

深化整合蒙牛渠道，期待业绩弹性

核心观点

- 公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 48.44 亿元，同比-8.99%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比+89.16%。净利润快速增长，符合市场预期。
- TOC 业务稳中有增，TOB 快速增长。**从产品结构看，奶酪业务收入 37.57 亿元（同比+6.92%），占比提升至 80%，其中即食营养系列收入 20.50 亿元（+3.2%），餐饮工业系列收入 13.13 亿元（+14.03%），家庭餐桌系列收入 3.95 亿元（+4.92%）；液态奶收入 4.01 亿元（+3.76%），贸易业务收入 5.31 亿元（-34.97%），低毛利业务战略性收缩。截至 24Q4 末，公司共有 7797 家经销商，较 24Q2 末增加 3007 家，主因完成蒙牛奶酪资产整合后，渠道协同效应释放，烘焙、茶饮等新兴渠道快速铺开。
- 毛利率大幅提升，盈利能力提升。**24 年，公司毛利率为 28.99%（yoy+2.31pct），预计主要受益于原材料成本下行及国产替代、低毛利贸易业务收缩；销售费用率 19.0%（yoy-0.1pct），管理费用率 5.55%（yoy+2.1pct），预计因整合期人员成本增加；销售净利率 2.35%（yoy+1.2pct）。
- 深化整合蒙牛资源，积极推新强化优势。**公司聚焦奶酪主业，完成蒙牛奶酪资产注入后，推进双品牌协同与全渠道布局，计划巩固儿童奶酪优势，拓展成人休闲零食（如鳕鱼奶酪条）及高附加值原制奶酪，强化 B 端餐饮解决方案。渠道端，积极整合蒙牛资源，深化商超、母婴店及兴趣电商（抖音、快手）覆盖，加速布局即时零售（美团、朴朴），并探索东南亚市场。若原奶价格触底回升、消费需求回暖，公司有望通过龙头地位及蒙牛协同释放业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报，对 25 年下调收入、毛利率。考虑到公司合并蒙牛奶酪业务，有望借助蒙牛生态渠道加速拓张，看好公司长期成长性。我们预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.47、0.64、0.84（原预测 25 年为 0.48 元）。我们延续 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 148 亿元，对应目标价 28.91 元，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、居民消费力恢复不及预期、营收增长不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,322	4,844	5,444	6,103	6,824
同比增长(%)	10.2%	-9.0%	12.4%	12.1%	11.8%
营业利润(百万元)	54	164	307	422	556
同比增长(%)	-76.1%	201.8%	88.0%	37.2%	31.8%
归属母公司净利润(百万元)	60	114	240	327	429
同比增长(%)	-56.3%	89.2%	111.1%	36.2%	31.2%
每股收益(元)	0.12	0.22	0.47	0.64	0.84
毛利率(%)	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	30.1%
净利率(%)	1.1%	2.3%	4.4%	5.4%	6.3%
净资产收益率(%)	1.3%	2.5%	5.0%	6.2%	7.6%
市盈率	243.7	128.8	61.0	44.8	34.1
市净率	3.1	3.3	2.8	2.7	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月16日）	28.39 元
目标价格	28.91 元
52 周最高价/最低价	29.5/11.63 元
总股本/流通 A 股（万股）	51,205/51,205
A 股市值（百万元）	14,537
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.29	39.03	59.41	140.8
相对表现%	3.96	44.86	60.14	133.35
沪深 300%	2.33	-5.83	-0.73	7.45



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

奶酪棒需求承压，预计盈利边际好转	2024-03-09
------------------	------------

投资建议

考虑到公司合并蒙牛奶酪业务，有望借助蒙牛生态渠道加速拓张，看好公司长期成长性。我们预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.47、0.64、0.84（原预测 25 年为 0.48 元）。我们延续 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 148 亿元，对应目标价 28.91 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 9.07%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.08
无风险收益率 Rf	1.66%
市场风险溢价 Rm-Rf	6.94%
市场回报率 Rm	8.60%
债务成本 Kd	3.60%
WACC	9.07%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 29.21 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	4436
永续自由现金流现值（百万元）	9622
企业价值（百万元）	14058
权益价值（百万元）	14802
每股权益价值（人民币）	28.91

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.07%	32.98	37.55	44.36	55.61	77.73
	7.57%	30.20	33.90	39.21	47.51	62.26
	8.07%	27.82	30.86	35.09	41.40	51.83
	8.57%	25.77	28.29	31.72	36.65	44.33
	9.07%	23.98	26.09	28.91	32.83	38.68
	9.57%	22.40	24.19	26.53	29.71	34.28
	10.07%	21.00	22.53	24.50	27.11	30.75
	10.57%	19.75	21.07	22.73	24.91	27.86
	11.07%	18.64	19.78	21.20	23.02	25.45

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

风险提示

行业竞争加剧风险。奶酪行业高增长吸引了多家龙头乳企的关注，若其他公司加大费用投放或推动价格战等导致行业竞争加剧，可能对公司的营收盈利增长、市场份额提升造成不利影响。

居民消费力恢复不及预期风险。消费升级是支持奶酪行业增长的基本动力，若消费力恢复不及预期，可能导致即食营养系列业绩持续承压，对公司业绩表现带来不利影响。

营收增长不及预期风险。公司股权激励设定的营收目标较高，是支撑公司未来增长的核心指引，若因为市场规模增长不及预期、市场份额提升不及预期或产能提升不能支撑营收增长，将导致公司营收增长不及预期，对盈利和估值体系造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,396	1,105	1,089	1,221	1,365
应收票据、账款及款项融资	112	129	150	175	202
预付账款	341	203	218	244	273
存货	725	574	651	744	844
其他	542	1,620	1,613	1,618	1,621
流动资产合计	4,115	3,631	3,721	4,001	4,305
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,663	1,852	2,056	2,204	2,271
在建工程	269	154	107	93	88
无形资产	215	202	187	173	159
其他	1,278	1,883	1,826	1,815	1,358
非流动资产合计	3,424	4,090	4,176	4,285	3,877
资产总计	7,540	7,721	7,897	8,285	8,182
短期借款	995	1,235	748	703	163
应付票据及应付账款	574	374	405	441	478
其他	481	538	464	524	533
流动负债合计	2,050	2,147	1,617	1,668	1,174
长期借款	423	683	683	683	683
应付债券	0	0	0	0	0
其他	326	481	459	470	464
非流动负债合计	749	1,165	1,143	1,153	1,148
负债合计	2,799	3,312	2,760	2,821	2,322
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	514	512	512	512	512
资本公积	4,775	4,332	4,821	4,821	4,821
留存收益	(548)	(435)	(195)	132	528
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,741	4,409	5,138	5,464	5,861
负债和股东权益总计	7,540	7,721	7,897	8,285	8,182

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	79	114	240	327	429
折旧摊销	144	241	185	209	229
财务费用	24	50	73	58	43
投资损失	(52)	(54)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(124)	247	(88)	(69)	(124)
其它	193	(68)	(16)	(30)	(23)
经营活动现金流	264	531	334	435	495
资本支出	(360)	(455)	(302)	(302)	(252)
长期投资	0	(423)	0	0	423
其他	1,775	(1,131)	82	87	85
投资活动现金流	1,416	(2,009)	(220)	(215)	256
债权融资	451	333	(58)	14	10
股权融资	372	(445)	489	0	0
其他	(1,493)	307	(560)	(103)	(616)
筹资活动现金流	(670)	195	(129)	(89)	(606)
汇率变动影响	(2)	(11)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	1,008	(1,294)	(16)	132	144

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,322	4,844	5,444	6,103	6,824
营业成本	4,051	3,473	3,848	4,294	4,767
销售费用	1,019	922	1,000	1,081	1,181
管理费用	185	269	280	302	320
研发费用	54	48	54	61	68
财务费用	24	50	73	58	43
资产、信用减值损失	3	8	0	0	0
公允价值变动收益	(27)	17	25	25	25
投资净收益	52	54	60	60	60
其他	41	20	33	30	26
营业利润	54	164	307	422	556
营业外收入	35	11	11	11	11
营业外支出	7	14	3	3	3
利润总额	82	161	316	430	564
所得税	3	47	76	103	135
净利润	79	114	240	327	429
少数股东损益	19	0	0	0	0
归属于母公司净利润	60	114	240	327	429
每股收益（元）	0.12	0.22	0.47	0.64	0.84

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.2%	-9.0%	12.4%	12.1%	11.8%
营业利润	-76.1%	201.8%	88.0%	37.2%	31.8%
归属于母公司净利润	-56.3%	89.2%	111.1%	36.2%	31.2%
获利能力					
毛利率	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	30.1%
净利率	1.1%	2.3%	4.4%	5.4%	6.3%
ROE	1.3%	2.5%	5.0%	6.2%	7.6%
ROIC	1.2%	2.4%	4.4%	5.4%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	42.9%	34.9%	34.0%	28.4%
净负债率	0.0%	21.3%	8.0%	4.5%	0.0%
流动比率	2.01	1.69	2.30	2.40	3.67
速动比率	1.65	1.42	1.90	1.95	2.95
营运能力					
应收账款周转率	45.1	40.1	39.0	37.5	36.2
存货周转率	5.7	5.3	6.3	6.2	6.0
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.22	0.47	0.64	0.84
每股经营现金流	0.51	1.04	0.65	0.85	0.97
每股净资产	9.26	8.61	10.03	10.67	11.45
估值比率					
市盈率	243.7	128.8	61.0	44.8	34.1
市净率	3.1	3.3	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	62.6	30.5	24.6	20.2	16.8
EV/EBIT	177.8	65.0	36.6	29.0	23.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。