

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

蒙牛乳业 (2319.HK)

投资评级

上次评级

赵雷 食品饮料行业分析师  
执业编号: S1500524100003  
邮箱: zhaolei@cindasc.com信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅  
大厦 B 座  
邮编: 100031

## 经营利润率同比提升，静待供需好转

2025 年 8 月 31 日

**事件：公司公布 2025 年上半年业绩。**25H1，公司实现收入人民币 415.67 亿元，同比-6.95%；实现经营利润 35.38 亿元，同比+13.43%；实现归母净利润 20.46 亿元，同比-16.37%。

### 点评：

- **液奶承压影响收入，产品结构更趋多元。**上半年由于需求不及预期，原奶阶段性供给过剩，公司收入承压。分板块看，液态奶、冰淇淋、奶粉和奶酪业务收入分别为 321.92 亿元、38.79 亿元、16.76 亿元和 23.74 亿元，同比-11.22%、+15.40%、+2.47%和+12.28%。除液态奶外，公司各板块均实现增长，产品结构更趋多元化。
- **经营利润率同比提升，上游牧业拖累归母净利润。**25H1，公司实现毛利率 41.7%，同比+1.4pct，核心系原奶价格下降。费用端，公司强化费用投放效率，销售及经销费用率同比-0.5pct，行政费用率同比+0.4pct。经营利润率同比大幅提升 1.5pct，达 8.5%。但受淘汰牛只和原奶价格下降影响，联营公司现代牧业上半年亏损 9.135 亿元，叠加去年同期出售子公司收益 2.694 亿元，使得公司上半年归母净利润同比-16.37%。
- **坚定一主两翼，应对市场变化。**乳业核心主业方面，公司积极应对市场变化，一方面通过推出不同价位带常温液奶产品满足不同消费者需求，另一方面也积极与新兴渠道合作，推出多款定制化产品。营养健康平台方面，公司运动营养品牌迈胜增长强劲，也成为唯一获批 HMO 单体 2'-FL 和 LNnT 的中国本土企业。公司在拓宽 HMO 应用场景的同时，也积极加快精深加工产品布局，乳铁蛋白和 D90 脱盐乳清粉已进入上市阶段。海外平台方面，艾雪在巩固东南亚市场份额优势的同时，持续拓展非洲、拉美等更多海外新兴市场。
- **盈利预测：估值底部区域，静待供需好转。**展望下半年，公司 5 月对白奶价格的下调对下半年收入增速或造成一定影响，公司全年预计收入中到高单位数下滑，经营利润率同比去年持平。公司当前估值处于过去 5 年底部区间，供需情况的好转有望推动公司估值进行修复。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 42.79/49.40/56.66 亿元，对应 2025-2027 年 13X/11X/10X PE。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，新产品及新渠道扩展不及预期。**

重要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	88675	82899	85562	89938
增长率 YoY %	-10%	-7%	3%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	105	4279	4940	5666
增长率 YoY%	-98%	3994%	15%	15%
毛利率%	39.57%	40.20%	40.20%	40.10%
净资产收益率 ROE%	0.25%	9.37%	9.80%	10.14%
EPS(摊薄)(元)	0.03	1.10	1.27	1.45
市盈率 P/E(倍)	614.92	12.95	11.22	9.78
市净率 P/B(倍)	1.34	1.06	0.97	0.88

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,768	37,786	44,172	52,015
现金	6,199	4,715	10,773	17,761
应收账款	3,262	3,316	3,422	3,598
存货	4,937	5,973	6,240	6,651
其他	21,370	23,782	23,736	24,006
非流动资产	70,525	69,419	68,551	67,912
固定资产	23,045	22,380	21,944	21,724
无形资产	17,669	17,227	16,796	16,377
租金按金				
使用权资产				
其他	29,811	29,811	29,811	29,811
	106,293	107,204	112,723	119,927
资产总计				
流动负债	37,007	31,521	32,195	33,820
	16,662	12,000	12,500	13,000
短期借款				
应付账款	8,647	7,998	8,113	8,642
其他	11,698	11,523	11,582	12,178
非流动负债	21,261	23,481	23,481	23,481
长期借款	17,976	20,196	20,196	20,196
租赁负债				
其他	3,285	3,285	3,285	3,285
负债合计	58,267	55,002	55,676	57,301
少数股东权益	6,463	6,551	6,651	6,767
股本	357	357	357	357
留存收益和资本公积	41,206	45,295	50,039	55,502
归属母公司股东权益	41,562	45,652	50,396	55,859
负债和股东权益	106,293	107,204	112,723	119,927

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,332	4,303	8,555	9,498
净利润	105	4,279	4,940	5,666
折旧摊销	3,601	1,606	1,567	1,540
少数股东权益	120	87	101	116
营运资金变动及其他	4,506	-1,669	1,947	2,176
投资活动现金流	-3,500	-1,386	-1,139	-1,193
资本支出	-3,475	-500	-700	-900
其他投资	-25	-886	-439	-293
筹资活动现金流	-6,325	-4,402	-1,357	-1,317
借款增加	-2,774	-2,441	500	500
	-284	0	0	0
普通股增加				
已付股利	-1,924	-1,961	-1,857	-1,817
其他	-1,343	0	0	0
现金净增加额	-1,003	-1,485	6,058	6,988

利润表	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	88,675	83,139	85,862	90,288
营业成本	53,584	49,574	51,166	53,873
销售费用	23,093	22,217	22,674	23,384
管理费用	4,229	3,905	4,030	4,236
财务费用	56	1	89	73
营业利润	7,640	6,344	6,829	7,593
利润总额	999	5,457	6,301	7,227
所得税	775	1,091	1,260	1,445
净利润	225	4,366	5,041	5,782
少数股东损益	120	87	101	116
归属母公司净利润	105	4,279	4,940	5,666
EBITDA	10,729	7,950	8,396	9,133
EPS (元)	0.03	1.10	1.27	1.45

主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-10.09%	-6.51%	3.21%	5.11%
营业利润	27.59%	-16.96%	7.65%	11.19%
归属母公司净利润	-97.83%	3994.00%	15.46%	14.70%
获利能力				
毛利率	39.57%	40.20%	40.20%	40.10%
净利率	0.12%	5.16%	5.77%	6.30%
ROE	0.25%	9.37%	9.80%	10.14%
	0.02	0.06	0.06	0.06
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	54.82%	51.31%	49.39%	47.78%
净负债比率	0.59	0.53	0.38	0.25
	0.97	1.20	1.37	1.54
流动比率				
速动比率	0.83	1.00	1.17	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.78	0.76	0.75
应收账款周转率	27.19	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	6.20	6.20	6.31	6.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	1.10	1.27	1.45
每股经营现金	2.13	1.10	2.19	2.43
每股净资产	12.30	13.37	14.61	16.04
估值比率				
P/E	614.92	12.95	11.22	9.78
P/B	1.34	1.06	0.97	0.88
EV/EBITDA	8.64	10.43	9.68	8.19

## 研究团队简介

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。