

蓄力长期，回购彰显信心

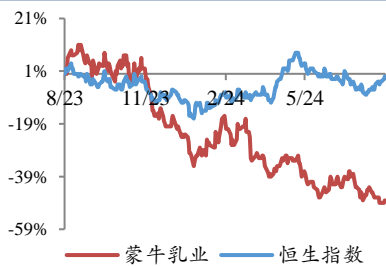
——蒙牛乳业 24H1 业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（港元）	12.34
近 12 个月最高/最低（港元）	28.25/11.92
总股本（百万股）	3,935
流通股本（百万股）	3,935
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	486
流通市值（亿港元）	486

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@163.com

相关报告

1. 盈利改善新阶段 2024-01-16

主要观点：

● 公司发布 2024H1 业绩：

- H1：营业收入 446.71 亿(-12.6%)，归母净利润 24.46 亿(-19.03%)，
- 回购：计划于未来 12 个月内，根据市场情况，进行最高达 20 亿港元的股份回购。

● 收入端主动调整库存

- 24H1 公司实现营业收入 446.71 亿，同比-12.6%。分品类来看，液态奶 H1 收入为 362.62 亿元，同比-12.9%，公司 Q2 以来主动调整库存，常温白奶需求相对较弱，鲜奶品类挑战较大，但每日鲜语品类逆势增长。
- 冰淇淋/奶粉/奶酪 H1 营业收入分别为 33.71/16.35/21.14 亿元，同比分别-21.8%/-13.7%/-6.3%，国内冰淇淋行业面临去库存压力，影响 Q2 旺季销售，东南亚销售优于国内。奶粉品类受出生率等因素影响收入，未来关注成人粉市场及功能线产品。奶酪方面，7 月蒙牛奶酪注入妙可蓝多交易完成。
- 大 B 端市场拓展，努力打造专业餐饮品牌，已与百胜等公司合作。

● 毛利率提升顺畅

- 24H1 毛利率为 40.3%，同比+1.9pct，原奶成本下降。销售费用率为 28.4%，同比+1.2pct，销售费用同比减少 12 亿（收入下滑，导致费用率增高），管理费用率 4.3%，同比持平。
- 经营利润率同比+0.6pct 至 7%，兑现顺畅，归母净利率同比-0.4pct 至 5.48%，主要受到原料粉库存减值及联营公司损益盈转负等影响。

● 投资建议

➢ 我们的观点：

公司严控资本开支（24H1 同比-10%至 16.93 亿），努力提升股东回报，未来分红率有望持续上升，随着行业整体纾困，H2 有望边际改善。

盈利预测： 预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 922.45/968.04/1010.6 亿元，同比-6.5%/4.9%/4.4%；实现归母净利润 41.11/45.31/49.74 亿元，同比-14.5%/10.2%/9.8%，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、大单品放量不及预期、食品安全事

件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	98624	92245	96804	101060
收入同比 (%)	6.5%	-6.5%	4.9%	4.4%
归属母公司净利润	4809	4111	4531	4974
净利润同比 (%)	-9.3%	-14.5%	10.2%	9.8%
ROE (%)	10.85%	8.44%	8.47%	8.47%
每股收益 (元)	1.22	1.04	1.15	1.26
P/E	15.75	10.55	9.57	8.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,128	39,332	47,234	55,466	营业收入	98,624	92,245	96,804	101,060
现金	7,202	11,350	17,553	24,643	其他收入	471	300	310	310
应收账款及票据	3,669	3,711	4,033	4,052	营业成本	61,984	56,085	58,760	61,242
存货	6,088	6,375	6,683	6,927	销售费用	25,192	25,644	26,815	27,842
其他	17,169	17,896	18,965	19,845	管理费用	4,743	4,428	4,647	4,851
非流动资产	81,092	82,375	82,778	82,166	研发费用	496	415	436	455
固定资产	23,942	23,448	22,623	21,501	财务费用	-106	-434	-356	-403
无形资产	22,787	24,014	24,722	24,723	除税前溢利	6,312	5,179	5,853	6,424
其他	34,363	34,913	35,433	35,943	所得税	1,425	984	1,229	1,349
资产总计	115,220	121,706	130,012	137,632	净利润	4,887	4,195	4,624	5,075
流动负债	32,594	33,110	35,551	37,056	少数股东损益	78	84	92	102
短期借款	9,807	11,007	12,007	13,307	归属母公司净利润	4,809	4,111	4,531	4,974
应付账款及票据	9,499	9,196	10,391	10,023	EBIT	6,681	5,973	6,457	6,980
其他	13,288	12,907	13,153	13,726	EBITDA	10,365	8,940	9,374	9,802
非流动负债	31,974	33,474	34,474	35,274	EPS (元)	1.22	1.04	1.15	1.26
长期债务	27,604	29,104	30,104	30,904					
其他	4,370	4,370	4,370	4,370					
负债合计	64,568	66,584	70,025	72,330					
普通股股本	358	394	394	394					
储备	45,877	50,229	55,000	60,214					
归属母公司股东权益	44,320	48,707	53,478	58,692					
少数股东权益	6,332	6,416	6,508	6,610					
股东权益合计	50,652	55,122	59,986	65,302					
负债和股东权益	115,220	121,706	130,012	137,632					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,349	6,977	8,894	9,492
净利润	4,809	4,111	4,531	4,974
少数股东权益	78	84	92	102
折旧摊销	3,685	2,967	2,917	2,822
营运资金变动及其他	-222	-185	1,353	1,595
投资活动现金流	-286	-4,797	-3,698	-2,688
资本支出	-4,135	-3,700	-2,800	-1,700
其他投资	3,849	-1,097	-898	-988
筹资活动现金流	-6,802	1,729	767	46
借款增加	-1,698	2,700	2,000	2,100
普通股增加	-662	35	0	0
已付股利	-1,588	0	0	0
其他	-2,854	-1,007	-1,233	-2,054
现金净增加额	1,508	4,148	6,203	7,090

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	6.51%	-6.47%	4.94%	4.40%
归属于母公司净利	-9.31%	-14.51%	10.21%	9.76%
获利能力				
毛利率	37.15%	39.20%	39.30%	39.40%
销售净利率	4.88%	4.46%	4.68%	4.92%
ROE	10.85%	8.44%	8.47%	8.47%
ROIC	5.87%	5.08%	5.00%	5.04%
偿债能力				
资产负债率	56.04%	54.71%	53.86%	52.55%
净负债比率	59.64%	52.18%	40.94%	29.97%
流动比率	1.05	1.19	1.33	1.50
速动比率	0.85	0.99	1.12	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.78	0.77	0.76
应收账款周转率	26.91	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	6.29	6.00	6.00	6.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.04	1.15	1.26
每股经营现金流	2.12	1.77	2.26	2.41
每股净资产	11.26	12.38	13.59	14.91
估值比率				
P/E	15.75	10.55	9.57	8.72
P/B	1.71	0.89	0.81	0.74
EV/EBITDA	10.22	8.07	7.25	6.42

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。