

公司研究

终端需求有待恢复，经营利润率同比提升

——蒙牛乳业（2319.HK）2025年中报点评

要点

事件：蒙牛乳业发布2025年中报，25H1实现营业收入415.67亿元，同比减少6.95%，归母净利润20.46亿元，同比减少16.37%。

液态奶业务持续调整，其他品类增势良好。分产品看，25H1液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪/其他乳制品分别实现营业收入321.92/38.79/16.76/23.74/14.47亿元，分别同比-11.2%/+15.0%/+2.5%/+12.3%/+12.4%。**液态奶业务：**量价拆解来看，消费疲软影响下的销量下滑，以及公司主动对常温白奶价格端的调整，共同带来了25H1液态奶收入的同比下降。公司聚焦品类创新，打造高品质好奶的同时，亦推出系列质价比产品。渠道方面加速突破会员店/零食量贩等新渠道。低温品类整体25H1收入同比略有下滑，其中低温鲜奶收入同比实现双位数增长。**冰淇淋业务：**冰淇淋业务推出系列创新性新品，多款成为年内爆品，其中蒂兰圣雪年内正式进入香港市场。**奶粉业务：**公司婴配粉业务25H1收入同比实现双位数增长，其中贝拉米聚焦高端产品线，加速越南等东南亚市场的开拓，上半年收入同比增长超过20%，旗下高端产品线“贝拉米白金有机A2”25H1收入同比实现翻倍增长。**奶酪业务：**公司强化与妙可蓝多的协同，B/C两端同时发力，丰富产品矩阵，为渠道提供定制化产品。

原奶价格下行拉升毛利率，经营利润率有所提升。毛利端，25H1公司毛利率为41.7%，同比+1.5Pct；主要系原奶价格下行拉动整体毛利率提升。**费用端，**25H1销售费用率为27.9%，同比-0.4Pct，主要系公司加强费用的精细化管理，市场费用等有所缩减。25H1管理费用率为4.7%，同比+0.3Pct。**综合来看，**25H1公司经营利润率为8.5%，同比+1.5pct；归母净利率为4.9%，同比-0.6Pct。主要系25H1现代牧业计提生物资产减值导致经营亏损，进而导致公司的联营公司业绩亏损5.9亿元，亏损同比增加4.1亿元。**展望25年全年，**市场终端需求相对偏弱，公司控制渠道库存的同时，积极调整价格策略，25H2经营表现有望改善。综合考虑公司调整常温白奶价格和原奶成本红利的影响，全年经营利润率有望同比保持平稳。

盈利预测、估值与评级：考虑到联营公司亏损增加对公司今年利润端的影响，我们下调2025年公司归母净利润预测至40.48亿元（较前次下调20%），基本维持2026-2027年归母净利润不变。对应2025-2027年EPS为1.04/1.36/1.43元，当前股价对应P/E分别为14/10/10倍，公司作为头部乳企经营稳健，优化结构增强盈利能力利好长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原奶价格上涨超预期；食品安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	98624	88675	82954	85866	89197
营业收入增长率	6.51%	-10.09%	-6.45%	3.51%	3.88%
净利润（百万元）	4,809	105	4,048	5,292	5,575
净利润增长率	-9.31%	-97.83%	3773.06%	30.75%	5.35%
EPS（元）	1.22	0.03	1.04	1.36	1.43
ROE	10.9%	0.3%	9.2%	11.3%	11.2%
EV/EBITDA	11.4	18.1	10.9	9.8	9.0
P/E	12	528	14	10	10
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-08-29，1HKD=0.9256CNY，注：2023年总股本为39.35亿股，2024年总股本为39.19亿股，2025-2027年总股本为39.04亿股

买入（维持）

当前价：15.20 港元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	39.04
总市值(亿港元)	593.37
一年最低/最高(港元)	11.82/22.55
近3月换手率	38.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.31	-21.46	-24.08
绝对	1.75	6.38	39.40

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624	88,675	82,954	85,866	89,197
营业成本	-61,984	-53,854	-49,962	-51,801	-53,721
营业毛利	36,640	35,090	32,993	34,065	35,475
销售费用	-25,192	-23,093	-22,432	-23,177	-24,120
行政费用	-4,743	-4,229	-4,081	-4,181	-4,343
其他收入	1,069	1,032	1,069	1,032	1,032
其他费用	-1,661	-6,874	-1,994	-1,437	-1,433
EBITDA	9,415	5,333	8,537	9,404	9,706
折旧及摊销	-3,301	-3,407	-2,982	-3,103	-3,096
EBIT	6,114	1,927	5,555	6,301	6,610
财务开支净额	106	-56	518	583	640
应占联营及合营公司损益	92	-872	-700	101	107
EBT	6,312	999	5,373	6,986	7,357
所得税	-1,425	-775	-1,213	-1,577	-1,661
净利润 (含少数股东损益)	4,887	225	4,160	5,408	5,696
净利润 (不含少数股东损益)	4,809	105	4,048	5,292	5,575
股本 (百万股)	3,935	3,919	3,904	3,904	3,904
EPS (元)	1.22	0.03	1.04	1.36	1.43

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:	34,128	35,768	35,605	43,400	44,636
现金及现金等价物	12,444	17,339	18,566	24,290	26,852
存货	6,088	4,937	4,223	5,274	4,575
贸易及其他应收款项	6,764	5,241	4,565	5,585	4,959
其他流动资产	8,832	8,251	8,251	8,251	8,251
非流动资产:	81,092	70,525	70,818	70,382	70,344
固定资产/PP&E	21,715	20,905	21,667	21,679	22,066
无形资产	21,570	16,507	16,239	15,972	15,704
权益性投资	10,409	9,649	9,649	9,649	9,649
土地使用权	2,733	2,585	2,611	2,637	2,663
其他非流动资产	24,664	20,879	20,651	20,446	20,262
总资产	115,220	106,293	106,422	113,782	114,980
流动负债:	32,594	37,007	34,771	39,083	37,076
贸易及其他应付款项	22,392	19,891	17,754	22,058	20,055
短期借贷	9,807	16,662	16,662	16,662	16,662
即期所得税负债	341	371	356	363	360
其他流动负债	55	83	0	0	0
非流动负债:	31,974	21,261	21,261	21,261	21,261
长期借贷	27,604	17,976	17,976	17,976	17,976
其他非流动负债	4,370	3,285	3,285	3,285	3,285
经营性负债合计	64,568	58,267	56,032	60,344	58,337
股本	358	357	357	357	357
储备	34,065	33,233	35,236	37,856	40,616
其他综合性收益	9,897	7,973	8,222	8,534	8,858
股东权益合计(不含少数股东权益)	44,320	41,562	43,815	46,747	49,830

少数股东权益	6,332	6,463	6,576	6,692	6,813
股东权益合计(含少数股东权益)	50,652	48,025	50,390	53,439	56,643
负债及股东权益总计	115,220	106,293	106,422	113,782	114,980

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,349	8,332	6,166	10,555	7,858
除税前(亏损)/溢利	6,312	999	5,373	6,986	7,357
折旧摊销	3,301	3,407	2,982	3,103	3,096
营运资本变化	429	-889	-792	2,233	-677
其他非现金调整	-1,693	4,815	-1,397	-1,766	-1,918
投资活动现金流	-286	-3,500	-2,179	-1,498	-1,810
资本性支出	-4,135	-3,475	-3,771	-3,174	-3,561
其他投资活动产生的现金流量净额	3,849	-25	1,592	1,676	1,751
融资活动现金流	-6,802	-6,325	-2,760	-3,334	-3,487
股本增加	156	0	0	0	0
偿还借款	-92,754	-72,270	-965	-973	-995
债务增加	90,983	69,082	0	0	0
支付股利	-1,588	-1,924	-1,821	-2,381	-2,509
其他融资活动产生的现金流	-3,599	-1,213	26	21	17
净现金流	1,261	-1,493	1,227	5,724	2,562

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP