

# H1 收入降幅环比缩窄，经营利润同增 13%

——蒙牛乳业 2025 年中报点评

买入|维持

## 报告要点:

### ● 事件

公司公告 2025 年中报。2025H1，公司实现总收入 415.67 亿元 (-6.95%)，归母净利 20.46 亿元 (-16.37%)。

### ● 液态奶承压，冰淇淋、奶酪、其他业务收入增长领先

2025H1，公司液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪、其他业务收入分别为 321.92、38.79、16.76、23.74、14.47 亿元，同比-11.22%、+15.04%、+2.47%、+12.28%、+12.39%。公司液态奶增长承压主要受常温奶去库存影响，而公司鲜奶业务上半年实现双位数增长、市场份额持续提升，此外，低温行业持续回暖中，蒙牛的酸奶销量持续跑赢行业。公司奶粉业务中，婴配粉收入随着行业企稳实现双位数增长，其中高端产品线「贝拉米白金有机 A2」实现翻倍增长。

### ● 原奶价下降带动毛利率，政府补助减少、联营公司业绩亏损影响 H1 归母净利率

1) 原奶价下降带动毛利率，政府补助减少、联营公司业绩亏损影响 H1 归母净利率。2025H1，公司毛利率同比+1.4pct 至 41.7%，主要得益于原奶价格下降；归母净利率为 4.92%，同比-0.55pct，主要由于其他收入减少以及应占联营公司亏损增加。2025H1，应占联营公司业绩为-5.45 亿元(24H1 为-1.33 亿元)，主要由于联营公司现代牧业淘汰牛数量增加以及原奶价下降影响；其他收入主要为政府补助等，25 年上半年政府补助较去年同期有所减少。

2) 液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪四大分部利润率均同比提升。2025H1，公司经营利润 35.38 亿元，同比+13.4%，经营利润率 8.5%，同比+1.5pct。拆分业务来看，2025H1，公司液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪、其他业务分部利润率分别为 8.20%、15.85%、5.95%、9.65%、-9.23%，同比+1.17、+4.44、+4.51、+4.04、-16.66pct，液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪分部利润率均同比提升。

### ● 投资建议

我们预计 2025、2026、2027 年公司归母净利分别为 42.79、51.43、55.99 亿元，同比增长 3994.80%、20.18%、8.86%，对应 8 月 27 日 PE 分别为 13、11、10 倍(市值 632 亿港元)，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

食品安全风险、原奶价格波动风险、政策调整风险。

## 基本数据

52 周最高/最低价(港元):21.00 / 14.74

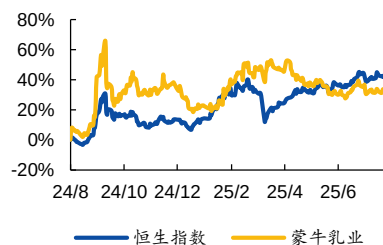
港股流通股(百万股): 3,903.77

港股总股本(百万股): 3,903.77

流通市值(百万港元): 63,241.05

总市值(百万港元): 63,241.05

## 过去一年股价走势



资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

## 相关研究报告

《国元证券公司研究-蒙牛乳业(2319.HK) 2024 年年报点评: 减值压力释放，业绩弹性可期》2025.04.01

《国元证券公司研究-蒙牛乳业(2319.HK) 2024 年半年报点评: 夯实经营基础，回购彰显信心》2024.08.30

## 报告作者

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 单蕾

执业证书编号 S0020524100001

电话 021-51097188

邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

## 附表: 盈利预测

| 财务数据和估值    | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 98624.04 | 88674.77 | 83350.88 | 86391.44 | 89459.14 |
| 收入同比(%)    | 6.51     | -10.09   | -6.00    | 3.65     | 3.55     |
| 归母净利润(百万元) | 4809.20  | 104.51   | 4279.36  | 5142.96  | 5598.87  |
| 归母净利润同比(%) | -9.31    | -97.83   | 3994.80  | 20.18    | 8.86     |
| 每股收益(元)    | 1.23     | 0.03     | 1.10     | 1.32     | 1.43     |
| 市盈率(P/E)   | 12.01    | 552.48   | 13.49    | 11.23    | 10.31    |

资料来源: Ifind、国元证券研究所

注: PE 使用汇率为 1 港元=0.91299 元人民币。

**财务预测表**

| 利润表      |       | 单位：百万元    |           |           |           |           |
|----------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 会计年度     |       | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 营业收入     |       | 98,624.04 | 88,674.77 | 83,350.88 | 86,391.44 | 89,459.14 |
|          | YOY   | 6.51%     | -10.09%   | -6.00%    | 3.65%     | 3.55%     |
| 营业成本     |       | 61,983.95 | 53,584.33 | 49,177.02 | 51,273.32 | 53,031.38 |
|          | %营业收入 | 62.85%    | 60.43%    | 59.00%    | 59.35%    | 59.28%    |
| 销售费用     |       | 25,192.21 | 23,092.60 | 21,706.16 | 22,497.98 | 23,296.86 |
|          | %营业收入 | 25.54%    | 26.04%    | 26.04%    | 26.04%    | 26.04%    |
| 管理费用     |       | 4,742.53  | 4,229.00  | 3,975.09  | 4,076.90  | 4,176.94  |
|          | %营业收入 | 4.81%     | 4.77%     | 4.77%     | 4.72%     | 4.67%     |
| 财务费用     |       | -106.27   | 55.81     | 52.46     | 54.38     | 56.31     |
|          | %营业收入 | -0.11%    | 0.06%     | 0.06%     | 0.06%     | 0.06%     |
| 资产减值损失   |       | -309.63   | -371.71   | -290.54   | -311.50   | -336.46   |
|          | %营业收入 | -0.31%    | -0.42%    | -0.35%    | -0.36%    | -0.38%    |
| 投资净收益    |       | -54.66    | -49.04    | -46.10    | -47.78    | -49.48    |
|          | %营业收入 | -0.06%    | -0.06%    | -0.06%    | -0.06%    | -0.06%    |
| 应占联营公司业绩 |       | 91.92     | -871.73   | -2,125.45 | -1,468.65 | -1,341.89 |
|          | %营业收入 | 0.09%     | -0.98%    | -2.55%    | -1.70%    | -1.50%    |
| 其他费用     |       | 1,296.46  | 6,453.01  | 1,333.61  | 950.31    | 894.59    |
|          | %营业收入 | 1.31%     | 7.28%     | 1.60%     | 1.10%     | 1.00%     |
| 营业利润     |       | 5242.80   | -32.47    | 4644.45   | 5710.62   | 6275.23   |
| 其他收入及收益  |       | 1,069.39  | 1,031.64  | 936.74    | 988.00    | 1,014.24  |
| 利润总额     |       | 6312.19   | 999.18    | 5581.19   | 6698.62   | 7289.46   |
| 所得税      |       | 1,425.21  | 774.57    | 1,260.16  | 1,512.46  | 1,645.87  |
| 净利润      |       | 4886.98   | 224.61    | 4321.03   | 5186.16   | 5643.60   |
| 少数股东损益   |       | 77.78     | 120.10    | 41.68     | 43.20     | 44.73     |
| 归属母公司净利润 |       | 4809.20   | 104.51    | 4279.36   | 5142.96   | 5598.87   |
| EPS（元）   |       | 1.23      | 0.03      | 1.10      | 1.32      | 1.43      |
| PE       |       | 14.59     | 671.48    | 13.49     | 11.23     | 10.31     |

资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                        | (2) 行业评级定义 |                          |
|------------|------------------------|------------|--------------------------|
| 买入         | 股价涨幅优于基准指数 15%以上       | 推荐         | 行业指数表现优于基准指数 10%以上       |
| 增持         | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 | 中性         | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 持有         | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间  | 回避         | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上       |
| 卖出         | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上        |            |                          |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                | 上海                                   | 北京                                    |
|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            | 邮编：100027                             |