

蒙牛乳业 (2319.HK)
推荐
行业：乳品

受益于产品升级，盈利提升空间大

投资要点：

✧ **乳制品行业成长性主要来自产品结构升级。**2014 年前三季度乳制品行业收入 2427.6 亿元，增长 19.2%，行业销量增长 0.1%，收入增长主要来自提价和产品高端化。2015 年行业更多靠销量增长和产品结构升级。目前中国人均饮奶量不足全球水平的 1/3，预计未来行业收入增长保持 10% 左右。

✧ **行业成本端压力减轻，2015 年毛利率将维持高位。**2014 年原奶供应偏紧的形式扭转，国内外原料产量均增长，国内原奶、新西兰进口全脂奶粉价格相比年初高点分别下降 9%、50%，由于进口原料成本低于国内，短期国内原奶上行压力不大，乳制品企业的毛利率将维持高位。

✧ **高毛利明星产品占比提升继续推动蒙牛收入增长和毛利提升。**2013 年蒙牛五大明星产品特仑苏、优益 C、真果粒、冠益乳、未来星收入占比达到 34%，2014 年有望再提升 4 个百分点，纯甄、蒂兰圣雪、香蕉大眼萌快乐牛奶饮品等机会产品和新品高速增长。预计 2014 年特仑苏、优益 C、纯臻收入将分别达到 80 亿元、17 亿元、9 亿元。明星品牌高于整体毛利率 8-10 个百分点。

✧ **与全球领先企业合作打造新产品，提供新增长点。**蒙牛与达能合作整合酸奶业务；与 Arla 爱氏晨曦合作推出进口奶产品，在电商渠道销售，还推出了 Arla 爱氏晨曦的儿童 UHT 奶以及雅士利下全新的婴幼儿奶粉系列；未来将雅士利打造成婴幼儿营养品平台，积极推行会员积分系统，提升服务精准化能力，拓展电商网购业务，开发线上专供产品；在饮料方面，蒙牛联合北美包装食品饮料公司 WhiteWave，计划年底推出植物蛋白饮品。

✧ **行业格局稳定，竞争环境改善，净利润提升空间大。**行业双寡头格局稳定，蒙牛和伊利液态奶份额预计分别为 28.8% 和 28.2%，长期看费用率呈下降趋势。相比双寡头的伊利，蒙牛的促销力度更大，广告费用率更高，管理费用等效率较低，净利率比伊利低 4 个百分点，仅 4%，未来存在较大改善空间。

✧ **我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.05、1.30、1.60 元，对应 PE 分别为 23、19、15 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。**

✧ **风险提示：**原料价格上涨，行业竞争加剧致使费用上升

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	43357	51314	57530	64663
收入同比(%)	20%	18%	12%	12%
归属母公司净利润	1631	2053	2545	3133
净利润同比(%)	30%	26%	24%	23%
毛利率(%)	27.0%	32.4%	33.0%	33.4%
ROE(%)	11.7%	11.8%	12.0%	12.2%
每股收益(元)	0.84	1.05	1.30	1.60
P/E	32.56	23.05	18.62	15.13
P/B	3.46	2.20	1.98	1.78
EV/EBITDA	19.3	13.5	9.2	7.0

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： HKD 37.95

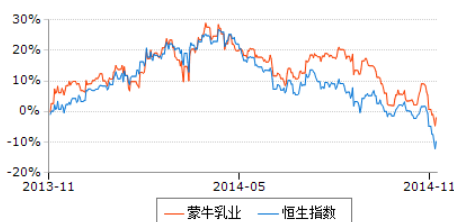
当前股价： HKD 30.60

评级调整： 首次覆盖

基本资料

总股本(百万股)	1958
流通股本(百万股)	1958
总市值(亿港元)	599
流通市值(亿港元)	599
成交量(百万股)	7.93
成交额(百万港元)	241.09

股价表现



相关报告

目 录

一、乳制品行业成长性主要来自结构升级	4
二、2014 年成本端压力减轻，2015 年毛利率将维持高位	5
三、蒙牛乳业竞争力突出，盈利提升空间大	6
1. 液态奶市场份额保持第一	6
2. 高毛利明星产品占比提升继续推动蒙牛收入增长和毛利提升	8
3. 与全球领先企业合作打造新产品，提供新增长点	8
4. 渠道继续精细化	9
5. 行业格局稳定，竞争改善，净利润提升空间大	9
四、盈利预测	10

图目录

图 1 乳制品行业收入（%）	4
图 2 液体乳产量增速（%）	4
图 3 2014 年 2 月以来生鲜乳价格持续下降	5
图 4 近 5 年进口新西兰全脂奶粉价格走势	5
图 5 近 5 年进口新西兰脱脂奶粉价格走势	6
图 6 蒙牛收入连续高增长，液态奶市场份额第一	6
图 7 液体乳市场竞争格局	7
图 8 蒙牛收入结构	7
表 9 蒙牛盈利能力提升空间大	9
图 10 蒙牛历史 PE 波动区间	10
图 11 蒙牛历史 PS 波动区间	10

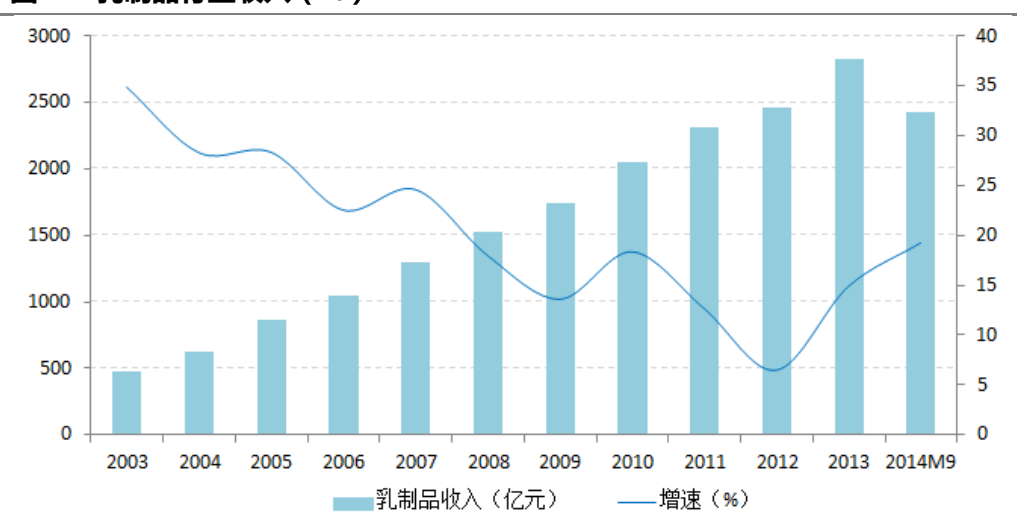
一、乳制品行业成长性主要来自结构升级

2014 年前三季度乳制品行业收入 2427.6 亿元,同比增长 19.2%;利润总额 150.3 亿元,同比增长 27.4%,行业销量增长 0.1%,单价提升 19%。2013 年原料乳成本大幅上涨,企业对产品多次提价,2014 年提价效应下收入增长有所加快,同时行业高端化势头明显。

2015 年行业的增长更多要靠销量的增长和产品结构升级,因 2014 年和 2015 年暂时没有直接提价的动力,2015 年行业收入增速可能会慢于 2014 年。

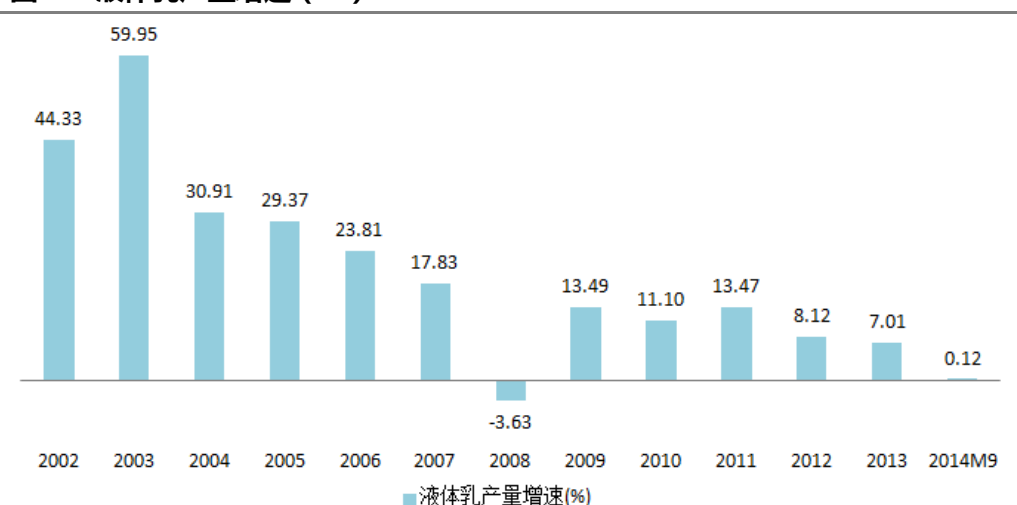
目前中国人均饮奶量不足全球水平的 1/3,加之结构升级,依然有成长空间。预计未来乳制品行业收入增长在 10%左右,到 2016 年规模将达到 4000 亿元以上。

图 1 乳制品行业收入 (%)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 液体乳产量增速 (%)

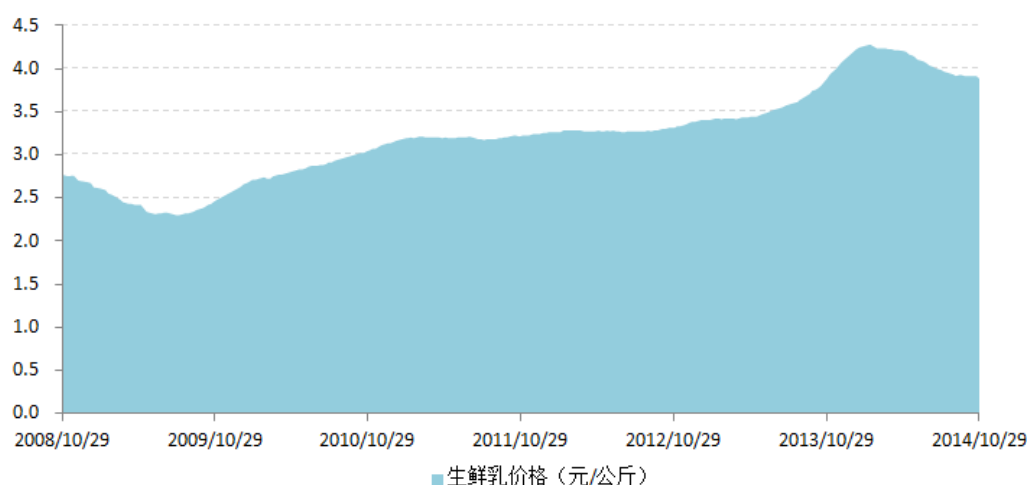


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、2014 年成本端压力减轻，2015 年毛利率将维持高位

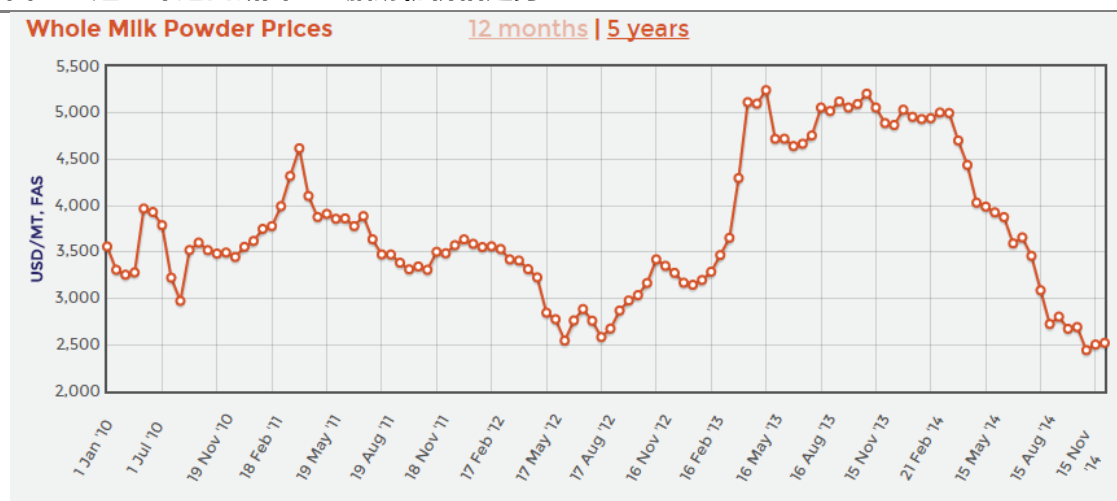
2014 年原奶供应偏紧的形式扭转，国内原奶价格自 2 月开始回落，截止 10 月 29 日价格为 3.88 元/公斤，同比持平，但相比年初高点已下降 9%。今年国内原料价格下降主要两方面原因：一是国内今年冬季较暖，夏季较凉，国内产量比预期要高；二是新西兰产奶旺季产量增长，价格下降，中国奶粉进口量大幅上涨，对国内需求形成了补充，进一步抑制国内价格上涨，新西兰进口全脂奶粉较年初高点降幅已超过 50%。进口奶粉换算为复原乳的成本已远低于国内鲜奶成本，因此短期国内原奶上行压力不大，乳制品企业的毛利率将维持高位。

图 3 2014 年 2 月以来生鲜乳价格持续下降



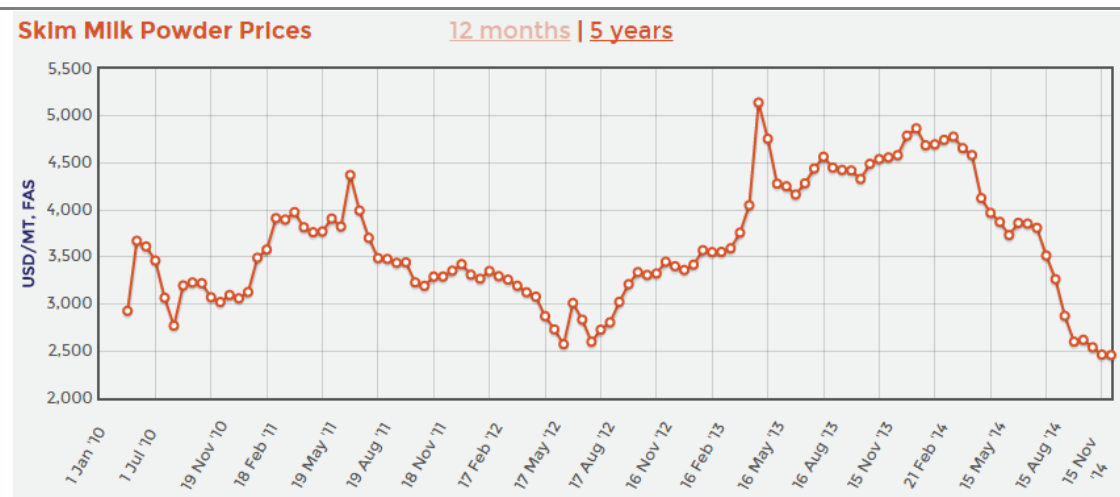
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 近 5 年进口新西兰全脂奶粉价格走势



资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

图 5 近 5 年进口新西兰脱脂奶粉价格走势



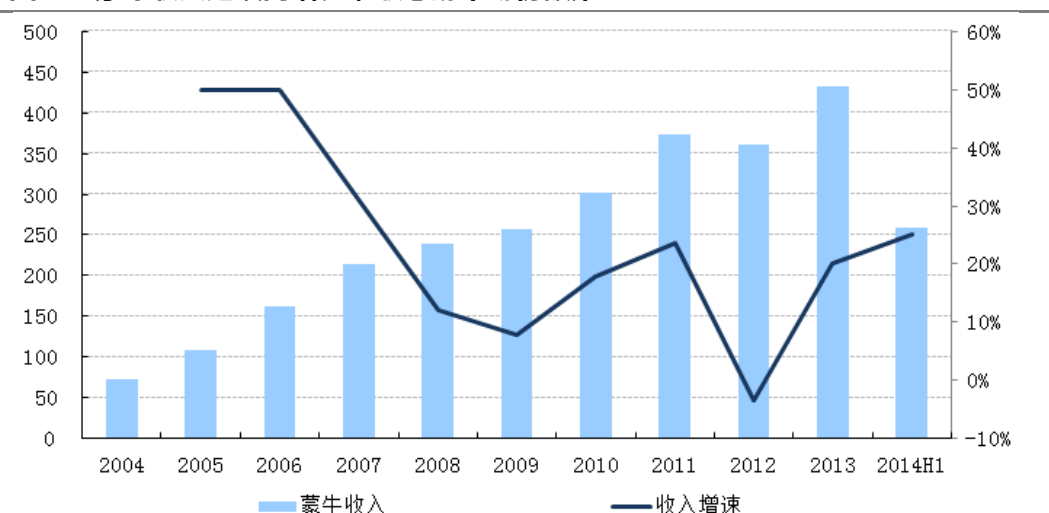
资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

三、蒙牛乳业竞争力突出，盈利提升空间大

1. 液态奶市场份额保持第一

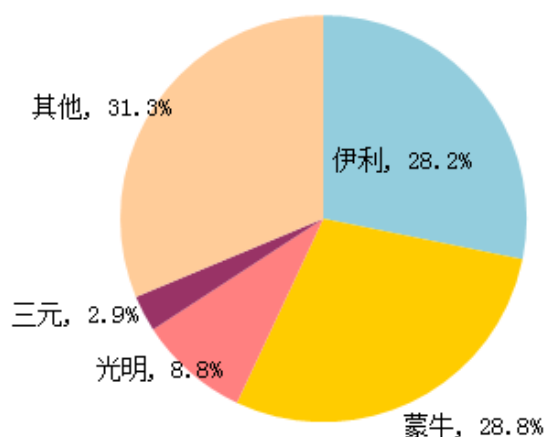
蒙牛乳业收入连续高增长，2014 年上半年按照包含雅士利的可比口径，蒙牛收入增长 13.1%至 258.4 亿元，不含雅士利蒙牛收入增长 17.5%至 242.9 亿元。根据尼尔森数据显示，蒙牛液态奶、常温乳制品及低温乳制品市场份额市场第一，但 2014 年上半年蒙牛液态奶市场占有率下降 0.3 个百分点。预计蒙牛液态奶、奶粉份额分别为 28.8%、6.3%。行业双寡头格局基本稳定。截止 2013 年蒙牛拥有 31 个生产基地，777 万吨产能。

图 6 蒙牛收入连续高增长，液态奶市场份额第一



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

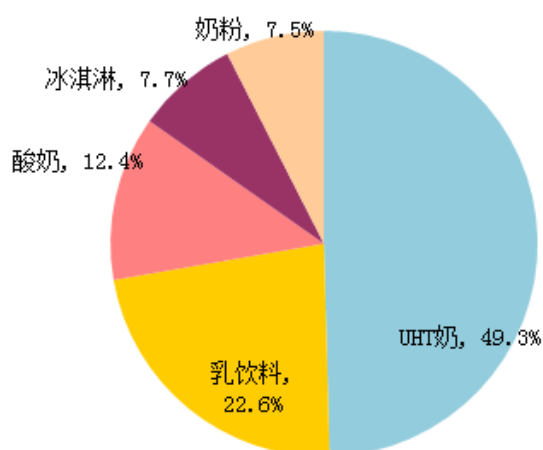
图 7 液体乳市场竞争格局



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2014 年上半年 UHT 奶、乳饮料、酸奶、冰淇淋、奶粉的收入占比分别达到 49%、23%、12%、8%、7%。蒙牛上半年液态奶收入 217.6 亿元 (+19.2%)，其中 UHT 奶收入 127.4 亿元 (+16.4%)，乳饮料收入 58.3 亿元 (+23.1%)，酸奶收入 32.1 亿元 (+23.6%)，冰淇淋收入 19.9 亿元 (+1.7%)，奶粉收入 19.3 亿元 (-24.2%)。子品类中奶粉增长相对较慢，主要是因为上半年行业竞争加剧，外资龙头企业降价并加大促销，目前奶粉企业都在探索 O2O 模式和在电商推出专供高性价比产品的模式。

图 8 蒙牛收入结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 高毛利明星产品占比提升继续推动蒙牛收入增长和毛利提升

乳制品行业产品高端化势头明显,行业有机奶、乳酸菌饮料、常温酸牛奶快速增长。

2012 年蒙牛就开始重塑品牌形象,聚焦明星产品。2014 年蒙牛五大明星产品特仑苏、优益 C、真果粒、冠益乳、未来星收入占比继续提升,纯甄、蒂兰圣雪、香蕉大眼萌快乐牛奶饮品等机会产品和新品高速增长。预计 2013 年蒙牛五大明星产品同比增长 34%,占液态奶比重亦提高 5 个百分点至 34%,预计 2014 年将再提升 4 个百分点。

最大单品特仑苏 2013 年收入同比增长 35%达到 67 亿元,占公司总收入约 16%,预计 2014 年增长 20%至 80 亿元;

优益 C 在 2013 年同比增长 90%以上达到 10 亿元销售额,预计 2014 年将增长 70%至 17 亿元;

纯甄预计今年销售 9 亿元,2015 年预计将销售 20 亿元,目前在全国一二线城市已经铺货,明年将继续渠道下沉;

明星品牌高于整体毛利率 8-10 个百分点,高毛利明星产品的高增长是其收入增长和盈利提升最主要的来源。预计公司暂时不会再兴建厂房,未来将聚焦产品建设和品牌打造,产品创新方面将继续发展高附加值产品。

3. 与全球领先企业合作打造新产品,提供新增长点

在酸奶方面,达能成为蒙牛第二大战略股东后,整合双方在中国的低温业务,蒙牛力推三大高毛利品牌,优益 C、冠益乳、达能碧悠,双方还携手开展效率提升项目,使蒙牛运营效率达到世界领先水平,有助于提升蒙牛的研发的产品品质。

在进口奶方面,蒙牛与 Arla 爱氏晨曦合作,成为其在中国的独家经销商,引入其奶酪和黄油产品,推出了有机全脂牛奶、低脂牛奶和脱脂牛奶,在天猫销售,拓展电商渠道;还推出了 Arla 爱氏晨曦的儿童 UHT 奶,Arla 爱氏晨曦将与雅士利合作推出全新的婴幼儿奶粉系列,以 Arla 爱氏晨曦品牌为雅士利旗下施恩品牌的高端系列美儿乐背书,推出阿拉美儿乐,与年底以原装进口形式引入中国。

在奶粉方面,将雅士利打造成婴幼儿营养品平台,变革营销模式,积极推行会员积分系统,以期借助技术和平台支持,增加与消费者互动机会,提升服务精准化能力,巩固市场地位。积极开拓梳理渠道,加强母婴渠道网点开发,提高该渠道占有率,还成立了电商团队拓展电商网购业务,对电商渠道开发线上专供产品,打造新增长点。蒙牛管理层进驻雅士利后开始改善雅士利管理水平,提升雅士利品牌影响力,重新定位施恩品牌奶粉并使用欧洲奶源,初期先通过相对独立的平台开发,未来奶粉包括欧氏蒙牛、雅士利、施恩三个独立的事业部分别运作不同定位的产品。

在饮料方面,蒙牛已经联同北美包装食品饮料公司 WhiteWave,计划年底推出植物蛋白饮品,填补国内高端植物蛋白饮品市场空白,丰富公司产品线。

4. 渠道继续精细化

渠道上公司缩短了渠道层级，实施渠道扁平化。2014 年公司继续推进和完善核心业务单元 CBU、区域业务单元 RBU 及直销的销售模式，通过增加销售人员加强终端管理，提升渠道和终端掌控力；部分销售大区通过细化区域，强化市场覆盖深度和广度，提升三四线市场的销量；整合分公司，提升一二线市场的利润及终端服务能力。

在现代渠道组成三级 KA 服务推断，提升服务水平和执行效率，实现销售管理的精细化、数据化。

拓展餐饮及特殊渠道，开展电商业务，产品已经覆盖主流电商平台，有助于实现精准营销，降低营销成本。

目前蒙牛终端渠道已由 2012 年的 120 万个上升到 2014 年的 200 万个。

5. 行业格局稳定，竞争改善，净利润提升空间大

2014 年蒙牛针对市场竞争加大销售渠道投入，销售及经销费用率上升。公司考虑媒体发展趋势及目标群媒介习惯，加强数码媒体投入及线下市场活动投入，运用移动互联网及社交化媒体，广告及宣传费用率上升。同时年初对全年销售形势抱乐观预期，渠道铺货较多，库存压力上升，后期进行了大量促销，预计未来销售费用率将平稳下降。

长期来看，行业销量增长放缓，提高盈利能力已成为双寡头的共识，我们认为 2014 年蒙牛费用率的提升是暂时的，未来费用率将维持下降趋势，同时将更关注消费者互动，通过数字媒体实现精准营销。

相比双寡头的伊利，蒙牛的促销力度更大，广告费用率更高，管理费用等效率更低，因此净利率比伊利低 4 个百分点，未来存在较大改善空间。

表 9 蒙牛盈利能力提升空间大

	蒙牛	伊利
毛利率	32.40%	33.57%
销售费用率	22.80%	19.01%
广告宣传费用率	11.10%	10.5%
行政及其他经营费用	5.90%	5.40%
净利率	4.06%	8.40%

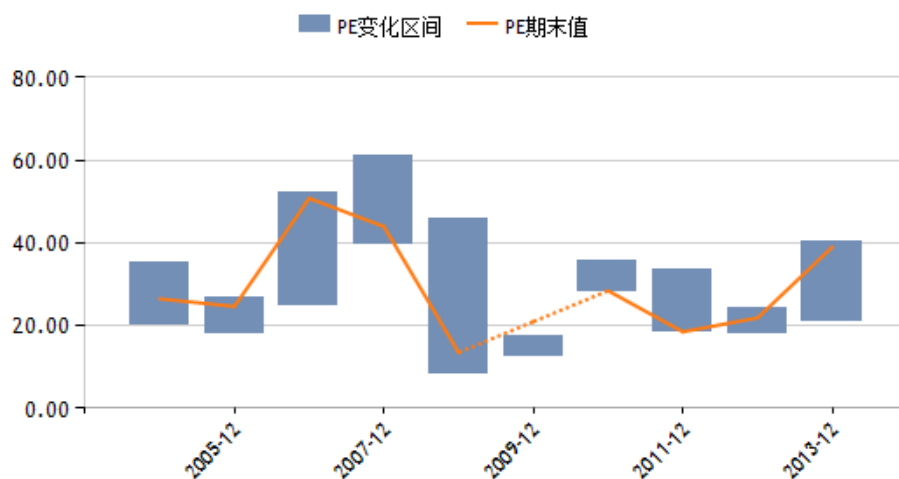
资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

四、盈利预测

公司的增长来自于：1.乳制品行业继续增长；2.高附加值产品继续提升和原奶供应缓解后，毛利率提升；3.竞争环境改善后费用率的下降；4.参与行业的整合。

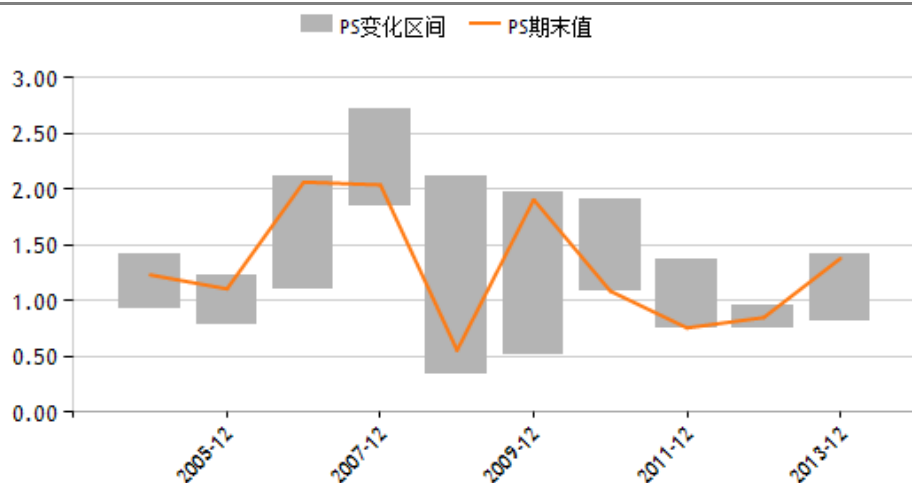
我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.05、1.30、1.60 元，对应 PE 分别为 23、19、15 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图 10 蒙牛历史 PE 波动区间



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 11 蒙牛历史 PS 波动区间



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、海天味业、洋河股份、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你、蒙牛乳业

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434