

食品饮料

2025 年 06 月 25 日

蒙牛乳业 (02319)

——周期底部回升 盈利修复

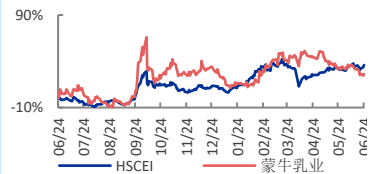
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 06 月 24 日

收盘价 (港币)	16.34
恒生中国企业指数	8760.45
52 周最高/最低 (港币)	22.55/11.82
H 股市值 (亿港元)	639.23
流通 H 股 (百万股)	3,912.04
汇率 (人民币/港币)	1.0955

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《现代牧业 (01117) 深度：2025 奶价有望企稳回升 轻装上阵业绩有望改善》 2025/04/10
《供给收缩 格局改善 进入盈利上升周期——乳制品行业深度报告》 2024/12/20

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

研究支持

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **2024 年新总裁上任, 开启“一体两翼”新征程。**公司第一大股东为中粮集团, 直接/间接持股 24.24%。2024 年公司原高级副总裁、常温事业部负责人高飞接任公司总裁并担任执行董事, 提出“一体两翼”的发展战略, 即围绕常温、低温、鲜奶、奶酪、冰品、奶粉六大核心业务上“强一体”, 同时发展“创新业务”和“国际化业务”两翼, 实现经营效率和质量的提升。截止 2024 年, 公司实现营业收入 886.75 亿元, 其中液体乳/冰淇淋/奶粉/奶酪业务收入占比分别为 82.40%/5.84%/3.74%/4.87%; 海外方面, 2024 年东南亚冰淇淋品牌“艾雪”营业收入超过 30 亿元, 驱动蒙牛海外收入占比提升至 5.3%。
- **奶源+渠道+产品三要素构筑坚实护城河。**奶源端, 公司通过战略投资现代牧业、中国圣牧等大型牧业集团、与原生态牧业、上陵牧业等建立长期合作关系, 实现对上游优质奶源的掌控; 渠道端, 公司根据市场环境变化持续调整渠道体系, 不断推进渠道扁平化改革、实现渠道下沉, 终端网点掌控力持续提升, 组建全国化的渠道网络; 品牌/产品端, 公司通过持续的产品创新满足多元化、高端化和健康化的消费需求, 形成覆盖乳业全品类的多元化的产品矩阵, 并通过体育、娱乐营销等方式构筑高端、国际化的品牌形象, 以创新与情感链接筑牢品牌护城河, 稳居全球乳业价值十强。
- **2024 年经营压力出清, 2025 年否极泰来, 盈利能力有望修复。**2024 年由于需求环境疲软, 公司主动进行渠道库存的优化, 当前公司的库存水平、渠道库存预计均回落到正常区间, 轻装上阵有望实现恢复性增长。另一方面, 公司根据环境变化, 计提商誉减值 11.5 亿, 其他无形资产减值 (主要为贝拉米商标减值) 34.9 亿。展望 2025 年, 随着库存压力缓解, 以及减值风险出清, 预计盈利能力有望触底回升。
- **行业环境：上游产能持续出清, 奶价有望企稳, 有利于盈利改善。**当前上游奶源去化已初显成效, 体现为社会散奶价格已经企稳回升, 展望下半年, 在牛肉及肉牛价格上涨、饲料成本不确定性加大, 以及牧场现金流依然承压的环境里, 预计原奶产能会持续出清, 行业供需平衡的不确定性在于需求端。但是整体而言, 我们判断 2025 年奶价有望环比企稳, 一方面当前奶价水平意味着成本红利依然存在, 另一方面产能出清有望带来减值风险的减少, 以及竞争格局改善, 公司盈利能力依然有望得到修复。
- **首次覆盖给予买入评级。**预测 2025~2027 年公司实现营业收入 904.4/940.3/973.4 亿, 分别同比增长 1.99%/3.97%/3.52%; 归母净利润 46.7/56.5/61.2 亿, 分别同比增长 4371%/21%/8%, 最新收盘价对应 PE 分别为 12/10/10x。我们选取伊利股份、新乳业、光明乳业、中国飞鹤为可比公司, 可比公司 2025~2027 年 PE 分别为 21/18/15x, 考虑到伊利股份在业务结构、资产质量等维度和蒙牛乳业具有较高的可比性, 我们参考伊利股份 2026 年 PE 为 14x, 我们给予公司未来一年 814 亿元人民币的目标价, 当前市值还有 40% 上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **核心风险假设：**原奶价格大幅波动; 食品安全问题; 竞争格局恶化。

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	98,624.04	88,674.77	90,440.53	94,030.71	97,336.03
同比增长率 (%)	6.51	-10.09	1.99	3.97	3.52
归母净利润 (百万元)	4809.20	104.51	4672.67	5646.79	6122.28
同比增长率 (%)	-9.31	-97.83	4371.16	20.85	8.42
每股收益 (元/股)	1.22	0.03	1.19	1.44	1.56
净资产收益率 (%)	10.85	0.25	10.56	11.87	12.17
市盈率	12	565.7	12.49	10.33	9.53
市净率	1.3	1.4	1.1	1.1	1.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予买入评级。预测 2025~2027 年公司实现营业收入 904.4/940.3/973.4 亿，分别同比增长 1.99%/3.97%/3.52%；归母净利润 46.7/56.5/61.2 亿，分别同比增长 4371%/21%/8%，最新收盘价对应 PE 分别为 12/10/10x。我们选取伊利股份、新乳业、光明乳业、中国飞鹤为可比公司，可比公司 2025~2027 年 PE 分别为 21/18/15x，考虑到伊利股份在业务结构、资产质量等维度和蒙牛乳业具有较高的可比性，我们参考伊利股份 2026 年 PE 为 14x，我们给予公司未来一年 814 亿元人民币的目标价，当前市值还有 40% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

收入端：液态奶业务，预测 2025~2027 年公司液体乳业务收入分别同比增长 0.49%/2.57%/1.99%；冰淇淋业务，预测 2025~2027 年公司冰淇淋业务收入分别同比增长 5%/7%/6%。奶粉业务，预测 2025~2027 年奶粉业务收入分别同比增长 2%/4%/4%；奶酪及其他业务，预测 2025~2027 年奶酪业务分别同比增长 25%/22%/20%，其他业务预计 2025~2027 年规模维持稳定。**利润端：**预测 2025~2027 年公司毛利率分别为 40.57%/40.87%/41.07%。预测 2025~2027 年投资收益为 -9/0/0 亿。预测 2025~2027 年其他费用分别为 16/17/17 亿。

有别于大众的认识

2024 年经营压力出清，2025 年否极泰来，盈利能力有望修复。2024 年由于需求环境疲软，公司主动进行渠道库存的优化，当前公司的库存水平、渠道库存预计均回落到正常区间，轻装上阵有望实现恢复性增长。另一方面，公司根据环境变化，计提商誉减值 11.5 亿，其他无形资产减值（主要为贝拉米商标减值）34.9 亿。展望 2025 年，随着库存压力缓解，以及减值风险出清，预计盈利能力有望触底回升。

行业环境：上游产能持续出清，奶价有望企稳，有利于盈利改善。当前上游奶源去化已初显成效，体现为社会散奶价格已经企稳回升，展望下半年，在牛肉及肉牛价格上涨、饲料成本不确定性加大，以及牧场现金流依然承压的环境里，预计原奶产能会持续出清，行业供需平衡的不确定性在于需求端。但是整体而言，我们判断 2025 年奶价有望环比企稳，一方面当前奶价水平意味着成本红利依然存在，另一方面产能出清有望带来减值风险的减少，以及竞争格局改善，公司盈利能力依然有望得到修复。

股价表现的催化剂

1) 突破性的产品创新。若公司能推出突破性的新品并实现快速增长，则有望上修未来业绩预期；2) 终端需求改善。礼赠消费回暖，那么将有助于常温液奶收入的恢复，驱动业绩提升；3) 市场竞争改善。若未来竞争格局改善，价盘回升，那么有利于盈利能力改善。

核心假设风险

1) 原奶价格大幅度波动。若原奶价格大幅度波动，则会影响成本端的稳定性。2) 食品安全问题。未来若出现食品安全问题将损害公司的品牌力，对业绩造成不利影响。3) 竞争格局恶化。若竞争对手发起激烈的价格战，会影响公司的费用投放策略，进而对盈利造成不确定性。

目录

1. 管理稳定 核心竞争力扎实 一体两翼新征程	6
1.1 内部管理：中粮为第一大股东 管理稳定	6
1.2 蒙牛乳业的核心竞争力：奶源、渠道和产品创新	9
1.3 否极泰来 一体两翼新征程	12
2. 2025 年原奶价格环比企稳 带来盈利改善契机	15
3. 盈利预测和投资评级	20
4. 股价表现的催化剂及核心风险假设	22

图表目录

图 1：蒙牛乳业股权结构.....	6
图 2：蒙牛乳业业务及收入结构	6
图 3：现代牧业牧场布局（截止 2024 年末）	9
图 4：蒙牛乳业产品矩阵丰富，不断迭代出新.....	11
图 5：蒙牛持续多年在 Brand Finance 全球乳制品品牌榜单中排名第三	12
图 6：蒙牛荣登 2025 年《财富》中国 ESG 影响力榜，为中国乳业唯一上榜者... 12	
图 7：蒙牛乳业营业收入及同比（亿元，%）	13
图 8：蒙牛乳业归母净利润及同比（亿元，%）	13
图 9：蒙牛乳业存货周转天数（天）	13
图 10：蒙牛乳业营业周期（天）	13
图 11：蒙牛专业运动营养品牌“迈胜”	15
图 12：蒙牛海外冰淇淋品牌“艾雪”	15
图 13：2024~2025 年来奶牛存栏持续下降	15
图 14：牧场依然面临较大的经营压力（单位：元/Kg）	15
图 15：2025 年生鲜乳均价环比趋稳（单位：元/Kg）	16
图 16：散奶价格同比有所回升（单位：元/Kg）	16
图 17：25 年来牛奶零售价企稳（单位：元/升）	16
图 18：25 年来酸奶零售价企稳回升（单位：元/升）	16
图 19：2025Q1 牛奶产量同比提升	17
图 20：奶牛体系监测的成母牛比例	17
图 21：2023 年小于 1000 头牧场比例仅为 17%.....	17
图 22：前 40 大牧业集团存栏量及日产奶量	17
图 23：牛肉价格反弹（单位：元/公斤）	18
图 24：豆粕期货价格上行（元/吨）	18
图 25：主产区生鲜乳均价（元/公斤）	19
图 26：蒙牛乳业存货减值损失及同比（百万元，%）	19
图 27：蒙牛和伊利销售费用率（%）	19

表：蒙牛乳业根据限制性股票奖励计划授出限制性股票情况.....	
---------------------------------	--

表 2：蒙牛乳业管理层履历情况.....	8
表 3：蒙牛上游主要奶源布局	9
表 4：蒙牛乳业渠道模式变化	10
表 5：关键假设表.....	21
表 6：可比公司估值表.....	22

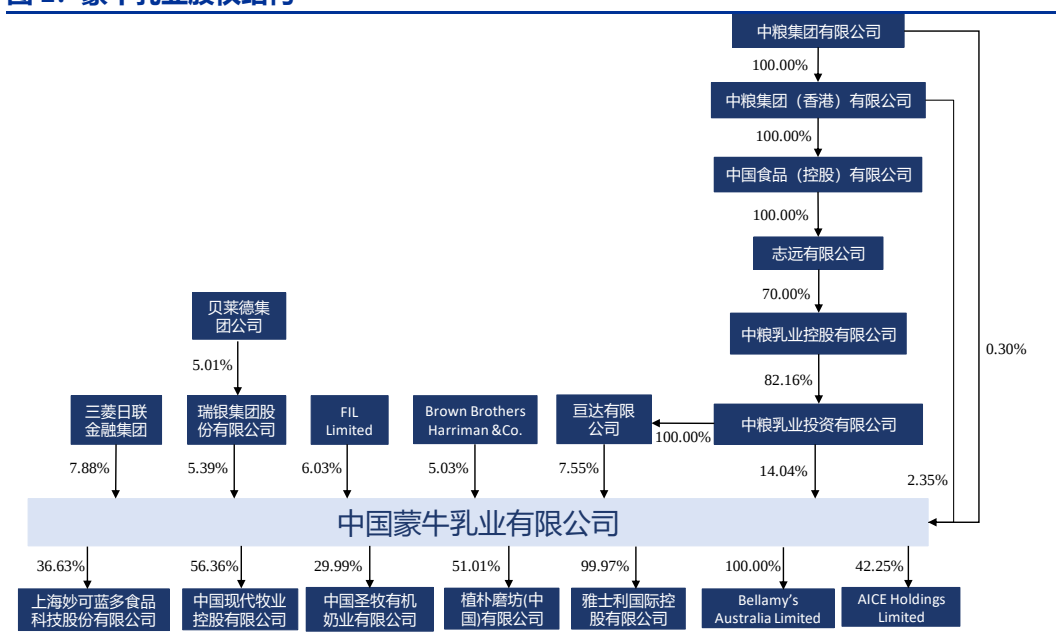
1. 管理稳定 核心竞争力扎实 一体两翼新征程

1.1 内部管理：中粮为第一大股东 管理稳定

股东背景：中粮集团为第一大股东，内生外延打造乳业航母。公司第一大股东为中粮集团，截止 2024 年末直接/间接持股比例达 24.24%。中粮集团于 2009 年入主蒙牛之后，一方面引进产业资本，于 2012 年与丹麦 Arla Foods 战略合作，另一方面推动公司在对上游增持现代牧业，收购圣牧高科等企业完善供应链布局，在业务端并购雅士利、贝拉米、妙可蓝多等领先的奶粉/奶酪企业完善业务布局，并于 21 年收购东南亚冰淇淋品牌艾雪，在国际化方面迈出坚实一步。

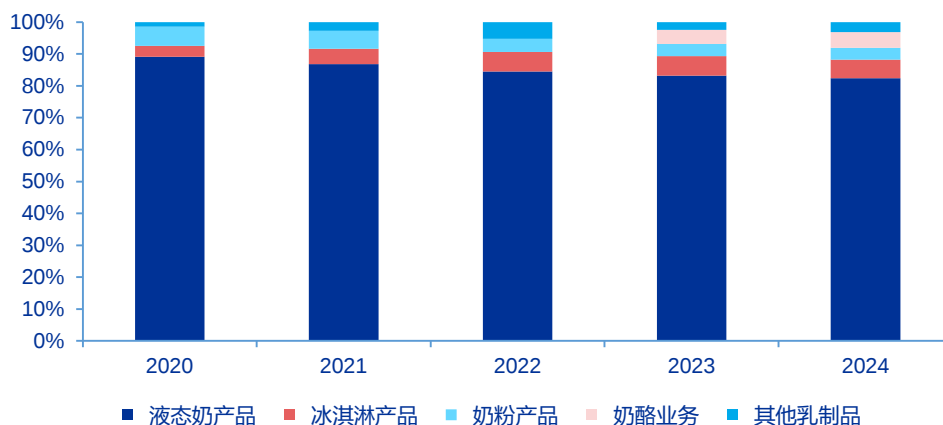
截止 2024 年，蒙牛乳业实现营业收入 886.75 亿元，其中液体乳业务实现营业收入 730.66 亿元，占比 82.40%；冰淇淋业务实现营业收入 51.75 亿元，占比 5.84%；奶粉业务实现营业收入 33.20 亿元，占比 3.74%；奶酪业务实现营业收入 43.20 亿元，占比 4.87%；其他乳制品业务实现营业收入 27.94 亿元，占比 3.15%。海外方面，2024 年东南亚冰淇淋品牌“艾雪”营业收入超过 30 亿元，驱动蒙牛海外收入占比提升至 5.3%。

图 1：蒙牛乳业股权结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：蒙牛乳业业务及收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层：股权激励绑定核心管理团队，24 年新总裁上任，打造一体两翼发展战略。公司核心管理层均于乳业及快消品行业积累了丰富的经验，此外，公司通过股权激励、购股计划及可换股债券等多种方式与核心团队分享发展的成果，激发员工积极性。2013 年公司推出限制性股票激励计划，激励范围涵盖董事、高管、员工及经销商，并于 2022 年将此次激励计划延期到 2026 年。

表 1：蒙牛乳业根据限制性股票奖励计划授出限制性股票情况

时间	激励对象	职务	授予数量 (万股)
2013.4.26	孙伊萍	执行董事兼总裁	842.58
	其他董事、高管等		914.36
2014.4.17	白瑛	首席运营官兼执行董事	15.00
	其他董事、高管等		590.50
2015.4.8	白瑛	首席运营官兼执行董事	185.45
	其他董事、高管等		687.05
2015.9.30	白瑛	首席运营官兼执行董事	22.50
2016.9.21	董事、本集团高管层成员、各系统负责人、其他雇员及经销商		1,065.38
2017.7.13	卢敏放	总裁兼执行董事	16.41
	吴文婷	执行董事	7.03
	其他董事、高管等		676.42
2018.5.7	卢敏放	总裁兼执行董事	8.81
	吴文婷	执行董事	6.60
	其他董事、高管等		653.89
2019.6.5	卢敏放	总裁兼执行董事	23.31
	其他董事、高管等		796.80
2020.5.25	卢敏放	总裁兼执行董事	25.31
	其他董事、高管等		794.68
2021.4.15	卢敏放	总裁兼执行董事	12.87
	其他董事、高管等		437.45
2022.5.11	管理人员、部门经理及其他雇员		553.32
..	中级管理人员、部门经理及其他雇员		.

	高飞	总裁兼执行董事	71.11
2025.3.31	王燕	执行董事	9.31
	其他董事、高管等		483.96

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024年3月26日公司公告原高级副总裁、常温事业部负责人高飞接任公司总裁并担任执行董事。高飞总上任之后，提出“一体两翼”的发展战略，即围绕常温、低温、鲜奶、奶酪、冰品、奶粉六大核心业务上“强一体”，同时发展“创新业务”和“国际化业务”两翼，实现经营效率和质量的提升。

表 2：蒙牛乳业管理层履历情况

姓名	职务	任职日期	年龄	个人简历
高飞	总裁	2024-03-26	48	1999 年加入蒙牛，历任销售部区域经理、中心经理、销售总监、总经理等职 2016 年，获委任为常温事业部副总裁。2024 年 3 月获委任为中国蒙牛乳业有限公司总裁、执行董事、战略及发展委员会、可持续发展委员会成员。
陈易一	副总裁	2023-12-31	51	现任妙可蓝多食品科技股份有限公司董事长、中国蒙牛乳业有限公司副总裁、战略管理负责人，中国现代牧业控股有限公司非执行董事等，中国圣牧有机奶业有限公司董事长及上海蒙牛生物技术研发有限公司等蒙牛下属公司董事。
韩建军	副总裁	2023-12-31	51	现任集团副总裁、冰品事业部负责人，并同时分管东南亚冰淇淋艾雪业务。1999 年加入集团，历任常温生产管理中心总经理、冰品事业部总经理等职务。
李鹏程	副总裁，办公室主任	2019-12-31	54	2018 年 9 月加入中国蒙牛乳业有限公司，2019 年 12 月获委任为集团副总裁、集团事务负责人、集团办公室主任。
刘丽君	副总裁	2023-12-31	43	现任集团副总裁、集团人力资源负责人。2002 年 8 月加入集团，历任人事主管、人力资源部长等职务。
罗彦	副总裁	2020-12-31	63	现为中国蒙牛乳业有限公司副总裁。2017 年 11 月加入内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司集团副总裁、发展业务负责人。
温永平	副总裁	2017-12-31	50	蒙牛助理副总裁兼蒙牛奶源事业部总经理。1999 年加入蒙牛，历任生产指挥中心总经理、奶源管理副总裁等职务。2017 年获委任为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非执行董事。
杨志刚	副总裁	2020-12-31	52	2017 年 6 月加入中国蒙牛乳业有限公司，现任安全质量管理副总裁。2020 年 12 月任中国蒙牛乳业有限公司副总裁。
闫志远	副总裁	2023-12-31	43	现为中国蒙牛乳业有限公司副总裁。2017 年 1 月至今，担任蒙牛常温事业部销售管理中心总经理，分管新疆蒙牛乳业有限公司。2020 年 1 月起为雅士利国际控股有限公司执行董事、行政总裁兼授权代表。
张平	副总裁，首席财务官	2019-12-31	61	现任妙可蓝多食品科技股份有限公司董事，内蒙古蒙牛乳业股份有限公司董事等，中国蒙牛乳业有限公司副总裁、首席财务官，雅士利国际控股有限公司、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非执行董事。
赵杰军	副总裁	2023-12-31	48	现为蒙牛助理副总裁兼奶源事业部总经理。2000 年加入蒙牛任职销售人员，此后历任区域经理、销售总监等职务。
郭伟昌	财务总监，公司秘书	2007-05-01	52	中国蒙牛乳业有限公司财务总监兼公司秘书，2007 年 5 月加盟集团。2019 年 4 月获委任为雅士利国际控股有限公司公司秘书。

资料来源：iFinD，申万宏源研究，

1.2 蒙牛乳业的核心竞争力：奶源、渠道和产品创新

奶源端：蒙牛乳业通过战略投资现代牧业、中国圣牧等大型牧业集团、与原生态牧业、上陵牧业等建立长期合作关系，实现对上游优质奶源的掌控。2009 年蒙牛成立牧场建设中心，主要负责协助奶源基地建设；2013 年，蒙牛的 8 座自建牧场已完全投入使用。除了自建牧场外，蒙牛与上游牧业的合作主要通过两种模式：1) 参控股公司，如现代牧业、中国圣牧；2) 制定长期战略合作关系，如原生态牧业、庄园牧场。

表 3：蒙牛上游主要奶源布局

牧场名称	持股比例	原奶销量（万吨）	存栏量（万头）	平均成乳牛年单产（吨）	牧场分布
现代牧业	56.36%	289.3	49.1169	12.8	内蒙、西部、巴盟、察赛、东北、华北、华中、华东、有机等 9 个大区共 47 个牧场。
中国圣牧	29.99%	70	15.65	12.1	共 34 个牧场，其中 22 个有机牧场
上陵牧业	战略合作，持股 2.30%			10.22	9 家现代化奶牛养殖场
庄园牧场	战略合作	超 10 万吨	1.8847		甘肃、青海和宁夏等地 8 个牧场
原生态牧业	战略合作	56.6704	10.7296	12.7	在黑龙江省及吉林省分别设有 11 个牧场

资料来源：公司公告，iFinD，申万宏源研究

2013 年蒙牛增持现代牧业，成为现代牧业单一最大股东，2017 年增持现代牧业股份至 61.3%，截至 2024 年公司持股现代牧业比例达到 56.36%。2017-2024 年蒙牛乳业在现代牧业的收奶占比持续增长，2022 年达到 92.60%，2024 年收奶占比不低于 90%。作为中国第二大牧业企业，现代牧业奶源分布较广，牧场及生产基地遍布全国，2024 年现代牧业集团在中国共投资设立 47 个牧场公司，覆盖 13 个省份和自治区，奶牛存栏达 49.12 万头，其中成乳牛占比达到 51.08%。

2018 年蒙牛收购中国圣牧 51% 的股权，并于 2020 年成为中国圣牧第一大股东，双方签订协议，约定将 80% 以上生鲜乳售予蒙牛。截至 2024 年，中国圣牧拥有 34 座牧场，其中有机牧场 22 座，奶牛及育肥牛存栏量为 15.65 万头，原奶销量 70 万吨，成乳牛年化单产 12.1 吨。

现代牧业+中国圣牧贡献蒙牛主要的原奶来源之一。通过和上游建立长期稳定合作，公司原奶成本波动显著低于市场水平，2017-2021 年奶价上行，蒙牛从现代牧业的收奶价格增长 0.74 元/公斤，主产区生鲜乳均价增长 0.81 元/公斤，蒙牛收奶价格的增长幅度小于市场价格。2021-2024 年奶价下行，主产区生鲜乳均价从 4.29 元/公斤下降至 3.12 元/公斤，下降幅度达到 1.17 元/公斤；蒙牛从现代牧业收奶价格从 4.36 元/公斤下降至 3.61 元/公斤，下降 0.74 元/公斤，减少幅度小于市场价格。此外，我国本身奶资源禀赋并不充裕，对上游的长期合作更大的意义在于在奶荒的环境下也可以保障原奶供给的稳定，相对于小型乳企具有更强的供应链稳定性。

图 3：现代牧业牧场布局（截止 2024 年末）

牧场及牛群规模



资料来源：公司公告，申万宏源研究

渠道端：全国化销售网络，深化渠道下沉。历史上在不同的发展阶段，蒙牛适时调整渠道运作的模式，从创业伊始实行的大经销商制以快速实现全国化，到 2012 年孙伊萍上任后进行渠道扁平化改革，再到卢敏放时期推进“镇村通”工程实现渠道下沉，逐步提升公司对终端网点的掌控力，提升渠道销售的效率。

表 4：蒙牛乳业渠道模式变化

时间	模式	介绍
2004~2011	大商制	三层渠道分销结构： 1) 总部分品类下设事业部，管理下属子公司和经销商； 2) 各地区的子公司/经销商负责管理二级批发商及大型零售终端； 3) 二级批发商管理中小型零售终端。 联手具有较强实力的大商快速占据高线市场，并逐步开发二、三线市场
2012~2016	渠道扁平化改革	1) 削减总部到终端之间的层级，减少内部沟通及审批环节，并将决策体系向销售端前移 2) 除了覆盖全国 18 个销售大区的区域业务单元（RBU）外，增设核心业务单元（CBU）。前者通过派驻专员开发三四线网点，后者由蒙牛销售人员直接管理市场。 3) 分公司直营强化一二线市场的品牌推广
	通路精耕（RTM）	逐步提高销售公司和 CBU 模式下的销量占比，推动销售渠道下沉； 增加业务代表直接服务零售网点，强化对销售公司的管理，强化销售公司独立经营能力

“镇村通”工程强化渠道下沉，23 年覆盖乡镇网点超过 80 万个，并发力新渠道；

常温事业部（2017）：制定 Total Marketing Solution（TMS）管理模型，强化销售公司的运营管理和盈利水平。

低温事业部（2017）：成立 14 个销售大区，增加售点、县城直营、售点直控，扩张新兴渠道，开发垂直电商；

冰品事业部（2017）：加强 KA 的开发，开拓餐饮渠道及电商渠道等；

奶粉事业部（2017）：婴配粉聚焦母婴渠道，营养品聚焦商超渠道，快速发展电商渠道；

鲜奶事业部（2019）：经销为主，直销为辅，重点布局现代渠道，与阿里携手打造“天鲜配”平台；

奶酪事业部（2019）：聚焦重点市场，提升客户覆盖，战略入股妙可蓝多

电商事业部（2017）：布局新零售模式

2016~2024

新事业部制 + 深化
RTM

资料来源：公司公告，申万宏源研究

品牌/产品：迭代创新打造丰富的多元化产品矩阵，品牌影响力国内领先。蒙牛乳业通过持续的产品创新满足多元化、高端化和健康化的消费需求，围绕常温白奶、常温酸奶、低温酸奶、奶粉、奶酪等品类搭建多元化的产品矩阵，并在多年的竞争中围绕体育营销和娱乐营销和消费者构建深度的链接，具有坚实的品牌影响力。常温白奶领域，特仑苏系列持续推出有机、沙漠有机、梦幻盖等高端子产品；酸奶领域，纯甄、冠益乳功能性酸奶不断进行口味创新；低温鲜奶领域，“每日鲜语”高端品牌，主打“原生高钙”、“0 添加”和优质奶源（如 GAP 认证牧场），抢占增长迅速的低温鲜奶市场。

在营销活动方面，公司核心围绕体育营销，长期、深度绑定全球顶级体育资源是其最显著的标签。连续多年作为 FIFA 世界杯全球官方赞助商、NBA 中国官方市场合作伙伴等，并签约国内外顶级体育明星（如谷爱凌、梅西（曾）、中国国家队等），利用运动员的健康、拼搏、成功形象与乳制品强关联，传递“营养助力成就”的品牌理念。此外，公司亦通过冠名综艺、签约热门明星等方式提升曝光度，更有效地精准触达目标客群。

综合看，蒙牛乳业在消费者中具有极高的品牌知名度与认知度，长期位居全球乳业品牌价值十强；品牌形象高端、国际化，并与消费者建立强大的情感链接，构成了品牌资产护城河。

图 4：蒙牛乳业产品矩阵丰富，不断迭代出新

液态奶										
UHT 奶										
产品	特仑苏	早餐奶	特仑苏有机奶	新养道	现代牧业	精选牧场	特仑苏梦幻盖	晚上好奶	特仑苏梦幻盖有机系列	臻享浓牛奶
上市时间	2005	2005	2008	2008	2012	2013	2018	2019	2020	2020
价格	5.49 元/250ml	4.13 元/250ml	6.33 元/250ml	3.99 元/250ml	3.5 元/250ml	6.6/250 ml	6.02 元/250ml	16.9 元/200ml	9 元/250ml	4.10 元/230ml
产品	特仑苏沙漠有机奶									
上市时间	2021									
价格	11.8 元/250ml									
常温酸奶										
产品	纯甄	纯甄 PET 小蛮腰								
上市时间	2014	2019								
价格	3.24 元/200g	6.2 元/230g								
低温酸奶										
产品	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳	冠益乳
上市时间	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007
价格	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g	5 元/250g
常温乳饮料										
产品	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅	Go畅
上市时间	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017
价格	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml	9.98 元/100ml
低温乳饮料										
产品	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C	优益 C
上市时间	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
价格	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g	6 元/330g
鲜奶										
产品	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场	现代牧场
上市时间	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008
价格	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g	22.45 元/960g
奶粉										
产品	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me	Baby&Me
上市时间	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014
价格	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g	310 元/800g
冰激凌										
产品	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪	蒂兰圣雪
上市时间	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008
价格	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g	3.76 元/70g
奶酪										
产品	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪	Arla Foods 奶酪
上市时间	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012
价格	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g	39.8 元/150g

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：蒙牛持续多年在 Brand Finance 全球乳制品品牌榜单中排名第三

Top 10 Most Valuable Dairy Brands 2024



资料来源：Brand Finance，申万宏源研究

图 6：蒙牛荣登 2025 年《财富》中国 ESG 影响力榜，为中国乳业唯一上榜者



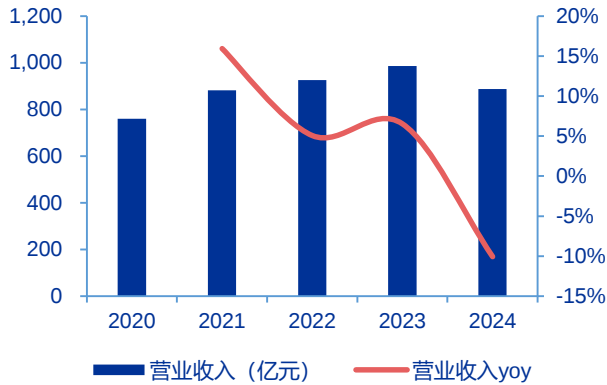
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.3 否极泰来 一体两翼新征程

经营变化：2024 年需求承压，主动调整渠道库存，2025 年轻装上阵。根据公司公告，2020~2024 年，公司营业收入 CAGR 为 3.92%，其中，2024 年蒙牛乳业共实现营业收入 . 亿元，同比下降 .% 。主因在需求疲软的环境里，公司主动进行渠道库存清理，

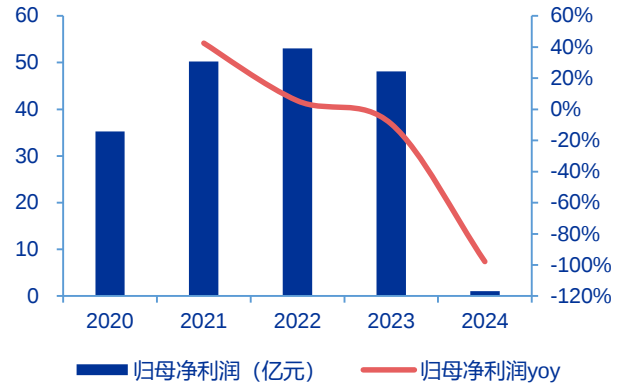
提升产品货架新鲜度，稳定价盘。截止 2024 年末，根据 Wind，公司存货周转天数同比 23 年末下降 4.09 天到 37.04 天，营业周期同比下降 3.4 天到 51 天。我们预计当前公司常温产品的渠道库存恢复到良性区间，从 2025Q2 开始，在低基数下，收入端表现有望迎来恢复性增长。

图 7：蒙牛乳业营业收入及同比（亿元，%）



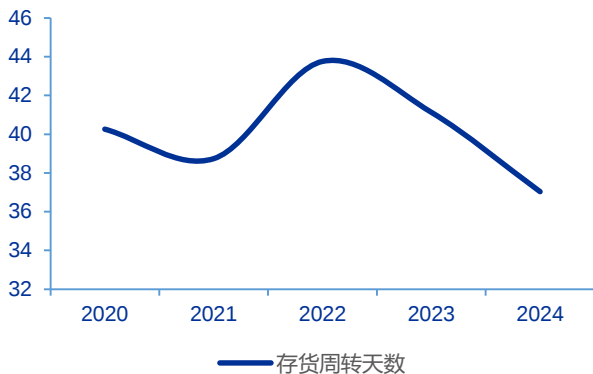
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：蒙牛乳业归母净利润及同比（亿元，%）



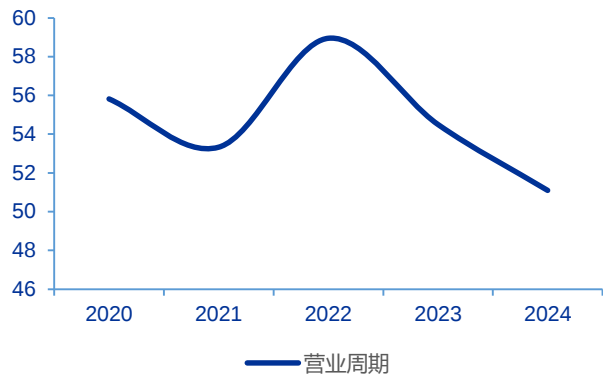
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：蒙牛乳业存货周转天数（天）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：蒙牛乳业营业周期（天）



资料来源：Wind，申万宏源研究

利润端，奶价下行改善毛利率表现，但是资产减值、商誉减值及无形资产减值拖累盈利能力。2024 年，蒙牛乳业的毛利率为 39.57%，同比提升 2.42pct，主因奶价下降，但是净利率为 0.12%，同比大幅度下降，主因：

- 1) 2024 年公司存货撇减至可变现净值产生费用 9.11 亿，同比 2023 年增加 5.87 亿；
- 2) 2024 年公司商誉减值 11.5 亿，其他无形资产减值（主要为贝拉米商标减值）34.9 亿。

未来蒙牛核心主业有望得到夯实改善：

液体乳业务：盈利核心来源，鲜奶业务有望持续发力增长。2020~2024 年，液体乳业务营业收入在营业总收入占比维持在 82%以上。2022~2024 年液体乳业务营业收入 CAGR 为-3.38%，其中 2024 年实现营业收入 730.66 亿元，同比下降 10.97%。2022~2024 年液体乳业务利润 CAGR 为 4.04%，2024 年实现利润 61.93 亿元，同比增长 1.09%。2024 年国内鲜奶行业面临下滑挑战，蒙牛鲜奶业务取得快速增长，连续四年实现盈利。参考公司 24 年年报，每日鲜语录得双位数增长，持续引领高端趋势，逆势跑赢行业，保持高端鲜奶市场份额第一。

奶粉业务：贝拉米调整后轻装上阵，有望得到改善。2022~2024 年奶粉业务营业收入 CAGR 为-7.28%，其中 2024 年实现营业收入 33.20 亿元，同比下降 12.66%。2022~2024 年，奶粉业务持续亏损，其中 2024 年奶粉业务利润亏损 46.38 亿元，主因计提贝拉米商标减值，预计 2025 年有望得到改善，盈利能力有望得到修复。

奶酪业务：核心平台妙可蓝多出台股权激励计划，伴随成本改善，未来有望实现收入利润回升。2024 年公司奶酪业务实现营业收入 43.20 亿元，同比下降 0.86%；实现利润 2.41 亿元，同比增长 64.55%。妙可蓝多发布 2025 年股票期权激励计划。本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 800.00 万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额 5.12 亿股的 1.56%。2024 年公司推出了常温奶酪棒新产品，在零食店渠道表现良好，将目标客户群从 3-8 岁儿童扩展到高中生和大学生。B 端业务相对稳定，虽然毛利率不高，但费用也较低，有助于保持稳定的净利率。

“两翼”协同发展，全面布局营养健康平台和海外平台。蒙牛在全面夯实核心基本盘的同时，对“展两翼”寄予厚望，全面布局“营养健康平台”和“海外平台”，积极打造立足未来的“第二增长曲线”，向“大健康”和“世界牛”加速迈进。

加速健康事业发展，推动基础营养迈向专业营养。蒙牛依托营养健康产业平台，持续推进乳制品精深加工领域的战略布局，旨在将原奶“吃干榨尽”，聚焦专业营养、功能营养等新赛道，不断向价值链高端跃升。其中，蒙牛孵化推出的专业运动营养品牌“迈胜”通过精准定位运动健身人群，以差异化产品优势领跑中国运动营养行业。在不到两年时间成功建立液体蛋白、有氧运动、蛋白棒等丰富的产品矩阵，全面满足运动人群在训练及赛事的前、中、后营养需求，以及日常活力营养需求，在马拉松、越野跑和铁人三项等核心圈层为代表的中国运动人群中产生显著影响力。渠道方面，迈胜深耕天猫、京东、抖音和私域等 DTC 渠道，并积极拓展多元渠道。迈胜液体蛋白产品上线山姆超市，成为山姆首款液体蛋白产品，完成高质量用户群体的积极拓展。

加速国际化进程，推动海外平台发展。在海外平台上，蒙牛进一步整合优化海外品牌资产，加速推动国际化业务发展。在东南亚，冰淇淋品牌“艾雪”产品端持续加强研发，营销端通过社媒和地推提升影响力，根据蒙牛年报，艾雪品牌稳居印尼市场份额第一、菲律宾即食冰淇淋市场份额第二。此外，通过印尼、菲律宾等工厂布局，公司持续拓展东南亚及中南半岛市场。

图 11: 蒙牛专业运动营养品牌“迈胜”



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 12: 蒙牛海外冰淇淋品牌“艾雪”



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2. 2025 年原奶价格环比企稳 带来盈利改善契机

我们此前在乳品行业深度报告《供给收缩，格局改善，行业进入盈利上升周期》中分析论证，在三重因素压制下，未来社会牧场产能将进一步出清：

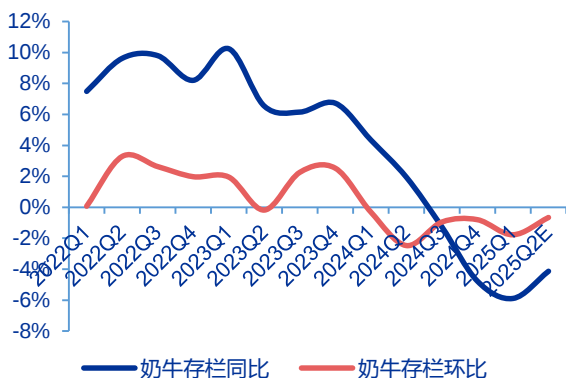
1) 伴随 2024 年来牧场亏损面增加，部分牧场在消耗完存量青贮饲料后预计将减少或者不再收购青贮，意味着 2025 年的原奶供给将会进一步减少，实际上这一逻辑已经兑现，参考乳业协会数据，2024 年中国奶牛产量同比下降 2.8%，去化约 10 万头成母牛的产能，规模牧场的奶牛存栏下降 20~30 万头，2025 年存栏数量持续下降；

2) 当前奶价依然显著低于全群养殖成本，社会牧场处于亏损现金流的状态，考虑到每年的 2~6 月是需求淡季+产奶旺季，奶价依然承压，意味着 2025 年上半年社会牧场的经营状况依然不容乐观。从上游牧场的经营情况看，参考奶业协会数据，我国公斤奶成本在 3.3~3.5 元/公斤，奶价综合看在 2.8~3 元/公斤，意味着当前牧场经营压力依然较大，出清进程尚未走完；

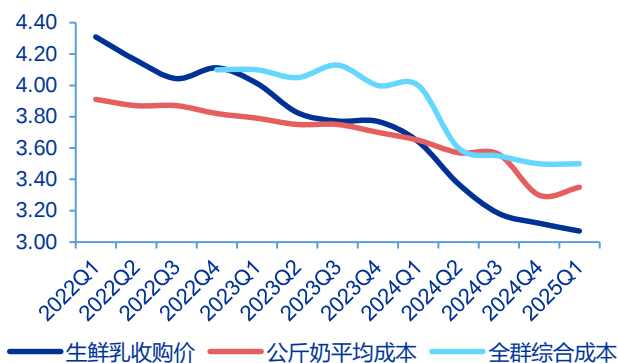
3) 在社会牧场亏损现金流的情景下，本轮青贮收购需额外贷款融资，从融资渠道看，过去最重要的两大融资来源是政府和下游大乳企，而当前政府补贴减少，下游乳企收缩对上游的贷款力度，那么资金压力或迫使部分社会牧场退出市场。

图 13: 2024~2025 年来奶牛存栏持续下降

图 14: 牧场依然面临较大的经营压力 (单位: 元/Kg)



资料来源：奶业协会，申万宏源研究



资料来源：山东畜牧，申万宏源研究

从价格环比看，2025 年以来奶价表现趋于稳定，散奶价格明显回升，喷粉减少，反应 2024 年的供给出清已有成效。根据 Wind，截止 2025 年 6 月主产区生鲜乳均价为 3.04 元/公斤，同比下降 7.9%，较年初下降 2.6%，今年以来奶价降幅较 24 年已经明显收缩。而参考奶业协会及渠道反馈数据，主产区的散奶价格已经从 24Q1 的不到 1.0 元上涨到 25Q2 的 2.5 元/公斤左右，多地社会散奶价格回升到 2.3~2.5 元/公斤以上，部分地区散奶价格甚至可以达到 2.8 元/公斤以上。

从零售端维度，鲜奶、酸奶零售价于 25Q2 淡季企稳，而非如往年于淡季价格环比下跌，客观亦说明终端的价格竞争在收缩。

图 15：2025 年生鲜乳均价环比趋稳（单位：元/Kg）

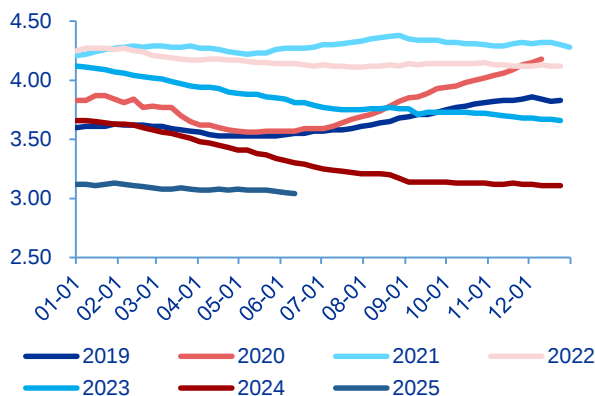
资料来源：Wind，申万宏源研究
注：全国生鲜乳均价

图 16：散奶价格同比有所回升（单位：元/Kg）

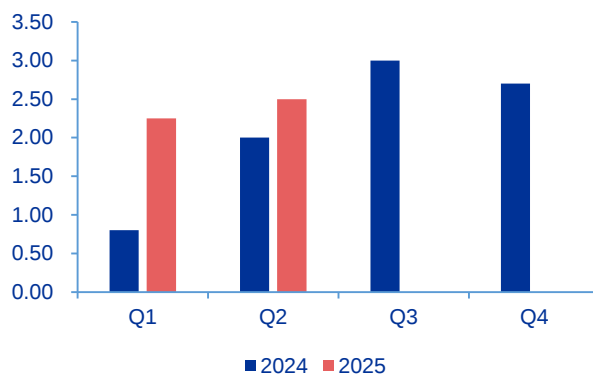
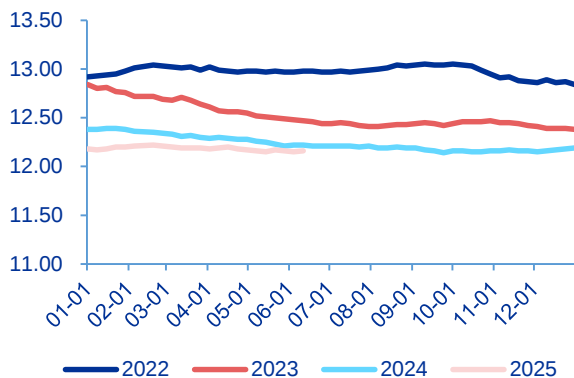
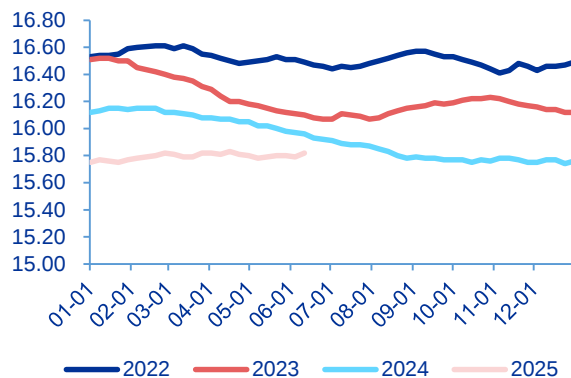
资料来源：地方牧场，奶业协会，申万宏源研究
注：不同地区散奶价格存在波动，仅为区间趋势性参考

图 17：25 年来牛奶零售价企稳（单位：元/升）

图 18：25 年来酸奶零售价企稳回升（单位：元/升）



资料来源：商务部，申万宏源研究



资料来源：商务部，申万宏源研究

2025H1 牧场出清速度有所放缓，叠加需求压力，原奶价格回升的时间节点或将推迟。

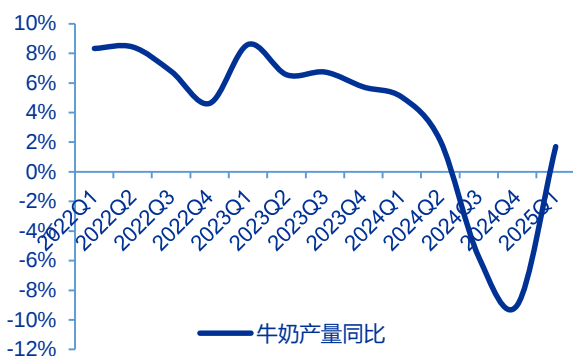
参考国家统计局 2025Q1 牛奶产量同比增长 1.7%，而实际上 2025Q1 奶牛存栏量环比 2024Q4 末下降约 10 万头，步入 2025Q2，奶牛存栏量环比继续下行，而淘汰的速度环比放缓，出清速度不及预期的原因主要有三个方面原因：

1) 当前我国大型牧场成母牛比例相对历史高点较低，牧场通过淘汰后备牛的方式减轻经营压力。参考国家奶牛产业技术体系数据，2024 年奶牛体系监测的成母牛比例为 51.4%，而历史高点在 55% 左右。部分社会牧场为缓解现金流压力，优先淘汰后备牛，因此出现存栏量下降而牛奶产量提升的现象。

2) 2025 年上半年大宗饲料价格维持低位，客观上部分缓解了牧场的经营压力。

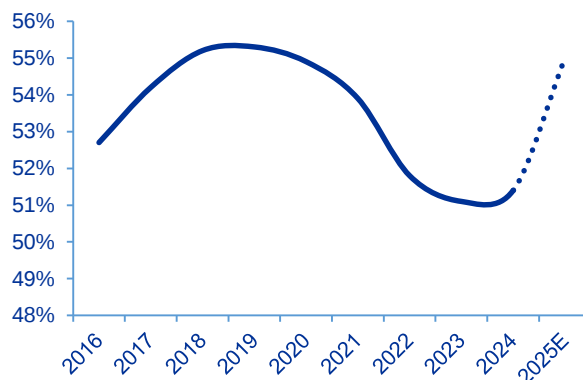
3) 规模化牧场比例已经较高，现有牧场的抗风险能力较强。参考荷兰数据，2024 年牧业集团 Top20 存栏奶牛 274 万头，占全国荷兰奶牛存栏的 45%，当前我国牧业规模化程度已经处于较高水平，头部牧场具备相对更强的抗风险能力，在同样亏损的情景下更容易获得资金支持，客观上也导致存栏去化的难度加大。

图 19：2025Q1 牛奶产量同比提升



资料来源：奶业协会，申万宏源研究

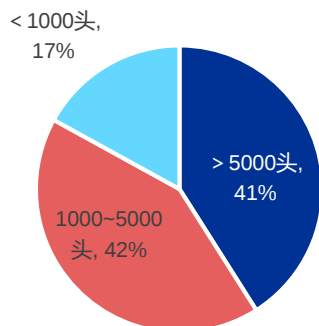
图 20：奶牛体系监测的成母牛比例



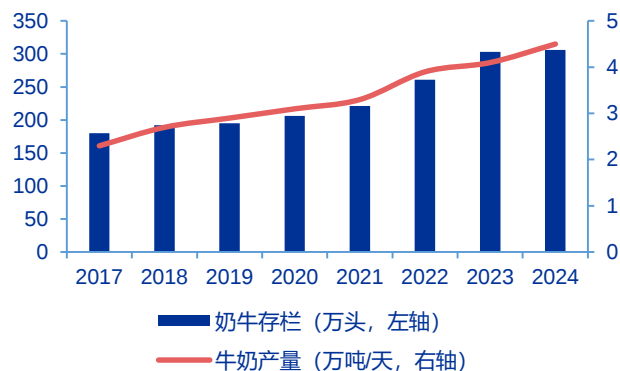
资料来源：国家奶牛产业技术体系，申万宏源研究

图 21：2023 年小于 1000 头牧场比例仅为 17%

图 22：前 40 大牧业集团存栏量及日产奶量



资料来源：国家奶牛产业技术体系，申万宏源研究



资料来源：国家奶牛产业技术体系，申万宏源研究

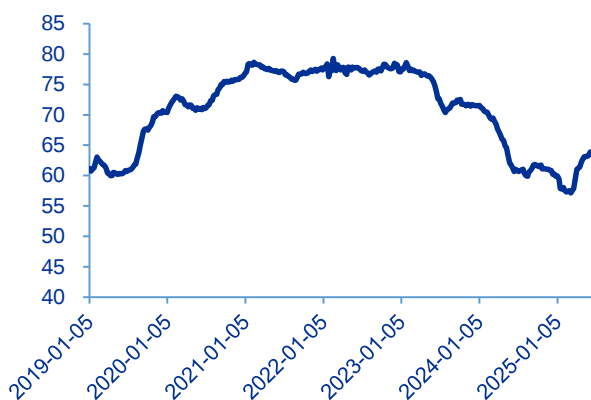
展望 2025H2，三重因素决定出清速度有望加快，奶牛存栏预计将进一步下行，行业延续出清的节奏而影响供需平衡/奶价回暖的核心不确定性来自于需求侧。

1) 部分牛场后备牛规模已经不足。参考奶业协会数据，伴随牧场收缩资本开支，小牧场出售后备牛，参考奶业协会数据，部分地区成母牛和后备牛比例接近 8: 2，若未来需求迟迟未见恢复，则成母牛的去化有望明显提速。

2) 饲料价格压力于 2025H2 增大，成本压力倒逼行业出清。2025 年上半年得益于巴西大豆丰产，豆粕价格压力相对不大，然而下半年豆粕市场主要依赖美豆进口，关税不确定性客观存在，下半年可能存在原料供应缺口，那么伴随饲料成本上行，原本就处于公斤奶亏损状态的牧业或面临更大的亏损压力，出清可能提速。

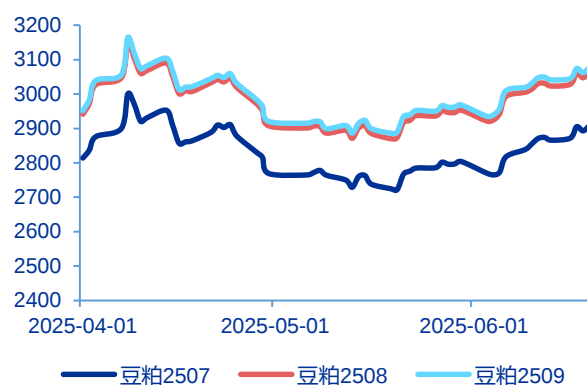
3) 单头牛价格回升有利于行业出清。参考农业农村部数据，截至 2025 年 6 月 21 日，牛肉平均批发价为 63.7 元/公斤，环比年初上涨 3.7 元(约 6%)，同比上涨 2.6 元(约 4%)。参考农业农村部的数据，2025 年 1 月活牛集贸市场价格 24.2 元/公斤，而到 5 月份上升到 27.4 元/公斤，按成母牛 1200 斤/头计算，则当前成母牛淘汰价格较年初上涨了约 1920 元/头。考虑到今年牧业亏损面依然大，淘牛价格回升将有望加速产能出清。

图 23：牛肉价格反弹（单位：元/公斤）



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

图 24：豆粕期货价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

需求端依然是最大的不确定性来源。参考尼尔森 IQ 数据，2025Q1 全渠道乳品销售额增速-6.9%，其中液体乳销售额同比下降 7.1%。当前终端需求压力依然显著，若需求无法回暖，那么行业进入供需平衡的时间点或将推迟。

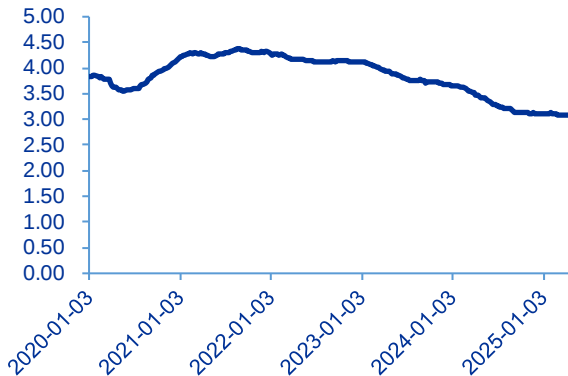
综合供给、需求两个维度的变化，我们认为在乐观情景下，若下半年需求明显回暖，那么伴随原奶产能去化提速，原奶价格有望最早于 2025Q4 实现同比回升，而在悲观情景下，下游需求持续疲软，奶价缺乏上行的支撑力，但是牧场在成本约束下，奶价环比下行的空间亦有限。

尽管 2025 年奶价依然承压，但是从趋势上看，上游的变化对蒙牛而言是利好：

1) 成本端压力不大，2025H1 主产区生鲜乳均价同比下降约 10%，有望贡献成本红利；

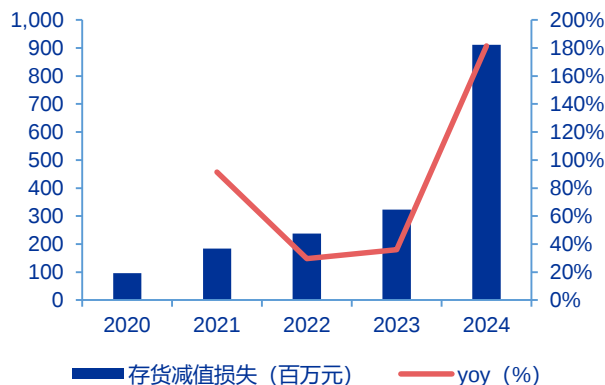
2) 喷粉减值有望减少，乳企的喷粉减值来自于奶价环比下行和无法消化掉的过剩原奶，2025 年一方面市场过剩奶源出清已见一定成效，行业喷粉减少，奶价环比企稳，另一方面公司对今年的销售目标更为谨慎理性，对应收奶的预算亦有一定收缩，叠加奶酪、冷饮等其他业务的布局，预计过剩奶源问题有望得到明显改善。

图 25：主产区生鲜乳均价（元/公斤）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：蒙牛乳业存货减值损失及同比（百万元，%）

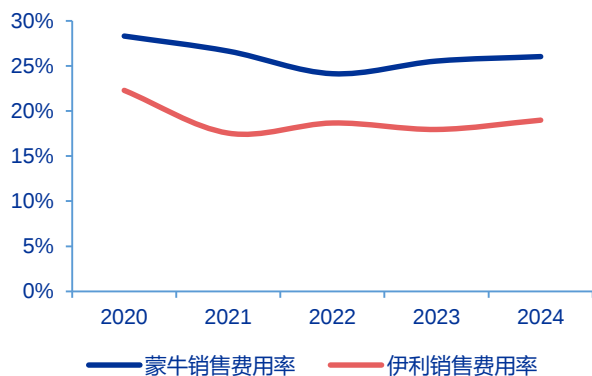


资料来源：公司公告，申万宏源研究

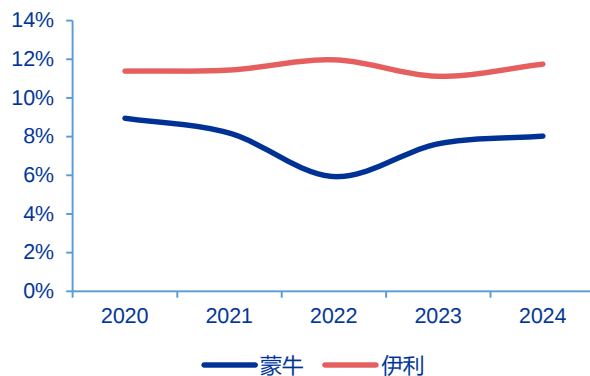
3) 行业竞争格局边际改善，头部乳企主动收缩费用。2023 年来，伊利、蒙牛在销售费用方面的投入均下降，其中，从广告营销费用看，蒙牛乳业 2024 年广告营销费用为 71.15 亿元，同比下降 5.42%，伊利股份广告营销费用同比下降 2.7%到 136 亿元。24 年两强销售费用率的同比提升主因两强调整渠道新鲜度导致的收入降幅更大。随着销售费用率和广告营销占比的下降，行业竞争格局有望边际改善，头部乳企战略重心转向利润导向，主动收缩费用投放并强化价格传导能力，叠加存货减值压力缓解，盈利能力或迎显著修复。

图 27：蒙牛和伊利销售费用率（%）

图 28：蒙牛和伊利广告营销费用占营业收入比例（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 盈利预测和投资评级

收入端：

液态奶业务，看 2025 年，考虑到终端需求依然疲软，预计需求回暖还需要时间，而 2026~2027 年随着公司对常温白奶进行升级，对低温鲜奶提升渗透率，对酸奶进行产品创新，预计增速有望修复，预测 2025~2027 年公司液体乳业务收入分别同比增长 0.49%/2.57%/1.99%。

冰淇淋业务，看 2025 年，伴随 2024 年完成渠道库存出清，预计有望实现恢复性的增长，但是需求依然承压，而 2026~2027 年随着公司不断创新，以及艾雪冰淇淋在东南亚有望进一步扩张，因此预测 2025~2027 年公司冰淇淋业务收入分别同比增长 5%/7%/6%。

奶粉业务，过去三年由于外部需求环境承压，竞争恶化等原因收入下降明显，而展望未来，公司逐步整合内部奶粉资产，明确战略方向，围绕贝拉米和雅士利两大品牌运作婴配粉，同时加码成人奶粉布局，自身管理方面经历调整后有望走向正轨，而随着中小奶粉品牌出清，预计公司奶粉业务有望实现企稳回升，预测 2025~2027 年奶粉业务收入分别同比增长 2%/4%/4%。

奶酪及其他业务，妙可蓝多逐步从调整中走出，通过产品创新，有望在家庭餐桌、餐饮工业奶酪领域加速增长，即食奶酪随着 SKU 的丰富，表现也有望企稳回升，因此预测 2025~2027 年奶酪业务分别同比增长 25%/22%/20%。其他业务预计 2025~2027 年规模维持稳定。

利润端：

毛利率维度，2025 年奶价环比趋势企稳，但是同比看依然是下行状态，预计依然可以释放一定的成本红利，2026~2027 年，预计奶价有望企稳回升，成本红利减弱，但是公司通过产品结构升级，高毛利率的高端白奶、奶粉、奶酪等业务比例提升，依然有望实现毛利率的提升，预测 2025~2027 年公司毛利率分别为 40.57%/40.87%/41.07%。

投资收益方面，由于 2025 年奶价持续下降，联营子公司现代牧业淘汰牛增加，预计亏损幅度加大，因此预计 2025 年投资收益亏损 9 亿，同比略增，2026~2027 年伴随上游原奶周期反转，现代牧业经营改善，暂预测 2026~2027 年投资收益为 0/0 亿。

其他费用方面，2024 年一方面由于喷粉减值增加导致计提 9.1 亿的存货减值，同时计提了 11.5 亿的商誉减值和 34.9 亿的其他无形资产减值，而展望 2025 年，预计伴随过剩奶源的减少，以及奶价逐步企稳，喷粉减值有望得到显著改善，而伴随商誉减值和其他无形资产减值风险出清，这两项预计将不再发生，因此预测 2025~2027 年其他费用分别为 16/17/17 亿。

表 5：关键假设表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624.04	88,674.77	90,440.53	94,030.71	97,336.03
yoy	6.51%	-10.09%	1.99%	3.97%	3.52%
液态奶	82,071	73,066	73,426	75,313	76,811
yoy	4.86%	-10.97%	0.49%	2.57%	1.99%
奶粉	3,801.75	3,320.46	3,386.87	3,522.34	3,663.23
yoy	-1.56%	-12.66%	2.00%	4.00%	4.00%
冰淇淋	6,026	5,175	5,434	5,815	6,163
yoy	6.61%	-14.12%	5.00%	7.00%	6.00%
其他业务+奶酪	6,725	7,113	8,193	9,381	10,699
yoy	39.82%	5.78%	15.18%	14.50%	14.04%
其中：奶酪	4,357	4,320	5,400	6,587	7,905
yoy		-0.86%	25.00%	22.00%	20.00%
其他业务	2,368	2,794	2,794	2,794	2,794
毛利率	37.15%	39.57%	40.57%	40.87%	41.07%

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资收益（亏损以负号填列）	91.92	(871.73)	(900.00)	0.00	0.00
其他费用	(1,296.46)	(6,453.01)	(1,600.00)	(1,700.00)	(1,700.00)
存货撇减至可变现净值	(323.68)	(911.09)	500.00	400.00	300.00
商誉减值	0.00	(1,154.73)	0.00	0.00	0.00
其他无形资产减值	0.00	(3,490.10)	0.00	0.00	0.00
其他	(972.79)	(897.10)	(1,100.00)	(1,300.00)	(1,400.00)

资料来源：wind，申万宏源研究

综上，预测 2025~2027 年公司实现营业收入 904.4/940.3/973.4 亿，分别同比增长 1.99%/3.97%/3.52%；归母净利润 46.7/56.5/61.2 亿，分别同比增长 4371%/21%/8%，最新收盘价对应 PE 分别为 12/10/10x。我们选取伊利股份、新乳业、光明乳业、中国飞鹤为可比公司，可比公司 2025~2027 年 PE 分别为 21/18/15x，考虑到伊利股份在业务结构、资产质量等维度和蒙牛乳业具有较高的可比性，我们参考伊利股份 2026 年 PE 为 14x，我

们给予公司未来一年 814 亿元人民币的目标价，当前市值还有 40% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

股票代码	股票名称	总市值	归母净利润			归母净利润 yoy			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600887.SH	伊利股份	1750	113.77	121.38	128.15	35%	7%	6%	15	14	14
600597.SH	光明乳业	115	3.36	4.53	5.80	-53%	35%	28%	34	25	20
002946.SZ	新乳业	157	6.87	8.39	9.74	28%	22%	16%	23	19	16
6186.Hk	中国飞鹤	471	38.62	40.24	41.91	8%	4%	4%	12	12	11
可比公司平均									21	18	15
2319.HK	蒙牛乳业	584	46.73	56.47	61.22	4371%	21%	8%	12	10	10

资料来源：wind，申万宏源研究

注：货币均为人民币，收盘价日期为 2026 年 6 月 24 日

4. 股价表现的催化剂及核心风险假设

股价表现的催化剂：

- 1) 突破性的产品创新。**乳制品需求整体承压，但若公司能推出突破性的新品并实现快速增长，则有望上修未来业绩预期；
- 2) 终端需求改善。**乳制品本身为必选品，但又具备一定的礼赠属性，若未来终端需求恢复，礼赠消费回暖，那么将有助于常温液奶收入的恢复，驱动业绩提升；
- 3) 市场竞争改善。**过去几年行业价格战激烈，若未来竞争格局改善，价盘回升，那么有利于盈利能力改善。

核心风险假设：

- 1) 原奶价格大幅度波动。**若原奶价格大幅度波动，则会影响成本端的稳定性，原奶价格若大幅度上涨会造成成本上升，损害毛利，而原奶价格大幅度下跌又会造成存货减值风险，原奶价格大幅度波动可能对利润造成不可预测的风险。
- 2) 食品安全问题。**历史上乳制品行业出现过多次食品安全问题，对行业造成深远的影响，未来若出现食品安全问题将损害公司的品牌力，对业绩造成不利影响。
- 3) 竞争格局恶化。**乳制品相对而言较为同质化，若竞争对手发起激烈的价格战，会影响公司的费用投放策略，进而对盈利造成不确定性，同时恶性价格战亦会对品牌造成不利的冲击。

合并损益表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624.04	88,674.77	90,440.53	94,030.71	97,336.03
主营收入	98,624.04	88,674.77	90,440.53	94,030.71	97,336.03
营业成本	-61,983.95	-53,584.33	-53,746.94	-55,598.41	-57,358.11
销售及营销费用	-25,192.21	-23,092.60	-23,514.54	-24,353.95	-25,112.70
一般行政管理费用	-4,742.53	-4,229.00	-4,431.59	-4,560.49	-4,672.13
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1,069.39	1,031.64	949.63	940.31	876.02
利息收入	0.00	0.00	1,091.81	936.81	936.51
利息支出	0.00	-1,467.79	-1,558.67	-1,662.59	-1,662.59
投资收益	91.92	-871.73	-900.00	0.00	0.00
资产减值损失	-309.63	-371.71	-300.00	-250.00	-200.00
其他非经常性损益	-1,244.85	-5,090.08	-1,600.00	-1,700.00	-1,700.00
除税前利润	6,312.19	999.18	6,430.23	7,782.38	8,443.04
所得税	-1,425.21	-774.57	-1,607.56	-1,945.60	-2,110.76
净利润	4,886.98	224.61	4,822.67	5,836.79	6,332.28
少数股东损益及其他	77.78	120.10	150.00	190.00	210.00
归属普通股股东净利润	4,809.20	104.51	4,672.67	5,646.79	6,122.28

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,128.26	35,767.79	37,978.08	41,185.59	44,144.75
现金及等价物	12,443.80	17,339.16	19,054.61	22,581.48	25,444.73
应收款项	6,764.16	5,241.14	5,306.09	5,438.15	5,559.74
存货	6,088.45	4,936.67	5,366.56	4,915.13	4,889.45
其他流动资产	8,831.85	8,250.83	8,250.83	8,250.83	8,250.83
非流动资产	81,091.69	70,525.01	71,340.57	71,922.80	72,182.80
长期投资	30,880.42	26,096.24	26,096.24	26,096.24	26,096.24
固定资产	24,064.16	23,183.24	23,998.81	24,581.03	24,841.04
投资物业	59.42	57.78	57.78	57.78	57.78
无形资产及商誉	24,303.78	19,091.61	19,091.61	19,091.61	19,091.61
其他非流动资产	1,783.91	2,096.15	2,096.15	2,096.15	2,096.15
资产总计	115,219.95	106,292.79	109,318.65	113,108.39	116,327.55
流动负债	32,594.06	37,006.56	36,757.29	37,046.59	37,321.54
短期借款	9,806.94	16,661.58	16,661.58	16,661.58	16,661.58
应付款项	22,732.46	20,262.10	20,012.83	20,302.13	20,577.08
其他流动负债	54.66	82.88	82.88	82.88	82.88
非流动负债	31,974.18	21,260.74	21,703.90	21,703.90	21,703.90
负债合计	64,568.24	58,267.30	58,461.19	58,750.49	59,025.44
股本	358.14	356.66	356.66	356.66	356.66
总储备	34,064.96	33,232.73	44,019.86	47,330.31	50,064.52
其他股东权益	..	..	.	.	.

非控股权益	6,331.75	6,463.20	6,613.20	6,803.20	7,013.20
权益总额	50,651.71	48,025.49	50,857.45	54,357.90	57,302.11
负债和股东权益合计	115,219.95	106,292.79	109,318.65	113,108.39	116,327.55

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,886.98	224.61	4,822.67	5,836.79	6,332.28
加：折旧摊销减值			1,984.44	2,067.77	2,139.99
利息净支出			466.86	725.77	726.07
投资损失			900.00	0.00	0.00
营运资本变动			-1,044.11	358.65	-20.95
其它经营现金流			2,043.16	1,700.00	1,700.00
经营活动现金流	8,349.34	8,332.26	9,173.02	10,688.98	10,877.40
资本开支			-2,500.00	-2,400.00	-2,200.00
其它投资现金流			-2,500.00	-1,700.00	-1,700.00
投资活动现金流	-285.83	-3,500.12	-5,000.00	-4,100.00	-3,900.00
支付股利和利息			-2,457.57	-3,062.11	-4,114.15
其它融资现金流			0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-6,802.39	-6,325.42	-2,457.57	-3,062.11	-4,114.15
净现金流	1,261.13	-1,493.28	1,715.45	3,526.87	2,863.25

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。