

2025 年 03 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

商誉减值影响利润，期待盈利能力提升

—蒙牛乳业（2319.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 3 月 26 日，蒙牛股份发布 2024 年业绩公告。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	19.42
总市值（亿港元）	760.5
总股本（百万股）	3,916.1
流通股本（百万股）	3,916.1
52周价格区间（港元）	11.82-22.55
日均成交额（百万港元）	466.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

产品结构提升，利润表现略承压

业绩符合预期，受联营公司影响利润表现承压。2024 年营收/经营利润分别 886.75/72.57 亿元，同比-10.1%/+17.6%。2024 年经营利润/经调整后归母净利润分别为 72.57/44.35 亿元，分别同比+17.6%/-7.8%。产品结构持续优化，毛利率有效提升。2024 年毛利率/经营利润率分别为 39.6%/8.2%，分别同比+2.4/+1.9pcts。销售费用率略提升，分红比例持续提高。2024 年销售及经销费用率/行政管理费用率分别为 26.0%/4.8%，分别+0.5%/0.0%。2024 年每股分红金额 0.51 元/股，分红率提升至 45%。

常温液态奶平稳发展，低温酸奶表现较好

2024 年液态奶/冰淇淋营收分别为 730.66/51.75 亿元，分别同比-11.0%/-14.1%。常温液态奶方面，公司基础白奶做大品类，0 乳糖系列扩大饮奶人群；打造蒙牛专业乳品牌，强化烘焙、茶饮布局。低温酸奶方面，产品结构与运营效率持续提升，专注细分赛道，每日鲜酪进驻香港市场；加快高增细分渠道布局；每日鲜语奠定高端鲜奶市场份额第一。冰淇淋业务方面，持续推动结构提升，增量渠道快速拓展，数字化赋能提升渠道管控效率。

奶粉业务恢复增长，奶酪业务整合顺利

2024 年奶粉/奶酪/其他营收分别为 33.20/43.20/27.94 亿元，分别同比-12.7%/-0.9%/+18.0%。奶粉业务方面，瑞哺恩推动婴幼儿奶粉业务强劲增长，2024Q4 及 2025Q1 实现翻倍增长；贝拉米连续五年跨境电商有机奶粉第一，东南亚市场销售额快速增长。奶酪业务方面，年内完成蒙牛奶酪业务整合，盈利能力显著提升，B 端 C 端双轮驱动。

营养健康初步布局，海外业务积极拓展

营养健康平台方面，迈胜持续打造中国专业运动营养领军品牌，建立液体蛋白品线、运动机能品线和日常活力品线构成

专业产品矩阵。海外平台方面，艾雪积极拓展海外市场，持续高居印尼第一、菲律宾即食冰淇淋市场第二、越南份额提升；优化贝拉米等澳新资产。公司坚持“喝上奶”，提供最优质性价比产品；推动“喝好奶”，乳品深加工拓品类；布局“喝对奶”，瞄精准做细分。

■ 盈利预测

我们认为除常温奶外，不同品类内部均有产品结构优化空间，管理费用率下降对冲部分销售费用率提升，公司收入小幅增长与利润率稳步提升目标达成可期。我们预计公司2025-2027 年收入分别为 900.16/921.34/943.07 亿元，EPS 分别为 1.32/1.44/1.63 元，当前股价对应 PE 分别为 14/13/11 倍。首次推荐，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观消费不及预期风险；常温奶恢复不及预期风险；原奶端供给出清速度不及预期风险；市场竞争加剧风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	88,675	90,016	92,134	94,307
增长率（%）	-10.1%	1.5%	2.4%	2.4%
归母净利润（百万元）	105	5172	5626	6377
增长率（%）	-97.8%	4849.0%	8.8%	13.4%
摊薄每股收益（元）	0.03	1.32	1.44	1.63
ROE（%）	0.3%	11.6%	11.9%	12.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	17339	20000	22000	24976	营业收入	88675	90016	92134	94307
应收款项	5241	5056	5048	5168	营业成本	53584	53289	54083	54510
存货净额	4937	4853	4840	4860	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	103	90	92	94	销售费用	23093	23584	24416	25180
流动资产合计	35768	38147	41757	46829	管理费用	4346	4433	4436	4437
固定资产	23183	23007	22876	22738	财务费用	(56)	471	348	251
无形资产及其他	19092	18710	18328	17946	投资收益	0	200	220	240
投资性房地产	2096	2096	2096	2096	资产减值及公允价值变动	0	(500)	(400)	(350)
长期股权投资	26154	25954	25754	25554	其他收入	(6660)	0	0	0
资产总计	106293	107914	110812	115164	营业利润	1048	7939	8672	9819
短期借款及交易性金融负债	16662	14597	13980	13763	营业外净收支	(49)	(100)	(80)	(80)
应付款项	9018	9013	8978	9015	利润总额	999	7839	8592	9739
其他流动负债	11327	11381	11588	11730	所得税费用	775	1725	1933	2191
流动负债合计	37007	34991	34546	34508	少数股东损益	120	942	1033	1171
长期借款及应付债券	17976	18026	18026	18026	归属于母公司净利润	105	5172	5626	6377
其他长期负债	3285	3085	2582	2612					
长期负债合计	21261	21111	20608	20638					
负债合计	58267	56101	55153	55146	现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	6463	7405	8438	9609	净利润	105	5172	5626	6377
股东权益	41562	44407	47220	50409	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	106293	107914	110812	115164	折旧摊销	3407	3058	3263	3478
					公允价值变动损失	0	500	400	350
					财务费用	(56)	471	348	251
					营运资本变动	647	131	(313)	68
					其它	120	942	1033	1171
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	4279	9803	10009	11444
每股收益	0.03	1.32	1.44	1.63	资本开支	(2532)	(3000)	(3150)	(3308)
每股红利	0.12	0.59	0.72	0.81	其它投资现金流	5650	0	(1629)	(1955)
每股净资产	10.61	11.34	12.06	12.87	投资活动现金流	7904	(2800)	(4579)	(5063)
ROIC	3%	13%	14%	15%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	0%	12%	12%	13%	负债净变化	(9628)	50	0	0
毛利率	40%	41%	41%	42%	支付股利、利息	0	(2327)	(2813)	(3189)
EBIT Margin	9%	10%	10%	11%	其它融资现金流	17211	(2065)	(616)	(217)
EBITDA Margin	12%	13%	14%	14%	融资活动现金流	(2045)	(4342)	(3430)	(3405)
收入增长	-10%	2%	2%	2%	现金净变动	10137	2661	2000	2976
净利润增长率	-98%	4849%	9%	13%	货币资金的期初余额	7202	17339	20000	22000
资产负债率	61%	59%	57%	56%	货币资金的期末余额	17339	20000	22000	24976
息率	0.0%	3.1%	3.7%	4.2%	企业自由现金流	3243	6983	6930	8128
P/E	678.2	13.7	12.6	11.1	权益自由现金流	10838	4600	6044	7717
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4					
EV/EBITDA	12	11	11	10					

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。