

# 蒙牛乳业 (02319.HK)

## 减值充分轻装上阵，复苏弹性乐观

买入 (维持)

2026年05月25日

证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	88,675	82,245	86,355	90,327	93,758
同比(%)	(10.09)	(7.25)	5.00	4.60	3.80
归母净利润(百万元)	104.51	1,545.35	4,803.14	5,242.88	5,612.13
同比(%)	(97.83)	1,378.70	210.81	9.16	7.04
EPS-最新摊薄(元/股)	0.03	0.40	1.24	1.35	1.45
P/E(现价&最新摊薄)	537.75	36.37	11.70	10.72	10.01

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司 2024~2025 连续两年大力度减值，大额减值造成在 OPM 平稳较高的情况下，公司盈利处于低位，我们认为 2026 年仍具高弹性。
- **盈科而后进，甩掉包袱轻装上阵。** 2024~2025 年公司通过对除前期收购资产的大规模计提商誉和无形资产减值之外，还对在建工程及厂房设备等固定资产、应收账款等金融资产，以及存货等计提减值，充分的多维度清理，财务更加稳健。1) 2024 年公司大额计提减值的有贝拉米商誉及相关无形资产减值，其对公司业绩影响达 39.81 亿元；此外还有存货减值 9.11 亿元；2) 2025 年大额减值集中在金融资产 (18.89 亿)、固定资产和在建工程 (合计 4.31 亿)，存货减值 4.69 亿已经较 2024 年有所回落 (主要是原料奶喷粉)。2025 年联营公司相关损失 8.04 亿元较上年基本平稳 (2024 年为 8.71 亿元，主要系现代牧业业绩拖累)。减值总额回落，而 OPM 基本平稳，2025 年业绩修复显著。
- **战略起效，2025 年奶酪、奶粉及国内冰淇淋表现强劲。** 2024 年常温事业部负责人高飞接任总裁，提出“一体两翼”战略，优化业务结构，强化经营韧性，25 年战略起效。1) 非液奶业务增长亮眼: 2025 年液奶、冰淇淋、奶酪、奶粉营收分别同比 -11%、+4%、+22%、+10%，奶粉、奶酪和国内冰淇淋实现强势增长，海外冰淇淋业务受东南亚市场需求走弱等因素掣肘相对承压，同时自 25H2 开始液奶下滑趋势亦边际改善，25H2 较 25H1 环比提升 0.2pct，常温、低温经营稳健回升。2) “两翼”布局持续走向深入: 公司协同布局乳品精深加工、整合优化海外品牌资产，推动大健康、国际化业务发展。3) 精耕细作，降本增效: 在“一体两翼”框架下，公司对内精兵简政，通过裁员/技术赋能等手段提效控费。
- **2026 年奶价曙光更可期，龙头复苏或迎来双击。** 2025 年奶价跌幅相对 2024 更加收窄。随着上游去化的持续和下游需求的改善，2026 年原奶供需平衡趋势较 2025 继续更加可期，我们展望奶价企稳并温和抬升，蒙牛乳业作为全国型头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营公司盈利亦会改善，从而迎来双击。
- **现金流优秀，股东回报持续上行。** 2025 年在内部精兵简政等一系列精细化管理战略赋能下，经营性净现金流大幅增长至 87.5 亿元，此外自由现金流达 63 亿元、亦边际增长。伴随现金流改善，分红总额从 2024 年 19.91 亿元提升至 2025 年 20.17 亿元、股息率从 3.17% 提升至 3.98%。26M3 公司发布股东回报计划，明确 2025~2027 年持续提升每股分红、并保持 2024~2025 年回购节奏 (同期回购注销占总股本比重分别为 0.44%、1.01%)，通过分红和回购方式持续保障股东回报。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2026~2027 年归母净利为 48、52 亿元 (原预期为 61、68 亿元)，新增 2028 年归母净利为 56 亿元，同比增长 211%、9%、7%，对应当前 PE 为 12、11、10x，基于需求改善和上游格局向好判断，以及公司业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求复苏、供给去化不及预期；进一步无形资产等减值风险。

### 市场数据

收盘价(港元)	16.73
一年最低/最高价	13.88/18.30
市净率(倍)	1.40
港股流通市值(百万港元)	56,594.09

### 基础数据

每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	51.15
总股本(百万股)	3,878.90
流通股本(百万股)	3,878.90

### 相关研究

《蒙牛乳业(02319.HK): 2024 年报点评: OPM 大超预期, 25 年轻装上阵弹性可期》

2025-03-30

《蒙牛乳业(02319.HK): 减值落地轻装上阵, 25 年业绩弹性可期》

2025-02-19

## 内容目录

1. 盈科而后进，甩掉包袱轻装上阵 .....	5
2. 奶价趋稳，蒙牛双击 .....	8
2.1. 奶价温和复苏更可期，利好头部乳企业绩修复 .....	8
2.2. 蒙牛乳业：聚力蓄势，行在坦途 .....	10
3. 现金流优秀，股东回报持续上行 .....	15
4. 盈利预测及投资建议 .....	16
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

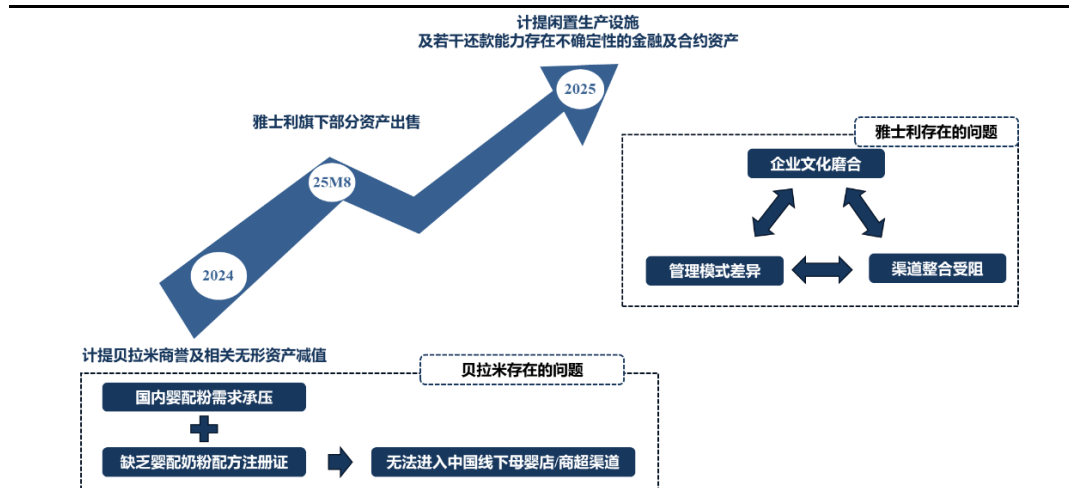
图 1: 蒙牛乳业非核心资产减值梳理.....	5
图 2: 2021~2025 年蒙牛乳业其他非经营损益 .....	5
图 3: 2021~2025 年蒙牛乳业商誉余额 .....	5
图 4: 2021~2025 年蒙牛乳业存货减值 .....	6
图 5: 2021~2025 年蒙牛乳业联营公司相关损失 .....	6
图 6: 2021~2025 年蒙牛乳业 OPM.....	6
图 7: 2021~2025 年蒙牛乳业归母净利润 .....	6
图 8: 贝拉米营收及同比增速.....	7
图 9: 贝拉米净利润.....	7
图 10: 雅士利国际营收及同比增速.....	7
图 11: 雅士利国际净利润及同比增速.....	7
图 12: 21M3~26M3 原奶价格走势 .....	8
图 13: 2025 年奶价跌幅相对 2024 年更加收窄 .....	8
图 14: 奶周期新起点催化逻辑梳理.....	8
图 15: 短中期进口牛肉价格上涨逻辑梳理.....	9
图 16: 2026 巴西牛肉配额大幅收缩.....	9
图 17: 21M1~25M12 中国进出口奶酪价格剪刀差放大 .....	9
图 18: 2013~25 年进口奶酪占国内奶酪总量比重 .....	9
图 19: 后续奶价温和上涨逻辑梳理.....	10
图 20: 蒙牛乳业业绩弹性逻辑梳理.....	10
图 21: 2025 年/25H2 蒙牛乳业分业务营收同比增速.....	11
图 22: 2021~2025 年蒙牛乳业分品类营收结构 .....	11
图 23: “一体两翼”战略梳理 .....	11
图 24: 2021~2025 年液奶业务营收及同比增速 .....	12
图 25: 常温/低温品类逻辑梳理 .....	12
图 26: 2021~2025 年冰淇淋/奶粉营收及同比增速 .....	13
图 27: 冰粉酪品类逻辑梳理.....	13
图 28: 2021~2025 年奶酪营收及同比增速 .....	13
图 29: 2021~2025 年妙可蓝多营收及同比增速 .....	13
图 30: 中国、东南亚各国人均 GDP 对比.....	14
图 31: 2010~15 年中国经济迅速高速增长 .....	14
图 32: 东南亚、中国液奶渗透率对比 (2024A) .....	14
图 33: 蒙牛/伊利在东南亚冰淇淋竞争格局 (2024A) .....	14
图 34: 2024 年蒙牛乳业员工数量大幅缩减.....	15
图 35: 2021~2025 年销售/管理费用率 .....	15
图 36: 2021~2025 年品宣费用占销售费用比重 .....	15
图 37: AI Agent 应用已在蒙牛全面铺开 .....	15
图 38: 2025 年经营性现金流 & 自由现金流边际改善.....	16
图 39: 2021~2025 年蒙牛乳业分红总额与分红率 .....	16
图 40: 2021~2025 年头部乳企股息率对比 .....	16
图 41: 2023~2025 年蒙牛乳业回购注销占总股本比重 .....	16

表 1: 乳制品深加工产能布局梳理.....	9
表 2: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 亿元人民币) .....	17
表 3: 可比公司估值表 (截至 2026/05/25 收盘价) .....	18

## 1. 盈科而后进，甩掉包袱轻装上阵

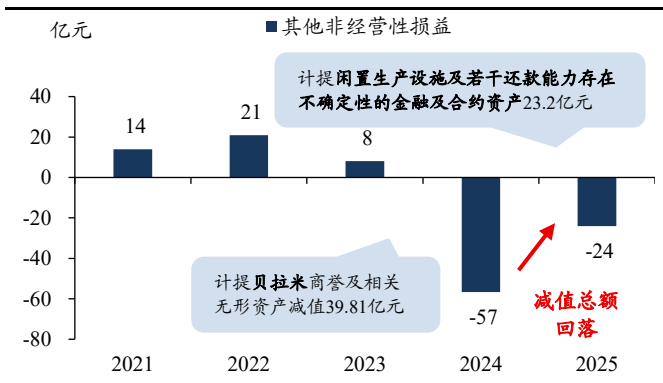
减值非核心资产、优化闲置产能，公司积极清理历史遗留问题，盈科而后进。2024~2025 年公司通过对除前期收购资产的大规模计提商誉和无形资产减值之外，还对在建工程及厂房设备等固定资产、应收账款等金融资产，以及存货等计提减值，充分的多维度清理，财务更加稳健。1) 2024 年公司大额计提减值的有贝拉米商誉及相关无形资产减值，其对公司业绩影响达 39.81 亿元；此外还有存货减值 9.11 亿元；2) 2025 年大额减值集中在金融资产（18.89 亿）、固定资产和在建工程（合计 4.31 亿），存货减值 4.69 亿已经较 2024 年有所回落（主要是原料奶喷粉），此外 25M8 公司出售雅士利旗下部分资产，进一步优化资产组合。2025 年联营公司相关损失 8.04 亿元较上年基本平稳（2024 年为 8.71 亿元，主要系现代牧业业绩拖累）。减值总额回落，而 OPM 基本平稳，2025 年业绩修复显著。

图1：蒙牛乳业非核心资产减值梳理



数据来源：公司公告，食品内参公众号，快速消费品精英俱乐部公众号，大V商业公众号，东吴证券研究所

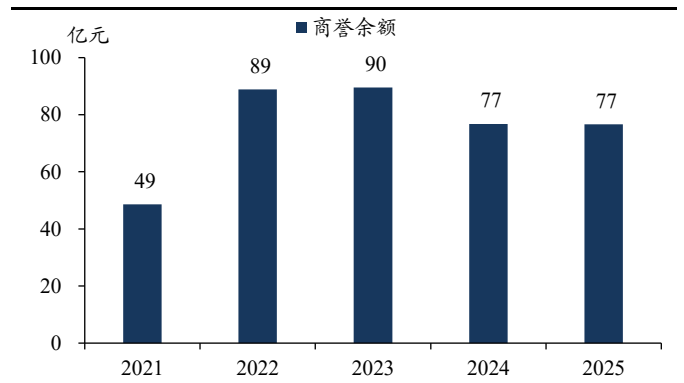
图2：2021~2025 年蒙牛乳业其他非经营损益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

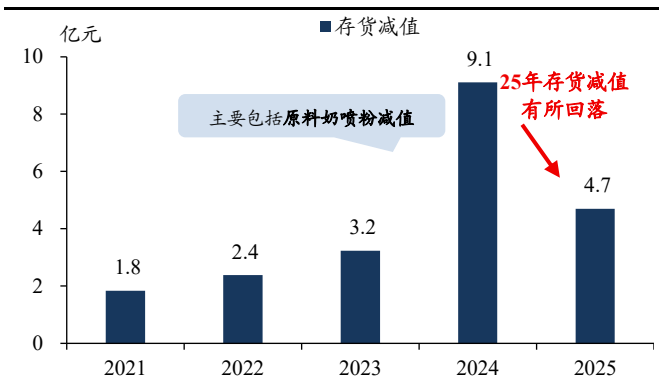
注：其他非经营性损益包括其他金融资产减值、其他支出等，其他支出包括商誉减值和无形资产减值等

图3：2021~2025 年蒙牛乳业商誉余额



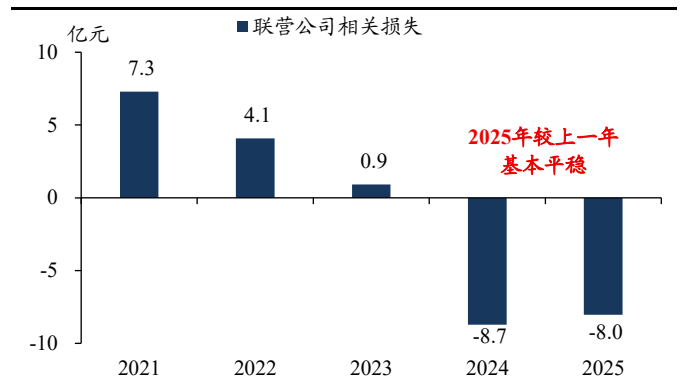
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2021~2025年蒙牛乳业存货减值



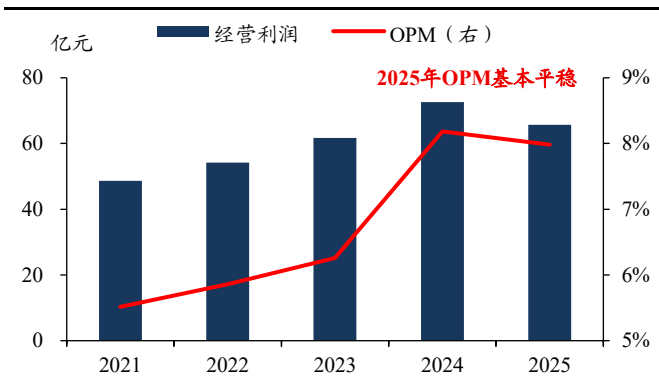
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2021~2025年蒙牛乳业联营公司相关损失



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

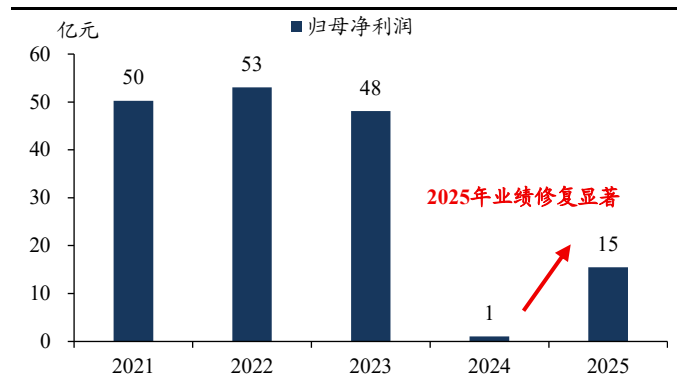
图6：2021~2025年蒙牛乳业 OPM



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：经营利润=毛利-业务经营费用，其中报表披露口径的业务经营费用包括销售及经销费用、行政费用及教育附加费、城市维护建设税及其他税项

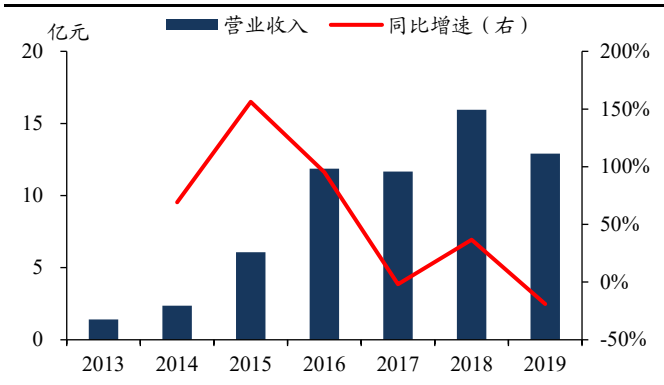
图7：2021~2025年蒙牛乳业归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

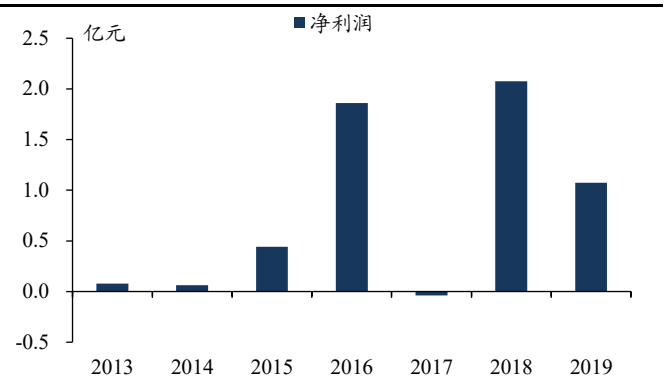
贝拉米商誉及相关无形资产减值：贝拉米是澳洲有机婴配粉及婴儿食品产商，过去借助电商渠道在中国市场构建起品牌知名度。2019年公司以40.1亿元出售君乐宝51%股权，同年以15亿澳元收购贝拉米、收购溢价约59%（收购邀约发布前1天贝拉米股价8.32澳元/股，蒙牛拟以12.65澳元/股收购、贝拉米获准派付特别股息每计划股份0.60澳元，蒙牛实际收购成本约13.25澳元/股），旨在快速切入有机奶粉市场、并与旗下雅士利形成协同效应，完善婴配粉业务布局。近年国内婴配粉需求承压，叠加贝拉米因缺乏婴配奶粉配方注册证无法进入中国线下母婴店/商超渠道销售，贝拉米业务经营持续承压，2024年计提贝拉米商誉及相关无形资产减值39.81亿元、一次性出清潜在负担。

图8: 贝拉米营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

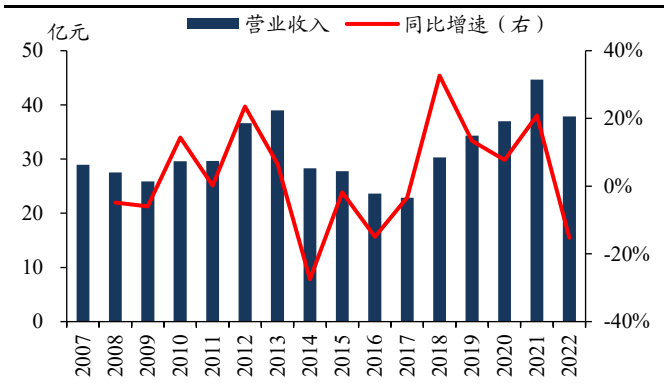
图9: 贝拉米净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

雅士利旗下部分资产出售: 2013年蒙牛通过收购雅士利补齐奶粉业务短板, 但后续因 1) 企业文化磨合, 蒙牛经营狼性、雅士利家族企业特征浓厚相对保守; 2) 管理模式差异, 蒙牛彼时决策链路复杂层级多、雅士利管理架构简单灵活; 3) 渠道整合受阻, 双方渠道利润未能妥善协调等, 2016年公司计提雅士利相关奶粉产品业务商誉减值 22.5 亿元。2025年公司进一步调整优化资产组合, 25M8 新西兰乳业公司 a2 Milk 以约 2.82 亿新西兰元收购雅士利新西兰乳品有限公司部分资产 (包括一家位于新西兰本土的工厂和附带的两张国内奶粉注册配方)。

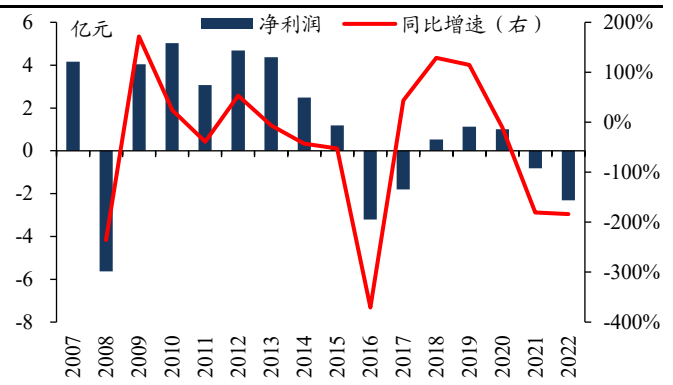
图10: 雅士利国际营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 雅士利国际已于 2023 年退市, 故数据从 2023 年开始不再更新, 右同

图11: 雅士利国际净利润及同比增速



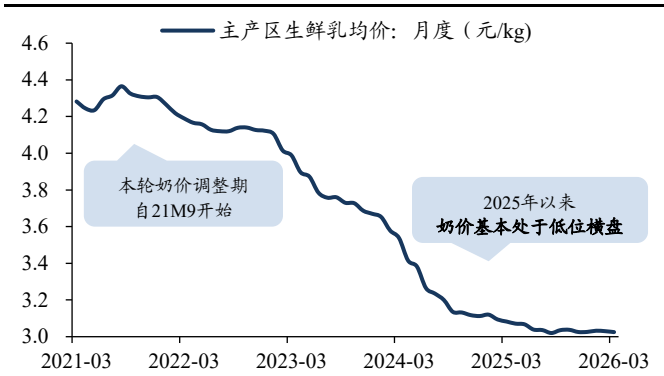
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 奶价趋稳，蒙牛双击

### 2.1. 奶价温和复苏更可期，利好头部乳企业绩修复

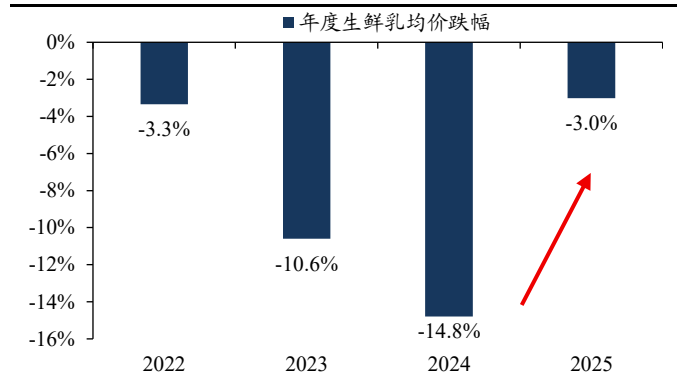
2026 年原奶供需平衡加速确立，奶价温和复苏更可期，全国型头部乳企蒙牛乳业能享受吨价提升和费投优化红利。本轮奶价调整期自 21M9 开始，持续时间长、调整幅度大，2025 年以来基本处于低位横盘、且 2025 年奶价跌幅相对 2024 年更加收窄。伴随肉奶共振加速存栏去化、乳制品精深加工增强原奶消化新路径，2026 年原奶供需平衡趋势较 2025 继续更加可期，判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏而不激进，深加工占比和上游牧场规模化率逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。伴随后续奶价温和反转，中小乳企成本端压力增大，部分小乳企被动出清，竞争格局边际修复；大乳企凭借规模优势吨成本相对可控，并可以享受吨价提升和费投优化红利，此外联营公司盈利亦会有所改善。1) 吨价端：从过去奶价上行周期看，大乳企通过直接提价等措施应对原奶采购价格上行，带动吨价提升，强化盈利能力；2) 费控端：市场竞争趋缓，乳企渠道费投更加理智。

图 12: 21M3~26M3 原奶价格走势



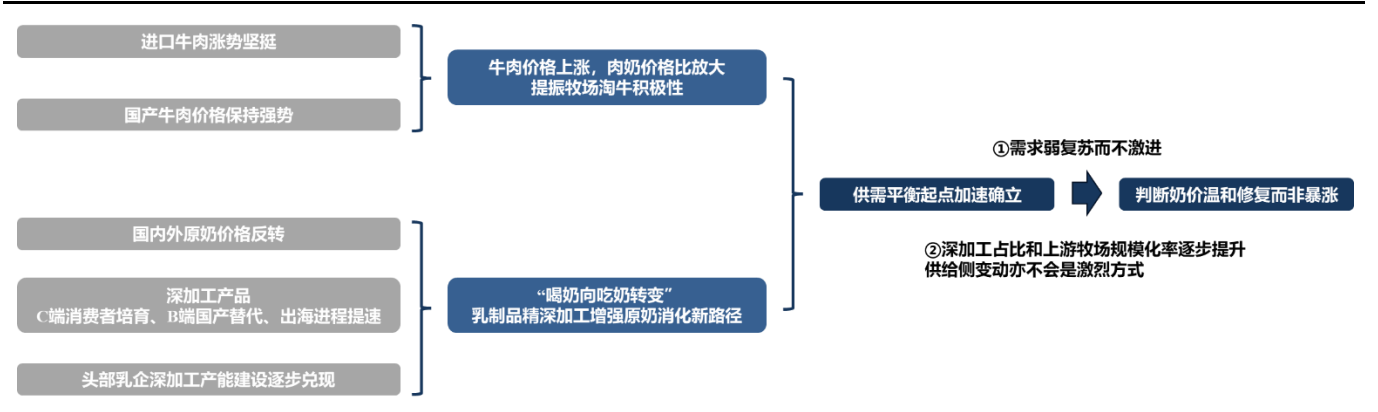
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2025 年奶价跌幅相对 2024 年更加收窄



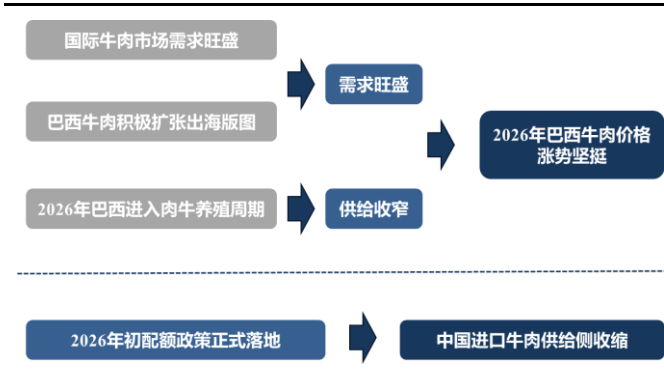
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 奶周期新起点催化逻辑梳理



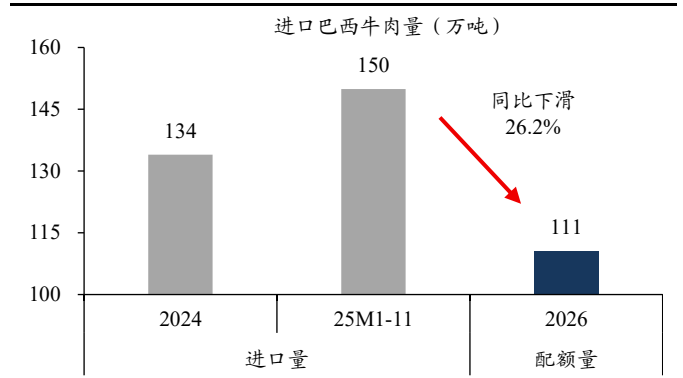
数据来源: 东吴证券研究所

图15: 短中期进口牛肉价格上涨逻辑梳理



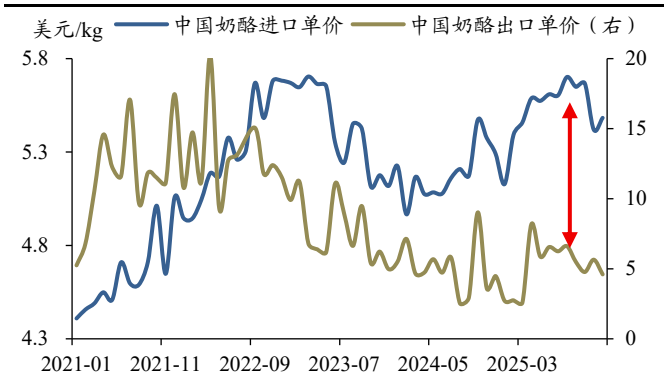
数据来源: 东吴证券研究所

图16: 2026 巴西牛肉配额大幅收缩



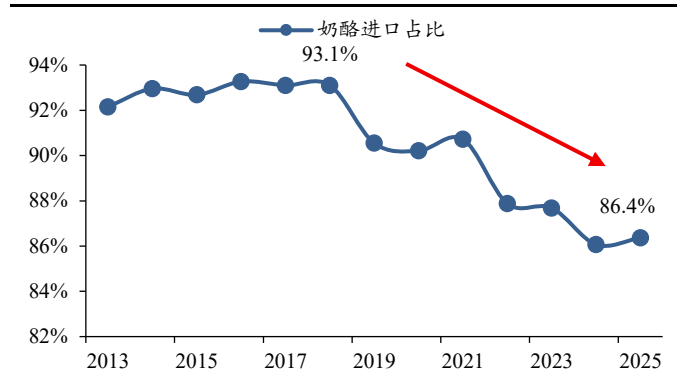
数据来源: 商务部, 东吴证券研究所

图17: 21M1~25M12 中国进出口奶酪价格剪刀差放大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2013~25 年进口奶酪占国内奶酪总量比重



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 乳制品深加工产能布局梳理

主要乳企	深加工产能布局情况
伊利股份	<p><b>现代智慧健康谷奶酪基地:</b> 累计投资规划 30 亿元, 全部建成后可实现年产能 20 万吨、年产值 50 亿元, 是目前国内单体产能最大奶酪生产基地</p> <p><b>三期乳深加工项目 (2024 年 4 月启动):</b> 设计日处理鲜牛奶 600 吨, 涵盖稀奶油、淡奶油、新鲜奶酪、低脂凝块、乳清浓缩液及乳铁蛋白粉生产线, 其中低脂凝块生产线 2025 年 5 月量产、马苏里拉奶酪线预计 2025 年底投产</p> <p><b>“奶立方”项目 (2024 年启动):</b> 设计日处理原奶 600 吨, 生产酪蛋白、乳脂等高端原料</p>
蒙牛乳业	<p><b>高附加值项目突破:</b> 2025 年 12 月蒙牛宣布已完成包括马斯卡彭奶酪、乳铁蛋白、披萨奶酪、脱盐乳清粉 D90 及胶束酪蛋白 MCC 等产品的测试工作, 其中马斯卡彭奶酪已率先上市</p>
妙可蓝多	<p><b>长春特色乳品综合加工基地 (2024 年 9 月启动):</b> 总投资 12.6 亿元, 建设以研发、生产原制奶酪产品为主的大型生产基地, 打造国内第一个以鲜奶为原料的大型原制奶酪加工现代化智能工厂, 预期 2026 年建成投产</p> <p><b>高附加值产品深化布局:</b> 2025 年 11 月公司推出首款国产原制马苏里拉奶酪, 打破了完全依赖进口的局面</p>

数据来源: 乳业时报公众号, 中国饮品快报公众号, 活力和林格尔公众号, 长春新闻公众号, 新乳业公众号, 吉林省商务厅, 东吴证券研究所

图19: 后续奶价温和上涨逻辑梳理

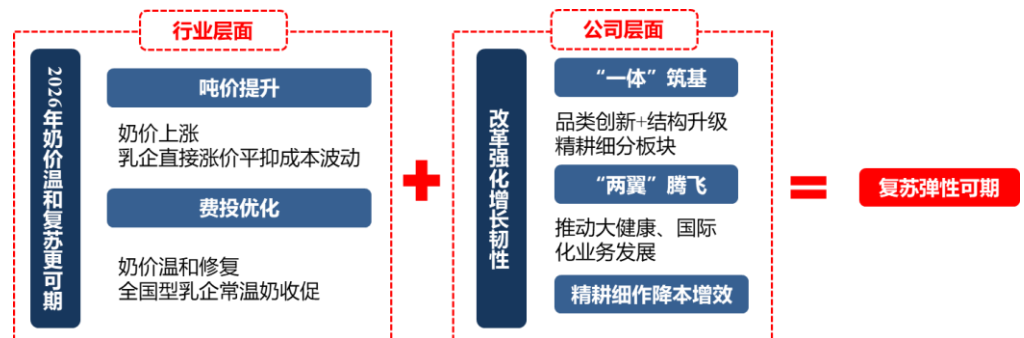


数据来源: 中国政府网, 奶牛微看公众号, Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 蒙牛乳业: 聚力蓄势, 行在坦途

**改革强韧性, 蓄力迎增长。**2024 年常温事业部负责人高飞接力卢敏放、上任蒙牛总裁, 提出“一体两翼”战略, 将主体业务、创新业务、国际化业务相结合, 优化业务结构, 强化经营韧性。2025 年战略起效, 非液奶业务增长亮眼、“两翼”布局持续走向深入, 同时运营管理亦日益精细, 蓄力迎接周期复苏。

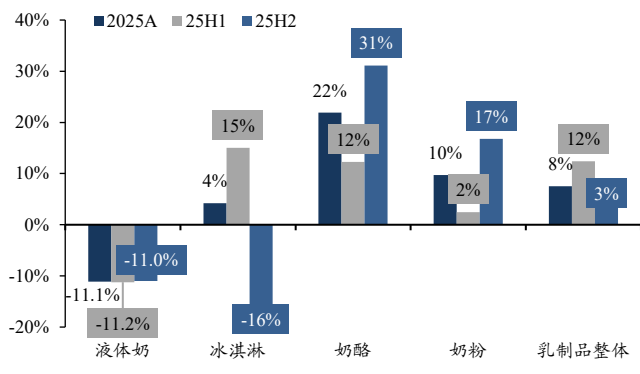
图20: 蒙牛乳业业绩弹性逻辑梳理



数据来源: 东吴证券研究所

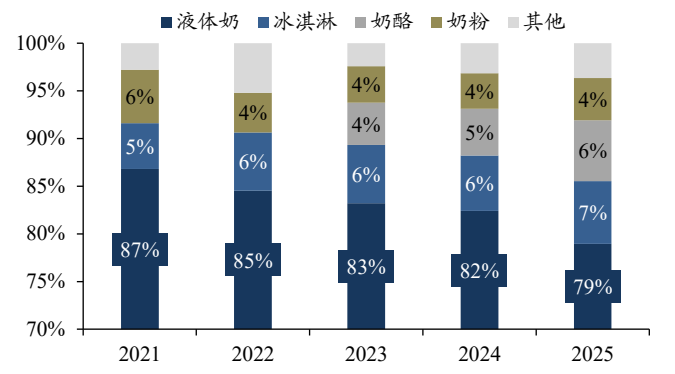
1) “一体”筑基, 非液奶业务增长亮眼: “一体”指公司核心业务, 包括常温、低温、鲜奶、冰品、奶酪、奶粉, 通过品类创新和结构升级, 持续精耕细分板块。2025 年液奶、冰淇淋、奶酪、奶粉营收分别同比-11%、+4%、+22%、+10%, 奶粉、奶酪和国内冰淇淋实现强势增长 (国内冰淇淋业务全年实现双位数增长), 海外冰淇淋业务受东南亚市场需求走弱等因素掣肘相对承压、拖累整体冰淇淋表现, 同时自 25H2 开始液奶下滑趋势亦边际改善, 25H2 营收较 25H1 环比提升 0.2pct, 常温、低温经营稳健回升。

图21: 2025年/25H2 蒙牛乳业分业务营收同比增速



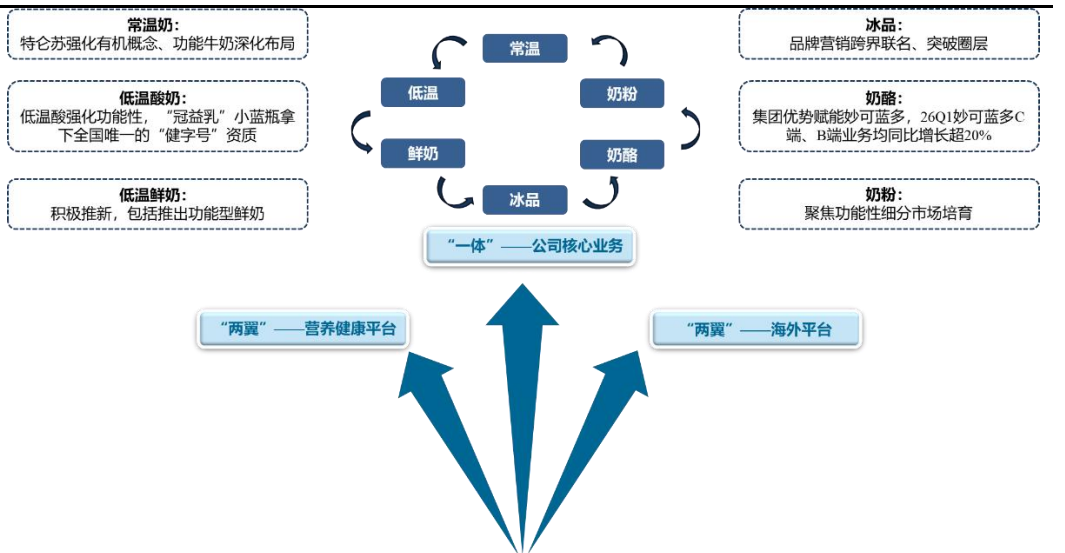
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 2021~2025年蒙牛乳业分品类营收结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: “一体两翼”战略梳理



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

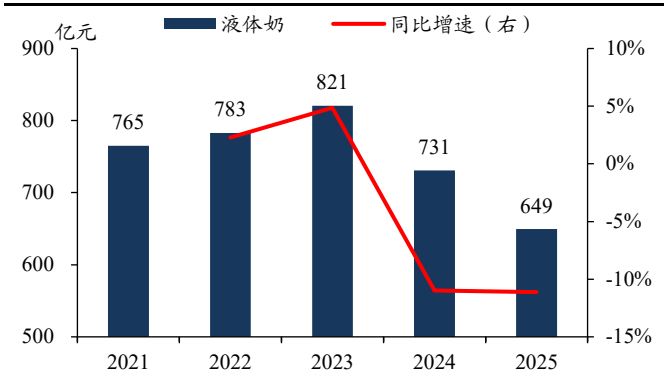
液奶: 2025年、25H2业务实现营收649、327亿元, 分别同比-11.1%、-11.0%, 原奶供需调整期常温奶为核心拖累、低温奶是结构亮点, 2025年低温酸表现稳健、低温鲜实现双位数增长, 此外自25H2开始常温奶环比逐步企稳向好。

一是常温奶品类, 一方面核心大单品特仑苏夯实竞争高地, 通过推出沙漠有机等新品进一步强化“有机”概念; 另一方面功能牛奶深化布局, 包括推出针对乳糖不耐受人群的“软牛奶”系列, 以及益生元牛奶、维生素牛奶系列等。

二是低温奶品类, 1) 低温酸奶行业自25Q4开始同比逐月复苏, 公司通过产品创新(如保健产品)、渠道拓展(线上线下及智能渠道)、市场覆盖等夯实优势, 例如25M12优益C低聚半乳糖益生菌饮品获得“健字号”(即获得国家市场监督管理总局颁发的《国产保健食品注册证书》), 产品强调“有助于调节肠道菌群”和“有助于消化”两大保健功能, 此前“冠益乳”小蓝瓶为国内首款获批“健字号”的酸奶产品。2) 低温鲜奶聚焦高蛋白、高价值产品培育, 2025年鲜奶业务营收实现双位数增长、且市场份额进一步

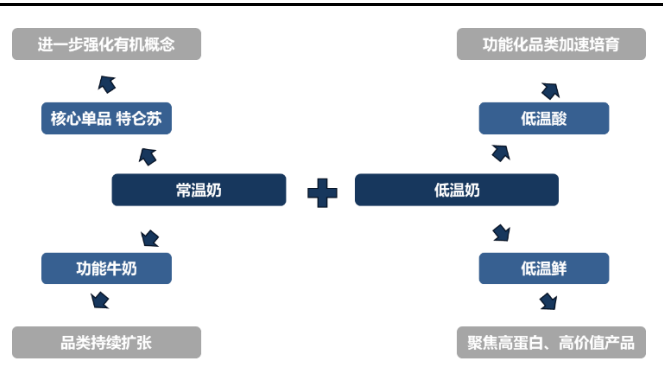
提升，其中“每日鲜语”通过做强 4.0 核心产品、以零乳糖双蛋白/A2 $\beta$ -酪蛋白等新品切入高端鲜奶细分赛道，单品也实现双位数增长。

图24: 2021~2025年液奶业务营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 常温/低温品类逻辑梳理



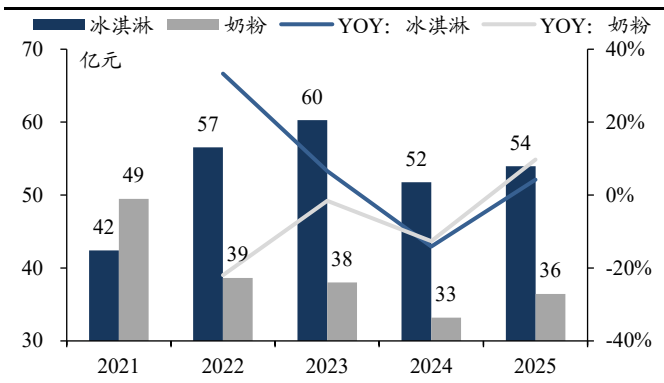
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

冰淇淋: 2025年、25H2业务实现营收54、15亿元，同比+4%、-16%，国内外经营表现分化，国内冰淇淋全年实现双位数增长，而海外冰淇淋业务相对承压，主要受东南亚市场需求走弱等因素掣肘。对于国内市场，公司通过品牌营销跨界联名、突破圈层，例如“随变”联合福彩快乐8首创“彩票+雪糕”的消费场景等。

奶粉: 2025年、25H2业务实现营收36、20亿元，同比+10%、+17%，公司通过产品升级（如贝拉米）、国际市场驱动及线上渠道（如抖音、小红书等）布局，实现逆势增长。例如“瑞哺恩”推出“双Sn-2”配方奶粉，推动行业竞争从“含量与配比”转向“结构与吸收”的高维赛道；又如公司基于Lc19菌株的重大突破，推出悠瑞安糖盾益生菌粉，为控糖人群提供精准、专业的营养支持等。

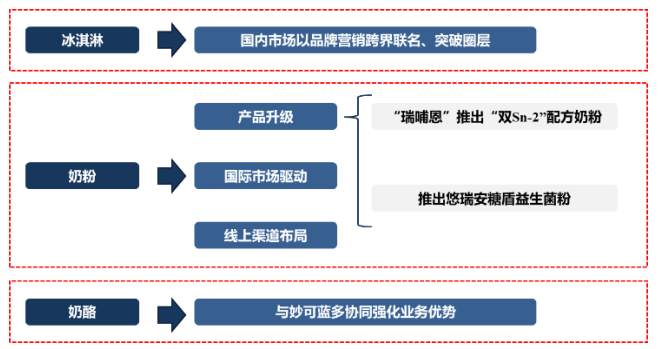
奶酪: 2025年、25H2业务实现营收53、29亿元，同比+22%、+31%，奶酪业务增长势能强劲，公司与妙可蓝多协同强化（2020年起蒙牛多次增持妙可蓝多股份，2021年蒙牛成为妙可蓝多控股股东，2022年妙可蓝多并表蒙牛，2024年蒙牛将奶酪业务100%股权注入妙可蓝多，实现业务协同），进一步夯实行业领先地位。2025年妙可蓝多BC共振、双轮驱动增长，全年营收增速达16%；26Q1妙可蓝多营收同比+32%、C端/B端业务均同比增长超20%，其中C端业务自25H2开始进一步优化，通过下沉市场散称、产品调整及电商内容营销等方式发力新增长点。

图26: 2021~2025年冰淇淋/奶粉营收及同比增速



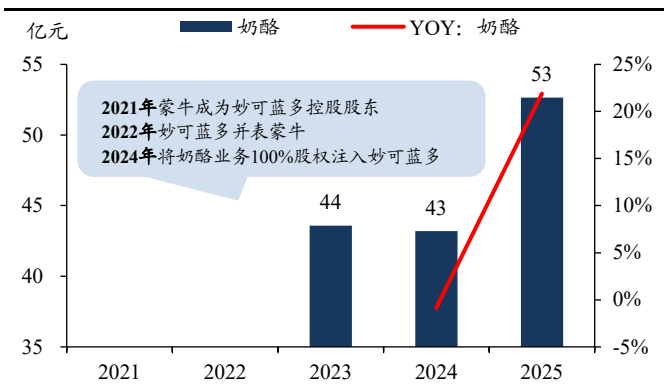
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 冰粉酪品类逻辑梳理



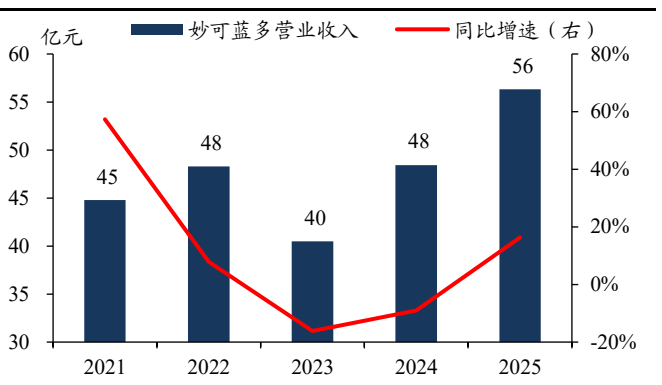
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 2021~2025年奶酪营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 2021~2025年妙可蓝多营收及同比增速



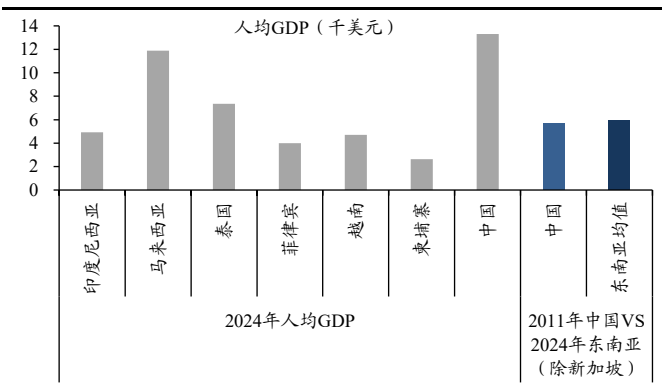
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) “两翼”腾飞，布局持续走向深入：“两翼”指营养健康平台和海外平台，布局乳品精深加工、整合优化海外品牌资产，推动大健康、国际化业务发展。

营养健康业务：现阶段国内外奶酪价格剪刀差扩大，国产奶酪价格优势显露，2024年公司启动“奶立方”项目，自主研发GOSS专利技术（技术既能完整保留奶源的原有结构与特殊营养价值，又能将牛乳中多种营养成分无损、有序分离制备），生产酪蛋白、乳脂等高端原料；2025年乳铁蛋白、胶束酪蛋白、脱盐乳清粉D90等高附加值产品成功达标，马斯卡彭奶酪、原制马苏里拉奶酪相继下线，同时运动营养品牌“迈胜”已完成近亿元A轮融资。伴随公司具备量产能力的深加工生产线陆续落地，全产业链布局形成协同效应：一方面原料品质与中小乳企拉开差距，公司紧握优质奶源稳定供应；另一方面产品价格更优，公司不仅能享受行业整体原奶低价红利，更拥有强大规模效应优势。

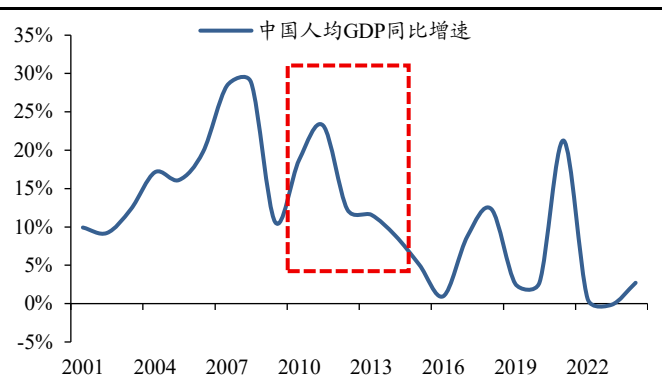
海外业务：以冰淇淋为例，东南亚市场消费潜力旺盛（类似国内2010~2015年经济高增时期），乳品消费尚处于起步阶段，2025年东南亚液奶人均消费量仅约中国消费量的1/3；2021年蒙牛收购东南亚冰淇淋品牌艾雪，通过免费冰柜投放等本地化策略在东南亚市场站稳脚跟，2025年艾雪在印尼保持第一市场地位，并向菲律宾、越南及非洲、拉美等新兴市场延伸，为后续全品类导入和全球市场开拓积攒成功经验。

图30: 中国、东南亚各国人均 GDP 对比



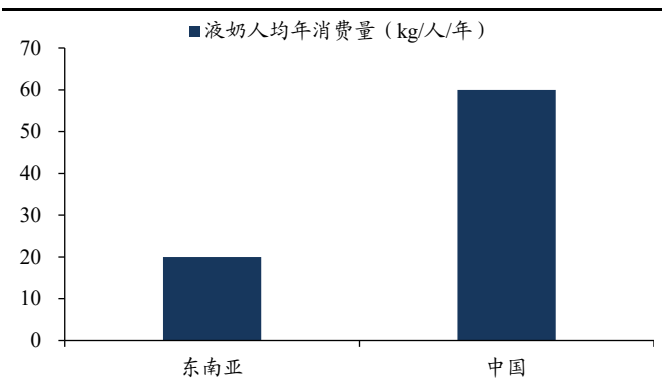
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2010~15 年中国经济迅速高速增长



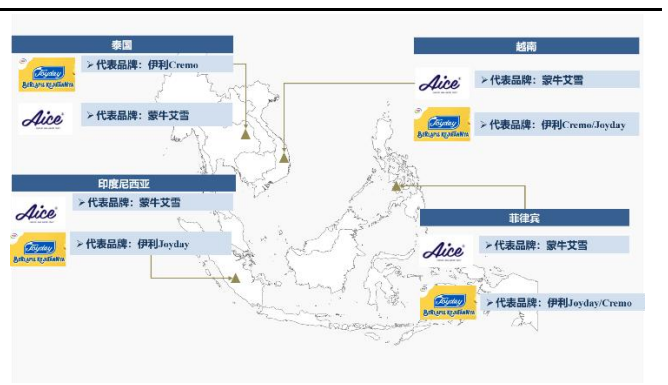
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 东南亚、中国液奶渗透率对比 (2024A)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 蒙牛/伊利在东南亚冰淇淋竞争格局 (2024A)

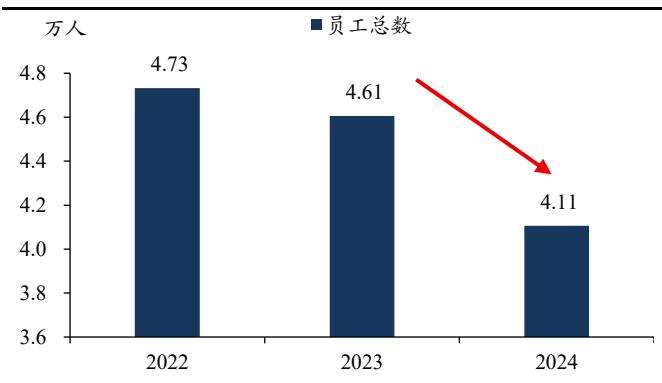


数据来源: 出海 GO+公众号, 《中国冰淇淋》公众号, 东吴证券研究所

**3) 精耕细作, 降本增效:** 在“一体两翼”战略框架下, 公司对内精兵简政, 通过裁员/技术赋能等手段提效控费, 集团员工数量从 2023 年 4.61 万人精简至 2024 年 4.11 万人; 2025 年精兵简政战略持续深化, 同期销售费用率为 26.3%、同比+0.2pct, 管理费用率为 5.0%、同比+0.3%, 其中品宣费用占销售费用比重同比提升 3.5pct 至 34.3%, 短期品宣费用边际加码对费用率表现造成一定影响, 但不掩费控强化之势。

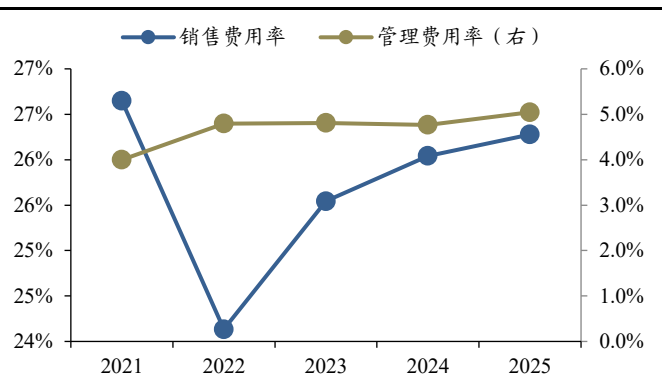
以 AI Agent 赋能运营管理为例、技术赋能降本增效, 自 22H2 开始公司逐步摸索生成式 AI 在公司运营中的应用, 2023 年在营销场景上线“广告投放 Agent”, 整体评估人群圈选、媒体策略制定、内容生成及定向匹配投放等广告端到端投放全流程效果; 2024 年集团已有 13 个品牌在“AI 投手”平台投放、投放响应率较传统人工投放方式提升 12%, 同期公司梳理内部全流程, 识别出近半数 L3 级别能力可以通过 AI Agent 替代, 此外技术层面已有 30%的代码由 AI 完成、50%的自动测试由 AI 执行。

图34: 2024年蒙牛乳业员工数量大幅缩减



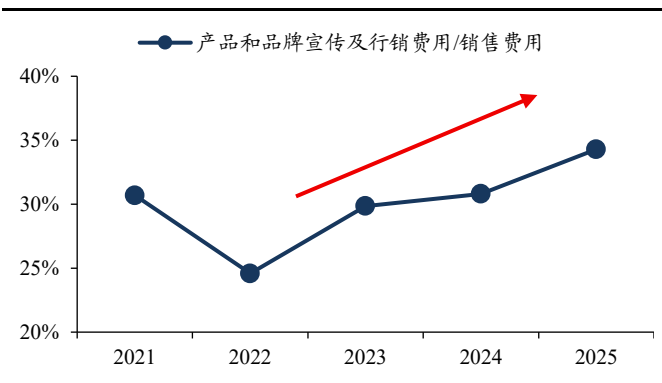
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 2021~2025年销售/管理费用率



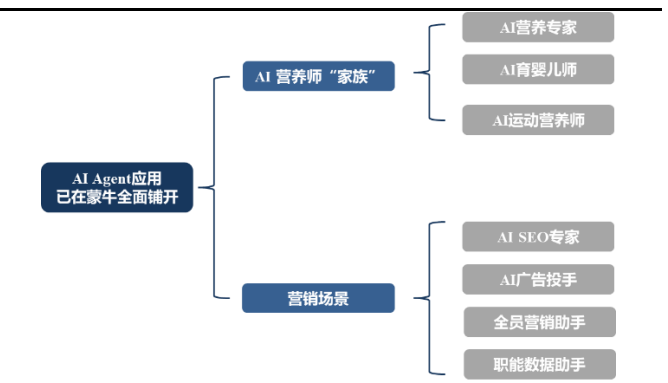
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 2021~2025年品宣费用占销售费用比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: AI Agent应用已在蒙牛全面铺开

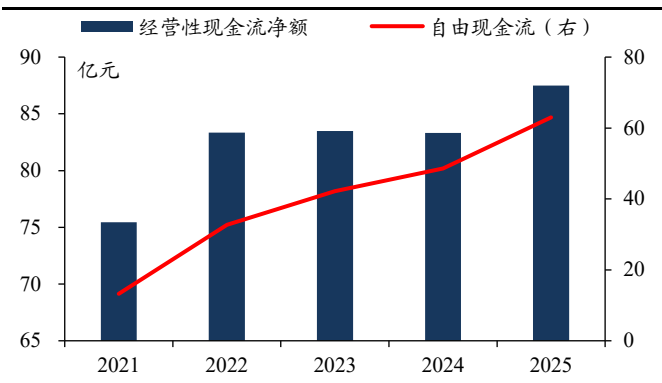


数据来源: 秒针营销科学研究, 东吴证券研究所

### 3. 现金流优秀, 股东回报持续上行

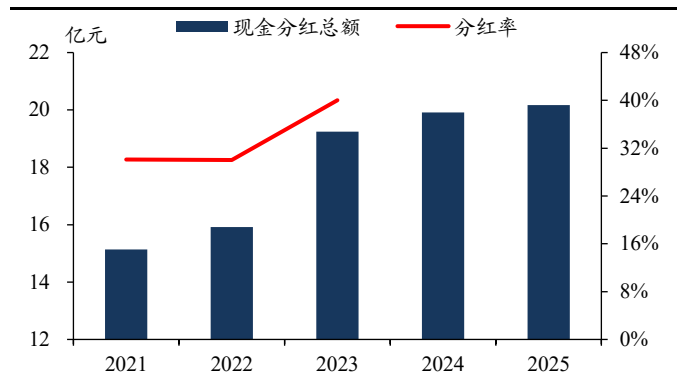
现金流边际改善, 股东回报计划彰显发展自信。2022~2024年公司经营性净现金流保持稳健(分别为83.3、83.5、83.3亿元), 2025年在内部精兵简政等一系列精细化管理战略赋能下, 经营性净现金流大幅增长至87.5亿元, 此外自由现金流达63亿元、亦边际增长。伴随现金流改善, 分红总额从2024年19.91亿元提升至2025年20.17亿元、股息率从3.17%提升至3.98%。26M3公司发布股东回报计划, 明确2025~2027年持续提升每股分红、并保持2024~2025年回购节奏(同期回购注销占总股本比重分别为0.44%、1.01%), 通过分红和回购方式持续保障股东回报。

图38: 2025年经营性现金流&amp;自由现金流边际改善



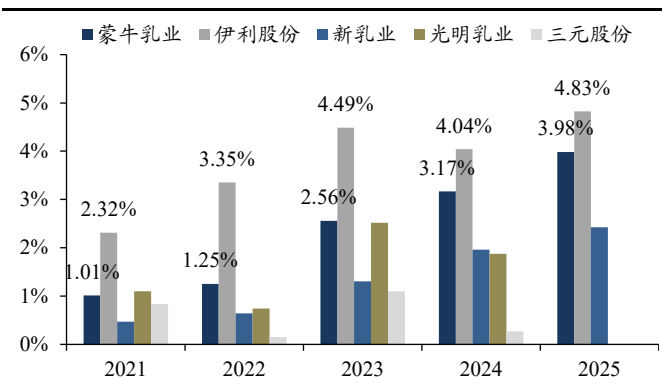
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 2021~2025年蒙牛乳业分红总额与分红率



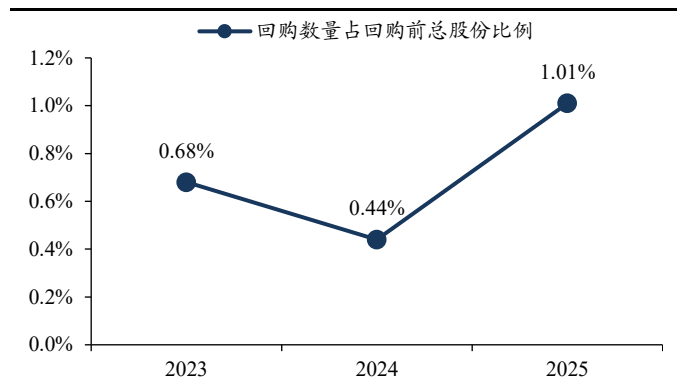
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 2021~2025年头部乳企股息率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 2023~2025年蒙牛乳业回购注销占总股本比重



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

蒙牛乳业是头部全国型乳企，2024~2025年公司通过充分的多维度清理报表负担，财务更加稳健。2025年“一体两翼”战略起效，非液奶业务增长亮眼、“两翼”布局持续走向深入，蓄力迎接周期复苏。随着上游去化的持续和下游需求的改善，2026年原奶供需平衡趋势较2025继续更加可期，我们展望奶价企稳并温和抬升，蒙牛乳业作为全国型头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营公司盈利亦会改善，从而迎来双击，此外股东回报有望稳步走高、持续兑现。

收入端，预计2026~2028年公司收入同比增长5.0%、4.6%、3.8%，分品类看，1) 液态奶：伴随原奶供需平衡新起点确立，利好液奶需求企稳，预计2026~2028年液奶营收同比增速为3.7%、3.2%、2.3%。2) 冰激凌：东南亚市场依然具备亮眼消费潜力，国内市场持续优化产品布局、场景适配，预计2026~2028年冰激凌营收同比增速为7.0%、6.5%、6.0%。3) 奶粉：公司通过技术研发赋能奶粉品类布局，预计2026~2028年奶粉营收同比增速为6.0%、5.5%、5.0%。4) 奶酪：国内外价格剪刀差放大，公司具备量产能力的产线陆续投产，形成全产业链协同效应与规模优势，奶酪产品质价比优势显著，加速B端国产替代和产品出海节奏，预计2026~2028年奶酪营收同比增速为20.0%、

18.0%、16.0%。

利润端，公司减值充分轻装上阵，后续业绩复苏弹性可期。一方面 2026 年原奶供需平衡加速确立，奶价温和复苏更可期，公司作为全国型头部乳企能享受吨价提升和费投优化红利，带动盈利能力强化；另一方面 2024~2025 年陆续减值非核心资产、释放历史包袱，同时在“一体两翼”战略领导下，公司持续优化业务结构、强化经营韧性，内部运营管理亦日臻精细，公司正步履轻盈行在坦途，2026~2028 年盈利弹性大。

表2: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 亿元人民币)

亿元人民币	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	986.2	886.7	822.4	863.5	903.3	937.6
YOY	6.5%	-10.1%	-7.3%	5.0%	4.6%	3.8%
液态奶	820.7	730.7	649.4	673.4	695.3	711.3
YOY	4.9%	-11.0%	-11.1%	3.7%	3.2%	2.3%
冰淇淋	60.3	51.8	53.9	57.7	61.5	65.1
YOY	6.6%	-14.1%	4.2%	7.0%	6.5%	6.0%
奶粉	38.0	33.2	36.4	38.6	40.7	42.8
YOY	-1.6%	-12.7%	9.7%	6.0%	5.5%	5.0%
奶酪	43.6	43.2	52.7	63.2	74.6	86.5
YOY	229.8%	-0.9%	21.9%	20.0%	18.0%	16.0%
其他产品	23.7	27.9	30.0	30.6	31.2	31.9
YOY	-50.8%	18.0%	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	37.2%	39.6%	39.9%	40.0%	40.1%	40.2%
销售费率	25.5%	26.0%	26.3%	24.7%	24.7%	24.6%
管理费	4.8%	4.8%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%
归母净利润	48.1	1.0	15.5	48.0	52.4	56.1
YOY	-9.3%	-97.8%	1378.7%	210.8%	9.2%	7.0%
归母净利率	4.9%	0.1%	1.9%	5.6%	5.8%	6.0%

数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取全国型头部乳企伊利股份、区域型头部乳企新乳业和天润乳业、细分赛道龙头妙可蓝多和中国飞鹤作为可比公司，2026~2028 年可比公司平均 PE 为 18x、15x、13x。蒙牛乳业是头部全国型乳企，2024~2025 年公司通过充分的多维度清理报表负担，财务更加稳健，基于需求改善和上游格局向好判断，以及公司业绩弹性，维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表 (截至 2026/05/25 收盘价)

股票代码	可比公司	总市值 亿元	收盘价 元	PE			归母净利 (亿元)			归母净利同比			
				2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2319.HK	伊利股份	1,662	26.27	14	13	12	115.7	122.2	132.4	143.4	5.7%	8.4%	8.3%
002946.SZ	新乳业	145	16.88	16	14	12	7.3	8.8	10.3	11.8	20.6%	16.6%	14.4%
600419.SH	天润乳业	28	8.82	23	17	13	0.4	1.2	1.7	2.1	193.7%	36.7%	24.6%
600882.SH	妙可蓝多	94	18.50	27	20	16	1.2	3.4	4.7	5.8	189.9%	35.6%	25.0%
6186.HK	中国飞鹤	246	2.69	10	10	9	19.4	23.5	25.2	27.1	20.9%	7.5%	7.6%
	均值			18	15	13							
600887.SH	蒙牛乳业	566	14.49	12	11	10	15.5	48.0	52.4	56.1	210.8%	9.2%	7.0%

数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 1) 伊利股份盈利预测参考东吴证券预测, 其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据; 2) 所有货币单位均为人民币; 3) 港元兑人民币汇率参考 2026 年 5 月 25 日的 0.8660

## 5. 风险提示

**需求复苏不及预期:** 消费需求复苏偏弱, 短期需求持续疲软、中长期乳品渗透率提升不及预期, 将影响公司业绩修复。

**供给去化不及预期:** 上游牧场产能难以快速改善, 产能去化不及预期将拖累原奶供需平衡节奏, 导致奶价持续低迷、行业竞争加剧, 公司盈利弹性释放亦会受到影响。

**进一步无形资产等减值风险:** 公司子公司较多, 如果子公司经营不佳引发商誉减值, 公司盈利能力可能承压。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>