

买入

稳步践行高质量发展战略，经营效率持续改善

蒙牛乳业 (2319.HK)

2023-04-21 星期五

目标价: **42.0 港元**
 现价: 31.65 港元
 预计升幅: 32.7%

重要数据

| 日期 | 2022-04-21 |
|-----------|------------|
| 收盘价 (港元) | 31.65 |
| 总股本 (亿股) | 39.53 |
| 总市值 (亿港元) | 1,251 |
| 净资产 (亿元) | 530.67 |
| 总资产 (亿元) | 1208.28 |
| 每股净资产 (元) | 13.42 |

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
 蒙牛乳业更新报告-20220425

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 费效比提升，经营利润率好于预期：

2022 年公司销售收入同比+5.1%至 925.9 亿元，毛利率同比下降 1.4 个百分点至 35.3%，主要是产品结构变化导致。受益于渠道精耕、市场营销的精准投放提升费效比，叠加疫情影响线下终端活动开展，销售费用率同比下降 2.5 个百分点至 24.1%；管理费用率如撇除一次性可转债的激励费用，约为 4.1-4.2%，较为稳定。全年经营利润率同比扩大 40 个基点至 5.9%，其中 2H22 经营利润率同比提升 160 个基点。实现归母净利润 53.03 亿元，同比+5.5%。

➤ 液态奶业务增长稳健，冰淇淋、奶酪业务持续创新：

分品类来看，在产品创新、品牌升级及渠道精耕推动下，液态奶收入同比+2.3%至 782.7 亿元；其中，基础白奶、鲜奶收入均实现双位数增长；冰淇淋通过产品创新升级及打造跨界联名等多款爆款单品，收入同比强劲增长 33.3%至 56.5 亿元；奶粉受到疫情及出生率下降的影响，收入同比-22%至 38.6 亿元；其他业务受益于奶酪及奶原料业务的增长，收入同比+97.3%至 48.1 亿元。

➤ 稳步践行高质量发展战略，经营利润率望稳步提升：

展望 23 年，预期经济环境的逐步复苏及消费场景的恢复将提振乳制品的消费需求，公司收入端以实现中高单位数的稳健增长为目标；经营利润率在原奶价格稳中有降、产品结构优化、打折促销力度收窄、费用率可控的推动下，全年望保持 30-50 个基点的持续改善。

➤ 维持“买入”评级，目标价 42.0 港元：

预期公司 23/24 年 EPS 分别为 1.55/1.84 元，我们看好乳制品龙头经营质量的持续改善，给予 42.0 港元的目标价，对应 24 年 20 倍 PE，较现价有 32.7% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

| 百万元人民币 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业额 | 88,141 | 92,593 | 102,145 | 111,500 | 120,929 |
| 同比增长 | 15.92% | 5.05% | 10.32% | 9.16% | 8.46% |
| 毛利率 | 36.7% | 35.3% | 36.1% | 36.3% | 36.6% |
| 归母净利润 | 5,026 | 5,303 | 6,133 | 7,252 | 8,335 |
| 同比增长 | 42.6% | 5.5% | 15.7% | 18.2% | 14.9% |
| 净利润率 | 5.7% | 5.7% | 6.0% | 6.5% | 6.9% |
| 每股盈利(元) | 1.27 | 1.34 | 1.55 | 1.84 | 2.11 |
| PE@31.65HKD | 21.8 | 20.7 | 17.9 | 15.1 | 13.2 |

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

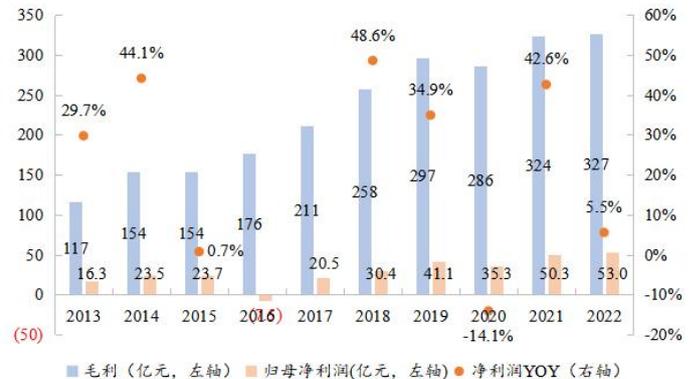
费效比提升，经营利润率好于预期：

2022 年公司销售收入同比+5.1%至 925.9 亿元，毛利率同比下降 1.4 个百分点至 35.3%，主要是产品结构变化导致。受益于渠道精耕、市场营销的精准投放提升费效比，叠加疫情影响线下终端活动开展，销售费用率同比下降 2.5 个百分点至 24.1%；管理费用率如撇除一次性可转债的激励费用，约为 4.1-4.2%，较为稳定。全年经营利润率同比扩大 40 个基点至 5.9%，其中 2H22 经营利润率同比提升 160 个基点。实现归母净利润 53.03 亿元，同比+5.5%。

图 1：公司收入及增速



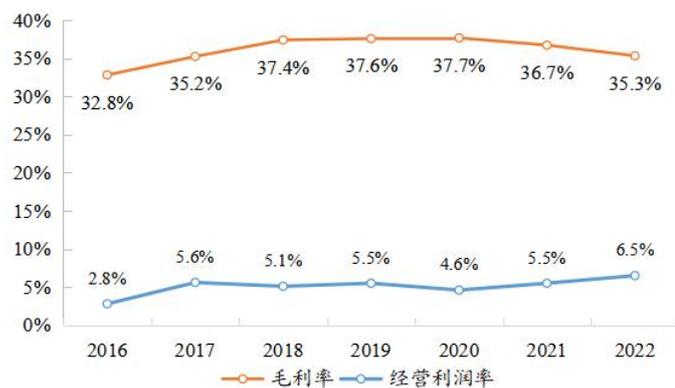
图 2：公司归母净利润变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

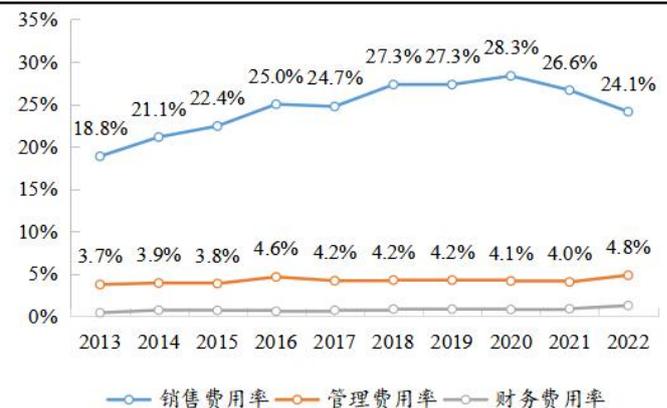
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司三项费用率



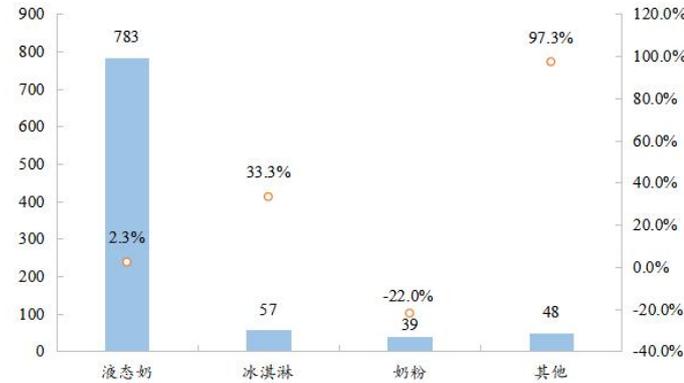
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

液态奶业务增长稳健，冰淇淋、奶酪业务持续创新：

分品类来看，在产品创新、品牌升级及渠道精耕推动下，液态奶收入同比+2.3%至 782.7 亿元；其中，基础白奶、鲜奶收入均实现双位数增长；冰淇淋通过产品创新升级及打造跨界联名等多款爆款单品，收入同比强劲增长 33.3%至 56.5 亿元；奶粉受到疫情及

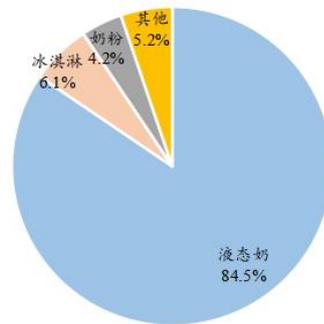
出生率下降的影响，收入同比-22%至 38.6 亿元；其他业务受益于奶酪及奶原料业务的增长，收入同比+97.3%至 48.1 亿元。

图 5：分业务增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

稳步践行高质量发展战略，经营利润率望稳步提升：

展望 23 年，预期经济环境的逐步复苏及消费场景的恢复将提振乳制品的消费需求，公司收入端以实现中高单位数的稳健增长为目标；经营利润率在原奶价格稳中有降、产品结构优化、打折促销力度收窄、费用率可控的推动下，全年望保持 30-50 个基点的持续改善。

维持“买入”评级，目标价 42.0 港元：

预期公司 23/24 年 EPS 分别为 1.55/1.84 元，我们看好乳制品龙头经营质量的持续改善，给予 42.0 港元的目标价，对应 24 年 20 倍 PE，较现价有 32.7% 的涨幅空间，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 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 营业收入 | 88,141 | 92,593 | 102,145 | 111,500 | 120,929 | 盈利能力 (%) | | | | | | | | | | |
| 营业成本 | 55,752 | 59,904 | 65,252 | 70,974 | 76,625 | 毛利率 | 36.7% | 35.3% | 36.1% | 36.3% | 36.6% | | | | | |
| 毛利 | 32,390 | 32,690 | 36,893 | 40,527 | 44,304 | 净利率 | 5.7% | 5.7% | 6.0% | 6.5% | 6.9% | | | | | |
| 销售费用 | 23,488 | 22,347 | 26,047 | 28,098 | 30,474 | 实际税率 | 15.4% | 20.3% | 20.3% | 20.3% | 20.3% | | | | | |
| 管理费用 | 3,524 | 4,442 | 4,188 | 4,460 | 4,837 | 股息支付率 | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | | | | | |
| 其他经营费用 | 2,105 | 2,207 | 2,435 | 2,658 | 2,882 | ROE | 14.4% | 13.8% | 14.5% | 15.4% | 15.9% | | | | | |
| 营业利润 | 4,891 | 5,833 | 6,584 | 7,888 | 8,905 | ROA | 5.6% | 4.8% | 5.0% | 5.7% | 6.1% | | | | | |
| 财务费用 | 743 | 1,125 | 1,021 | 1,115 | 967 | 偿债能力 (%) | | | | | | | | | | |
| 利息收入 | 1,027 | 1,385 | 1,528 | 1,668 | 1,809 | 资产负债率 | 57.2% | 56.1% | 56.4% | 55.1% | 53.7% | | | | | |
| 利润总额 | 5,868 | 6,502 | 7,520 | 8,892 | 10,221 | 流动比率 | 1.07 | 1.20 | 1.10 | 1.17 | 1.24 | | | | | |
| 所得税 | 905 | 1,318 | 1,524 | 1,802 | 2,071 | 速动比率 | 0.84 | 0.96 | 0.87 | 0.92 | 0.99 | | | | | |
| 净利润 | 4,964 | 5,185 | 5,996 | 7,090 | 8,150 | 营运能力 (次) | | | | | | | | | | |
| 归属母公司净利 | 5,026 | 5,303 | 6,133 | 7,252 | 8,335 | 资产周转率 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | | | | | |
| 增长 | | | | | | 存货周转率 | 9.3 | 8.2 | 7.7 | 7.7 | 7.7 | | | | | |
| 总收入 (%) | 15.9% | 5.1% | 10.3% | 9.2% | 8.5% | 总资产/股本 | 24.7 | 30.4 | 31.4 | 33.2 | 35.3 | | | | | |
| 净利润 (%) | 41.8% | 4.5% | 15.7% | 18.2% | 14.9% | 现金流量表 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 单位:人民币 百万元 | | | | | | | | | | |
| 2021A | | | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | |
| 流动资产 | | | | | | 31,020 | 39,792 | 40,596 | 45,187 | 50,859 | 净利润 | 5,868 | 6,502 | 7,520 | 8,892 | 10,221 |
| 货币资金 | | | | | | 11,217 | 12,766 | 14,358 | 16,109 | 18,627 | 折旧和摊销 | 2,135 | 2,248 | 2,365 | 2,488 | 2,617 |
| 应收账款 | | | | | | 4,160 | 3,660 | 4,038 | 4,408 | 4,780 | 融资成本 | (743) | (1,125) | (1,021) | (1,115) | (967) |
| 其他应收款 | | | | | | 4,286 | 4,640 | 5,118 | 5,587 | 6,059 | 经营活动产生现金流量 | 7,545 | 8,333 | 8,769 | 9,529 | 10,901 |
| 存货 | | | | | | 6,485 | 8,073 | 8,794 | 9,565 | 10,327 | 资本性支出 | (12,135) | (5,074) | (5,327) | (5,594) | (5,873) |
| 非流动资产 | | | | | | 67,081 | 81,036 | 83,946 | 86,610 | 89,286 | 其他投资 | (3,306) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | | | | | | 14,236 | 20,240 | 20,240 | 20,240 | 20,240 | 投资活动产生现金流量 | (15,440) | (5,074) | (5,327) | (5,594) | (5,873) |
| 投资性房地产 | | | | | | 63 | 61 | 61 | 61 | 61 | 支付股利合计 | (1,071) | (1,590) | (1,839) | (2,174) | (2,499) |
| 固定资产净值 | | | | | | 17,335 | 19,653 | 21,680 | 23,666 | 25,667 | 其他筹资活动 | 7,844 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 土地使用权 | | | | | | 2,142 | 2,783 | 3,545 | 4,096 | 4,640 | 融资活动产生现金流量 | 6,773 | (1,590) | (1,839) | (2,174) | (2,499) |
| 其他非流动资产 | | | | | | 33,306 | 38,299 | 38,419 | 38,547 | 38,678 | 汇率变动 | (11) | (11) | (11) | (11) | (11) |
| 资产总计 | | | | | | 98,101 | 120,829 | 124,542 | 131,797 | 140,145 | 现金净变动 | (1,123) | 1,670 | 1,603 | 1,762 | 2,529 |
| 流动负债 | | | | | | 29,072 | 33,153 | 36,747 | 38,530 | 40,893 | 现金的期初余额 | 9,225 | 8,092 | 9,751 | 11,343 | 13,094 |
| 短期借款 | | | | | | 4,265 | 9,095 | 9,095 | 9,095 | 9,095 | 现金的期末余额 | 8,092 | 9,751 | 11,343 | 13,094 | 15,612 |
| 应付票据及账款 | | | | | | 8,804 | 10,201 | 10,304 | 10,646 | 11,494 | 每股资料 (元) | | | | | |
| 其他流动负债 | | | | | | 16,003 | 13,858 | 17,348 | 18,789 | 20,305 | 每股收益 | 1.27 | 1.34 | 1.55 | 1.84 | 2.11 |
| 非流动负债 | | | | | | 27,030 | 34,608 | 33,532 | 34,035 | 34,323 | 每股经营现金 | 1.90 | 2.10 | 2.21 | 2.40 | 2.75 |
| 长期借款 | | | | | | 18,786 | 26,106 | 26,106 | 26,106 | 26,106 | 每股净资产 | 10.58 | 12.61 | 13.67 | 14.92 | 16.36 |
| 其他 | | | | | | 8,244 | 8,502 | 7,426 | 7,929 | 8,217 | 估值比率 (倍) | | | | | |
| 负债合计 | | | | | | 56,102 | 67,761 | 70,280 | 72,565 | 75,216 | PE | 21.8 | 20.7 | 17.9 | 15.1 | 13.2 |
| 股本 | | | | | | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 | PB | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |
| 资本公积 | | | | | | 12,058 | 10,466 | 10,466 | 10,466 | 10,466 | | | | | | |
| 未分配利润 | | | | | | 24,438 | 29,448 | 33,742 | 38,819 | 44,655 | | | | | | |
| 少数股东权益 | | | | | | 5,174 | 9,953 | 9,835 | 9,698 | 9,537 | | | | | | |
| 股东权益合计 | | | | | | 41,999 | 50,052 | 54,263 | 59,232 | 64,929 | | | | | | |
| 负债及权益合计 | | | | | | 98,101 | 117,813 | 124,542 | 131,797 | 140,145 | | | | | | |

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