

买入
液奶恢复增长，上调收入指引
蒙牛乳业 (2319.HK)

2026-09-02 星期三

【投资要点】
➤ 收入表现超预期，核心利润增长亮眼

2026 年上半年，公司实现收入 447.9 亿元，同比+7.8%，收入端表现好于年初预期的中单位数增长指引；实现归母净利润 23.7 亿元，同比+15.9%，若扣除一次性补缴税款 3.2 亿元的影响，净利润同比+31.6%。

➤ 液奶恢复增长，奶粉和奶酪增长提速

2026 年上半年，公司液态奶/冰激凌/奶粉/奶酪/其他业务分别实现收入 338.7/42.1/20.6/31.5/15.2 亿元，同比+5.2%/+8.5%/+22.8%/+32.6%/+4.8%。公司液态奶业务上半年显著跑赢行业及竞品，特仑苏实现高个位数增长，鲜奶同比增长 30%+，增长得益于核心大单品聚焦和功能性新品布局。冰淇淋国内业务实现双位数增长，海外业务实现高单位数增长。奶粉和奶酪业务增长提速，妙可蓝多连续三个季度增速高于 20%，瑞哺恩保持 20%+增长，贝拉米增长超 60%。

➤ 毛利率下滑，费用管控良好

2026 年上半年，公司实现毛利率 40.8%，同比-0.9 ppt，主要由于去年应对奶价下行及市场竞争，对部分产品进行调价，影响延续至今年上半年，以及受国际环境影响，包材、砂糖、乳脂类等原辅料价格上涨。费用管控良好，销售费用率 27.6%，同比-0.3 ppt；管理费用率 4.3%，同比-0.4 ppt。综合影响下，归母净利率 5.3%，同比+0.4 ppt。

➤ 维持“买入”评级，目标价 26.58 港元/股

公司液态奶业务恢复增长，且收入表现超年初预期，后续随着产品结构优化及费用管控得当，经营利润率有提升空间。我们调整盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 49.67/54.72/61.30 亿元，给予 2026 年 18 倍 PE，对应 26.58 港元/股目标价，较现价有 48.4%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	88,696	94,224	98,828
同比增长	-10.1%	-7.3%	7.8%	6.2%	4.9%
毛利率	39.6%	39.9%	38.8%	38.5%	38.4%
归母净利润	105	1,545	4,967	5,472	6,130
同比增长	-97.8%	1378.7%	221.4%	10.2%	12.0%
净利润率	0.1%	1.9%	5.6%	5.8%	6.2%
每股盈利(元)	0.03	0.40	1.28	1.41	1.58
PE@17.91HKD	573.8	39.2	12.1	11.0	9.8

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

 目标价：**26.58 港元**

 现价：**17.91 港元**

 预计升幅：**48.4%**
重要数据

日期	2026-9-2
收盘价（港元）	17.91
总股本（亿股）	38.71
总市值（亿港元）	693.33
净资产（亿元）	473.24
总资产（亿元）	1016.36
52 周高低（港元）	13.88/19.67
每股净资产（元）	10.49

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中粮乳业	14.18%
亘达有限公司	7.63%
Black Rock, Inc.	6.94%

相关报告

蒙牛乳业更新报告-20250506

蒙牛乳业更新报告-20250902

蒙牛乳业更新报告-20260410

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gzq.com.hk

【报告正文】

➤ 收入表现超预期，核心利润增长亮眼

2026 年上半年，公司实现收入 447.9 亿元，同比+7.8%，收入端表现好于年初预期的中单位数增长指引；实现归母净利润 23.7 亿元，同比+15.9%，若扣除一次性补缴税款 3.2 亿元的影响，净利润同比+31.6%。

图 1：公司营收及同比情况（单位：百万元）

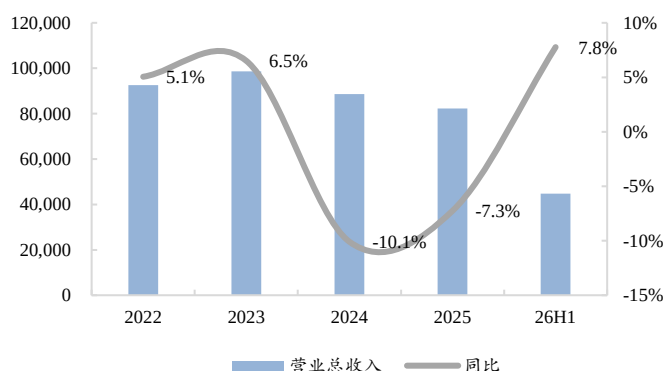
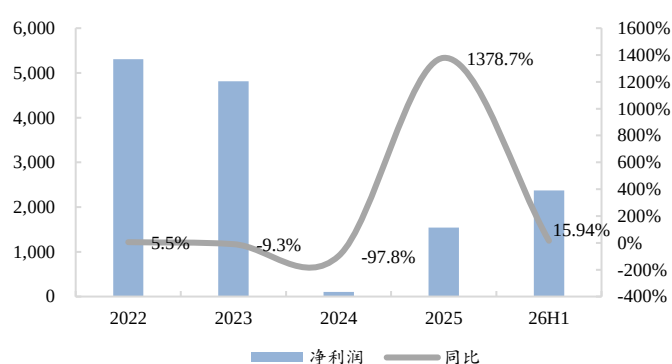


图 2：公司净利润及同比情况（单位：百万元）



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

➤ 液奶恢复增长，奶粉和奶酪增长提速

2026 年上半年，公司液态奶/冰激凌/奶粉/奶酪/其他业务分别实现收入 338.7/42.1/20.6/31.5/15.2 亿元，同比+5.2%/+8.5%/+22.8%/+32.6%/+4.8%。公司液态奶业务上半年显著跑赢行业及竞品，特仑苏实现高个位数增长，鲜奶同比增长 30%+，增长得益于核心大单品聚焦和功能性新品布局。冰淇淋国内业务实现双位数增长，海外业务实现高单位数增长。奶粉和奶酪业务增长提速，妙可蓝多连续三个季度增速高于 20%，瑞哺恩保持 20%+增长，贝拉米增长超 60%。

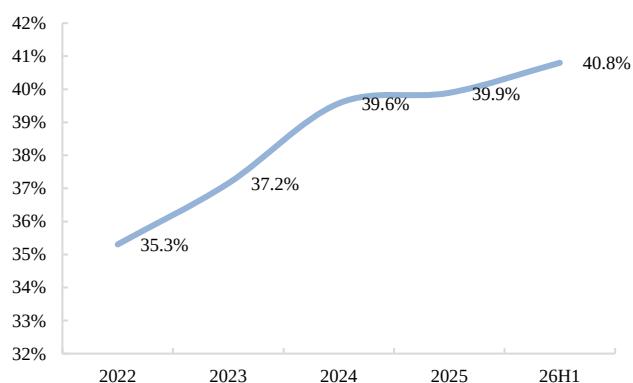
展望 2026 年下半年，7-8 月各业务收入保持良好增长趋势，基于上半年表现及当前发展势头，公司将全年收入目标从中单位数上调为高单位数增长。公司主要从两方面保证实现全年目标：1) 产品端：聚焦核心大单品和功能性新品布局，常温奶板块持续提升特仑苏的市场份额，延展特仑苏功能性系列产品，大力推广 M-PLUS 每日蛋白、分离乳清蛋白等面向健康营养、运动补充场景的新品；推进自主创新益生菌功能产品、椰果果粒饮料等产品的推广。2) 渠道端：顺势而为适配渠道变化，针对会员店、即时零售、仓储店、闪电仓等快速增长的势能渠道和新消费场景加大产品推广力度，提升产品渗透效率。

➤ 毛利率下滑，费用管控良好

2026 年上半年，公司实现毛利率 40.8%，同比-0.9 ppt，主要由于去年应对奶价下行及市场竞争，对部分产品进行调价，影响延续至今年上半年，以及受国际环境影响，包材、砂糖、乳脂类等原辅料价格上涨。费用管控良好，销售费用率 27.6%，同比-0.3 ppt；管理费用率 4.3%，同比-0.4 ppt。综合影响下，归母净利润率 5.3%，同比+0.4 ppt。

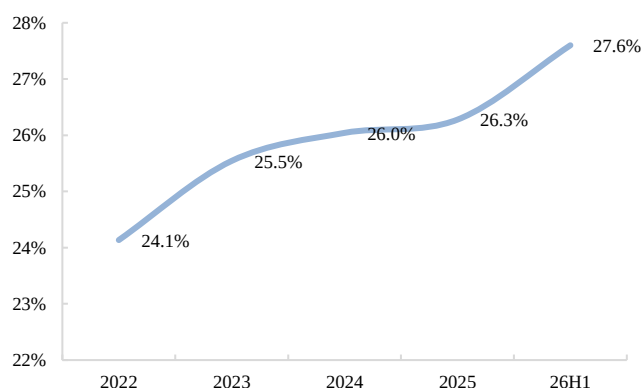
根据管理层指引，预计奶价同比和环比将有小幅上涨，包材、蛋白、棕榈油等原辅料价格也会有一定上涨，毛利率存在压力；但奶价适度增长会推动行业竞争环境好转，公司也将同步收窄终端折扣率、管控费用率，预计下半年经营利润率同比会有更好表现。

图 2：公司毛利率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

➤ 维持“买入”评级，目标价 26.58 港元/股

公司液态奶业务恢复增长，且收入表现超年初预期，后续随着产品结构优化及费用管控得当，经营利润率有提升空间。我们调整盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 49.67/54.72/61.30 亿元，给予 2026 年 18 倍 PE，对应 26.58 港元/股目标价，较现价有 48.4% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260902）

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
9858.HK	优然牧业	HKD	4.30	193	-40.3	10.5	5.8	4.6	1.2	1.2	1.0	0.8
1117.HK	现代牧业	HKD	1.59	125	-10.0	16.0	7.1	5.2	1.3	1.1	0.9	0.8
1717.HK	澳优	HKD	1.16	21	10.5	-8.8	6.8	5.8	0.4	0.3	0.3	0.3
1112.HK	H&H国际控股	HKD	18.70	121	55.6	11.7	9.4	8.1	1.6	1.6	1.4	1.3
6186.HK	中国飞鹤	HKD	2.82	256	11.9	10.9	10.2	9.3	0.9	0.9	0.9	0.8
600887.SH	伊利股份	CNY	26.57	1,681	14.5	15.4	12.8	11.9	3.1	2.9	2.7	2.5
平均					7.0	9.3	8.7	7.5	1.4	1.3	1.2	1.1
2319.HK	蒙牛乳业	HKD	17.91	693	39.2	12.1	11.0	9.8	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	88,696	94,224	98,828	盈利能力(%)					
营业成本	(53,584)	(49,437)	(54,323)	(57,928)	(60,896)	毛利率	39.6%	39.9%	38.8%	38.5%	38.4%
毛利	35,090	32,808	34,373	36,296	37,932	净利率	0.1%	1.9%	5.6%	5.8%	6.2%
销售费用	(23,093)	(21,612)	(22,529)	(23,745)	(24,608)	实际税率	77.5%	44.2%	20.3%	20.3%	20.3%
行政费用	(4,229)	(4,150)	(4,386)	(4,565)	(4,690)	ROE	0.2%	3.3%	9.9%	10.2%	10.7%
其他收益	160	(113)	665	937	1,078	ROA	0.1%	1.6%	4.9%	5.1%	5.5%
其他费用	(6,874)	(3,896)	(1,330)	(1,413)	(1,482)	偿债能力(%)					
利息收入	(56)	(129)	(246)	(298)	(151)	资产负债率	54.8%	51.1%	50.4%	49.6%	48.6%
利润总额	999	2,909	6,547	7,212	8,078	流动比率	0.97	1.00	1.12	1.22	1.32
所得税	(775)	(1,285)	(1,327)	(1,461)	(1,637)	速动比率	0.83	0.87	0.97	1.07	1.17
净利润	225	1,624	5,220	5,750	6,441	营运能力					
归属母公司净利润	105	1,545	4,967	5,472	6,130	存货周转天数	37.5	35.9	35.9	35.9	35.9
增长						应收账款周转天数	14.3	12.6	12.6	12.6	12.6
总收入(%)	-10.1%	-7.3%	7.8%	6.2%	4.9%						
净利润(%)	-97.8%	1378.7%	221.4%	10.2%	12.0%						
资产负债表						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
流动资产	35,768	34,768	40,707	46,132	51,565	税前利润	999	2,909	6,547	7,212	8,078
货币资金	17,339	13,255	17,864	22,318	26,877	折旧和摊销	3,288	3,191	3,116	3,138	3,158
应收账款	3,262	2,429	3,069	3,260	3,419	融资成本	(56)	(129)	(246)	(298)	(151)
其他应收款	10,230	14,286	14,425	14,850	15,273	其他	4,101	2,780	(305)	(550)	(1,136)
存货	4,937	4,799	5,349	5,704	5,996	经营活动产生现金	8,332	8,751	9,112	9,502	9,949
非流动资产	70,525	61,811	60,967	60,406	60,015	资本性支出	(653)	(470)	(800)	(880)	(968)
物业厂房及设备	20,905	18,119	17,638	17,164	16,720	其他投资	(2,847)	3,805	(1,685)	(1,685)	(1,685)
在建工程	2,278	2,669	2,601	2,559	2,532	投资活动产生现金	(3,500)	3,335	(2,485)	(2,565)	(2,653)
使用权资产	2,585	2,124	1,921	1,743	1,588	支付股利合计	(1,924)	(1,994)	(2,017)	(2,484)	(2,736)
商誉	7,678	7,661	7,661	7,661	7,661	其他筹资活动	(4,401)	(9,720)	0	0	0
其他无形资产	37,079	31,237	31,145	31,278	31,514	融资活动产生现金	(6,325)	(11,714)	(2,017)	(2,484)	(2,736)
资产总计	106,293	96,578	101,673	106,538	111,581	汇率变动	491	(535)	0	0	0
流动负债	37,007	34,627	36,389	37,856	39,064	现金净变动	(1,493)	372	4,610	4,454	4,560
短期借款	16,662	13,874	13,874	13,874	13,874	现金的期初余额	12,444	17,339	13,255	17,864	22,318
应付票据及账款	8,647	7,920	9,102	9,707	10,204	现金的期末余额	11,441	17,176	17,864	22,318	26,877
其他流动负债	11,698	12,833	13,412	14,275	14,986						
非流动负债	21,261	14,770	14,900	15,030	15,161	每股资料(元)					
长期借款	17,976	11,515	11,515	11,515	11,515	每股收益	0.03	0.40	1.28	1.41	1.58
其他	3,285	3,255	3,385	3,516	3,646	每股经营现金	2.12	2.24	2.35	2.45	2.56
负债合计	58,267	49,397	51,289	52,886	54,224	每股净资产	12.23	12.09	12.99	13.83	14.79
股本	357	353	353	353	353	估值比率(倍)					
未分配利润	33,233	32,681	35,631	38,619	42,013	PE	573.8	39.2	12.1	11.0	9.8
其他储备	8,087	7,568	7,568	7,568	7,568	PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
少数股东权益	6,463	6,663	6,915	7,194	7,506						
股东权益合计	48,025	47,182	50,385	53,651	57,357						
负债及权益合计	106,293	96,578	101,673	106,538	111,581						

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>