

买入

经营利润率提升，静待液奶需求复苏

蒙牛乳业 (2319.HK)

2025-09-02 星期二

【投资要点】

目标价：20.0 港元

现价：15.13 港元

预计升幅：32.2%

重要数据

日期	2025-9-1
收盘价 (港元)	15.13
总股本 (亿股)	39.04
总市值 (亿港元)	590.64
净资产 (亿元)	480.2
总资产 (亿元)	997.9
52 周高低 (港元)	12.16/22.55
每股净资产 (元)	10.57

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中粮集团 23.94%

Mitsubishi 7.88%

FIL 6.03%

UBS 5.39%

BBH 5.03%

相关报告

蒙牛乳业首发报告-20191129

蒙牛乳业更新报告-20200327

蒙牛乳业更新报告-20200828

蒙牛乳业更新报告-20210430

蒙牛乳业更新报告-20210907

蒙牛乳业更新报告-20220425

蒙牛乳业更新报告-20230424

蒙牛乳业更新报告-20250506

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

➤ 收入表现承压，经营利润保持增长

2025 上半年，公司实现收入 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%。由于原奶仍阶段性供给过剩，需求恢复不及预期，行业仍处于调整阶段。

➤ 液奶需求承压，其他业务表现较好

2025 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 321.9/38.8/16.8/23.8/14.5 亿元，同比-11.2%/+15%/+2.5%/+12.3%/-4.3%。公司液态奶业务因下游需求疲弱而下滑，预计价和量均承压。按细分品类拆分，预计常温奶双位数下滑，低温奶维持正增长，冰激凌和奶酪业务在产品创新、品牌建设和渠道精耕等作用下，实现了增长。

➤ 毛销差扩大，经营利润率提升

2025 上半年，公司实现毛利率 41.7%，同比提升 1.5 个百分点，主因原材料奶价同比下降；销售费用率 27.9%，同比下降 0.4 个百分点，其中广告费用 44.8 亿，同比-0.4%，毛销差同比扩大。公司管理费用率 4.7%，同比上升 0.3 个百分点。在成本红利及费用管控促进下，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 8.5%。唯联营公司中现代牧业业绩亏损拖累公司净利润，净利率同比下滑 0.5 个百分点至 5.18%。

➤ 给予“买入”评级，目标价 20.0 港元/股

考虑到公司液奶基本盘仍承压，且管理层对下半年经营存谨慎态度，我们下调公司 25-27 年归母净利润至 42.16/51.85/56.96 亿元，给予 20.0 港元/股目标价，对应 2025 年约 15 倍 PE，较现价有 32.2%的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	98,624	88,675	82,847	85,675	88,829
同比增长	6.51%	-10.09%	-6.57%	3.41%	3.68%
毛利率	37.2%	39.6%	40.4%	40.3%	40.3%
归母净利润	4,809	105	4,216	5,185	5,696
同比增长	-9.3%	-97.8%	3934.5%	23.0%	9.9%
净利润率	4.9%	0.1%	5.1%	6.1%	6.4%
每股盈利(元)	1.22	0.03	1.07	1.32	1.45
PE	11.3	518.3	12.9	10.5	9.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

【报告正文】

➤ 收入表现承压，经营利润保持增长

2025 上半年，公司实现收入 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%。由于下游需求恢复不及预期，行业仍处于调整阶段。

图 1：公司营收及同比情况（单位：亿元）

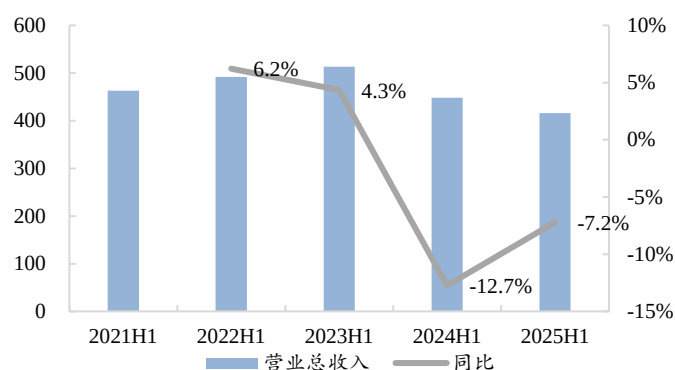
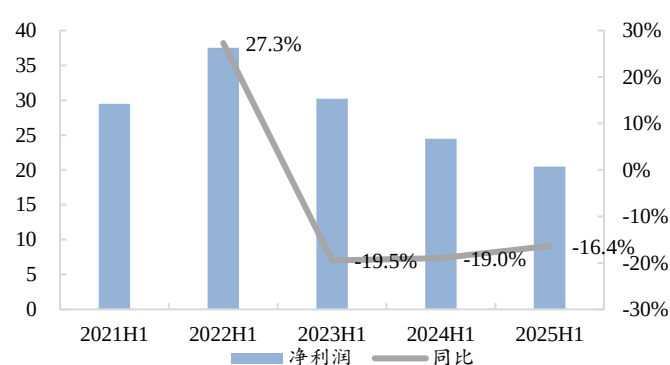


图 2：公司净利润及同比情况（单位：亿元）



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

➤ 液奶需求承压，其他业务表现较好

2025 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 321.9/38.8/16.8/23.8/14.5 亿元，同比-11.2%/+15%/+2.5%/+12.3%/-4.3%。公司液态奶业务因下游需求疲弱而下滑，预计价和量均承压。按细分品类拆分，预计常温奶双位数下滑，低温奶维持正增长，当中鲜奶取得双位数增长，高端品牌每日鲜语继续高速增长，持续引领高端鲜奶市场，子品牌小鲜语为年轻人打造「轻鲜奶」品类，拓宽消费群体。

奶粉业务方面，国内婴配粉持续聚焦瑞哺恩品牌，实现双位数增长，贝拉米品牌夯实「澳洲有机奶粉销量第一」定位，旗下高端产品线上半年同比增长翻倍。冰激凌业务方面，公司通过强化经典大单品优势、打造多款爆款新品、深化营销联动、拓展渠道铺市铺货等举措带动其实现双位数增长。奶酪业务方面，受益奶酪营养健康的功能属性，公司持续产品创新、渠道深耕，市场份额持续提升，妙可蓝多在中国奶酪零售市场品牌市场占有率排名第一。

➤ 毛销差扩大，经营利润率提升

2025 上半年，公司实现毛利率 41.7%，同比提升 1.5 个百分点，主因原材料奶价同比下降；销售费用率 27.9%，同比下降 0.4 个百分点，其中广告费用 44.8

亿，同比-0.4%，毛销差同比扩大。公司管理费用率 4.7%，同比上升 0.3 个百分点。在成本红利及费用管控促进下，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 8.5%。唯联营公司中现代牧业业绩亏损拖累公司净利润，净利率同比下滑 0.5 个百分点至 5.18%。

根据管理层指引，因市场终端需求相对偏弱，公司采取产品降价等措施，且奶价同比降幅收窄，下半年经营利润率可能低于上半年，但通过成本节约和费用管控实现整体稳定。

图 2：公司毛利率情况

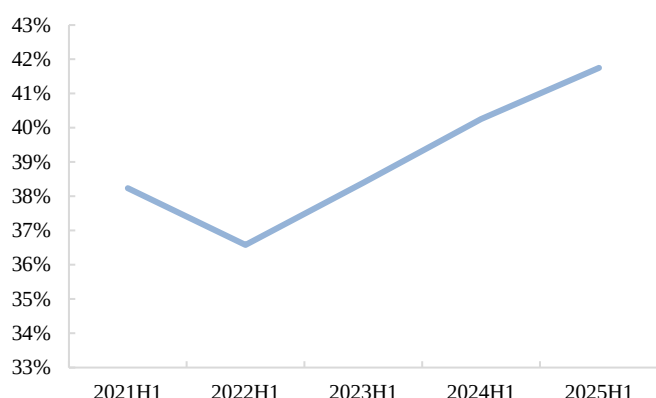
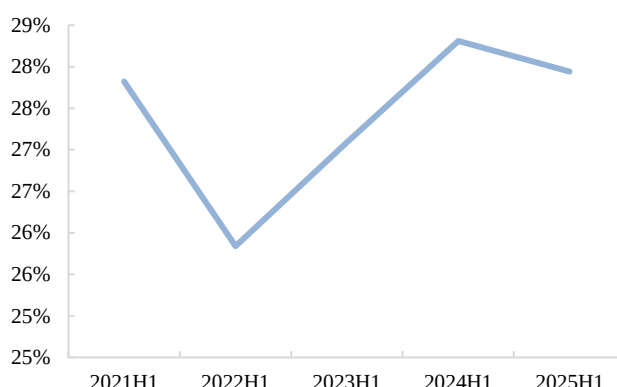


图 3：公司销售费用率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 20.0 港元/股

考虑到公司液奶基本盘仍承压，且管理层对下半年经营存谨慎态度，我们下调公司 25-27 年归母净利润至 42.16/51.85/56.96 亿元，给予 20.0 港元/股目标价，对应 2025 年约 15 倍 PE，较现价有 32.2% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250901）

公司名称	代码	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
				FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
中国飞鹤	6186.HK	4.3	389	6.2%	2.0%	5.3%	-2.2%	12.8	10.2
H&H国际	1112.HK	14.0	90	-6.8%	7.9%	-109.2%	1072.8%	-98.5	15.7
澳优	1717.HK	2.5	45	0.3%	5.0%	35.3%	27.8%	13.1	13.6
优然牧业	9858.HK	3.8	146	7.5%	7.3%	34.2%	154.0%	-8.6	35.7
现代牧业	1117.HK	1.3	101	-1.5%	3.7%	-908.8%	84.8%	-4.8	-42.5
中国圣牧	1432.HK	0.4	30	-7.6%	-4.5%	-176.1%	211.5%	-20.0	37.7
蒙牛乳业	2319.HK	15.13	591	-10.1%	-6.6%	-97.8%	3934.5%	518.3	12.9

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											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624	88,675	82,847	85,675	88,829	盈利能力 (%)					
营业成本	(61,984)	(53,584)	(49,377)	(51,111)	(53,001)	毛利率	37.2%	39.6%	40.4%	40.3%	40.3%
毛利	36,640	35,090	33,470	34,564	35,828	净利率	4.9%	0.1%	5.1%	6.1%	6.4%
销售费用	(25,192)	(23,093)	(21,126)	(22,061)	(22,811)	实际税率	22.6%	77.5%	22.6%	22.6%	22.6%
行政费用	(4,743)	(4,229)	(3,728)	(3,641)	(3,775)						
其他收益	1,069	1,032	861	866	803	ROE	9.5%	0.2%	8.3%	9.4%	9.6%
其他费用	(1,126)	(6,362)	(1,480)	(1,100)	(1,000)	ROA	4.2%	0.1%	3.9%	4.6%	4.8%
财务费用	(1,569)	(1,468)	(1,463)	(1,463)	(1,463)						
利息收入	1,676	1,412	1,046	1,222	1,424	偿债能力 (%)					
利润总额	6,312	999	5,584	6,895	7,602	资产负债率	56.0%	54.8%	53.2%	51.7%	50.3%
所得税	(1,425)	(775)	(1,262)	(1,558)	(1,718)	流动比率	1.05	0.97	1.06	1.19	1.31
净利润	4,887	225	4,322	5,337	5,884	速动比率	0.86	0.83	0.93	1.06	1.19
归属母公司净利润	4,809	105	4,216	5,185	5,696						
						营运能力					
增长						存货周转天数	35.9	33.6	33.6	33.6	33.6
总收入 (%)	6.5%	-10.1%	-6.6%	3.4%	3.7%	应收账款周转天数	12.8	13.1	13.1	13.1	13.1
净利润 (%)	-9.3%	-97.8%	3934.5%	23.0%	9.9%	应付账款周转天数	36.0	37.9	37.9	37.9	37.9
资产负债表						现金流量表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,128	35,768	38,510	44,404	50,490	税前利润	6,312	999	5,584	6,895	7,602
货币资金	12,444	17,339	20,678	26,311	32,109	折旧和摊销	3,301	3,407	3,438	3,423	3,370
应收账款	3,457	3,180	2,971	3,073	3,186	融资成本	(106)	56	417	241	39
其他应收款	212	81	81	81	81	经营活动产生现金	8,349	8,332	8,232	9,272	9,487
存货	6,088	4,937	4,549	4,709	4,883						
非流动资产	81,092	70,525	69,933	69,185	68,293	资本性支出	(730)	(592)	(554)	(522)	(485)
物业厂房及设备	21,715	20,905	20,909	20,264	19,492	其他投资	444	(2,908)	(2,345)	(1,431)	(869)
在建工程	2,349	2,278	1,940	2,090	2,217	投资活动产生现金	(286)	(3,500)	(2,899)	(1,953)	(1,354)
使用权资产	2,733	2,585	2,443	2,308	2,178						
商誉	8,952	7,678	7,678	7,678	7,678	支付股利合计	(1,590)	(1,534)	(1,994)	(1,687)	(2,333)
其他无形资产	12,618	8,829	8,712	8,596	8,479	其他筹资活动	(5,212)	(4,791)	0	0	0
资产总计	115,220	106,293	108,442	113,589	118,783	融资活动产生现金	(6,802)	(6,325)	(1,994)	(1,687)	(2,333)
流动负债	32,594	37,007	36,411	37,411	38,464						
短期借款	9,616	16,471	16,471	16,471	16,471	汇率变动	247	491	0	0	0
应付票据及账款	9,499	8,647	8,008	8,286	8,592	现金净变动	1,261	(1,493)	3,339	5,633	5,799
其他流动负债	13,478	11,888	11,932	12,653	13,400	现金的期初余额	5,693	7,202	6,199	9,538	15,171
非流动负债	31,974	21,261	21,261	21,261	21,261	现金的期末余额	7,202	6,199	9,538	15,171	20,970
长期借款	23,679	15,420	15,420	15,420	15,420						
其他	8,295	5,841	5,841	5,841	5,841						
负债合计	64,568	58,267	57,672	58,671	59,724	每股资料 (元)					
股本	358	357	357	357	357	每股收益	1.22	0.03	1.07	1.32	1.45
未分配利润	34,065	33,233	35,455	38,954	42,317	每股经营现金	2.12	2.12	2.09	2.36	2.41
其他储备	10,045	8,105	8,523	9,019	9,610	每股净资产	12.85	12.23	12.90	13.96	15.01
少数股东权益	6,332	6,463	6,569	6,720	6,908	估值比率 (倍)					
股东权益合计	50,652	48,025	50,771	54,918	59,059	PE	11.3	518.3	12.9	10.5	9.5
负债及权益合计	115,220	106,293	108,442	113,589	118,783	PB	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

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>