蒙牛乳业（02319.HK）

需求压力仍存，内生利润率改善

25H1 公司收入/归母净利润同比-6.95%/-16.37%，整体业绩符合预期。收入端看常温半年仍受环境影响承压，其他主要业务普遍呈现增长。利润端受现代牧业亏损增加拖累，经营利润率同比持续改善。在整体外部环境挑战和行业波动周期中，蒙牛的持续精细化运营，带动核心经营利润增长好于预期，实现经营现金流同比提升，期待经营进一步改善。考虑到需求及公司调价影响，我们调整公司 25-26 年 EPS 分别为 1.04、1.17，对应 25 年估值 13X，维持"强烈推荐"评级。

- **25H1 公司收入/归母净利润分别同比-6.95%/-16.37%。**25H1 公司收入 415.67 亿元，同比-6.95%；归母净利润 20.46 亿元，同比-16.37%。收入及利润下降主要由于原奶仍阶段性供给过剩，需求恢复不及预期，乳制品行业供需矛盾仍存，业绩基本符合市场预期。如果不考虑现代牧业投资亏损，则公司 H1 内生利润基本同比持平，内生利润率改善。
- **常温白奶拖累收入，低温鲜奶增速亮眼。**分业务看，25H1 液态奶业务收入 321.92 亿元，同比-11.22%，其中常温业务积极优化基础白奶等重点品类结构，稳步提升大白奶粉加速迎合渠道定制品需求，鲜奶业务取得双位数增长，高端品牌每日鲜语继续高速增长，引领鲜奶业务市场份额显著提升；奶粉业务收入 16.76 亿元，同比+2.46%；冰淇淋业务收入 38.79 亿元，同比+15.04%；奶酪业务收入 23.74 亿元，同比+12.28%。其他业务（大包粉等）15.1 亿、同比+16.9%。除了液奶承压之外，其他业务在上半年均实现了正增长。
- **毛利率同比提升，经营利润率持续改善。**25H1 公司整体毛利率 41.7%，同比+1.4pct，主要得益于原奶价格下降；销售及经销费用率 27.9%，同比-0.5pct（其中广告费用 44.8 亿、同比-0.4%），主要系期内销售收入下降及上半年强化费用投放效率；行政费用率 4.7%，同比+0.4pct。公司 EBITDA 同比-4.1%至 45.97 亿元，但受益于毛利率提升以及公司提质增效，EBITDA 率为 11.1%，同比+0.4pct。此外，25H1 其他收入及收益 4.0 亿、同比-45.6%，主要系去年 H1 公司存在 2.7 亿的一次性子公司处置收益，其他支出 5.7 亿、同比下降 24.5%，主要系存在汇兑收益及存货减值同比下降至 2.2 亿，投资收益-5.9 亿，亏损幅度同比扩大主要来自现代牧业等持股公司亏损扩大导致。受益于毛利率提升，经营利润率为 8.5%，同比+1.5pct 继续改善。
- **H2 展望：主动调整，静待复苏。**上半年，公司响应不同年龄人群的多元化需求，推出超百款新品，覆盖从常温奶到低温酸奶、从鲜奶到冰淇淋，从功能牛奶到婴儿配方奶粉的全品类矩阵，引领消费者"喝上奶、喝好奶、喝对奶"。同时，蒙牛加速品类多元化升级，在低温酸奶、鲜奶、奶粉、奶酪、冰品细分赛道均呈增长趋势。品牌创新层面，蒙牛携手国内外经典大 IP 轮番为提供消费者情绪价值，联手热门影视剧扩大品牌影响力。全年看，在需求环境不确定下，公司 5 月主动调整常温白奶价格寻求增长抢占份额，同时继续提升产品覆盖面及品牌影响力，期待需求复苏业绩改善。
- **投资建议：需求压力仍存，内生利润率改善，维持"强烈推荐"评级。**25H1 公司收入/归母净利润同比**-6.95%/-16.37%**，整体业绩符合预期。收入端看常温半年仍受环境影响承压，其他主要业务普遍呈现增长。利润端受现代牧业亏

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：14.88 港元

基础数据

总股本（百万股）	3911
已上市流通股(百万股)	3911
总市值（十亿元）	58.2
流通市值（十亿元）	58.2
每股净资产（MRQ）	10.6
ROE（TTM）	0.3
资产负债率	51.9%
主要股东	中粮集团有限公司
主要股东持股比例	24.2406%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-13	19
相关表现	-13	-24	-25

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《蒙牛乳业（02319）—报表包袱理清，经营利润率显著改善》2025-04-13
2、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提升，公布回购计划》2024-08-31
3、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提高，分红如期增加》2024-03-28

陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
renlong1@cmschina.com.cn

损增加拖累，经营利润率同比持续改善。在整体外部环境挑战和行业波动周期中，蒙牛的持续精细化运营，带动核心经营利润增长好于预期，实现经营现金流同比提升，期待经营进一步改善。考虑到需求及公司调价影响，我们调整公司 25-26 年 EPS 分别为 1.04、1.17，对应 25 年估值 13X，维持“强烈推荐”评级。

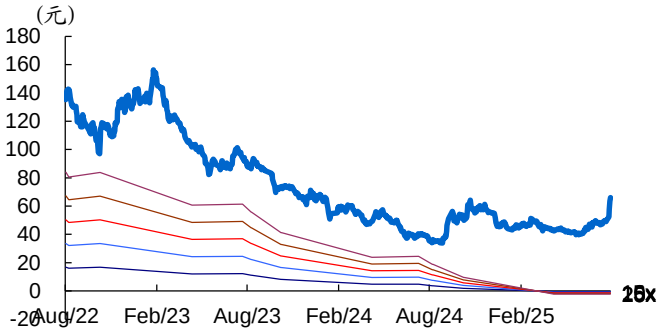
- **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、海外市场及新渠道拓展不及预期等**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	98624	88675	82240	84455	86731
同比增长	6.5%	-10.1%	-7.3%	2.7%	2.7%
营业利润(百万元)	5517	7640	4741	5368	6029
同比增长	17.2%	38.5%	-37.9%	13.2%	12.3%
归母净利润(百万元)	4809	105	4121	4600	5106
同比增长	-9.3%	-97.8%	3842.7%	11.6%	11.0%
每股收益(元)	1.22	0.03	1.04	1.17	1.29
PE	11.0	506.4	12.8	11.5	10.4

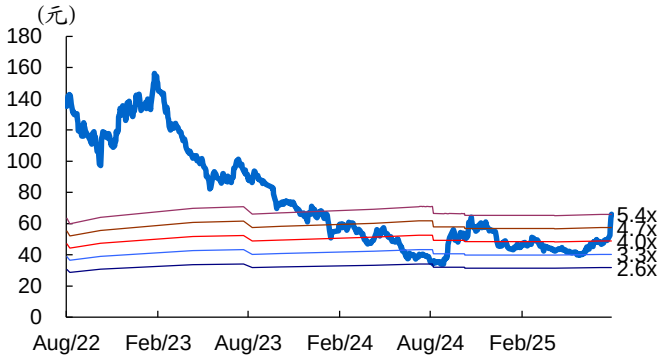
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：蒙牛乳业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：蒙牛乳业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

1、《蒙牛乳业（02319）—报表包袱理清，经营利润率显著改善》2025-04-13

2、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提升，公布回购计划》2024-08-31

3、《蒙牛乳业（02319）—经营利润率提高，分红如期增加》2024-03-28

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34128	35768	38075	42044	45594
现金及现金等价物	7202	17339	20392	24120	27423
交易性金融资产	23	9	9	9	9
其他短期投资	13774	8139	8139	8139	8139
应收账款及票据	3669	3262	3025	3107	3190
其它应收款	3096	1979	1836	1885	1936
存货	6088	4937	4578	4686	4796
其他流动资产	277	103	96	98	101
非流动资产	81092	70525	68953	67606	66454
长期投资	30940	26154	26154	26154	26154
固定资产	23942	23183	21611	20265	19112
无形资产	24426	19092	19092	19092	19092
其他	1784	2096	2096	2096	2096
资产总计	**115220**	**106293**	**107027**	**109650**	**112048**
流动负债	32594	37007	35560	35995	36440
应付账款	9499	8647	8020	8209	8402
应交税金	880	371	371	371	371
短期借款	9807	16662	16662	16662	16662
其他	12408	11327	10508	10754	11006
长期负债	31974	21261	21261	21261	21261
长期借款	27604	17976	17976	17976	17976
其他	4370	3285	3285	3285	3285
负债合计	**64568**	**58267**	**56821**	**57256**	**57701**
股本	358	357	357	357	357
储备	40090	44259	41242	43369	45497
少数股东权益	6332	6463	6517	6577	6644
归属于母公司所有者权益	44320	41562	43690	45817	47703
负债及权益合计	**115220**	**106293**	**107027**	**109650**	**112048**

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8349	10833	6734	7888	8211
净利润	4809	105	4121	4600	5106
折旧与摊销	3685	3649	3468	3242	3049
营运资本变动	429	368	(701)	194	198
其他非现金调整	(574)	6712	(154)	(148)	(141)
投资活动现金流	(286)	7459	(220)	(220)	(220)
资本性支出	(4135)	(2994)	(2000)	(2000)	(2000)
出售固定资产收到现金	70	104	104	104	104
投资增减	21779	(15755)	0	0	0
其它	(741)	(5436)	1676	1676	1676
筹资活动现金流	(6802)	(12436)	(3461)	(3940)	(4688)
债务增减	(2039)	(9628)	0	0	0
股本增减	(662)	(1)	0	0	0
股利支付	1588	1928	1993	2472	3220
其它筹资	(2513)	(878)	(1468)	(1468)	(1468)
其它调整	(3176)	(3857)	(3986)	(4945)	(6440)
现金净增加额	1508	5856	3053	3728	3303

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	98624	88675	82240	84455	86731
主营收入	98624	88675	82240	84455	86731
营业成本	61984	53584	49696	50866	52063
毛利	36640	35090	32544	33590	34668
营业支出	31123	27450	27803	28222	28639
营业利润	5517	7640	4741	5368	6029
利息支出	1569	1468	1468	1468	1468
利息收入	1676	1412	1412	1412	1412
权益性投资损益	44	(872)	44	44	44
其他非经营性损益	220	(5664)	220	220	220
非经常项目损益	425	(49)	425	425	425
除税前利润	6312	999	5374	6000	6662
所得税	1425	775	1146	1281	1423
少数股东损益	78	120	54	60	67
归属普通股东净利润	4809	105	4121	4600	5106
EPS(元)	1.22	0.03	1.04	1.17	1.29

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	6.5%	-10.1%	-7.3%	2.7%	2.7%
营业利润	17.2%	38.5%	-37.9%	13.2%	12.3%
净利润	-9.3%	-97.8%	3842.7	11.6%	11.0%
获利能力					
毛利率	37.2%	39.6%	39.6%	39.8%	40.0%
净利率	4.9%	0.1%	5.0%	5.4%	5.9%
ROE	10.9%	0.3%	9.4%	10.0%	10.7%
ROIC	6.5%	1.8%	5.9%	6.4%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	54.8%	53.1%	52.2%	51.5%
净负债比率	32.5%	32.6%	32.4%	31.6%	30.9%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	8.8	9.7	10.4	11.0	11.0
应收帐款周转率	13.1	14.8	16.3	17.1	17.1
应付帐款周转率	6.3	5.9	6.0	6.3	6.3
每股资料(元)					
每股收益	1.22	0.03	1.04	1.17	1.29
每股经营现金	2.12	2.77	1.71	2.00	2.08
每股净资产	11.26	10.62	11.07	11.60	12.08
每股股利	0.49	0.51	0.63	0.82	0.91
估值比率					
PE	11.0	506.4	12.8	11.5	10.4
PB	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.5	11.8	7.3	7.1	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。