



经营利润率持续提升，回购注重股东利益

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报，上半年实现收入 447 亿元，同比下降 12.6%；实现经营利润 31.2 亿元，同比下降 4.8%。
- **消化渠道库存，收入端短期承压。** 分品类看，液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪分别实现营业收入 362 亿元 (-12.9%)、33.7 亿元 (-21.8%)、16.4 亿元 (-13.7%)、21.1 亿元 (-6.3%)。收入端整体下滑，主要由于公司控制发货节奏，保持终端合理库存。1) 液态奶：打造专业餐饮品牌蒙牛专业乳品，布局冲饮、烘焙、餐饮领域。低温酸奶逆势增长，市场份额继续保持第一并持续提升。2) 冰淇淋：对渠道终端直控，聚焦售点拓展、铺市铺货；艾雪加速东南亚扩张，在印尼市场份额稳居第一。3) 奶粉：奶粉业务精益化运营，上半年实现扭亏为盈。4) 奶酪：蒙牛奶酪注入妙可蓝多交易完成，妙可蓝多在奶酪品类的领先地位进一步巩固。
- **毛利率、经营利润率持续提升。** 1、上半年公司实现毛利率 40.3%，同比提升 1.9pp，主要由于原奶价格下降。2、费用率方面：销售及经销费用率 28.4%，同比增加 1.2pp；毛销差 11.9%，同比提升 0.7pp。行政管理费用率 4.3%，基本持平。3、上半年经营利润率 7%，同比提升 0.6pp。此外，由于大包粉库存减值、现代牧业等联营企业亏损导致应占联营公司损益转亏，公司上半年实现权益股东应占利润 24.5 亿元，同比下滑 19%。
- **股份回购+提高分红比例，注重股东利益。** 1、公司积极提升股东回报，拟在未来一年内回购不超过 20 亿港元的股份，且将持续提升分红比例。2、公司将继续坚持 FIRST 战略，推动经营、管理的高质量发展，坚定再创一个蒙牛。3、奶源端，在原奶存在供需矛盾的背景下，公司通过多项支持措施助力牧业稳定经营，充分发挥上游产业链饲料、草业、种业、数智化、爱养牛资源优势，降低牧业经营成本。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 45.0 亿元、50.2 亿元、55.8 亿元，EPS 分别为 1.14 元、1.28 元、1.42 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、9 倍、9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入(亿元人民币)	986.24	946.48	989.48	1029.42
增长率	6.51%	-4.03%	4.54%	4.04%
归属母公司净利润(亿元人民币)	48.09	44.97	50.23	55.77
增长率	-9.31%	-6.48%	11.69%	11.04%
每股收益 EPS	1.22	1.14	1.28	1.42
净资产收益率	10.85%	9.21%	9.33%	9.39%
PE	10	11	9	9

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

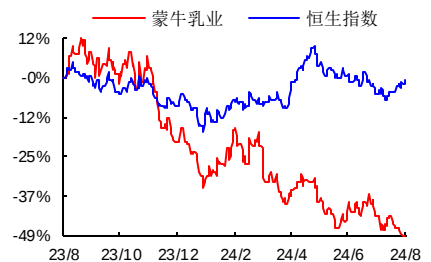
分析师：夏霖

执业证号：S1250523070006

电话：021-68415380

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	12.02-27.75
3 个月平均成交量(百万)	26.32
流通股数(亿)	39.35
市值(亿)	522.61

相关研究

1. 蒙牛乳业 (2319.HK)：延续稳健增长，经营利润率如期提升 (2024-04-03)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 液态奶：促进渠道线上线下融合，拓展线上新渠道，同时加速拓展下沉市场。短期乳制品消费需求平淡，长期仍具备韧性。预计 2024-2026 年液态奶收入增速分别为 -5%、2%、2%。

2) 冰淇淋：海外业务持续突破，保持强劲增长；国内聚焦新消费场景、创新产品，产品力、品牌力快速提升，短期面临去库存压力。预计 2024-2026 年冰淇淋收入增速分别为 -3%、13%、10%。

3) 奶粉：受到出生率下滑等不利因素影响，婴配粉需求受损；随着健康消费意识提升，成人粉发展空间广阔。预计 2024-2026 年奶粉收入增速分别为 -5%、2%、2%。

表 1：分业务收入预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
液态奶	收入	820.7	779.7	795.3	811.2
	增速	4.9%	-5.0%	2.0%	2.0%
奶粉	收入	38.0	36.1	36.8	37.6
	增速	-1.6%	-5%	2%	2%
冰淇淋	收入	60.3	58.5	66.1	72.7
	增速	6.6%	-3%	13%	10%
奶酪	收入	43.6	45.0	60.0	72.0
	增速	229.8%	-3%	15%	12%
其他	收入	23.7	27.2	31.3	36.0
	增速	-32.1%	15%	15%	15%
合计	收入	986.2	946.5	989.5	1029.4
	增速	6.5%	-4.0%	4.5%	4.0%

数据来源：Wind，西南证券

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择港股食品饮料龙头统一企业中国、华润啤酒、A股伊利股份作为可比估值对象，3 家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。随着公司经营利润率有望持续提升，给予公司 2024 年 13 倍 PE，对应目标价 16.25 港元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (人民币/元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
0220.HK	统一企业中国	6.29	0.39	0.43	0.47	0.51	16	15	13	12
0291.HK	华润啤酒	22.12	1.59	1.68	1.88	2.08	14	13	12	11
600887	伊利股份	22.63	1.64	2.04	1.95	2.11	14	11	12	11
平均值							15	13	12	11
2319.HK	蒙牛乳业	12.11	1.22	1.14	1.28	1.42	10	11	9	9

数据来源：Wind，西南证券整理

附：财务报表

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	986.24	946.48	989.48	1029.42	税后经营利润	42.70	37.71	41.43	45.74
销售成本	619.84	577.35	608.53	633.09	折旧与摊销	38.06	59.69	59.69	59.69
其他费用	12.96	17.17	17.95	18.67	财务费用	-1.06	4.03	1.61	-1.74
销售费用	251.92	255.55	262.21	272.80	其他经营资金	3.80	9.23	-1.07	-1.23
管理费用	47.43	43.54	45.52	47.35	经营性现金净流量	83.49	110.65	101.65	102.45
财务费用	-1.06	4.03	1.61	-1.74	投资性现金净流量	-2.86	9.98	9.98	9.98
营业利润	56.07	45.84	52.17	58.95	筹资性现金净流量	-68.02	-100.77	-2.94	1.74
其他非经营损益	7.05	12.92	12.92	12.92	现金流量净额	12.61	19.86	108.69	114.17
税前利润	63.12	58.77	65.09	71.87					
所得税	14.25	14.08	15.18	16.45					
税后利润	48.87	44.69	49.91	55.42					
归属于非控股股东利润	0.78	-0.29	-0.32	-0.36					
归属于母公司股东利润	48.09	44.97	50.23	55.77					
EBITDA	100.12	122.48	126.38	129.82					
NOPLAT	40.76	37.82	41.17	44.10					
EPS(元)	1.22	1.14	1.28	1.42					
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	74.78	94.65	203.34	317.51	成长能力				
应收账款	36.69	39.10	40.87	42.52	营收额增长率	7%	-4%	5%	4%
预付款项、按金及其他应收款项	20.63	30.97	32.38	33.68	EBIT 增长率	-1%	1%	6%	5%
存货	60.88	67.23	70.86	73.72	EBITDA 增长率	2%	22%	3%	3%
其他流动资产	148.30	131.27	137.23	142.78	税后利润增长率	-6%	-9%	12%	11%
流动资产总计	341.28	363.21	484.68	610.21	盈利能力				
长期股权投资	104.09	101.09	99.59	99.29	毛利率	37%	39%	39%	39%
固定资产	217.15	183.13	149.11	115.09	净利率	5%	5%	5%	5%
无形资产	153.51	127.93	102.34	76.76	ROE	11%	9%	9%	9%
其他非流动资产	336.16	336.08	336.00	335.92	ROA	4%	4%	4%	5%
非流动资产合计	810.92	748.23	687.05	627.06	ROIC	5%	4%	5%	6%
资产总计	1152.20	1111.44	1171.72	1237.27	估值倍数				
短期借款	98.07	1.33	0.00	0.00	P/E	10	11	9	9
应付账款	94.99	92.66	97.66	101.60	P/S	0	1	0	0
其他流动负债	132.88	146.51	153.21	159.40	P/B	1	1	1	1
流动负债合计	325.94	240.50	250.87	261.00	股息率	0%	0%	0%	0%
长期借款	276.04	276.04	276.04	276.04	EV/EBIT	7.75	6.11	4.16	2.38
其他非流动负债	43.70	43.70	43.70	43.70	EV/EBITDA	4.80	3.13	2.20	1.29
非流动负债合计	319.74	319.74	319.74	319.74	EV/NOPLAT	11.80	10.15	6.75	3.79
负债合计	645.68	560.24	570.62	580.74					
股本	3.58	3.58	3.58	3.58					
储备	439.62	439.62	439.62	439.62					
留存收益	0.00	44.97	95.20	150.97					
归属于母公司股东权益	443.20	488.17	538.40	594.17					
归属于非控股股东权益	63.32	63.03	62.71	62.35					
权益合计	506.52	551.20	601.11	656.52					
负债和权益合计	1152.20	1111.44	1171.72	1237.27					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

广深	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn