

2319.HK 蒙牛乳业

未评级

核心业务现增长, 联营公司拖累净利润

2016年8月25日

市场数据

报告日期	2016.8.25
收盘价(港元)	14.58
总股本(百万股)	3,921
总市值(百万港元)	57,154
净资产(百万元)	22,284
总资产(百万元)	51,323
每股净资产(元)	5.64

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	36,080	43,357	50,049	49,027
同比增长(%)	-3.6%	20.2%	15.4%	-2.0%
净利润(百万元)	1,257	1,631	2,351	2,367
同比增长(%)	-20.9%	29.7%	44.1%	0.7%
毛利率(%)	25.1%	27.0%	30.8%	31.4%
净利润率(%)	3.5%	3.8%	4.7%	4.8%
净资产收益率(%)	10.5%	11.7%	12.8%	10.9%
每股收益(元)	0.711	0.904	1.210	0.609

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

蒙牛乳业(2319.HK)-事件点评-20160309
蒙牛乳业(2319.HK)-2015年业绩点评-20160323

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

投资要点

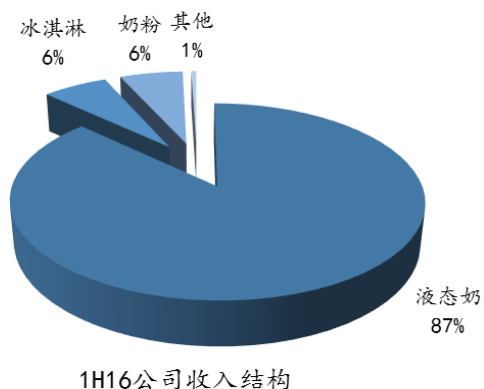
- **液态奶带动收入端增长:** 1H16 公司实现收入 272.6 亿元, 同比增长 6.6%, 其中液态奶贡献总收入的 87% 达到 237.6 亿元, 同比增长 8.3%, 冰淇淋业务独立团队管理后也逆转下滑局面实现同比增长 3.6%, 奶粉业务则同比下降 6.9%, 冰淇淋和奶粉业务贡献公司总收入的 6.2% 和 6.1%。液态奶业务上半年表现好于市场和公司预期, UHT 奶同比增长 7.5%, 高端白奶实现双位数增长, 其中特仑苏收入同比增长 11.2%, 基础白奶收入同比增长 6%。酸奶收入同比增长 31.6%, 其中纯甄销售额同比增长 70%。乳饮料同比下降 13%, 主要受到优益 C 市场规模出现下滑影响。
- **毛利润率提升的同时费用投入也增加:** 上半年公司整体毛利润率达到了 33.7%, 由于促销力度减弱, 环比去年二季度毛利润率提升了 2.9ppts 同比去年也有 1.9ppts 的提升。毛利润提升, 一方面受到促销力度二季度开始有所减弱, 产品结构有所改善, 以及原料成本价格持续走弱的影响。同时, 公司的销售费用同比增长了 16%, 销售费用占收入比重同比提升了 1.9ppts 至 23.7%, 公司加大铺货力度, 同时加大线上费用的投入, 费用的投入在收入端也取得成效。雅士利净利润大幅下滑及现代牧业上半年实现亏损拖累公司净利。剔除联营公司的影响, 蒙牛上半年净利润同比增长 7%。
- **我们的观点:** 下半年公司将在强竞争的市场环境下持续产品升级, 继续聚焦纯甄等明星产品的市场推广, 同时开发新品争取更高的市场份额。冰淇淋业务和奶粉业务也将是公司下半年的工作重点。受益于原料奶成本仍处于较低水平, 整体毛利润率仍有保障, 下半年费用将更多转为线上, 投入更加精准, 预计公司下半年盈利性可以维持平稳。根据 Wind 市场一致预期, 2016 年公司收入预计同比增长 6%, 净利润预计同比增长 7%, 目前公司股价对应 2016/17 年 P/E 为 19x/17x, 建议投资者适当关注。
- **风险提示:** 食品安全; 恶劣的市场竞争; 超预期的费用支出

报告正文

液态奶带动收入端增长

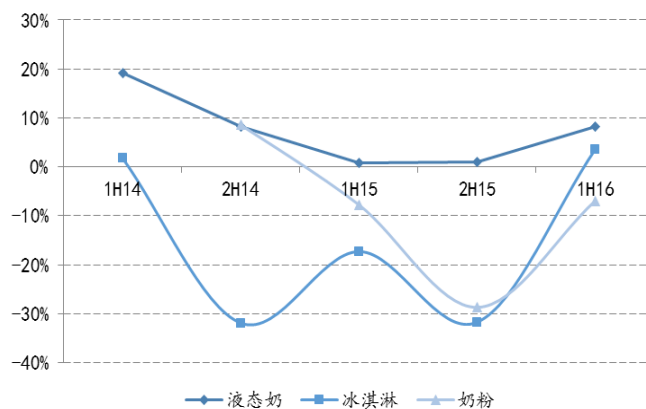
1H16 公司实现收入 272.6 亿元，同比增长 6.6%，其中液态奶贡献总收入的 87% 达到 237.6 亿元，同比增长 8.3%，冰淇淋业务独立团队管理后也逆转下滑局面实现同比增长 3.6%，奶粉业务则同比下降 6.9%，冰淇淋和奶粉业务贡献公司总收入的 6.2% 和 6.1%。液态奶业务上半年表现好于市场和公司预期，UHT 奶同比增长 7.5%，高端白奶实现双位数增长，其中特仑苏收入同比增长 11.2%，基础白奶收入同比增长 6%。酸奶收入同比增长 31.6%，其中纯甄销售额同比增长 70%。乳饮料同比下降 13%，主要受到优益 C 市场规模出现下滑影响。公司各品类市场份额相对维持稳定。

图 1、公司 1H16 年收入结构



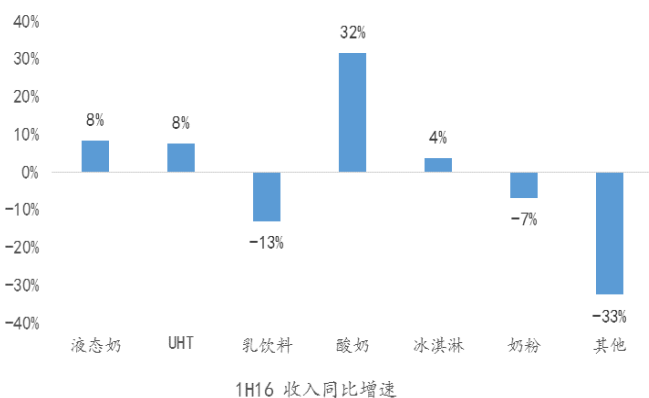
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 2、上半年仅奶粉收入端现下滑



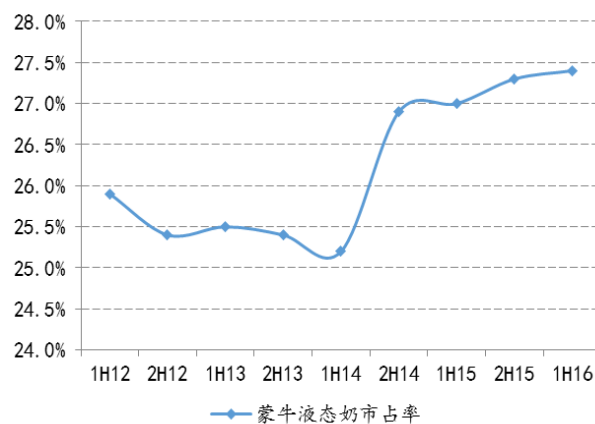
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 3、公司 1H16 白奶、酸奶现较快增长



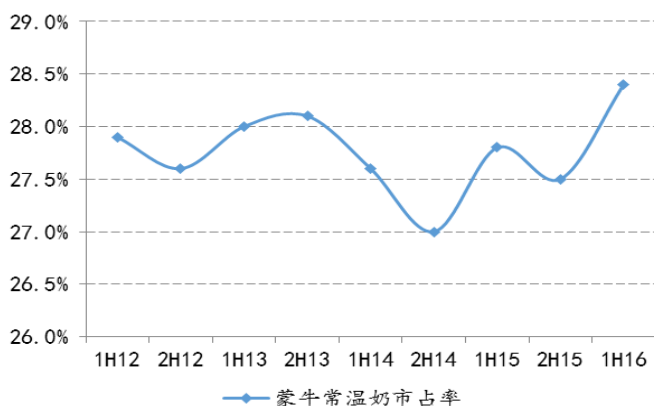
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 4、液态奶市场占有率环比提升 0.3 个百分点



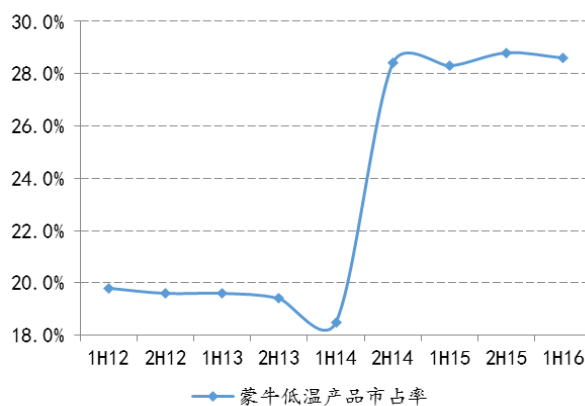
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 5、公司常温奶市占率提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 6、低温产品市占率略降



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

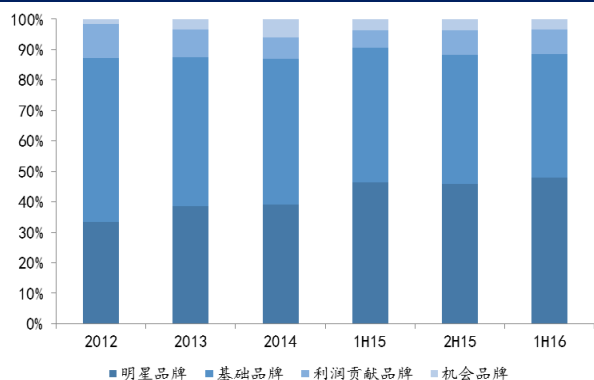
毛利润率提升的同时费用投入也增加

上半年公司整体毛利润率达到 33.7%，由于促销力度减弱，环比去年二季度毛利润提升 2.9 个百分点，同比去年也有 1.9 个百分点的提升。毛利润提升，一方面受到促销力度二季度开始有所减弱，产品结构有所改善，以及原料成本价格持续走弱的影响。

但与此同时，公司的销售费用同比增长了 16%，销售费用占收入比重同比提升了 1.9 个百分点至 23.7%，公司加大铺货力度，同时加大线上费用的投入，费用的投入在收入端也取得成效。

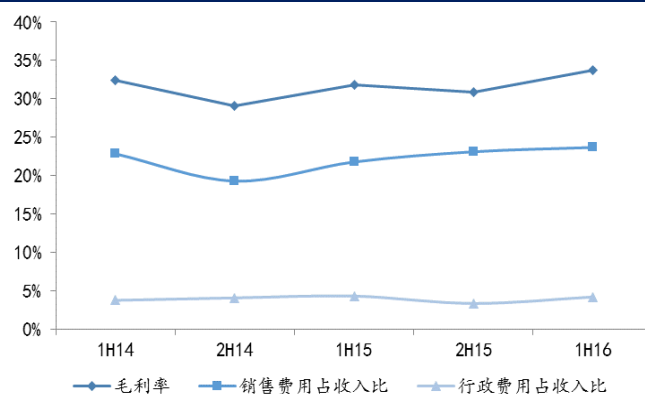
奶粉业务受整个行业竞争加剧影响，加之雅士利品牌奶粉的渠道调整慢于预期，配方注册制度落地推迟的原因使产能调整也有延迟，使雅士利净利润大幅下滑。另外，联营公司现代牧业上半年实现亏损拖累公司净利。提出雅士利和现代牧业的影响，蒙牛上半年净利润同比增长 7%。

图 7、明星产品和机会产品收入占比同比提升 1.5ppts



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 8、整体毛利润率提升, 费用率提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

表 1、公司财务摘要

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	1H16 HoH	1H16 YoY
收入	25,836	24,213	25,564	23,462	27,257	16%	7%
毛利润	8,382	7,052	8,143	7,233	9,181	27%	13%
毛利率	32.4%	29.1%	31.9%	30.8%	33.7%	up2.9ppts	up1.8ppts
销售费用	5,897	4,667	5,565	5,420	6,449	19%	16%
占收入比重	22.8%	19.3%	21.8%	23.1%	23.7%	up0.6ppts	up1.9ppts
行政费用	962	979	1,093	778	1,136	46%	4%
占收入比重	3.7%	4.0%	4.3%	3.3%	4.2%	up0.9ppts	dow n0.1ppts
归属母公司净利润	1,049	1,302	1,339	1,029	1,077	5%	-20%
净利润率	4.1%	5.4%	5.2%	4.4%	4.0%	dow n0.4ppts	dow n1.3ppts

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

我们的观点

公司下半年将在强竞争的市场环境下持续产品升级策, 公司将继续聚焦纯甄等明星产品的市场推广, 酸奶业务与达能合作下将持续创新, 争取更高的市场份额。冰淇淋业务和奶粉业务也将是公司下半年的工作重点, 冰淇淋业务已成功扭转业绩下滑的趋势, 奶粉业务有望在环比上半年转好。受益于原料奶成本仍处于较低水平, 预计公司整体毛利润率仍有保障, 下半年费用将更多转为线上, 投入更加精准, 预计公司下半年盈利性可以维持平稳。

根据 Wind 市场一致预期, 2016 年公司收入预计同比增长 6%, 净利润预计同比增长 7%, 目前公司股价对应 2016/17 年 P/E 为 19x/17x, 建议投资者适当关注。

Q&A

1 没有分配到部门里的费用有 2.7 亿元的下滑, 什么原因导致的?

集团总部的费用和各个品类的分类, 未分配到部门的费用由下滑, 但对总体利润没有任何影响, 随着系统的完善, 大数据的积累, 总部的费用有依据的分配到各个品类, 未来会分配的更佳精细。

2 中粮国企改革对蒙牛的影响, 人事变动下对孙总本人是否有影响?

目前就本人而言没有接到任何通知, 蒙牛管理团队还是一个值得信任的优秀团队。

5 CBU 的调整是否超预期进行?

加强经销商, 目前现有的销售公司 40 多, cbu47 个, 全年是 67 个, 现在 49 个, 是在按计划进行的。

6 常温酸奶的增长和下半年预期?

常温的增长好，特仑苏增长了 11.2%，基础白奶 6.4%，纯甄 70% 的增长，未来的预期还是要加大，目前市占率第三，未来预期还要增加。

7 营销费用的开支及占比

上下半年基本持平，但总的原则会向线上费用，希望和线下的互动联系起来

8 液态奶 8.3% 的增长的细分？量？价？

4% 以上来自于量的增长，一个点是 asp，产品组合带来的也是正面的影响。

9 存货下降，是否是大包粉处理，会计处理方式？

存货有大幅下降，极大部分是原辅料，一个是成品，一个是配件，成品么有大波动，下降主要是大包粉的额下降，一个是正常生产的耗用，比如酸酸乳和乳饮料；另外我们也出售了一部分，是计入利润表的。在分部业绩中的 others 中展现。

10 销售费用中，广告费用和人工，人工的细分？

销售费用增长 2%，大部分增长的广告促销费用，接下来会逐渐加大品牌投入力度，控制销售运作的费用。细分项目占比在公众场合不易发布数字。

11 公司对中国原料奶价格的预测

奶价预计下半年略有下降，但不会有上半年降幅大

12 液态奶费用的下滑

大包粉好用和对外出售，对外出售是有损失的。

13 针对现代牧业上半年的情况，下半年是否有进一步的合作，从股东层面如何帮助他未来的增长

梳理现代牧业的供应，给现代牧业更多的机会，协同会越来越多，行业竞争越来越激烈的情况下，协同路径也会多。目前的原奶收购量，公司已经加大了对现代牧业的收购量，共同找机会对供应商的分析，增加紧密的合作。

风险提示

食品安全；恶劣的市场竞争；超预期的费用支出

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。