

【广发食品&海外】蒙牛乳业 (02319.HK)

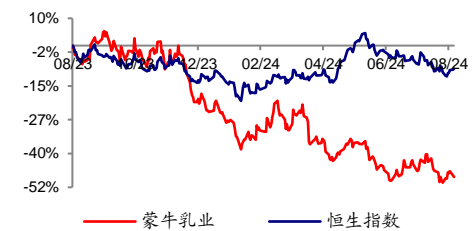
周期底部向上，分红提升可期

公司评级	买入
当前价格	13.10 港元
合理价值	15.97 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-08-14

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3935.29/3935.29
总市值/流通市值 (百万港元)	51552/51552
一年内最高/最低 (港元)	27.75/12.56
30 日日均成交量/成交额 (百万)	22.78/311.73
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-18.83/-24.16

相对市场表现



核心观点:

- **乳业经营周期磨底，上游加快产能去化。**2024 年以来受宏观经济和消费力影响，乳制品行业整体需求延续较低景气度。头部乳企通过主动调整液奶出货节奏、增加买赠来消化库存、改善产品新鲜度；同时原奶过剩背景下行业价格竞争加剧、买赠促销力度加大。2024 年以来供给端产量降速，淘汰牛增加。根据 Wind，当前国内奶价已处于 2014 年以来低位，测算 2025 年国内原奶供需或重新趋于平衡。
- **蒙牛经营基本盘稳固，换帅开启发展新篇章。**2024 年蒙牛掌舵人顺利完成接棒。回顾蒙牛近年来发展历程，公司高端白奶、低温酸奶份额持续领先；低温鲜奶、奶酪品牌影响力不断加强、收入占比逐步提升。展望未来，公司利润率提升规划明确。根据财报，蒙牛经营利润率从 2020 年的 4.6% 提升至 2023 年的 6.3%。我们认为液奶作为公司盈利基本盘表现稳健，冰淇淋/奶酪/奶粉盈利有望逐步改善，长期盈利提升可期。
- **自由现金流稳健，股东回报有望长期提升。**从自由现金流角度来看，乳制品龙头具备较好的创造自由现金流能力。根据 Wind，2023 年蒙牛自由现金流达到 68.2 亿元，创上市以来新高。2023 年蒙牛分红比例提升至 40.0%，考虑到公司利润基本盘稳定、资本开支高峰期已过，长期创造自由现金流能力强，预计未来蒙牛分红比例仍有提升潜力。
- **盈利预测与投资建议。**预计蒙牛 2024-2026 年营业收入为 941.0/985.7/1028.4 亿元，同比-4.6%/+4.7%/+4.3%；归母净利润为 44.5/52.2/57.7 亿元，同比-7.5%/+17.4%/+10.5%。参考可比公司，给予公司 2024 年 13X PE，以港币兑人民币汇率为 0.92 计算，对应合理价值 15.97 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**渠道扩张不及预期；原材料成本波动风险；食品安全风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	92593	98624	94099	98567	102840
增长率 (%)	5.05	6.51	-4.59	4.75	4.34
EBITDA (百万元)	9025	9890	8093	9226	9855
归母净利润 (百万元)	5303	4809	4448	5220	5766
增长率 (%)	5.52	-9.31	-7.52	17.36	10.46
EPS (元/股)	1.34	1.22	1.13	1.33	1.47
市盈率 (x)	24.27	15.84	10.66	9.09	8.23
ROE (%)	10.85	10.85	9.54	10.57	11.09
EV/EBITDA (x)	17.98	10.74	9.92	8.86	8.27

数据：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

相关研究:

- 【广发食品&海外】蒙牛乳业 (02319.HK): 2024-03-27 全年稳步收关，分红比例提升
- 【广发食品&海外】蒙牛乳业 (02319.HK): 2023-09-01 23H1 液奶增长稳健，看好龙头利润率提升

目录索引

一、乳业经营周期磨底，上游加快产能去化.....	5
（一）需求端：2024 年以来景气偏弱，龙头推动去库存	5
（二）供给端：上游推动产能去化，供需差或逐步缓和	7
二、蒙牛经营基本盘稳固，换帅开启发展新篇章	11
（一）蒙牛掌舵人顺利完成接棒，有望开启发展新篇章	11
（二）公司经营基本盘稳固，高端白奶持续领跑	13
（三）低温白奶、奶酪开拓期，中长期有望形成品类差异化	16
（四）竞争趋于理性，盈利改善可期	19
三、自由现金流稳健，股东回报有望长期提升	21
（一）乳企创造自由现金流能力强，蒙牛 2023 年自由现金流创新高	21
（二）对标可比公司，蒙牛股东回报提升可期	24
四、盈利预测和投资建议	25
五、风险提示	26

图表索引

图 1: 24Q2 乳制品产量同比-4.8%.....	5
图 2: 2023 年以来牛奶/酸奶终端零售价同比下降.....	5
图 3: 2024 年 1-6 月乳制品全渠道销售额同比-2.5%.....	5
图 4: 2022 和 2023 年大卖场数量持续减少.....	6
图 5: 2023 年液奶在商超、卖场渠道占比下降.....	6
图 6: 2023 年大卖场/大超市液奶销售额同比-13.4%/-4.7%.....	6
图 7: 2024 年以来消费者信心指数处于低位.....	7
图 8: 近年来液奶消费向白奶集中, 酸奶占比下降.....	7
图 9: 乳制品在不同场景渗透率变化.....	7
图 10: 2022-2023 年乳制品重度消费者消费频次下降.....	7
图 11: 原奶周期回顾: 本轮奶价下行期延续时间更长.....	8
图 12: 2023 年原料奶总供给量(国产+进口)同比+1.1%.....	8
图 13: 2021-2023 年国内奶牛存栏量维持 6%+增长.....	9
图 14: 2023 年国内奶牛平均单产为 9400 千克.....	9
图 15: 我国规模以上牧场占比持续提升.....	9
图 16: 2023 年奶牛养殖场数量同比减少 24.2%.....	9
图 17: 2024 年以来原奶产量逐季降速.....	10
图 18: 2024 年 1-6 月进口大包粉量同比-20.7%.....	10
图 19: 蒙牛乳业历任董事会主席及总裁任期及主要任职经历.....	12
图 20: 2013-2023 年蒙牛收入复合增长 8.6%.....	14
图 21: 乳制品行业市占率: CR2 持续提升.....	14
图 22: 2005-2023 年蒙牛收入结构拆分.....	14
图 23: 2023 年液奶市占率: 腰部品牌份额下降.....	15
图 24: 2022-2024 年伊利+蒙牛线下份额稳定.....	15
图 25: 2021-2023 年蒙牛液奶增速领先伊利.....	15
图 26: 2016-2023 年特仑苏销售额复合增长超 15%.....	15
图 27: 特仑苏和金典引领国内高端白奶升级趋势.....	16
图 28: 2018-2023 年液奶各细分品类复合增速.....	17
图 29: 对标发达国家, 我国低温白奶占比较低.....	17
图 30: 2023 年妙可蓝多奶酪收入 31.4 亿元.....	18
图 31: 23Q4 以来妙可蓝多利润率逐步改善.....	18
图 32: 蒙牛&伊利盈利水平变化与奶价周期复盘.....	19
图 33: 2019 年后双寡头液奶市占率提升幅度趋缓.....	20
图 34: 蒙牛&伊利广告及营销费用率逐步收缩.....	20
图 35: 2021-2023 年蒙牛经营利润率持续提升.....	21
图 36: 2023 年蒙牛奶粉/冰淇淋/奶酪经营利润均改善.....	21
图 37: 蒙牛与伊利调整后净利率对比.....	21
图 38: 2023 年蒙牛自由现金流创新高.....	22
图 39: 蒙牛乳业 EBITDA 分配情况(亿元).....	22

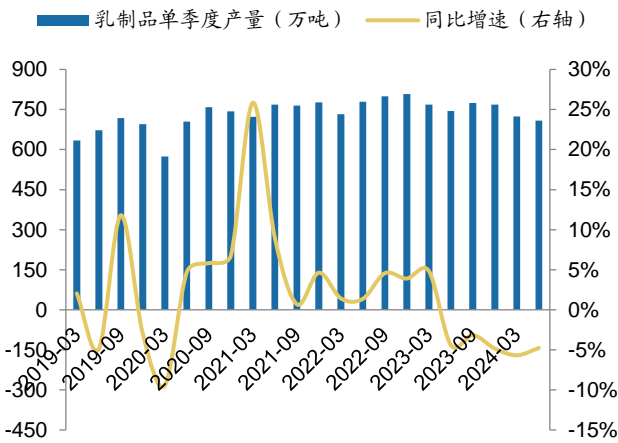
图 40: 2010-2023 蒙牛 EBITDA 率从 7.3%提升至 9.6%	22
图 41: 蒙牛营运资本拆分 (亿元)	23
图 42: 2010 年以来蒙牛上下游占款呈上升趋势	23
图 43: 蒙牛 2021-2023 年资本开支逐步回落	23
图 44: 伊利&蒙牛 PE (NTM) 估值	24
图 45: 康师傅&蒙牛 PE (NTM) 估值.....	24
图 46: 2023 年 A/H 重点食品饮料企业现金分红比例和股息率	24
图 47: 2023 年蒙牛分红比例提升至 40.0%.....	25
图 48: 蒙牛/伊利/康师傅/中国旺旺股息率 (TTM)	25
表 1: 2023 年前十大牧业公司奶牛存栏占全国 17%.....	9
表 2: 乳制品供需平衡测算	11
表 3: 蒙牛乳业核心高管团队任职情况梳理	12
表 4: 蒙牛在低温白奶领域产品覆盖全价格带	17
表 5: 蒙牛收购妙可蓝多历程梳理	19
表 6: 蒙牛乳业分业务收入拆分.....	26
表 7: 蒙牛乳业可比公司估值 (截止 2024/8/13)	26

一、乳业经营周期磨底，上游加快产能去化

（一）需求端：2024年以来景气偏弱，龙头推动去库存

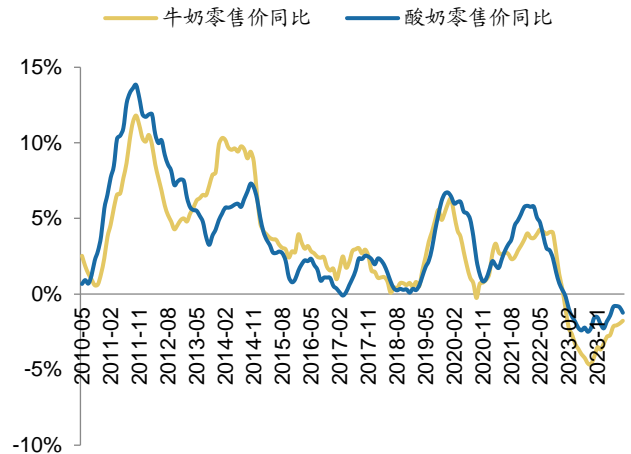
上半年乳制品景气较弱，买赠促销加剧。2024年上半年以来，受宏观经济和消费力影响，乳制品行业整体需求延续较低景气度。从乳制品产量来看，根据国家统计局，24Q1/24Q2国内乳制品产量同比分别-5.7%/-4.8%，其中4-6月单月产量同比分别-6.5%/-8.9%/-4.9%。从终端销售跟踪来看，参考尼尔森，2024年1-6月乳制品全渠道/线下销售额同比分别-2.5%/-4.6%。一方面头部乳企通过主动调整液奶出货节奏、增加买赠来消化大日期产品库存、改善产品新鲜度；另一方面原奶过剩背景下市场散奶价格偏低，尾部品牌和上游牧场推出低价产品以消化原奶库存，共同导致行业价格竞争激烈、买赠促销力度加大。根据Wind数据，1-7月牛奶/酸奶零售均价分别为12.3/16.1元/公斤，同比分别-2.4%/-1.3%。

图1：24Q2乳制品产量同比-4.8%



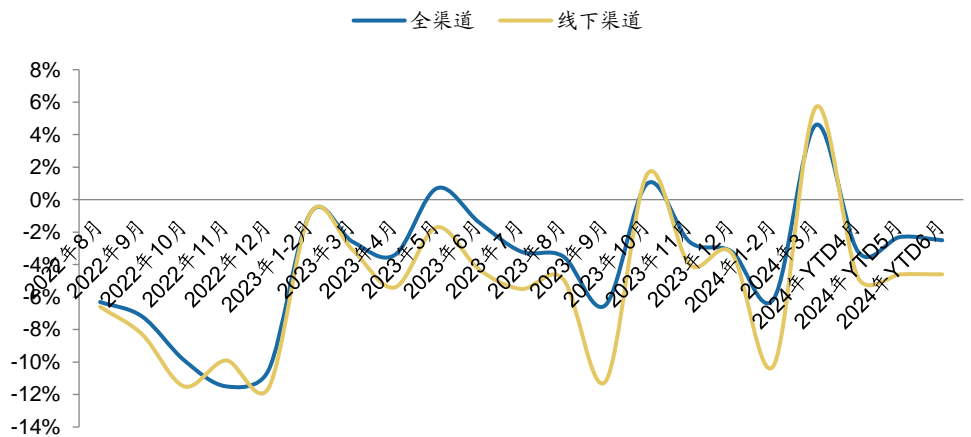
数据：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2023年以来牛奶/酸奶终端零售价同比下降



数据：Wind，广发证券发展研究中心

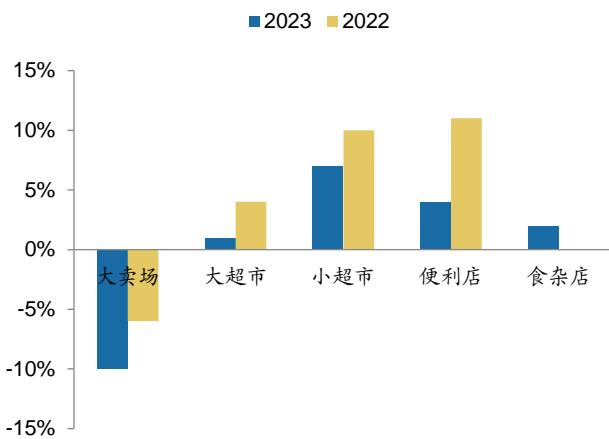
图3：2024年1-6月乳制品全渠道销售额同比-2.5%



数据：尼尔森，广发证券发展研究中心

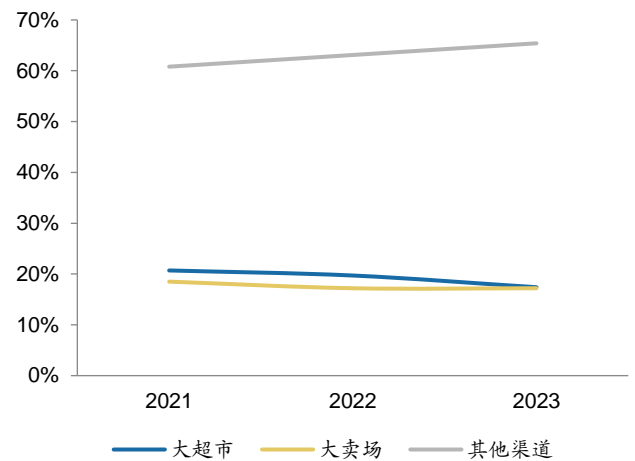
渠道角度：传统商超卖场客流承压、单点卖力下滑，拖累乳制品整体销售表现。大型KA为乳制品线下核心渠道，但2023年以来大型卖场、商超数量和客流均持续下降，单点卖力下滑，对乳制品整体铺货和销售带来一定影响，导致乳制品渠道渗透率下滑。根据尼尔森，2022/2023年大卖场数量同比分别-6%/-10%。根据凯度消费者指数，2023年液奶在大超市和大卖场渠道销售占比和渗透率均下降，销售额同比-13.4%/-4.7%；小超市/批发市场/新零售/食杂店/便利店液奶销售额渠道同比+12.8%/+12.1%/+3.3%/+1.8%/+1.6%。

图4：2022和2023年大卖场数量持续减少



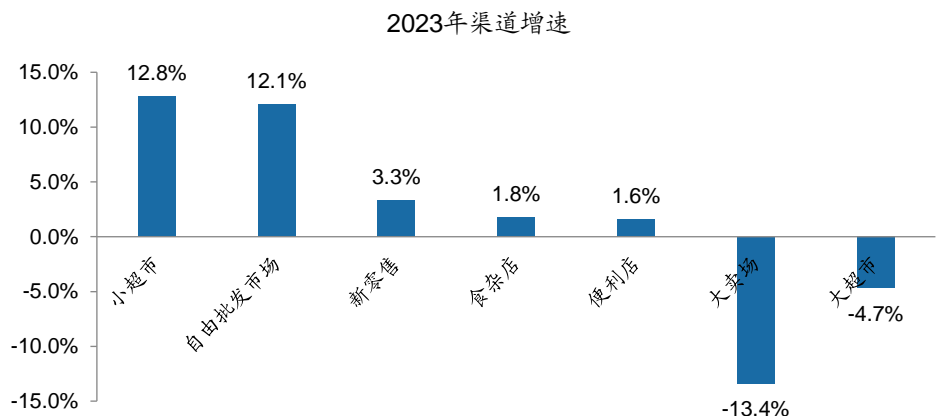
数据：尼尔森，广发证券发展研究中心

图5：2023年液奶在商超、卖场渠道占比下降



数据：凯度消费者指数，广发证券发展研究中心

图6：2023年大卖场/大超市液奶销售额同比-13.4%/-4.7%



数据：凯度消费者指数，广发证券发展研究中心

消费者角度：居民更加注重性价比，液奶消费向白奶集中。2023年以来居民消费者信心指数处于低位，消费力复苏偏弱，居民消费行为更为理性、更加关注性价比，部分消费者乳制品消费频次下降。此外，乳制品部分饮用场景也受到现制饮品分流。根据凯度消费者指数，2023年常温和低温液奶消费频次均下滑；根据益普索

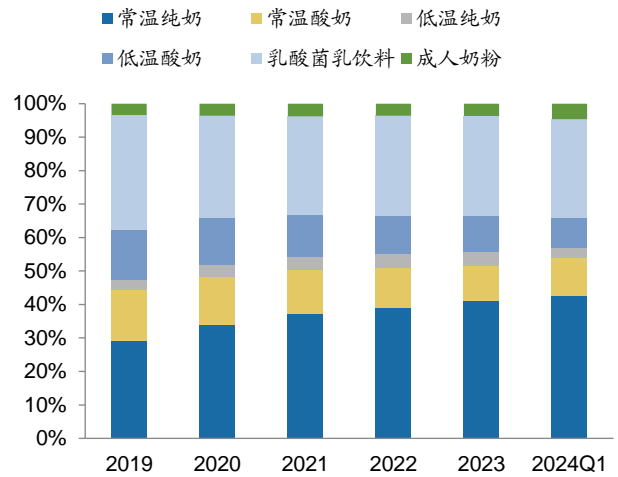
调研, 2022-2023年乳制品重度消费者(每天饮用1次或以上)消费者占比持续下降。
从结构来看: 受益于居民健康意识提升, 近年来乳制品需求逐渐向白奶集中, 而刚需属性偏弱的酸奶和乳饮品需求持续下滑。根据尼尔森, 2019-2024Q1线下乳制品各品类销售中, 常温白奶/低温白奶占比从29.1%/2.7%分别提升至42.6%/3.2%, 常温酸奶/低温酸奶/乳酸菌乳饮料等分别从 15.4%/15.2%/34.2% 下降至 11.3%/8.8%/29.5%。

图7: 2024年以来消费者信心指数处于低位



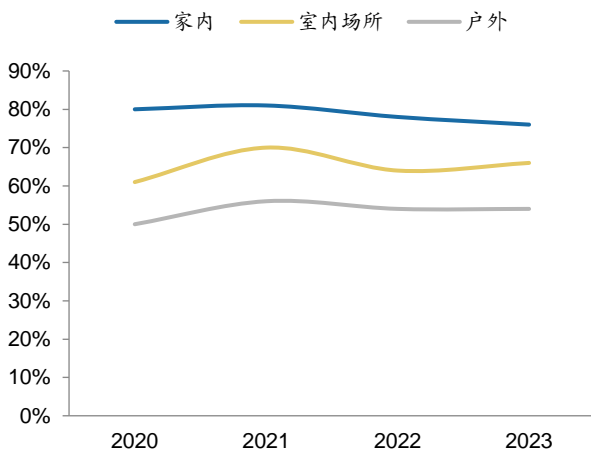
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 近年来液奶消费向白奶集中, 酸奶占比下降



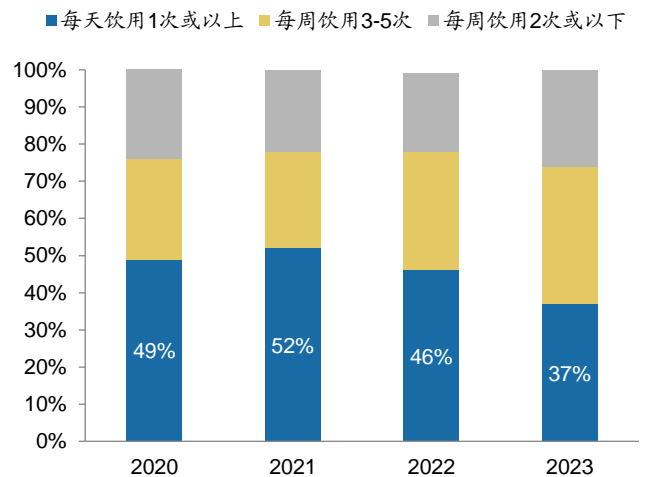
数据 : 尼尔森, 广发证券发展研究中心

图9: 乳制品在不同场景渗透率变化



数据 : 益普索, 广发证券发展研究中心

图10: 2022-2023年乳制品重度消费者消费频次下降



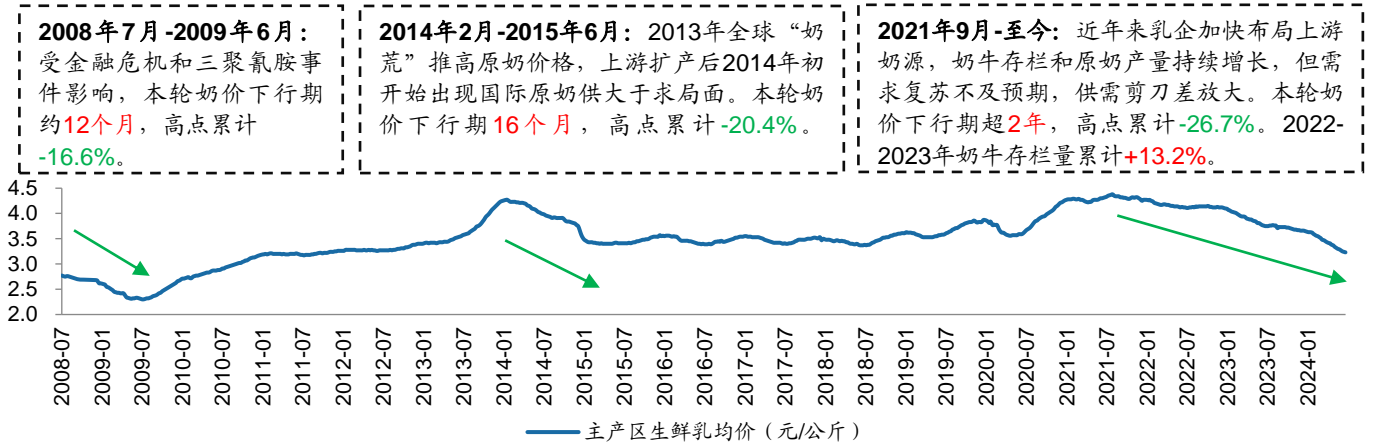
数据 : 益普索, 广发证券发展研究中心

(二) 供给端: 上游推动产能去化, 供需差或逐步缓和

2024年以来国内原奶价格持续下行, 奶价调整幅度较大。根据Wind, 2024年8月第1周主产区生鲜乳平均价为3.21元/公斤, 同比-14.4%, 24Q1/24Q2主产区生鲜乳平均价同比分别-10.9%/-12.7%。回顾历次原奶下行周期, 本轮下行周期从2021Q3

延续至今，2023年初以来快速下行，截止2024年7月原奶价格较高点下跌26.3%，2022/2023/2024年1-7月同比分别-3.1%/-7.7%/-9.8%。本轮下行周期奶价下跌幅度较大、调整时间更长。

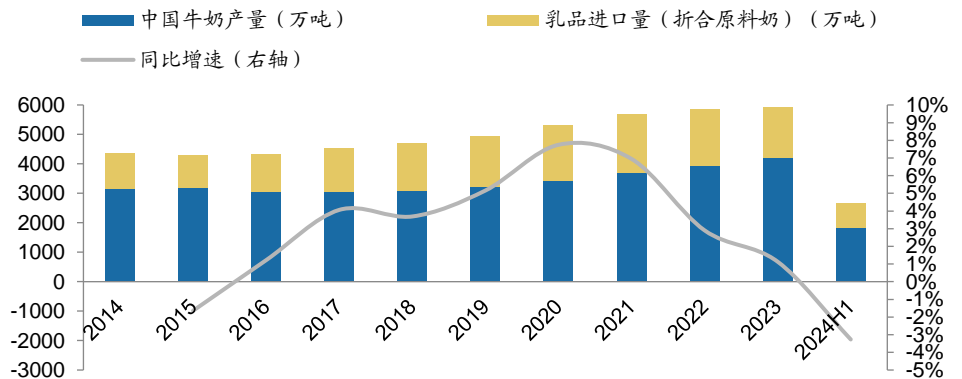
图11: 原奶周期回顾: 本轮奶价下行期延续时间更长



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

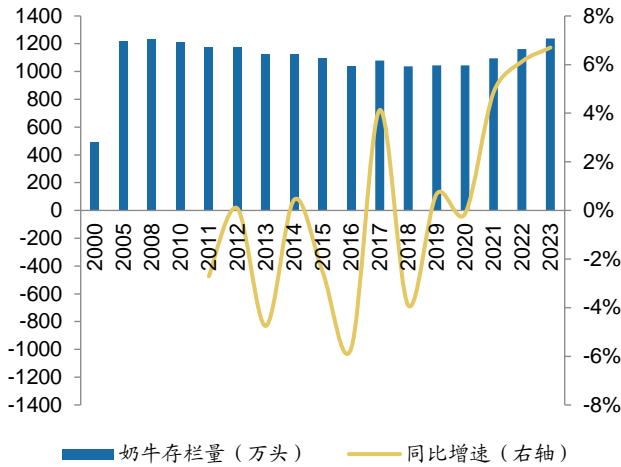
在原奶过剩情况下，行业增加喷粉、减少进口。由于近年来上游规模化牧场持续扩产扩建，奶牛存栏和单产均持续提升，根据中国奶业统计资料和Wind，2021-2023年奶牛存栏量同比分别+4.9%/+6.1%/+6.7%，奶牛单产分别+4.8%/+5.7%/+2.2%，共同推动2021-2023年全国牛奶产量同比分别+7.1%/+6.8%/+6.7%，叠加2023年以来需求复苏偏弱，供需剪刀差放大。同时，由于本轮上游扩产主要源自规模以上牧场，故下行周期供给出清较慢。根据农业部监测数据，2023年奶牛养殖场户数同比-24.2%，小型牧场减少，大型牧场新建产能和设计存栏量仍提升，奶牛总存栏量和户均存栏量同比分别+6.7%/+40.9%。根据中国畜牧杂志《2023年牛奶市场形势分析与2024年展望》，据估计2023年全行业大包粉库存约20万-25万吨；根据奶业贸易月报，2023年我国进口乳制品折合原料奶1718万吨，同比-10.4%。

图12: 2023年原料奶总供给量 (国产+进口) 同比+1.1%



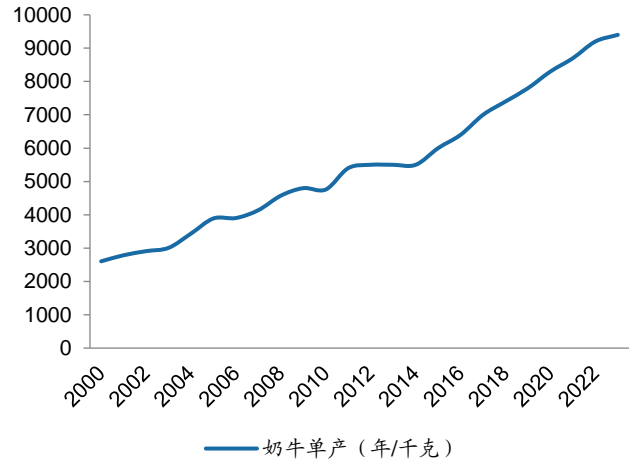
数据 : Wind, 国家统计局, 中国乳制品工业协会, 广发证券发展研究中心

图13: 2021-2023年国内奶牛存栏量维持6%+增长



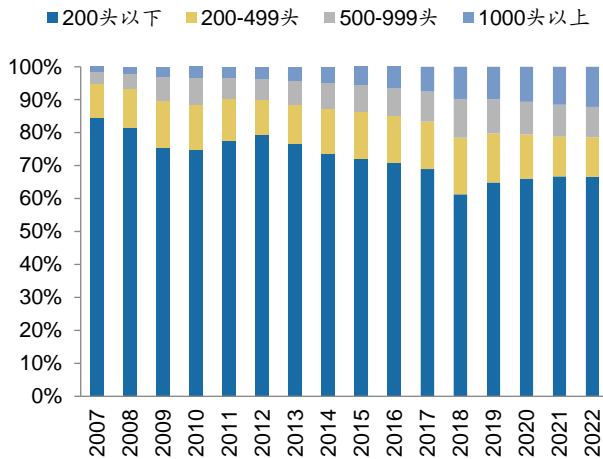
数据 : Wind, 中国奶业统计资料, 广发证券发展研究中心

图14: 2023年国内奶牛平均单产为9400千克



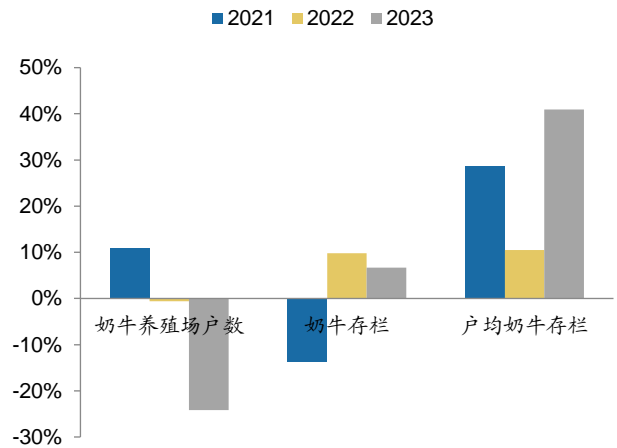
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 我国规模以上牧场占比持续提升



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2023年奶牛养殖场数量同比减少24.2%



数据 : 农业农村部, 广发证券发展研究中心

表1: 2023年前十大牧业公司奶牛存栏占全国17%

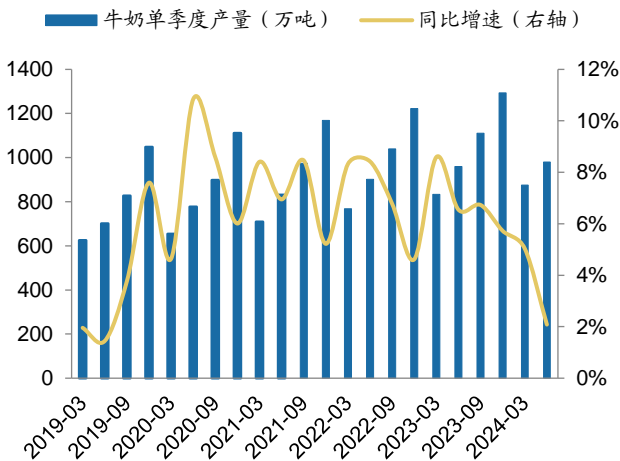
	2022年				2023年				
	牛奶产量 (万吨)	成母牛单产 (吨/年)	牧场数 (个)	存栏量(万 头)	牛奶产量 (万吨)	成母牛单产 (吨)	牧场数 (个)	新建牧场数 (个)	存栏量(万 头)
优然牧业	237.7	11.7	78.0	50.0	310.0	12.2	91.0	13.0	59.0
现代牧业	236.0	12.2	41.0	40.5	270.0	12.6	46.0	5.0	45.0
澳亚集团	76.0	13.3	10.0	11.8	86.0	13.6	11.0	1.0	13.1
河北乐源牧业	68.0	11.7	26.0	14.5	84.0	11.9	32.0	6.0	18.7
中国圣牧	64.9	10.8	32.0	12.8	71.9	11.5	35.0	3.0	14.0
宁夏农垦乳业	47.0	11.2	18.0	13.0	65.0	11.0	19.0	1.0	15.6
光明牧业	46.1	11.0	25.0	10.8	61.3	11.5	25.0	0.0	11.6

越秀辉山	52.8	8.8	59.0	12.2	60.0	10.2	52.0	-7.0	12.0
首农畜牧	51.9	11.5	29.0	9.2	56.9	12.1	28.0	-1.0	9.8
原生态牧业	43.7	11.5	9.0	8.9	48.5	11.8	11.0	2.0	10.2
合计	924.0	—	327.0	183.7	1113.6	—	350.0	23.0	209.0

数据：荷斯坦，中国奶业统计资料，广发证券发展研究中心

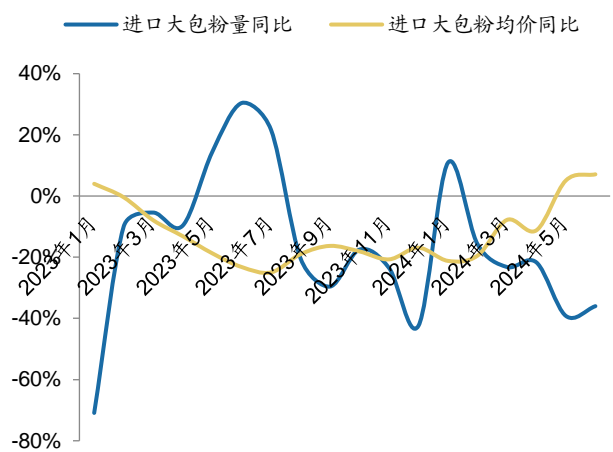
2024年以来供给端产量降速，淘汰牛增加。2024年以来行业推动上游产能去化，根据Wind，2024Q1/2024Q2牛奶产量同比分别+5.0%/+2.1%，较2021-2023年6%以上的产量增速有所放缓。进口方面，根据Wind，2024年1-6月进口乳制品量（折合原料奶后）同比-15.6%。结合牛奶产量和供给量测算，24Q1/24Q2原料奶总供给量同比分别下降3.0%/3.5%。参考荷斯坦资讯引用国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利研究观点，截止6月大型牧业集团已淘汰成年母牛近5万头，全群约10万头；3月以来全群约消减15万头泌乳牛。但由于需求偏弱，截止6月大包粉库存约30万吨，较2023年末增加。

图17：2024年以来原奶产量逐季降速



数据：Wind，广发证券发展研究中心

图18：2024年1-6月进口大包粉量同比-20.7%



数据：乳业贸易月报，广发证券发展研究中心

测算2025年国内原奶或重新趋于平衡。当前国内奶价已处于2014年以来低位，2024年Q2以来牧业和下游龙头乳企共同推动牛群淘汰和产能去化。近期由于天气炎热导致母牛单产下降以及上半年牛群去化影响下，合同外散奶价格有所回升。参考乳业在线公众号，合同外散奶价格从4月的1元/公斤以下回升至2元/公斤以上，8月9日（第32周）最新价格回升至3元以上。**我们结合原料奶产销、大包粉库存以及乳制品进出口量测算乳制品供需格局。**在2024/2025年需求端分别-3.1%/-0.6%假设下，参考二季度以来淘汰牛速度，若2024年奶牛整体和成母牛存栏减少5%左右，对应2024年成母牛存栏减少20-30万头，且2025年存栏不增长，则根据我们测算，至2025年原奶供需有望重新趋于平衡。

表2: 乳制品供需平衡测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E
国内牛奶产量 (万吨)	3682.7	3932.0	4197.0	4072.0	4156.8
YOY	7.1%	6.8%	6.7%	-3.0%	2.1%
奶牛存栏 (万头)	1094.0	1161.0	1230.0	1168.5	1168.5
YOY	—	6.1%	5.9%	-5.0%	0.0%
成母牛存栏 (万头)	423	427	446	424	424
成母牛占比	39%	37%	36%	36%	36%
成母牛单产	8.7	9.2	9.4	9.6	9.8
国内奶类产量 (万吨)	3778.1	4026.5	4281.3	4155.1	4241.6
YOY	7.0%	7.8%	6.3%	-2.9%	2.1%
乳制品进口量-折合原料奶 (万吨)	2001.2	1917.0	1718.0	1425.9	1326.1
YOY	6.8%	-4.2%	-10.4%	-17.0%	-7.0%
乳制品总供给量 (万吨)	5779.3	5943.4	5999.3	5734.5	5634.7
YOY	—	2.8%	0.9%	-4.4%	-1.7%
乳制品消费量 (万吨)	6017.7	5929.4	5821.9	5639.0	5602.5
YOY	—	—	-1.8%	-3.1%	-0.6%
人口 (亿)	141260	141175	140967	140759	140552
YOY	—	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
人均奶类消费量 (千克/人/年)	42.6	42.0	41.3	40.1	39.9
YOY	—	-1.4%	-1.7%	-3.0%	-0.5%
乳制品出口量-折合原料奶 (万吨)	16.4	14.7	23.9	28.7	31.5
YOY	—	-10.4%	62.4%	20.0%	10.0%
原料奶库存 (万吨)	—	—	153.5	66.9	0.7
对应大包粉库存 (万吨)	—	—	19.2	8.4	0.1

数据 : 奶业贸易月报, Wind, 中国奶业统计资料, 广发证券发展研究中心

二、蒙牛经营基本盘稳固，换帅开启发展新篇章

(一) 蒙牛掌舵人顺利完成接棒，有望开启发展新篇章

回顾卢敏放任期：对内完成组织架构梳理，对外推动并购扩张。根据蒙牛乳业《委任董事会副主席，总裁变更及执行董事变更，授权代表变更及董事会委员会组成变更》公告，2024年3月26日起卢敏放先生卸任公司总裁，任公司董事会副主席并继续担任执行董事；公司高级副总裁、常温事业部负责人高飞先生接任公司总裁、执行董事。卢总在蒙牛担 裁超7年，任内带领蒙牛收入体量持续增长，盈利能力显著改善，2017-2023年公司收入/归母净利润CAGR分别+8.6%/+15.3%。回顾卢总任期，对内方面：上任后即快速推动蒙牛组织架构和激励机制调整，精简总部人员，从职能制改为事业部管理体系（分为常温/低温/冰品/奶粉/其他），薪酬激励向一线中坚骨干下沉，打造了现代化的企业治理结构。对外先后完成中国圣牧、妙可蓝多、艾雪、贝拉米收并购，巩固常温奶领域市场份额的同时，在低温鲜奶、奶酪等细分品

类建立起差异化优势。

2024年高飞正式接棒蒙牛，开启公司发展新篇章。根据蒙牛财报，高飞总1999年加入蒙牛，在公司任职超20年，历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务，一线经验丰富。2016年起任集团副总裁、常温事业部负责人，上任后提出提出“冠军战略”，带领蒙牛常温奶稳步增长，特仑苏成长为乳业超级大单品。近年来先后主导了2018/2022两届世界杯蒙牛营销活动，并推动了宁夏全数智化超级工厂建成投产。

图19: 蒙牛乳业历任董事会主席及总裁任期及主要任职经历

董事会主席	牛根生	宁高宁	马建平	于旭波	陈朗	庆立军
	任期: 1999-2009年任蒙牛董事长, 中粮集团入主后2009-2011/6任蒙牛董事会主席。	任期: 2011/6-2016/2任蒙牛集团董事会主席, 同时任中粮集团主席。	任期: 2016/2-2019/1任蒙牛集团董事会主席, 同时任中粮集团副总裁兼战略部总监。	任期: 2019/1-2019/4任蒙牛集团董事会主席	任期: 2019/4-2024/5任蒙牛集团董事会主席, 同时任中粮集团副总裁。	任期: 2024/5至今任蒙牛集团董事会主席, 同时任中粮集团副总裁、中粮可口可乐CEO。
总裁	牛根生	杨文俊	孙依萍	卢敏放	高飞	
	任期: 1999-2006年担任蒙牛总裁 任职经历: 1999年创立蒙牛, 帮助公司建立起较为成熟的产品和渠道体系, 任内蒙牛凭借酸乳、特仑苏等现象级单品和超级女声等品牌营销迅速成长为乳业两强之一。	任期: 2006-2012/4担任蒙牛总裁 任职经历: 蒙牛创业元老之一, 此前任蒙牛副总裁、液体奶公司总经理。	任期: 2012/4-2016/9担任蒙牛总裁 任职经历: 1993年加入中粮集团, 此前任中粮地产副总经理、中粮集团西南大区总经理。任内推动蒙牛组织架构调整, 主导了蒙牛国际化战略, 引入达能、爱氏晨曦成为蒙牛股东, 收购雅士利并成为现代牧业第一大股东。	任期: 2016-2023年担任蒙牛总裁 任职经历: 此前任雅士利总裁, 曾在达能、强生、通用电气有任职经历。入主蒙牛后对内将原核心业务板块改为常、低温等独立运营的事业部管理制, 建立起现代化企业治理机制, 大力布局鲜奶, 推出每日鲜语品牌; 对外先后收购中国圣牧、贝拉米、艾雪和妙可蓝多, 出售君乐宝。	任期: 2024年3月起担任总裁 任职经历: 1999年加入蒙牛, 历任营销部区域经理、销售总经理、营销总经理等职务。2016年起任集团副总裁、常温事业部负责人, 带领特仑苏成长为乳业超级大单品。近年来先后主导了2018/2022两届世界杯蒙牛营销活动, 并推动了宁夏全数智化超级工厂建成投产。	

数据 : 公司官网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 蒙牛乳业核心高管团队任职情况梳理

姓名	职务	年龄(岁)	主要经历
庆立军	董事会主席、非执行董事	54	现为中粮集团有限公司副总经理、中国食品有限公司董事会主席、中粮可口可乐首席执行官, 于饮料生产、市场营销、战略规划、财务、公共关系及综合性管理方面拥有丰富经验。
卢敏放	董事会副主席、执行董事	55	2016-2023年担任蒙牛总裁, 目前任公司董事会副主席、执行董事。卢敏放曾任雅士利董事会主席及总裁, 并在达能、强生、通用有任职经历, 具有丰富快速消费品和乳业公司管理经验。
高飞	总裁、执行董事	47	2024年3月起任蒙牛总裁, 此前任公司高级副总裁、常温事业部负责人。高飞于1999年加入蒙牛, 历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务, 拥有丰富的乳制品销售、营销推广和经营管理的实战经验。
张平	副总裁、CFO	59	2014年加入蒙牛, 在快消品行业拥有超33年管理经验, 负责营运、财务、审计管理及风控。此前曾任太古饮料公司内审及系统发展经理、财务总监、装瓶厂总经理, 及可口可乐装瓶商生产控股有限公司CEO。
王燕	执行董事	45	2021年11月加入蒙牛集团任公司执行董事, 曾任中粮集团人力资源部人才发展部总经理、人力资源部副总监等职务。
罗彦	副总裁, 低温事业部及鲜奶事业部负责人	62	2017年11月加入蒙牛, 曾任发展业务负责人。此前历任通用磨坊大中华区副总裁、全国销售总监、哈根达斯全球事业部总监。

识别风险, 发现价值

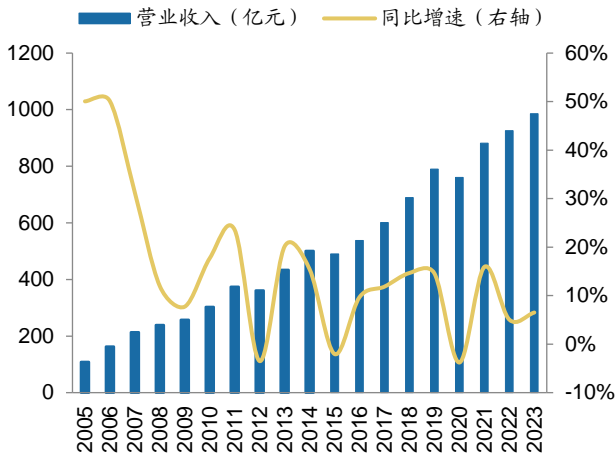
闫志远	副总裁、奶粉事业部负责人	41	2002年加入蒙牛，此前任公司助理副总裁。2017年1月起任常温事业部销售管理中心总经理。
韩建军	副总裁、冰品事业部负责人（同时分管艾雪）	50	1999年加入蒙牛，历任冰品生产运营负责人、常温生产管理中心总经理、冰品事业部总经理等职务。
赵杰军	副总裁、奶源及牧业产业链负责人	47	2000年加入蒙牛，曾任销售大区经理、运营总经理、计划物流总经理、供应链负责人等职务。
温永平	副总裁、集团研发创新中心负责人	49	1999年加入蒙牛，历任生产指挥中心总经理、营运助理副总裁、奶源管理副总裁、低温事业部负责人等职务。
杨志刚	副总裁、安全质量负责人	51	2017年6月加入蒙牛，分管风控及审计、招投标管理和采购管理。2002年起任国家认证认可监督管理委员会注册管理部科员、处长、副巡视员；2013年加入中粮集团，历任质量安全管理部总经理、审计与法律风控部副总监。
李鹏程	副总裁、集团事务负责人	53	2018年9月加入蒙牛。此前任职于中央网络安全和信息化委员会办公室。
刘丽君	副总裁、集团人力资源负责人	42	2002年加入蒙牛并担任人力资源管理岗位，2021年起担任集团副总裁、人力资源负责人，曾多次参加并主导集团级组织与人力资源变革项目。
陈易一	副总裁、集团战略管理负责人	50	2021年加入蒙牛，此前曾供职于雀巢、国际纸业、利乐西得乐、 业等多家国际知名企业 and 上市公司。
郭伟昌	财务总监兼公司秘书	51	2007年加入蒙牛，此前曾先后于一家香港上市公司担任财务总监及任职于一家国际会计师事务所。

数据：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）公司经营基本盘稳固，高端白奶持续领跑

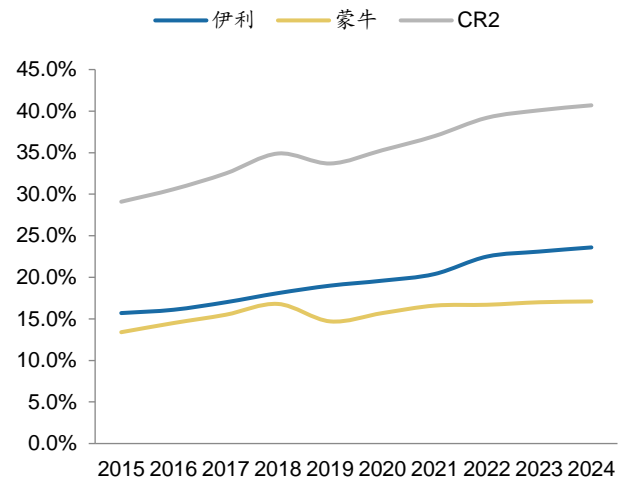
回顾蒙牛近年来发展历程，公司液奶基本盘稳固，高端白奶、低温酸奶份额持续领先；近年来低温鲜奶、奶酪品牌影响力不断加强、收入占比逐步提升。根据公司财报，2023年蒙牛收入/归母净利润分别为990.9/48.1亿元，2013-2023年复合增速分别为+8.6%/+11.4%，乳制品全行业市占率从2015年的13.4%稳步提升至2024年的17.1%。其中液奶占收入比重从2013年的87.3%下降至82.8%；奶粉/冰淇淋占收入比重分别从5.0%/7.0%下降至3.9%/6.1%，2023年奶酪占收入比重提升至4.4%。

图20: 2013-2023年蒙牛收入复合增长8.6%



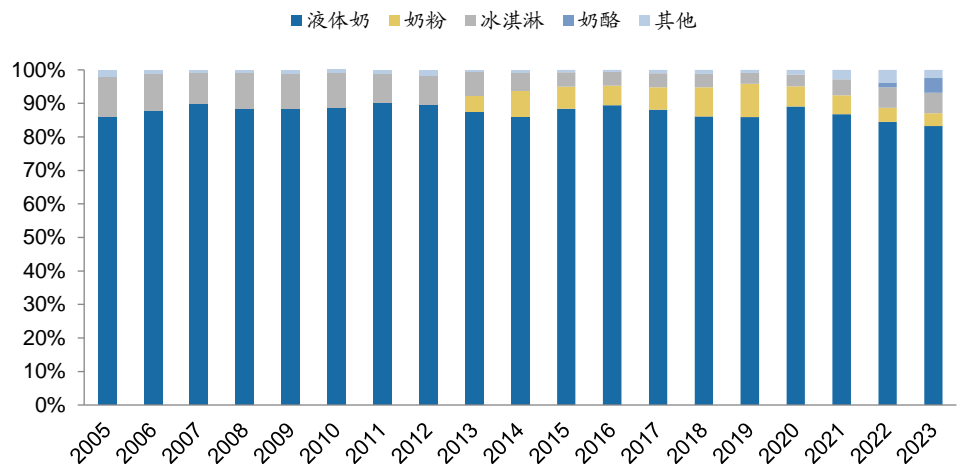
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 乳制品行业市占率: CR2持续提升



数据 : 彭博, 广发证券发展研究中心

图22: 2005-2023年蒙牛收入结构拆分



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

液奶强者恒强，竞争加剧对双寡头份额影响有限。对比蒙牛和伊利液奶收入及结构来看：2023年蒙牛/伊利液奶收入分别为855.4/820.7亿元，体量接近。参考伊利年报引用尼尔森数据来看，2023年伊利/蒙牛液奶市占率分别为31.6%/30.3%。2023年以来消费力复苏偏弱，原奶价格加速下行导致液奶终端买赠力度增加、行业竞争加剧，市场普遍担心伊利和蒙牛市占率受到负面影响。根据尼尔森，2023年液奶市场份额中，CR5从71.5%小幅提升至71.6%，价格战下长尾品牌主要侵蚀腰部品牌市占率，5-10名品牌液奶市占率从7.9%下降至7.7%；根据马上赢监测的线下样本渠道数据，2022/2023/2024年1-6月伊利市占率分别为43.2%/43.6%/44.1%，蒙牛市占率分别为30.4%/31.0%/30.3%，双寡头市场份额基本维持稳定。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/555314342241011310>