

2025 年 03 月 14 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

22

公司基本资讯

产业别	食品饮料
H 股价(2025/03/13)	18.16
恒生指数(2025/03/13)	23,462.7
股价 12 个月高/低	22.15/12.02
总发行股数(百万)	3,917.97
H 股数(百万)	3,917.97
H 市值(亿元)	564.32
主要股东	中粮集团有限公司(24.14%)
每股净值(元)	11.37
股价/账面净值	1.60
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	15.82% 5.09% -1.43%

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-02-19	15.64	区间操作

产品组合

液态奶	81.18%
冰淇淋	7.55%
奶粉	3.66%
奶酪	4.73%
其他产品	2.88%

股价相对大盘走势



蒙牛乳业(02319.HK)

BUY 买进

减值靴子落地，政策利好，供需改善有望共振

结论与建议：

事件概要：

- 1) 公司预告 2024 年录得归母净利润 0.5 亿至 2.5 亿之间（去年同期为 48 亿）。
- 2) 3 月 13 日，呼和浩特发布《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》，对生育一孩一次性发放育儿补贴 10000 元；生育二孩发放育儿补贴 50000 元，；生育三孩及以上发放育儿补贴 100000 元。

点评：

- **2024 年弱需求影响收入，强管理稳定主业盈利能力。**受原奶供需矛盾和乳品消费需求不振影响，2024 年公司收入预计较 2023 年有所下降，仅 H1 看，液态奶收入同比下降约 13%。然而原奶价格走低，公司成本端压力温和，叠加提质增效措施，我们预计 2024 年全年毛利率和经营利润率同比提升。
- **一次性大额减值影响全年盈利。**2024 年公司业绩承压主要原因在于计提大量减值损失：一方面，子公司贝拉米（主营为奶粉业务）预计录得亏损，公司计划对贝拉米计提商誉和无形资产减值，对业绩影响约为 38 亿-40 亿；另一方面，联营公司现代牧业受生物资产减值和商誉减值影响出现亏损，导致公司录得应占联营公司亏损约 7.9 亿-9 亿。若剔除预期减值影响，可比情况下，公司归母净利润预计同比小幅衰退，整体仍较为稳健。
- **轻装上阵，新一年政策利好和供需改善有望共振。**展望 2025，我们预期乳品需求维持温和复苏，公司收入预计将逐步改善；另一方面，两会期间卫健委表示正在起草相关育儿补贴的操作方案，我们预计在呼和浩特之后，更多地方性补贴政策有望密集出台，一定程度将刺激生育率，对于公司奶粉业务修复起到作用。成本端，原奶价格底部震荡，生产压力保持温和，毛利率有望维持积极态势。此外，公司强调减值未对公司现金流产生重大不利影响，预计年度派息政策和股息率将保持稳定（当前股价来看，2022-2023 年股息率在 2.0% 以上）。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 1.2 亿、44 亿和 50.7 亿，同比下降 97.5%、增 3537.5%和增 15.2%，EPS 分别为 0.03 元、1.12 元和 1.3 元，当前股价对应 25 年和 26 年 PE 分别为 15 倍和 13 倍，考虑政策利好和供需面呈现向好变化，上调至“买进”。
- 风险提示：终端动销不及预期，行业竞争加剧，成本增长超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5026	5303	4809	121	4405	5075
同比增减	%	43%	6%	-9%	-97%	3537%	15%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.27	1.34	1.22	0.03	1.12	1.30
同比增减	%	42%	5%	-9%	-97%	3537%	15%
市盈率(P/E)	X	13	12	14	542	15	13
股利 (DPS)	RMB 元	0.38	0.40	0.49	0.40	0.45	0.52
股息率 (Yield)	%	1.60%	2.27%	2.40%	2.20%	2.48%	2.85%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业总收入	88141	92593	98624	85916	92464	98416
营业总支出	55752	59904	61984	52838	56958	60624
经营溢利	4924	5833	6114	876	5460	6461
除税前利润	5868	6502	6312	162	5752	6610
持续经营净利润	4964	5185	4887	125	4458	5136
归属普通股股东净利润	5026	5303	4809	121	4405	5075

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	11217	12766	12444	12272	13659	17694
存货	6485	8073	6088	7306	8402	9242
应收账款	4160	3660	3669	4219	4725	5198
流动资产合计	31020	36777	34128	36176	39794	42977
固定资产	17398	19714	21775	24597	27049	28938
非流动资产合计	67081	81036	81092	87579	92834	97475
资产总计	98101	117813	115220	123755	132627	140452
流动负债合计	29072	33153	32594	37483	41231	44530
非流动负债合计	27030	34608	31974	35499	36076	35300
负债合计	56102	67761	64568	72982	77307	79830
少数股东权益	5174	9953	6332	6648	6981	7330
股东权益合计	41999	50052	50652	50773	55320	60623

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	7545	8333	8349	7561	8322	8956
投资活动产生的现金流量净额	-15440	-14862	-286	-8592	-7397	-5905
筹资活动产生的现金流量净额	6773	4147	-6802	859	462	984
现金及现金等价物净增加额	-1123	-2382	1261	-172	1387	4035

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。