

OPM 超预期增长，看好全年业绩提升

蒙牛乳业 (2319. HK)

评级:	买入	股票代码:	2319
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	22.15/13.18
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	751.90
最新收盘价(港元):	19.2	自由流通市值(亿港元)	751.90
		自由流通股数(百万)	3,916.13

事件概述

公司发布 24 年年报，24FY 实现收入 886.7 亿元，同比-10.1%；公司权益股东应占利润 1.0 亿元，同比-97.8%；24H2 实现收入 440.0 亿元，同比-7.4%；公司权益股东应占利润-23.4 亿元，同比-230.9%。2024 年分红比例拟提升至 45%（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本公司应占其联营公司业绩的影响后的利润作为分红基础，拟派发期末股息每股普通股人民币 0.509 元，合计拟派发现金股利人民币 19.942 亿元）。年报符合公司前期业绩预告。

分析判断

► 下半年收入下滑收窄，预计渠道减负至合理库存水平

24FY 液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪分别实现收入 730.7/51.8/33.2/43.2 亿元，分别同比-11.0%/-14.1%/-12.7%/-0.9%；24H2 液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪分别实现收入 368.0/18.1/16.9/22.1 亿元，分别同比-9.0%/+5.4%/-11.6%/+5.0%，其中

1) 24H2 液态奶同比降幅相较 24H1 的同比-12.9%收窄，四重周期压制（供/需/渠道转型/消费力）已逐步转好；我们判断 H2 下滑幅度常温>液态奶>低温，低温受四重周期影响弱于常温，其中每日鲜语 24 年实现双位数增长（来自公司年报），我们预计低温白奶走出 H1 压力并于 H2 实现双位数增长，预计低温酸奶轻微下滑；

2) 24H2 冰淇淋增速同比回正，我们预计下半年国内渠道库存有所消化，海外冰淇淋持续突破，艾雪持续高居印尼第一、菲律宾即食冰淇淋市场第二（来自年报）；

3) 奶粉上半年降幅相仿，我们预计仍在成人粉转型深水区，我们判断经过 24 年整年调整以及贝拉米商誉减值，雅士利和贝拉米有望向着扭亏或持续环比变好的方向发展；

综上判断，收入端 24H2 整体下滑相对 24H1 明显收窄，我们判断渠道库存也已经减负至合理水平，看好 25 年环比改善趋势延续。

► 24H2 OPM 提升超预期，主因毛利率提升+费用率下降

24FY/24H2 毛利率分别 39.6%/38.9%，分别同比+2.4/+3.1pct，我们判断主因成本周期导致 24H2 奶价降幅大于 24H1（预计成本红利相较 H1 扩大，主产区生鲜乳平均价格 24H1/24H2 分别同比-11.8%/-15.2%），叠加判断产品结构改善+买增促销减少。

24FY/24H2 销售费用率分别 26.0%/23.7%，分别同比+0.5/-0.1pct，我们判断经历了 Q2 的库存去化，下半年公司开始有效控制费效比，叠加优化体制和机制带来效果贡献全年销售费用控制。

24FY/24H2 管理费用率分别 4.8%/5.2%，分别同比持平/-0.2pct。24H2 以来，我们判断新管理层上任以来提质增效在管理费用控制上效果比较显著，管理费用率下降符合我们预期。

24FY 净利润减少主因商誉减值+应占联营公司业绩+存货减值+其他无形资产减值加大导致（以下数据全部来自年报）；

1) 24FY/24H2 应占联营公司业绩分别-8.7/-7.0 亿元，去年同期分别 0.9/-0.2 亿元，主要来源于现代牧业；

2) 24FY/24H2 存货减值分别 9.1/5.7 亿元，去年同期分别 3.2/3.0 亿元，主要来源于大包粉减值亏损；

3) 24FY 新增商誉减值/其他无形资产减值分别 11.5/34.9 亿元，均来源于贝拉米

► 供给逐渐出清，期待 25 年需求持续转好

首先，收入端我们判断 25 年有望延续 24 上下半年的环比修复态势，四重周期（供/需/渠道转型/消费力）中供给端逐步缓解带来竞争压力减少，我们认为伴随后期基数降低，有望期待全年进一步下滑收窄或实现正增长。

其次，毛利率端根据目前主产区生鲜乳平均价格仍然有低双位数的下滑，结合需求端恢复程度，我们判断 25H1 有望继续享受一段成本红利。24 年 OPM 增长超预期，销售费用率我们预计在当前行业竞争态势面前仍然维持平稳比例，管理费用延续提质增效，我们预期持平或波动不大，25 年我们预计 OPM 有望维持高位，中长期我们看好需求提振，改善竞争环境+结构性升级，长期我们看好 OPM 持续提升。

再次，净利润端主要影响在于减值和联营公司业绩影响，我们预计 25 年存货减值+联营公司亏损有望较大幅度改善，看好 25 年净利润显著好转。

最后，董事会建议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本公司应占其联营公司业绩的影响后的利润作为分红基础，并提升 2024 年分红比例至 45%，2024 年派发期末股息每股普通股人民币 0.509 元，合计拟派发现金股利人民币 19.942 亿元。我们看好长期产业链成熟+提质增效带动资本开支降低，分红比例提升增加股东回报。

投资建议

根据公司年报调整盈利预测，25-26 年营业收入由 989/1038 亿元下调至 896/922 亿元，新增 27 年营业收入 946 亿元；25-26 年归母净利由 52/59 亿元调整至 53/59 亿元，新增 27 年归母净利 64 亿元；25-26 年 EPS 由 1.31/1.51 元上调至 1.35/1.51 元，新增 27 年 EPS1.63 元，2025 年 3 月 31 日收盘价 17.718 元人民币（港元汇率 0.9228）对应 PE 估值 13/12/11 倍。维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨；新品销售不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98624.04	88674.77	89591.83	92182.65	94568.24
YoY (%)	6.51%	-10.09%	1.03%	2.89%	2.59%
归母净利润(百万元)	4809.20	104.51	5301.87	5917.06	6386.99
YoY (%)	-9.31%	-97.83%	4973.22%	11.60%	7.94%
毛利率 (%)	37.15%	39.57%	40.00%	39.00%	38.70%
每股收益 (元)	1.22	0.03	1.35	1.51	1.63
ROE (%)	0.11	0.00	0.12	0.13	0.13
市盈率	15.88	600.17	13.09	11.73	10.87

资料来源：Wind, 华西证券研究所

1 元港币=0.9228 元人民币

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	88674.77	89591.83	92182.65	94568.24	净利润	0.00	5301.87	5917.06	6386.99
YoY (%)	-10.52%	1.03%	2.89%	2.59%	折旧和摊销	0.00	2201.24	2258.68	2300.75
营业成本	53584.33	53755.10	56231.42	57970.33	营运资金变动	0.00	-202.70	-169.17	-84.84
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	7358.61	8077.33	8683.24
销售费用	23092.60	23741.83	23045.66	22980.08	资本开支	0.00	-3500.00	-3200.00	-3000.00
管理费用	4229.00	4183.14	4258.02	4320.92	投资	0.00	3000.00	3000.00	3000.00
财务费用	55.81	89.59	92.18	94.57	投资活动现金流	0.00	-450.00	-150.00	50.00
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-871.73	50.00	50.00	50.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7640.09	7020.33	7832.92	8454.03	筹资活动现金流	0.00	-2518.39	-2958.53	-3353.17
营业外收支					现金净流量	0.00	4390.22	4968.79	5380.07
利润总额	999.18	6980.74	7790.73	8409.46	主要财务指标				
所得税	774.57	1570.67	1752.92	1892.13	成长能力				
净利润	224.61	5410.07	6037.82	6517.33	营业收入增长率	-10.09%	1.03%	2.89%	2.59%
归属于母公司净利润	104.51	5301.87	5917.06	6386.99	净利润增长率	-97.83%	4973.22%	11.60%	7.94%
YoY (%)	-97.83%	4973.22%	11.60%	7.94%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.03	1.35	1.51	1.63	毛利率	39.57%	40.00%	39.00%	38.70%
资产负债表 (百万元)					净利率	0.12%	5.92%	6.42%	6.75%
货币资金	17339.16	21729.38	26698.18	32078.25	总资产收益率 ROA	0.10%	4.88%	5.29%	5.56%
预付款项					净资产收益率 ROE	0.25%	11.96%	12.51%	12.69%
存货	4936.67	4778.23	4842.15	4830.86	偿债能力				
其他流动资产	103.38	104.45	107.47	110.25	流动比率	0.97	1.05	1.15	1.26
流动资产合计	35767.79	38413.53	41993.32	45878.56	速动比率	0.83	0.92	1.01	1.12
长期股权投资	9648.89	9148.89	8648.89	8148.89	现金比率	0.47	0.59	0.73	0.88
固定资产	23183.24	25436.58	27284.75	28845.52	资产负债率	54.82%	53.17%	51.68%	50.23%
无形资产	19091.61	18137.03	17230.18	16368.67	经营效率				
非流动资产合计	70525.01	70323.76	69765.08	68964.34	总资产周转率	0.80	0.83	0.84	0.83
资产合计	106292.79	108737.29	111758.40	114842.90	每股指标 (元)				
短期借款	16661.58	16661.58	16661.58	16661.58	每股收益	0.03	1.35	1.51	1.63
应付账款及票据	8647.23	8212.58	8278.51	8373.49	每股净资产	10.61	11.32	12.07	12.85
其他流动负债	11288.70	11198.98	11061.92	10875.35	每股经营现金流	0.00	1.88	2.06	2.22
流动负债合计	37006.56	36559.37	36501.20	36421.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	17975.63	17975.63	17975.63	17975.63	估值分析				
其他长期负债	3285.12	3285.12	3285.12	3285.12	PE	600.17	13.09	11.73	10.87
非流动负债合计	21260.74	21260.74	21260.74	21260.74	PB	1.53	1.57	1.47	1.38
负债合计	58267.30	57820.11	57761.94	57682.27					
股本	356.66	356.66	356.66	356.66					
少数股东权益	6463.20	6571.41	6692.16	6822.51					
股东权益合计	48025.49	50917.18	53996.46	57160.63					
负债和股东权益合计	106292.79	108737.29	111758.40	114842.90					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。