

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 13.18 港元 16.04↓ +21.7%

2024年8月29日

蒙牛乳业 (2319 HK)

优势品类逆势增长，维持经营利润率目标；派息率有望持续提升

⊕ **2024 上半年业绩表现好于预期。**2024 上半年蒙牛收入 446.7 亿元（人民币，下同），同比下降 12.6%；受产品结构优化及原奶价格的下降，毛利率提升 1.9 个百分点至 40.3%。经营利润 31.2 亿元，经营利润率同比提升 0.6 个百分点至 7%。净利润同比下跌 19%至 24.5 亿元，对应净利润率 5.5%。

⊕ **公司优势品类表现好于行业平均。**分品类：液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪销售额同比下滑 13%/22%/14%/6%，占上半年销售额的 81%/8%/4%/5%。今年以来，常温液态奶面临原奶价格下行以及需求不及预期的挑战。蒙牛的优势高端单品，特仑苏“沙漠有机”系列，表现好于基础白奶，抵消部分行业压力，特仑苏系列的收入占比延续提升趋势。低温酸奶行业在上半年呈高个位数下滑，蒙牛的低温酸奶业务却实现逆势增长，连续 20 年保持市场份额第一。高端鲜奶业务呈双位数增长，表现优于行业，双蛋白牛乳系列获市场好评。冰淇淋市场上半年面临去库存压力，整体销售下滑 22%。

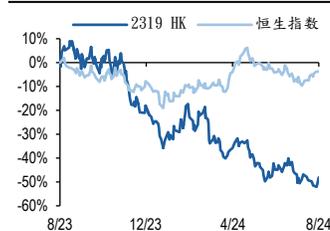
⊕ **维持全年经营利润率扩张 30-50 个基点的目标。**尽管收入呈双位数下滑，管理层仍坚持年初制定的经营利润率扩张目标。一方面来自于各业务盈利能力的持续提升：常温业务的经营利润率目前高于集团平均水平，随着高端系列（如特仑苏）占比持续提升，常温业务盈利水平仍有提升空间；其他子版块（如低温鲜奶、冰品、奶酪等）的盈利能力均逐年改善，如奶粉业务去年仍在亏损状态，而上半年雅士利系列实现盈利。另一方面，改善销售/管理费用率也是未来公司的经营重点之一。

⊕ **目标价 16.04 港元，维持买入。**我们下调对公司业绩的预期，并下调目标价至 16.04 港元（原为 21.5 港元），基于 11 倍（原为 13.4 倍）2024-25 年平均市盈率。考虑到蒙牛的高端产品及优势单品仍持续实现份额扩张，并且管理层宣布目标未来两年持续提升派息率至 50%，我们仍看好公司的长期表现，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	27.75
52周低位 (港元)	12.02
市值 (百万港元)	51,789.10
日均成交量 (百万)	59.68
年初至今变化 (%)	(37.24)
200天平均价 (港元)	15.76

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

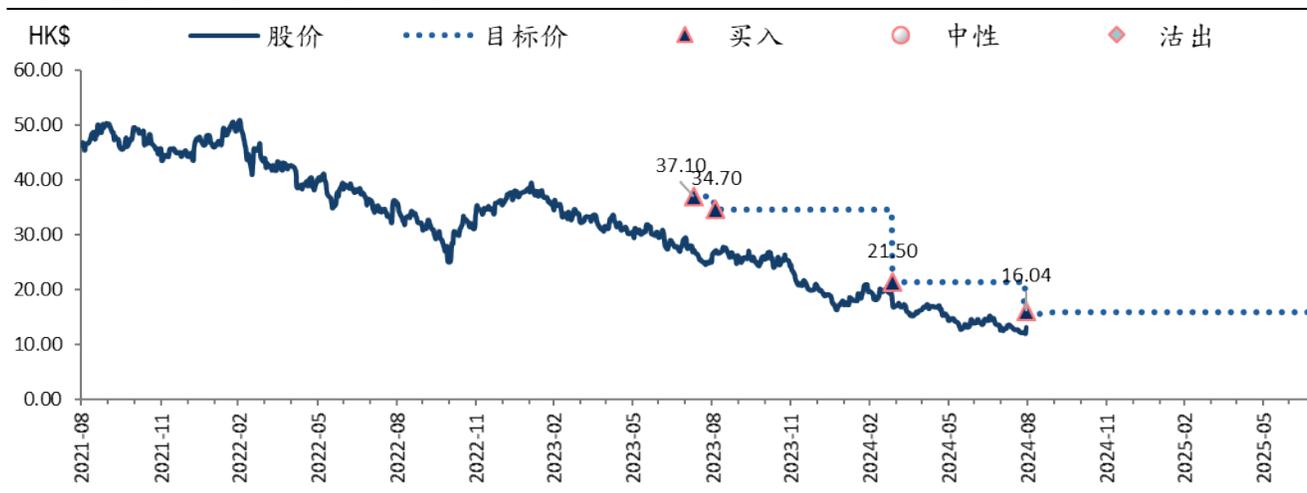
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	92,593	98,624	87,504	91,904	96,934
同比增长 (%)	5.1	6.5	-11.3	5.0	5.5
净利润 (百万人民币)	5,303	4,809	5,097	5,508	6,318
每股盈利 (人民币)	1.34	1.22	1.29	1.40	1.60
同比增长 (%)	5.3	-9.1	6.0	8.1	14.7
前EPS预测值 (人民币)			1.39	1.57	1.64
调整幅度 (%)			-7.0	-11.0	-2.0
市盈率 (倍)	9.0	9.9	9.3	8.6	7.5
每股账面净值 (人民币)	10.19	11.28	11.02	11.50	12.04
市账率 (倍)	1.18	1.07	1.09	1.05	1.00
股息率 (%)	3.3	4.0	5.3	5.8	6.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 蒙牛乳业 (2319 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	23.60	43.90	86.0%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.89	15.60	75.5%	2024年02月29日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	13.18	16.04	21.7%	2024年08月29日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	22.87	33.50	46.5%	2024年05月02日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.72	12.30	59.3%	2023年09月05日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	12.25	13.40	9.4%	2024年08月27日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.04	3.40	-15.8%	2024年04月02日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.37	10.40	24.3%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	27.55	33.74	22.5%	2024年08月29日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	62.05	116.00	86.9%	2024年03月27日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	38.81	52.96	36.5%	2024年04月30日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	22.70	35.79	57.7%	2024年04月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	63.95	93.24	45.8%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.20	27.01	11.6%	2024年08月20日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.48	2.59	4.6%	2024年08月27日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	76.30	135.00	76.9%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	14.30	14.89	4.1%	2024年08月19日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.59	1.01	70.3%	2024年08月14日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	2.86	7.20	151.7%	2023年10月24日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年08月29日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	92,593	98,624	87,504	91,904	96,934
主营业务成本	(59,904)	(61,984)	(52,502)	(54,683)	(57,191)
毛利	32,690	36,640	35,001	37,221	39,743
销售及管理费用	(26,789)	(29,935)	(28,720)	(30,155)	(31,663)
其他经营净收入/费用	(67)	(591)	(191)	(467)	(539)
经营利润	5,833	6,114	6,091	6,599	7,540
财务成本净额	260	106	277	233	254
应占联营公司利润及亏损	409	92	100	150	200
税前利润	6,502	6,312	6,468	6,982	7,994
税费	(1,318)	(1,425)	(1,294)	(1,396)	(1,599)
非控股权益	118	(78)	(78)	(78)	(78)
净利润	5,303	4,809	5,097	5,508	6,318
作每股收益计算的净利润	5,303	4,809	5,097	5,508	6,318

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12,766	12,444	12,774	12,963	12,968
应收账款及票据	3,660	3,669	3,255	3,419	3,606
存货	8,073	6,088	5,466	5,393	5,641
开发中物业及土地预付款	4,640	3,096	3,157	3,221	3,285
其他流动资产	806	277	299	299	299
总流动资产	36,777	34,128	33,677	34,195	34,878
物业、厂房及设备	19,653	21,715	23,397	25,348	27,606
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	24,045	24,304	24,388	24,472	24,557
合资企业/联营公司投资	10,396	10,409	10,409	10,409	10,409
其他长期资产	26,942	24,664	24,664	24,664	24,664
总长期资产	81,036	81,092	82,858	84,893	87,235
总资产	117,813	115,220	116,535	119,088	122,112
短期贷款	9,095	9,807	9,807	9,807	9,807
应付账款	23,782	22,392	21,523	22,181	23,077
其他短期负债	276	396	396	396	396
总流动负债	33,153	32,594	31,725	32,383	33,279
长期贷款	26,106	27,604	30,364	30,364	30,364
长期应付账款	3,908	0	0	0	0
其他长期负债	4,594	4,370	4,807	4,807	4,807
总长期负债	34,608	31,974	35,172	35,172	35,172
总负债	67,761	64,568	66,897	67,555	68,451
股本	360	358	358	358	358
储备及其他资本项目	39,914	44,110	43,097	44,992	47,120
股东权益	40,274	44,468	43,455	45,350	47,478
记作权益的金融工具	(176)	(148)	(148)	(148)	(148)
非控股权益	9,953	6,332	6,332	6,332	6,332
总权益	50,052	50,652	49,639	51,533	53,662

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	6,502	6,312	6,468	6,982	7,994
折旧及摊销	2,561	2,913	3,194	3,194	3,194
利息调整	(1,044)	(1,331)	(1,122)	(1,205)	(1,205)
税费	(930)	(1,370)	(1,294)	(1,396)	(1,599)
其他经营活动现金流	922	1,619	332	376	355
经营活动现金流	8,333	8,349	7,927	8,279	8,958
资本开支	(4,836)	(3,863)	(5,073)	(5,342)	(5,650)
投资活动	53	(1)	0	0	0
其他投资活动现金流	(10,079)	3,578	242	281	302
投资活动现金流	(14,862)	(286)	(4,831)	(5,061)	(5,348)
负债净变动	8,667	2,368	(1,125)	(1,339)	(1,865)
权益净变动	25	161	0	0	0
股息	(1,517)	(1,593)	(1,641)	(1,690)	(1,741)
其他融资活动现金流	(3,028)	(7,738)	0	0	0
融资活动现金流	4,147	(6,802)	(2,765)	(3,029)	(3,605)
汇率收益/损失	43	247	0	0	0
年初现金	8,092	5,693	7,202	7,532	7,721
年末现金	12,766	12,444	12,774	12,963	12,968

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	1.342	1.220	1.293	1.397	1.603
全面摊薄每股收益	1.336	1.216	1.288	1.392	1.597
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.401	0.486	0.644	0.696	0.798
每股账面值	10.193	11.280	11.023	11.504	12.043
利润率分析 (%)					
毛利率	35.3	37.2	40.0	40.5	41.0
EBITDA利润率	10.9	6.4	7.3	7.7	8.4
EBIT利润率	7.9	6.4	7.3	7.7	8.4
净利率	5.7	4.9	5.8	6.0	6.5
盈利能力 (%)					
ROA	4.9	4.1	4.4	4.7	5.2
ROE	13.8	11.4	11.6	12.4	13.6
其他					
净负债权益比 (%)	44.8	49.3	55.2	52.8	50.7
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
存货周转天数	44.4	41.7	40.2	36.2	35.2
应收账款周转天数	15.4	13.6	14.4	13.3	13.2
应付账款周转天数	57.9	58.0	63.0	59.8	62.1
派息比率 (%)	29.8	39.9	49.8	49.8	49.8

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。