

## 商誉减值致 24 年利润承压，25Q1 表现超预期

### 核心观点

- 公司发布 24 年年报、25 年一季报。24 年实现营业收入 1153.9 亿元，同比-8.2%；实现归母净利润 84.5 亿元，同比-18.9%。公司 24 年计提商誉减值 30.8 亿、存货跌价损失 12.3 亿、固定资产减值 3.7 亿，导致利润承压；若剔除商誉减值及出售子公司获得的投资收益，公司实际归母净利润为 90 亿，同比-12%。25Q1 实现营业收入 329.4 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 48.7 亿元，同比-17.7%。若剔除 24Q1 出售子公司获得的 26 亿投资收益，25Q1 净利润实际增长 31%，超过市场预期。公司拟派发现金红利每股 1.22 元（含税），现金分红总额 77.3 亿元，占 24 年度归母净利润比例达 91%。以 25/4/29 收盘价计算，当前股息率为 4.2%。
- **液体乳**：24 年收入 750 亿（yoy-12.3%），其中销量、吨价分别同比-7.9%、-4.8%，25Q1 收入 196 亿（yoy-3.1%），增速降幅明显收窄，预计 25 年 3 月起发货低基数，收入增速回升。**奶粉**：24 年收入 297 亿（yoy+7.5%），其中销量、吨价分别+11.2%、-3.3%；25Q1 收入 88 亿（yoy+18.6%），预计珍护收入增长提速。**冷饮**：24 年收入 87 亿（yoy-18.4%），25Q1 收入 41 亿（yoy-5.3%）。
- **24 年喷粉损失及费率提升，净利率略下滑**。公司全年综合毛利率为 33.9%，同比+1.3pct，净利率为 7.3%（yoy-0.8pct），剔除商誉、投资收益净利率为 7.8%（yoy-0.4pct）。全年四费率为 23.2%，同比变动+0.6pct，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 3.9%/19.0%/0.8%/-0.5%，同比变动-0.2pct/+1.1pct/+0.1pct/-0.4pct。存货跌价损失 12.3 亿，拖累净利率 1pct，主要因原奶过剩导致喷粉增加。
- **25Q1 毛利率提升叠加控费，盈利水平提升**。25Q1 毛利率为 37.7%，同比变动+1.9pct；剔除投资收益，净利率实际同比增加 3.4pct。一季度四费率为 20.6%，同比变动-2.0pct。资产减值损失 0.7 亿（去年同期 0.4 亿），拖累净利率 0.2pct。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报、25 年一季报，对 25-26 年下调收入、上调毛利率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.73、1.97、2.17 元（原预测 25-26 年为 1.79、1.88 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 21 倍市盈率，对应目标价为 36.33 元，维持买入评级。

**风险提示**：经济恢复不及预期、原奶价格持续回落导致竞争加剧、减值损失缩窄幅度不及预期、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	125,758	115,393	121,413	128,328	137,195
同比增长(%)	2.5%	-8.2%	5.2%	5.7%	6.9%
营业利润(百万元)	11,873	10,182	12,925	14,693	16,259
同比增长(%)	9.3%	-14.2%	26.9%	13.7%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	10,429	8,453	11,018	12,517	13,825
同比增长(%)	10.6%	-18.9%	30.3%	13.6%	10.5%
每股收益(元)	1.64	1.33	1.73	1.97	2.17
毛利率(%)	32.6%	33.9%	34.3%	34.0%	34.2%
净利率(%)	8.3%	7.3%	9.1%	9.8%	10.1%
净资产收益率(%)	20.1%	15.8%	18.5%	18.3%	19.0%
市盈率	18.2	22.4	17.2	15.1	13.7
市净率	3.5	3.6	2.9	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30日）	29.76 元
目标价格	36.33 元
52 周最高价/最低价	31.96/21.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	636,590/633,447
A 股市值（百万元）	189,449
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 05 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.62	5.46	6.93	8.57
相对表现%	3.05	9.15	8.15	3.96
沪深 300%	-0.43	-3.69	-1.22	4.61



### 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

黑夜终将过去，把握高股息低估值乳品龙头机会 2024-11-08

## 投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.73、1.97、2.17 元（原预测 25-26 年为 1.79、1.88 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 21 倍市盈率，对应目标价为 36.33 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/5/2	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
蒙牛乳业	02319	18.78	0.03	1.32	1.47	1.62	703.36	14.22	12.80	11.62
李子园	605337	12.38	0.57	0.65	0.72	0.79	21.82	18.96	17.22	15.65
光明乳业	600597	8.26	0.52	0.41	0.43	0.51	15.77	20.24	18.99	16.21
中国飞鹤	06186	5.45	0.39	0.43	0.47	0.50	13.85	12.69	11.71	10.99
妙可蓝多	600882	26.05	0.22	0.43	0.61	0.82	117.40	60.16	42.87	31.59
熊猫乳品	300898	29.37	0.83	0.93	1.00	1.13	35.53	31.53	29.37	26.01
	<b>调整后平均</b>							<b>21</b>	20	17-

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

**经济恢复不及预期风险。**若宏观经济持续低迷，消费需求不振，可能对公司液体乳、冷饮、奶粉业绩产生不利影响，并可能导致产品结构下移。

**原奶价格持续回落导致竞争加剧风险。**若原奶迟迟无法达到供需平衡，导致奶价持续回落，可能导致乳制品行业竞争愈发激烈，导致公司产品库存高位、费用率提升。

**减值损失缩窄幅度不及预期风险。**若原奶价格止跌回升，但公司资产减值损失、信用减值损失收窄幅度不及预期，可能对公司盈利、估值产生不利影响。

**食品安全事件风险。**若发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司估值、业绩产生不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	43,372	25,404	44,894	45,004	48,297	营业收入	125,758	115,393	121,413	128,328	137,195
应收票据、账款及款项融资	3,305	3,129	3,233	3,423	3,678	营业成本	84,789	76,299	79,787	84,731	90,324
预付账款	1,480	1,176	1,494	1,466	1,551	销售费用	22,572	21,982	21,988	23,241	24,846
存货	12,512	10,745	12,417	12,541	13,382	管理费用	5,154	4,465	4,477	4,732	5,059
其他	8,687	26,165	14,121	16,300	18,878	研发费用	850	870	850	898	960
<b>流动资产合计</b>	<b>69,355</b>	<b>66,619</b>	<b>76,158</b>	<b>78,734</b>	<b>85,786</b>	财务费用	(153)	(592)	362	(187)	(327)
长期股权投资	4,408	3,992	4,321	4,240	4,185	资产、信用减值损失	1,686	5,231	1,200	500	300
固定资产	35,242	34,619	32,391	29,692	26,992	公允价值变动收益	278	(28)	(100)	50	50
在建工程	4,329	2,949	7,955	12,759	17,362	投资净收益	(31)	2,417	100	100	100
无形资产	4,729	4,780	4,589	4,398	4,206	其他	766	655	177	130	77
其他	33,556	40,759	31,489	31,176	31,246	<b>营业利润</b>	<b>11,873</b>	<b>10,182</b>	<b>12,925</b>	<b>14,693</b>	<b>16,259</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>82,265</b>	<b>87,099</b>	<b>80,745</b>	<b>82,264</b>	<b>83,991</b>	营业外收入	230	78	80	80	80
<b>资产总计</b>	<b>151,620</b>	<b>153,718</b>	<b>156,904</b>	<b>160,998</b>	<b>169,777</b>	营业外支出	382	133	150	150	150
短期借款	39,755	36,355	34,303	36,804	35,821	<b>利润总额</b>	<b>11,721</b>	<b>10,127</b>	<b>12,855</b>	<b>14,623</b>	<b>16,189</b>
应付票据及应付账款	14,840	13,282	14,662	15,050	16,122	所得税	1,437	1,663	1,928	2,193	2,428
其他	22,265	40,288	30,967	31,208	35,304	<b>净利润</b>	<b>10,284</b>	<b>8,464</b>	<b>10,927</b>	<b>12,430</b>	<b>13,761</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>76,860</b>	<b>89,925</b>	<b>79,933</b>	<b>83,063</b>	<b>87,246</b>	少数股东损益	(144)	11	(91)	(87)	(64)
长期借款	11,705	4,687	1,687	1,687	1,687	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,429</b>	<b>8,453</b>	<b>11,018</b>	<b>12,517</b>	<b>13,825</b>
应付债券	3,541	0	3,504	0	0	每股收益(元)	1.64	1.33	1.73	1.97	2.17
其他	2,193	2,099	2,020	2,101	2,073						
<b>非流动负债合计</b>	<b>17,440</b>	<b>6,786</b>	<b>7,210</b>	<b>3,788</b>	<b>3,760</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>94,300</b>	<b>96,710</b>	<b>87,143</b>	<b>86,850</b>	<b>91,006</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3,781	3,828	3,737	3,650	3,586	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	营业收入	2.5%	-8.2%	5.2%	5.7%	6.9%
资本公积	13,030	12,454	13,211	13,211	13,211	营业利润	9.3%	-14.2%	26.9%	13.7%	10.7%
留存收益	34,615	35,429	46,447	50,920	55,608	归属于母公司净利润	10.6%	-18.9%	30.3%	13.6%	10.5%
其他	(472)	(1,069)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>57,320</b>	<b>57,008</b>	<b>69,761</b>	<b>74,148</b>	<b>78,771</b>	毛利率	32.6%	33.9%	34.3%	34.0%	34.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>151,620</b>	<b>153,718</b>	<b>156,904</b>	<b>160,998</b>	<b>169,777</b>	净利率	8.3%	7.3%	9.1%	9.8%	10.1%
						ROE	20.1%	15.8%	18.5%	18.3%	19.0%
						ROIC	9.8%	7.2%	10.2%	10.6%	11.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	62.2%	62.9%	55.5%	53.9%	53.6%
净利润	10,284	8,464	10,927	12,430	13,761	净负债率	24.5%	43.6%	0.9%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,321	3,162	2,910	2,890	2,890	流动比率	0.90	0.74	0.95	0.95	0.98
财务费用	(153)	(592)	362	(187)	(327)	速动比率	0.73	0.62	0.80	0.80	0.83
投资损失	31	(2,417)	(100)	(100)	(100)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,146	2,461	691	1,025	1,800	应收账款周转率	40.7	38.7	41.2	41.4	41.6
其它	3,661	10,662	9,885	345	(148)	存货周转率	5.8	6.3	6.9	6.8	7.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>18,290</b>	<b>21,740</b>	<b>24,674</b>	<b>16,403</b>	<b>17,876</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(5,348)	(980)	(5,006)	(4,803)	(4,603)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	152	377	(346)	81	56	每股收益	1.64	1.33	1.73	1.97	2.17
其他	(10,848)	(32,107)	4,586	(586)	(886)	每股经营现金流	2.87	3.42	3.88	2.58	2.81
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16,044)</b>	<b>(32,709)</b>	<b>(766)</b>	<b>(5,309)</b>	<b>(5,433)</b>	每股净资产	8.41	8.35	10.37	11.07	11.81
债权融资	3,951	(3,761)	(2,763)	(5,629)	644	<b>估值比率</b>					
股权融资	(164)	(577)	758	0	0	市盈率	18.2	22.4	17.2	15.1	13.7
其他	3,471	(2,940)	(2,413)	(5,355)	(9,793)	市净率	3.5	3.6	2.9	2.7	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,258</b>	<b>(7,278)</b>	<b>(4,419)</b>	<b>(10,984)</b>	<b>(9,150)</b>	EV/EBITDA	14.1	16.7	13.1	12.2	11.3
汇率变动影响	119	(18)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.1	22.2	16.0	14.7	13.4
<b>现金净增加额</b>	<b>9,624</b>	<b>(18,266)</b>	<b>19,490</b>	<b>110</b>	<b>3,293</b>						

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](http://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。