

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

蒙牛乳业 (2319.HK)

投资评级

上次评级

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅
大厦 B 座
邮编: 100031

经营利润率超预期，期待需求向好

2025 年 3 月 31 日

事件：公司公布 2024 年全年业绩。2024 年，公司实现收入人民币 886.75 亿元，同比-10.52%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比-97.8%。其中，24H2 公司实现收入人民币 438.83 亿元，同比-8.1%，实现归母净利润-23.41 亿元，由盈转亏。

点评：

- **下半年需求仍然偏弱，收入端受到拖累。**下半年乳制品行业需求仍然不及预期，使得公司各业务板块收入承压，液态奶、冰淇淋、奶粉和奶酪业务 24H2 收入分别为 368.04 亿元、18.04 亿元、16.85 亿元和 22.05 亿元，同比-9.0%、+5.0%、-11.7%和+5.0%。
- **奶价下跌提升毛利率，经营利润率超出预期。**毛利端，得益于原奶价格下降，全年毛利率同比提升 2.4pct 至 39.6%。费用端看，公司积极降本增效，压降费用，但受收入下降影响，整体费率仍略有提升，销售费用率和行政费用率分别同比+0.5pct 和+0pct，整体经营费用率同比+0.5pct，使得经营利润率同比+1.9pct，高于 24 年年初预期的同比提升 30-50bp。归母净利润偏低主要受贝拉米商誉及无形资产减值和联营公司亏损影响。
- **经营逆流而上，持续提升分红水平。**常温端，公司下半年降幅略有改善，全年特仑苏表现好于白奶。低温端，尽管低温品类行业仍有下滑，蒙牛低温逆势跑赢行业，市场份额连续二十年第一，盈利能力显著提升。鲜奶端，国内鲜奶行业面临下滑挑战，但蒙牛鲜奶连续四年实现盈利，每日鲜语录得双位数增长。奶粉端，蒙牛国内婴配粉业务实现逆势加速增长。冰淇淋端，公司积极调整产品与渠道，今年有向好迹象。奶酪端，24 年整合蒙牛奶酪和妙可蓝多，市占率稳居行业第一，盈利能力显著提升。此外，公司在一体两翼战略中的两翼（营养健康业务和海外业务）持续投入，形成迈胜、HMO 和艾雪等多个成功产品或品牌。此外，公司计划以剔除贝拉米相关减值及递延所得税影响、以及现代牧业商誉减值对公司应占其联营公司业绩的影响后的利润作为分红基础，提升 24 年分红比例至 45%。
- **2025 年目标平稳。**当前行业需求仍存不确定性，公司预计 25 年收入低单位数增长，全年奶价持平或略降，经营利润率预计保持相对稳定，未来三年聚焦盈利能力改善，预计平均每年仍有 30-50bp 的经营利润率改善。
- **盈利预测：**我们预计公司 25-27 年收入分别为 910/943/986 亿元，同比+3%/+4%/+5%；归母净利润分别为 49.53/54.80/64.26 亿元，同比

+4639%/+11%/+17%，25 年估值对应 15/14/12 倍。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧。**

重要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	88675	90996	94298	98607
增长率 YoY %	-10%	3%	4%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	105	4953	5475	6415
增长率 YoY%	-98%	4639%	11%	17%
毛利率%	39.57%	39.70%	39.90%	40.10%
净资产收益率 ROE%	0.25%	10.69%	10.61%	11.10%
EPS(摊薄)(元)	0.03	1.26	1.40	1.64
市盈率 P/E(倍)	614.92	14.34	12.97	11.07
市净率 P/B(倍)	1.34	1.34	1.22	1.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,768	40,492	47,542	56,140
现金	17,339	17,160	23,807	31,583
应收账款	3,262	3,640	3,772	3,944
存货	4,937	6,611	6,911	7,292
其他	10,230	13,082	13,051	13,321
非流动资产	70,525	69,376	68,468	67,788
固定资产	23,183	22,512	22,069	21,843
无形资产	19,092	18,614	18,149	17,695
租金按金				
使用权资产				
其他	28,250	28,250	28,250	28,250
	106,293	109,868	116,009	123,928
资产总计				
流动负债	37,007	33,497	34,247	35,823
	16,662	12,000	12,500	13,000
短期借款				
应付账款	8,647	8,853	8,986	9,475
其他	11,698	12,644	12,761	13,348
非流动负债	21,261	23,481	23,481	23,481
长期借款	17,976	20,196	20,196	20,196
租赁负债				
其他	3,285	3,285	3,285	3,285
其他				
负债合计	58,267	56,978	57,728	59,304
少数股东权益	6,463	6,564	6,676	6,807
股本	357	357	357	357
留存收益和资本公积	41,206	45,969	51,248	57,460
归属母公司股东权益	41,562	46,326	51,605	57,817
负债和股东权益	106,293	109,868	116,009	123,928

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	5,109	8,994	10,186
净利润	105	4,953	5,475	6,415
折旧摊销	0	1,649	1,608	1,580
少数股东权益	120	101	112	131
营运资金变动及其他	-225	-1,594	1,799	2,060
投资活动现金流	0	-886	-989	-1,093
	0	-500	-700	-900
资本支出	0	-386	-289	-193
其他投资				
筹资活动现金流	0	-4,402	-1,357	-1,317
借款增加	-2,774	-2,441	500	500
	0	0	0	0
普通股增加				
已付股利	0	-1,961	-1,857	-1,817
其他	2,774	0	0	0
现金净增加额	0	-179	6,647	7,776

利润表	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	88,675	91,236	94,598	98,957
营业成本	53,584	54,870	56,673	59,066
销售费用	23,093	24,387	24,989	25,638
管理费用	4,229	4,286	4,536	4,733
财务费用	56	-111	-36	-57
营业利润	7,640	6,593	7,237	8,318
利润总额	999	6,317	6,984	8,183
所得税	775	1,263	1,397	1,637
净利润	225	5,054	5,587	6,546
少数股东损益	120	101	112	131
归属母公司净利润	105	4,953	5,475	6,415
EBITDA	7,640	8,242	8,846	9,898
EPS (元)	0.03	1.26	1.40	1.64

主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-10.09%	2.62%	3.63%	4.57%
营业利润	27.59%	-13.71%	9.78%	14.94%
归属母公司净利润	-97.83%	4639.16%	10.55%	17.17%
获利能力				
毛利率	39.57%	39.70%	39.90%	40.10%
净利率	0.12%	5.44%	5.81%	6.51%
ROE	0.25%	10.69%	10.61%	11.10%
	0.02	0.06	0.06	0.07
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	54.82%	51.86%	49.76%	47.85%
净负债比率	0.36	0.28	0.15	0.02
	0.97	1.21	1.39	1.57
流动比率				
速动比率	0.83	1.00	1.18	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.83	0.82	0.80
应收账款周转率	27.19	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	6.20	6.20	6.31	6.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	1.26	1.40	1.64
每股经营现金	0.00	1.30	2.30	2.60
每股净资产	12.26	13.51	14.88	16.50
估值比率				
P/E	614.92	14.34	12.97	11.07
P/B	1.34	1.34	1.22	1.10
EV/EBITDA	10.68	10.44	9.60	7.85

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。