



中信证券研究部



薛缘
首席食品饮料
分析师
S1010514080007

核心观点

本文从行业趋势、渠道情况以及品牌规划三个方向解答市场近期的顾虑与困惑。在奶粉行业集中度提升背景下，我们看好飞鹤奶粉行业绝对龙头地位，综合实力不断巩固&品牌策略升级，预计未来3年业绩确定性高、市占率有望提升至30-40%。上调1年期目标价至24元，维持“买入”评级。

问一：奶粉行业情况及未来趋势如何看？ 2016年之前，奶粉行业内外资品牌交替领先；2016-2018年注册制下杂牌清退，国内/国外龙头品牌抢占份额，市占率均有提升；2019年后龙头品牌间竞争加剧，优秀龙头企业（飞鹤君乐宝/A2）持续抢占其他内/外资品牌份额。2020年疫情加速行业分化趋势。①国内品牌：2020年7-8月，我们估算飞鹤线下渠道市占率达到18%左右、同增约5Pcts；君乐宝市占率提升约3Pcts至7-8%；澳优同比微增；合生元/伊利市占率同比下降。②外资品牌：根据各公司三季报，除A2线下渠道市占率保持增长外，其他外资品牌市占率延续下滑趋势。惠氏婴儿配方奶粉市占率持续萎缩、幅度略有缓和；达能因疫情及高基数影响市占率双位数同比下滑；美赞臣依靠线上发力基本维持市占率水平；雅培在Q3季报中指出销售面临挑战，拖累东南亚大区增长。

问二：疫情&抢份额背景下，飞鹤如何保持渠道秩序？ 在疫情中，飞鹤管理层、销售团队和渠道快速协同、收放自如，实现市占率加速提升，展现了公司综合实力。①以价格管控为核心确保渠道利润：公司充分发挥审计/销售团队人员、信息化系统的作用，严密监控渠道货品流转，确保渠道健康、价盘稳定。2020Q1在行业库存高位的情况下，公司先于行业发现问题，率先引导去库存；对于部分北方市场零售价偏低的情况，公司直面问题积极应对，与经销商、门店充分沟通，采取“控盘分利”的手段，确保地区价盘稳定，效果显著。②随时应变&敢于扩张：疫情凸显了公司团队的快速反应能力和冲劲，线上/线下渠道营销均领先行业。春节因疫情居家期间，在行业中率先推出线上直播，通过导购员确保最后一公里配送；2020Q2，随着疫情恢复，公司带头在线下组织母婴渠道活动，帮助自身动销的同时，支持线下渠道恢复，受到渠道广泛认可。疫情考验下，公司抓住机遇快速发展的同时，还不断地发现自身问题、解决问题，动态调整并升级渠道体系，销售靓丽的同时价盘稳定，展现了极强的综合实力。

问三：基于当前行业发展趋势，公司未来品牌规划及打法？ 在行业集中度提升&高端化背景下，公司会逐步从“一点突破”向“多点开花”推动，在主打星飞帆的同时，全力推动臻稚有机和高端产品的销售（截至2020H1，公司星飞帆/臻稚有机/高端奶粉占比约为54%/6%/17%）。①星飞帆产品于2020年5月换装升级，新产品升级了OPO等营养素实现更亲和母乳的配方，持续提升产品口碑；②臻稚有机产品重要性提升，于2020年10月23日迎来代言人吴京，将与星飞帆形成超高端、双主打产品搭配；③2020年，公司主动挖掘高端产品发展潜力，上半年高端产品实现收入同比增长73%，预计下半年会维持上半年的高增长趋势。高端产品的发展一方面给公司未来增长带来补充，另一方面高端价格带产品为超高端价盘稳定起到支撑作用，满足部分渠道门店对于高毛利单品的需求。

风险因素： 食品安全风险；行业竞争加剧；新市场&新产品开拓不及预期。

中国飞鹤	06186.HK
评级	买入（维持）
当前价	12.38 港元
目标价	24 港元
总股本	8,933 百万股
港股流通股本	8,933 百万股
近12月绝对涨幅	65.07%

■ **投资建议：**在奶粉行业集中度提升背景下，我们看好飞鹤奶粉行业绝对龙头地位，综合实力不断巩固&品牌策略升级，预计未来3年业绩确定性高、市占率望提升至30-40%。维持2020/2021/2022年EPS预测至0.65/0.82/0.99元，上调1年期目标价至24港元、对应2021年26倍PE，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入(百万元)	10,392	13,722	19,245	24,074	28,781
主营业务收入增长率		32.04%	40.25%	25.09%	19.55%
净利润(百万元)	2,242	3,935	5,836	7,365	8,839
净利润增长率		75.47%	48.34%	26.20%	20.00%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.25	0.44	0.65	0.82	0.99
PE	74	42	25	20	17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年10月23日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,948	14,698	20,631	25,460	30,168
营业成本	(3,373)	(4,112)	(5,657)	(6,818)	(8,197)
毛利率	69.19%	72.02%	72.58%	73.22%	72.83%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(3,661)	(3,848)	(5,042)	(6,307)	(7,310)
营业费用率	33.44%	26.18%	24.44%	24.77%	24.23%
管理费用	(580)	(913)	(1,309)	(1,613)	(1,871)
管理费用率	5.30%	6.21%	6.34%	6.34%	6.20%
财务费用	(59)	(73)	(114)	(37)	(9)
财务费用率	0.54%	0.49%	0.55%	0.14%	0.03%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
营业利润率	29.13%	38.66%	40.24%	41.15%	41.68%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
所得税	(946)	(1,748)	(2,466)	(3,112)	(3,734)
所得税率	29.68%	30.76%	29.70%	29.70%	29.70%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2,242	3,935	5,836	7,365	8,839
净利率	20.48%	26.77%	28.29%	28.93%	29.30%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
所得税支出	-946	-1,748	-2,466	-3,112	-3,734
折旧和摊销	95	95	492	539	560
营运资金的变化	749	401	-385	41	13
其他经营现金流	865	-764	-114	-37	-9
经营现金流合计	3,952	3,667	5,830	7,909	9,403
资本支出	-1,130	-1,130	-1,500	-1,000	-500
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,142	-220	0	0	0
投资现金流合计	-3,272	-1,350	-1,500	-1,000	-500
发行股票	0	0	6,635	0	0
负债变化	691	1,340	-2,594	150	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,200	4,747	114	37	9
融资现金流合计	-509	6,087	4,154	187	9
现金及现金等价物净增加额	170	8,404	8,484	7,096	8,911

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,641	7,377	15,862	22,957	31,868
存货	660	686	1,131	1,279	1,515
应收账款	513	314	441	552	659
其他流动资产	2,481	8,911	8,911	8,911	8,911
流动资产	7,295	17,289	26,344	33,698	42,953
固定资产	2,555	3,971	4,979	5,440	5,380
长期股权投资	143	143	143	143	143
其他长期资产	1,865	1,601	1,601	1,601	1,601
非流动资产	4,563	5,715	6,723	7,184	7,124
资产总计	11,857	23,004	33,068	40,881	50,077
短期借款	1,083	3,094	0	0	0
应付账款	833	1,042	1,397	1,684	2,025
其他流动负债	2,944	3,303	3,118	3,118	3,118
流动负债	4,860	7,439	4,515	4,802	5,143
长期借款	657	1,716	2,216	2,366	2,366
其他长期负债	552	820	820	820	820
非流动性负债	1,210	2,536	3,036	3,186	3,186
负债合计	6,070	9,974	7,551	7,988	8,329
股本	5,787	13,030	25,501	32,866	41,705
股东权益合计	5,787	13,030	25,501	32,866	41,705
负债股东权益总计	11,857	23,004	33,068	40,881	50,077

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	74.05%	34.26%	40.36%	23.41%	18.49%
营业利润增长率	93.12%	78.22%	46.10%	26.20%	20.00%
净利润增长率	93.26%	75.47%	48.34%	26.20%	20.00%
毛利率	69.19%	72.02%	72.58%	73.22%	72.83%
EBITDA Margin	32.17%	42.64%	46.29%	45.91%	45.66%
净利率	20.48%	26.77%	28.29%	28.93%	29.30%
净资产收益率	38.74%	30.20%	22.89%	22.41%	21.19%
总资产收益率	18.91%	17.10%	17.66%	18.03%	17.67%
资产负债率	51.19%	43.36%	22.84%	19.54%	16.63%
所得税率	29.68%	30.76%	29.70%	29.70%	29.70%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。