

蒙牛乳业 (02319.HK)

减值落地轻装上阵，25 年业绩弹性可期

买入（维持）

2025 年 02 月 19 日

证券分析师 苏毓

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

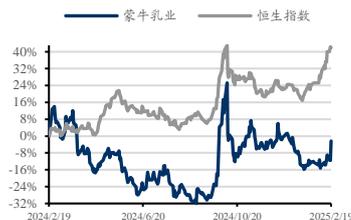
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 92593 | 98624 | 88682 | 93685 | 96714 |
| 同比(%) | 5.05 | 6.51 | (10.08) | 5.64 | 3.23 |
| 归母净利润（百万元） | 5,302.97 | 4,809.20 | 110.14 | 4,833.98 | 5,422.71 |
| 同比(%) | 5.52 | (9.31) | (97.71) | 4,288.93 | 12.18 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.35 | 1.23 | 0.03 | 1.23 | 1.38 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 11.95 | 13.17 | 575.24 | 13.11 | 11.68 |

关键词：#困境反转

投资要点

- **公司发布 2024 年业绩预告**：预计 2024 年公司归母净利润 0.5-2.5 亿元，（2023 年归母净利润 48.09 亿元），业绩承压主因：1）受原奶供需矛盾突出、消费需求疲软等因素影响，2024 年公司收入同比下降；2）子公司贝拉米 2024 年业绩亏损，综合考虑贝拉米近年经营状况、财务表现及未来市场预期，公司对贝拉米的商誉及相关无形资产进行减值拨备，减值拨备+其他相关递延所得税对 2024 年公司业绩影响约为 38-40 亿元；3）预计联营公司现代牧业 2024 年净亏损 13.5-15.5 亿元，导致公司应占该联营公司亏损 7.9-9 亿元。
- **减值拨备甩清包袱，25 年利润弹性可期**。贝拉米近年经营不善，公司此次减值拨备有利于甩清历史包袱，为 2025 年公司业绩增长奠定坚实基础。24 年现代牧业经营承压预计主因行业原奶供大于求导致原奶价格持续下行，上游养殖压力较大，当前上游持续去化，我们预计 2025 年行业供需矛盾有望逐步缓和，推动上游牧场经营情况边际改善，公司 2025 年联营亏损有望改善。
- **主业经营韧性强，OPM 稳步改善**。得益于原奶价格下降及各种提质增效措施，2024 年公司毛利率及经营利润率同比明显提升；剔除上述预期减值影响，2024 年公司归母净利润同比仍然稳健，主业经营具备韧性。
- **现金流稳健，注重股东回报**。上述预期减值均为非现金性质的会计项目，预计 2024 年公司经营现金流同比稳健，公司注重股东回报，根据股息政策考虑宣派股息时，预计会剔除上述减值影响，努力为股东争取最大回报。未来随着业绩改善+分红率提升，公司股东回报有望持续优化。
- **盈利预测与投资评级**：考虑到行业需求持续疲软，下调公司 2024-2026 年营收预期为 887/937/967 亿元（此前预期为 927.4/955.4/980.6 亿元），同比增速为-10.1%/+5.6%/+3.2%；考虑到 24 年减值拨备为一次性影响，调整 2024-2026 年归母净利润预期为 1.1/48.3/54.2 亿元（此前预期为 43/48.4/53.2 亿元），同比增速为-97.7%/+4289%/+12%，对应 PE 分别为 575/13/12 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：原奶价格大幅波动风险，竞争加剧风险，商誉减值风险，食品安全问题

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 17.26 |
| 一年最低/最高价 | 11.82/22.55 |
| 市净率(倍) | 1.52 |
| 港股流通市值(百万港元) | 67,624.17 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 11.37 |
| 资产负债率(%) | 56.21 |
| 总股本(百万股) | 3,917.97 |
| 流通股本(百万股) | 3,917.97 |

相关研究

《蒙牛乳业(02319.HK): 见龙在田，继往开来》

2024-10-24

《蒙牛乳业(02319.HK): 2024 年中报业绩点评：业绩符合预期，回购提升股东回报》

2024-08-30

蒙牛乳业三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 34,128.26 | 36,946.54 | 41,233.31 | 49,440.90 | 营业总收入 | 98,624.04 | 88,682.24 | 93,684.76 | 96,714.07 |
| 现金及现金等价物 | 7,201.88 | 12,574.97 | 17,207.38 | 26,016.77 | 营业成本 | 61,983.95 | 54,995.42 | 58,015.67 | 59,823.98 |
| 应收账款及票据 | 3,668.60 | 3,202.41 | 3,383.06 | 3,492.45 | 销售费用 | 25,192.21 | 23,017.48 | 24,178.66 | 24,800.19 |
| 存货 | 6,088.45 | 5,346.78 | 5,640.41 | 5,816.22 | 管理费用 | 4,742.53 | 4,281.62 | 4,343.42 | 4,386.33 |
| 其他流动资产 | 17,169.33 | 15,822.38 | 15,002.46 | 14,115.46 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 81,091.69 | 82,433.25 | 83,228.54 | 84,016.57 | 其他费用 | 1,296.46 | 6,606.83 | 1,498.96 | 1,450.71 |
| 固定资产 | 23,941.74 | 23,278.07 | 22,640.94 | 22,029.31 | 经营利润 | 5,988.24 | 1,022.44 | 6,865.95 | 7,316.71 |
| 商誉及无形资产 | 22,787.22 | 23,639.73 | 24,458.14 | 25,243.82 | 利息收入 | 1,675.56 | 1,330.23 | 1,311.59 | 1,257.28 |
| 长期投资 | 10,408.63 | 10,422.63 | 10,436.63 | 10,450.63 | 利息支出 | 1,569.28 | 1,064.19 | 1,124.22 | 1,160.57 |
| 其他长期投资 | 20,531.21 | 20,831.21 | 21,131.21 | 21,431.21 | 其他收益 | (272.37) | (1,144.00) | (712.00) | (299.81) |
| 其他非流动资产 | 3,422.89 | 4,261.61 | 4,561.61 | 4,861.61 | 利润总额 | 6,312.19 | 144.48 | 6,341.31 | 7,113.61 |
| 资产总计 | 115,219.95 | 119,379.79 | 124,461.85 | 133,457.47 | 所得税 | 1,425.21 | 33.23 | 1,458.50 | 1,636.13 |
| 流动负债 | 32,594.06 | 32,915.07 | 37,036.83 | 40,712.97 | 净利润 | 4,886.98 | 111.25 | 4,882.81 | 5,477.48 |
| 短期借款 | 9,806.94 | 12,806.94 | 15,806.94 | 18,806.94 | 少数股东损益 | 77.78 | 1.11 | 48.83 | 54.77 |
| 应付账款及票据 | 9,499.44 | 8,402.08 | 8,863.50 | 9,139.77 | 归属母公司净利润 | 4,809.20 | 110.14 | 4,833.98 | 5,422.71 |
| 其他 | 13,287.68 | 11,706.06 | 12,366.39 | 12,766.26 | EBIT | 6,205.91 | (121.56) | 6,153.94 | 7,016.90 |
| 非流动负债 | 31,974.18 | 35,734.73 | 33,734.73 | 35,734.73 | EBITDA | 9,890.43 | 1,789.60 | 8,072.65 | 8,942.86 |
| 长期借款 | 27,603.82 | 31,603.82 | 29,603.82 | 31,603.82 | | | | | |
| 其他 | 4,370.36 | 4,130.91 | 4,130.91 | 4,130.91 | | | | | |
| 负债合计 | 64,568.24 | 68,649.80 | 70,771.56 | 76,447.70 | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 股本 | 358.14 | 358.14 | 358.14 | 358.14 | 每股收益(元) | 1.23 | 0.03 | 1.23 | 1.38 |
| 少数股东权益 | 6,331.75 | 6,332.86 | 6,381.69 | 6,436.47 | 每股净资产(元) | 11.26 | 11.33 | 12.07 | 12.91 |
| 归属母公司股东权益 | 44,319.96 | 44,397.13 | 47,308.60 | 50,573.31 | 发行在外股份(百万股) | 3,917.97 | 3,917.97 | 3,917.97 | 3,917.97 |
| 负债和股东权益 | 115,219.95 | 119,379.79 | 124,461.85 | 133,457.47 | ROIC(%) | 5.42 | (0.10) | 4.88 | 5.23 |
| | | | | | ROE(%) | 10.85 | 0.25 | 10.22 | 10.72 |
| | | | | | 毛利率(%) | 37.15 | 37.99 | 38.07 | 38.14 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 4.88 | 0.12 | 5.16 | 5.61 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 56.04 | 57.51 | 56.86 | 57.28 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 6.51 | (10.08) | 5.64 | 3.23 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (9.31) | (97.71) | 4,288.93 | 12.18 |
| | | | | | P/E | 13.17 | 575.24 | 13.11 | 11.68 |
| | | | | | P/B | 1.44 | 1.43 | 1.34 | 1.25 |
| | | | | | EV/EBITDA | 10.88 | 53.19 | 11.34 | 9.81 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,

港元汇率为2025年2月19日的0.9369,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>