

蒙牛乳业 (02319.HK)

2024 年报点评: OPM 大超预期, 25 年轻装上阵弹性可期

买入 (维持)

2025 年 03 月 30 日

证券分析师 苏铖

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	98624	88675	88932	91822	95282
同比(%)	6.51	(10.09)	0.29	3.25	3.77
归母净利润 (百万元)	4,809.20	104.51	5,300.56	6,107.32	6,817.10
同比(%)	(9.31)	(97.83)	4,971.96	15.22	11.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.23	0.03	1.35	1.56	1.74
P/E (现价&最新摊薄)	14.82	681.80	13.44	11.67	10.45

关键词: #业绩符合预期 #困境反转

投资要点

- **公司发布 2024 年报:** 2024 年公司营业收入 886.8 亿元, 同比-10.1%; 归母净利润 1.05 亿元、同比-97.8%。2024H2 公司收入 440.0 亿元, 同比-7.4%; 归母净利润-23.4 亿元, 同比转亏。剔除贝拉米相关减值和现代牧业商誉减值影响后, 2024 年公司归母净利润 44.3 亿元, 同比-7.8%。业绩符合此前预告。
- **需求疲软+主动去库, 公司液奶收入承压。** 2024 年公司液态奶/奶粉/冰淇淋/奶酪/其他产品收入分别同比-11%/-13%/-14%/-0.9%/+18%; 2024H2 液奶/奶粉/冰淇淋/奶酪/其他产品收入分别同比-9%/-12%/+5%/+5%/+12%。受行业需求疲软、供大于求致竞争加剧、公司主动去库等因素影响, 24 年液奶收入承压, 其中量跌为液奶下滑主因。
- **毛利率&OPM 提振超预期, 经营质量好于预期。** 受益于成本下降, 2024 年公司毛利率同比+2.4pct 至 39.6%; 24Q3 起行业供需边际改善加速公司毛利率优化, 24H2 公司毛利率同比+3.1pct, 提振超预期。2024 年公司销售/管理费用率分别同比+0.5/-0.04pct, 公司积极降本增效, 但收入下滑削弱规模效应致销售费用率被动提升。受益于毛利率优化, 2024 年/2024H2 公司经营利润率同比+1.9/+3.3pct, 经营质量改善超预期。
- **减值+联营亏损扰动利润, 看好 25 年业绩弹性。** 2024 年公司归母净利率同比-4.8pct, 利润率承压主因: 1) 原奶供大于求致公司喷粉减值损失增加, 2024 年公司计提存货减值损失 9.1 亿元 (23 年 3.2 亿元); 2) 子公司贝拉米近年经营不善, 2024 年公司计提贝拉米相关减值合计 39.8 亿元; 3) 原奶价格持续下行, 上游养殖经营压力较大, 2024 年公司录得现代牧业联营亏损 8.3 亿元, 其中现代牧业商誉减值影响 3.5 亿元。考虑到贝拉米减值为一次性影响, 行业供需改善下 25 年喷粉减值和联营损益均有望改善, 看好 25 年业绩弹性。
- **资本开支下降, 重视股东回报。** 24 年资本开支 35.8 亿元, 同比-14%。公司注重股东回报, 以剔除贝拉米相关减值及现代牧业商誉减值对业绩影响后的利润为基础分红, 分红率同比提升 5pct 到 45%, 股东回报进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 行业需求疲软, 下调公司 25-26 年营收预期为 889/918 亿元 (此前 25-26 年预期为 937/967 亿元), 并新增 27 年收入预期为 953 亿元, 25-27 年收入同比+0.3%/+3.3%/+3.8%; 考虑到 24 年 OPM 提升超预期, 调整 25-26 年归母净利润预期为 53/61 亿元 (此前 25-26 年预期为 48/54 亿元), 并新增 27 年归母净利润预期为 68 亿元, 25-27 年归母净利润同比+4972%/+15%/+12%, 对应 PE 分别为 13/12/10 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)	19.42
一年最低/最高价	11.82/22.55
市净率(倍)	1.83
港股流通市值(百万港元)	76,051.25

基础数据

每股净资产(元)	10.61
资产负债率(%)	54.82
总股本(百万股)	3,916.13
流通股本(百万股)	3,916.13

相关研究

《蒙牛乳业(02319.HK): 减值落地轻装上阵, 25 年业绩弹性可期》

2025-02-19

《蒙牛乳业(02319.HK): 见龙在田, 继往开来》

2024-10-24

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,767.79	44,453.97	51,948.93	61,495.25	营业总收入	88,674.77	88,932.47	91,821.93	95,282.30
现金及现金等价物	17,339.16	26,824.03	34,470.16	44,120.77	营业成本	53,584.33	53,646.20	55,374.53	57,237.85
应收账款及票据	3,261.86	3,211.45	3,315.79	3,440.75	销售费用	23,092.60	23,531.02	23,782.04	24,468.03
存货	4,936.67	5,215.60	5,383.63	5,564.79	管理费用	4,229.00	3,949.42	4,202.86	4,368.57
其他流动资产	10,230.10	9,202.89	8,779.35	8,368.93	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	70,525.01	69,920.30	69,108.33	68,231.41	其他费用	6,453.01	1,333.99	1,193.69	1,238.67
固定资产	23,183.24	22,446.12	21,634.48	20,853.31	经营利润	7,640.09	7,450.08	8,278.86	9,017.29
商誉及无形资产	19,091.61	18,610.02	17,995.69	17,285.94	利息收入	1,411.98	1,422.92	1,469.15	1,524.52
长期投资	9,648.89	9,662.89	9,676.89	9,690.89	利息支出	1,467.79	1,511.85	1,560.97	1,619.80
其他长期投资	16,505.12	16,805.12	17,105.12	17,405.12	其他收益	(1,341.53)	(542.49)	(330.56)	(152.45)
其他非流动资产	2,096.15	2,396.15	2,696.14	2,996.15	利润总额	999.18	6,818.66	7,856.48	8,769.56
资产总计	106,292.79	114,374.27	121,057.26	129,726.66	所得税	774.57	1,431.92	1,649.86	1,841.61
流动负债	37,006.56	40,634.88	43,280.34	45,021.79	净利润	224.61	5,386.74	6,206.62	6,927.95
短期借款	16,661.58	20,661.58	22,661.58	23,661.58	少数股东损益	120.10	86.19	99.31	110.85
应付账款及票据	8,647.23	8,195.95	8,460.00	8,744.67	归属母公司净利润	104.51	5,300.56	6,107.32	6,817.10
其他	11,697.76	11,777.36	12,158.77	12,615.54	EBIT	1,054.99	6,907.60	7,948.30	8,864.84
非流动负债	21,260.74	22,260.74	22,260.74	22,260.74	EBITDA	1,803.99	8,826.31	9,874.27	10,755.76
长期借款	17,975.63	18,975.63	18,975.63	18,975.63					
其他	3,285.12	3,285.12	3,285.12	3,285.12					
负债合计	58,267.30	62,895.63	65,541.08	67,282.53	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	356.66	356.66	356.66	356.66	每股收益(元)	0.03	1.35	1.56	1.74
少数股东权益	6,463.20	6,549.39	6,648.70	6,759.55	每股净资产(元)	10.61	11.47	12.48	14.22
归属母公司股东权益	41,562.29	44,929.25	48,867.48	55,684.58	发行在外股份(百万股)	3,916.13	3,916.13	3,916.13	3,916.13
负债和股东权益	106,292.79	114,374.27	121,057.26	129,726.66	ROIC(%)	0.28	6.28	6.67	6.93
					ROE(%)	0.25	11.80	12.50	12.24
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	39.57	39.68	39.69	39.93
经营活动现金流	7,082.00	8,796.81	10,330.74	10,946.87	销售净利率(%)	0.12	5.96	6.65	7.15
投资活动现金流	1,900.00	(866.49)	(954.56)	(676.45)	资产负债率(%)	54.82	54.99	54.14	51.86
筹资活动现金流	(4,087.00)	1,554.56	(1,730.06)	(619.80)	收入增长率(%)	(10.09)	0.29	3.25	3.77
现金净增加额	4,895.00	9,484.87	7,646.13	9,650.61	净利润增长率(%)	(97.83)	4,971.96	15.22	11.62
折旧和摊销	749.00	1,918.71	1,925.96	1,890.92	P/E	681.80	13.44	11.67	10.45
资本开支	2,612.00	(700.00)	(500.00)	(400.00)	P/B	1.72	1.59	1.46	1.28
营运资本变动	175.00	(562.99)	306.63	355.74	EV/EBITDA	45.33	9.52	7.94	6.49

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3月29日的0.9338,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>