

买入

2025 年 03 月 31 日

减值扰动不改经营韧性，结构优化蓄力周期反转

- **经营质量持续优化，利润率修复超预期：**2024 年公司蒙牛乳业实现收入人民币 886.75 亿元，同比下滑-10.1%，但通过产品结构优化、精细化管理、成本控制等因素驱动，叠加原奶价格下降影响，综合毛利率提升+2.4ppt 至 39.6%。销售及经销费用率与行政费用率分别为 26.0% 和 4.8%，同比+0.5ppt/持平，显示出稳健稳健的费用管控能力。然而，受贝拉米相关资产减值及联营公司亏损影响，公司净利润仅为 1.05 亿元。若剔除上述一次性因素，公司经调整后经营利润为 72.5 亿元，同比+17.6，经营利润率同比+1.9ppt 至 8.2%，展现较强经营韧性。经调整净利润同比-7.8% 至 44.35 亿元，净利润率为 5.0%。
- **业务分化中存在亮点：**分产品看，2024 年液态奶业务实现收入 730.66 亿元，占比 82.4%，同比-11.0%。其中预计常温高端产品占比已提升至近 50%，产品结构不断优化，特仑苏品牌凭借其高端定位与丰富的产品矩阵，市场份额持续提升；纯甄 0 添加新品表现优异，推动品类升级。冰淇淋业务收入 51.75 亿元，占比 5.8%，同比-14.1%，但海外业务拓展取得积极进展，其中艾雪品牌在印尼、菲律宾等市场表现强劲。奶粉业务收入 33.20 亿元，占比 3.7%，同比-12.7%，贝拉米品牌在澳洲有机奶粉领域保持领先地位，瑞哺恩品牌通过创新配方实现增长。奶酪业务收入 43.20 亿元，占比 4.9%，同比-0.9% 略有下滑，但妙可蓝多份额领先优势持续扩大，品牌影响力进一步增强。
- **行业周期反转在即，公司经营改善可期：**2024 年行业承载较大发展压力，公司报表端盈利显著承压，但经营业务现金流 83.3 亿元保持同比持平。公司积极提升股东回报，分红率提升至 45%（按经调整利润）。展望 2025 年，随着宏观经济的逐步回暖以及居民消费信心的恢复，以及上游牧场产能逐渐出清等因素驱动，未来行业供需矛盾缓解在即。预计公司将继续深化“一体两翼”战略，加速渠道优化与新业务拓展，推动产品结构升级，销售收入有望恢复增长。此外商誉减值压力去化后，未来公司盈利能力有望加速回升。
- **目标价 25.51 港元，买入评级：**综上，预计公司 2023-2025 年有望实现净利润 51.4/57.8/63.7 亿元，目标价 25.51 港元，相当于 25 财年盈利预测 18 倍 PE，买入评级。
- **重要风险：**1) 食品安全；2) 行业竞争加剧；3) 经济恢复不及预期；4) 产品推广不及预期。

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 (百万人民币)	98,624	88,675	90,116	91,638	93,249
变动 (%)	7%	-10%	2%	2%	2%
净利润 (百万人民币)	4,809	105	5,135	5,782	6,367
变动 (%)	-9%	-98%	4814%	13%	10%
每股收益 (人民币)	1.22	0.03	1.31	1.47	1.62
市盈率@19.42港元(倍)	14.7	663.8	13.7	12.2	11.1
每股派息 (人民币)	0.49	0.51	0.59	0.66	0.73
股息现价比 (%)	2.7%	2.8%	3.3%	3.7%	4.1%

来源：公司资料，第一上海预测

黎航荣

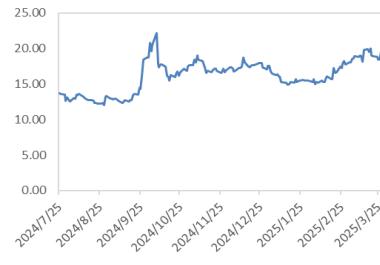
Wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	19.42 港元
目标价	25.51 港元
	(+31.3%)
股票代码	2319
总股本	39.16 亿股
总市值	760.51 亿港元
52 周高/低	11.82/22.55 港元
每股净资产	11.461 港元
主要股东	中粮集团 (23.84%)

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>					
	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	98,624	88,675	90,116	91,638	93,249	盈利能力					
毛利	36,640	35,090	35,992	36,859	37,780	毛利率 (%)	37.2%	39.6%	39.9%	40.2%	40.5%
销售及管理费用	-31,231	-33,775	-30,415	-30,608	-30,819	EBITDA 利率 (%)	9.6%	5.0%	11.5%	12.1%	12.6%
其他收入	1,069	1,032	958	837	712	净利率 (%)	4.9%	0.1%	5.7%	6.3%	6.8%
营运收入	5,409	1,316	5,577	6,252	6,960	ROE (%)	11.4%	0.2%	11.9%	12.4%	12.7%
财务收入净额	106	-56	107	111	161						
联营公司	92	-872	97	390	524	营运表现					
税前盈利	6,312	999	6,740	7,589	8,357	SG&A/收入 (%)	31.7%	38.1%	33.8%	33.4%	33.1%
所得税	-1,425	-775	-1,522	-1,714	-1,887	实际税率 (%)	22.6%	77.5%	22.6%	22.6%	22.6%
少数股东应占利润	78	120	83	94	103	股息支付率 (%)	40.0%	1908.2%	45.0%	45.0%	45.0%
净利润	4,809	105	5,135	5,782	6,367	库存周转天数	42	38	38	38	38
折旧及摊销	3,301	3,735	3,699	3,635	3,579	应付账款天数	58	62	62	62	62
EBITDA	9,442	4,462	10,332	11,114	11,775	应收账款天数	14	14	14	14	14
增长						财务状况					
总收入 (%)	6.5%	-10.1%	1.6%	1.7%	1.8%	净负债/股本	0.83	0.83	0.76	0.69	0.64
EBITDA (%)	3.5%	-52.7%	131.5%	7.6%	6.0%	收入/总资产	0.86	0.83	0.74	0.67	0.61
净利润 (%)	-9.3%	-97.8%	4813.6%	12.6%	10.1%	总资产/股本	2.60	2.56	2.71	2.81	2.93

资产负债表						现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>					
	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
现金及等价物	12,444	17,339	17,505	22,329	23,665	税前利润	6,312	999	6,740	7,589	8,357
应收账款	3,669	3,262	3,781	3,381	3,907	融资成本	1,569	1,505	1,515	1,493	1,471
存货	6,088	4,937	6,199	5,071	6,342	营运资金变化	1,459	4,289	-4,086	-3,047	-5,338
其他流动资产	11,927	10,230	12,070	14,036	16,449	所得税	-1,370	-745	-1,522	-1,714	-1,887
总流动资产	34,128	35,768	39,556	44,817	50,362	其他营运活动	379	1,298	11,005	11,253	11,560
固定资产	24,064	23,183	26,066	28,355	31,736	营运现金流	8,349	7,347	13,652	15,575	14,163
无形资产	21,570	16,507	20,413	20,470	20,527	资本开支	-6,220	-3,983	-4,741	-5,650	-6,741
长期投资	35,457	30,835	35,808	42,258	50,121	其他投资活动	5,934	3,233	-1,850	-2,290	-2,984
总资产	115,220	106,293	121,842	135,901	152,746	投资活动现金流	-286	-751	-6,591	-7,940	-9,725
应付帐款	9,499	8,647	9,682	8,869	9,916	负债变化	-1,771	-2,061	-500	-500	-500
短期银行贷款	9,095	16,662	16,162	15,662	15,162	股息	-1,593	-1,924	-1,994	-2,311	-2,602
其他短期负债	14,000	11,698	11,811	11,948	12,093	其他融资活动	-3,439	0	0	0	0
总短期负债	32,594	37,007	37,655	36,479	37,171	融资活动现金流	-6,802	-3,986	-2,494	-2,811	-3,102
长期银行贷款	27,604	17,976	17,976	17,976	17,976	现金变化	1,261	2,611	4,567	4,824	1,336
其他负债	4,370	3,285	3,285	3,285	3,285	期初持有现金	5,693	7,202	9,813	14,380	19,204
总负债	64,568	58,267	58,915	57,740	58,432	其他变化	247	0	0	0	0
少数股东权益	6,332	6,463	16,309	21,290	26,280	期末持有现金	7,202	9,813	14,380	19,204	20,540
股东权益	44,320	41,580	44,935	48,406	52,171						
每股账面值	11.2	10.6	11.4	12.3	13.3						
流动资产	1,534	-1,239	1,901	8,338	13,191						

数据来源：公司资料、第一上海证券预测

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。