



中國 | 零售

13 March 2026

蒙牛 (2319 HK)

盈利反彈掩蓋需求面仍然疲弱

FY24 低基數帶動表觀盈利顯著回升

FY25 收入預計將按年下跌 7%至 8%，而經營利潤率亦將輕微回落。FY25 淨利潤預計為人民幣 14 億元至 16 億元，相比 FY24 的人民幣 1.045 億元大幅回升。FY25 盈利反彈之所以看起來如此顯著，主要原因是 FY24 受大額非現金減值及聯營公司虧損拖累，令基數異常偏低，其中包括貝拉米 (Bellamy's) 減值及現代牧業虧損。FY25 業績顯示，蒙牛盈利正從 FY24 這一高度異常的低谷逐步回復正常。FY25 公司仍錄得人民幣 22 億元至 24 億元的減值撥備（雖然明顯低於 FY24），主要涉及：(i) 若干已閒置且短期內無恢復使用計劃的生產設施；以及 (ii) 若干來自客戶、償還能力存在不確定性的應收款項及委託貸款。

收入收縮下經營利潤率仍展現韌性

一個關鍵點是，儘管收入按年下跌 7%至 8%，蒙牛預計 FY25 經營利潤率仍可達 7.9%至 8.1%，僅略低於 FY24 的 8.2%。這反映較低的原奶成本、更嚴格的市場推廣費用控制，以及更佳的固定成本管理，已抵銷大部分收入端壓力，但未能完全抵銷。中期業績其實已顯示出這一趨勢。1H25 蒙牛收入按年下跌 6.9%，但毛利率由 40.3%升至 41.7%，而經營利潤率則由 7.0%升至 8.5%。管理層將毛利率改善主要歸因於原奶價格下降。不過，全年經營利潤率指引亦反映 2H25 利潤率較 1H25 轉弱，我們認為這很可能反映 2H25 定價環境競爭加劇，以及在收入持續承壓下，規模效應有所減弱。

戰略多元化仍是增長故事的核心

從戰略層面看，蒙牛並未改變方向。公司仍以「一體兩翼」作為其戰略框架。這一多元化布局相當重要，因為蒙牛正試圖降低對商品化程度較高的常溫奶業務的依賴。FY24，Aice 於東南亞錄得強勁銷售增長，在印尼排名第一，並在菲律賓即食冰淇淋市場排名第二；而管理層於 1H25 表示，海外業務收入持續快速增長，市場覆蓋亦進一步擴大。同時，蒙牛於 1H25 在常溫乳製品、低溫酸奶、鮮奶、冰淇淋、功能牛奶及嬰兒配方奶粉等品類推出逾 100 款新品，顯示管理層正嘗試透過品類細分及產品創新來支撐增長，而非單純依賴價格手段。

較為改善的行業環境應有利龍頭乳品加工企業

整體行業環境仍然充滿挑戰，但正逐步由高度逆風轉向較為溫和。USDA/FAS 於 2025 年 11 月發布的一份中國乳業報告指出，在奶價自 2022 年以來持續下跌、並迫使不少中小型牧場退出市場後，中國 2026 年原奶產量預計大致維持穩定。同一份報告亦指出，2025 年存欄超過 1,000 頭的牧場已佔總產量逾 68%，並提到不少大型牧場獲垂直一體化乳品加工企業支持。我們認為，這大致符合一個仍在消化供應過剩的行業格局；但在此過程中，規模、整合能力及採購議價能力將愈來愈有利於像蒙牛這樣的龍頭乳品加工企業，而非較弱的市場參與者。

估值不高，業績公布將成為短期催化劑

蒙牛目前 FY25/FY26 市盈率 (PE) 為 14.7 倍 / 10.9 倍，對比乳業同業平均 18.0 倍 / 11.2 倍。按 FY25 至 FY27 盈利複合年增長率 (CAGR) 22.9%計，FY25 PEG 僅為 0.64 倍，我們認為相較大多數消費股具相當吸引力。2026 年 3 月 25 日全年業績公布的關鍵觀察點包括：(1) FY25 減值的具體拆分；(2) 股息政策會否再次撤除一次性項目影響；(3) 管理層會否就常溫奶業務於 2026 年實現真正收入企穩作出明確指引；以及 (4) 聯營公司虧損，尤其是現代牧業的虧損，是否開始收窄。

未評級

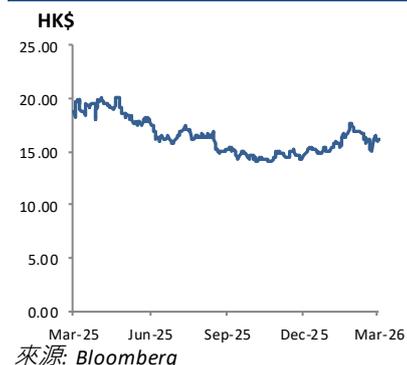
當前股價 (港元)*	16.12
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,465.60
* 股價截至	13-Mar-26

關鍵數據

股票代號	2319 HK
總市值 (港元)	62,528
近3個月人均成交額	428.9
52周最高價 (港元)	21.00
52周最低價 (港元)	13.88
自由流通比率 (%)	75.0%
總股本 (百萬股)	3,878.9

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	-4.4%	-0.3%
3個月	10.2%	12.4%
6個月	6.2%	10.0%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928

圖 1 同業分析 (截至 2026 年 3 月 13 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)	FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC (%)	Share px chg (%)				
				avg t/o (US\$m)	FY1		FY2	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist		FY1	Hist	1-mth	3-mth	12-mth
HSI		25,466		12.7	11.3	12.7	1.01	3.2	3.3	1.38	1.35	10.4	10.3	(4.1)	(2.0)	8.5		
HSCEI		8,671		11.4	10.3	12.3	0.93	2.9	3.1	1.25	1.25	11.1	10.8	(4.0)	(4.5)	0.4		
CSI300		4,669		17.0	14.5	15.3	1.11	2.3	2.6	1.83	1.80	10.2	10.8	0.2	1.9	19.4		
Sector Average				18.0	11.2	46.5	0.6	3.3	3.4	0.9	1.1	(4.1)	2.9	2.3	(3.0)	8.7		
Sector Median				13.7	10.2	19.0	0.7	3.5	4.0	0.9	1.2	0.0	4.9	1.3	(3.2)	6.4		
Mengniu Dairy	2319 HK	16.12	7,988	54.8	14.8	11.1	22.8	0.65	3.5	4.3	1.35	1.27	(0.7)	8.3	1.0	(4.4)	10.2	(11.2)
China Feihe Ltd	6186 HK	3.86	4,343	10.9	12.6	10.2	15.3	0.82	6.8	7.8	1.20	1.17	10.5	9.2	10.3	(2.0)	(6.3)	(34.9)
China Youran Dai	9858 HK	4.48	2,399	17.2	34.0	9.5	134.0	0.25	0.0	0.0	1.39	1.29	(5.8)	3.2	1.5	(14.3)	4.2	81.4
China Modern Dai	1117 HK	1.50	1,517	4.6	N/A	16.3	N/A	N/A	0.7	1.1	1.21	1.14	(21.8)	(10.9)	(6.5)	(1.3)	8.7	32.7
Ausnutria	1717 HK	1.94	441	0.0	10.4	9.1	14.2	0.73	5.4	4.0	0.50	0.51	4.6	4.9	3.6	(1.0)	(11.0)	(7.3)
China Shengmu Or	1432 HK	0.34	359	0.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.63	N/A	0.8	N/A	0.9	(5.6)	(2.9)	82.1
Austasia Group L	2425 HK	2.18	273	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.62	N/A	(25.7)	N/A	(9.1)	(12.8)	12.4	88.7
Yuanshengtai Dai	1431 HK	0.37	222	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.30	N/A	5.7	N/A	16.3	17.5	54.2	45.1

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Income Statement (CNY'm)			
Revenue	92,593	98,624	88,675
YoY%	5.1	6.5	(10.1)
Gross profit	32,690	36,640	35,090
YoY%	0.9	12.1	(4.2)
EBITDA	8,757	9,492	5,355
YoY%	20.3	8.4	(43.6)
Net profit	5,303	4,809	105
YoY%	5.5	(9.3)	(97.8)
EPS (Fully diluted)	1.336	1.216	0.027
YoY%	5.4	(9.0)	(97.8)
DPS	0.402	0.489	0.509
YoY%	5.5	21.6	4.1
Balance Sheets (CNY'm)			
Cash & Cash Equiv	5,693	7,202	6,199
ST Investments	14,184	14,050	19,382
AR	3,660	3,669	3,262
Inventories	8,073	6,088	4,937
Other current assets	5,166	3,119	1,988
Total Current Assets	36,777	34,128	35,768
PP&E	26,547	26,798	25,768
LT Investments	20,301	20,207	16,263
Other Non-curr assets	34,188	34,087	28,494
Total Non-Current Assets	81,036	81,092	70,525
Payables & Accruals	20,883	20,446	17,420
ST Debts	9,095	9,807	16,662
Othe current Liabilities	3,175	2,341	2,925
Total Current Liabilities	33,153	32,594	37,007
LT Debts	30,014	27,604	17,976
Othe LT Liabilities	4,594	4,370	3,285
Total Long-Term Liabilities	34,608	31,974	21,261
Shareholders' Equity	40,099	44,320	41,562
Minority interests	9,953	6,332	6,463
Total Equity	50,052	50,652	48,025
Total Debts	39,109	37,411	34,637
Net cash / (debts)	(33,415)	(30,209)	(28,438)

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Cash Flow Statement (CNY'm)			
Net Income	5,303	4,809	105
Dep & Amort.	2,878	3,301	3,407
Working capital changes	932	429	(889)
Other adjustments	279	1,079	6,419
Cash From Operations (CFO)	9,392	9,618	9,042
YoY%	4.5	2.4	(6.0)
Capex	(5,064)	(4,135)	(3,475)
Other investments	(10,908)	2,513	(1,317)
Cash From Investing Activities	(15,973)	(1,621)	(4,792)
Free Cash Flow (CFO - Capex)	4,328	5,483	5,567
YoY%	56.2	26.7	1.5
Net change in debts	12,076	(1,698)	(2,774)
Shares issue & buyback (net)	(227)	(662)	(284)
Dividends	(1,507)	(1,588)	(1,924)
Others	(6,160)	(2,540)	(270)
Cash from Financing Activities	4,182	(6,488)	(5,252)
Opening cash	8,092	5,693	7,202
Net Changes in Cash	(2,398)	1,508	(1,003)
Closing cash	5,693	7,202	6,199
Ratios			
Gross margin	35.3%	37.2%	39.6%
Ebitda margin	9.5%	9.6%	6.0%
Net margin	5.7%	4.9%	0.1%
Payout	30.0%	40.0%	1908.2%
Effective tax	20.3%	22.6%	77.5%
Ebit margin (%)	8.2	8.0	2.8
Interest burden (x)	0.85	0.80	0.41
Tax budren (x)	0.82	0.76	0.10
Asset turnover (x)	0.86	0.85	0.80
Leverage (x)	2.81	2.76	2.58
ROE	13.8%	11.4%	0.2%
ROIC	6.1%	5.6%	0.9%
Total debts / Total Capital	43.9%	42.5%	41.9%
Net debts / SH Equity	83.3%	68.2%	68.4%

來源: Bloomberg, Crosby Securities

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及 / 或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及 / 或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及 / 或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)： 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)： 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)： 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)： 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)： 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議： 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)： 沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)： 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。