

蒙牛乳业 (02319.HK)

报表包袱理清，经营利润率显著改善

公司 24 年受需求影响整体收入承压，但受益于奶价下行及公司费用高效投放，经营利润率提升幅度超预期，公司对商誉及联营亏损集中进行减值计提，报表包袱理清。25 年看，公司战略方向上继续优化供应链降本增效，并加大渠道下沉，产品上强化高端策略和精准营销，全年计划收入恢复小幅增长，经营利润率保持平稳。我们认为乳品行业在经历 24 年需求压力下，市场竞争已有所趋缓，随着上游供给侧持续出清，以及政策带动下需求提振，整体供需有望在 25 年显著改善，带动企业走出低谷。我们预测 25-26 年 EPS 为人民币 1.29、1.39 元，对应 25 年 14 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ **事件：**公司披露 2024 年业绩公告，2024 年实现收入 886.7 亿元，同比下降 10.1%，归母净利润 1.05 亿元，同比下降 97.8%，大幅下降主要在于公司对于附属公司贝拉米及现代牧业集中进行商誉减值，剔除贝拉米商誉减值及联营亏损影响，归母净利润调整后为 44.35 亿元，同比-7.8%。公司经营利润 72.6 亿元，经营利润率同比提升 1.9 个百分点至 8.2%。其中 H2 实现收入 440.04 亿元，同比减少 7.4%，归母净利润-23.4 亿元，同比减少 230.9%，经营利润 41.4 亿元，同比增长 0.4%，由于乳制品行业供需不平衡，消费需求不及预期。公司计划每股派发股息 0.509 元，合计派发现金股利 19.94 亿元，派息比率为 45%。

□ **行业需求承压，液态奶压力仍存。**24 年公司液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他产品分别实现收入 730.7/51.8/33.2/43.2/27.9 亿元，分别同比 -11.0%/-14.1%/-12.7%/-0.9%/+18.0%，其中 24H2 液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他产品收入分别为 368/18/17/22/15 亿元，分别同比 -8.97%/+5.03%/-11.65%/+4.96%/+11.67%，液奶受需求制约压力仍存。2024 年乳制品行业因原奶供给过剩及需求不及预期，供需矛盾凸显，整体市场短期内压力仍存。婴配粉行业在人口出生率下滑等因素影响下持续承压，但随市场逐步企稳，头部企业市场份额占比提升。宏观消费信心不足、市场竞争激烈、行业渠道库存偏高等因素为冰淇淋行业带来挑战。但消费者对冰淇淋健康属性关注度提升、需求多元化，线上渠道快速发展，户外旅游等新消费场景，亦为冰淇淋品类发展注入新势能。2024 年，妙可蓝多紧密围绕‘产品创新、品牌引领、渠道精耕、管理增效’四大核心战略，奶酪市场占有率持续稳居行业第一，领先优势持续扩大，盈利能力显著提升。

□ **奶价下行毛利率改善，OPM 提升超预期。**24 年公司实现毛利率 39.6%，同比提升 2.4pcts (H2+3.1pcts)，主要得益于奶价下降带来的成本红利。因年内销售收入下降，及下半年强化费用投放效率，销售及经销费用减少 8.3%至人民币 230.926 亿元，其中产品和品牌宣传及行销费用减少 5.4%至人民币 71.148 亿元。由于年内集团的提质增效举措，行政费用下降 10.8%至人民币 42.290 亿元，与 23 年基本持平。其他费用中的教育附加费、城市维护建设税及其他税项为人民币 5.121 亿元，同比下降 4.2%。年内，业务经营费用总额下降 8.7%至人民币 278.337 亿元。受益于毛利率提升，经营利润为人民币 72.567 亿元，同比上升 17.6%；经营利润率为 8.2%，同比提升 1.9pct。2025 年公司预计收入有望恢复至小幅增长水平，OPM 相对稳定，但是未来 3 年

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

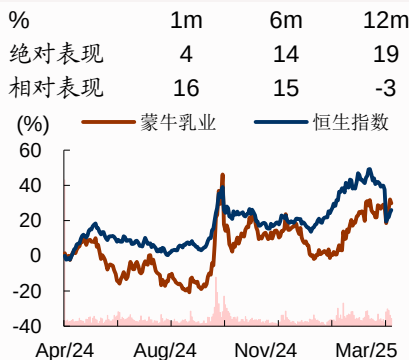
目标估值: NA

当前股价: 19.68 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3916
香港股 (百万股)	3916
总市值 (十亿港元)	77.1
香港股市值 (十亿港元)	77.1
每股净资产 (港元)	10.6
ROE (TTM)	0.3
资产负债率	54.8%
主要股东	中粮集团有限公司
主要股东持股比例	24.1409%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《蒙牛乳业 (02319) 一经营利润率提升，公布回购计划》2024-08-31
- 2、《蒙牛乳业 (02319) 一经营利润率提高，分红如期增加》2024-03-28
- 3、《蒙牛乳业 (02319) 一产品结构向上，盈利改善超预期》2023-09-04

任龙

S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

OPM 将保持年均提升 30~50bp 的提升空间。

- **投资建议：报表包袱理清，经营利润率显著改善，维持“强烈推荐”评级。**
公司 24 年受需求影响整体收入承压，但受益于奶价下行及公司费用高效投放，经营利润率提升幅度超预期，公司对商誉及联营亏损集中进行减值计提，报表包袱理清。25 年看，公司战略方向上继续优化供应链降本增效，并加大渠道下沉，产品上强化高端策略和精准营销，全年计划收入恢复小幅增长，经营利润率保持平稳。我们认为乳品行业在经历 24 年需求压力下，市场竞争已有所趋缓，随着上游供给侧持续出清，以及政策带动下需求提振，整体供需有望在 25 年显著改善，带动企业走出低谷。我们预测 25-26 年 EPS 为人民币 1.29、1.39 元，对应 25 年 14 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：新品拓展不及预期、原材料成本上涨、行业竞争加剧、短期管理层变动影响等**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	98624	88675	91085	93021	94997
同比增长	6.5%	-10.1%	2.7%	2.1%	2.1%
营业利润(百万元)	5517	7640	6798	7329	8009
同比增长	17.2%	38.5%	-11.0%	7.8%	9.3%
归母净利润(百万元)	4809	105	5099	5505	6025
同比增长	-9.3%	-97.8%	4778.8%	8.0%	9.5%
每股收益(元)	1.22	0.03	1.29	1.39	1.53
PE	14.9	685.2	14.0	13.0	11.9
PB	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提升，公布回购计划》2024-08-31
- 2、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提高，分红如期增加》2024-03-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34128	35768	41055	45285	49061
现金及现金等价物	7202	17339	22347	26369	29934
交易性金融资产	23	9	9	9	9
其他短期投资	13774	8139	8139	8139	8139
应收账款及票据	3669	3262	3351	3422	3494
其它应收款	3096	1979	2033	2076	2120
存货	6088	4937	5071	5161	5254
其他流动资产	277	103	106	108	111
非流动资产	81092	70525	68953	67606	66454
长期投资	30940	26154	26154	26154	26154
固定资产	23942	23183	21611	20265	19112
无形资产	24426	19092	19092	19092	19092
其他	1784	2096	2096	2096	2096
资产总计	115220	106293	110008	112891	115515
流动负债	32594	37007	37548	37914	38287
应付账款	9499	8647	8882	9041	9202
应交税金	880	371	371	371	371
短期借款	9807	16662	16662	16662	16662
其他	12408	11327	11634	11841	12052
长期负债	31974	21261	21261	21261	21261
长期借款	27604	17976	17976	17976	17976
其他	4370	3285	3285	3285	3285
负债合计	64568	58267	58809	59175	59547
股本	358	357	357	357	357
储备	40090	44259	41242	44348	46793
少数股东权益	6332	6463	6530	6602	6681
归属于母公司所有者权益	44320	41562	44668	47114	49286
负债及权益合计	115220	106293	110008	112891	115515

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8349	10833	8952	9034	9370
净利润	4809	105	5099	5505	6025
折旧与摊销	3685	3649	3468	3242	3049
营运资本变动	429	368	262	159	161
其他非现金调整	(574)	6712	123	128	135
投资活动现金流	(286)	7459	(484)	(484)	(484)
资本性支出	(4135)	(2994)	(2000)	(2000)	(2000)
出售资产获得的现金	70	104	104	104	104
投资增减	21779	(15755)	0	0	0
其它	(741)	(5436)	1412	1412	1412
筹资活动现金流	(6802)	(12436)	(3461)	(4527)	(5321)
债务增减	(2039)	(9628)	0	0	0
股本增减	(662)	(1)	0	0	0
股利支付	1588	1928	1993	3059	3853
其它筹资	(2513)	(878)	(1468)	(1468)	(1468)
其它调整	(3176)	(3857)	(3986)	(6119)	(7707)
现金净增加额	1508	5856	5008	4023	3565

资料来源：公司数据、招商证券

注：24年现金流量表数据暂未更新

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	98624	88675	91085	93021	94997
主营收入	98624	88675	91085	93021	94997
营业成本	61984	53584	55041	56024	57025
毛利	36640	35090	36044	36996	37972
营业支出	31123	27450	29246	29668	29963
营业利润	5517	7640	6798	7329	8009
利息支出	1569	1468	1468	1468	1468
利息收入	1676	1412	1412	1412	1412
权益性投资损益	44	(872)	(100)	(100)	(100)
其他非经营性损益	220	(5664)	100	100	100
非经常项目损益	425	(49)	(49)	(49)	(49)
除税前利润	6312	999	6693	7224	7905
所得税	1425	775	1461	1575	1721
少数股东损益	78	120	67	72	79
归属普通股股东净利润	4809	105	5099	5505	6025
EPS(元)	1.22	0.03	1.29	1.39	1.53

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	6.5%	-10.1%	2.7%	2.1%	2.1%
营业利润	17.2%	38.5%	-11.0%	7.8%	9.3%
净利润	-9.3%	-97.8%	4778.8	8.0%	9.5%
获利能力					
毛利率	37.2%	39.6%	39.6%	39.8%	40.0%
净利率	4.9%	0.1%	5.6%	5.9%	6.3%
ROE	10.9%	0.3%	11.4%	11.7%	12.2%
ROIC	6.5%	1.8%	7.5%	7.8%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	54.8%	53.5%	52.4%	51.5%
净负债比率	32.5%	32.6%	31.5%	30.7%	30.0%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	8.8	9.7	11.0	11.0	11.0
应收帐款周转率	13.1	14.8	17.1	17.1	17.1
应付帐款周转率	6.3	5.9	6.3	6.3	6.3
每股资料(元)					
每股收益	1.22	0.03	1.29	1.39	1.53
每股经营现金	2.12	2.77	2.27	2.29	2.37
每股净资产	11.26	10.62	11.31	11.93	12.48
每股股利	0.49	0.51	0.77	0.98	1.07
估值比率					
PE	14.9	685.2	14.0	13.0	11.9
PB	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.2	14.8	7.8	7.6	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。