

蒙牛 (2319HK)

盈警消除市場顧慮；復甦好於指引預期

蒙牛宣佈今年上半年淨利潤預計下跌 45-60%，我們認為這很大程度已反映在股價上。今年首季度內生收入增長持平，4、5 月份提速至雙位數增長，好於早前管理層指引的上半年收入同比輕微下跌。上半年淨利潤不明朗因素消除，業務恢復速度好於指引，因此我們重申買入評級。

- **上半年淨利潤下跌 45-60%**。原因包括 1) 為降低渠道庫存而投入額外營銷費用；2) 為保證員工健康安全、正常復工復產而投入額外疫情防控費用；以及 3) 向社會捐贈款物，涉款約 7.4 億元人民幣。
- **銷售業務恢復良好**。今年首季度內生收入增長持平，4、5 月份提速至雙位數增長。我們認為，上半年內生收入增長將好於指引預測的同比輕微下跌。
- **渠道庫存水平有改善**。根據我們來自湖南的渠道調查，商超渠道的特仑蘇零售價（250 毫升*12 包裝）由 5 月下旬的 44.9 元人民幣上升至目前的 49.9 元人民幣。這將減少公司的營銷費用，並提升其盈利能力。一般渠道庫存生產日期主要在 4、5 月，屬於正常水平。
- **市場顧慮已消除**。管理層維持其 2020 下半年目標指引，包括內生收入低雙位數增長，以及經營利潤率同比增加 30-50 個基點。考慮到公司 2020 上半年下跌 45-60% 淨利潤，2020 下半年預計內生收入低雙位數增長，以及預計下半年經調整後淨利率同比增長 0.5 個百分點，我們估計公司 2020 全年錄得淨利潤 29-32 億元人民幣，低於我們先前估測的 35 億，但達到市場最低至平均預測區間的偏高數值（25-34 億）。因此，我們相信上半年淨利潤下跌 45-60% 的預期，很大程度已反映在股價上。
- **重申買入評級**。我們上調 2020/21/22 年收入預測 4%/3%/2%，並調整 2020/21/22 年淨利潤預測 -8%/2%/1%。目標價由 34.20 港元上調至 37.90 港元，相當於 2020 下半年及 2021 上半年每股盈利預測總和的 28 倍（相對原先 2020 全年及 2021 全年每股盈利預測平均的 28 倍）。**催化劑**：收入及利潤率好於預期；**風險**：業務恢復速度慢於預期、食物安全問題。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	68,977	79,030	74,513	85,337	95,293
變動 (%)	15	15	(6)	15	12
淨利潤 (百萬元人民幣)	3,043	4,105	3,184	5,247	6,348
經調整淨利潤 (百萬元人民幣)	2,942	3,867	3,184	5,247	6,348
經調整每股盈利 (人民幣)	0.754	0.988	0.809	1.333	1.613
變動 (%)	43	31	(18)	65	21
市場每股盈利預測	不適用	不適用	0.875	1.264	1.508
經調整市盈率 (倍)	34.5	28.0	34.2	20.7	17.1
市淨率 (倍)	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6
股息率 (%)	0.7	0.7	0.7	1.1	1.3

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$37.90
(此前目標價)	HK\$34.20)
潛在升幅	+23%
當前股價	HK\$30.80

中國乳製品行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyp@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	121,229
3 月平均流通量 (百萬元港元)	379.89
52 周內股價高/低 (港元)	34.37/ 24.19
總股本 (百萬)	3,935.0

資料來源：彭博

股東結構

COFCO	16.3%
Danone	9.9%
Arla	5.3%

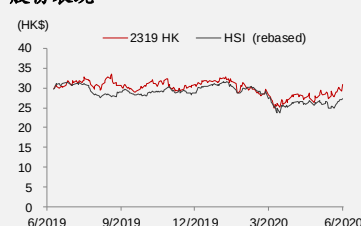
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.8%	3.5%
3-月	-0.2%	5.3%
6-月	-4.6%	2.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	68,977	79,030	74,513	85,337	95,293
液態奶	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
銷售成本	(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
銷售費用	(18,833)	(21,536)	(20,789)	(23,138)	(25,539)
管理費用	(2,915)	(3,319)	(2,906)	(3,243)	(3,621)
其它費用	(936)	(1,482)	(1,221)	(878)	(951)
息稅前收益	3,734	4,110	3,182	5,418	6,521
財務收入, 淨額	318	461	377	553	731
其他	101	860	0	0	0
聯營及合資企業	(300)	184	246	321	408
稅前利潤	3,853	5,615	3,805	6,292	7,660
所得稅	(649)	(1,310)	(605)	(1,015)	(1,233)
非控制股東權益	(161)	(190)	(16)	(30)	(79)
淨利潤	3,043	4,115	3,184	5,247	6,348
經調整淨利潤	2,942	3,867	3,184	5,247	6,348

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	3,853	5,605	3,805	6,292	7,660
聯營及合資企業	300	(175)	(246)	(321)	(408)
折舊和攤銷	1,838	2,260	1,779	1,972	2,108
運營資金變動	1,653	452	557	792	797
其它	(1,280)	(1,835)	(1,863)	(2,327)	(2,723)
經營活動所得現金流	6,363	6,307	4,032	6,407	7,433
資本開支	(3,149)	(4,318)	(4,000)	(3,000)	(3,000)
收購	(309)	(6,686)	(458)	0	0
其它	(773)	(6,525)	2,657	(688)	(510)
投資活動所得現金淨額	(4,232)	(17,530)	(1,801)	(3,688)	(3,510)
淨借貸	(383)	11,791	(1,383)	0	0
股息	(526)	(1,374)	(712)	(732)	(1,207)
其它	8	197	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(900)	10,614	(2,095)	(732)	(1,207)
現金增加淨額	1,231	(608)	136	1,987	2,717
年初現金及現金等價物	3,129	4,370	3,798	3,934	5,920
匯兌	10	36	0	0	0
年末現金及現金等價物	4,370	3,798	3,934	5,920	8,637
定期存款	2,927	2,678	2,678	2,678	2,678
現金及等價物	7,298	6,476	6,612	8,599	11,315

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	36,716	41,052	44,577	45,926	47,226
固定資產	14,734	11,103	13,027	14,134	15,175
商譽及無形資產	6,980	12,302	12,235	12,168	12,101
合資及聯營公司投資	7,202	7,492	8,196	8,516	8,924
其它非流動資產	7,800	10,155	11,119	11,108	11,026
流動資產	29,741	37,486	36,737	42,529	48,935
現金及現金等價物	7,298	6,476	6,612	8,599	11,315
已抵押存款	623	74	74	74	74
存貨	4,282	5,090	5,575	6,329	7,050
應收賬	2,892	3,587	3,929	4,499	5,024
其它流動資產	14,646	22,259	20,547	23,029	25,472
流動負債	25,109	31,734	33,406	36,003	38,489
借貸	6,523	13,838	13,838	13,838	13,838
應付款	7,022	6,739	7,381	8,378	9,333
其它應付款	10,889	10,808	11,838	13,437	14,968
其它	675	349	349	349	349
非流動負債	10,884	13,456	12,073	12,073	12,073
遞延收入	8,192	9,635	8,252	8,252	8,252
借貸	856	279	279	279	279
其它	1,835	3,542	3,542	3,542	3,542
淨資產總額	30,464	33,347	35,835	40,379	45,599
股東權益	25,212	29,132	31,604	36,118	41,259
少數股東權益	5,252	4,215	4,231	4,260	4,339

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
學費	86.1	85.9	89.9	90.0	89.9
住宿費	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
息稅前利潤率	5.4	5.2	4.3	6.3	6.8
淨利潤率	4.4	5.2	4.3	6.1	6.7
經調整淨利潤率	4.3	4.9	4.3	6.1	6.7
派息比率	23.2	17.3	23.0	23.0	23.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
應收賬天數	15	15	18	18	18
應付賬天數	56	51	55	54	55
存貨周轉天數	33	35	42	41	41
資產周轉率(x)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
淨現金(百萬元人民幣)	4,410	3,808	3,327	7,314	12,030
回報率(%)					
經調整資本回報率	12.3	14.2	10.5	15.5	16.4
經調整資產回報率	4.7	5.3	4.0	6.2	6.9
每股數據(人民幣)					
經調整每股盈利(人民幣)	0.75	0.99	0.81	1.33	1.61
每股股息(人民幣)	0.18	0.18	0.19	0.31	0.37
每股淨資產(人民幣)	6.42	7.40	8.03	9.18	10.48

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。