

买入

聚焦精细化管理及降本增效 利润率有望逐步修复

蒙牛乳业 (2319.HK)

2025-05-06 星期二

【投资要点】

目标价: 24.5 港元

现价: 20.15 港元

预计升幅: 21.6%

重要数据

日期	2025-5-2
收盘价 (港元)	20.15
总股本 (亿股)	39.16
总市值 (亿港元)	789.07
净资产 (亿元)	480.3
总资产 (亿元)	1,063
52 周高低 (港元)	11.82/22.55
每股净资产 (元)	12.27

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中粮集团 24.24%

Mitsubishi 7.88%

FIL 6.03%

UBS 5.39%

BBH 5.03%

相关报告

蒙牛乳业首发报告-20191129

蒙牛乳业更新报告-20200327

蒙牛乳业更新报告-20200828

蒙牛乳业更新报告-20210430

蒙牛乳业更新报告-20210907

蒙牛乳业更新报告-20220425

蒙牛乳业更新报告-20230424

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ 行业存栏持续去化, 奶价有望年内企稳

据农业农村部, 全国奶牛存栏自 24 年 3 月开始下降, 24 年中国奶牛存栏量同比-4.5%, 产能端去化带动供给端收缩, 2024 年国内原奶产量同比-2.8%至 4,079 万吨, 是自 2018 年以来中国牛奶产量首次出现下降。分季度看, 1Q/2Q/3Q/4Q 原料奶产量同比增速分别为 5.1%/2.1%/-5.8%/-9.0%, 产能出清节奏明显加快, 且仍在持续, 预期行业供需逐步改善将带动原奶价格或于下半年企稳, 2026 年大概率进入紧平衡阶段, 下游乳企竞争有望逐步缓和。

➤ 收入目标低单位数增长, 聚焦盈利能力改善

管理层指引 25 年收入望实现低单位数增长, 其中常温业务保持稳定, 其他业务略有增长; 原奶价格全年来看维持稳定或略有降低, 市场竞争仍较为激烈, 还需一定费用投入维持市场份额, 预期公司将持续通过品类结构优化、不同品类盈利改善、聚焦精细化的管理和降本增效等措施, 维持 25 年 OPM 相对稳定, 且以未来三年平均每年 30-50bp 经营利润率改善为盈利目标。

➤ 1Q25 需求缓慢恢复, 收入端有望逐季改善

1Q25 由于需求恢复缓慢、春节错期、且同期基数较高, 并未看到明显改善。进入 2Q25, 考虑到去年同期因主动采取促动销、去库存等系列措施基数较低, 国家扩内需促消费政策提振市场持续回暖, 预期收入端有望实现逐季改善趋势。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 24.5 港元/股

上游供需好转有助于下游乳企利润率修复, 我们预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.33/1.46/1.60 元, 给予 24.5 港元/股目标价, 对应 2025 年 17 倍 PE, 较现价有 21.6%的涨幅空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	98,624	88,675	89,909	92,901	96,225
同比增长 (%)	6.51%	-10.09%	1.39%	3.33%	3.58%
毛利率	37.2%	39.6%	39.7%	39.7%	39.8%
归母净利润	4,809	105	5,228	5,752	6,310
同比增长 (%)	-9.3%	-97.8%	4902.5%	10.0%	9.7%
净利润率	4.9%	0.1%	5.8%	6.2%	6.6%
每股盈利	1.22	0.03	1.33	1.46	1.60
PE@20.15HKD	15.4	707.1	14.2	12.9	11.7

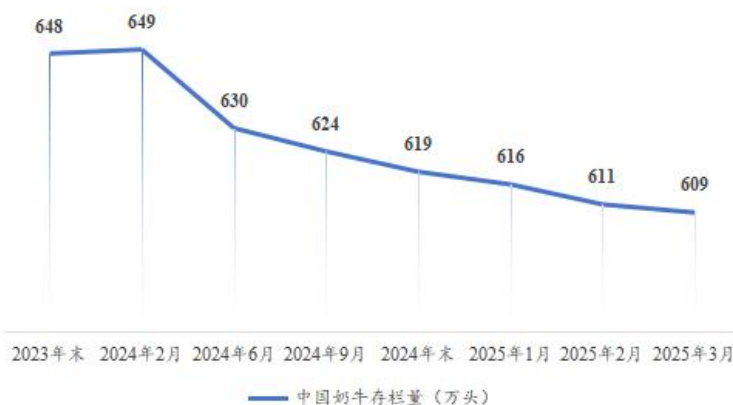
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 行业存栏持续去化，奶价有望年内企稳

据农业农村部，全国奶牛存栏自 24 年 3 月开始下降，2024 年中国奶牛存栏量同比-4.5%。产能端去化带动供给端收缩，2024 年国内原奶产量同比-2.8%至 4,079 万吨，是自 2018 年以来中国牛奶产量首次出现下降。分季度看，1Q/2Q/3Q/4Q 原料奶产量同比增速分别为 5.1%/2.1%/-5.8%/-9.0%，产能出清节奏明显加快，且仍在持续，预期行业供需逐步改善将带动原奶价格或于下半年企稳，2026 年大概率进入紧平衡阶段，下游乳企竞争有望逐步缓和。

图 1：中国奶牛存栏量



资料来源：农业农村部、国元证券经纪（香港）整理

➤ 收入目标低单位数增长，聚焦盈利能力改善

管理层指引 25 年收入望实现低单位数增长，其中常温业务保持稳定，其他业务略有增长；原奶价格全年来看维持稳定或略有降低，市场竞争仍较为激烈，还需一定投入维持市场份额，预期公司将持续通过品类结构优化、不同品类盈利改善、聚焦精细化的管理和降本增效等措施，维持 25 年 OPM 相对稳定，且以未来三年平均每年 30-50bp 经营利润率改善为盈利目标。

➤ 1Q25 需求缓慢恢复，收入端有望逐季改善

1Q25 由于需求恢复缓慢、春节错期、且同期基数较高，并未看到明显改善。进入 2Q25，考虑到消费需求持续修复，去年同期因主动采取促动销、去库存等系列措施基数较低，预期收入端有望实现逐季度持续改善趋势。

图 2：蒙牛乳业天猫销量及均价

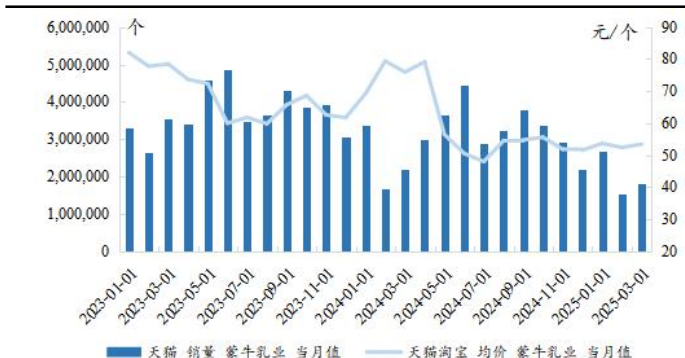


图 3：蒙牛乳业抖音销量及均价



资料来源：Datayes！、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Datayes！、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 24.5 港元/股

上游供需好转有助于下游乳企利润率修复，我们预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.33/1.46/1.60 元，给予 24.5 港元/股目标价，对应 2025 年 17 倍 PE，较现价有 21.6% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250502）

公司名称	代码	收盘价 2025/5/2	市值（百 万港元）	PE（2025E）	股息率 （TTM，%）	2025年初至今 涨跌幅（%）
中国飞鹤	6186.HK	5.9	53,043	12.6	5.6	7.3
澳优	1717.HK	2.0	3,470	10.4	3.1	4.3
H&H国际控股	1112.HK	8.8	5,707	9.7	4.0	-0.1
现代牧业	1117.HK	1.0	8,153	25.2	1.3	12.0
中国圣牧	1432.HK	0.2	1,492	NA	NA	5.3
优然牧业	9858.HK	2.4	9,226	17.6	NA	43.6
原生态牧业	1431.HK	0.2	1,098	NA	NA	50.0
蒙牛乳业	2319.HK	20.2	78,910	14.2	2.7	14.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原奶价格大幅上涨；
2. 市场竞争加剧；
3. 消费需求恢复不达预期；
4. 新品表现不佳；
5. 食品安全等。

【财务报表摘要】

利润表						主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
单位:人民币 百万元											
营业收入	98,624	88,675	89,909	92,901	96,225	盈利能力(%)					
营业成本	(61,984)	(53,584)	(54,220)	(55,975)	(57,925)	毛利率	37.2%	39.6%	39.7%	39.7%	39.8%
毛利	36,640	35,090	35,689	36,926	38,300	净利率	4.9%	0.1%	5.8%	6.2%	6.6%
销售费用	(25,192)	(23,093)	(23,376)	(24,201)	(24,903)	实际税率	22.6%	77.5%	22.6%	22.6%	22.6%
行政费用	(4,743)	(4,229)	(3,866)	(3,948)	(4,090)	ROE	9.5%	0.2%	10.1%	10.3%	10.4%
其他收益	1,069	1,032	861	866	853	ROA	4.2%	0.1%	4.7%	5.0%	5.2%
其他费用	(1,126)	(6,362)	(1,118)	(1,326)	(1,457)						
财务费用	(1,569)	(1,468)	(1,463)	(1,463)	(1,463)	偿债能力(%)					
利息收入	1,676	1,412	1,511	1,734	2,067	资产负债率	56.0%	54.8%	53.2%	51.7%	50.2%
利润总额	6,312	999	6,886	7,620	8,385	流动比率	1.05	0.97	1.08	1.21	1.34
所得税	(1,425)	(775)	(1,556)	(1,722)	(1,895)	速动比率	0.86	0.83	0.95	1.08	1.21
净利润	4,887	225	5,330	5,898	6,490						
归属母公司净利润	4,809	105	5,228	5,752	6,310	营运能力					
						存货周转天数	35.9	33.6	33.6	33.6	33.6
增长						应收账款周转天数	12.8	13.1	13.1	13.1	13.1
总收入(%)	6.5%	-10.1%	1.4%	3.3%	3.6%	应付账款周转天数	36.0	37.9	37.9	37.9	37.9
净利润(%)	-9.3%	-97.8%	4902.5%	10.0%	9.7%						
资产负债表						现金流量表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
单位:人民币 百万元											
流动资产	34,128	35,768	40,819	46,890	53,353	税前利润	6,312	999	6,886	7,620	8,385
货币资金	12,444	17,339	22,287	28,089	34,254	折旧和摊销	3,301	3,407	3,438	3,423	3,370
应收账款	3,457	3,180	3,225	3,332	3,451	融资成本	(106)	56	(48)	(271)	(604)
其他应收款	212	81	81	81	81	经营活动产生现金	8,349	8,332	8,692	8,770	8,940
存货	6,088	4,937	4,995	5,157	5,337	资本性支出	(730)	(592)	(554)	(522)	(485)
非流动资产	81,092	70,525	69,933	69,185	68,293	其他投资	444	(2,908)	(1,195)	(354)	298
物业厂房及设备	21,715	20,905	20,909	20,264	19,492	投资活动产生现金	(286)	(3,500)	(1,749)	(876)	(187)
在建工程	2,349	2,278	1,940	2,090	2,217	支付股利合计	(1,590)	(1,534)	(1,994)	(2,091)	(2,588)
使用权资产	2,733	2,585	2,443	2,308	2,178	其他筹资活动	(5,212)	(4,791)	0	0	0
商誉	8,952	7,678	7,678	7,678	7,678	融资活动产生现金	(6,802)	(6,325)	(1,994)	(2,091)	(2,588)
其他无形资产	12,618	8,829	8,712	8,596	8,479	汇率变动	247	491	0	0	0
资产总计	115,220	106,293	110,752	116,075	121,646	现金净变动	1,261	(1,493)	4,948	5,802	6,164
流动负债	32,594	37,007	37,712	38,733	39,811	现金的期初余额	5,693	7,202	6,199	11,148	16,950
短期借款	9,616	16,471	16,471	16,471	16,471	现金的期末余额	7,202	6,199	11,148	16,950	23,114
应付票据及账款	9,499	8,647	8,756	9,042	9,360						
其他流动负债	13,478	11,888	12,485	13,219	13,979	每股资料(元)					
非流动负债	31,974	21,261	21,261	21,261	21,261	每股收益	1.22	0.03	1.33	1.46	1.60
长期借款	23,679	15,420	15,420	15,420	15,420	每股经营现金	2.12	2.12	2.21	2.23	2.27
其他	8,295	5,841	5,841	5,841	5,841	每股净资产	12.85	12.23	13.16	14.25	15.39
负债合计	64,568	58,267	58,973	59,993	61,072	估值比率(倍)					
股本	358	357	357	357	357	PE	15.4	707.1	14.2	12.9	11.7
未分配利润	34,065	33,233	36,466	40,127	43,849	PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
其他储备	10,045	8,105	8,523	9,019	9,610						
少数股东权益	6,332	6,463	6,565	6,711	6,891						
股东权益合计	50,652	48,025	51,779	56,082	60,574						
负债及权益合计	115,220	106,293	110,752	116,075	121,646						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>