

蒙牛乳业 (02319.HK)

2024 年中报业绩点评：业绩符合预期，回购提升股东回报

买入（维持）

2024 年 08 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

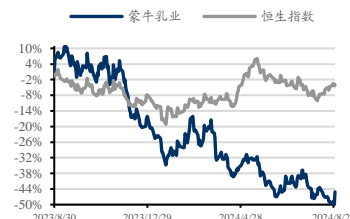
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	92593	98624	92740	95538	98062
同比(%)	5.05	6.51	(5.97)	3.02	2.64
归母净利润（百万元）	5303	4809	4300	4838	5322
同比(%)	5.52	(9.31)	(10.58)	12.50	10.02
EPS-最新摊薄（元/股）	1.35	1.22	1.09	1.23	1.35
P/E（现价&最新摊薄）	8.90	9.82	10.98	9.76	8.87

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司发布 2024H1 业绩：**2024H1 公司营收 446.71 亿元，同比-12.6%；经营利润为 31.19 亿元，同比-4.8%；归母净利润 24.46 亿元，同比-19.03%。业绩符合预期。
- **液奶收入疲软但产品结构优化，冰淇淋、奶粉承压。**2024H1 液态奶/奶粉/冷饮/奶酪收入分别同比-12.9%/-13.7%/-21.8%/-6.3%。2024H1 液奶收入下滑预计主因需求不振+公司主动去库存导致销量下滑，次因行业竞争加剧导致吨价承压，我们预计低温整体表现好于常温，其中鲜奶业务 24H1 逆势增长，常温奶中特仑苏表现好于基础白，常温酸奶持续疲软，产品结构优化。2024H1 冰淇淋业务收入下滑预计主因国内市场需求疲软+行业清库力度较大，而海外市场中艾雪 24H1 仍保持强劲增长。
- **成本红利+结构优化，OPM 提升略超预期。**2024H1 公司毛利率同比+1.9pct 至 40.3%，销售/管理费用率分别同比+1.18/+0.07pct，OPM 同比+0.6pct 至 7.0%。我们预计毛利率提升主因原奶价格下行+产品结构优化，毛利率表现较好推动公司 OPM 提升略超预期。2024H1 公司销售费用率提升主因原奶供大于求导致行业竞争加剧，公司加大终端行销费用投入，广宣费用控制较好，2024H1 广宣费用率同比+0.06pct。
- **喷粉减值+牧业联营亏损拖累盈利。**2024H1 公司计提存货减值 3.46 亿元，占收入比重同比+0.73pct 至 0.77%，预计主因原奶供大于求导致喷粉减值增加。受现代牧业和中国圣牧经营承压影响，24H1 公司实现联营公司损益-1.7 亿元，占收入比重同比-0.6pct 至-0.38%。综合来看，2024H1 公司归母净利润率同比-0.4pct 至 5.5%，盈利能力承压。
- **严控资本开支，发布回购计划。**2024H1 公司资本支出 16.9 亿元，同比-10.3%，预计全年资本开支有望下降。此外，公司发布股份回购计划，在未来 12 个月内拟回购公司股份价值最高达 20 亿港元，未来随着回购逐步推进，公司股东回报有望进一步提升。
- **坚持一体两翼，穿越周期挑战。**当前乳制品行业面临需求疲软、供给阶段性过剩等问题，公司坚持一体两翼，以发展液奶、奶粉、冷饮、奶酪等核心业务为主体，同时拓展健康营养等创新业务、推进国际化。未来随着经营战略的逐步落实，公司有望实现跨越式发展，再创一个新蒙牛。
- **盈利预测与投资评级：**公司 24H1 业绩符合预期，但考虑到收入疲软、喷粉减值和牧业联营等因素或持续拖累盈利，我们下调公司 24-26 年营业收入预期至 927/955/981 亿元（此前预期为 1011/1056/1106 亿元），同比-6%/+3%/+3%，下调归母净利润预期至 43/48/53 亿元（此前预期为 56/61/66 亿元），同比-11%/+13%/+10%，对应 24-26 年 PE 分别为 11/10/9x。随着渠道调整完成、双节旺季到来，公司业绩有望边际改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争格局恶化，原材料价格大幅提升，喷粉减值、牧业联营损失等冲击

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	13.18
一年最低/最高价	11.82/28.25
市净率(倍)	1.16
港股流通市值(百万港元)	51,867.16

基础数据

每股净资产(元)	11.37
资产负债率(%)	56.21
总股本(百万股)	3,935.29
流通股本(百万股)	3,935.29

相关研究

《蒙牛乳业(02319.HK): 2023 年报点评: 23 年 OPM 稳健提升，集团元老履新 CEO》

2024-03-28

《蒙牛乳业(02319.HK): 2023 年半年报点评: 收入稳健增长，OPM 提升超预期》

2023-09-04

蒙牛乳业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,128.26	40,464.38	44,381.17	52,516.14	营业总收入	98,624.04	92,740.15	95,538.05	98,061.57
现金及现金等价物	7,201.88	15,587.30	20,113.06	28,913.51	营业成本	61,983.95	57,268.64	59,170.08	60,688.22
应收账款及票据	3,668.60	3,348.95	3,449.99	3,541.11	销售费用	25,192.21	24,163.19	24,681.52	25,141.79
存货	6,088.45	5,567.78	5,752.65	5,900.24	管理费用	4,742.53	4,621.14	4,435.52	4,458.56
其他流动资产	17,169.33	15,960.35	15,065.47	14,161.27	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	81,091.69	82,433.25	83,228.54	84,016.57	其他费用	1,296.46	1,697.14	1,576.38	1,470.92
固定资产	23,941.74	23,278.07	22,640.94	22,029.31	经营利润	5,988.24	6,288.40	6,629.94	7,282.69
商誉及无形资产	22,787.22	23,639.73	24,458.14	25,243.82	利息收入	1,675.56	1,391.10	1,337.53	1,274.80
长期投资	10,408.63	10,422.63	10,436.63	10,450.63	利息支出	1,569.28	1,205.62	1,146.46	1,176.74
其他长期投资	20,531.21	20,831.21	21,131.21	21,431.21	其他收益	(272.37)	(686.28)	(343.94)	(254.96)
其他非流动资产	3,422.89	4,261.61	4,561.61	4,861.61	利润总额	6,312.19	5,787.60	6,477.08	7,125.80
资产总计	115,220.0	122,897.6	127,609.7	136,532.7	所得税	1,425.21	1,354.30	1,489.73	1,638.93
流动负债	32,594.06	33,798.01	37,457.83	41,022.88	净利润	4,886.98	4,433.30	4,987.35	5,486.86
短期借款	9,806.94	12,806.94	15,806.94	18,806.94	少数股东损益	77.78	133.00	149.62	164.61
应付账款及票据	9,499.44	8,749.38	9,039.87	9,271.81	归属母公司净利润	4,809.20	4,300.30	4,837.73	5,322.26
其他	13,287.68	12,241.70	12,611.02	12,944.13	EBIT	6,205.91	5,602.12	6,286.00	7,027.73
非流动负债	31,974.18	35,734.73	33,734.73	35,734.73	EBITDA	9,890.43	7,513.28	8,204.71	8,953.70
长期借款	27,603.82	31,603.82	29,603.82	31,603.82					
其他	4,370.36	4,130.91	4,130.91	4,130.91					
负债合计	64,568.24	69,532.74	71,192.56	76,757.60					
股本	358.14	358.14	358.14	358.14	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	6,331.75	6,464.75	6,614.37	6,778.98	每股收益(元)	1.22	1.09	1.23	1.35
归属母公司股东权益	44,319.96	46,900.14	49,802.78	52,996.13	每股净资产(元)	12.87	13.56	14.34	15.19
负债和股东权益	115,220.0	122,897.6	127,609.7	136,532.7	发行在外股份(百万股)	3,935.29	3,935.29	3,935.29	3,935.29
					ROIC(%)	5.42	4.62	4.85	5.10
					ROE(%)	10.85	9.17	9.71	10.04
					毛利率(%)	37.15	38.25	38.07	38.11
					销售净利率(%)	4.88	4.64	5.06	5.43
					资产负债率(%)	56.04	56.58	55.79	56.22
					收入增长率(%)	6.51	(5.97)	3.02	2.64
					净利润增长率(%)	(9.31)	(10.58)	12.50	10.02
					P/E	9.82	10.98	9.76	8.87
					P/B	0.93	0.88	0.84	0.79
					EV/EBITDA	10.66	10.12	8.84	7.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月30日的0.9104,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>