企若控股上游牧场作为稀缺资源的战略布局，将会考虑到牧场的可持续性健康发展，预计未来或将发展为成本加成的原奶采购定价模式，一定程度上保障上游牧场盈利和经营的稳定性。在规模化趋势下，未来原奶将主要由规模牧场生产提供，而规模养殖的行业壁垒高，公司将更能得益行业周期向上的红利，发挥行业龙头的优势。

盈利预测：2020年营收和净利润皆符合预期，我们预计21年原奶价格仍处高位，上调盈利预测，预计公司2021-2023年实现营收68.35/75.18/82.70亿元（21-22年前值62.33/65.95亿元），同比增长13.4%/10%/10%，实现净利润8.77/10.15/14.27亿元（21-22年前值5.60/8.59亿元），同比增长13.86%/15.79%/40.53%。EPS分别为0.12/0.14/0.20元。给予公司21年20X估值，目标价2.4元（2.84港元），维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题、下游需求大幅减少、奶牛养殖不善、原奶质量不达标。

投资评级

行业	必需性消费/食品饮料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1.92 港元
目标价格	2.84 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	7,108.57
港股总市值(百万港元)	13,648.45
每股净资产(港元)	1.22
资产负债率(%)	48.37
一年内最高/最低(港元)	3.10/0.70

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
张东雪	联系人
zhangdongxue@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《现代牧业-公司点评:盈利能力逆势提升，继续受益原奶价格上行周期》2020-09-02
- 《现代牧业-首次覆盖报告:规模化牧场盈利改善，品牌运营未来可期》2020-08-14

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,521.49	6,028.64	6,834.81	7,518.29	8,270.12
增长率(%)	11.14%	9.19%	13.37%	10.00%	10.00%
EBITDA(百万元)	210.54	125.82	141.10	583.30	1,335.05
净利润(百万元)	341.27	770.01	876.72	1,015.15	1,426.61
增长率(%)	168.79%	125.63%	13.86%	15.79%	40.53%
EPS(元/股)	0.05	0.11	0.12	0.14	0.20
市盈率(P/E)	34.08	15.10	13.26	11.46	8.15
市净率(P/B)	1.35	1.27	0.49	0.38	0.29
市销率(P/S)	2.65	2.42	2.14	1.94	1.77
EV/EBITDA	96.46	152.06	179.12	54.80	27.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com