

买入

持续推进产品创新升级，业绩增长超预期

蒙牛乳业 (2319.HK)

2021-09-07 星期二

目标价: **57.0 港元**
 现价: 46.85 港元
 预计升幅: 21.7%

重要数据

日期	2021-09-07
收盘价 (港元)	46.85
总股本 (亿股)	39.48
总市值 (亿港元)	1,850
净资产 (亿元)	372.48
总资产 (亿元)	862.70
52 周高低	34.27/53.52
每股净资产 (元)	8.79

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

中粮乳业投资有限公司(23.81%)

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

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gzq.com.hk

投资要点

► 产品结构持续优化，收入增速超出预期：

21H1 公司收入+22.3%至 459.05 亿元；毛利率-0.8%至 38.2%；实现归母净利润 29.47 亿元，同比+143.2%，即便在原奶涨价的成本压力下，公司通过产品结构升级及费率的有效管控，净利润率同比+3.4%至 6.4%；EPS 0.75 元，收入增速超出预期。

► 行业需求旺盛，全品类增速强劲：

受益于消费需求提升及产品创新，公司 21H1 液态奶收入同比+21.1%至 394.48 亿元，其中常温白奶增长>20%；特仑苏增长≈40%；鲜奶增长>120%；低温酸奶也实现 7%的增长，大幅跑赢行业。因艾雪并表，公司冰淇淋业务收入同比+34.8%至 30.04 亿元，其中自有业务增长达 16%。奶粉业务收入 25.47 亿元，同比+11.6%，其中雅士利业务收入 21.6 亿元，同比+31.1%，主要是线下活动恢复及成人奶粉收入增长贡献 (>90%yoy)，贝拉米因同期基数较高及澳洲代购渠道受阻影响，销售放缓且出现亏损。其他业务收入 9.1 亿元，同比+98.2%，其中主要产品奶酪收入同比+68%。

► 成本压力下毛利率略有下降，核心利润率持续改善预期不变：

21H1 尽管公司原奶采购成本上涨 15%，公司通过产品结构的持续改善以及缩减打折促销力度等措施，毛利率同比仅下降 0.8%至 38.2%，毛销差扩大 1.8pcts 至 10.2%；管理及财务费用率略有下降，同比-0.3%/-0.2%，其他费用率同比-1.5%，主要因去年同期有 4.5 亿元的捐赠费用；OPM 同比提升 2.1 个百分点至 6.1%。展望下半年，预期奶价上行趋缓，公司 7 月已对基础白奶提价，可部分缓解成本压力；且将继续通过产品结构的优化以及理性的市场费用投放，保持核心利润率的持续性改善。

► 维持“买入”评级，目标价 57.0 港元：

公司稳扎稳打，力求高质量增长，我们持续看好下游乳业竞争环境以及蒙牛在新品类加速成长的催化下实现 2025 年再创一个新蒙牛的目标。我们上调今年盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 1.36/1.62 元，升目标价至 57.0 港元，对应 2022 年 29 倍 PE，维持“买入”评级。

百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	79,030	76,035	89,399	101,075	112,582
同比增长	14.6%	-3.8%	17.6%	13.1%	11.4%
毛利率	37.6%	37.7%	37.6%	37.9%	38.4%
归母净利润	4,105	3,525	5,337	6,361	7,578
同比增长	34.9%	-14.1%	51.4%	19.2%	19.1%
净利润率	5.19%	4.64%	5.97%	6.29%	6.73%
每股盈利(元)	1.05	0.90	1.36	1.62	1.93
PE@46.85HKD	37.2	43.5	28.7	24.1	20.2

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

产品结构持续优化，业绩超出预期：

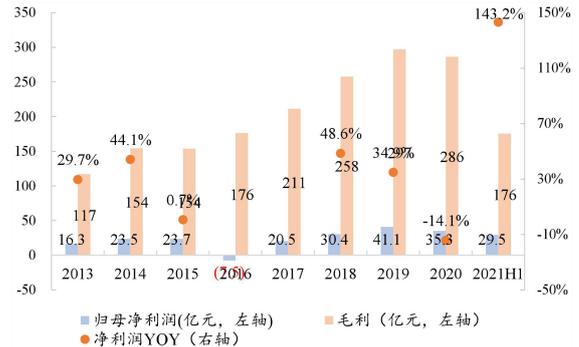
21H1 公司收入+22.3%至 459.05 亿元；毛利率-0.8%至 38.2%；实现归母净利润 29.47 亿元，同比+143.2%，即便在原奶涨价的成本压力下，公司通过产品结构升级及费率的有效管控，净利润率同比+3.4%至 6.4%；EPS 0.75 元，业绩超出预期。

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

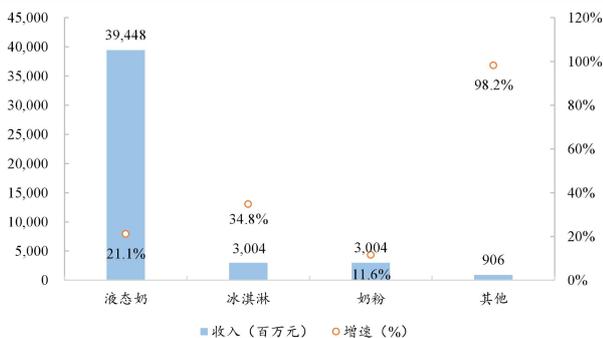


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

行业需求旺盛，全品类增速强劲：

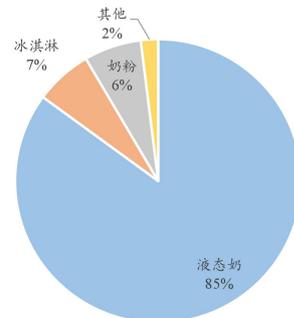
在行业需求旺盛及消费升级的大背景下，公司持续推进产品创新升级、深耕渠道发展，推动公司所有品类强劲增长。公司 21H1 液态奶收入同比+21.1%至 394.48 亿元，其中常温白奶增长>20%；特仑苏增长≈40%；鲜奶增长>120%；低温酸奶也实现 7%的增长，大幅跑赢行业。因艾雪并表，公司冰淇淋业务收入同比+34.8%至 30.04 亿元，其中自有业务增长达 16%。奶粉业务收入 25.47 亿元，同比+11.6%，其中雅士利业务收入 21.6 亿元，同比+31.1%，主要是线下活动恢复及成人奶粉收入增长贡献 (>90%yoy)，贝拉米因同期基数较高及澳洲代购渠道受阻影响，销售放缓且出现亏损。其他业务收入 9.1 亿元，同比+98.2%，其中主要产品奶酪收入同比+68%。

图 3：分业务收入增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

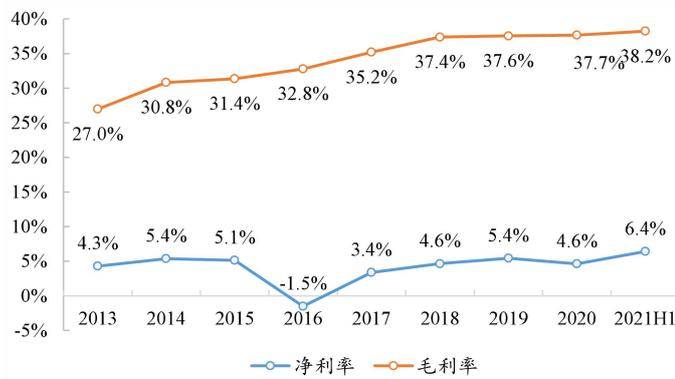
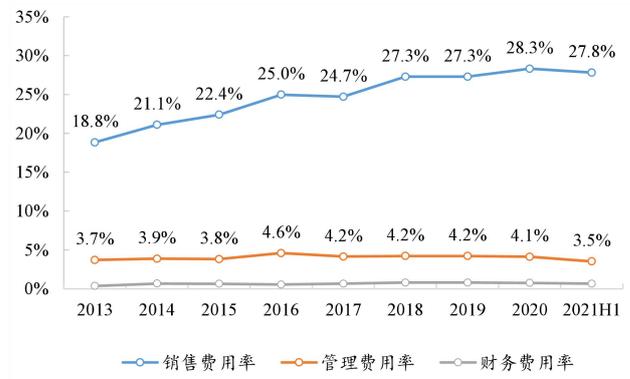
图 4：收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

成本压力下毛利率略有下降，核心净利润率持续改善预期不变：

21H1 尽管公司原奶采购成本上涨 15%，公司通过产品结构的持续改善以及缩减打折促销力度等措施，毛利率同比仅下降 0.8% 至 38.2%，毛销差扩大 1.8pcts 至 10.2%；管理及财务费用率略有下降，同比-0.3%/-0.2%，其他费用率同比-1.5%，主要因去年同期有 4.5 亿元的捐赠费用，OPM 同比提升 2.1 个百分点至 6.1%。展望下半年，预期奶价上行趋缓，公司年中已对基础白奶提价，可部分缓解成本压力；且将继续通过产品结构的优化以及理性的市场费用投放，保持核心净利润率的持续性改善。

图 5：公司利润率

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

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

五年计划布局初显，产品端、成本费用端全面优化，盈利能力可期：

“十四五”规划开局之年，公司提出“再创一个蒙牛”战略计划并在冰淇淋、奶酪、奶粉、奶源以及内部管理运营上完成相关布局。收入端：2021 年 3 月公司收购东南亚冰淇淋品牌艾雪，加强海外布局；7 月底公司实现对优质奶酪妙可蓝多控股，开始在奶酪业务上发力；公司通过雅士利平台在奶粉业务上进行差异化竞争，主打优质成人奶粉；在成本及费用端：公司大力推动优质奶源基地的建设，以获取优质且成本稳定的奶源；公司积极优化改进供应链流程，进行业务数字化转型、线下的 RTM 变革，优化支持业务发展，提高运营管理效率。

维持“买入”评级，目标价 57.0 港元：

公司稳扎稳打，力求高质量增长，我们持续看好下游乳业竞争环境以及蒙牛在新品类加速成长的催化下实现 2025 年再创一个新蒙牛的目标。我们上调今年盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 1.36/1.62 元，升目标价至 57.0 港元，对应 2022 年 29 倍 PE，维持“买入”评级。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:人民币 百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	79,030	76,035	89,399	101,075	112,582	盈利能力(%)					
营业成本	49,351	47,406	55,771	62,792	69,371	毛利率	37.6%	37.7%	37.6%	37.9%	38.4%
毛利	29,679	28,629	33,628	38,283	43,211	净利率	5.4%	4.6%	6.0%	6.3%	6.8%
销售费用	21,536	21,541	24,853	28,099	31,298	实际税率	23.4%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
管理费用	3,319	3,133	3,397	3,689	4,053	股息支付率	17.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他经营费用	3,954	1,944	1,535	1,766	2,030	ROE	15.1%	11.4%	15.7%	17.5%	19.4%
营业利润	4,970	3,216	5,259	6,330	7,614	ROA	5.5%	4.3%	6.4%	7.2%	8.0%
财务费用	644	572	626	687	732	偿债能力(%)					
利息收入	1,105	1,085	1,275	1,442	1,606	资产负债率	55.6%	52.1%	53.9%	54.1%	54.0%
利润总额	5,605	4,155	6,377	7,600	9,055	流动比率	1.27	1.29	1.17	1.16	1.16
所得税	1,310	653	1,003	1,195	1,424	速动比率	1.11	1.08	0.94	0.93	0.93
净利润	4,296	3,502	5,374	6,406	7,632	营运能力(次)					
归属母公司净利	4,105	3,525	5,337	6,361	7,578	资产周转率	1.05	0.93	1.07	1.15	1.19
增长						存货周转率	10.53	8.94	9.30	9.11	9.03
总收入(%)	14.57%	-3.79%	17.58%	13.06%	11.38%	总资产/股本	20.70	20.83	21.57	23.07	24.66
净利润(%)	34.09%	-18.49%	53.48%	19.19%	19.14%	现金流量表					
资产负债表	单位:人民币 百万元										
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40,164	33,678	33,608	36,876	40,510	净利润	5,605	4,155	6,377	7,600	9,055
货币资金	6,476	11,397	11,980	13,985	17,586	折旧和摊销	2,260	2,137	2,007	2,113	2,224
应收账款	3,587	2,988	3,514	3,973	4,425	营运资金的变动	600	967	967	967	967
其他应收款	3,027	3,605	4,238	4,792	5,338	经营活动产生现金流量	6,307	5,348	8,701	9,926	11,372
存货	5,090	5,512	6,485	7,302	8,067	资本性支出	(4,846)	(4,414)	(3,973)	(3,576)	(3,218)
非流动资产	41,052	48,640	51,616	54,289	56,922	其他投资	(12,683)	9,236	0	0	0
长期股权投资	4,846	7,690	7,690	7,690	7,690	投资活动产生现金流量	(17,530)	4,822	(3,973)	(3,576)	(3,218)
投资性房地产	74	64	64	64	64	支付股利合计	(709)	(707)	(1,602)	(1,909)	(2,275)
固定资产净值	11,103	12,547	14,752	16,679	18,577	其他筹资活动	11,323	(3,864)	(2,373)	(2,264)	(2,107)
土地使用权	1,698	1,848	2,421	2,987	3,545	融资活动产生现金流量	10,614	(4,571)	(3,975)	(4,173)	(4,382)
其他非流动资产	23,332	26,491	26,689	26,869	27,045	汇率变动	36	(172)	(172)	(172)	(172)
资产总计	81,215	82,318	85,225	91,164	97,432	现金净变动	(608)	5,599	754	2,177	3,772
流动负债	31,734	26,144	28,796	31,866	34,792	现金的期初余额	4,370	3,798	9,225	9,808	11,814
短期借款	13,838	4,924	4,924	4,924	4,924	现金的期末余额	3,798	9,225	9,808	11,814	15,414
应付票据及账款	6,739	7,969	9,376	10,556	11,662	每股资料(元)					
其他流动负债	11,157	13,251	14,495	16,386	18,206	每股收益	1.05	0.90	1.36	1.62	1.93
非流动负债	13,456	16,754	17,120	17,470	17,815	每股经营现金	1.61	1.35	2.20	2.51	2.88
长期借款	9,635	14,020	14,020	14,020	14,020	每股净资产	8.50	9.43	9.95	10.59	11.34
其他	3,822	2,734	3,100	3,450	3,795	估值比率(倍)					
负债合计	45,190	42,899	45,916	49,337	52,607	PE	37.22	43.52	28.75	24.12	20.25
股本	358	359	359	359	359	PB	4.59	4.14	3.92	3.69	3.44
资本公积	12,442	12,954	12,954	12,954	12,954						
未分配利润	16,465	19,727	21,800	24,272	27,217						
少数股东权益	4,215	4,265	4,241	4,279	4,324						
股东权益合计	33,347	37,248	39,309	41,828	44,825						
负债及权益合计	78,537	80,146	85,225	91,164	97,432						

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
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>