

买入

2025年3月26日

龙头周期底部蓄势，行业供需反转在即

逆势凸显经营韧性，核心利润改善超预期：2024 年公司实现收 132.54 亿元，同比微降-1.5%，其中原料奶业务销售收入达 104.54 亿元，同比+1.9%，在行业面临诸多挑战的背景下，保持稳健增长实属不易。受奶牛公允价值重估损失 8.61 亿元及商誉减值亏损 5.99 亿元等非现金项目的影响，公司最终录得亏损 14.69 亿元，若剔除非现金因素，公司核心业务表现依然强劲。经测算，公司全年核心利润约为 18.9 亿元，同比大幅+42%。公司全年现金 EBITDA 录得 29.86 亿元，同比+19.6%，EBITDA 利润率提升至 22.5%，同比+4pct，彰显强劲的盈利能力和运营效率的提升。

➤ **量增驱动对冲价格压力，成本优势构筑护城河：**2024 年公司牛群规模达到 49.1 万头，其中成乳牛占比 51.1%，同比提升 2.6pct，益于公司持续优化牛群结构、提升饲养水平以及改善牛舍环境等措施，成乳牛年化单产同比+1.6%提升至 12.8 吨，全年原奶总产量达 301 万吨，同比+16.1%，高基数基础上继续保持增长。期内社会原奶市场价格保持下跌趋势，但公司原奶售价同比仅下跌-10.4%，优于市场平均-13.5%跌幅，显示出其在产业链中的议价能力和品牌优势。成本方面，期内公通过优化饲料配方、实施厂家直采、深化与中粮集团的协同合作等措施，公斤奶销售成本降至 2.53 元，同比-13.4%，其中饲料成本降至 1.95 元/公斤，同比-16.7%，成功将饲料成本控制在较低水平，有效缓解奶价下跌压力，进一步巩固在原奶业务上的行业竞争力。

➤ **育种创新与饲草资源整合：**2024 年公司养殖综合解决方案业务实现收入 28 亿元，受到市场环境的影响同比-12.4%。公司主动收缩非战略客户订单，聚焦高质量客户，短期收入承压但毛利率提升 0.2pct 至 6.9%，为公司贡献了稳定的利润和现金流。饲草业务方面，公司销量累计突破 200 万吨，可控土地资源超 200 万亩，为公司的饲料供应提供了有力保障。此外，公司在育种领域也取得了显著成果，建立了通辽、商河两个国家级核心育种场，自主培育种公牛 15 头，助力国家奶牛种业振兴，未来有望通过社会化服务进一步拓展业务边界，为公司带来新的增长点。

➤ **目标价 1.34 港元，买入评级：**从行业形势来看，2024 年国内原奶产量同比-2.8%，奶牛存栏收缩显著，产能出清加速行业周期拐点临近。政策层面，国家近来出台一系列政策（如推广学生饮用奶、发放消费券等）支持乳制品行业发展支撑需求韧性。此外，国际奶价的回升也为国内奶价提供了有力支撑，预计未来奶价将保持稳定或略有上升趋势，有利于整体行业提升盈利水平。公司作为领先的规模化龙头，2024 年大规模商誉减值后，2025 年轻装上阵，未来量价弹性释放可期。综上，预计 2025-2027 年公司有望实现净利润 1.45/3.96/7.95 亿元，目标价 1.34 港元，相当于 25 财年盈利预测的 6 倍 EV/EBITDA，买入评级。

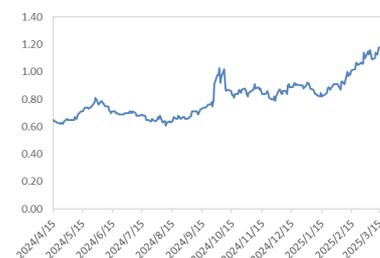
➤ **重要风险：**1) 饲料成本上涨超预期；2) 奶价下滑超预期；3) 行业需求不及预期。

黎航荣
Wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	1.16 港元
目标价	1.34 港元 (+15.2%)
股票代码	1117
已发行股本	79.16 亿股
市值	91.82 亿港元
52 周高/低	1.310/0.596 港元
每股净资产	1.30 港元
主要股东	蒙牛乳业 56.36%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	
收入 (百万元)	13,458	13,254	13,889	14,824	15,693	
	变动 (%)	9%	-2%	5%	7%	6%
净利润 (百万元)	175	-1,417	145	396	795	
	变动 (%)	-69%	-909%	110%	173%	101%
每股收益 (元)	0.02	(0.18)	0.02	0.05	0.10	
市盈率@1.16港元 (倍)	48.1	(5.9)	57.9	21.2	10.6	
每股派息 (元)	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	
股息现价比 (%)	1.3%	0.4%	0.3%	0.9%	1.9%	

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	13,458,223	13,254,341	13,888,587	14,823,874	15,692,619	盈利能力					
毛利	3,128,013	3,451,465	3,651,314	3,967,374	4,433,559	毛利率 (%)	23.2%	26.0%	26.3%	26.8%	28.3%
其他业务收入	221,126	278,252	288,001	312,461	329,169	EBITDA 利率 (%)	18.5%	18.0%	24.4%	26.2%	28.2%
公平值变动减乳牛销售成本	(1,280,373)	(2,862,562)	(2,000,000)	(2,000,000)	(2,000,000)	净利率 (%)	1.3%	-10.7%	1.0%	2.7%	5.1%
营运收入	750,243	(945,538)	675,644	938,713	1,353,200	SG&A/收入 (%)	10.1%	10.9%	12.5%	13.7%	14.1%
净财务收入 (开支)	(521,247)	(528,674)	(524,961)	(526,817)	(525,889)	实际税率 (%)	19.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
税前盈利	228,996	(1,474,212)	150,683	411,896	827,311	股息支付率 (%)	63.9%	-2.5%	20.0%	20.0%	20.0%
所得税	(43,562)	4,777	(488)	(1,335)	(2,681)	库存周转	111.7	113.0	113.0	113.0	113.0
少数股东应占利润	(10,275)	52,682	(5,385)	(14,719)	(29,565)	应付账款天数	155.9	164.3	164.3	164.3	164.3
股东净利润	175,159	(1,416,753)	144,810	395,842	795,066	应收账款天数	43.2	41.7	41.7	41.7	41.7
折旧及摊销	(453,107)	(535,669)	(783,540)	(1,024,291)	(1,155,225)	财务状况					
现金 EBITDA	2,495,828	2,386,568	3,389,011	3,887,589	4,425,940	负债/股本	66%	104%	98%	73%	59%
增长						收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
总收入 (%)	9%	-2%	5%	7%	6%	ROA	0.6%	-4.3%	0.4%	1.0%	1.8%
EBITDA (%)	-9%	-4%	42%	15%	14%	ROE	1.5%	-12.2%	1.2%	2.6%	4.3%
净利润 (%)	-69%	-909%	-110%	173%	101%						

资产负债表						现金流量表					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
银行结余及现金	1,963,627	3,059,213	5,493,255	4,969,430	9,602,363	税前盈利	228,996	(1,474,212)	150,683	411,896	827,311
已质押银行结余	9,913	31,017	31,017	31,017	31,017	折旧及摊销	377,146	535,669	783,540	1,024,291	1,155,225
应收账款	1,935,932	1,840,205	2,052,191	2,054,108	2,250,875	营运资金变化	3,033,202	(2,246,963)	2,473,178	(2,505,556)	2,424,881
存货	2,940,968	3,130,762	3,210,026	3,514,300	3,459,365	其他	1,714,768	3,235,859	2,360,221	2,345,104	2,333,862
其他流动资产	0	0	0	0	0	营运现金流	5,354,112	50,353	5,767,621	1,275,735	6,741,280
总流动资产	6,850,440	8,061,197	10,786,489	10,568,855	15,343,620	资本开支	(4,260,193)	(2,492,201)	(4,211,225)	(2,854,455)	(3,266,728)
固定资产	18,963,958	20,601,283	23,599,463	25,028,080	25,856,447	其他投资活动	651,929	1,629,888	1,731,567	1,960,881	2,143,284
无形资产	2,417,915	1,819,377	1,819,377	1,819,377	1,819,377	投资活动现金流	(3,608,264)	(862,313)	(2,479,657)	(893,574)	(1,123,444)
其他	0	0	0	0	0	负债变化	(1,232,835)	4,992,762	(300,000)	(300,000)	(300,000)
总资产	28,232,313	30,481,857	36,205,329	37,416,312	43,019,444	股本变化	0	0	0	0	0
短期负债	2,242,020	4,966,630	4,666,630	4,366,630	4,066,630	股息	(111,997)	(34,888)	(28,962)	(79,168)	(159,013)
应付账款、应付票据	5,534,188	3,288,701	6,053,129	3,853,765	6,420,478	其他融资活动	(281,046)	(528,674)	(524,961)	(526,817)	(525,889)
其他	447,651	78,792	67,229	67,229	67,229	融资活动现金流	(1,625,878)	4,429,200	(853,922)	(905,986)	(984,902)
总短期负债	8,223,859	8,334,123	10,786,988	8,287,624	10,554,337	现金变化	119,970	3,617,240	2,434,042	(523,825)	4,632,933
长期银行贷款	5,377,933	8,273,785	8,273,785	8,273,785	8,273,785	期初持有现金	1,924,409	1,859,738	5,476,978	7,911,020	7,387,195
其他负债	3,893,661	3,704,639	4,857,970	5,034,792	5,188,128	期末持有现金	1,859,738	5,476,978	7,911,020	7,387,195	12,020,129
总负债	17,495,453	20,312,547	23,918,744	21,596,201	24,016,249						
少数股东权益	641,779	379,183	136,824	151,543	181,108						
总权益	11,842,764	11,643,300	11,777,650	15,353,334	18,573,877						

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。