



港股研究 | 公司深度 | 蒙牛乳业 (2319.HK)

蒙牛乳业深度报告：峰回路转，再启山林

报告要点

随着原奶趋向供需平衡，价格竞争或放缓，公司产品升级延续，盈利能力有望保持提升。公司的盈利能力历经调整，有望顺应供给侧改善的机会，价格竞争放缓的背景下获得修复，叠加公司在中高端产品布局完善，鲜奶、奶酪等升级产品对整体盈利能力带来正向贡献，中期维度盈利能力改善的路径较为清晰。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



徐爽

SAC: S0490520030001

蒙牛乳业深度报告：峰回路转，再启山林

蒙牛乳业是国内乳业龙头，背靠中粮集团，新品类、出海驱动全新增长

蒙牛乳业立足液态奶，发展多元化的乳品品类，股东中粮集团协同赋能发展。2024 年公司液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他乳制品，收入占比分别为 82.40%/5.84%/3.74%/4.87%/3.15%，液态奶业务作为主要业务稳定发力，冰淇淋、奶酪、奶粉业务收入占比有望进一步提升，其中奶酪同比增长 0.45pct，我们期待其持续增长为报表端带来结构化改善。公司在海外已有 6 个生产基地，为出海业务发展奠定基础，海外收入占比从 2019 年度的开始持续增加。治理层面，2009 年蒙牛与中粮达成战略合作，作为控股股东的中粮集团持续赋能公司管理。

乳制品行业：原奶供需将迎再平衡，产品结构迭代升级的趋势延续

原奶供需将迎再平衡，静待价格拐点。从原奶供给侧看，2018 年以来牛奶产量连续六年增长，而短期的需求承压，原奶持续量增导致供需不平衡，奶价出现 28 个月的持续下行，2021 年底至 2023 年 7 月 19 日原奶均价降幅达 24.53%。随着主产区各省市于年内启动产能调整，产量有望迎来收缩；叠加近期农业部发布的稳定生产、鼓励乳品消费的通知，有望催化乳品消费加速迎来供需均衡。奶价的企稳也将预示行业竞争回归良性轨道，乳企的盈利能力有望改善。

高品质、健康化产品迭代创新在中长期推动需求增长。随着居民的保健意识增强，驱动乳品行业向更高品质、更健康等方向升级，例如：纯奶中的低温短保产品，相较常温产品可以保留更多风味及活性成分，营养价值更高；酸奶产品也聚焦 0 糖、益生菌等细分功能做升级；奶酪等新品类的产品形态也日趋丰富，消费场景延展。这些产品变化都在顺应乳品健康化的升级趋势。

品类延展、数智化提效协同布局，业绩将迎改善

蒙牛通过投资控股牧场、战略合作、自建牧场等方式布局上游奶源。目前公司在国内合作牧场千人余家，日均收奶超 2 万吨，生鲜乳 100% 来自规模化、集约化牧场，奠定扎实的奶源基础。

夯实常温，跨品类延展，构建完善的产品矩阵。公司的品类以常温液奶为核心，包括特仑苏、蒙牛、真果粒等核心品牌，构建完善的常温产品矩阵，同时以外延+内生的方式，延展鲜奶（每日鲜语）、奶酪（妙可蓝多）、冰淇淋、奶粉等非液奶新业务，近年来收入占比保持提升。

数智化赋能，加速渠道下沉，增强运营效率。公司在 2017 年以来强化“深度分销”策略，加快乡镇级的渠道下沉渗透；同时依托现有的 C 端渠道优势延展 B 端客户。此外，数智化赋能的工厂在人均效能、包装效率、坪效等维度皆有卓越的改善。

原奶供需将迎拐点，产品升级布局完善，盈利能力有望提升

随着原奶趋向供需平衡，价格竞争或放缓，公司产品升级延续，盈利能力有望保持提升。公司的净利率处于行业较高水平，略低于其他头部乳企，但高于区域乳企。随着原奶价格将迎拐点，行业的价格竞争有望放缓，叠加公司在中高端产品布局完善，鲜奶等升级产品对整体盈利能力带来正向贡献，中期维度盈利能力改善的路径较为清晰。预计 2025 年、2026 年归母净利润分别为 50.8 亿元、56.9 亿元，当前 PE 估值约 13 倍、12 倍，仍有较大提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险；2、消费需求不及预期风险；
- 3、原材料价格周期性波动风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险等。

公司基础数据

| | |
|------------|-------|
| 当前股价 (HKD) | 18.40 |
|------------|-------|

注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 乳业龙头，背靠中粮，多业务协同成长 | 7 |
| 中国乳制品龙头，产品矩阵丰富 | 7 |
| 液态奶持续发力，产品结构逐渐优化 | 10 |
| 背靠中粮集团，赋能管理 | 11 |
| 乳制品行业：原奶供需再平衡，产品结构迭代升级 | 14 |
| 上游供给侧：原奶供需将迎再平衡 | 15 |
| 下游需求侧：高品质、健康化驱动产品升级 | 17 |
| 区域下沉、B 端渠道、海外拓展有望成为行业持续增长的引擎 | 21 |
| 品类延展、数智化提效协同布局，业绩将迎改善 | 23 |
| 以奶源为基石，布局多业务增长曲线 | 23 |
| 渠道下沉、延展，工厂数智化改善经营效率 | 28 |
| 原奶供需将迎拐点，驱动盈利改善 | 33 |
| 盈利分析及投资建议 | 34 |
| 盈利分析 | 34 |
| 估值分析及投资建议 | 36 |
| 风险提示 | 37 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：蒙牛乳业近年营业收入及增速 | 9 |
| 图 2：蒙牛乳业近年归母净利润及增速 | 9 |
| 图 3：蒙牛乳业营收分产品构成 | 9 |
| 图 4：蒙牛乳业营收分区域构成 | 9 |
| 图 5：蒙牛乳业液态奶业务收入及增速 | 10 |
| 图 6：蒙牛乳业冰淇淋业务收入及增速 | 10 |
| 图 7：蒙牛乳业股权结构 | 10 |
| 图 8：乳制品产业链发展复盘 | 14 |
| 图 9：中国全体居民人均奶类产品消费量（Kg） | 15 |
| 图 10：城镇、农村、全体居民奶类消费及可支配收入 | 15 |
| 图 11：分省份人均奶类消费量（Kg） | 15 |
| 图 12：乳制品产业链发展复盘 | 16 |
| 图 13：奶牛存栏量同比变化 | 16 |
| 图 14：生鲜乳价格及同比 | 17 |
| 图 15：进口大包粉价格及同比 | 17 |
| 图 16：国内外原奶供给的价格轧差（国际价格以进口大包粉还原计算） | 17 |
| 图 17：饮用奶市场规模及增速 | 18 |
| 图 18：白奶、风味乳饮料市场规模及增速对比 | 18 |
| 图 19：饮用奶销量及增速 | 18 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 20: 饮用奶销售均价及增速..... | 18 |
| 图 21: 酸奶市场规模及增速..... | 20 |
| 图 22: 酸奶市场份额变化趋势..... | 20 |
| 图 23: 中国酸奶市场零售额及增速..... | 20 |
| 图 24: 奶酪市场规模及增速..... | 21 |
| 图 25: 奶酪市场份额变化趋势..... | 21 |
| 图 26: 奶酪销量及增速..... | 21 |
| 图 27: 奶酪均价及增速..... | 21 |
| 图 28: 城乡居民人均奶类消费量..... | 22 |
| 图 29: 全国居民人均可支配收入..... | 22 |
| 图 30: 蒙牛引领合作牧场奶源管理革命..... | 25 |
| 图 31: 蒙牛冰淇淋不断研发新口味..... | 29 |
| 图 32: 蒙牛餐饮端合作公司..... | 30 |
| 图 33: 蒙牛发布行业首支 TVC 广告..... | 30 |
| 图 34: 蒙牛鲜奶供应链流程..... | 31 |
| 图 35: 蒙牛乳制品产能及增速..... | 31 |
| 图 36: 蒙牛宁夏智能化工厂与普通工厂对比..... | 32 |
| 图 37: 奶价同比与乳制品公司收入增长、盈利能力..... | 33 |
| 图 38: 可比公司归母净利率对比..... | 34 |
| 图 39: 可比公司销售费用率对比..... | 34 |
| 图 40: 可比公司管理费用率对比..... | 34 |
| 图 41: 可比公司总资产周转率对比..... | 35 |
| 图 42: 可比公司存货周转率对比..... | 35 |
| 图 43: 可比公司应收账款及应收票据周转率对比..... | 35 |
| 图 44: 蒙牛乳业 PE-Band..... | 36 |
| 图 45: 蒙牛乳业 PB-Band..... | 36 |
| | |
| 表 1: 蒙牛乳业产品矩阵..... | 6 |
| 表 2: 蒙牛乳业历史沿革..... | 8 |
| 表 3: 蒙牛乳业的高管团队..... | 11 |
| 表 4: 蒙牛乳业历任总裁回顾..... | 12 |
| 表 5: 头部乳品企业持续进行高端化布局..... | 19 |
| 表 6: 头部乳品企业奶源布局..... | 22 |
| 表 7: 龙头乳企 B 端专业产品..... | 23 |
| 表 8: 蒙牛上游奶源布局..... | 24 |
| 表 9: 蒙牛常温液奶产品推出历程..... | 25 |
| 表 10: 蒙牛常温白奶实现多价格带覆盖..... | 26 |
| 表 11: 蒙牛鲜奶业务发展历程..... | 27 |
| 表 12: 蒙牛控股妙可蓝多发展历程..... | 28 |
| 表 13: 蒙牛渠道模式变化情况..... | 30 |
| 表 14: 蒙牛的海外业务布局..... | 32 |
| 表 15: 公司营业收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）..... | 37 |

乳业龙头，背靠中粮，多业务协同成长

中国乳制品龙头，产品矩阵完善

蒙牛乳业专注于乳制品市场，覆盖多样化产品。蒙牛乳业于 1999 年成立，总部位于呼和浩特，是全球乳业八强，国内乳品龙头公司之一。公司于 2004 年在香港上市，是恒生指数、恒生中国企业指数和恒生可持续发展企业指数成分股，中粮集团作为第一大战略股东持续为公司赋能。

公司专注于为中国和全球消费者提供营养、健康、美味的乳制品，产品矩阵涵盖多个细分品类：**1) 常温液态奶**：UHT 奶（特仑苏、精选牧场、未来星、学生奶等），常温酸奶（纯甄），常温乳饮料（真果粒、酸酸乳、GO 畅）；**2) 低温液态奶**：低温鲜奶（每日鲜语、蒙牛现代牧场等），低温酸奶（冠益乳、蒙牛酸奶等），低温乳饮料（优益 C）；**3) 奶酪**：蒙牛奶酪、爱氏晨曦、妙可蓝多等；**4) 冰淇淋**：蒙牛冰淇淋、随变、蒂兰圣雪等；**5) 奶粉**：未来星、瑞哺恩、贝拉米等。2024 年公司液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他乳制品，收入占比分别为 82.40%/5.84%/3.74%/4.87%/3.15%，液态奶收入占比较大，冰淇淋、奶酪等业务增长相对较快。

表 1：蒙牛乳业产品矩阵

| 产品品类 | 产品名称 | 产品特点 | 展示图 |
|-------|------|---|-----|
| 常温液态奶 | 特仑苏 | 为消费者提供优质营养补给和精神动力的支持，持续夯实“不是所有牛奶都叫特仑苏”品牌调性 | |
| | 纯甄 | 坚持简单、纯粹少添加的理念，拒绝化学添加、拒绝消费者看不懂的配料 | |
| | 真果粒 | 全球首款含有可嚼果粒的高端乳饮料品牌，追求潮流，随时随地与年轻人分享时尚、健康、快乐的理念 | |
| 低温液态奶 | 每日鲜语 | 坚持做最好的鲜奶，让中国消费者喝到优于欧盟标准的高品质好鲜奶 | |
| | 冠益乳 | 专注益生菌保健功能，以明星菌种 BB-12 加以专业配方，成就“小蓝帽”认证的保健酸奶 | |
| | 优益 C | 优益 C 全线产品添加高倍数中国专利益生菌，耐胃酸耐胆盐，保证足够数量的益生菌活着到达肠道，焕发强活性 | |
| 奶酪 | 蒙牛奶酪 | 主要布局以奶酪棒、黄油及淡奶油、马苏里拉奶酪等为主的产线，生产更适合中国人口味的营养健康奶酪食品 | |
| | 爱氏晨曦 | 始终以“专业·创新·服务”为理念，用高端卓越的产品，丰富的品类，高品质的美味，励志成为千万中国餐饮人的首选 | |
| | 妙可蓝多 | 产品分为儿童营养系列、家庭餐桌系列、成人休闲营养系列、餐饮工业系列，致力于研发生产适合国人的优质奶酪产品 | |
| 冰淇淋 | 随变 | 一直以潮流、百变的个性，满足时下年轻人对潮流的追求及对于新奇百变的巧克力冰淇淋的需求 | |

| | | | |
|----|------|---|---|
| | 蒂兰圣雪 | 以纯粹、美味为品牌关键词，打造简单配方，无稳定剂，无乳化剂，配料中不添加一滴水的产品理念 |  |
| 奶粉 | 瑞哺恩 | 秉持“更亲和才适合”的品牌理念，以乳源营养为黄金标准，不断探索和突破，打造更亲和中国宝宝的配方奶粉 |  |
| | 贝拉米 | 始于有机，终于悠质，严选优质的食材，做出健康美味的有机食品 |  |

资料来源：公司官网，长江证券研究所

深耕乳制品行业二十五年，进军全球乳业前列。公司经营理念随着股权和掌门人的变动几经更迭，从最开始创始人牛根生提出的“先建市场再建工厂”到孙伊萍提出的“成为中国质量最好、最专注、最专业的乳品企业”再到卢敏放的“寻找第二增长曲线，再创建一个新蒙牛”，公司也几经波折，成为中国乳制品领域龙头公司之一。

1999-2007 年：优异营销能力叠加大单品打造推动公司初期爆发。1998 年时任伊利集团生产经营副总裁的牛根生离开伊利，于 1999 年创办了蒙牛乳业。牛根生采取“先建市场再建工厂”的策略，先用大量营销打出知名度再建工厂，同时其营销策略也获得巨大成功，使得蒙牛在成立初期迅速爆量。2000 年蒙牛立起“为内蒙古喝彩”的广告牌，树立了做大草原品牌的决心；2001 年蒙牛率先倡导将呼和浩特建设为“中国乳都”，将企业发展与地方经济紧密结合在一起；2003 年蒙牛被确定为“中国航天员专用牛奶”；2004 年蒙牛成为“国家体育总局运动员专用产品”；2005 年蒙牛酸酸乳与“超级女声”合作，打造乳业与综艺 IP 营销合作的经典案例；2006 年蒙牛成为香港迪士尼乐园唯一奶制品供应商；2007 年蒙牛成为 NBA 中国官方合作伙伴与 NBA 在中国唯一指定乳品供应商。同时蒙牛不断推出并打造大单品，2005 年蒙牛推出第一款高端牛奶产品“特仑苏”，开创中国乳业高端牛奶的先河；2006 年蒙牛推出首款可嚼果粒的乳饮料“真果粒”。

2008-2011 年：牛奶安全事件频发，开始品牌修复及安全管理。2008 年中国奶制品污染事件爆发，蒙牛品牌形象受到影响，中国乳业受到较强打击，开始重视乳业安全问题。2008 年蒙牛开展“牛奶安全工程”，确保让消费者安心饮用；2009 年，蒙牛与中粮集团达成战略合作，中粮成为蒙牛第一大战略股东；2010 年蒙牛成为首个营收突破 300 亿的中国乳品企业。

2012-2016 年：科学管理制度不断完善，奶源建设及产品矩阵扩展向好。随着中粮入主，2012 年有着长期中粮任职背景的孙伊萍被任命为蒙牛乳业总裁，她提出“成为中国质量最好、最专注、最专业的乳品企业”的目标，在质量体系建设、产品结构优化、新市场渠道渗透及现代快消品企业的管理等方面不断完善。2012 年，蒙牛与丹麦 Arla Foods 达成战略合作，Arla Foods 以 22 亿港元入股蒙牛，成为蒙牛第二大战略股东；2013 年，蒙牛成为现代牧业最大单一股东；2016 年，卢敏放出任蒙牛乳业总裁。

2017 年-2024 年：融资并购助力产品结构化升级。卢敏放上任后，打造全新事务部运营平台，通过融资并购方式助力产品结构化升级，持续推动低温酸奶业务的增长。2017 年，公司推出小蓝帽冠益菌乳酸奶；2018 年公司成立高端鲜奶品牌每日鲜语；2019 年公司全资收购澳大利亚有机婴幼儿配方奶粉及婴儿食品厂商贝拉米，从而形成“雅士利+贝拉米”奶粉矩阵；2020 年公司与可口可乐合资成立生产、销售和营销低温奶制品的可牛了乳制品有限公司；2021 年，公司完成定增成为妙可蓝多控股股东，同年收购冰淇淋品牌 AICE（艾雪）；2022 年，蒙牛集团旗下曲靖常温工厂顺利通过德国 TÜV 莱茵

的审核,蒙牛曲靖工厂已成为乳品行业首个实现国际、国内双认证的零碳工厂;2023年,蒙牛集团正式上线“WOW 健康+”数智平台,首次推出六大健康管理服务,为消费者提供全方位个性化服务;2024年,蒙牛旗下每日鲜语获得中国香港食环署的进口准入,正式登陆香港市场。

表 2: 蒙牛乳业历史沿革

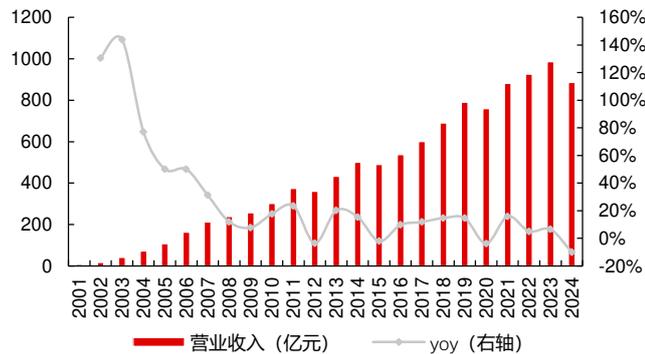
| 时间 | 事件 |
|--------|---|
| 1999 年 | 前伊利副总裁牛根生创办蒙牛乳业 |
| 2000 年 | 立起“为内蒙古喝彩”的广告牌,树立做大草原品牌的决心 |
| 2001 年 | 率先倡导将呼和浩特建设为“中国乳都”,将企业发展与地方经济紧密结合在一起 |
| 2003 年 | 蒙牛被确定为“中国航天员专用牛奶” |
| 2004 年 | 蒙牛成为“国家体育总局运动员专用产品” |
| 2005 年 | 蒙牛酸酸乳与“超级女声”合作,打造乳业与综艺 IP 营销合作的经典案例,推出“特仑苏” |
| 2006 年 | 蒙牛成为香港迪士尼乐园唯一奶制品供应商;推出首款可嚼果粒的乳饮料“真果粒” |
| 2007 年 | 蒙牛成为 NBA 中国官方合作伙伴与 NBA 在中国唯一指定乳品供应商 |
| 2008 年 | 中国奶制品污染事件爆发,蒙牛品牌形象大幅恶化,重视乳业安全问题 |
| 2009 年 | 蒙牛与中粮集团达成战略合作,中粮成为蒙牛第一大战略股东 |
| 2010 年 | 蒙牛成为首个营收突破 300 亿的中国乳品企业 |
| 2012 年 | 孙伊萍被任命为蒙牛乳业总裁,提出“成为中国质量最好、最专注、最专业的乳品企业”的目标 |
| 2013 年 | 蒙牛成为现代牧业最大单一股东 |
| 2016 年 | 卢敏放出任蒙牛乳业总裁 |
| 2017 年 | 公司推出小蓝帽冠益菌乳酸奶 |
| 2018 年 | 公司成立高端鲜奶品牌每日鲜语 |
| 2019 年 | 公司全资收购澳大利亚有机婴幼儿配方奶粉及婴儿食品厂商贝拉米,从而形成“雅士利+贝拉米”奶粉矩阵 |
| 2020 年 | 公司与可口可乐合资成立生产、销售和营销低温奶制品的可牛了乳制品有限公司 |
| 2021 年 | 公司完成定增成为妙可蓝多控股股东,同年收购冰淇淋品牌 AICE (艾雪) |
| 2022 年 | 蒙牛集团旗下曲靖常温工厂顺利通过德国 TÜV 莱茵的审核,蒙牛曲靖工厂已成为乳品行业首个实现国际、国内双认证的零碳工厂 |
| 2023 年 | 蒙牛集团正式上线“WOW 健康+”数智平台,首次推出六大健康管理服务,为消费者提供全方位个性化服务 |
| 2024 年 | 蒙牛旗下每日鲜语获得中国香港食环署的进口准入,正式登陆香港市场 |

资料来源:公司公告,公司官网,长江证券研究所

液态奶持续发力,产品结构逐渐优化

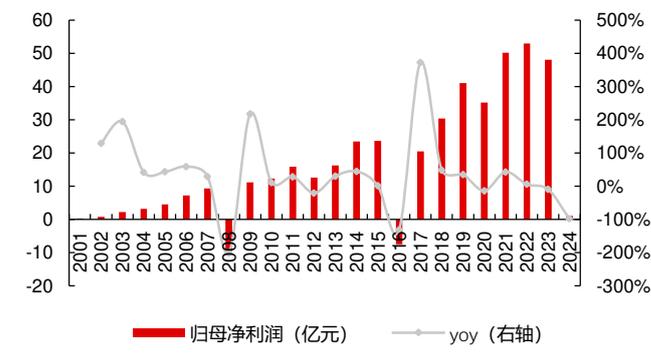
营收持续加强增长势能,利润静待修复。2009~2024 年蒙牛乳业营收 CAGR 为 8.60%,领先乳制品行业规模 CAGR (6.34%),凸显公司在行业中的竞争力。2024 年公司营收/归母净利润分别为 886.75/1.05 亿元,分别同比变动-10.09%/-97.83%,收入下滑主要是因为行业需求疲软,公司加大产品创新升级叠加开拓线上线下渠道而持续提升铺市铺货;归母净利润暂时承压主因联营公司业绩减少及商誉减值等影响。

图 1: 蒙牛乳业近年营业收入及增速



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 2: 蒙牛乳业近年归母净利润及增速



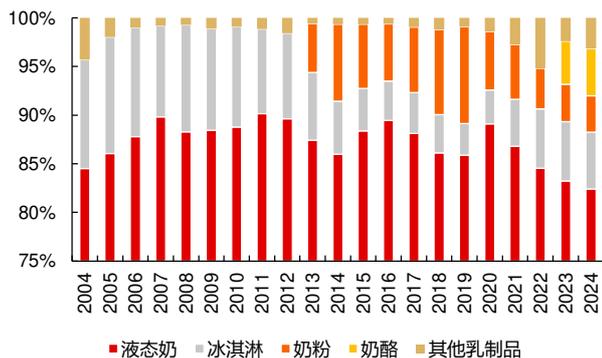
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

经营透视: 液态奶筑牢基本盘, 海外增量可期

产品结构: 液态奶业务为主, 持续发力其他品类产品。2024 年公司液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他乳制品收入占比分别为 82.40% / 5.84% / 3.74% / 4.87% / 3.15%, 液态奶业务作为主要业务稳定发力, 冰淇淋、奶酪、奶粉业务收入占比有望进一步提升, 其中奶酪同比增长 0.45pct, 我们期待其持续增长为报表端带来结构化改善。

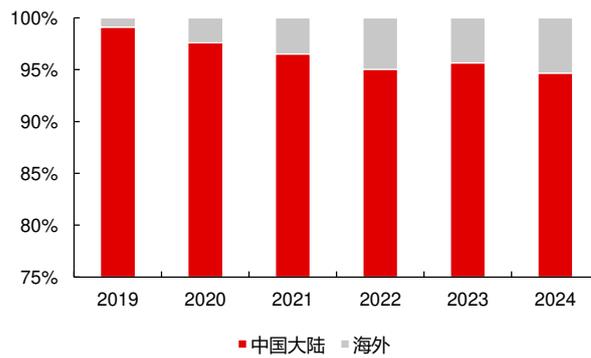
区域分布: 海外业务收入占比逐渐提升。早在 2013 年, 蒙牛乳业旗下雅士利公司在新西兰建厂, 于 2015 年开业, 实现“海外奶源-海外加工-海外销售”的完成产业链条。截至 2023 年, 公司在海外共有 6 个生产基地, 为公司海外业务发展打下坚实基础。2019~2024 年公司海外收入 CAGR 为 46.00%, 海外收入占比从 0.90%提升 4.42pct 至 5.32%。

图 3: 蒙牛乳业营收分产品构成



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 4: 蒙牛乳业营收分区域构成



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

分业务看:

液态奶各细分业务趋势向好。据 2023 年年报披露, 常温液态奶增速领先行业, 市场份额进一步提升, 同时公司持续推动 RTM 渠道改革, 线上销售市场份额第一; 低温液态奶在行业需求持续偏弱情况下逆势正增长, 市场份额连续 19 年排名第一; 鲜奶板块凭借旗下高端品牌“每日鲜语”稳居高端鲜奶市场份额第一宝座, 同时其子品牌“小鲜语”

定位年轻人市场，领跑中高端鲜奶。2024 年液态奶收入同比下降 10.97%至 730.66 亿元，相较于 2023 年有所滑落，与 2022 年收入基本持稳。

冰淇淋业务表现持稳。2024 年冰淇淋业务收入同比下降 14.12%至 51.75 亿元，领先公司营业收入增速。随着 2021 年蒙牛乳业收购东南亚领先冰淇淋品牌艾雪，公司打开东南亚市场；同时公司旗下冰淇淋品牌随变、蒂兰圣雪等覆盖较大价格带，聚焦产品创新升级，为消费者提供多元化选择。

图 5：蒙牛乳业液态奶业务收入及增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 6：蒙牛乳业冰淇淋业务收入及增速

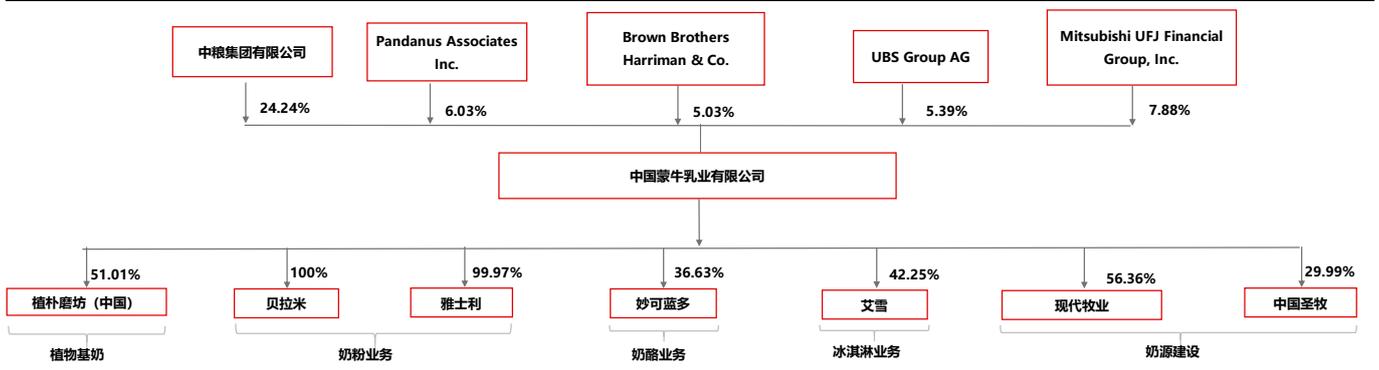


资料来源：iFinD，长江证券研究所

背靠中粮集团，赋能管理

背靠中粮集团，资本协助发展多元业务。中粮集团为蒙牛乳业最大股东，截至 2024 年底占蒙牛乳业 24.24%的股份。蒙牛乳业作为乳制品行业龙头公司之一，选择用投资并购等资本方式发展多元业务、优化产品结构，入股妙可蓝多、艾雪、现代牧业等公司推动奶酪、冰淇淋等业务发展及上游奶源建设。

图 7：蒙牛乳业股权结构



资料来源：公司年报，iFinD，长江证券研究所

管理团队经验丰富，职业经理人与公司老将双重赋能公司。公司董事、高管在食品饮料或快消行业经验平均超过 20 年，上一任总裁卢敏放为职业经理人，执掌蒙牛集团 8 年期间带领公司业绩再上一个台阶。新任总裁高飞为“土生土长”的“蒙牛人”，1999 年

加入蒙牛集团至今担任过销售及营销部区域经理、销售总经理、营销总经理等职务，拥有丰富乳制品销售经验，我们期待其对蒙牛的充分了解以及其职业能力助力蒙牛进一步加大上升步伐。同时我们可以看到蒙牛集团作为全球乳业八强，其管理团队不仅有具有丰富经验的职业经理人，也有跟随蒙牛一路成长过来的蒙牛老将，期待其合力共进。

表 3：蒙牛乳业的高管团队

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 简介 |
|-----|-------------|----|---|
| 高飞 | 总裁 | 48 | 高飞先生，于二零二四年三月二十六日获委任为本公司总裁兼执行董事。获委任前，彼为本集团高级副总裁、常温事业部负责人。高先生先后毕业于山东大学与清华大学，获得清华大学工商管理硕士学位。高先生于一九九九年加入本集团，历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务，参与创造了蒙牛高速发展并领先行业的全过程。高先生拥有丰富的乳制品销售、营销推广和经营管理的实战经验，于二零一六年，彼获委任为本集团副总裁、常温事业部负责人。 |
| 张平 | 首席财务官 | 60 | 张平先生，于二零二一年十二月至二零二四年三月二十六日期间担任本公司执行董事。张平先生于二零一四年加入本集团，现任本集团副总裁兼首席财务官。张平先生亦是本集团多家子公司，包括主要子公司内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司及内蒙古特高新乳制品有限公司的董事。彼于快速消费品行业累积超过 33 年经验，专责营运、财务及审计之管理以及风险监控。张平先生曾就职于太古饮料公司，历任内审及系统发展经理、财务总监、装瓶厂总经理，及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官。张平先生亦分别为香港上市公司中国现代牧业控股有限公司以及中国圣牧有机奶业有限公司的非执行董事，及在上海证券交易所上市的上海妙可蓝多食品科技股份有限公司之董事。张平先生曾为本公司的子公司雅士利（曾在香港上市，于二零二三年私有化后除牌）的非执行董事。张平先生于北京信息科技大学管理工程专业毕业，取得研究生学历。 |
| 刘丽君 | 副总裁, 人力资源总监 | 43 | 刘丽君女士，现任本集团副总裁、集团人力资源负责人，先后毕业于北京理工大学、香港城市大学，分别获得软件工程硕士研究生学位、工商管理博士学位。刘女士自二零零二年八月加入本集团以来一直担任人力资源管理岗位，历任人事主管、人力资源部长、营销系统人力资源总监兼集团组织发展负责人、常温事业部人力资源中心总经理、助理副总裁一常温人力负责人兼集团人力资源管理专家中心负责人。二零二一年担任本集团副总裁、集团人力资源负责人。刘女士曾多次参与并成功主导集团级组织与人力资源变革项目，在人力资源管理领域具有丰富的理论和实践经验。 |
| 陈易一 | 副总裁 | 51 | 陈易一先生，现为本公司副总裁、集团战略管理负责人，负责战略和投资管理。陈先生毕业于复旦大学，拥有法学学士学位。加入本集团前，陈先生二十五年来先后服务于雀巢、国际纸业、利乐西得乐、华润创业等多家知名国际企业及香港和内地上市公司，并分别担任全国商务经理、北亚区总监、战略副总裁，总裁及执行董事等高级管理职务。陈先生在快消品包括乳业及零售业服务多年，在产业运营整合、战略规划管理及企业合作并购领域拥有丰富的经验，具备全行业视野和国际业务经验。陈先生于二零二一年十二月加入本集团，于二零二三年二月起担任香港上市公司中国现代牧业控股有限公司非执行董事、战略及发展委员会成员。 |
| 韩建军 | 副总裁 | 51 | 韩建军先生，现任本集团副总裁、冰品事业部负责人，并同时分管东南亚冰淇淋艾雪业务。韩先生毕业于山东农业大学，获得农业推广硕士学位。韩先生于一九九九年加入本集团，历任冰品生产运营负责人、常温生产管理中心总经理、冰品事业部总经理等职务，在常温及冰品供应链领域具备丰富的管理和实践经验，并连续三年带领冰品事业部实现超百达成。 |
| 李鹏程 | 副总裁, 办公室主任 | 54 | 李鹏程先生，现任本集团副总裁、集团事务负责人。李先生先后毕业于北京大学及天津大学，分别获得信息管理系科技情报硕士学位及管理学博士学位。李先生曾就职于中央网络安全和信息化委员会办公室工作，任网络应急管理和网络舆情局巡视员、副局长兼中国互联网违法和不良信息举报中心主任（正局级）。李先生于二零一八年九月加入本集团。 |
| 罗彦 | 副总裁, 部门副总裁 | 63 | 罗彦先生，现任本集团副总裁、低温事业部及鲜奶事业部负责人。罗先生先后毕业于中国纺织大学及复旦大学，分别获得纺织工程学士、工商管理硕士学位。罗先生于一九九九年加入通用磨坊食品中国公司，历任全国销售总监、大中华区副总裁、哈根达斯全球事业部总监一职，并于二零一四年继续担任通用磨坊大中华区副总裁，负责中国区销售，并兼负责哈根达斯零售和餐饮事业部，在食品行业深耕 30 年，积累了丰富的行业和管理经验。罗先生于二零一七年十一月加入本集团，历任发展业务负责人等职务。 |
| 王燕 | 副总裁 | 46 | 王燕女士，于二零二一年十二月获委任为本公司执行董事。王燕女士于二零二一年十一月加入本集团。王女士历任中粮集团有限公司人力资源部人才发展部总经理、人力资源部副总监等职务。王女士持有中国人民大学人力资源管理专业管理学硕士学位。 |
| 温永平 | 副总裁, 部门总经理 | 50 | 温永平先生，现任本集团副总裁、集团研发创新负责人。温先生毕业于中国农业大学，获得食品科学与工程专业博士学位。温先生于一九九九年加入本集团，历任本集团生产指挥中心总经理、营运助理副总裁、奶源管理副总裁、低温事业部负责人等职务，在生产运营管理、奶源管理及核心业务经营管理领域拥有丰富的经验。温先生曾为香港上市公司中国现代牧业的非执行董事直至二零一九年一月。 |
| 闫志远 | 副总裁 | 42 | 闫志远先生，现任本集团副总裁、奶粉事业部负责人，曾为本公司子公司雅士利国际控股有限公司（曾在香港上市，于二零二三年私有化后除牌）执行董事兼行政总裁。闫先生于二零零二年入职本集团，在乳制品行业积累了丰富的销售及管理经验。闫先生原为蒙牛乳业助理副总裁，自二零一七年一 |

| | | | |
|-----|------------------|----|---|
| | | | 月起同时担任本集团常温事业部销售管理中心总经理，带领常温销售团队实现销售收入与市场份额的持续高增长。闫先生于美国得克萨斯大学阿灵顿分校获高级工商管理硕士学位，亦于香港城市大学获工商管理博士学位。 |
| 杨志刚 | 副总裁,部门副总裁 | 52 | 杨志刚先生，现任本集团副总裁、安全质量负责人，分管风险管控与审计，招投标管理，以及采购管理。先后毕业于华中农业大学及华中师范大学，分别获得食品科技与工程学士、经济学硕士学位。杨先生于一九九五年加入湖北省出入境检验检疫局，历任科长、办公室副主任；并在国家出入境检验检疫局/国家质量监督检验检疫总局办公厅挂职锻炼；二零零二年加入国家认证认可监督管理委员会注册管理部，任调研员、处长、副巡视员；二零一三年加入中粮集团，历任质量安全管理部总经理、审计与法律风控部副总监，在安全质量与风控审计领域拥有丰富经验。杨先生于二零一七年六月加入本集团。 |
| 张平 | 副总裁 | 60 | 张平先生，于二零二一年十二月至二零二四年三月二十六日期间担任本公司执行董事。张平先生于二零一四年加入本集团，现任本集团副总裁兼首席财务官。张平先生亦是本集团多家子公司，包括主要子公司内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司及内蒙古特高新乳制品有限公司的董事。彼于快速消费品行业累积超过 33 年经验，专责营运、财务及审计之管理以及风险监控。张平先生曾就职于太古饮料公司，历任内审及系统发展经理、财务总监、装瓶厂总经理，及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官。张平先生亦分别为香港上市公司中国现代牧业控股有限公司以及中国圣牧有机奶业有限公司的非执行董事，及在上海证券交易所上市的上海妙可蓝多食品科技股份有限公司之董事。张平先生曾为本公司的子公司雅士利（曾在香港上市，于二零二三年私有化后除牌）的非执行董事。张平先生于北京信息科技大学管理工程专业毕业，取得研究生学历。 |
| 赵杰军 | 副总裁 | 48 | 赵杰军先生，现任本集团副总裁、奶源及牧业产业链负责人。赵先生毕业于北京航空航天大学，获得研究生学历。赵先生于二零零零年加入本集团，历任本集团销售大区经理、销售总监、运营总经理、计划物流总经理、供应链负责人等职务。赵先生在乳制品行业拥有将近 20 年经验，精通销售管理、供应链管理及牧场板块管理，对中国乳制品行业具有良好的远见性和敏锐的市场洞察力。赵先生亦分别为香港上市公司中国现代牧业控股有限公司及中国圣牧有机奶业有限公司的非执行董事，并于二零二三年二月起担任中国现代牧业控股有限公司的董事会主席。 |
| 郭伟昌 | 财务总监,合资格会计师,公司秘书 | 52 | 郭伟昌先生，本公司财务总监兼公司秘书，于二零零七年五月加盟本集团。在加盟本集团前，郭先生曾任一间香港上市公司的财务总监，并曾于一间国际会计师事务所工作。郭先生毕业于香港理工大学，取得会计学学士学位，亦为香港会计师公会会员及英国特许公认会计师公会资深会员。 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

新总裁高飞上任，熟悉公司且营销经验丰富。高飞总裁于 1999 年蒙牛创立之初加入公司，历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务，2016 年获委任为常温事业部负责人后，常温事业部业绩逐年上升，液态奶连续 5 年实现双位数增长，其团队打造的“特仑苏”开辟了高端白奶市场，年销售额突破 300 亿元，此外高飞还指挥了俄罗斯世界杯和卡塔尔世界杯蒙牛营销战役，主导建成了宁夏全数智化超级工厂。高飞熟悉公司运营模式、组织架构等基本状况，且拥有丰富的乳制品销售及营销推广实战经验，有望实现平稳过渡。

高飞接棒总裁，或将带领公司破局加速新业务领域拓展。卢总裁在任期间加速渠道下沉，主导收购妙可蓝多、艾雪、贝拉米等公司，加速海外工厂布局，同时打造数智化工厂、优化运营效率，已在奶酪、奶粉、冰淇淋等业务方面打下坚实基础。高飞作为熟悉公司且具有丰富营销经验的老将，适合基于现有基础破局，将非液体奶业务带上高速增长轨道并加速海外业务增长，同时持续优化渠道、成本、运营效率，带领公司再次向“双千亿”目标奋进。

表 4：蒙牛乳业历任总裁回顾

| 蒙牛乳业历任总裁回顾 | | | | |
|------------|-----|-----|-----|-----|
| 主要高管 | 牛根生 | 杨文骏 | 孙伊萍 | 卢敏放 |

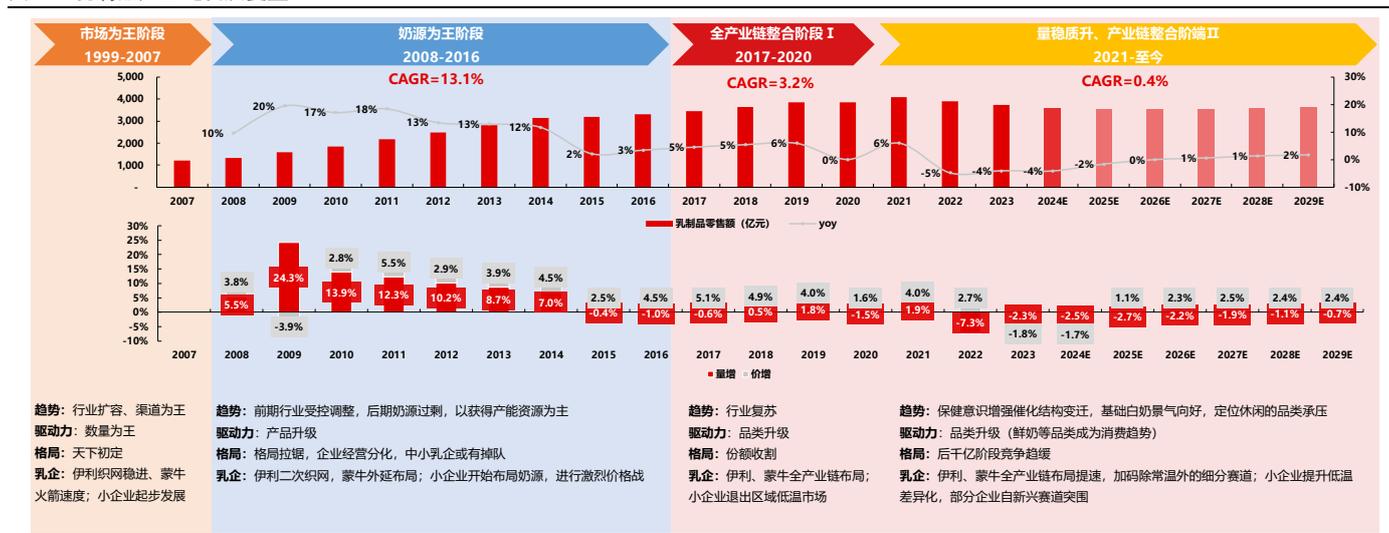
| 职务 | 集团创始人、董事长 | 总裁 | 总裁 | 总裁 |
|------|--|--|---|--|
| 任职时间 | 1996~2006 | 2006~2012 | 2012~2016 | 2016~2023 |
| 主要成就 | 1) 帮助初创期蒙牛完成小店到商场零售渠道的初步铺开 2) 积极与奶农合作解决奶源问题 3) 斥巨资通过我国成功发射载人航天飞船打出“中国航天专用奶”口号进行广告营销，提高蒙牛知名度 4) 带领蒙牛成为港股首家乳品上市企业 | 1) 带领团队生产出中国第一包利乐包牛奶，推动蒙牛液体奶生产进入快速发展时期 2) 2004年冠名《超级女声》综艺进行营销，带动蒙牛乳饮料新产品销售额大幅增长 | 1) 加强奶源建设，收购奶牛牧场企业现代牧业28%的股权，建立全产业链管理体系 2) 引入爱氏晨曦、达能集团、新西兰安硕等多家乳企入股或达成战略合作，增强蒙牛综合实力 3) 并购雅士利，以此补全奶粉业务短板 | 1) 打造新事业部制 2) 聚焦明星、体育营销 3) 收购澳洲乳企贝拉米、妙可蓝多，进一步补强奶粉业务，占领奶酪市场高地 4) 增持现代牧业至61%，收购圣牧高科全部股份，完成上游奶源整合 5) 携手阿里巴巴零售通、“村镇通”加强对渠道和终端售点的控制力，并进一步下沉市场 |

资料来源：搜狐网、买购网、腾讯新闻、雪球网，长江证券研究所

乳制品行业：原奶供需再平衡，产品结构迭代升级

中国乳品市场增长换挡，需求迭代将驱动结构性机会。据欧睿数据，2023 年中国乳品市场的零售额约合 3733 亿元，同比下滑约 4%。近年来，受宏观需求环境影响，在 2021 年居民健康保健意识提升推动行业短暂回暖，随后整体需求转弱，2022~2023 年行业规模均呈现下滑。2024 年以来，行业整体需求仍呈弱复苏态势，总规模下滑背景下，结构性机会仍存，低温鲜奶、特定功能升级的产品仍有增长机遇。

图 8：乳制品产业链发展复盘

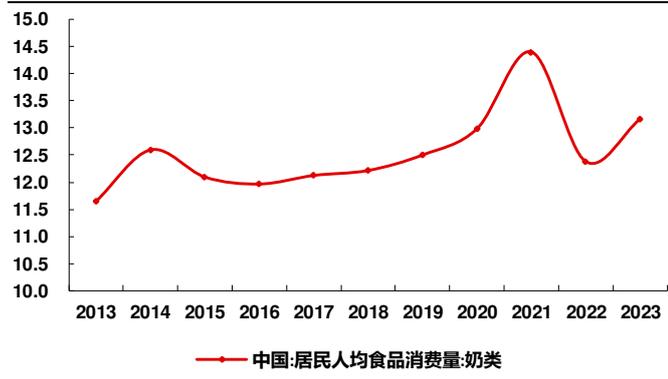


资料来源：欧睿，长江证券研究所

奶类需求曲折前进，北多南少、城乡差异蕴含增长潜力。受宏观需求环境及居民健康保健心智的波动，近 2 年我国居民的人均奶类消费量在历经 2021 年的高点后有所回落。与此同时，我国奶类消费存在城乡差异、区域不平衡，长期来看仍蕴含增长潜力：

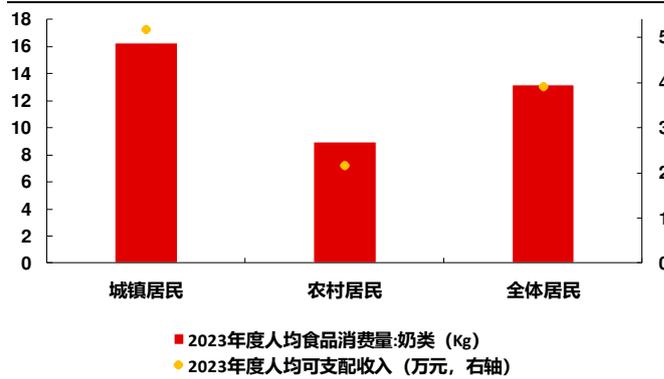
- 1) 城乡差异：**相较于收入端差距，农村居民的奶类消费意愿较强，随着我国现代化对共同富裕的不断追求，农村居民消费能力的提升，将拉近与城镇居民奶类消费的差距。
- 2) 北多南少：**除一线城市外，人均消费量居前的地区多为北方省份，人均消费量靠后的省份中不乏经济发达的东南沿海省份。这与北方畜牧业发达、居民饮食习惯长期培养有关，但随着奶制品美味和营养功效的认知增加，南方地区的消费意识觉醒、消费场景增加都将驱动人均消费水平有望提升。

图 9：中国全体居民人均奶类产品消费量 (Kg)



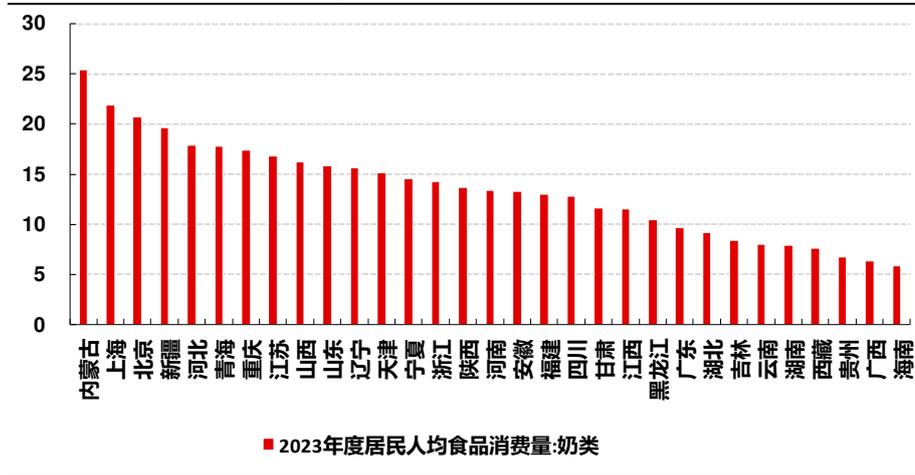
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：城镇、农村、全体居民奶类消费及可支配收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：分省份人均奶类消费量 (Kg)



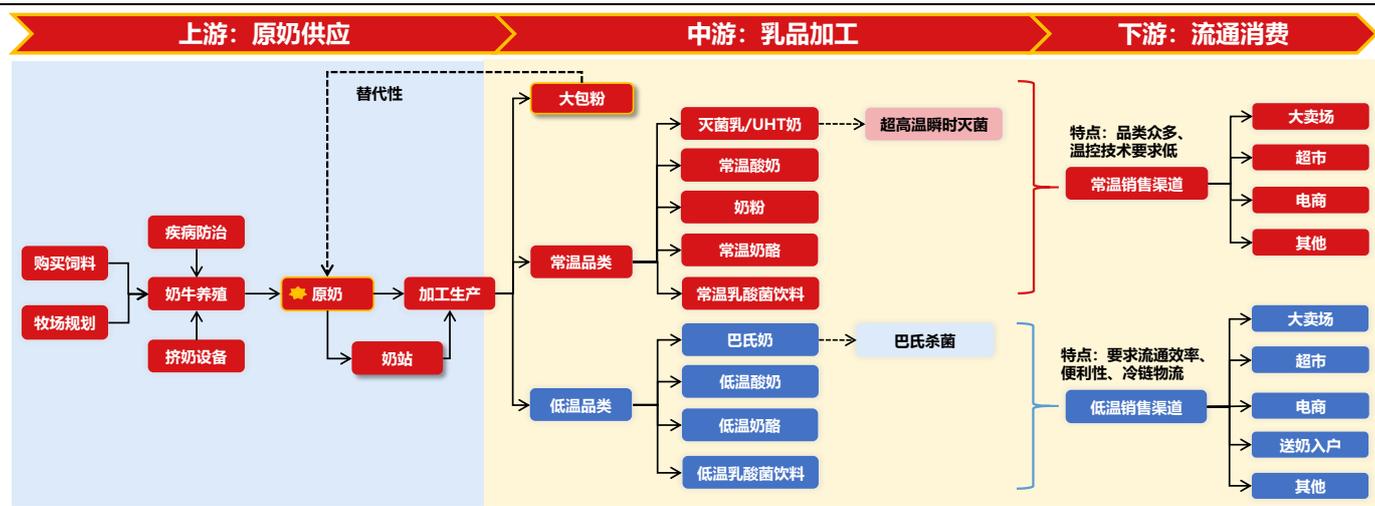
资料来源：Wind，长江证券研究所

上游供给侧：原奶供需将迎再平衡

原奶是行业核心资源，其价格即为产业链价值创造的核心变量。原奶又称生鲜乳，是乳制品行业的最重要的核心原材料（在液奶、奶酪、奶粉等各类产品的生产成本中约占一半），因此原奶的价格波动常常牵动终端乳制品销售的价格（尤其是在产品相对同质化、品牌溢价率较少的品类），再叠加部分企业纵向布局上游，在原奶价格波动过程中或产生的资产性损益，都将直接影响乳制品制造环节的盈利状况。

原奶价格受供需关系影响，呈现周期性波动。2008 年以来国内生鲜乳的价格先后在 2013~2014 年和 2020 年~至今，出现两轮较大的周期，上涨的动因多来自需求端因结构性需求增强（消费升级环境下产品持续推陈出新，并拓宽全新消费场景；居民保健意识增强，饮奶提升免疫力），叠加短期内供给侧增量滞后，出现供大于求；而随着供给持续惯性放量，又出现供需反转引发价格下降。

图 12: 乳制品产业链发展复盘

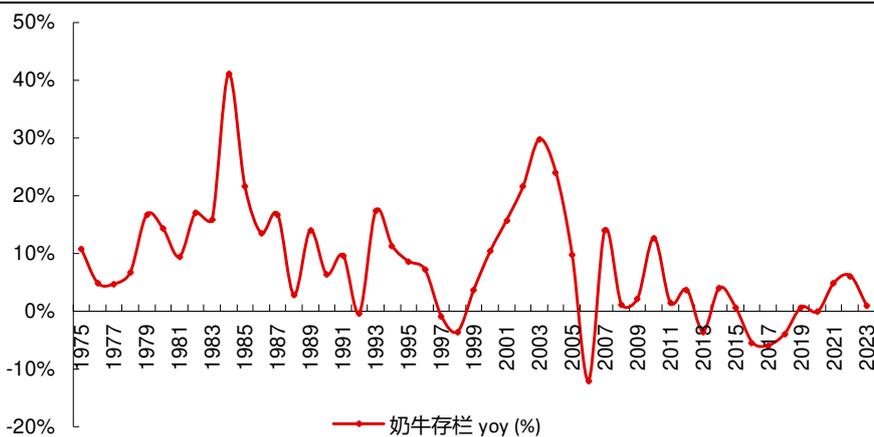


资料来源: 长江证券研究所

复盘历轮周期反转, 前两轮奶价反转具备: 1) 政策出台托底奶业信心, 牧业产能去化到位; 2) 经济修复, 消费端需求回暖, 景气改善的基础上外部因素(饲料、大包粉等价格上涨)推动奶价回升。参考上轮, 本轮奶价反转信号主要聚焦: 需求回暖、产能去化及政策落地、饲料价格回升等外部因素或为助推。

供给侧进度: 2023 年奶牛存栏同比上涨 1.0%, 2024 年奶牛存栏量预计趋势性下行。
需求侧变化: 2024 年 9 月 26 日农业农村部等七部门联合发布拉动牛奶消费通知, 为潜在支持政策的提供了基础。

图 13: 奶牛存栏量同比变化

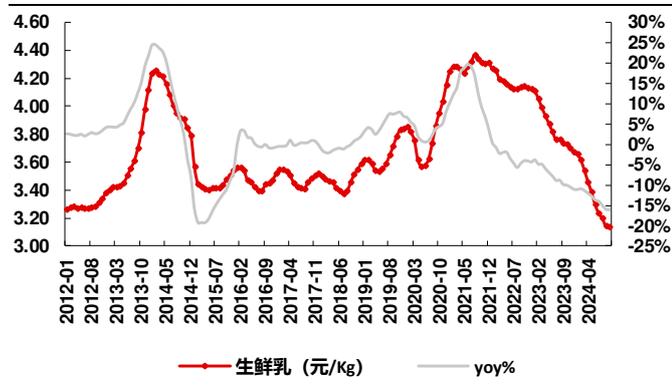


资料来源: Wind, 长江证券研究所

乳制品供需缺口或迎收窄拐点, 奶价有望在 2025H2 迎来拐点。2023 年以来原奶价格及进口大包粉的价格趋势出现分化, 生鲜乳价格降幅突出, 而大包粉价格在 2023H2 相对企稳, 预计也系下游需求的景气分化所致, 国内外价格的“倒挂”也已限制了海外供给的自发涌入。展望 2025 年, 随着需求端(随着 2024 年 9 月下旬, 农业农村部发文倡导学生奶、定向消费券等的通知)边际逐步修复, 且随着上游牧业的经营压力日增,

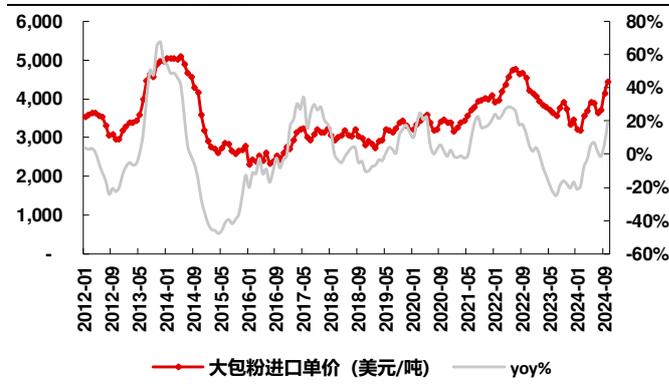
牛群淘汰、产能去化在未来半年内加速的概率较大，原奶价格有望在年中或 2025H2 回暖止跌。

图 14：生鲜乳价格及同比



资料来源：农业部，Wind，长江证券研究所

图 15：进口大包粉价格及同比



资料来源：国家奶牛产业技术网，Wind，长江证券研究所

图 16：国内外原奶供给的价格轧差（国际价格以进口大包粉还原计算）



资料来源：Wind，长江证券研究所

下游需求侧：高品质、健康化驱动产品升级

纯奶：健康意识增强、冷链升级驱动低温品类获结构性景气

饮用奶是白奶、风味乳饮料及其他产品（收入占比小于 10%）的统称，作为中国乳品行业重要品类之一，我们可以将饮用奶的发展历程主要分为三个阶段：

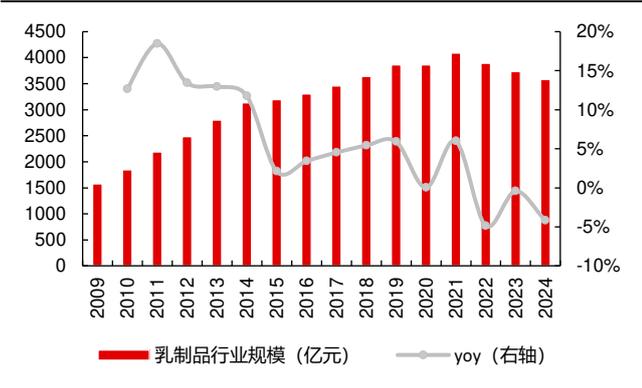
(1) 2014 年以前（高速增长期）：尽管 2008 年三聚氰胺事件对乳品行业造成重创，但国家迅速出台了《奶业整顿和振兴规划纲要》整顿乳品市场，随着国民经济高速增长，乳品行业在短暂的调整期后逐步复苏。2009~2014 年饮用奶市场规模 CAGR 为 12.64%，销量及均价 CAGR 分别为 9.24%/4.16%，量价齐升反应市场迅猛增长。

(2) 2015~2019 年（行业成熟期）：走过前十年的高速增长，2014 年后饮用奶量增受限，行业增速下滑至 5%以下，细分品类走势出现分歧，白奶市场规模增速由 2015 年前的 10%下降至 5%左右，增长趋缓，风味乳饮料市场份额逐年萎缩；乳企早年推出的

高端产品如蒙牛 2005 年推出的特仑苏、伊利 2006 年推出的今典纯牛奶占公司液奶营收比重在这一阶段持续上升，白奶产品结构逐渐向高端、健康靠拢，酸奶承接了小部分白奶、大部分风味乳饮料市场份额。2014~2019 年饮用奶市场规模 CAGR 为-1.06%，总体震荡保持不变，饮用奶细分品类白奶、风味乳饮料市场规模 CAGR 分别为+5.15%/-8.61%，消费需求整体向白奶集中；饮用奶整体销量及均价 CAGR 分别为-4.56%/3.10%，量减价升，市场规模主要由高端白奶产品销售增量以及价增维持，产品结构化调整趋势显现。

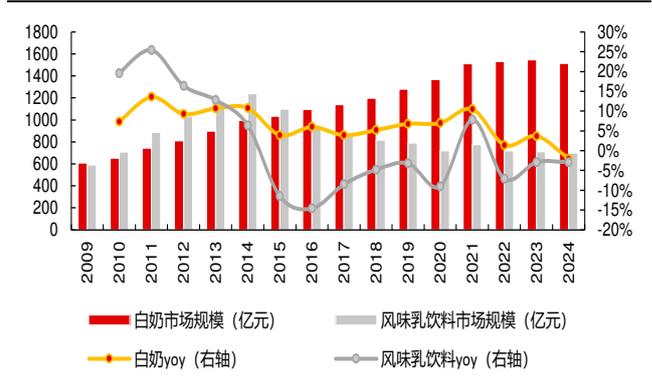
(3) 2020 年至今 (经济恢复期): 近年来我国居民的保健意识有所增强，2021 年白奶市场规模同比增长 10.5%，饮用奶整体销量/均价同比增速均超过 2020 年以前，分别为 5%/5.1%。2019~2024 年饮用奶/乳制品市场规模 CAGR 分别为 1.89%/-1.50%，目前饮用奶市场规模主要由价增、低温白奶增长驱动；受最近一轮原奶价格下行影响，2021~2024 年饮用奶销售市场承压，其中，2022 年中小乳企因需求压力反复叠加原奶供给阶段性过剩库存压力陡增，销售压力扩大，不得不暂时采取以价换量的策略，饮用奶均价略有降低，头部乳企由于产品品类丰富，价格带全面，能通过满足差异化的消费者需求，进行产品结构升级等方式摊薄库存压力，受影响较小；2024 年乳企持续推进产品结构升级，饮用奶均价同比增速 12.04%，有所回暖，市场规模亦小幅增长。

图 17: 饮用奶市场规模及增速



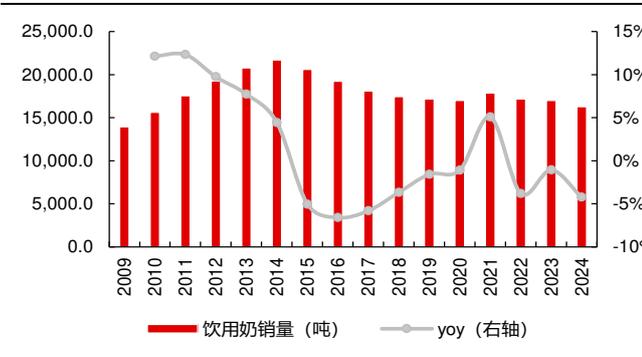
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 18: 白奶、风味乳饮料市场规模及增速对比



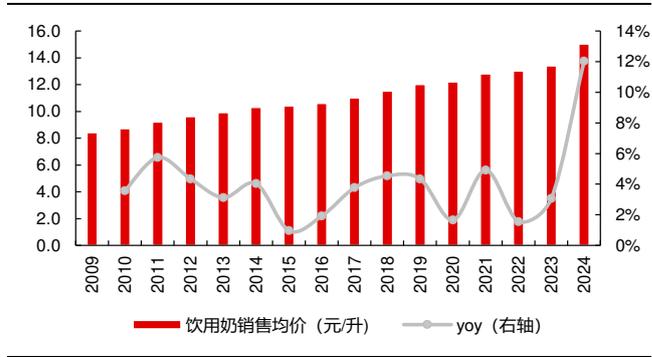
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 19: 饮用奶销量及增速



资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 20: 饮用奶销售均价及增速



资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

头部乳企布局高端化、功能化白奶，以多元产品满足消费者细分需求。从近年新品来看，各家乳企新品不断，高端化、功能化趋势明显，随居民健康意识加强、生活水平提高，消费者消费需求从“温饱型”向品质型过渡，对白奶品质提出更高要求，头部乳企相继拓宽产品矩阵，推出中高端产品，且强调产品的健康属性，并在健康属性的基础上卷细分功能性，几乎所有的主要品牌都推出了 A2 β 牛奶、有机牛奶，更有品牌推出了“双蛋白奶”，旨在通过动物和植物蛋白原料合理配比以提供均衡营养。我们判断，在产能调整稳步进行的情况下，未来随原奶供给量改善，白奶高端化、功能化进程有望进一步加快，以满足更广泛消费者的健康需求与偏好。

表 5：头部乳企企业持续进行高端化布局

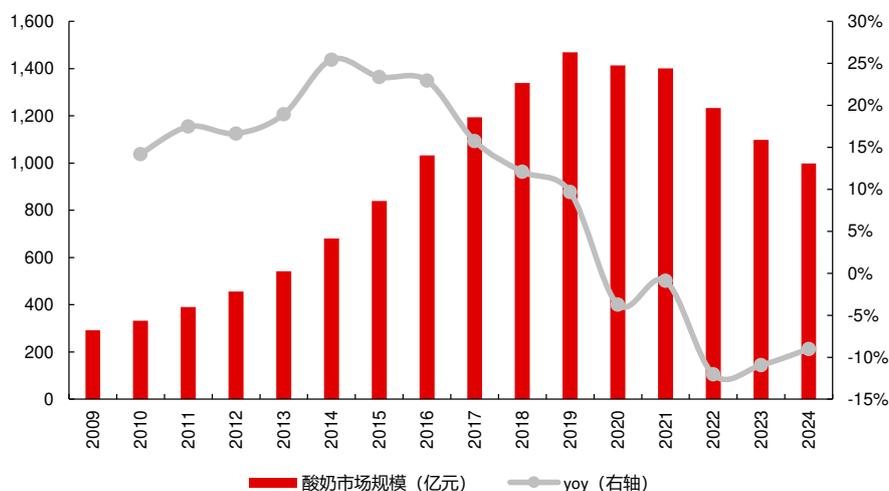
| 公司 | 新品 | 类别 | 规格 | 价格 | 特点 |
|------|----------------------------------|-------|-------|--------|--|
| 蒙牛乳业 | 新养道梦幻盖 0 乳糖牛奶 | 常温白奶 | 250mL | 3.3 元 | 功能性，适合乳糖不耐受人群 |
| | 三只小牛高钙软牛奶梦幻盖 | | 250mL | 7 元 | 高端定位（高钙，营养价值高） |
| | 精选牧场原生高钙纯牛奶 | | 250mL | 5 元 | 中国首款二维码可追溯牛奶—蒙牛精选牧场纯牛奶，实现了消费者对精选牧场精细化管理信息的“零距离”了解。 |
| | 未来星双原生纯牛奶 | 250mL | 3 元 | 高端儿童线 | |
| | 每日鲜语 4.0 娟珊鲜牛奶 | 低温白奶 | 720mL | 36 元 | 鲜牛乳高端线（娟珊牛奶营养价值更高） |
| 伊利股份 | 小鲜语 A2 β 酪蛋白轻鲜牛奶 | 低温白奶 | 450mL | 13.8 元 | 健康低脂高端（A2 β 蛋白更易消化吸收） |
| | QQ 星原生乳铁蛋白纯牛奶 | 常温白奶 | 195mL | 5.1 元 | 功效，增强免疫力 |
| | 舒化控糖牛奶 | 常温白奶 | 220mL | 4.5 元 | 健康，控糖功效（低 GI，易消化） |
| 光明乳业 | 光明大白兔红豆风味牛奶 | 常温白奶 | 200mL | 2.26 元 | 口味乳，联名 ip |
| | 光明致优娟珊 A2 β 高端鲜牛奶 | 低温白奶 | 800mL | 36.9 元 | 高端鲜乳线，易消化营养价值高 |
| 三元股份 | 极致晚安纯牛奶 | 常温白奶 | 250mL | 6 元 | 高端常温奶，助眠功效 |
| | 极致 1+1 原生双蛋白纯牛奶 | 常温白奶 | 250mL | 7.71 元 | 营养价值高易消化 |
| 燕塘乳业 | 燕塘娟珊全脂纯牛奶 200ml 整箱 | 常温白奶 | 200mL | 6.9 元 | 高端线，营养价值高 |
| | 燕塘 A2 β -酪蛋白全脂牛奶 120/200ml | | 200mL | 4.5 元 | 高端线，易消化，健康 |
| 天润乳业 | 有机纯牛奶 | 常温白奶 | 125g | 4 元 | 有机，绿色健康 |

资料来源：公司年报，公司官网，京东，fooddaily，foodtalk，长江证券研究所

酸奶：阶段性景气承压，产品升级回归“质价比”

需求端承压，酸奶市场规模降速放缓，调整进行中。根据欧睿数据，2009~2019 年为酸奶的黄金十年，酸奶市场规模/销量/均价的 CAGR 分别为 17.56%/12.68%/4.32%，量价齐升，市场规模快速增长；作为非刚需产品，酸奶零食属性较强，含糖量较高，不符合健康化大趋势，且近几年酸奶品类均价较高，对消费者而言选择优先度低，导致酸奶销量和整体市场规模出现一定程度降幅。

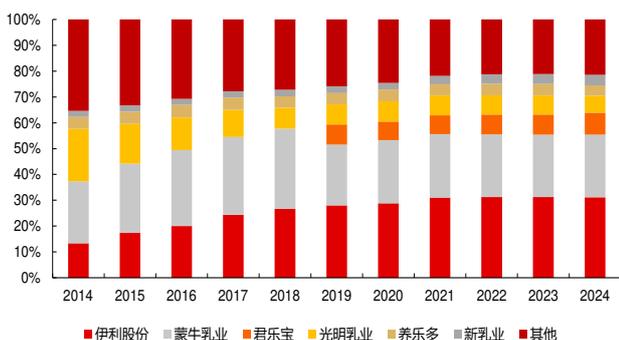
图 21: 酸奶市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

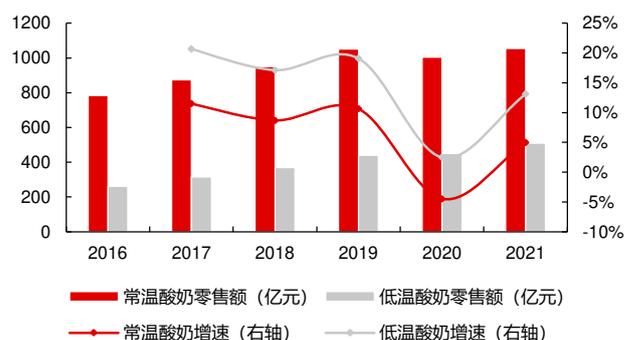
价格回归理性，长期增长看好。从酸奶销售均价图我们观察到，在2020年之前酸奶均价增速已有所回落，2017~2020年酸奶均价同比增速分别为3.4%/2.86%/1.74%/-1.34%。白奶目前已具有营养品属性，成为孩子、老人有条件都应喝的刚需产品，而酸奶均价较高，可选属性较强，尚未进入刚需层面。从占据市场主要份额的乳企新品来看，目前市场的主流价格带已从五年前的8-10元降低到5元左右，价格回归理性，且主要聚焦0糖，口味，益生菌等健康、营养、功能细分赛道，与当前消费者对健康生活方式的追求相契合。未来消费者对酸奶品类健康属性认知加深，冷链布局进一步完善，我们认为未来酸奶销量有望进一步提振。

图 22: 酸奶市场份额变化趋势



资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 23: 中国酸奶市场零售额及增速



资料来源: 中商产业研究院, 长江证券研究所

奶酪：国内外品牌群雄割据，行业仍有较大增长空间

量跌价升，需求的恢复不及预期。从市场规模来看，2009~2022年奶酪市场规模/销量/均价 CAGR 分别为 23.36%/20.6%/2.29%，行业市场规模大幅上升，2023年市场需求的恢复不及预期，同比降幅达 17.68%，主要因销量同比下跌 19.8%导致，目前市面上的奶酪产品零食属性较强，且作为主推产品的儿童零食奶酪棒近年由于曝出高含糖量高

脂肪以及较多的添加剂，不符合目前消费者健康饮食的消费偏好，遭受部分消费者摒弃，导致奶酪销售端承压。

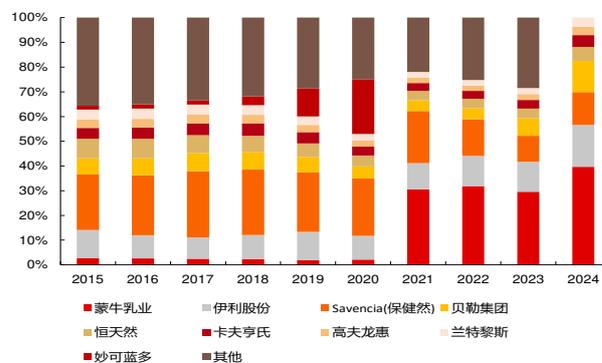
国外品牌占据先发优势，国内品牌仍有较大增长空间。从市场份额来看，除蒙牛收购妙可蓝多获大幅外，整体较为稳定，由于我国奶酪市场发展起步较晚，外资企业占据先发优势，目前仍占据奶酪市场一席之地。2018 年以后，Top3 品牌主要为百吉福、妙可蓝多以及伊利，其中蒙牛乳业于 2021 年收购妙可蓝多，蒙牛市占率借此首超百吉福，两者 2021 年市占率分别为 30.6%/21.2%，2024 年蒙牛百吉福市占率较 2021 年分别下滑 0.8pct/11.2pct 至 29.8%/10.0%，判断主要因行业新进入者增多，同质化竞争加剧导致份额集中度倒退。随国内上游奶源争夺完成，国内头部乳企发挥高品质奶源，渠道优势，有望进一步扩大市场份额。

图 24：奶酪市场规模及增速



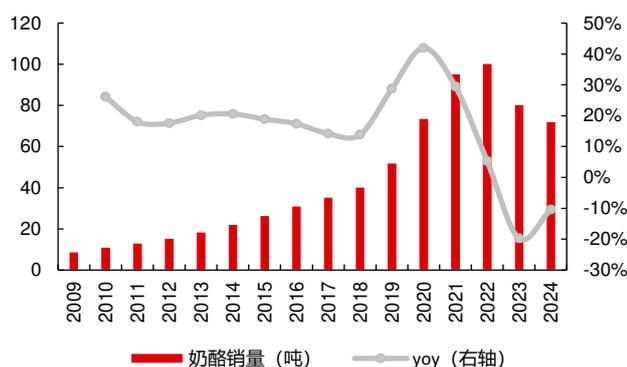
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 25：奶酪市场份额变化趋势



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 26：奶酪销量及增速



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 27：奶酪均价及增速



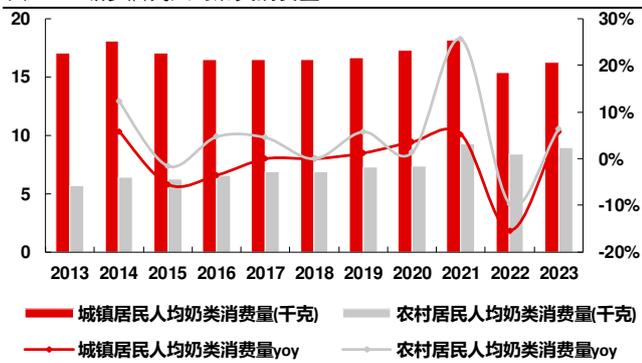
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

区域下沉、B 端渠道、海外拓展有望成为行业持续增长的引擎

人均可支配收入提升，消费升级趋势下沉，农村乳品增量市场广阔。城乡国家统计局数据显示，2013~2023 年城市/农村居民人均奶类消费量 CAGR 分别为-0.49%/4.60%，城镇居民每年人均奶类消费量基本稳定在 17kg，农村居民人均奶类消费量增长趋势明显，2013~2022 年农村居民人均奶类消费量由 2013 年约占城市居民人均奶类消费量的 1/3

稳步提升到 2022 年的约 54.91%，消费量差距逐年稳定缩小，但仍不足城市居民的 1/2，增长空间广阔。我们认为，在农村人均可支配收入持续提升的大背景下，叠加 2020 年以来我国消费者健康意识觉醒，乳制品消费者教育全面铺开，农村居民乳制品消费有望成为奶类，尤其是中低价位液奶消费市场的重要驱动力。

图 28：城乡居民人均奶类消费量



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 29：全国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

高品质奶源助力乳企发力 B 端市场

乳企持续向上游兼并奶源为进军 B 端提供供给端基础。近年来头部乳企积极布局上游奶源建设，通过持股、并购、新建牧场等方式扩大对上游优质原奶资源的掌控，目前上游奶源争夺基本完成，总体呈现以双龙头的全国性乳企为主，其他区域性乳企为辅的竞争格局，国内已基本实现生牛乳 100%规模化、集约化生产，奶资源供给充足、稳定，为乳企向 B 端企业扩容提供供给端基础。

表 6：头部乳品企业奶源布局

| 公司 | 收奶量 (万吨) | 总存栏 (万头) | 奶源基地布局 |
|------|----------|----------|---|
| 伊利股份 | 876 | 170+ | 近 1500 座牧场，分布在内蒙古、宁夏、黑龙江等 26 个省 |
| 蒙牛乳业 | 803 | 130+ | 合作牧场 1000 余家，主要分布在内蒙古、黑龙江、河北等省份。战略参控原奶供应占比近 50% |
| 光明乳业 | 130 | 10 | 在上海、江苏、浙江布局 25 个牧场 |
| 君乐宝 | 120 | 20 | 奶源基地 169 个，主要分布在河北、河南、山东等 10 余个省份，自有存栏占比约 50% |
| 新乳业 | 88 | 4.9+ | 拥有 13 个规模化牧场，主要分布在四川、云南、华东等区域，通过控股、参股公司的牧场约 50% |
| 三元乳业 | 69 | 13.9+ | 核心牧场 29 个，主要集中在京津冀地区 |
| 天润乳业 | 25 | 5 | 拥有 18 个牧场，主要分布在新疆 |

资料来源：中国奶业统计资料 2023、中国奶业年鉴 2021、各公司官网、各公司公告

C 端市场经验提升乳企 B 端竞争力。多年深耕 C 端市场为头部乳企在货源供应、渠道协调、技术研发、营销等方面积累了深厚经验，结合高品质奶源背书，使得头部乳企能够快速响应市场变化，结合 B 端客户需求提供定制化、优质的产品解决方案与营销方案，从而在 B 端表现出更强的竞争力。

表 7：龙头乳企 B 端专业产品

| 推出品牌 | 推出产品 | 适用场景 | 产品图 |
|--------|-------------|-------------------------|---|
| 蒙牛专业乳品 | 蒙牛餐饮纯牛奶 | 咖啡、甜品 |  |
| 蒙牛专业乳品 | 纯乳脂蒙牛稀奶油 | 咖啡、奶茶奶油顶&奶盖 以及裱花蛋糕抹面 |  |
| 蒙牛专业乳品 | 蒙牛厚乳奶基底 | 修饰咖啡风味 |  |
| 伊利专业乳品 | 东方灵感淡奶油 | 制作裱花蛋糕 |  |
| 伊利专业乳品 | 东方灵感马苏里拉芝士碎 | 披萨 |  |
| 伊利专业乳品 | 东方灵感厚乳预混液 | 调制乳饮料 |  |

资料来源：大数跨境、公司官网、长江证券研究所

品类延展、数智化提效协同布局，业绩将迎改善 以奶源为基石，布局多业务增长曲线

蒙牛通过投资控股牧场、战略合作、自建牧场等方式布局上游奶源。蒙牛从公司成立初期就意识到奶源的重要性，2004 年建设全国第一个万头示范牧场，后多次购买牧场股权控股现代乳业并成为中国圣牧第一大股东，通过其控股的现代乳业控股富源牧业、中元牧业、澳源牧业、宁夏阜民丰，同时与宁夏农垦乳业、云上牧歌等建立战略合作关系。目前公司在国内拥有合作牧场 1000 余家，日均收奶超 2 万吨，生鲜乳 100%来自规模化、集约化牧场。根据荷兰斯坦编制的《中国奶业统计资料 2024》，现代乳业/宁夏农垦乳业/中国圣牧牛奶产量分别为 258.8/65/71.9 万吨，奶牛存量分别为 45.1/14/13.6 万头，蒙牛凭借与其深度链接打造出奶源强护城河。

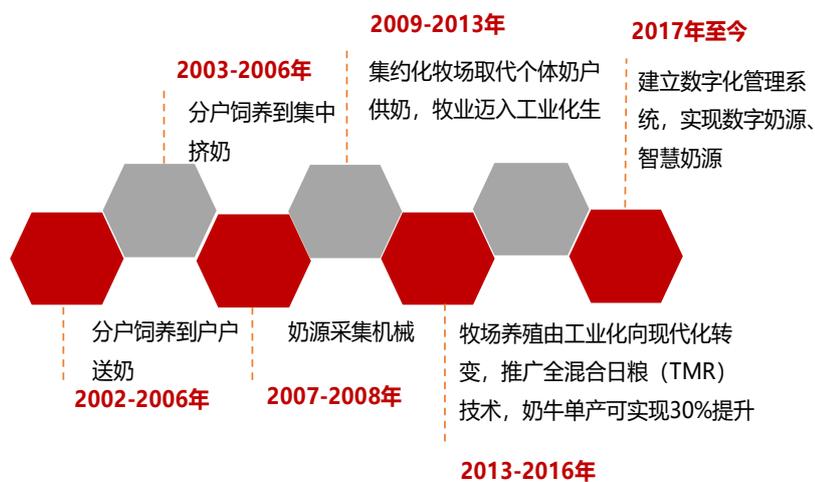
表 8：蒙牛上游奶源布局

| 时间 | 事件 | 相关奶源 | 牛奶产量 (万吨) | 奶牛存量 (万头) |
|--------|--|----------------------|--------------|--------------|
| 2008 年 | 蒙牛与现代乳业签订 10 年供应协议以获得充足且稳定的奶源保障 | | | |
| 2013 年 | 蒙牛以 32 亿港元从 KKR 和鼎晖投资手中收购现代乳业 26.92%的股权 | | | |
| 2017 年 | 蒙牛以 18.73 亿港元收购 Success Dairy II 手中现代乳业 16.7%的股权，交易完成后蒙牛持股比例达 39.9%，触发强制收购要约被拒绝，通过市场交易增持股份，至 2017 年 3 月 7 日控制现代乳业 57.9%股份，实现控股 | 现代乳业 | 258.8 | 45.1 |
| 2019 年 | 蒙牛与宁夏农垦集团签署战略合作协议，在种植、养殖、加工、销售等方面开展全方位合作，加快推进奶业振兴发展 | 宁夏农垦乳业 | 65 | 14 |
| 2020 年 | 蒙牛以 3.95 亿港元收购中国圣牧股权，由 3.83%股权增至扩大后股本约 17.8% | | | |
| 2021 年 | 蒙牛收购中国圣牧约 12.48%股份，持股比例增至 29.99%，成为最大股东 | 中国圣牧 | 71.9 | 13.6 |
| 2021 年 | 蒙牛控股的现代乳业收购富源牧业、中元牧业 100%股权及澳源牧业 52%股权、宁夏阜民丰 90%股权 | 富源牧业、中元牧业、澳源牧业、宁夏阜民丰 | - | - |
| 2023 年 | 蒙牛与云上牧歌签署万头奶牛智慧牧场建设项目战略合作协议，运用高新技术装备和数字化智能管理系统，采取“政府建设+牧业运营+乳企保收”的运行机制 | 云上牧歌 | 7 | 1 |

资料来源：公司官网，公司公告，腾讯新闻，人民网，腾讯网，长江证券研究所

引领合作牧场奶源管理革命。自 2002 年以来，蒙牛引领合作的上游牧场实现 6 次产业升级，从 2002 年的分户饲养到如今的数字化科学管理，形成了成熟的奶源管理发展战略，建立起奶源管理模式、奶源资源布局领先的发展护城河，从奶源成本、安全、质量、供应效率等多方面建立优势。

图 30：蒙牛引领合作牧场奶源管理革命



资料来源：人民网，中国经济网，长江证券研究所

以常温液奶为基本盘

多年来持续丰富常温液奶产品矩阵，满足多消费场景下的需求。从 2005 年蒙牛推出特仑苏开始，公司持续推出不同细分品类的品牌与产品，2006 年推出真果粒，2007 年推出酸酸乳，2008 年推出未来星，2013 年推出纯甄。多元产品矩阵助力公司满足不同消费人群的多元需求，如未来星定位于儿童牛奶市场，特仑苏定位于高端成人牛奶市场，圣牧有机定位高端有机奶。

表 9：蒙牛常温液奶产品推出历程

| 时间 | 推出品牌 | 产品品类 | 产品图 |
|--------|------|-------|---|
| 2005 年 | 特仑苏 | 常温白奶 |  |
| 2005 年 | 奶特 | 常温乳饮料 |  |
| 2006 年 | 真果粒 | 常温乳饮料 |  |
| 2007 年 | 酸酸乳 | 常温乳饮料 |  |
| 2008 年 | 未来星 | 常温白奶 |  |
| 2008 年 | 新养道 | 常温白奶 |  |
| 2009 年 | 圣牧有机 | 常温白奶 |  |
| 2013 年 | 精选牧场 | 常温白奶 |  |

| | | | |
|--------|----------|-------|---|
| 2013 年 | 纯甄 | 常温酸奶 |  |
| 2015 年 | Go 畅 | 常温乳饮料 |  |
| 2021 年 | 三只小牛 | 常温白奶 |  |
| 2022 年 | NOPA 晚上好 | 常温白奶 |  |

资料来源：公司官网，公司年报，搜狐财经，网购网长江证券研究所

常温白奶产品结构不断完善，覆盖多价格带。经过多年发展，蒙牛在常温白奶各品牌中开发多价格带产品，蒙牛牛奶价格较低，未来星价格偏中端；特仑苏不同产品价格区间广，伴随产品营养成分、包装不同单瓶价格（250ml）从 5.6 元至 7.9 元不等；精选牧场主打中高端产品，多价格带常温白奶为消费者提供多元选择。

表 10：蒙牛常温白奶实现多价格带覆盖

| 品牌 | 产品 | 规格 | 价格（元/瓶） |
|------|-----------------|-------|---------|
| 蒙牛牛奶 | 蒙牛全脂纯牛奶 | 250mL | 3.04 |
| 特仑苏 | 特仑苏全脂纯牛奶 | 250mL | 5.63 |
| | 特仑苏低脂纯牛奶 | 250mL | 5.63 |
| | 特仑苏纯牛奶全脂灭菌乳利乐钻 | 250mL | 5.7 |
| | 特仑苏纯牛奶梦幻盖 | 250mL | 6.29 |
| | 特仑苏嗨 Milk 脱脂纯牛奶 | 250mL | 6.75 |
| | 特仑苏有机纯牛奶梦幻盖 | 250mL | 7.02 |
| | 特仑苏 CBP 搞钙全脂纯牛奶 | 250mL | 7.5 |
| | 特仑苏谷粒牛奶 | 250mL | 7.9 |
| 精选牧场 | 精选牧场原生高钙纯牛奶 | 250mL | 5.67 |
| | 精选牧场纯牛奶 | 250mL | 8.91 |
| 未来星 | 未来星儿童成长牛奶佳智型 | 190mL | 3.89 |
| | 未来星儿童成长牛奶骨利型 | 190mL | 3.93 |
| | 未来星双原生纯牛奶 | 125mL | 3.37 |
| | | 190mL | 5.09 |

资料来源：天猫，长江证券研究所

延伸拓展鲜奶、奶酪、冰淇淋

优质供应链、奶源赋能鲜奶业务快速增长。2017 年蒙牛成立鲜奶事业部，开始大力发展鲜奶业务，以高端品牌“每日鲜语”及中高端品牌“现代牧场”竞争市场。**从奶源端看**，蒙牛作为全国性乳企多年来大肆布局上游奶源，同时科学化管理奶源，保证鲜奶的供应效率和质量；在 2022 年世界品质评鉴大会上，每日鲜语从世界各地 3000 多件产品中摘获金奖，彰显优质奶源保障下的产品“鲜”能力。**从供应链看**，2022 年每日鲜语超过 80% 的产品都做到了当天生产当天送达，且效率正不断优化。**从渠道来看**，蒙牛多年积累的线上、线下渠道为铺开鲜奶产品提供助力，同时公司与阿里巴巴联手打造送奶入户业务，完善鲜奶业务重要渠道。据欧睿数据，2023 年“每日鲜语”零售额已至 22.7 亿元，2019~2023 年其零售额 CAGR 为 77.91%，正处于快速增长期。

表 11: 蒙牛鲜奶业务发展历程

| 时间 | 事件简介 |
|--------|---|
| 2017 年 | 成立鲜奶事业部 |
| 2018 年 | 每日鲜语品牌成立； 布局 17 个鲜奶单品销售渠道，覆盖华中、华南、华北、华东约 30 个重点城市； |
| 2019 年 | 天津及清远工厂成功投产； 与阿里巴巴联手建立天鲜配，入场送奶入户线上零售业务； 完成 24 个省份 50 个重点核心城市的大卖场及便利店渠道覆盖； |
| 2020 年 | 每日鲜语推出中国首款高端沙漠有机鲜奶； 夺得京东 618 生鲜乳品销售冠军； 鲜奶业务保持高速增长，同比增长达 100%； |
| 2021 年 | 每日鲜语推出 4.0 鲜牛奶新品； 每日鲜语与奈雪的茶联手推出奶茶； 与可口可乐合资成立企业“可牛”了“推出品牌鲜菲乐； |
| 2022 年 | 每日鲜语聚焦女性减脂需求，推出 4.0 低脂鲜牛奶； 每日鲜语推出针对年轻人的子品牌小鲜语； 鲜奶业务在山姆、盒马、永辉、永旺零售系统销量份额达全国第一； |
| 2023 年 | 每日鲜语推出行业首款英伦 4.0 娟姗鲜牛奶； 每日鲜语电商份额连续三年保持第一，线下核心渠道沃尔玛，山姆，永辉等保持份额第一； |

资料来源：Fooddaily，公司年报，新浪网，搜狐网，食品伙伴网，红网，浙江在线，长江证券研究所

控股奶酪龙头妙可蓝多，整合完成后奶酪业务有望进入快速上升通道。2018 年蒙牛成立奶酪事业部，开始布局正蒸蒸日上奶酪行业；2019 年，蒙牛联合 ArlaFoods 推出奶酪品牌爱氏晨曦，但液态奶巨头做奶酪稍显水土不服；2020 年初蒙牛开始控股中国奶酪龙头妙可蓝多之路，于 2020 年 1 月后收购妙可蓝多 5% 股权后逐步通过公开市场交易、要约收购等方式成为妙可蓝多控股股东，同时近年来不断整合双方业务避免同业务方向竞争。据欧睿数据，2023 年妙可蓝多品牌零售额市占率为 27.0%，大幅领先第二名玩家（12.1%）。展望未来，伴随新任总裁高飞越重视提升整体业务的扁平化管理水平，将持续整合妙可蓝多与公司的奶酪业务，提高整体运营效率，叠加奶酪行业正快

速发展，妙可蓝多整合完成后将利用好蒙牛的渠道、运营、生产等方面优势，公司奶酪业务业绩或将步入快速上升通道。

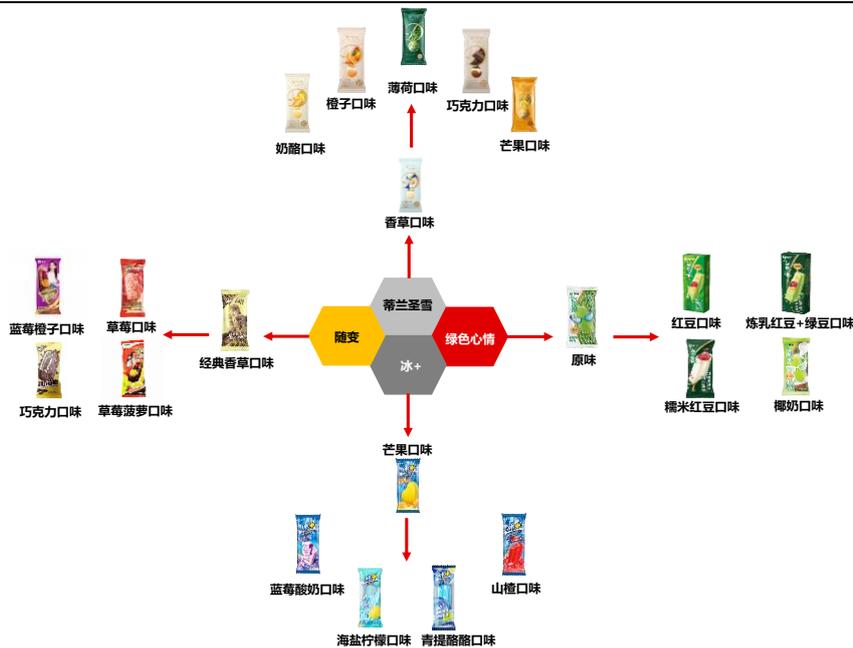
表 12：蒙牛控股妙可蓝多发展历程

| 时间 | 事件类型 | 事件简介 |
|----------------------------|----------|--|
| 2020 年 3 月 | 受让、增资子公司 | 蒙牛以 2.87 亿元收购妙可蓝多 5% 股权；同时对妙可蓝多全资子公司吉林科技增资 4.58 亿元 |
| 2020 年 12 月 | 签署合作协议 | 签署《股份认购协议》与《合作协议》，相关交易完成后，蒙牛持股 23.80% 将取得妙可蓝多公司控制权。 |
| 2020 年 12 月~ 2021 年 3 月 | 二级市场增持 | 增持妙可蓝多 5% 股权 |
| 2021 年 7 月 | 非公开发行 | 妙可蓝多以 29.71 元/股的价格向蒙牛非公开发行 10,098 万股股票，总金额约 30 亿元，于当日完成登记程序，累计持股 28.46%。 |
| 2022 年 1 月 | 二级市场增持 | 2022 年 1 月期间，蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多 1.52% 股份，持股比例达 29.99%。 |
| 2022 年 10 月 | 要约收购 | 蒙牛通过要约收购妙可蓝多 5% 股份，收购完成后累计持股达 35%。 |
| 2024 年 6 月 | 业务整合 | 妙可蓝多以 4.48 亿元收购蒙牛奶酪 |

资料来源：iFinD，公司年报，公司公告，澎湃新闻，腾讯网，长江证券研究所

新口味助力公司冰淇淋业务发展，收购艾雪以拓展全球市场。公司创新口味打造冰淇淋爆品，“绿色心情”20 周年之际推出珍珠红茶口味和芝士抹茶口味的冰淇淋，并以绿莎莎+万物理念与茶饮赛道结合，创新打造“万物皆可 DIY”全新茶饮杯系列产品，获得广大消费者的喜爱；同时公司 2023 年与茅台强强联手，在跨界爆品茅台冰淇淋基础上继续满足市场需求，创新推出茅台蓝莓果汁雪泥等三款新品，利用茅台 IP 同时用口味留住消费者。除却冰淇淋业务口味赋能之外，公司于 2021 年收购东南亚冰淇淋品牌艾雪，从“中国牛”向“世界牛”转变。2023 年艾雪位居印尼份额第一、菲律宾份额第三，并持续拓展越南、泰国等东南亚市场，正处于快速增长期，有望从东南亚市场占据领先地位后放眼全球冰淇淋市场。

图 31：蒙牛冰淇淋不断研发新口味



资料来源：公司官网，长江证券研究所

渠道下沉、延展，工厂数智化改善经营效率

渠道下沉、由 C 到 B 拓展增量，鲜奶强化供应链效率

从层级式管理到深度分销，渠道下沉持续推进中。2012 年前蒙牛采用创业初期的层级式管理模式，从区域经理一层层向下管理，在撬动经销商杠杆实现快速扩张的同时却也导致了沟通效率低下、内部混乱、贪污问题，且伴随经销商体量增大，对蒙牛议价能力增强，一定程度阻碍了渠道效率提升。

2012 年起推行渠道扁平化改革，设立核心+区域业务单元强化渠道掌控力。2012 年孙伊萍上任总裁后开始进行渠道扁平化改革，公司通过控股或参股销售公司，以直营代替经销，削减渠道层级加强对终端市场的掌控力度。2014 年，公司在一二线城市建立 18 个核心业务单元(CBU)作为对直营体系的补充，在三四线城市通过 160 个区域业务单元(RBU)，派驻业务员进行终端网点开发，实现对 3000 多个经销商的全方位管控。

2017 年起加大渠道下沉力度，“镇村通”、“新零售”项目成效显著。2017 年卢敏放上任总裁后坚持“深度分销”策略，加速渠道下沉，借力“镇村通”、“新零售”等项目发展三四线城市及乡镇市场渠道布局，并利用数字化系统科学管理渠道。2019 年 6 月，公司“镇村通”项目已覆盖 4 千多个镇，增加 20 万余个门店，上半年该项目实现销售额 4 亿多元，新零售合作市场覆盖 12 个大区 16 个省，平台销售额上半年累计实现超过同期 2.4 个亿，创历史新高。“618”单日，蒙牛销售额突破亿元，为上年 6.18 的 4.2 倍，双十一的 2.2 倍，下沉+线上渠道发展成效显著。

下沉渠道为农村居民乳制品消费量增长带来的业绩增量留出想象空间。前文提到，相比于城镇居民乳制品消费量，农村居民乳制品消费量大有提升空间。待农村居民乳制品消

费教育足够充分时，抢夺市场的核心点在于下沉渠道的强弱。自公司于 2017 年将渠道下沉列为主要目标之一开始，截至 2023 年，公司已通过数字化管理工具覆盖超 2.6 万个镇，系统化覆盖超 80 万家乡镇网点，数量相比 2021 年底的 60 万家乡镇网点已有显著增长，渠道下沉结果有望在未来农村乳制品消费量爆发时加速兑现业绩。

表 13：蒙牛渠道模式变化情况

| 时间 | 渠道模式 | 渠道策略概况 |
|-------------|-------|--|
| 2012 年前 | 层级式管理 | 蒙牛沿用创业初期的层级式管理模式，从区域经理到省级、城市经理再到经销商层层递进管理，人员庞杂，效率低下 |
| 2012~2016 年 | 渠道扁平化 | 蒙牛以经销商为主体，经销商、销售公司、CBU 共同发展，实现纵向扁平、横向整合，坚持通路精耕，同时大力发展线上渠道 |
| 2017~2023 年 | 深度分销 | 蒙牛借力“新零售”、“镇村通”等项目加速渠道下沉，发展三四线城市及乡镇市场渠道布局，扩大终端网点数量，同时利用数字化系统加强渠道管理 |

资料来源：公司年报，第一财经，FOODAILY，长江证券研究所

依据 C 端现有优势发展餐饮渠道、拓展 B 端客户。2021 年蒙牛创立专业餐饮品牌“蒙牛专业乳品以拓展 B 端客户，在新茶饮、烘焙、咖啡等赛道体量较大的背景下餐饮端或成为公司下一增长曲线。蒙牛专业乳品已拥有纯牛奶、稀奶油、奶基底三个品类的产品，同时能根据客户需求专业定制方案。渠道拓展端来看，目前公司已于百胜中国、蜜雪冰城、海底捞等公司达成合作。根据 FoodTalks 披露，蒙牛专业乳品目前销售量级已过亿元，B 端客户更具稳定性，因此 B 端收入或将“滚雪球”式上涨。

图 32：蒙牛餐饮端合作公司



资料来源：公司官网，FoodTalks，新京报，网易网，长江证券研究所

图 33：蒙牛发布行业首支 TVC 广告



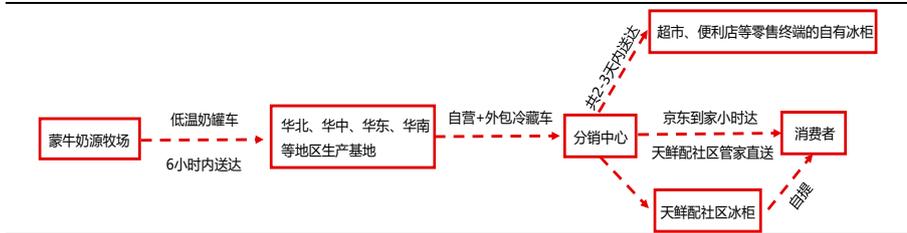
资料来源：FoodTalks，长江证券研究所

打造鲜奶供应链效率优势，抢占鲜奶市场。近年来公司大力发展鲜奶业务同时也积极建设供应链及渠道，实现从上游奶源到终端渠道全方面运营格局。奶源从牧场采用低温奶罐车运出，6 小时内送达生产基地；生产完毕后采用自营+外包的冷藏车运往分销中心，预订好的客户可选择天鲜配（自营）社区冰柜自提、社区管家直送或“京东到家小时达”（合作），同时一部分产品会经过 2-3 天送达超市、便利店等零售终端的自有冰柜储存售卖。

鲜奶供应链的效率优势能更大程度保证鲜奶品质同时尽快送到客户手中，合作的京东到家服务保证了公司分销中心的鲜奶能够在大多数时段以一小时左右送到消费者家中锁

定新鲜，而部分区域品牌的竞品仅能在固定时段配送且仍需耗时四小时左右，因此公司利用京东等平台迅速赋能建立起的供应链将帮助公司更快抢占鲜奶市场。

图 34：蒙牛鲜奶供应链流程

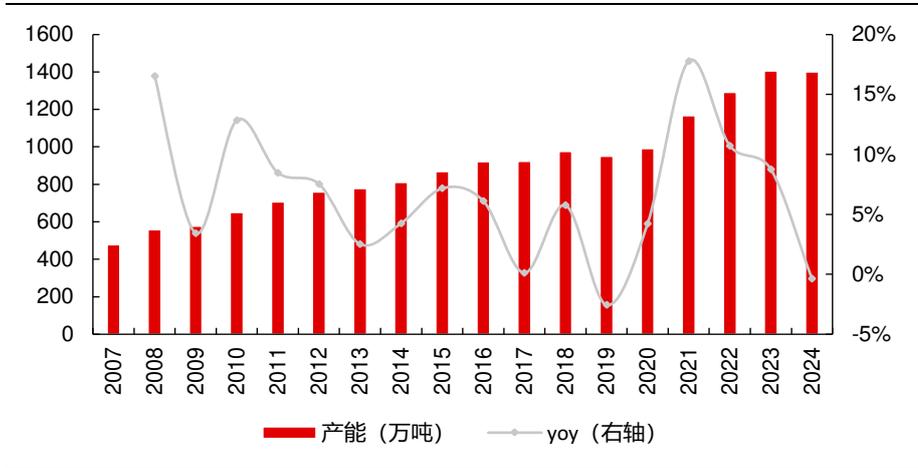


资料来源：公司官网，百度学术，新浪新闻，中国物流信息网，人民网，中国食品信息网，搜狐网，长江证券研究所

数智化改造提升经营效率

国内外生产基地布局配合不断增长产能满足生产需求。蒙牛于全国共有 45 个生产基地，于海外有 6 个生产基地，国内生产基地遍布全国，重点覆盖华北，华东等高市场潜力的奶制品消费大区，且多毗邻奶源地，辅以公司多年深耕的自营+合作供应链体系，能够实现奶源、生产基地与终端之间的高效响应，海外生产基地为公司海外业务发展奠定基础。经历了此前 3 年的较快提升后，2024 年公司的产能基本维持稳定，为业绩增长保驾护航，近年来高速增长产能或彰显公司对未来乐观预期。

图 35：蒙牛乳制品产能及增速



资料来源：公司年报，长江证券研究所

智能化工厂引领公司生产效率及盈利能力提升。全球乳业首座全数智化工厂-蒙牛宁夏工厂于 2023 年 5 月落成投产，该工厂目前已实现“三个 100”目标，即 100 人、100 万吨、100 亿元年产值，是公司多年深耕自动化、智能化领域提效增产成果的集中体现。经测评，蒙牛宁夏工厂相较普通工厂在人均效能、包装效率、坪效等方面皆显著提升，身为全球乳业数智化工厂的领先者，公司坚持数智化战略，有望在不断提升产能、满足产需同时带动生产效率及盈利能力显著提升。

图 36: 蒙牛宁夏智能化工厂与普通工厂对比



资料来源: 中国工业新闻网, 长江证券研究所

布局海外, 打开全新增量空间

蒙牛乳业通过战略性收购与合作, 构建起覆盖大洋洲、欧洲及东南亚的全球化网络。在供应链上游, 蒙牛控股澳大利亚乳企 Burra Foods (2016 年) 和有机奶粉品牌贝拉米 (2019 年), 获取优质奶源与有机产品线; 通过雅士利国际在新西兰投建工厂, 实现奶粉生产本土化。在品牌与市场拓展上, 其产品已进入东南亚低温奶市场, 并在欧洲与丹麦 Arla Foods 合作引入技术, 强化高端乳品研发能力。此外, 蒙牛积极借力跨境渠道, 将贝拉米等品牌返销中国, 形成“海外生产—中国消费”的闭环。这一布局不仅保障了原料稳定供应, 还使其产品矩阵覆盖有机、婴幼儿配方等高端领域, 为国际化奠定基础。

表 14: 蒙牛的海外业务布局

| 产品类别 | 外延涉及标的 | 交易对价 |
|--------|--------------------------------|-------------------------------|
| 2016 年 | 澳大利亚 Burra Foods | 3 亿澳元, 收购 51.35% 股权 |
| 2019 年 | 澳大利亚贝拉米 (Bellamy's) | 69.3 亿元人民币 (或 14.6 亿澳元) |
| 2019 年 | 澳大利亚 Lion Dairy & Drinks (LDD) | 6 亿澳元, 又于 2020 年 8 月 24 日终止收购 |
| 2020 年 | 荷兰 SieveCorp | 130 万欧元 |
| 2021 年 | 东南亚艾雪 (Aice) 冰淇淋品牌 | 未披露金额, 收购 100% 股权 |

资料来源: 界面新闻, 新浪财经, 公司公告, 长江证券研究所

蒙牛的出海优势体现在资本能力、供应链协同与品牌升级三方面。公司在资本层面, 依托中国市场的存量业务规模, 可向海外独立市场发起相对大规模并购。供应链方面, 未来可通过整合南北半球的奶源 (澳新、欧洲等), 平衡季节产能波动, 降低原料成本。品牌层面, 贝拉米和雅士利新西兰工厂可赋能品牌的高端化, 同时澳新奶源的高品质心智也能反哺国内品牌认可度。国内消费升级需求与跨境电商渠道, 为海外品牌返销提供增长引擎, 形成内外双循环协同。

出海挖潜新兴市场机遇, 协同国内业务突破增长瓶颈。东南亚人口红利和低乳品渗透率 (人均消费量仅为中国 1/3) 为低温奶、冰淇淋提供增量空间。此外, 当国内乳品市场迎来“量稳价平”的增长瓶颈, 海外拓展一方面贡献直接增量, 另外也可通过对海外市场的研究, 孵化出顺应新消费趋势的产品 (植物基饮品、免疫增强等功能性产品), 反哺国内产品的创新研发, 实现协同增长。

原奶供需将迎拐点，驱动盈利改善

奶价转跌及持续下跌或致乳制品板块的盈利受损，而奶价企稳或上行区间更易催生盈利改善。基于奶价的年度变化及业绩指标分析对比，在奶价剧烈转跌或连续下跌的年份如 2015 年、2022~2024 年主要公司的盈利能力多见承压，而奶价同比企稳转正或持续上行的年份如 2013~2014 年、2020~2021 年主要公司的盈利能力边际改善。

此外，营销事件伴随的费用投放变化也会影响盈利能力，例如 2018 年世界杯、冬奥会，事件性营销投入增加，虽然奶价趋势平稳且需求增长较好，但乳业的利润率仍表现平淡。

图 37：奶价同比与乳制品公司收入增长、盈利能力

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生鲜乳平均价同比 | 18% | 11% | 3% | 10% | 12% | -5% | 1% | 0% | 1% | 5% | 4% | 13% | 8% | 5% | 12% |
| 收入同比增速 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利股份 | 22% | 26% | 12% | 14% | 13% | 11% | 1% | 12% | 17% | 14% | 7% | 14% | 11% | 2% | -8% |
| 蒙牛乳业 | 18% | 24% | -3% | 20% | 15% | -2% | 10% | 12% | 15% | 15% | -4% | 16% | 5% | 7% | -10% |
| 新乳业 | | | -24% | 26% | 9% | 11% | 4% | 9% | 12% | 14% | 19% | 33% | 12% | 10% | -3% |
| 光明乳业 | 21% | 23% | 17% | 18% | 25% | -5% | 4% | 7% | -3% | 8% | 12% | 16% | -3% | -6% | -8% |
| 三元股份 | 8% | 19% | 16% | 7% | 19% | 1% | 29% | 5% | 22% | 9% | -10% | 5% | 4% | -2% | -11% |
| 天润乳业 | -8% | 17% | -60% | -46% | 273% | 80% | 49% | 42% | 18% | 11% | 9% | 19% | 14% | 13% | 3% |
| 毛销差同比 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利股份 | -1.1% | 2.5% | 1.4% | -0.4% | 3.3% | -0.1% | 0.7% | -0.2% | -1.5% | 1.0% | -0.3% | -0.6% | 0.5% | 1.0% | 0.2% |
| 蒙牛乳业 | -0.8% | 0.0% | -0.5% | 0.9% | 1.6% | -0.8% | -1.0% | 2.6% | -0.4% | 0.2% | -0.9% | 0.8% | 1.1% | 0.5% | 1.8% |
| 新乳业 | | | | | | 1.3% | -0.9% | 2.1% | -1.1% | -1.3% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | 1.1% | 1.2% |
| 光明乳业 | -0.4% | -0.1% | 1.5% | 0.3% | 0.1% | 0.5% | 2.6% | -1.4% | 0.0% | 0.2% | -1.0% | -2.9% | 0.5% | 1.3% | -0.7% |
| 三元股份 | -2.4% | 4.8% | 1.1% | -3.3% | 4.0% | 2.3% | -0.5% | -1.7% | 4.6% | -2.2% | 2.0% | 2.1% | -0.8% | -2.3% | -1.3% |
| 天润乳业 | -1.7% | 0.9% | -1.8% | 14.1% | -1.1% | 6.7% | -2.1% | -1.4% | -0.1% | 0.1% | -0.1% | -3.6% | 0.9% | 1.0% | -2.5% |
| 扣非后净利润率同比 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利股份 | -0.3% | 1.4% | -0.2% | 1.5% | 2.4% | -0.3% | 0.6% | 0.6% | -0.4% | -0.6% | 0.9% | 0.3% | -0.1% | 0.4% | -0.8% |
| 蒙牛乳业 | -0.5% | 0.2% | -1.2% | 0.7% | 0.5% | -0.2% | -1.6% | 1.1% | 0.4% | -0.3% | 1.5% | 0.8% | -0.1% | -1.3% | -4.3% |
| 新乳业 | | | | | | -1.7% | 2.4% | 1.8% | -0.5% | -0.5% | -0.4% | 0.5% | -0.8% | 1.1% | 1.5% |
| 光明乳业 | 0.5% | 0.0% | 0.5% | -0.2% | 0.8% | -1.3% | 0.4% | 0.5% | -1.1% | 0.6% | 0.5% | -0.7% | -0.4% | 2.5% | 0.7% |
| 三元股份 | -3.2% | 5.0% | 1.3% | -5.3% | 0.5% | 5.8% | -0.6% | 0.4% | 1.8% | -1.3% | -0.1% | 3.1% | -2.3% | 2.1% | -2.2% |
| 天润乳业 | 3.0% | 5.6% | -21.0% | -16.8% | 44.6% | 4.9% | 0.2% | 0.7% | 0.8% | -0.1% | 0.5% | -2.1% | -0.1% | 0.6% | -2.3% |
| 净利率同比 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利股份 | 0.0% | 2.2% | -0.7% | 2.6% | 1.0% | 0.1% | 1.7% | -0.5% | -0.7% | -0.5% | -0.4% | 0.6% | -0.2% | 0.6% | -1.0% |
| 蒙牛乳业 | -0.3% | 0.2% | -0.8% | 0.3% | 0.9% | 0.1% | -6.2% | 4.8% | 1.0% | 0.8% | -0.6% | 1.1% | 0.0% | -0.9% | -4.8% |
| 新乳业 | | | | | | 6.1% | -4.0% | 1.3% | -0.1% | -0.6% | -0.3% | -0.5% | 0.1% | 0.3% | 1.1% |
| 光明乳业 | 0.5% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | -0.6% | 0.6% | 0.1% | -1.2% | 0.6% | 0.2% | -0.4% | -0.7% | 2.4% | -0.7% |
| 三元股份 | 7.4% | -0.4% | -0.7% | -6.9% | 7.2% | 0.5% | 0.1% | -0.6% | 1.2% | -0.8% | -1.3% | 2.9% | -2.7% | 2.6% | -2.3% |
| 天润乳业 | 9.9% | -2.0% | -24.6% | 63.5% | -36.0% | 4.8% | 0.3% | -1.0% | -0.2% | 0.8% | -0.2% | -1.2% | 1.1% | -2.9% | -3.7% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

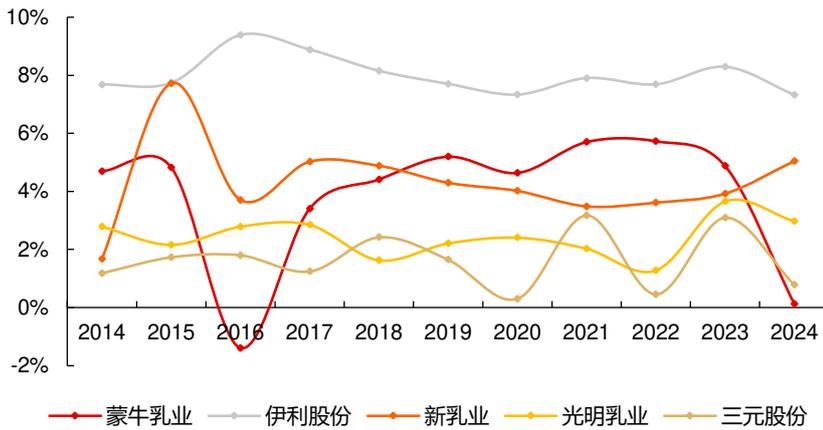
2025 年乳制品需求端有望在政策催化下边际复苏，供给侧在近 2 年出清有所加速，原奶在历经 3 年多的下行周期后，有望迎来价格拐点。奶价的拐点意味着供需达到相对均衡，即冗余的低价供给减少，从而奠定行业无序竞争的暂缓，同时牧业相关的各类减值损失也或得到遏止，盈利出现改善曙光。2025 年作为大型赛会较少的奇数年份，营销压力较轻，同时行业内主要公司均已提出盈利改善的目标，预计板块业绩改善的路径清晰。

盈利分析及投资建议

盈利分析

归母净利润率近年来多处于行业领先水平，2024 年因非经损失暂时承压。2024 年归母净利润率为 0.12%，呈现承压态势，主要系非经常性的减值损失拖累。2016 年后公司的归母净利润率总体上呈上升趋势，伴随原奶成本端持续降低，数智化管理赋能，高利润业务占比逐渐增加，公司净利率持续向好。

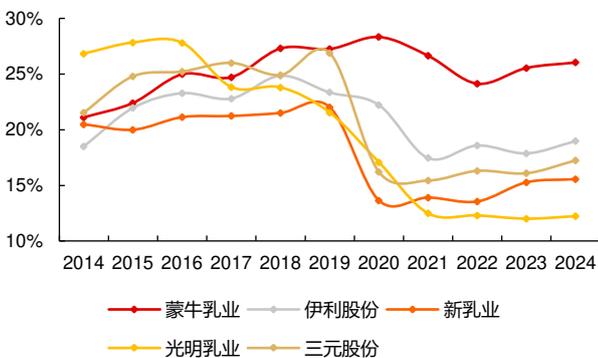
图 38：可比公司归母净利润率对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

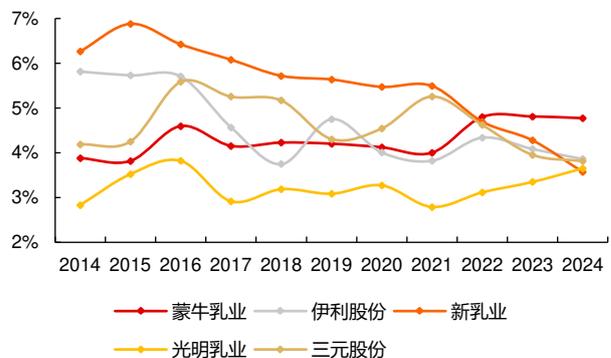
费用端仍有较大增效空间。2018 年后同样身为全国性乳企的蒙牛与伊利的销售费用率开始分化，伊利销售费用率逐渐下降，而蒙牛的销售费用率维持震荡。据可比年份看，2024 年蒙牛销售费用率为 26.04%，较伊利高出 7.05pct。我们认为蒙牛与伊利市场地位已稳，蒙牛可逐渐调控销售费用至较低水平，从伊利的对比来看蒙牛销售费用率在不影响业绩情况下存在充足下降空间。过去多年蒙牛、伊利由于双龙头格局竞争激励导致销售费用率较高，目前各企业逐渐更注重盈利，蒙牛有望在此共识下减少销售费用投放。从管理费用率来看，2024 年蒙牛管理费用率为 4.77%，高于行业平均（3.93%），伴随数智化、管理结构优化，公司管理费用率存在下降空间。

图 39：可比公司销售费用率对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

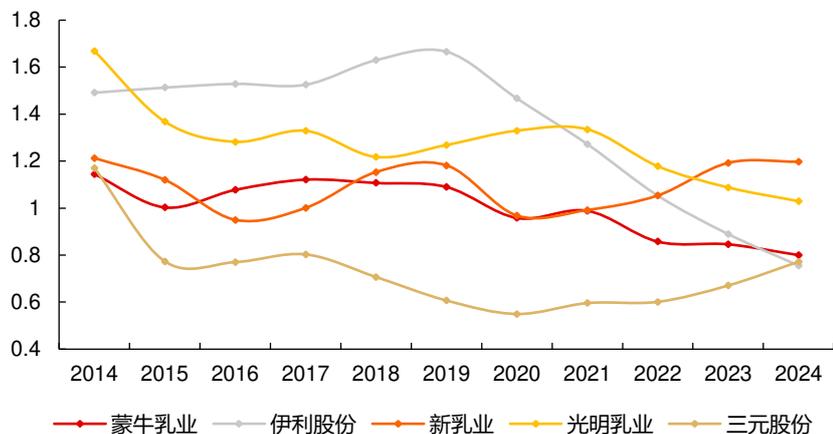
图 40：可比公司管理费用率对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

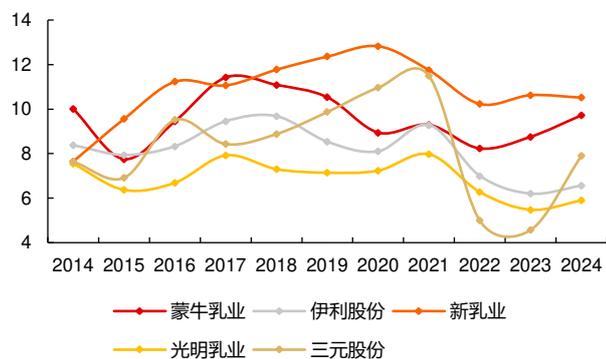
公司的资产营运能力较强。据可比年份看，2024 年公司总资产周转率为 0.80，相对低于行业平均，但公司存货周转率/应收账款及应收票据周转率分别为 9.72/25.59，优于行业平均（8.12/25.51），对于下游话语权较强，总体来说公司营运能力处于健康状态。

图 41：可比公司总资产周转率对比



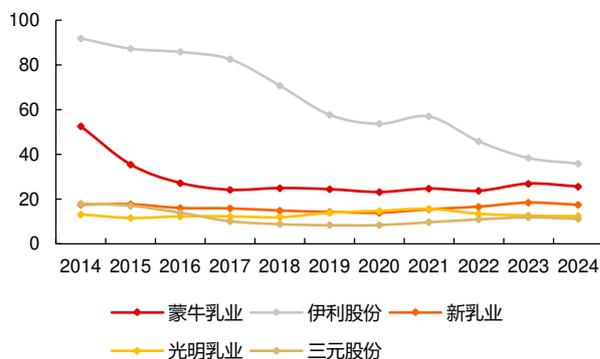
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 42：可比公司存货周转率对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 43：可比公司应收账款及应收票据周转率对比

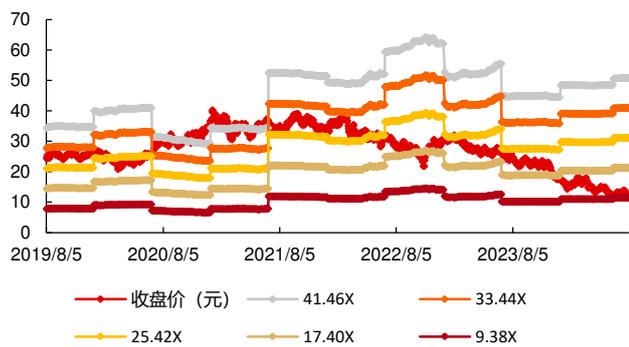


资料来源：iFinD，长江证券研究所

估值分析及投资建议

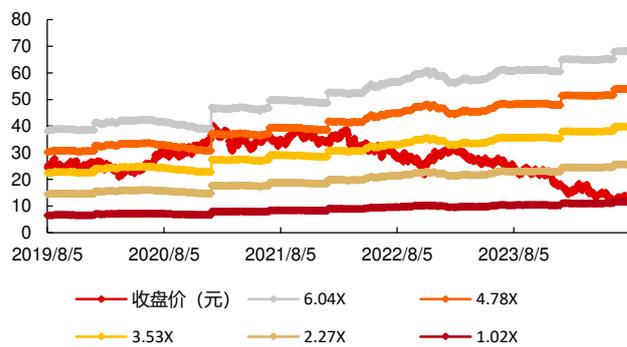
公司商誉减值计提充分，站在新的战略起点，继往开来。当前时点，蒙牛对澳洲贝拉米的大规模商誉减值也反映出海外业务整合的困境，婴幼儿奶粉市场需求萎缩叠加国际品牌竞争白热化，此次减值也印证对相对激进外延举措的纠偏，且 2024 年度一次性减值也不会影响公司现金（分红也将基于扣非后的净利润）。本届管理层也将加速海外业务的拓展。原奶供需缺口收紧趋势较为清晰，奶价企稳上行有望修复奶牧产业链的盈利能力。蒙牛乳业站在全新的经营起点，预计 2025 年、2026 年归母净利润分别为 50.8 亿元、56.9 亿元，当前 PE 估值约 13 倍、12 倍，仍有较大提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 44: 蒙牛乳业 PE-Band



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 45: 蒙牛乳业 PB-Band



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

风险提示

1、行业竞争加剧风险。消费升级为乳制品行业带来了良好的发展机遇，市场对乳制品的消费需求进入稳步上升通道，同时健康消费需求增长驱动下低温乳制品加速渗透，表现出良好的成长性。但与此同时消费者对产品的品质有了更高的要求，对不同品牌属性的认同有了更多的分化，头部乳制品企业在面对消费群体年轻化、需求多样化方面，加大了产品创新、营销推广的力度，针对高景气的低温乳制品赛道持续加强投入和布局，市场竞争日趋激烈。如果缺乏有效的经营举措，公司有可能面临市场份额下降、低温产品推广不及预期、核心品类增速放缓的风险。

2、消费需求不及预期风险。如若出生人口持续下降，消费意愿不及预期，具有健康属性的乳制品尤其是奶粉、鲜奶等销售情况将承压，人均乳制品消费量无力追赶日美等国，行业空间受限。

3、原材料价格周期性波动风险。公司营业成本中原材料占比较高，原料奶是公司主要原材料，上游为奶牛养殖业，如果国内大规模爆发牛类疫病或出现气温反常、干旱、洪涝等自然灾害，或对奶牛养殖、产奶带来不利影响，相应原奶价格也可能出现周期性波动，进而影响公司营业成本波动和经营。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司核心业务液态奶的竞争格局稳中向好，价格提升计划有望落地，公司的利润或维持良性上行的趋势。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 50.84/56.91/62.76 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若行业竞争加剧、需求相对疲弱，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 49.45/52.73/55.40 亿元。

表 15：公司营业收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

| | 基准情形 | | | | 悲观情形 | | | |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 88,674.77 | 88,040.16 | 91,052.41 | 94,549.96 | 88,674.77 | 87,149.19 | 89,831.78 | 92,986.75 |
| YOY | -10.09% | -0.72% | 3.42% | 3.84% | -10.09% | -1.72% | 3.08% | 3.51% |
| 毛利率 | 39.57% | 39.87% | 39.70% | 39.90% | 39.57% | 39.74% | 39.21% | 39.21% |
| 归母净利润 | 104.51 | 5,084.30 | 5,691.21 | 6,275.87 | 104.51 | 4,945.00 | 5,272.96 | 5,540.37 |
| YOY | -97.83% | 4765.03% | 11.94% | 10.27% | -97.83% | 4631.74% | 6.63% | 5.07% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。