

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

蒙牛乳业 (2319. HK)

投资评级

上次评级

赵丹晨 食品饮料行业分析师  
执业编号: S1500523080005  
联系电话: 13806086406  
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅  
大厦 B 座  
邮编: 100031

## 业绩表现承压，回购彰显信心

2024 年 9 月 1 日

**事件:** 公司公布 2024 年上半年业绩。24H1 公司实现收入人民币 446.71 亿元，同比-12.6%；实现归母净利润 24.46 亿元，同比-19.0%。

### 点评:

- **需求不及预期，收入整体承压。**上半年乳制品行业需求不及预期，使得渠道库存偏多，并使得公司各业务板块收入承压，液态奶、冰淇淋、奶粉和奶酪业务收入分别为 416.40 亿元、43.09 亿元、18.94 亿元和 22.56 亿元，同比-12.9%、-21.8%、-13.7%和-6.3%。
- **上游拖累利润表现，经营利润率实现年初预期。**毛利端看，得益于原奶价格下降，公司上半年毛利率达 40.3%，同比+1.99pct。费用端看，公司费用率略有上升，主要是销售及经销费用率受收入下降叠加渠道费用投入而同比+1.2pct。行政费用率同比保持稳定，整体经营利润率实现年初预期，同比扩张 0.6pct，达 7.0%。但受上游原奶供给过剩，原奶价格下跌影响，公司联营公司现代牧业和中国圣牧利润由盈转亏，叠加原料粉库存减值，使得公司归母净利润同比-19.0%。
- **经营亮点不断，提升股东回报。**液奶方面，公司上半年提升运营效率，实现利润率提升。其中，低温业务逆势跑赢行业，而鲜奶业务中每日鲜语实现双位数增长。奶粉方面，公司通过模式重塑和精益化运营，实现扭亏为盈。冰淇淋方面，公司海外业务持续突破，海外营收增长强劲，利润率大幅提升。奶酪方面，妙可蓝多在 6 月完成对蒙牛奶酪 100%股权的现金收购，巩固了集团在奶酪品类的领导者地位。股东回报方面，公司计划在未来 12 个月回购最高 20 亿港元的股份，现金分红比例也将进一步提升。
- **当前公司渠道库存已回归至合理水平，我们认为公司下半年将轻装上阵，逐步恢复收入与利润的同比增幅，并在中长期继续实现增长。**
- **盈利预测:** 我们预计公司归母净利润分别为 42.79/47.23/55.49 亿元，8 月 30 日收盘价对应 12/11/9 倍。
- **风险因素:** 食品安全问题，行业竞争加剧。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	98624	91353	93737	97088
增长率 YoY %	6.51%	-7.37%	2.61%	3.57%
归属母公司净利润 (百万元)	4809	4279	4723	5549
增长率 YoY%	-9.31%	-11.03%	10.38%	17.49%
毛利率%	37.15%	39.01%	39.10%	39.30%
净资产收益率 ROE%	10.85%	8.83%	8.91%	9.50%
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.09	1.20	1.41
市盈率 P/E(倍)	17.18	12.21	11.07	9.42
市净率 P/B(倍)	1.63	0.95	0.88	0.80

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,128	44,932	51,635	59,777
现金	7,202	15,779	22,253	29,662
应收账款	3,669	3,654	3,749	3,884
存货	6,088	6,713	6,962	7,276
其他	17,169	18,785	18,672	18,956
非流动资产	81,092	79,296	77,635	76,099
固定资产	23,942	22,146	20,485	18,949
无形资产	22,787	22,787	22,787	22,787
租金按金				
使用权资产				
其他	34,363	34,363	34,363	34,363
	115,220	124,228	129,271	135,876
资产总计				
流动负债	32,594	35,104	35,415	36,437
	9,807	12,000	12,500	13,000
短期借款				
应付账款	9,499	8,924	9,187	9,314
其他	13,288	14,180	13,727	14,123
非流动负债	31,974	34,194	34,194	34,194
长期借款	27,604	29,824	29,824	29,824
租赁负债				
其他	4,370	4,370	4,370	4,370
负债合计	64,568	69,298	69,609	70,631
少数股东权益	6,332	6,482	6,649	6,844
股本	358	358	358	358
留存收益和资本公积	43,962	48,089	52,655	58,042
归属母公司股东权益	44,320	48,447	53,013	58,400
负债和股东权益	115,220	124,228	129,271	135,876

现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,349	5,714	7,848	8,563
净利润	4,809	4,279	4,723	5,549
折旧摊销	3,685	1,796	1,661	1,536
少数股东权益	78	151	166	195
营运资金变动及其他	-222	-511	1,298	1,283
投资活动现金流	-286	357	-56	121
资本支出	-4,135	0	0	0
其他投资	3,849	357	-56	121
筹资活动现金流	-6,802	2,507	-1,318	-1,275
借款增加	-1,698	4,413	500	500
	-662	0	0	0
普通股增加				
已付股利	-1,588	-1,906	-1,818	-1,775
其他	-2,854	0	0	0
现金净增加额	1,508	8,577	6,473	7,409

利润表	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	99,095	91,593	94,037	97,438
营业成本	61,984	55,716	57,086	58,932
销售费用	25,192	24,300	24,372	25,049
管理费用	4,743	4,393	4,509	4,670
财务费用	-106	-95	-22	-42
营业利润	5,988	5,227	6,302	7,202
利润总额	6,312	5,679	6,268	7,364
所得税	1,425	1,249	1,379	1,620
净利润	4,887	4,429	4,889	5,744
少数股东损益	78	151	166	195
归属母公司净利润	4,809	4,279	4,723	5,549
EBITDA	9,177	7,023	7,963	8,738
EPS (元)	1.22	1.09	1.20	1.41

主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	6.51%	-7.37%	2.61%	3.57%
营业利润	18.41%	-12.71%	20.56%	14.27%
归属母公司净利润	-9.31%	-11.03%	10.38%	17.49%
获利能力				
毛利率	37.15%	39.01%	39.10%	39.30%
净利率	4.88%	4.68%	5.04%	5.72%
ROE	10.85%	8.83%	8.91%	9.50%
	0.05	0.04	0.05	0.05
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	56.04%	55.78%	53.85%	51.98%
净负债比率	0.60	0.47	0.34	0.20
	1.05	1.28	1.46	1.64
流动比率				
速动比率	0.85	1.08	1.26	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.74	0.73	0.72
应收账款周转率	26.88	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	6.53	6.24	6.21	6.33
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.09	1.20	1.41
每股经营现金	2.12	1.45	1.99	2.18
每股净资产	12.87	13.96	15.16	16.58
估值比率				
P/E	17.18	12.21	11.07	9.42
P/B	1.63	0.95	0.88	0.80
EV/EBITDA	12.30	11.15	9.08	7.49

## 研究团队简介

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。