

2025 年 9 月 1 日（星期一）

招商證券（香港）有限公司
證券研究部

公司報告

蒙牛乳業 (2319 HK)

增長邏輯減弱；下調為中性評級

- 因液態奶銷售同比下滑11%以及聯營公司虧損進一步擴大，上半年業績未達預期
- 復蘇進程受阻；管理層下調下半年銷售增速至中高單位數百分比
- 下調25-26年淨利潤預測約20%；目標價基於13倍26年中預測市盈率；下調評級至中性

復蘇進程受需求疲弱影響；下調評級至中性

我們將蒙牛評級從增持下調至中性，因 25 年上半年業績顯示復蘇慢於預期，偏离此前投資邏輯。我們在 3 月因上游改革初現成效及需求趨穩而上調評級，但上半年營收同比下滑 6.9%，核心液態奶業務持續疲軟，反映出消費環境依然脆弱。尽管受益於原材料成本下降與運營效率提升，毛利率與營業利潤率均有所改善，但由於聯營公司（尤其是中國現代牧業）虧損拖累，淨利潤同比下滑 16.4%。管理層對下半年需求，尤其在 9 月-11 月假期高峰期間的禮品需求方面，仍持謹慎態度。相較於伊利上半年實現 3.4% 的營收增長（即便考慮基數效應，下半年增長或將持平），我們認為兩者業績分化凸顯出戰略上的重要差異。伊利更偏向大眾市場的定位，在當前消費環境下展現出更強的韌性。尽管蒙牛通過穩定派息及持續回購在一定程度上穩住股價，但在增長預期疲弱的背景下，這些舉措難以完全抵消股價所面臨的壓力。此次評級下調主要源於我們對 3 月業績樂觀預期的修正：我們目前預計 2025 年銷售將同比下降 6.6%，與公司指引一致。但考慮到減值損失規模縮小，我們仍預計淨利潤將在 2026 財年逐步恢復。

電話會要點

- **2025 目標：**管理層預計 2025 年銷售將錄得中至高單位數百分比的下滑，營業利潤率則大致持平。
- **減值：**蒙牛在 25 年上半年計提約 2.22 億元人民幣的庫存減值，相較以往規模更小，受益於售價提升。管理層預計全年減值損失將同比下降約 50%。
- **聯營公司虧損：**上游業務的虧損主因奶牛存欄量的減少。管理層預計現代牧業的虧損將有所收窄，但中國聖牧在下半年可能略有增加。

盈利預測調整，估值與風險

- 由於需求前景疲弱偏离此前預期，我們將 2025-27 年營收預測下調 9%-14%。鑑於上半年減值損失增加，我們也將營業利潤與淨利潤預測下調 5%-25%。
- 我們將目標價基於 13.0 倍滾動至 2026 年中期的預測市盈率（此前為 2025 年底的 14.0 倍），該估值仍低於自 2022 年以來的平均水平約 1 個標準差。**關鍵催化因素：**成本節約好於預期。**主要風險：**價格戰、原材料成本上漲、庫存減值。

財務摘要

12 月 31 日年結 (人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	98,624	88,675	82,793	80,263	82,791
同比增長 (%)	6.5	(10.1)	(6.6)	(3.1)	3.1
淨利潤	4,809	105	3,865	4,842	5,776
每股收益 (人民幣)	1.3	1.1	1.1	1.3	1.5
同比增長 (%)	(19.7)	(14.6)	3.2	15.0	16.1
P/E (x)	12.1	n.m	15.0	12.0	10.0
股息收益率 (%)	3.7	3.9	3.0	4.2	5.6
ROE (%)	9.5	0.2	7.7	9.2	10.3

資料來源：公司、招商證券（香港）預測；股價截止2025年8月28日

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

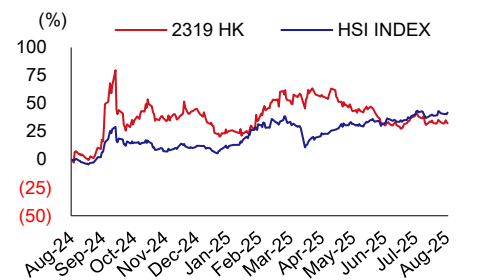
最新變動

上半年業績不及預期，下半年前景疲軟，下調評級

▼ 中性

前次評級	增持
股價 (2025年8月28日)	15.8港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	16.5港元 (+4.4%)
前次目標價	23.0港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至 2025 年 8 月 28 日

%	1m	6m	12m
2319 HK	(8.7)	(13.0)	17.0
恒生指數	(1.2)	9.9	41.8

行業：消費品

恒生指數 (2025年8月28日)	24,999
-------------------	--------

重要數據

52周股價區間 (港元)	11.8 - 22.5
港股市值 (百萬港元)	60,700
日均成交額 (百萬港元)	44
每股淨資產 (人民幣)	11.1

主要股東

COFCO	24.2%
Others	0.5%
總股數 (百萬股)	3,918
其他/自由流通量	75.2%

資料來源：公司，彭博

相關報告

1. China Mengniu Dairy (2319 HK) - Growth resumed; U/G to BUY (增持) (2025/3/27)

2025 年上半年业绩摘要

主要财务指标

- 收入：人民币 415.7 亿元，同比下降 6.9%，主要由于需求减弱及原奶供应过剩。
- 毛利润：人民币 173.5 亿元，同比下降 3.5%；毛利率提升 1.4 个百分点至 41.7%，得益于原奶成本下降。
- 经营利润：人民币 35.4 亿元，同比增长 13.4% 经营利润率提升 1.5 个百分点至 8.5%，反映成本效益提升及结构性改善。
- 归属净利润：人民币 20.5 亿元，同比下降 16.4%，主要受联营公司（尤其是现代牧业）亏损及 2024 年上半年处置收益缺失影响。
- 每股收益：基本每股收益为人民币 0.523 元，同比下降 16.1%。
- 未派发中期股息。

营运资金、库存及资本性支出

- 经营活动现金净流入：人民币 28.1 亿元，同比增长 46.2%，驱动因素为营运资本改善及生鲜乳成本节约。
- 资本性支出：人民币 10.1 亿元，同比下降 40.3%，符合战略性生产升级及效率提升的方向。
- 净借款：人民币 140.5 亿元，较 2024 财年末的人民币 173.0 亿元改善，反映自由现金流充裕及去杠杆成效。
- 资产负债率：降至 61.8%（2024 年末为 72.1%）。
- 存货周转：存货为人民币 47.1 亿元，环比基本保持稳定，通过渠道优化及精简 SKU 管理。

业务分部业绩表现

液态奶业务

- 收入：人民币 321.9 亿元，同比下降 11.2%。
- 占总收入的 77.4%。
- 销售受消费信心疲软及行业供给过剩影响。
- 持续推动有机及 A2 β -酪蛋白牛奶的创新；特仑苏与纯甄通过包装升级及 IP 合作实现了持续增长。

冰淇淋

- 收入：人民币 38.8 亿元，同比增长 15.1%。
- 收入占比提升至 9.3%（较 2024 年上半年的 7.5%）。
- 增长由高端新品推出（如有机冰淇淋、酸奶类创新产品）及渠道加速扩展（如零食门店、RTM）驱动。

奶粉

- 收入：人民币 16.8 亿元，同比增长 2.5%。
- 品类趋于稳定，高端及功能型产品线（睿哺恩、贝拉米、悠瑞）实现较快增长。
- 贝拉米 A2 有机配方奶粉及睿哺恩专利 MLCT 技术产品获得市场认可。

奶酪

- 收入：人民币 23.7 亿元，同比增长 12.3%。
- 妙可蓝多持续保持领先，市场份额超过 38%。
- 增长受益于创新（如芝士零食、功能性芝士）、B2B 业务扩展，以及进入会员店和零食零售商等新渠道。

战略与运营最新进展

- “一体两翼”战略：核心乳制品业务持续推进，同时向营养健康及国际市场拓展。
- 数字化转型：先进的 AI 应用和追溯系统提升了运营效率与消费者互动。
- 可持续发展：持续投资于低碳及循环经济项目；7 家工厂正在推进 AWS 水资源认证。
- 股份回购：2025 年上半年回购 1,130 万股 (1.97 亿港元)；2025 年 6 月后进一步回购了 290 万股。管理层计划在未来 12 个月内以相同或更大规模继续回购。

分析师电话会议问答要点

• 2025 年上半年销售及需求点评

管理层表示，2025 年上半年收入同比下降 6.9%，主要由于多重因素：销量下降约 4%，同时平均售价 (ASP) 下跌近 3%，均反映了基础需求疲软。尽管如此，渠道库存水平依然健康，继续作为运营关注的重点领域。对于 2025 年下半年，管理层指出，7-8 月的液态奶销售与第二季度趋势基本一致，但对 9 月及 11 月假期高峰期间的礼品相关需求持谨慎态度。

• 产品策略：聚焦高附加值和营养型产品

- 公司正加快推进产品组合升级，向营养型和高毛利产品转型。
- 在专业乳品板块，公司正推进产能扩张，并与茶饮、烘焙及餐饮等食品服务渠道的合作持续深化。值得一提的是，星巴克与茶百道已成为合作伙伴，后续发展正在推进中。
- 在功能性营养领域，公司正在拓展自有 HMOs (母乳低聚糖) 在更广泛产品矩阵中的应用，旨在挖掘新的消费者使用场景。
- 整体而言，战略以深加工创新、高端化及健康驱动消费为核心，并通过消费者教育推动长期品类升级。

• 运营及财务动态

- **原奶粉减值**：2025 年上半年，蒙牛计提原奶粉存货减值约人民币 2.22 亿元 (2024 年上半年为人民币 3.46 亿元)，受益于销售价格提升。管理层预计全年减值金额将同比下降约 50%，稳定的原奶价格为该预测提供支撑。
- **联营公司亏损**：上游业务亏损主要原因在于奶牛存栏量减少。现代牧业上半年录得约人民币 7.8 亿元亏损，贡献联营公司整体亏损约人民币 9.8 亿元，其中圣牧亏损约人民币 1 亿元。展望未来，管理层预计现代牧业亏损将有所收窄，但下半年圣牧亏损将略有增加。
- **利息支出**：受美元债务成本上升、外汇波动持续，以及银行监管趋严导致存款收益率下滑影响，下半年净利息成本预计将增加约人民币 1 亿元。
- 管理层重申其提升盈利能力的承诺，目标是长期每年实现 **30-50 个基点的营业利润率扩张**，同时保持审慎投资和健康现金流。

• 资本回报政策

公司重申其对股东回报的承诺，表示将维持派息比例，并推进第二轮股份回购。明年回购计划的人民币 10 亿元额度保持不变。

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	82,793	80,263	82,791	90,438	93,010	95,669	-8.5%	-13.7%	-13.5%
Gross Profit	32,455	31,303	31,875	35,271	36,460	37,502	-8.0%	-14.1%	-15.0%
EBIT	5,095	6,368	7,586	6,802	7,721	9,458	-25.1%	-17.5%	-19.8%
Net profit	3,865	4,842	5,776	5,136	5,880	6,138	-24.7%	-17.6%	-5.9%
GPM	39.2%	39.0%	38.5%	40.2%	40.3%	40.2%	-1ppt	-1.3ppt	-1.7ppt
OPM	6.2%	7.9%	9.2%	9.1%	9.2%	9.1%	-3ppt	-1.3ppt	0ppt
NPM	4.7%	6.0%	7.0%	5.6%	6.1%	6.8%	-0.9ppt	-0.1ppt	0.2ppt

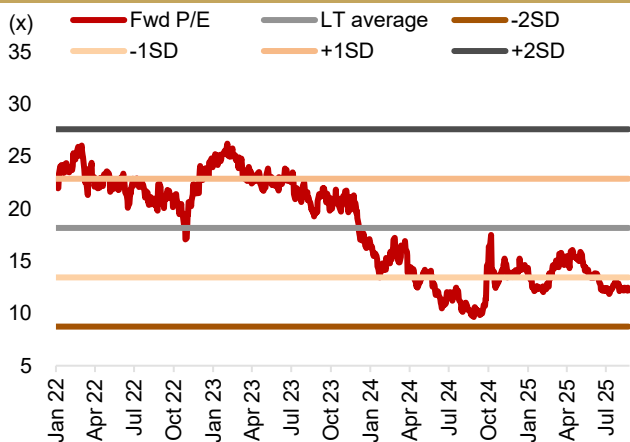
资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图2: 招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	82,793	80,263	82,791	89,248	91,945	94,920	-7.2%	-12.7%	-12.8%
Gross Profit	32,455	31,303	31,875	35,429	36,421	37,616	-8.4%	-14.1%	-15.3%
EBIT	5,095	6,368	7,586	6,775	7,305	9,462	-24.8%	-12.8%	-19.8%
Net profit	3,865	4,842	5,776	5,070	5,722	7,075	-23.8%	-15.4%	-18.4%
GPM	39.2%	39.0%	38.5%	37.6%	37.7%	37.7%	1.6ppt	1.3ppt	0.8ppt
OPM	6.2%	7.9%	9.2%	7.6%	7.9%	10.0%	-1.4ppt	0ppt	-0.8ppt
NPM	4.7%	6.0%	7.0%	5.7%	6.2%	7.5%	-1ppt	-0.2ppt	-0.5ppt

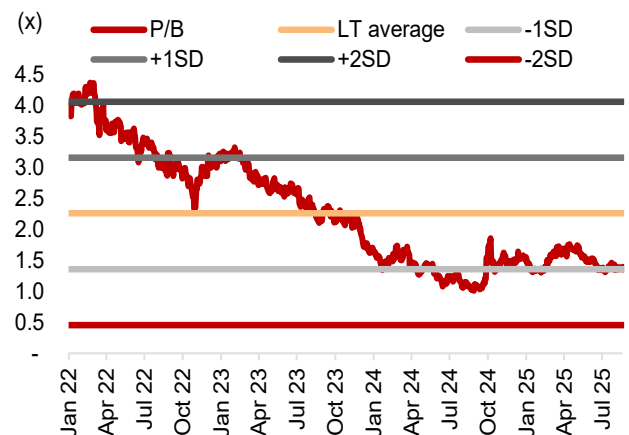
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 市净率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	81,092	70,525	66,930	64,081	61,688
固定资产 / 物业、厂房及设	21,715	20,905	18,595	16,235	13,826
商誉	8,952	7,678	7,678	7,678	7,678
其他非流动资产	50,424	41,942	40,657	40,168	40,184
流动资产	34,128	35,768	37,634	43,220	48,918
现金	12,444	17,339	19,721	25,527	30,952
应收账款	3,669	3,262	3,045	2,952	3,045
存货	6,088	4,937	4,638	4,511	4,691
其他流动资产	11,927	10,230	10,230	10,230	10,230
总资产	115,220	106,293	104,563	107,301	110,606
流动负债	32,594	37,007	33,268	33,134	33,325
借款	9,807	16,662	16,662	16,662	16,662
应付账款	22,392	19,891	16,153	16,019	16,209
其他流动负债	396	454	454	454	454
非流动负债	31,974	21,261	21,261	21,261	21,261
借款	27,604	17,976	17,976	17,976	17,976
递延所得税负债	3,730	2,557	2,557	2,557	2,557
其他非流动负债	641	728	728	728	728
总权益	50,652	48,025	50,034	52,906	56,020
股本	358	357	357	357	357
留存利润	34,065	33,233	35,328	38,308	41,550
其他储备	9,897	7,973	7,973	7,973	7,973
少数股东权益	6,332	6,463	6,377	6,269	6,140
总负债与权益	115,220	106,293	104,563	107,301	110,606

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,809	105	3,865	4,842	5,776
折旧与摊销	3,301	3,407	3,701	3,788	3,876
营运资金变动	429	409	(3,223)		
其他	(190)	4,412	(1,498)	(1,520)	(1,541)
经营活动净现金流	8,349	8,332	2,845	7,196	8,029
资本支出及投资	(1,534)	(739)	(739)	(739)	(739)
收购	1	872	970	136	(407)
其他	1,247	(3,728)	1,076	1,076	1,076
投资活动净现金流	(286)	(3,596)	1,307	473	(71)
股权融资	-	-	-	-	-
债务变动	(2,365)	-	-	-	-
已支付股息	(1,757)	(1,959)	(1,770)	(1,863)	(2,534)
其他	(2,681)	598	-	-	-
融资活动净现金流	(6,802)	(1,361)	(1,770)	(1,863)	(2,534)
现金净变动	1,261	3,375	2,381	5,806	5,425

损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	98,624	88,675	82,793	80,263	82,791
销售成本	(61,984)	(53,584)	(50,338)	(48,961)	(50,917)
毛利润	36,640	35,090	32,455	31,303	31,875
折旧与摊销	(3,301)	(3,407)	(3,701)	(3,788)	(3,876)
销售费用	(25,192)	(23,093)	(21,278)	(20,307)	(20,284)
行政费用	(4,743)	(4,229)	(3,948)	(3,828)	(3,948)
其他经营费用	(193)	(6,102)	(1,112)	(812)	(712)
其他	2,994	2,794	2,679	3,800	4,531
息税前利润	6,206	1,055	5,095	6,368	7,586
净财务成本	(1,569)	(1,468)	(1,468)	(1,468)	(1,468)
非经营性收入	1,676	1,412	1,412	1,412	1,412
税前利润	6,312	999	5,039	6,313	7,530
所得税	(1,425)	(775)	(1,260)	(1,578)	(1,883)
减: 少数股东权益	(78)	(120)	86	108	129
净利润	4,809	105	3,865	4,842	5,776

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
损益表比率 (%)					
毛利率	37.2	39.6	39.2	39.0	38.5
经营利润率	6.3	1.2	6.2	7.9	9.2
税前利润率	6.4	1.1	6.1	7.9	9.1
净利率	4.9	0.1	4.7	6.0	7.0
实际税率	(22.6)	(77.5)	(25.0)	(25.0)	(25.0)
资产负债表分析					
流动比率 (倍)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	13.6	13.4	13.4	13.4	13.4
存货周转天数	35.9	33.6	33.6	33.6	33.6
应付账款周转天数	35.2	35.6	35.6	35.6	35.6
净债务与股本比率 (%)	49.3	36.0	29.8	17.2	6.6
回报率 (%)					
ROE	9.5	0.2	7.7	9.2	10.3
股息收益率	3.7	3.9	3.0	4.2	5.6
每股数据					
每股收益 (人民币)	1.3	1.1	1.1	1.3	1.5
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.4	0.6	0.7
每股净资产(人民币)	11.2	10.6	11.1	11.9	12.7

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828