

## 买入

## 新品类增速亮眼，下半年利润率提升

蒙牛乳业 (2319.HK)

2021-04-30 星期五

## 投资要点

目标价: **51.0 港元**  
 现价: 41.6 港元  
 预计升幅: 22.6%

► 业绩基本符合预期，全年派息率 30%:

2020 年因出售君乐宝，公司收入-3.8%至 760.35 亿元，如按可比口径，受销量及产品结构优化所带动，收入同比+10.6%至 750.03 亿元；毛利率+0.1ppt 至 37.7%；实现归母净利润 35.25 亿元，同比-14.1%，净利润率同比-0.6ppt 至 4.6%，主要受与疫情相关的一次性费用影响；EPS 0.897 元，业绩基本符合预期。董事会宣派股息 0.268 元/股，派息率 30%。

## 重要数据

日期	2021-04-30
收盘价 (港元)	41.6
总股本 (亿股)	39.51
总市值 (亿港元)	1,641
净资产 (亿元)	372.48
总资产 (亿元)	801.46
每股净资产 (元)	9.43

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

► 液态奶增长稳健，新品类增速亮眼:

分品类来看，2020 年液态奶收入+10.9%，占公司总收入的 89.1%，主要受 UHT 奶和鲜奶的强劲增长所带动，其中高端白奶特仑苏/真果粒/基础白奶/鲜奶同比分别变动+19%/+12%/+20%/+100%。冰淇淋业务在 2020 年也改变下滑趋势，全年收入 26.34 亿元，同比+2.8%，实现小幅增长。奶粉业务在雅士利重新调整产品定位及产品结构的带动下、以及贝拉米的销售贡献下，收入同比+30.3%至 45.73 亿元。其他业务当中的奶酪、黄油产品也实现约 50%的正增长。

► 毛利率稳步提升、费用精益化管理，OPM 改善持续:

牛奶作为增强人体免疫力的健康饮品，国民对健康的诉求有助行业保持较高的景气度，公司在疫情期间招募更多消费者饮用基础白奶，消费群体的扩大有助销量的持续提升。2021 年虽然有原料成本压力，公司除了通过产品结构的升级、减少折扣促销以及对某些品相的价格调整，维持毛利率的稳定，亦会持续加强营销费用的精益化管理，通过数字化转型、线下的 RTM 变革，提升销售费用的使用效率，力争 2021 年可比业务 OPM 相较 2019 年将会有超过 50 个基点的改善。

## 主要股东

中粮乳业投资有限公司(23.85%)

## 相关报告

蒙牛乳业首发报告-20191129

蒙牛乳业更新报告-20200327

蒙牛乳业更新报告-20200828

► 维持“买入”评级，目标价 51.0 港元:

公司稳扎稳打，力求高质量增长，我们持续看好行业竞争环境以及蒙牛在新品类加速成长的催化下实现 2025 年再创一个新蒙牛的雄心目标。预期公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.32/1.62 元，升目标价至 51.0 港元，对应 2021 年 32 倍 PE，维持“买入”评级。

百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	79,030	76,035	86,937	98,581	110,986
同比增长	14.57%	-3.79%	14.34%	13.39%	12.58%
毛利率	37.6%	37.7%	37.8%	38.1%	38.5%
归母净利润	4,105	3,525	5,167	6,364	7,691
同比增长	34.91%	-14.14%	46.58%	23.16%	20.86%
净利润率	5.19%	4.64%	5.94%	6.46%	6.93%
每股盈利(元)	1.05	0.90	1.32	1.62	1.96
PE@41.6HKD	33.0	38.6	26.4	21.4	17.7

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 业绩基本符合预期，全年派息率 30%：

2020 年因出售君乐宝，公司收入-3.8%至 760.35 亿元；毛利率+0.1ppt 至 37.7%；实现归母净利润 35.25 亿元，同比-14.1%，净利润率同比-0.6ppt 至 4.6%，主要受与疫情相关的一次性费用影响；EPS 0.897 元，业绩基本符合预期。董事会宣派股息 0.268 元/股，派息率 30%。

图 1：公司收入变动



图 2：公司归母净利润变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

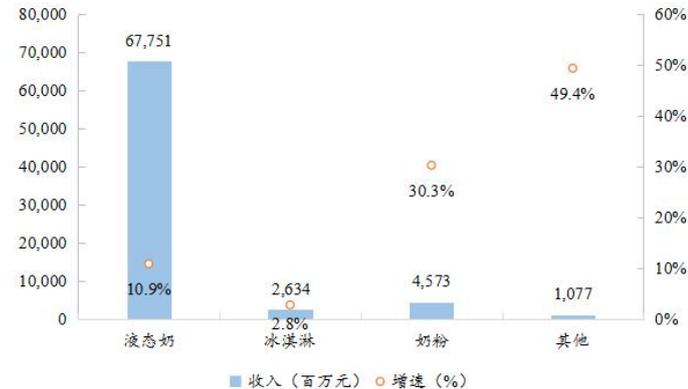
### 2020 年销量提升为主要驱动力：

按可比口径，2020 年公司收入 750.03 亿元，同比+10.6%，其中销售量+8.5%，为收入增长的主要驱动力，其余来自于产品组合改善带来的价格提升。相较于过往量、价贡献各占一半，20 年量增的贡献明显提升，主要是疫情期间公司招募更多消费者饮用基础白奶，全年白奶收入录得 20% 的增长，也正因为消费群体的扩大，预计未来几年量增驱动收入增长的贡献亦会过半。

### 液态奶增长稳健，新品类增速亮眼：

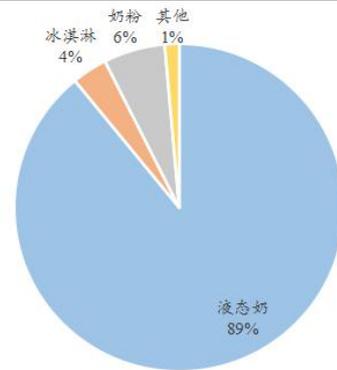
分品类来看，2020 年液态奶收入+10.9%，占公司总收入的 89.1%，主要受 UHT 奶和鲜奶的强劲增长所带动，其中高端白奶特仑苏/真果粒/基础白奶/鲜奶同比分别变动+19%/+12%/+20%/+100%，得益于疫情后乳制品需求的提升，以及公司持续加大品牌建设、产品升级、通路精耕和市场下沉等方面做的努力。冰淇淋业务在 2020 年也改变下滑趋势，全年收入 26.34 亿元，同比+2.8%，实现小幅增长。奶粉业务在雅士利重新调整产品定位及产品结构的带动下、以及贝拉米的销售贡献下，收入同比+30.3%至 45.73 亿元。其他业务当中的奶酪、黄油产品也实现约 50% 的正增长。

图 3：分业务增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

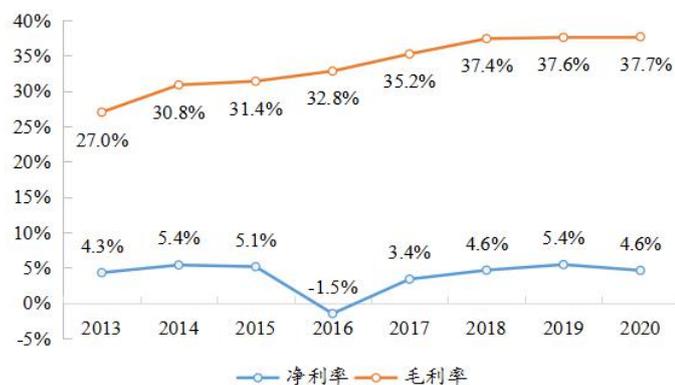
**因原奶价格上涨 20 年毛利率略有降低，预期 21 年毛利率维持稳定：**

按可比口径，2020 年公司毛利率 37.5%，同比-0.1ppt，主要是原奶价格上涨导致；单看 20H2，尽管面临原材料成本上涨压力，公司通过产品结构的改善、缩减打折促销力度、以及对常温鲜奶/低温酸奶在不同品相上的调价，毛利率同比提升 0.2% 至 36.2%，依然维持健康扩张。2021 年公司将通过产品结构的升级（包括品类结构的改善和每个品类当中高端产品占比的提升）、减少折扣促销以及对某些品相的价格调整，保持毛利率在原材料成本压力下依然能够维持稳定。

**20H2 销售费用恢复正常，管理费用率略有下降：**

2020 年，公司销售费用率同比提升 1.1ppt 至 28.3%，主要是 20H1 一次性投入较大，销售费用率同比+2.3ppt 至 30.6%，而 20H2 销售费用率 26.1%，已恢复至去年同期水平；2020 年管理费用率略有下降，同比-0.2ppt 至 4.1%。由于新品类尚处于早期的品牌建设阶段，公司会持续进行品牌投入，这不但有助于收入的快速提升，也将持续改善公司整体的盈利能力。

图 5：公司利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：公司三项费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**行业景气度持续，管理层预期 2021 年 OPM 较 2019 年可改善 50 个基点：**

牛奶作为增强人体免疫力的健康饮品，国民对健康的诉求有助行业保持较高的景气度，公司在疫情期间招募更多消费者饮用基础白奶，消费群体的扩大有助蒙牛销量的持续提升。2021 年虽然有原料成本压力，公司除了通过产品结构的升级、减少折扣促销以及对某些品相的价格调整，维持毛利率的稳定，亦会持续加强营销费用的精益化管理，通过数字化转型、线下的 RTM 变革，提升销售费用的使用效率，力争 2021 年可比业务 OPM 相较 2019 年将会有超过 50 个基点的改善。

**维持“买入”评级，目标价 51.0 港元：**

公司稳扎稳打，力求高质量增长，我们持续看好行业竞争环境以及蒙牛在新品类加速成长的催化下实现 2025 年再创一个新蒙牛的雄心目标。预期公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.32/1.62 元，升目标价至 51.0 港元，对应 2021 年 32 倍 PE，维持“买入”评级。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:人民币 百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	79,030	76,035	86,937	98,581	110,986	<b>盈利能力(%)</b>					
营业成本	49,351	47,406	54,097	61,004	68,225	毛利率	37.55%	37.65%	37.77%	38.12%	38.53%
毛利	29,679	28,629	32,840	37,578	42,761	净利率	5.44%	4.61%	5.90%	6.41%	6.88%
销售费用	21,536	21,541	24,168	27,110	30,521	实际税率	23.36%	15.72%	15.72%	15.72%	15.72%
管理费用	3,319	3,133	3,477	3,943	4,217	股息支付率	17.35%	30.02%	30.02%	30.02%	30.02%
其他经营费用	3,954	1,944	1,535	1,766	2,030	ROE	15.11%	11.35%	15.21%	17.58%	19.77%
营业利润	4,970	3,216	5,036	6,321	7,751	ROA	5.45%	4.31%	6.20%	7.30%	8.24%
财务费用	644	572	654	742	835	<b>偿债能力(%)</b>					
利息收入	1,105	1,085	1,240	1,406	1,583	资产负债率	55.64%	52.11%	53.50%	53.82%	53.91%
利润总额	5,605	4,155	6,090	7,501	9,065	资产周转率	1.27	1.29	1.18	1.17	1.17
所得税	1,310	653	957	1,179	1,425	流动比率	1.11	1.08	0.96	0.94	0.93
净利润	4,296	3,502	5,133	6,322	7,640	<b>营运能力(次)</b>					
归属母公司净利	4,105	3,525	5,167	6,364	7,691	资产周转率	1.05	0.93	1.04	1.13	1.19
<b>增长</b>						存货周转率	10.53	8.94	9.17	9.12	9.08
总收入(%)	14.57%	-3.79%	14.34%	13.39%	12.58%	总资产/股本	20.70	20.83	21.34	22.81	24.46
净利润(%)	34.09%	-18.49%	46.58%	23.16%	20.86%	<b>现金流量表</b>					
<b>资产负债表</b>	单位:人民币 百万元										
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	40,164	33,678	33,143	36,294	39,994	净利润	5,605	4,155	6,090	7,501	9,065
货币资金	6,476	11,397	11,757	13,753	17,490	折旧和摊销	2,260	2,137	2,007	2,113	2,224
应收账款	3,587	2,988	3,417	3,874	4,362	营运资金的变动	600	967	967	967	967
其他应收款	3,027	3,605	4,122	4,674	5,262	<b>经营活动产生现金流量</b>	6,307	5,348	8,478	9,917	11,509
存货	5,090	5,512	6,291	7,094	7,933	资本性支出	(4,846)	(4,414)	(3,973)	(3,576)	(3,218)
<b>非流动资产</b>	41,052	48,640	51,183	53,848	56,640	其他投资	(12,683)	9,236	0	0	0
长期股权投资	4,846	7,690	7,690	7,690	7,690	<b>投资活动产生现金流量</b>	(17,530)	4,822	(3,973)	(3,576)	(3,218)
投资性房地产	74	64	64	64	64	支付股利合计	(709)	(707)	(1,551)	(1,910)	(2,309)
固定资产净值	11,103	12,547	14,346	16,267	18,314	其他筹资活动	11,323	(3,864)	(2,424)	(2,263)	(2,073)
土地使用权	1,698	1,848	2,421	2,987	3,545	<b>融资活动产生现金流量</b>	10,614	(4,571)	(3,975)	(4,173)	(4,382)
其他非流动资产	23,332	26,491	26,663	26,840	27,027	汇率变动	36	(172)	(172)	(172)	(172)
<b>资产总计</b>	81,215	82,318	84,327	90,143	96,634	现金净变动	(608)	5,599	531	2,168	3,909
<b>流动负债</b>	31,734	26,144	28,064	31,117	34,324	现金的期初余额	4,370	3,798	9,225	9,585	11,581
短期借款	13,838	4,924	4,924	4,924	4,924	现金的期末余额	3,798	9,225	9,585	11,581	15,318
应付票据及账款	6,739	7,969	9,094	10,255	11,469	<b>每股资料(元)</b>					
其他流动负债	11,157	13,251	14,046	15,938	17,930	每股收益	1.05	0.90	1.32	1.62	1.96
<b>非流动负债</b>	13,456	16,754	17,046	17,395	17,767	每股经营现金	1.61	1.35	2.15	2.51	2.91
长期借款	9,635	14,020	14,020	14,020	14,020	每股净资产	8.50	9.43	9.92	10.54	11.27
其他	3,822	2,734	3,026	3,376	3,747	<b>估值比率(倍)</b>					
<b>负债合计</b>	45,190	42,899	45,111	48,513	52,091	PE	33.05	38.65	26.36	21.41	17.71
股本	358	359	359	359	359	PB	4.08	3.68	3.49	3.29	3.08
资本公积	12,442	12,954	12,954	12,954	12,954						
未分配利润	16,465	19,727	21,707	24,146	27,094						
少数股东权益	4,215	4,265	4,241	4,207	4,165						
<b>股东权益合计</b>	33,347	37,248	39,216	41,630	44,543						
<b>负债及权益合计</b>	78,537	80,146	84,327	90,143	96,634						

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313