

## 买入

## 多举措缓解成本压力，盈利能力持续改善

**蒙牛乳业 (2319.HK)**

2022-04-22 星期五

目标价: **53.0 港元**  
 现价: 43.0 港元  
 预计升幅: 23.3%

### 重要数据

日期	2022-04-22
收盘价 (港元)	43.0
总股本 (亿股)	39.53
总市值 (亿港元)	1,699
净资产 (亿元)	419.99
总资产 (亿元)	987.01
每股净资产 (元)	10.62

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

中粮集团(23.15%)

### 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

### 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gzq.com.hk

### 投资要点

#### 业绩基本符合预期，多举措缓解原料成本压力：

21年公司收入同比+15.9%至881.4亿元；尽管期内原奶价格涨幅明显，公司通过提价、减促、产品组合优化等方式有效缓解奶价上涨的大部分影响，毛利率同比仅下降1ppt至36.7%；销售费用率同比下降1.7%至26.7%，毛销差同比扩大0.8%至10.1%，管理费用率同比微降0.1%至4.0%；经营利润率同比提升0.9ppt至5.5%；加上牧业联营公司的正面利润贡献，最终实现归母净利润50.3亿元，同比+42.6%。

#### 常温业务增长强劲，高端产品及品类亦保持高增长势头：

分品类看，21年液态奶收入同比+12.9%至765.1亿元；其中，常温白奶业务收入同比+16%，连续五年保持双位数增长，高端白奶特仑苏同比+33%；鲜奶业务收入同比+85%，市场份额持续提升；低温业务仍然受到疫情影响，收入同比+3%。冰淇淋业务通过战略入股东南亚品牌艾雪，收入规模同比+61%至42.4亿元；奶粉业务受益于成人粉的快速增长，同比+8.2%至49.5亿元。其他业务收入同比+126.3%至24.4亿元，其中奶酪同比+41%，通过完成对妙可蓝多的战略投资，已占领奶酪品类领先地位。

#### 销售费用率逐年降低，预期22年OPM提升30-50bp：

期内，公司继续加大品牌及渠道等方面的投入，通过RTM变革和精细化管理，销售费用率同比-1.7%至26.6%；管理费用率得益于销售规模的增加及成本管控，同比下降0.1%至4.0%。预期22年奶价维持稳定，公司将继续通过营销效率提升、RTM通路精耕、数字化转型、产品结构提升等多种举措，实现OPM30-50bp的提升。

#### 维持“买入”评级，目标价53.0港元：

考虑到成本压力，下调原盈利预测，预期公司22/23年EPS分别为1.51/1.82元，相应下调目标价至53.0港元，对应23年24倍PE，维持“买入”评级。

百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	76,035	88,141	98,696	109,994	122,000
同比增长	-3.79%	15.92%	11.97%	11.45%	10.92%
毛利率	37.7%	36.7%	37.0%	37.4%	37.6%
归母净利润	3,525	5,026	5,941	7,166	8,316
同比增长	-14.14%	42.57%	18.22%	20.62%	16.04%
净利润率	4.64%	5.70%	6.02%	6.52%	6.82%
每股盈利(元)	0.90	1.27	1.51	1.82	2.11
PE@43.0HKD	39.5	27.8	23.5	19.5	16.8

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 业绩基本符合预期，多举措缓解原料成本压力：

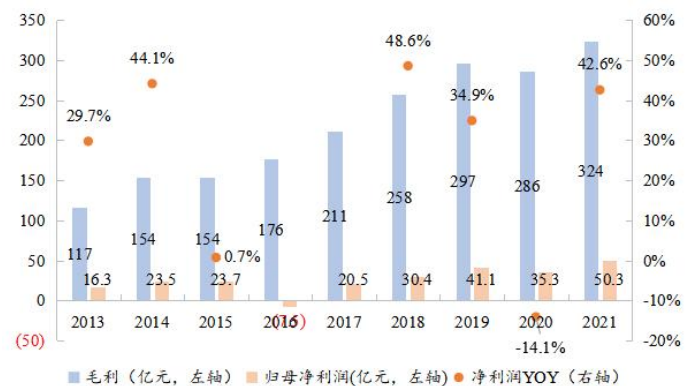
21年公司收入同比+15.9%至881.4亿元；尽管期内原奶价格涨幅明显，公司通过提价、减促、产品组合优化等方式有效缓解奶价上涨的大部分影响，毛利率同比仅下降1ppt至36.7%；销售费用率同比下降1.7%至26.7%，毛销差同比扩大0.8%至10.1%，管理费用率同比微降0.1%至4.0%；经营利润率同比提升0.9ppt至5.5%；加上牧业联营公司的正面利润贡献，最终实现归母净利润50.3亿元，同比+42.6%。

图 1：公司收入变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司归母净利润变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

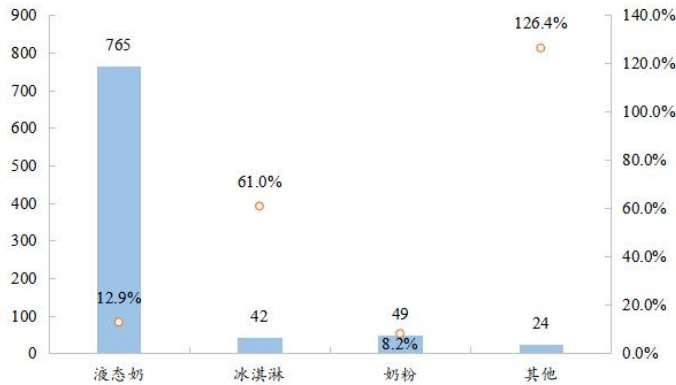
### 常温白奶强劲增长，低温鲜奶市场份额持续提升，低温业务跑赢行业：

2021年液态奶收入同比+12.9%至765.1亿元，占公司总收入的86.8%。受益于通路精耕及渠道下沉，常温白奶业务收入同比+16%，其中高端白奶特仑苏同比+33%；鲜奶业务通过持续地产品创新及品牌建设，收入同比+85%，市场份额由2020年底的11.1%提升至13.4%，其中每日鲜语同比+80%，继续夯实高端鲜奶第一品牌地位。目前，公司已完成七个“鲜”能力工厂的全国化布局，支持鲜奶业务向百亿目标迈进。低温业务期内仍然受到疫情影响，行业总体-7.6%，而公司在优益C的驱动下，收入同比+3%，大幅跑赢行业并持续获取市场份额。

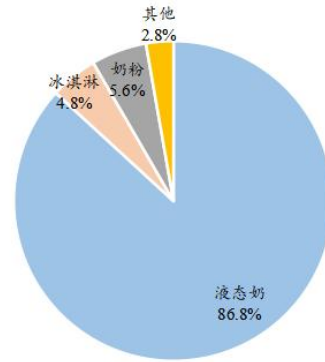
### 其他品类稳步增长，战略投资提升市场竞争力：

期内，冰淇淋业务通过战略入股东南亚领先的冰淇淋品牌艾雪，收入规模扩大，同比+61%至42.4亿元；其中，通过夯实渠道基础，创新升级产品，国内冰淇淋业务同比+19%。奶粉业务收入同比+8.2%至49.5亿元，其中雅士利得益于成人粉的快速增长(>76%yoy)，收入同比+21.5%，贝拉米在澳洲代购渠道及跨境电商仍然受到疫情影响，同比出现萎缩。其他业务收入同比+126.3%至24.4亿元，其中奶酪同

比+41%，7月通过完成对妙可蓝多的战略投资，占领奶酪品类领先地位，将与蒙牛自有的奶酪品牌共同挖掘在新餐饮、新烘焙、新茶饮等细分行业机会，发挥协同效应。

**图 3：分业务增速**


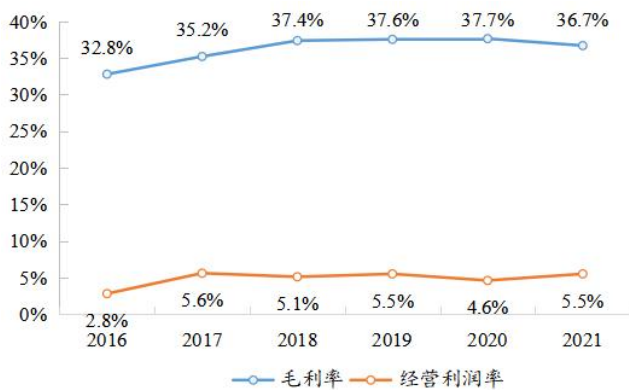
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 4：收入结构**


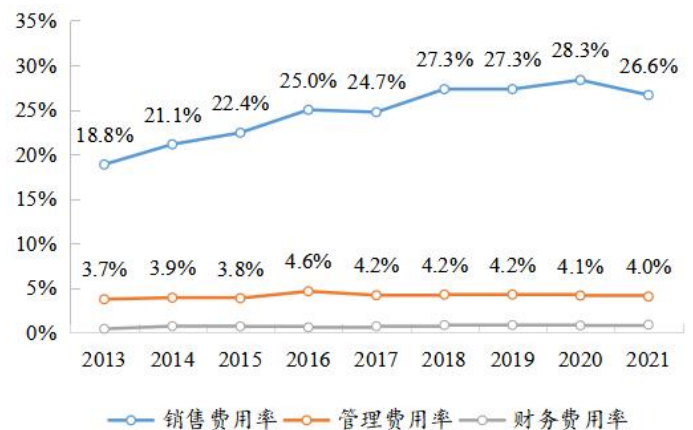
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 销售费率稳步下降，管理费率基本平稳：

21 年，原奶价格持续上涨，如果将奶价上涨幅度全部转化，预期对公司毛利率将有 3 个百分点的影响，但公司通过提价、减促、产品组合优化等方式有效缓解了大部分奶价上涨压力，全年毛利率仅倒退 1% 至 36.7%。期内，公司继续加大品牌及渠道等方面的投入，通过 RTM 变革和精细化地管理，销售费用率同比-1.7% 至 26.6%，较 2019 年亦有 0.6% 的下降；管理费用率得益于销售规模的增加及成本管控，同比下降 0.1% 至 4.0%。预计 2022 年奶价将维持稳定，公司将继续通过营销效率提升、RTM 通路精耕、数字化转型、产品结构提升等多种举措，实现 OPM30-50bp 的提升。

**图 5：公司利润率**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

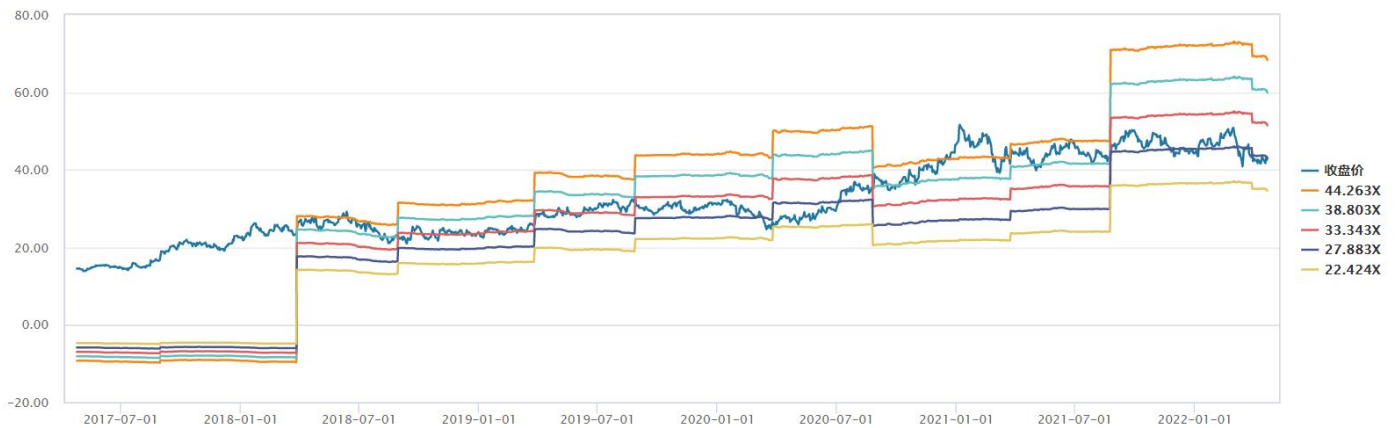
**图 6：公司三项费用率**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**维持“买入”评级，目标价 53.0 港元：**

22 年原奶供需仍是紧平衡状态，且饲料成本亦面临压力，奶价预期维持高位运行，或有小幅波动。乳制品行业具备消费韧性，在需求坚挺、奶价趋稳、竞争良性的背景下，公司通过产品结构升级、减促降费、提升精益化管理效率等手段实现利润率稳步提升的逻辑主线不变。考虑成本压力，我们下调原盈利预测，预期公司 22/23 年 EPS 分别为 1.51/1.82 元，相应下调目标价至 53.0 港元，对应 23 年 24 倍 PE，维持“买入”评级。

**图 7：公司 PE Band**



资料来源：Wind、国元证券经纪（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						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>盈利能力(%)</b>					
76,035	88,141	98,696	109,994	122,000	毛利率	37.7%	36.7%	37.0%	37.4%	37.6%	
营业成本	47,406	55,752	62,217	68,854	76,122	净利率	4.6%	5.6%	6.0%	6.5%	6.8%
毛利	28,629	32,390	36,479	41,140	45,878	实际税率	15.7%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
销售费用	21,541	23,488	26,154	28,928	31,842	股息支付率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	3,133	3,524	3,948	4,400	4,880	ROE	11.4%	14.4%	15.3%	16.5%	17.0%
其他经营费用	1,944	2,105	2,357	2,627	2,914	ROA	4.4%	5.6%	5.9%	6.6%	7.1%
营业利润	3,216	4,891	5,831	7,203	8,481	<b>偿债能力(%)</b>					
财务费用	572	743	832	927	1,029	资产负债率	53.5%	57.2%	55.7%	54.5%	53.1%
利息收入	1,085	1,027	1,150	1,282	1,422	资产周转率	1.21	1.07	1.11	1.17	1.25
利润总额	4,155	5,868	6,951	8,399	9,758	流动比率	0.99	0.84	0.87	0.93	1.01
所得税	653	905	1,071	1,295	1,504	<b>营运能力(次)</b>					
净利润	3,502	4,964	5,879	7,105	8,254	存货周转率	0.96	0.99	0.98	1.02	1.05
归属母公司净利	3,525	5,026	5,941	7,166	8,316	总资产/股本	8.94	9.29	9.07	9.03	9.03
						总资产/股本	20.28	24.72	26.34	28.41	30.64
<b>增长</b>						<b>现金流量表</b>					
总收入(%)	-3.79%	15.92%	11.97%	11.45%	10.92%	净利润	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润(%)	-18.49%	41.75%	18.44%	20.84%	16.18%	4,155	5,868	6,951	8,399	9,758	
						折旧和摊销	2,137	2,007	2,113	2,224	2,340
						营运资金的变动	967	967	967	967	967
						经营活动产生现金流量	5,348	8,558	9,712	11,235	12,671
						资本性支出	(4,414)	(3,973)	(4,172)	(4,380)	(4,599)
						其他投资	9,236	0	0	0	0
						投资活动产生现金流量	4,822	(3,973)	(4,172)	(4,380)	(4,599)
						支付股利合计	(707)	(1,506)	(1,781)	(2,148)	(2,492)
						其他筹资活动	(3,864)	(2,468)	(2,393)	(2,234)	(2,109)
						融资活动产生现金流量	(4,571)	(3,975)	(4,173)	(4,382)	(4,601)
						汇率变动	(172)	(172)	(172)	(172)	(172)
						现金净变动	5,599	610	1,367	2,473	3,471
						现金的期初余额	3,798	9,225	9,664	10,860	13,162
						现金的期末余额	9,225	9,664	10,860	13,162	16,462
						<b>每股资料(元)</b>					
						每股收益	0.90	1.27	1.51	1.82	2.11
						每股经营现金	1.35	2.16	2.46	2.84	3.21
						每股净资产	9.43	10.58	11.67	12.92	14.38
						<b>估值比率(倍)</b>					
						PE	39.5	27.8	23.5	19.5	16.8
						PB	3.8	3.3	3.0	2.7	2.5

# 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