

蒙牛 (2319HK)

盈警消除市场顾虑；复苏好于指引预期

蒙牛宣布今年上半年净利润预计下跌 45-60%，我们认为这很大程度已反映在股价上。今年首季度内生收入增长持平，4、5 月份提速至双位数增长，好于早前管理层指引的上半年收入同比较微下跌。上半年净利润不明朗因素消除，业务恢复速度好于指引，因此我们重申买入评级。

- **上半年净利润下跌 45-60%**。原因包括 1) 为降低渠道库存而投入额外营销费用；2) 为保证员工健康安全、正常复工复产而投入额外疫情防控费用；以及 3) 向社会捐赠款物，涉款约 7.4 亿元人民币。
- **销售业务恢复良好**。今年首季度内生收入增长持平，4、5 月份提速至双位数增长。我们认为，上半年内生收入增长将好于指引预测的同比较微下跌。
- **渠道库存水平有改善**。根据我们来自湖南的渠道调查，商超渠道的特仑苏零售价（250 毫升*12 包装）由 5 月下旬的 44.9 元人民币上升至目前的 49.9 元人民币。这将减少公司的营销费用，并提升其盈利能力。一般渠道库存生产日期主要在 4、5 月，属于正常水平。
- **市场顾虑已消除**。管理层维持其 2020 年下半年目标指引，包括内生收入低双位数增长，以及经营利润率同比增加 30-50 个基点。考虑到公司 2020 上半年下跌 45-60% 净利润，2020 年下半年预计内生收入低双位数增长，以及预计下半年经调整后净利率同比增长 0.5 个百分点，我们估计公司 2020 全年录得净利润 29-32 亿元人民币，低于我们先前估测的 35 亿，但达到市场最低至平均预测区间的偏高数值（25-34 亿）。因此，我们相信上半年净利润下跌 45-60% 的预期，很大程度已反映在股价上。
- **重申买入评级**。我们上调 2020/21/22 年收入预测 4%/3%/2%，并调整 2020/21/22 年净利润预测 -8%/2%/1%。目标价由 34.20 港元上调至 37.90 港元，相当于 2020 下半年及 2021 上半年每股盈利预测总和的 28 倍（相对原先 2020 全年及 2021 全年每股盈利预测平均的 28 倍）。**催化剂**：收入及利润率好于预期；**风险**：业务恢复速度慢于预期、食品安全问题。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	68,977	79,030	74,513	85,337	95,293
变动 (%)	15	15	(6)	15	12
净利润(百万元人民币)	3,043	4,105	3,184	5,247	6,348
经调整净利润(百万元人民币)	2,942	3,867	3,184	5,247	6,348
经调整每股盈利(人民币)	0.754	0.988	0.809	1.333	1.613
变动 (%)	43	31	(18)	65	21
市场每股盈利预测	不适用	不适用	0.875	1.264	1.508
经调整市盈率(倍)	34.5	28.0	34.2	20.7	17.1
市净率(倍)	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6
股息率 (%)	0.7	0.7	0.7	1.1	1.3

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$37.90
(此前目标价)	HK\$34.20
潜在升幅	+23%
当前股价	HK\$30.80

中国乳制品行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyp@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	121,229
3 月平均流通量(百万港元)	379.89
52 周内股价高/低(港元)	34.37/ 24.19
总股本(百万)	3,935.0

资料来源：彭博

股东结构

COFCO	16.3%
Danone	9.9%
Arla	5.3%

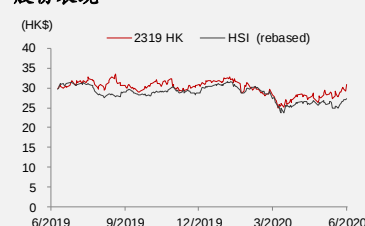
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.8%	3.5%
3-月	-0.2%	5.3%
6-月	-4.6%	2.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	68,977	79,030	74,513	85,337	95,293
液态奶	59,389	67,878	66,956	76,770	85,685
冰淇淋	2,723	2,561	2,305	2,444	2,492
奶粉	6,017	7,870	4,396	5,039	5,735
其他	848	721	856	1,084	1,380
销售成本	(43,193)	(49,351)	(46,755)	(53,074)	(59,121)
毛利	25,784	29,679	27,758	32,263	36,172
其他收入	635	769	339	413	459
销售费用	(18,833)	(21,536)	(20,789)	(23,138)	(25,539)
管理费用	(2,915)	(3,319)	(2,906)	(3,243)	(3,621)
其它费用	(936)	(1,482)	(1,221)	(878)	(951)
息税前收益	3,734	4,110	3,182	5,418	6,521
财务收入, 净额	318	461	377	553	731
其他	101	860	0	0	0
联营及合资企业	(300)	184	246	321	408
税前利润	3,853	5,615	3,805	6,292	7,660
所得税	(649)	(1,310)	(605)	(1,015)	(1,233)
非控制股东权益	(161)	(190)	(16)	(30)	(79)
净利润	3,043	4,115	3,184	5,247	6,348
经调整净利润	2,942	3,867	3,184	5,247	6,348

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	3,853	5,605	3,805	6,292	7,660
联营及合资企业	300	(175)	(246)	(321)	(408)
折旧和摊销	1,838	2,260	1,779	1,972	2,108
运营资金变动	1,653	452	557	792	797
其它	(1,280)	(1,835)	(1,863)	(2,327)	(2,723)
经营活动所得现金流	6,363	6,307	4,032	6,407	7,433
资本开支	(3,149)	(4,318)	(4,000)	(3,000)	(3,000)
收购	(309)	(6,686)	(458)	0	0
其它	(773)	(6,525)	2,657	(688)	(510)
投资活动所得现金净额	(4,232)	(17,530)	(1,801)	(3,688)	(3,510)
净借贷	(383)	11,791	(1,383)	0	0
股息	(526)	(1,374)	(712)	(732)	(1,207)
其它	8	197	0	0	0
融资活动所得现金净额	(900)	10,614	(2,095)	(732)	(1,207)
现金增加净额	1,231	(608)	136	1,987	2,717
年初现金及现金等价物	3,129	4,370	3,798	3,934	5,920
汇兑	10	36	0	0	0
年末现金及现金等价物	4,370	3,798	3,934	5,920	8,637
定期存款	2,927	2,678	2,678	2,678	2,678
现金及等价物	7,298	6,476	6,612	8,599	11,315

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	36,716	41,052	44,577	45,926	47,226
固定资产	14,734	11,103	13,027	14,134	15,175
商誉及无形资产	6,980	12,302	12,235	12,168	12,101
合资及联营公司投资	7,202	7,492	8,196	8,516	8,924
其它非流动资产	7,800	10,155	11,119	11,108	11,026
流动资产	29,741	37,486	36,737	42,529	48,935
现金及现金等价物	7,298	6,476	6,612	8,599	11,315
已抵押存款	623	74	74	74	74
存货	4,282	5,090	5,575	6,329	7,050
应收账款	2,892	3,587	3,929	4,499	5,024
其它流动资产	14,646	22,259	20,547	23,029	25,472
流动负债	25,109	31,734	33,406	36,003	38,489
借贷	6,523	13,838	13,838	13,838	13,838
应付款	7,022	6,739	7,381	8,378	9,333
其它应付款	10,889	10,808	11,838	13,437	14,968
其它	675	349	349	349	349
非流动负债	10,884	13,456	12,073	12,073	12,073
递延收入	8,192	9,635	8,252	8,252	8,252
借贷	856	279	279	279	279
其它	1,835	3,542	3,542	3,542	3,542
净资产总额	30,464	33,347	35,835	40,379	45,599
股东权益	25,212	29,132	31,604	36,118	41,259
少数股东权益	5,252	4,215	4,231	4,260	4,339

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
学费	86.1	85.9	89.9	90.0	89.9
住宿费	3.9	3.2	3.1	2.9	2.6
其他	8.7	10.0	5.9	5.9	6.0
其他	1.2	0.9	1.1	1.3	1.4
盈利能力比率					
毛利率	37.4	37.6	37.3	37.8	38.0
息税前利润率	5.4	5.2	4.3	6.3	6.8
净利润率	4.4	5.2	4.3	6.1	6.7
经调整净利润率	4.3	4.9	4.3	6.1	6.7
派息比率	23.2	17.3	23.0	23.0	23.0
资产负债比率					
流动比率(X)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
应收账款天数	15	15	18	18	18
应付账款天数	56	51	55	54	55
存货周转天数	33	35	42	41	41
资产周转率(X)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
净现金(百万元人民币)	4,410	3,808	3,327	7,314	12,030
回报率(%)					
经调整资本回报率	12.3	14.2	10.5	15.5	16.4
经调整资产回报率	4.7	5.3	4.0	6.2	6.9
每股数据(人民币)					
经调整每股盈利(人民币)	0.75	0.99	0.81	1.33	1.61
每股股息(人民币)	0.18	0.18	0.19	0.31	0.37
每股净资产(人民币)	6.42	7.40	8.03	9.18	10.48

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。