

## 买入

## 高端化成效显著 Q2 实现强劲复苏

蒙牛乳业 (2319.HK)

2020-08-27 星期四

## 投资要点

目标价: **44.0 港元**  
 现价: 35.5 港元  
 预计升幅: 23.9%

➤ **1H2020 营收同比-5.8%，Q2 实现强劲复苏：**

公司上半年营业收入 375.3 亿元，较去年同期减少 5.8%；归母净利润 11.6 亿元，同比下降 42.1%。若剔除君乐宝和贝拉米的并表影响，蒙牛自身收入同比增长 9.4%。分季度看，Q1 由于渠道提前备货迎接春节，随后疫情爆发导致渠道库存挤压，渠道为清库存加大促销力度，导致收入较同期持平，归母净亏损 1.27 亿元。Q2 公司轻装上阵，动销恢复，加上有效的费用控制，收入和归母净利润同比分别增加 19.2%/86.2%，实现强劲复苏。

## 重要数据

日期	2020-08-27
收盘价 (港元)	35.5
总股本 (亿股)	39.45
总市值 (亿港元)	1,400
净资产 (亿元)	337.64
总资产 (亿元)	850.35
每股净资产 (元)	8.56

数据来源: Wind、国元证券经济 (香港) 整理

➤ **各业务均获增长，高端化成效显著：**

1H2020 液态奶/冰淇淋/奶粉/其他的营业收入分别为 325.7/22.3/22.8/3.24 亿元，同比变动 10.6%/2.0%/29.8%/40.9%。公司高端化进展成效显著。上半年奶粉/高端鲜奶/奶酪成长迅速，同比分别增长 29.8%/97.6%/120%；从单品上看，特仑苏同比+19% (其中，特仑苏梦幻盖占比达 25%)，真果粒+11%，定位于高端鲜奶的每日鲜语同比+177%，在份额上继续保持高端鲜奶第一品牌。

➤ **行业景气度持续，下半年促销力度或将减小：**

牛奶作为增强人体免疫力的健康饮品，国民对健康的诉求有助行业保持较高的景气度，预期蒙牛作为行业龙头将会持续受益。公司本身也在修炼内功，每年力争保持 30-50 个基点经营利润率的改善，一方面来自于品类结构的持续性优化，一方面将继续加强营销费用的精益化管理。下半年，因原奶供应仍然紧缺，预期公司也会适当缩减促销力度，缓解盈利压力及竞争态势。

➤ **维持“买入”评级，目标价 44.0 港元：**

乳制品具有必选消费属性，疫情推动消费者的健康意识和营养意识提升，行业维持高景气度。公司高端化成效显著，产品结构将持续性优化，作为龙头可享估值溢价。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87/1.32/1.56 元，目标价 44.0 港元，对应 2021 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

## 主要股东

中粮乳业投资有限公司(23.85%)

## 相关报告

蒙牛乳业首发报告-20191129

蒙牛乳业更新报告-20200327

## 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	68,977	79,030	79,434	89,491	100,618
同比增长	14.70%	14.57%	0.51%	12.66%	12.43%
毛利率	37.38%	37.55%	37.66%	37.96%	38.09%
归母净利润	3,043	4,105	3,395	5,149	6,100
同比增长	57.80%	34.91%	-17.31%	51.68%	18.47%
净利润率	4.41%	5.19%	4.27%	5.75%	6.06%
每股盈利(元)	0.78	1.05	0.87	1.32	1.56
PE@35.5HKD	41.0	30.5	36.8	24.3	20.5

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经济 (香港) 整理

## 报告正文

### 1H2020 业绩简述:

公司上半年营业收入 375.3 亿元，较去年同期减少 5.8%；毛利率微降 0.1 个百分点至 39%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比下降 41.7%。若剔除君乐宝和贝拉米的并表影响，蒙牛自身收入同比增长 9.4% 至 368.9 亿元。毛利率下降 0.3% 至 38.9%；经营利润率下降 2.5ppt 至 3.8%；归母净利润 11.6 亿元，同比下降 42.1%，主要是期内公司加大防疫和营销投入，以及捐赠等一次性费用增加所致（约 14 亿元）。

图 1：公司收入变动

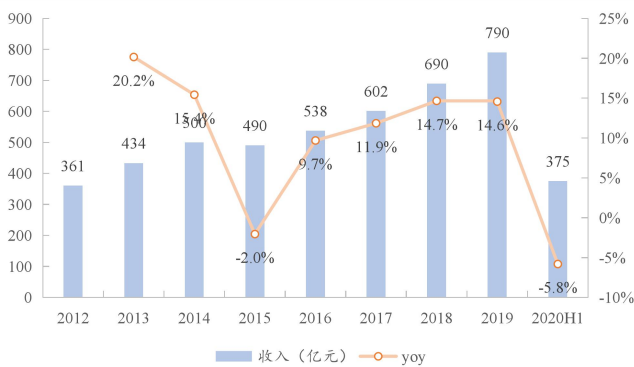
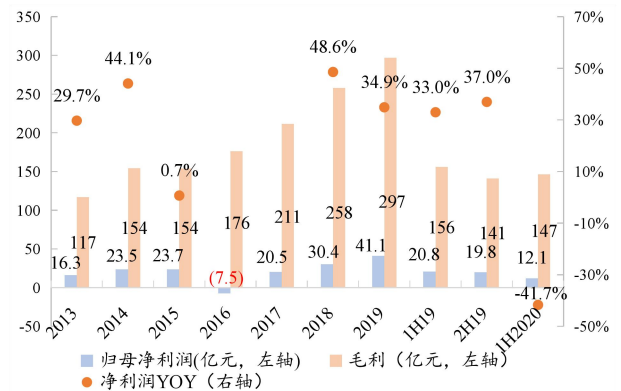


图 2：公司归母净利润变动



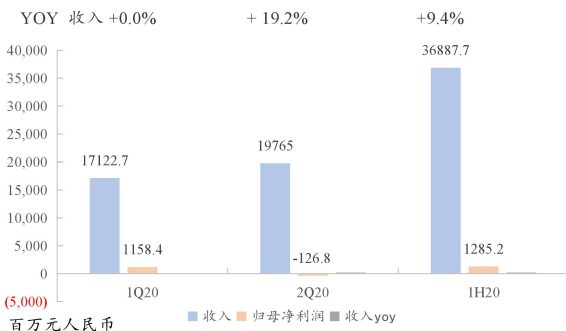
资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

### Q1 受疫情影响较大，Q2 实现强劲复苏：

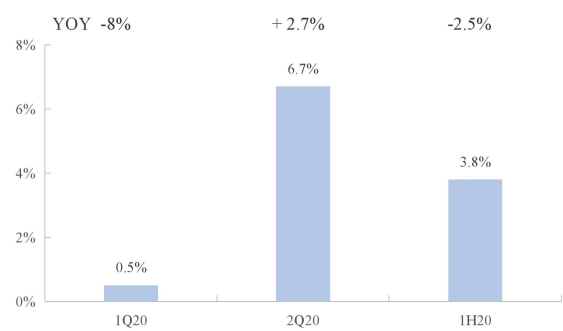
分季度看，Q1 由于渠道提前备货迎接春节，随后疫情爆发导致渠道库存挤压，渠道为清库存加大促销力度，导致收入较同期持平，归母净亏损 1.27 亿元，经营利润率同比下降 8 个百分点至 0.5%。Q2 公司轻装上阵，动销恢复，加上有效的费用控制，收入和归母净利润同比分别增加 19.2%/86.2%，经营利润率提升至 6.7%，实现强劲复苏。

图 3：可比口径公司收入/归母净利润变动（分季度）



资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

图 4：公司经营利润率变动（分季度）



资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

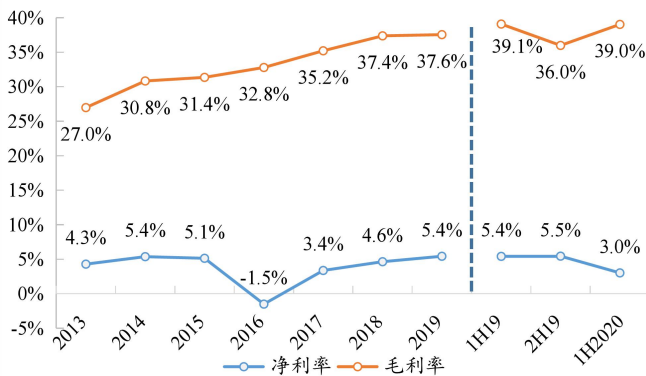
**各业务均获增长，高端化成效显著：**

分业务来看，1H2020 液态奶/冰淇淋/奶粉/其他的营业收入分别为 325.7/22.3/22.8/3.24 亿元，同比增加 10.6%/2.0%/29.8%/40.9%，占公司总营收的 86.8%/5.9%/6.1%/1.2%，同比变动 3.7/0.4/-4.5/0.4 个百分点。公司高端化进展成效显著。从品类结构上看，奶粉/高端鲜奶/奶酪成长迅速，同比分别增长 29.8%/97.6%/120%；从单品上看，特仑苏同比+19%（其中，特仑苏梦幻盖占比达 25%），真果粒+11%，定位于高端鲜奶的每日鲜语同比+177%，从份额上继续保持高端鲜奶第一品牌。

**行业景气度持续，下半年促销力度或将减小：**

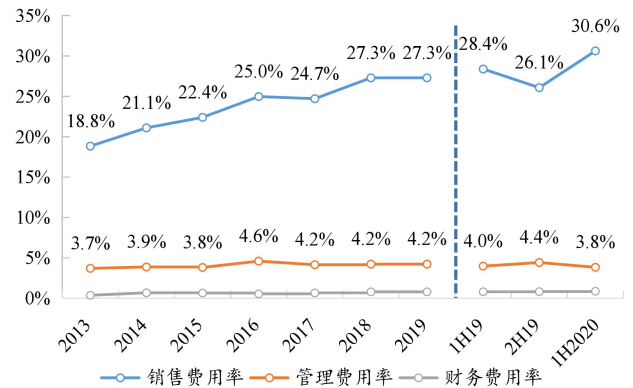
牛奶作为增强人体免疫力的健康饮品，国民对健康的诉求有助行业保持较高的景气度，预期蒙牛作为行业龙头将会持续受益。公司本身也在修炼内功，每年力争保持 30-50 个基点经营利润率的改善，一方面来自于品类结构的持续性优化，一方面将继续加强营销费用的精益化管理。下半年，因原奶供应仍然紧缺，预期公司也会适当缩减促销力度，缓解盈利压力及竞争态势。

**图 5：2013-1H2020 公司净利率和毛利率**



资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

**图 6：2013-1H2020 公司三项费用率**



资料来源：公司公告、国元证券经济（香港）整理

**维持“买入”评级，目标价 44.0 港元：**

乳制品具有必选消费属性，疫情推动消费者的健康意识和营养意识提升，行业维持高景气度。公司高端化成效显著，产品结构将持续性优化，作为龙头可享估值溢价。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87/1.32/1.56 元，目标价 44.0 港元，对应 2021 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

表 1: 可比上市公司估值

公司	收盘价 2020/8/27	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
蒙牛乳业	35.5	1,400.6	0.78	1.05	0.87	1.32	41.0	30.5	36.8	24.3
雅士利国际	0.6	27.5	0.01	0.02	0.02	0.03	47.5	21.8	23.5	19.3
澳优	12.8	220.2	0.47	0.55	0.71	0.92	24.5	21.0	16.2	12.5
现代牧业	1.2	74.3	(0.08)	0.06	0.07	0.09	-12.7	18.7	14.3	11.0
维他奶	27.0	286.9	0.66	0.50	0.53	0.68	41.1	53.5	51.0	39.3
中国飞鹤	15.5	1,388.2	0.28	0.48	0.61	0.78	50.0	29.1	22.9	18.0
伊利股份	36.9	2,244.7	1.06	1.15	1.04	1.33	34.8	32.1	35.4	27.8
光明乳业	19.5	238.8	0.28	0.41	0.45	0.53	69.6	47.6	43.8	37.1
燕塘乳业	29.2	46.0	0.27	0.79	0.85	0.98	108.2	37.0	34.4	29.7
天润乳业	17.2	46.1	0.55	0.67	0.54	0.62	31.2	25.6	31.6	27.6
贝因美	8.3	85.1	0.04	(0.10)	0.05	0.15	208.0	-83.2	166.7	55.6
<b>平均</b>							<b>58.5</b>	<b>21.2</b>	<b>43.3</b>	<b>27.5</b>

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、国元证券经济(香港)整理

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:人民币 百万元											
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68,977	79,030	79,434	89,491	100,618	<b>盈利能力 (%)</b>					
营业成本	43,193	49,351	49,520	55,517	62,288	毛利率	37.38%	37.55%	37.66%	37.96%	38.09%
毛利	25,784	29,679	29,914	33,974	38,329	净利率	4.64%	5.44%	4.47%	6.02%	6.34%
销售费用	18,833	21,536	22,242	24,431	27,167	EBITDA Margin	7.79%	9.40%	6.88%	8.54%	0.00%
管理费用	2,915	3,319	3,336	3,669	4,025	实际税率	16.85%	23.36%	16.80%	17.00%	17.00%
其他经营费用	936	3,954	1,636	1,182	1,359	股息支付率	23.36%	17.35%	17.35%	17.35%	17.35%
营业利润	3,835	4,970	3,440	5,506	6,674	ROE	12.73%	15.11%	11.38%	16.30%	18.01%
财务费用	551	644	635	626	704	ROA	4.88%	5.66%	4.26%	6.18%	6.88%
利息收入	868	1,105	1,215	1,337	1,470	<b>偿债能力 (%)</b>					
权益性投资损益	300	-175	-250	-275	-250	资产负债率	54.16%	57.54%	56.71%	56.65%	56.38%
利润总额	3,853	5,605	4,269	6,491	7,690	流动比率	1.18	1.18	1.20	1.23	1.27
所得税	649	1,310	717	1,104	1,307	速动比率	1.01	1.02	1.05	1.08	1.11
净利润	3,204	4,296	3,552	5,388	6,383	<b>营运能力 (次)</b>					
归属母公司净利润	3,043	4,105	3,395	5,149	6,100	资产周转率	1.11	1.09	1.00	1.07	1.13
折旧和摊销	1,838	2,120	2,025	2,132	2,244	存货周转率	11.09	10.53	9.90	10.66	10.67
<b>增长</b>						总资产/股本	17.00	20.02	20.57	21.87	23.32
总收入 (%)	14.66%	14.57%	0.51%	12.66%	12.43%	收入/总资产	1.04	1.01	0.98	1.04	1.10
净利润 (%)	57.77%	34.09%	-17.31%	51.68%	18.47%	<b>现金流量表</b>					
<b>资产负债表</b>	单位:人民币 百万元										
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	29,741	37,486	38,781	42,858	47,503	净利润	3,853	5,605	4,269	6,491	7,690
货币资金	7,298	6,476	6,800	7,140	7,497	折旧和摊销	1,838	2,120	2,025	2,132	2,244
交易性金融资产	11,868	19,231	20,469	22,785	25,487	营运资金的变动	1,637	1,964	2,161	2,161	2,161
应收账款	2,892	3,587	3,330	3,752	4,219	<b>经营活动产生现金流量</b>	6,363	11,525	6,771	8,970	10,225
其他应收款	2,778	3,027	3,199	3,604	4,052	资本性支出	3,463	3,982	8,761	4,381	2,190
存货	4,282	5,090	4,909	5,504	6,175	投资损失	9,505	10,883	10,513	10,133	9,723
<b>非流动资产</b>	36,716	41,052	41,917	42,947	43,994	投资增加	-10,798	-12,448	-12,328	-12,220	-12,123
可供出售金融资产	29	34	34	34	34	其他投资	-1,293	-1,565	-1,815	-2,087	-2,400
长期股权投资	2,131	4,846	4,846	4,846	4,846	<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,232	-5,023	-10,052	-5,996	-4,166
投资性房地产	74	74	74	74	74	支付股利合计	483	712	589	893	1,058
固定资产净值	14,734	11,103	11,103	11,103	11,103	债务增加	5,977	5,977	6,276	6,590	6,920
商誉及无形资产	6,980	12,302	12,681	13,079	13,497	债务减少	9,751	10,726	11,262	11,825	12,416
土地使用权	1,121	1,698	2,273	2,841	3,401	其他筹资活动	3,356	3,524	3,700	3,885	4,079
其他非流动资产	1,042	1,056	1,109	1,164	1,223	<b>融资活动产生现金流量</b>	-900	-1,225	-1,286	-1,350	-1,418
<b>资产总计</b>	66,457	78,537	80,698	85,805	91,497	汇率变动	10	10	10	10	10
<b>流动负债</b>	25,109	31,734	32,217	34,735	37,346	现金净变动	1,231	5,278	-4,566	1,624	4,641
短期借款	6,546	13,838	13,838	13,838	13,838	现金的期初余额	3,129	4,370	9,658	5,101	6,734
应付票据及账款	7,022	6,739	6,762	7,580	8,505	现金的期末余额	4,370	9,658	5,101	6,734	11,385
应缴税金	472	295	717	1,104	1,307	<b>每股资料 (元)</b>					
其他流动资产	180	55	55	55	55	每股收益	0.78	1.05	0.87	1.32	1.56
<b>非流动负债</b>	10,884	13,456	13,546	13,877	14,239	每股经营现金	1.63	2.94	1.73	2.29	2.61
长期借款	8,192	9,635	9,635	9,635	9,635	每股净资产	6.45	7.42	7.78	8.32	8.95
其他	2,674	3,822	3,912	4,243	4,604	<b>估值比率 (倍)</b>					
<b>负债合计</b>	35,993	45,190	45,763	48,612	51,585	PE	40.99	30.45	36.83	24.28	20.50
股本	358	358	358	358	358	PB	4.95	4.30	4.11	3.84	3.57
资本公积	12,451	12,442	12,442	12,442	12,442						
未分配利润	12,623	16,465	17,836	19,915	22,378						
少数股东权益	5,252	4,215	4,406	4,563	4,802						
<b>股东权益合计</b>	30,464	33,347	34,935	37,193	39,912						
<b>负债及权益合计</b>	66,457	78,537	80,698	85,805	91,497						

# 投资评级定义和免责条款

## 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