

# 股份評論-蒙牛乳業(02319)

2021年09月16日

經營效率穩步提升 波動市況下具防禦性

**行業：乳製品**
**評級：買入**

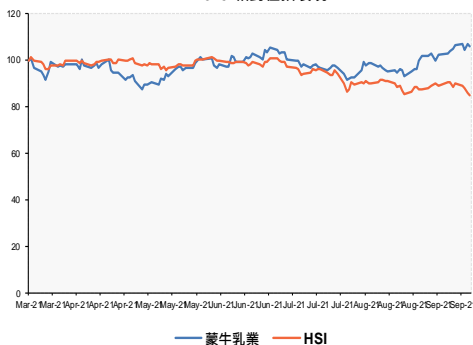
02319.HK, 2319HK

收市價：HKD48.15

**目標價：HKD55.0**
**潛在升幅：14.2%**

股價表現 (HKD)			
價格	48.15	1個月相對表現	12.0%
52週最高	53.46	6個月相對表現	6.0%
52週最低	34.35	52周相對表現	33.6%
52週Beta	0.78	年至今相對表現	3.6%

2319 相對恆指表現



2319 股價表現



資料來源：彭博 16/09/2021

**公司簡介：**

集團於中國從事乳製品生產及銷售業務，以蒙牛為主要品牌提供多元化的產品，包括液體奶（乳飲料及酸奶）、冰淇淋及其他乳製品（如奶粉、奶酪等）。

**基礎分析：**

- **盈利增速超市場預期，經營效率穩步提升：**2021年上半年集團實現收入人民幣459.1億元，同比上漲22.3%；歸屬股東淨利潤同比增加143.2%至人民幣約29.5億元。在原奶成本漲價的壓力下，利潤增速遠超收入增速，淨利潤率同比增加3.2個百分點至6.4%，反映集團經營能力卓越，在積極推進產品創新、結構優化、成本管控、線上線下一體化渠道拓展等方面一系列舉措卓有成效。
- **注重全品類發展，不斷推進創新升級：**集團除了深耕傳統的液態奶及奶粉類業務，亦致力於奶業細分類別的拓展。於今年3月底收購東南亞冰淇淋領先品牌艾雪，拓展市場的同時加速冰淇淋產品創新，上半年冰淇淋業務收入同比提升34.8%。今年7月，集團成為中國內地領先乳酪企業妙可藍多（600882.SH）的控股股東。目前中國內地乳酪行業仍處於快速發展期，妙可藍多2021年上半年歸屬股東淨利潤同比增長247.1%，與集團充分整合後，雙方資源互補，發揮各自優勢，實現規模優勢和協同效應，有望推動乳酪相關業務實現跨越式發展。另外，應對消費升級大趨勢，集團不斷推出創新產品，並進行品牌年輕化升級，如限定烏蘭布和沙漠綠洲奶源的沙漠有機純牛奶，及紅柚四季春、乳此汽質0糖乳酸菌氣泡水和酸酸乳湖個檸檬等年輕化新品，同時亦特別針對人口老齡化趨勢，打造多款高端成人及中老年功能性奶粉，全方位推動業務高質量發展。
- **多項利好因素加持：**由於新型冠狀疫情的爆發和反覆，內地民眾對健康、提升免疫力等方面的意識增強，對具有優質蛋白的乳製品需求提升，加上國際乳製品供應鏈持續受到疫情影響，以及中國政府開放第三胎政策，均對國產乳製品企業具正面推動作用。

**買賣策略：**

股價日線圖上，近日多條均線順次排列，RSI為65左右，技術上較為強勢，在波動市況下體現出較強的抗逆性。可候股價回調至八月末高位約\$47.0以下分階段逢低吸納，目標價約\$55.0，明確跌穿近期低位約\$42.0止蝕。

**風險提示：**原奶成本大幅上升；行業價格戰衝擊；新產品銷售不及預期等。

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司

## 業績 (截至 2021 年 06 月 31 日六個月):

集團截至 2021 年 06 月 30 日止六個月擁有人應佔利潤約人民幣 29.47 億元，同比增長 143.2%：

財務數字 貨幣: Default 週期: Fiscal Semi-Annual (FS) 年份選取: 3

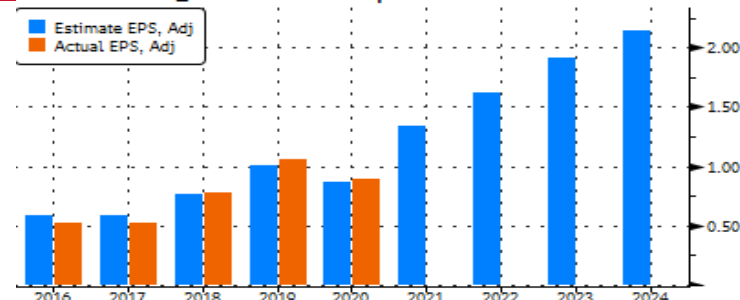
損益表摘要	2FS	1FS	T12M	FS1 2021	FS2 2020	FS1 2020
收入	46,797	43,874	84,407	45,905	38,501	37,533
經營溢利	2,543	2,759	5,447	2,893	2,554	962
稅前淨利	2,968	3,248	6,149	3,397	2,752	1,402
非常項目前收入	2,308	2,402	5,334	2,967	2,367	1,135
淨利潤	2,308	2,402	5,260	2,947	2,314	1,212
非常項目前每股收益	-	0.61	1.37	0.76	0.61	0.34
每股收益	-	-	1.34	0.75	0.59	0.31
非常項目稀釋每股收益	-	-	1.36	0.76	0.60	0.34
稀釋每股收益	-	-	1.33	0.74	0.58	0.31
每股股利	-	-	0.27	0.00	0.27	0.00
EBITDA	5,051	3,612	7,668	4,012	3,656	1,993
股本回報率	-	-	-	16.36	11.35	11.51

(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 16/09/2021)

估值比率	Fiscal Year						
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
市盈率	67.7x	52.0x	39.7x	45.7x	29.9x	24.7x	20.9x
EV/EBIT	24.5x	22.3x	22.9x	45.3x	32.4x	26.5x	22.2x
EV/EBITDA	16.0x	15.0x	15.7x	28.2x	22.8x	19.0x	16.4x
P/S	1.3x	1.2x	1.4x	2.0x	1.8x	1.6x	1.4x
P/B	3.4x	3.3x	3.8x	4.7x	4.2x	3.7x	3.3x
股利率	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
獲利比率 %							
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
毛利率	35.2	37.4	37.6	37.7	37.4	37.8	38.2
EBITDA 獲利率	8.1	8.2	9.1	7.4	8.5	8.9	9.2
營業率	5.3	5.5	6.2	4.6	6.1	6.7	7.1
獲利率	3.4	4.4	5.2	4.6	5.9	6.3	6.7
資產報酬率	3.8	4.9	5.7	4.4	6.2	7.0	7.7
股本回報率	9.4	12.7	15.1	11.4	14.4	15.4	16.1
槓桿和覆蓋率							
	12/17	12/18	12/19	12/20			
流動比率	1.2	1.2	1.2	1.2			
速動比率	0.9	0.9	0.9	0.9			
EBIT/利息	8.5	7.0	7.8	6.1			
總債務/資本	0.3	0.3	0.4	0.3			
總債務/權益	0.5	0.5	0.7	0.5			
有效稅率 %	22.6	16.8	23.4	15.7			

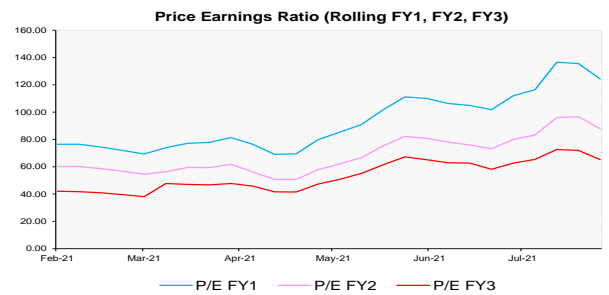
資料來源：彭博 16/09/2021

## 預測盈利：



資料來源：彭博 16/09/2021

## 預測市盈率：



資料來源：彭博 16/09/2021

## 同業市盈率比較：

				定價		表現		評價比率		Price Earnings						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	12,013	-25.7%	-40.0%	10.5x	11.7x	9.9x	8.8x	8.1x	6.7x	5.6x		
				最大	121,988	-2.3%	-34.1%	23.6x	12.2x	23.6x	16.9x	13.5x	11.0x	9.1x		
				平均	48,697	-11.4%	-37.0%	17.0x	12.0x	14.7x	11.5x	9.9x	8.3x	7.0x		
2319	蒙牛乳業	Packaged Foods & Meats	HKD	190,149	190,149	12.0%	6.0%	77.8x	52.5x	38.6x	46.0x	30.6x	25.3x	21.4x		
6186	中國飛鶴	Packaged Foods & Meats	HKD	121,988	121,988	-2.3%	-34.1%			23.6x	16.9x	13.5x	11.0x	9.1x		
1717	澳優	Packaged Foods & Meats	HKD	12,013	12,013	-6.2%	-40.0%	23.6x	12.2x	10.5x	8.8x	8.1x	6.7x	5.6x		
1112	H&H國際控股	Packaged Foods & Meats	HKD	12,091	12,091	-25.7%	-36.8%	10.5x	11.7x	9.9x	8.8x	8.3x	7.3x	6.3x		

資料來源：彭博 16/09/2021

## 同業股本回報率比較：

				定價		表現		評價比率		Return on Equity %						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	12,013	-25.7%	-40.0%	19.2%	19.2%	20.8%	20.1%	17.6%	18.4%	20.0%		
				最大	121,988	-2.3%	-34.1%	38.9%	47.8%	41.8%	48.3%	37.0%	34.6%	33.9%		
				平均	48,697	-11.4%	-37.0%	27.8%	30.8%	28.9%	30.1%	25.4%	26.4%	26.2%		
2319	蒙牛乳業	Packaged Foods & Meats	HKD	190,149	190,149	12.0%	6.0%	9.4%	12.7%	15.1%	11.4%	14.4%	15.4%	16.1%		
6186	中國飛鶴	Packaged Foods & Meats	HKD	121,988	121,988	-2.3%	-34.1%	38.9%	47.8%	41.8%	48.3%	37.0%	34.6%	33.9%		
1717	澳優	Packaged Foods & Meats	HKD	12,013	12,013	-6.2%	-40.0%	19.2%	25.4%	24.2%	21.9%	21.5%	26.2%	24.8%		
1112	H&H國際控股	Packaged Foods & Meats	HKD	12,091	12,091	-25.7%	-36.8%	25.3%	19.2%	20.8%	20.1%	17.6%	18.4%	20.0%		

資料來源：彭博 16/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



## 財務數字摘要：

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字				
		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
<b>損益表</b>						<b>資產負債表</b>					
收入	89,656	85,559	106,948	121,459	136,442	流動資產總額	41,931	37,427			
- 銷售成本	55,987	53,344				+ 現金及約當現金項目	4,249	10,959			
毛利	33,669	32,215	40,026	45,965	52,053	+ 短期投資	24,413	12,085			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	32,609	28,634				+ 應收帳款及票據	4,012	3,550			
	233	358				+ 存貨	5,694	6,548			
經營溢利	5,590	3,957	6,542	8,086	9,618	+ 其他流動資產	3,564	4,285			
- 利息費用	713	644				長期資產總額	45,920	57,779			
- 匯兌損益	-48	338				+ 長期投資	5,503	9,211			
- 淨營業外損失(收益)	-1,434	-1,700				固定資產總額	30,813	37,187			
稅前淨利	6,359	4,675	7,719	9,453	11,199	累計折舊	13,998	16,845			
- 所得稅費用	1,486	735				+ 固定資產淨額	16,814	20,341			
非常項目前收入	4,874	3,940				+ 其他長期資產	23,603	28,227			
- 非常項目稅後虧損	0	0				流動負債總額	35,497	31,057			
- 少數股東權益	216	-26				+ 應付帳款					
非常項目前稀釋每股收益	1.19	1.00				+ 短期借款	15,479	5,850			
						+ 其他短期負債	20,018	25,207			
調整後淨利潤*	4,705	3,967	6,329	7,631	9,083	總長期負債	15,052	19,902			
調整後每股收益	1.20	1.00	1.61	1.95	2.30	+ 長期借款	10,777	16,654			
每股股利	0.21	0.30	0.42	0.51	0.60	+ 其他長期借款	4,275	3,248			
股利支付比%	17.3	30.0	0.26	0.26	0.26	總負債	50,549	50,960			
總流通股數	3,935	3,948				+ 優先股	0	0			
稀釋後在外流通股數	3,924	3,951				+ 少數股權	4,715	5,066			
						+ 股本及資本公積	10,800	11,100			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	8,149	6,357	9,047	10,837	12,546	+ 保留盈利及其他權益	21,788	28,080			
						股東權益合計	37,302	44,247			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						總負債及權益	87,851	95,206			
						每股帳面價值	8.28	9.92	11.37	12.89	14.60
						每股有形資產帳面價值	4.78	6.13			

	預測數字						預測數字				
	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
<b>現金流量</b>						<b>比率分析</b>					
淨利	4,657	3,967	6,221	7,473	8,843	評價比率					
+ 折舊及攤銷	2,559	2,400				市盈率	39.7x	45.7x	29.9x	24.7x	20.9x
+ 其他非現金調整數	600	-372				EV to EBIT	22.9x	45.3x			
+ 非現金資金變動	681	1,088				EV to EBITDA	15.7x	28.2x	22.8x	19.0x	16.4x
經營活動現金流量	8,497	7,083				價格/營收	1.4x	2.0x	1.8x	1.6x	1.4x
						價格/帳面價值	3.8x	4.7x	4.2x	3.7x	3.3x
+ 固定資產處分	80	213				股利率	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
+ 資本支出	-4,832	-4,903	-4,992	-4,687	-4,359	獲利比率					
+ 投資增加	0	-662				毛利率	37.6%	37.7%	37.4%	37.8%	38.2%
+ 投資減少額	0	0				EBITDA獲利率	9.1%	7.4%	8.5%	8.9%	9.2%
+ 其他投資活動	-16,477	9,712				營業率	6.2%	4.6%	6.1%	6.7%	7.0%
投資活動現金流量	-21,229	4,360				淨利率	5.2%	4.6%	5.9%	6.3%	6.7%
						資產報酬率	5.7%	4.4%	6.2%	7.0%	7.7%
+ 支付股利	-804	-795				股本回報率	15.1%	11.4%	14.4%	15.4%	16.1%
+ 短期借款變動						槓桿及覆蓋率					
+ 長期借款增加	23,209	20,643				流動比率	1.18	1.21			
+ 長期借款減少	-10,211	-24,453				速動比率	0.92	0.86			
+ 股本增加	141	289				利息保障率(EBIT/I)	7.84	6.14			
+ 股本減少	0	0				總債務/資本	0.41	0.34			
+ 其他融資活動	-253	-1,020				總負債/股東權益	0.70	0.51			
融資活動現金流量	12,082	-5,336				其他					
現金淨變動	-649	6,107				資產週轉率	1.09	0.96			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	3,666	2,180	2,513	4,778	6,333	應收帳款週轉率	24.40	23.13			
公司自由現金流量	4,212	2,722				應付帳款週轉率					
權益自由現金流量	16,744	-1,417				存貨週轉率	10.53	8.94			
每股可用現金流量	0.94	0.55				有效稅率	23.4%	15.7%			

資料來源：彭博 16/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

**股份評級準則：**

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

**風險披露**

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

**Disclaimer**

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司