

买入
减值靴子落地，26年有望迎来复苏
蒙牛乳业 (2319.HK)

2026-04-10 星期五

【投资要点】
➤ 收入表现承压，利润主要受减值影响

2025年，公司实现收入822.5亿元，同比-7.3%，收入下滑主要受液态奶业务下滑拖累；实现归母净利润15.46亿元，在低基数下（24年减值商誉及无形资产减值合计约46亿元）同比+1378.9%；公司25年在金融资产、固定资产等方面共计减值23.2亿元（24年为3.93亿元）。

➤ 液奶下滑，其他业务保持增长

2025年，公司液态奶/冰激凌/奶粉/奶酪/其他业务分别实现收入649.4/53.9/36.4/52.6/30.0亿元，同比-11.1%/+4.2%/+9.7%/+21.9%/+7.5%。公司液态奶业务下滑主要受消费端需求疲软及行业产能阶段性过剩影响，预计销量下降大于对价格下降的影响。奶粉业务25H2增长提速，主要受益于瑞哺恩系列新品及悠瑞中老年奶粉市占率登顶，圣贝拉在海外市场表现亮眼。奶酪业务受益于妙可蓝多在C端与B端的双轮驱动，市占率持续提升。

➤ 毛利率改善，费用管控良好

2025年，公司实现毛利率39.9%，同比+0.3ppt，受益于原材料奶价低位及产品结构优化；销售费用率26.3%，同比+0.2ppt；管理费用率5.0%，同比+0.3ppt。虽然公司持续强化成本管控和费用优化，但规模经济效益被削弱，公司经营利润率同比-0.2ppt至8.0%。

➤ 维持“买入”评级，目标价21.91港元/股

公司今年以来液态奶业务实现增长，后续随着外部环境继续改善，业绩将从底部修复。我们预计公司26-28年归母净利润为49.79/55.34/62.28亿元，给予2026年15倍PE，对应21.91港元/股目标价，较现价有26.8%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	88,675	82,245	85,994	89,786	93,615
同比增长	-10.09%	-7.25%	4.56%	4.41%	4.26%
毛利率	39.6%	39.9%	39.0%	39.0%	39.0%
归母净利润	105	1,545	4,979	5,534	6,228
同比增长	-97.8%	1378.7%	222.2%	11.2%	12.5%
净利润率	0.1%	1.9%	5.8%	6.2%	6.7%
每股盈利(元)	0.03	0.40	1.28	1.42	1.60
PE@17.28HKD	561.0	38.3	11.8	10.6	9.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**21.91 港元**
 现价：**17.28 港元**
 预计升幅：**26.8%**

重要数据

日期	2026-4-9
收盘价(港元)	17.28
总股本(亿股)	38.79
总市值(亿港元)	670.27
净资产(亿元)	471.82
总资产(亿元)	965.78
52周高低(港元)	13.88/20.80
每股净资产(元)	10.45

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

中粮集团	23.94%
Mitsubishi	7.88%
FIL	6.03%
UBS	5.39%
BBH	5.03%

相关报告

蒙牛乳业更新报告-20250506
 蒙牛乳业更新报告-20250902

研究部

姓名：李芳芳
 SFC：BJO038
 电话：0755-82846267
 Email：liff@gzq.com.hk

【报告正文】

➤ 收入表现承压，利润主要受减值影响

2025年，公司实现收入822.5亿元，同比-7.3%，收入下滑主要受液态奶业务下滑拖累；收入按量价拆分，销量下降4%，综合价格下降约3%，销量下降对收入影响更明显。公司实现归母净利润15.46亿元，在低基数下（24年减值商誉及无形资产减值合计约46亿元）同比+1378.9%；公司25年在金融资产、固定资产等方面共计减值23.2亿元（24年为3.93亿元）。

图1：公司营收及同比情况（单位：百万元）

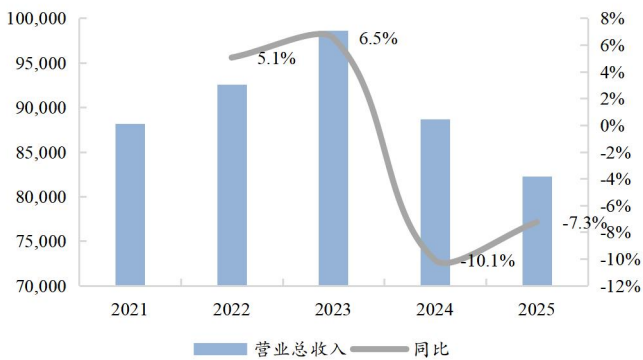
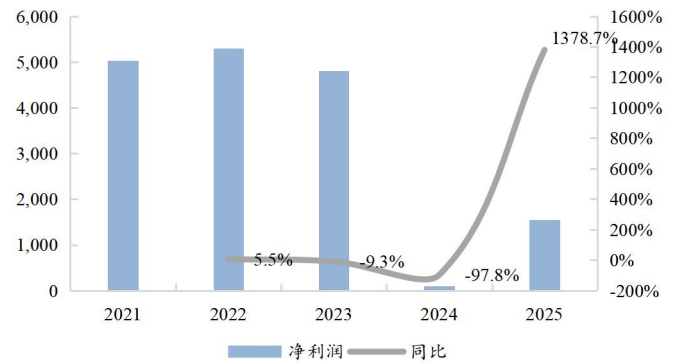


图2：公司净利润及同比情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 液奶下滑，其他业务保持增长

2025年，公司液态奶/冰激凌/奶粉/奶酪/其他业务分别实现收入649.4/53.9/36.4/52.6/30.0亿元，同比-11.1%/+4.2%/+9.7%/+21.9%/+7.5%。公司液态奶业务主要受消费端需求疲软及行业产能阶段性过剩影响，预计销量下降大于对价格下降的影响。奶粉业务25H2增长提速，主要受益于瑞哺恩系列新品及悠瑞中老年奶粉市占率登顶，圣贝拉在海外市场表现亮眼。奶酪业务受益于妙可蓝多在C端与B端的双轮驱动，市占率持续提升。

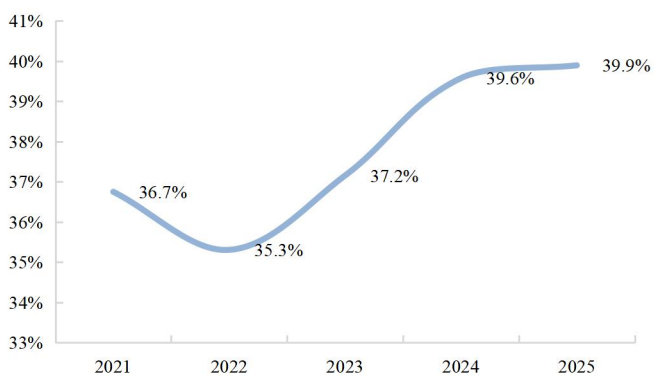
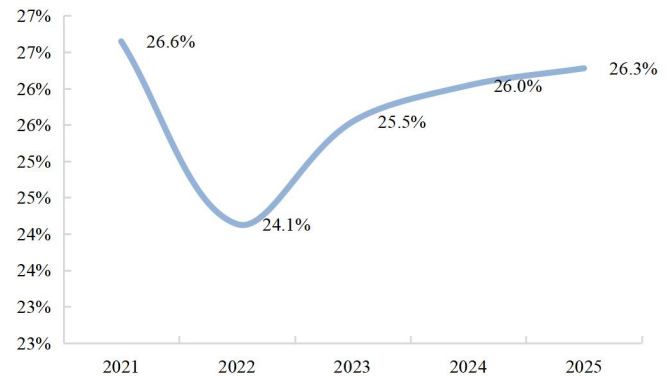
展望2026年，1-2月公司液态奶业务收入恢复至正增长，公司在品类和产品中强调高端化，今年产品结构和价盘对收入增长的贡献预计会比去年有明显增加。在渠道打法上，公司强化基础盘渠道的精细化管理，同时布局增量性新渠道，构建全渠道优势。

➤ 毛利率改善，费用管控良好

2025年，公司实现毛利率39.9%，同比+0.3 ppt，受益于原材料奶价低位及产品结构优化；销售费用率26.3%，同比+0.2 ppt；管理费用率5.0%，同比+0.3 ppt。

虽然公司持续强化成本管控和费用优化，但规模经济效益被削弱，公司经营利润率同比-0.2 ppt 至 8.0%。

根据管理层指引，成本端由于国际冲突局势带来的影响，可能略有紧张，费用端将继续动态调整资源，精细费用管控，综合作用下，预计 26 年经营利润率保持平稳。

图 2：公司毛利率情况

图 3：公司销售费用率情况


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 维持“买入”评级，目标价 21.91 港元/股

公司今年以来液态奶业务实现增长，后续随着外部环境继续改善，业绩将从底部修复。我们预计公司 26-28 年归母净利润为 49.79/55.34/62.28 亿元，给予 2026 年 15 倍 PE，对应 21.91 港元/股目标价，较现价有 26.8% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260409）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始货币, 亿元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1117.HK	现代牧业	HKD	1.47	116	-9.3	12.6	6.2	5.4	1.3	1.0	0.9	0.8
1717.HK	澳优	HKD	1.78	32	16.1	10.9	9.6	8.8	0.5	0.4	0.4	0.4
1112.HK	H&H国际控股	HKD	11.99	77	35.6	10.2	8.1	6.9	1.2	1.0	1.0	0.9
6186.HK	中国飞鹤	HKD	3.39	307	14.3	11.2	10.3	10.0	1.1	1.0	1.0	0.9
600887.SH	伊利股份	CNY	26.12	1,652	14.8	13.7	12.7	NA	2.9	2.7	2.5	NA
平均					14.3	11.7	9.4	7.8	1.4	1.2	1.1	0.8
2319.HK	蒙牛乳业	HKD	17.28	670	38.3	11.8	10.6	9.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原奶价格大幅上涨；
2. 市场竞争加剧；
3. 消费需求恢复不达预期；

4. 新品表现不佳；
5. 食品安全等。

【财务报表摘要】

利润表						主要财务比率				
单位:人民币 百万元										
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	88,675	82,245	85,994	89,786	93,615	盈利能力 (%)				
营业成本	(53,584)	(49,437)	(52,444)	(54,758)	(57,099)	毛利率	39.6%	39.9%	39.0%	39.0%
毛利	35,090	32,808	33,550	35,028	36,515	净利率	0.1%	1.9%	5.8%	6.2%
销售费用	(23,093)	(21,612)	(21,842)	(22,626)	(23,310)	实际税率	77.5%	44.2%	20.3%	20.3%
行政费用	(4,229)	(4,150)	(4,253)	(4,350)	(4,442)	ROE	0.2%	3.3%	9.9%	10.3%
其他收益	160	(113)	643	900	1,021	ROA	0.1%	1.6%	4.9%	5.3%
其他费用	(6,874)	(3,896)	(1,290)	(1,347)	(1,404)	偿债能力 (%)				
利息收入	(56)	(129)	(246)	(311)	(171)	资产负债率	54.8%	51.1%	50.1%	49.0%
利润总额	999	2,909	6,562	7,294	8,208	流动比率	0.97	1.00	1.12	1.23
所得税	(775)	(1,285)	(1,330)	(1,478)	(1,663)	速动比率	0.83	0.87	0.98	1.08
净利润	225	1,624	5,232	5,816	6,545	营运能力				
归属母公司净利润	105	1,545	4,979	5,534	6,228	存货周转天数	37.5	35.9	35.9	35.9
						应收账款周转天数	14.3	12.6	12.6	12.6
增长						现金流量表				
单位:人民币 百万元						单位:人民币 百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入 (%)	-10.1%	-7.3%	4.6%	4.4%	4.3%	税前利润	999	2,909	6,562	7,294
净利润 (%)	-97.8%	1378.7%	222.2%	11.2%	12.5%	折旧和摊销	3,288	3,191	3,116	3,138
资产负债表						融资成本	(56)	(129)	(246)	(311)
单位:人民币 百万元						其他	1,126	1,364	(713)	(827)
	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	经营活动产生现金	5,358	7,334	8,719	9,294
流动资产	35,768	34,768	39,954	44,913	50,178	资本性支出	(653)	(470)	(800)	(880)
货币资金	17,339	13,255	17,471	21,711	26,230	其他投资	(1,671)	(5,605)	(1,685)	(1,685)
应收账款	3,262	2,429	2,975	3,106	3,239	投资活动产生现金	(2,325)	(6,075)	(2,485)	(2,565)
其他应收款	10,230	14,286	14,344	14,704	15,087	支付股利合计	(1,924)	(1,994)	(2,017)	(2,489)
存货	4,937	4,799	5,164	5,392	5,622	其他筹资活动	(2,774)	(9,248)	0	0
非流动资产	70,525	61,811	60,967	60,406	60,002	融资活动产生现金	(4,698)	(11,243)	(2,017)	(2,489)
物业厂房及设备	20,905	18,119	17,638	17,164	16,720	汇率变动	491	0	0	0
在建工程	2,278	2,669	2,601	2,559	2,532	现金净变动	(1,665)	(9,983)	4,217	4,240
使用权资产	2,585	2,124	1,921	1,743	1,588	现金的期初余额	12,444	17,339	13,255	17,471
商誉	7,678	7,661	7,661	7,661	7,661	现金的期末余额	11,270	7,356	17,471	21,711
其他无形资产	37,079	31,237	31,145	31,278	31,501	每股资料 (元)				
资产总计	106,293	96,578	100,921	105,319	110,180	每股收益	0.03	0.40	1.28	1.42
流动负债	37,007	34,627	35,624	36,566	37,519	每股经营现金	1.36	1.88	2.25	2.40
短期借款	16,662	13,874	13,874	13,874	13,874	每股净资产	12.23	12.09	12.99	13.85
应付票据及账款	8,647	7,920	8,788	9,175	9,568	估值比率 (倍)				
其他流动负债	11,698	12,833	12,962	13,516	14,077	PE	561.0	38.3	11.8	10.6
非流动负债	21,261	14,770	14,900	15,030	15,161	PB	1.2	1.3	1.2	1.1
长期借款	17,976	11,515	11,515	11,515	11,515					
其他	3,285	3,255	3,385	3,516	3,646					
负债合计	58,267	49,397	50,524	51,596	52,679					
股本	357	353	353	353	353					
未分配利润	33,233	32,681	35,642	38,687	42,148					
其他储备	8,087	7,568	7,568	7,568	7,568					
少数股东权益	6,463	6,663	6,916	7,198	7,514					
股东权益合计	48,025	47,182	50,397	53,723	57,501					
负债及权益合计	106,293	96,578	100,921	105,319	110,180					

投资评级定义及免责条款

投资评级

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

免责声明

一般声明

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

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

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

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

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

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

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

特别声明

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

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

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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