

优化运营，OPM 表现亮眼

核心观点

2024 年，乳品行业供需矛盾凸出，公司销售收入有所承压。蒙牛推动精益化管理，优化市场库存稳价盘，拓展新兴渠道，推进数字化转型，持续提质增效。2024 年 OPM 提升 1.9pcts 至 8.2%，达到历史高点。公司针对贝拉米商誉和无形资产大幅减值一次性释放压力，2025 年上游牧业经营有望改善，公司将轻装上阵。根据剔除贝拉米和现代牧业影响后的利润，分红率提升至 45%。

事件

公司发布 2024 年年度业绩公告：

全年公司实现收入 886.75 亿元，同比-10.09%；归属股东利润 1.05 亿元，同比-97.83%。

其中 24H2，公司实现收入 440.04 亿元，同比-7.37%；归属股东利润-23.41 亿元（23H2 为 17.89 亿元）。

简评

行业需求疲软，公司调整策略优化市场，收入增速有所承压

分事业部看，全年公司液态奶、奶粉、冰淇淋、奶酪、其他业务分别实现对外销售收入 730.66、33.30、51.75、43.20、27.94 亿元，同比-10.97%、-12.66%、-14.12%、-0.9%、+17.99%。其中下半年液态奶、冰淇淋、奶粉、其他业务实现对外销售收入 368.04、16.85、18.04、22.05、15.06 亿元，同比-8.97%、-11.66%、+5.03%、+4.96%、+11.67%。

其中，（1）液态奶业务，受供需矛盾突出、消费趋势转变等影响，公司采取去库存、稳价盘等措施，液态奶销售额出现下滑。常温奶持续推进渠道下沉，深度拓展 B 端业务，大单品特仑苏表现较强韧性。低温业务强化产品创新，持续布局新渠道，逆势领跑行业。鲜奶业务逆势快速增长，每日鲜语双位数增长。（2）奶粉业务方面，受出生率持续走低和行业竞争加剧等影响，销售有所承压。（3）冰淇淋业务，国内优化市场库存，并积极拓展新零售渠道，海外艾雪收入增长强劲，下半年冰激凌业务实现正增长。（4）奶酪业务，妙可蓝多收购蒙牛奶酪，有望提升奶酪业务 BC 联动带动业绩增长。

蒙牛乳业 (2319.HK)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 04 月 14 日

当前股价：19.68 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.33/5.38	3.01/-13.83	-4.85/-47.40
12 月最高/最低价 (美元)		22.15/12.02
总股本 (万股)		391,797.05
流通股本 (万股)		391,797.05
总市值 (亿美元)		723.26
流通市值 (亿美元)		723.26
近 3 月日均成交量 (万)		2999.63
主要股东		
中粮乳业投资有限公司		13.95%

股价表现



分地区看，2024 中国大陆/海外市场营业收入 839.58/47.16 亿元，分别同比-11.00%/+9.98%；其中，24H2 中国大陆/海外市场营业收入 416.40/23.64 亿元，分别同比-8.16%/+9.10%。

受益于原材料价格公司毛利率提升，大幅减值释放压力，OPM 表现亮眼

24 年全年公司毛利率 39.57%，同比+2.42pcts，归母净利率为 0.12%，同比-4.76pct。其中，H2 公司毛利率 38.87%，同比+3.07pcts，净利率为 -5.32%。

- 1) 毛利率：得益于 2024 年原奶价格的持续下降，生产成本优化。
- 2) 费用率：2024 年销售费用率 26.04% (+0.50pcts)，其中 24H2 销售费用率 23.66% (-0.10pcts)。公司针对市场消费趋势变化，在下半年优化费用效率。全年看，产品和品牌宣传及行销费用占收入比例达到 8.0% (-0.4pcts)。2024 年/24H2 行政费用率分别为 4.77% (-0.04pcts) / 5.20% (-0.19pcts)。
- 3) 营业利润：2024 年公司整体、液态奶、奶粉、冰激凌、奶酪、其他产品营业利润率分别为 2.27% (-4.12pcts)、8.48% (+1.01pcts)、-139.67%、-3.20% (-3.90pcts)、5.58% (+2.22pcts)、1.95%；其中 24H 公司整体、液态奶、奶粉、冰激凌、奶酪、其他产品营业利润率分别为-2.63%、9.90%、-276.60%、-12.15%、5.56%、-2.74%。
- 4) 经营利润与 EBITDA：2024 年公司经营利润（毛利减经营费用）72.57 亿元 (+17.6%)，OPM 提升 1.9pcts 至 8.2%，处于公司历史高点，全年 EBITDA 44.62 亿元 (-53.1%)。主要系针对贝拉米大幅计提商誉及无形资产减值（影响蒙牛业绩 39.814 亿元），现代乳业商誉减值和净亏损影响蒙牛业绩 8.271 亿元。根据剔除此影响后的利润，公司 2025 年分红率提升至 45%，预计派发现金股利 19.94 亿元。
- 5) 经营现金流：全年经营活动产生的净现金流为 83.323 亿元，同比微降 0.2%。

2025 年轻装上阵，坚定推进“一体两翼”战略落地

2024 年下半年以来上游牧业经营承压，牧场持续优化产能，预计 2025 年原奶供需矛盾有望缓和，牧场经营亏损以及喷粉减值有望减少。贝拉米一次性大幅度商誉减值，卸下历史包袱。考虑到公司未来战略将持续重视效率，提升经营利润率，2025 年蒙牛利润较高弹性可期。公司将持续坚定推进“一体两翼”战略落地，夯实做强六大核心业务基本盘，加速打造营养健康平台和海外平台。同时，推动工厂、营销以至全行业的升级转型，打造消费者至爱的、国际化的、更负责任的、拥有强大文化基因的、数智化的“FIRST 牛”，助力五年战略达成。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 913.18、948.87、989.80 亿元，实现归母净利润 53.68、60.43、67.29 亿元，对应 PE 分别为 14.36X、12.75X、11.45X。

风险提示：

- 1、**食品安全风险：**食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。
- 2、**原奶价格快速下行风险：**乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来上游原奶供应过剩、下游需求相对疲软，原奶价格持续下行。若未来原奶价格下行超预期，出现减值、喷粉等将影响企业盈利水平。
- 3、**市场竞争加剧风险：**乳制品企业之间的竞争加剧将导致广告、促销等市场费用持续增长，影响企业盈利水平。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	98,624.04	88,674.77	91,317.97	94,887.43	98,980.00
YoY(%)	6.51	-10.09	2.98	3.91	4.31
净利润（百万元）	4,809.20	104.51	5,368.33	6,043.43	6,729.34
YoY(%)	-9.31	-97.83	5036.81	12.58	11.35
毛利率(%)	37.15	39.57	39.60	39.60	39.60
净利率(%)	4.96	0.25	6.19	6.70	7.16
ROE(%)	10.85	0.25	11.71	11.94	12.02
EPS(摊薄/元)	1.23	0.03	1.37	1.54	1.72
P/E(倍)	16.03	737.46	14.36	12.75	11.45
P/B(倍)	1.74	1.85	1.68	1.52	1.38

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk