

中国飞鹤 (06186.HK)

高品质、快增长的国产奶粉龙头

国产奶粉龙头企业，收入利润增长迅猛，毛利率优于同行。飞鹤生产基地位于黑龙江，为中国最早的奶粉生产企业之一。据弗若斯特沙利文数据，2018公司零售销售额的市场份额在国内品牌中排名第一，达15.6%。公司2016-2018年营收及利润持续高速增长，营业收入年复合增速67.05%；归母净利润年复合增速131.87%，在同行中名列前茅。2019上半年，公司综合毛利率达到68.98%，位于行业头部。

行业高端化趋势显著，国产品牌时代开启。随着二胎红利消退及生育率下降，国内婴幼儿配方奶粉市场进入存量阶段，但高端及超高端产品市场体量增速显著高于行业整体增速，行业转型升级趋势明显。同时国家政策大力支持国产头部品牌发展，2018年奶粉产品配方注册制实施，2019年5月发改委制定《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，飞鹤作为国产龙头企业，2018在国产高端婴幼儿奶粉市场占比达24.7%，在此趋势下市占率有望进一步提升。

高品质+强销售打造爆款产品。飞鹤“星飞帆”系列产品2018年销售额达到51.1亿元，同比增长108%，该款产品成功得益于公司的强力销售网络和营销。公司销售网络覆盖全国，截止2019年6月已有1800余家经销及零售商，10.9万个销售终端；线上大电商平台也拥有较高曝光率，微信社区会员数量超700万人。公司“适合中国宝宝体质”的特色配方及“28日直供”的高效供应链已成为产品高质量代名词，深入消费者心中。

多元化布局创造销售新增量。除传统婴幼儿配方奶粉业务，公司也在不断寻求业务多元化。公司已推出“臻稚有机”系列产品进军超高端有机奶粉市场，2018年该产品市占率达到9.1%。针对羊奶粉市场，公司已在国内及加拿大投建4万吨产能，预计2020年初投产。公司还收购了美国营养品零售商vitamin world，积极布局营养品业务。

盈利预测：我们预测公司2019-2021的营业收入为132.7/160.7/191.0亿元，同比增长27.7%/21.2%/18.8%，归母净利润为32.1/41.1/50.7亿元，同比增长43.2%/27.9%/23.3%。公司首发价格为7.5港元/股(对应20年PE 14.7倍)。考虑到公司行业龙头地位，收入及业绩增速对比同业较快，我们认为2020年公司合理市值为822亿港元(9.2港元/股)，对应18倍2020年P/E。

风险提示：高端婴幼儿配方奶粉业务增长不达预期风险、食品安全风险、新生儿人口进一步下降风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,887	10,392	13,266	16,073	19,095
增长率 yoy (%)	58.1	76.5	27.7	21.2	18.8
归母净利润(百万元)	1,160	2,242	3,212	4,108	5,065
增长率 yoy (%)	178.2	93.3	43.24	27.92	23.29
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.25	0.36	0.46	0.57
净资产收益率(%)	38.9	47.8	32.3	25.4	24.4
P/E(倍)	51.7	26.8	18.7	14.6	11.9
P/B(倍)	16.7	10.4	4.3	3.3	2.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

股票信息

行业	海外
发行价格	7.50
合理估值	9.20

发行数据

总股本(万股)	893,400
发行数量(万股)	89,340
网下发行(万股)	80,406
网上发行(万股)	8,934
保荐机构	摩根史丹利、招商证券国际、建银国际
发行日期	2019/11/13
发行方式	-

作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

股东信息

冷友斌	49.90%
摩根士丹利	18.59%
刘华	10.45%
刘圣慧	9.11%



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,423	7,295	14,103	21,104	22,804
现金	2,771	3,641	10,636	16,791	18,630
应收账款	175	513	365	699	565
其他应收款	2	1	3	2	4
预付账款	253	567	480	789	719
存货	395	660	706	911	974
其他流动资产	826	1,913	1,913	1,913	1,913
非流动资产	2,591	4,563	5,358	6,077	6,838
长期投资	143	144	192	209	231
固定投资	1,643	3,009	3,743	4,436	5,168
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	805	1,409	1,422	1,432	1,439
资产总计	7,014	11,857	19,461	27,182	29,642
流动负债	3,089	4,860	3,261	6,911	4,358
短期借款	903	1,083	840	942	955
应付账款	514	833	532	1,383	769
其他流动负债	1,672	2,944	1,889	4,586	2,633
非流动负债	339	1,210	1,197	1,160	1,109
长期借款	64	657	645	607	556
其他非流动负债	275	552	552	552	552
负债合计	3,429	6,070	4,458	8,071	5,466
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
资本公积	703	710	6,713	6,713	6,713
留存收益	2,881	5,123	8,335	12,443	17,508
归属母公司股东收益	3,585	5,787	15,002	19,111	24,176
负债和股东权益	7,014	11,857	19,461	27,182	29,642

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2,206	3,121	2,044	6,909	2,750
净利润	1,160	2,242	3,212	4,108	5,065
折旧摊销	96	95	101	126	151
财务费用	21	59	30	-9	-19
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	727	552	-1,298	2,684	-2,447
其他经营现金流	201	173	-0	-0	-0
投资活动净现金流	-1,680	-3,272	-896	-845	-911
资本支出	-408	-1,130	-747	-703	-738
长期投资	0	0	-48	-29	-22
其他投资现金流	-1,272	-2,142	-101	-113	-151
筹资活动净现金流	222	-509	5,847	92	-0
短期借款	369	180	-243	102	13
长期借款	64	593	-12	-38	-51
普通股增加	0	0	-0	0	0
资本公积增加	16	6	6,003	0	0
其他筹资现金流	-227	-1,289	99	28	38
现金净增加额	748	-660	6,995	6,156	1,838

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,887	10,392	13,266	16,073	19,095
营业成本	2,097	3,373	4,369	5,172	6,028
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2,139	3,661	4,245	4,983	5,728
管理费用	361	580	690	804	955
财务费用	21	59	30	-9	-19
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,269	2,719	3,932	5,125	6,403
营业外收入	403	556	720	802	884
营业外支出	21	86	86	86	86
利润总额	1,651	3,189	4,566	5,841	7,201
所得税	491	946	1,354	1,732	2,136
净利润	1,160	2,242	3,212	4,108	5,065
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,160	2,242	3,212	4,108	5,065
EBITDA	1,779	3,351	4,700	5,972	7,345
EPS (元/股)	0.13	0.25	0.36	0.46	0.57

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	58.1	76.5	27.7	21.2	18.8
营业利润 (%)	212.0	114.2	44.6	30.3	24.9
归属母公司净利润 (%)	178.2	93.3	43.2	27.9	23.3
盈利能力					
毛利率 (%)	64.4	67.5	67.1	67.8	68.4
净利率 (%)	19.7	21.6	24.2	25.6	26.5
ROE (%)	38.9	47.8	32.3	25.4	24.4
ROIC (%)	25.7	29.7	20.3	20.5	20.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.9	51.2	22.9	29.7	18.4
净负债比率 (%)	-50.3	-32.8	-63.9	-82.9	-72.8
流动比率	1.4	1.5	4.3	3.1	5.2
速动比率	1.3	1.4	4.1	2.9	5.0
营运能力					
总资产周转率	1.01	1.10	0.85	0.69	0.67
应收账款周转率	44.0	30.2	30.2	30.2	30.2
应付账款周转率	4.8	5.0	6.4	5.4	5.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.25	0.36	0.46	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	0.27	0.23	0.77	0.31
每股净资产 (最新摊薄)	0.40	0.65	1.58	2.04	2.61
估值指标 (倍)					
P/E	51.7	26.8	18.7	14.6	11.9
P/B	16.7	10.4	4.3	3.3	2.6
EV/EBITDA	36.2	19.1	12.1	8.5	6.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 国产奶粉龙头企业，收入利润增长迅猛	5
1.1 国产奶粉龙头，曾为首家赴美上市乳企	5
1.2 营收利润高速增长，毛利率领先同行	8
2. 行业高端化趋势显著，国产品牌时代开启	9
2.1 婴幼儿奶粉市场进入存量市场阶段	9
2.2 行业转型升级趋势明显，国产品牌集中度不断提升	11
2.3 低线市场及电商平台为国产品牌有利阵地	14
2.3.1 注册制提升大品牌能见度，释放三四线市场份额	14
2.3.2 电商法约束外资奶粉跨境交易	17
3. 高品质+强销售打造爆款产品，多元化布局创造销售新增量	17
3.1 依托广泛的销售渠道实现收入高增长	17
3.1.1 线下把握市场趋势，建立强力经销商网络	18
3.1.2 线上领衔国产品牌榜单，打造高粘性微信社群	21
3.2 高品质配方+28日直供打造超高端爆款产品	22
3.3 布局有机奶、羊奶粉及营养品三大优质赛道	24
4. 盈利预测及估值分析	26
4.1 盈利预测	26
4.1.1 收入预测关键假设	26
4.1.2 成本及费用假设	27
4.2 估值分析	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 1: 公司产品矩阵	6
图表 4: 公司上市募集资金用途	7
图表 4: 公司董事会及高管人员名单	7
图表 5: 公司 2016-2019H 主营业务收入及其增速	8
图表 6: 公司 2016-2019H 归母净利润及其增速	8
图表 7: 公司主营业务增速在同业中名列前茅	8
图表 8: 公司归母净利润(亿元)在同业中名列前茅	8
图表 9: 超高端星飞帆主营业务收入及增速	9
图表 10: 公司各产品系列 2019H 营业收入占比	9
图表 11: 国内婴幼儿配方奶粉市场零售规模及增速	10
图表 12: 我国每年出生人数及增长率	10
图表 13: 我国 2000-2018 年出生率	10
图表 14: 我国适龄生育女性人数及占女性总人数比	11
图表 15: 中国母乳喂养率	11
图表 16: 中国及世界其他国家母乳喂养率对比	11
图表 25: 国内超高端、高端及普通奶粉产品零售额占比	12
图表 26: 国内超高端、高端及普通奶粉产品零售额(亿元)	12
图表 31: 鼓励奶粉行业兼并重组及转型升级的政策清单	12
图表 32: 国内婴幼儿奶粉市场国产奶粉品牌市场集中度	13

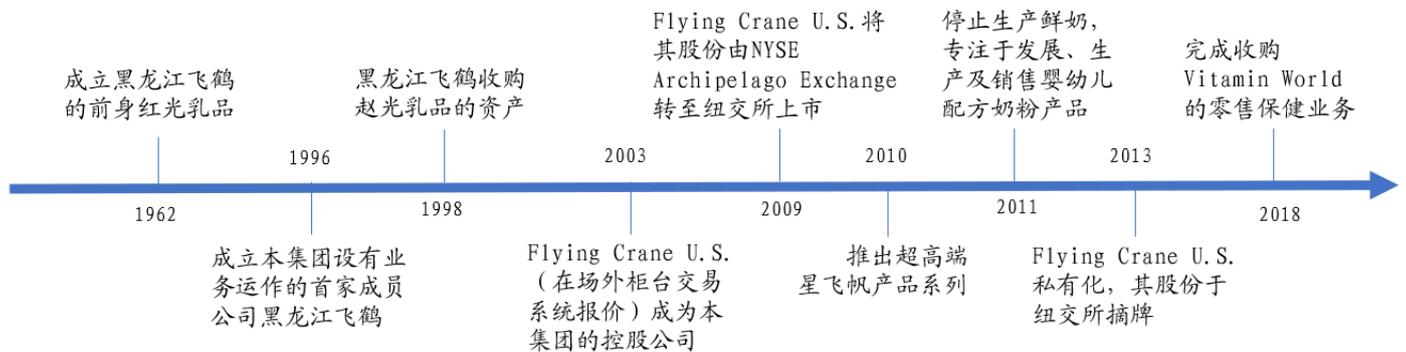
图表 27: 各品牌超高端产品及价格.....	13
图表 28: 各品牌高端产品及价格.....	14
图表 17: 2018 年国内 CR10 中外资与国产品牌占比 (以市占率算).....	14
图表 18: 2018 年国内奶粉市场 CR10 品牌及市占率.....	15
图表 19: 婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法主要条款.....	15
图表 20: 注册制是时候 70%以上的配方系列将被过滤.....	16
图表 21: 截止 2019 年 6 月 30 各龙头奶粉企业已通过注册配方系列数.....	16
图表 22: 各城市能级对于国产及进口品牌的偏好占比.....	16
图表 23: 2018 年注册制颁布后国产品牌市场份额及销售额增速提升.....	16
图表 24: 2017 年下半年天猫婴幼儿配方奶粉进口品牌跨境与内贸销售份额.....	17
图表 31: 公司各销售渠道销售额占比.....	18
图表 32: 公司各销售渠道毛利率.....	18
图表 34: 公司经销商、零售商销售额及线下销售增速.....	18
图表 35: 公司线下零售终端数量及增速.....	18
图表 33: 截止 2019 年上半年公司经销商数目分布.....	19
图表 35: 公司经销商数量变动情况.....	19
图表 35: 公司针对经销商制定的具体管理措施.....	20
图表 37: 奶粉行业中母婴店销售额占比持续提升.....	20
图表 38: 母婴店销售额主要来自于三四线城市.....	20
图表 39: 飞鹤品牌代言人章子怡.....	21
图表 40: 飞鹤面对面活动现场.....	21
图表 43: 公司线上销售额及增速.....	21
图表 44: 2018 淘系婴幼儿奶粉国产品牌榜单.....	21
图表 45: 线上婴幼儿奶粉品牌销售额市占率 TOP10.....	22
图表 45: 公司 2019H 线上销售收入分布.....	22
图表 46: 公司微信社群的“星妈课堂”功能及会员微信群截图.....	22
图表 36: 鲜奶主要成分及标准.....	23
图表 37: 鲜奶与进口奶粉原材料区别.....	23
图表 49: “星飞帆”以 28 日直供及“适合中国宝宝体质”成热销产品.....	24
图表 50: 公司奶粉加工厂与牧场毗邻, 2 小时产品即可加工出厂.....	24
图表 48: 有机食品为食品安全最高标准.....	24
图表 49: 中国有机奶粉市场销售额.....	25
图表 50: 公司“臻稚有机”系列产品销售额及增速.....	25
图表 34: 国内羊奶粉市场零售额及增速.....	25
图表 35: 国内羊奶粉进口量及增速.....	25
图表 53: 美国 Vitamin world 门店图.....	26
图表 54: Vitaminworld 主打产品之一亚马逊莓胶.....	26
图表 55: 公司主营业务收入预测.....	27
图表 56: 公司毛利率预测.....	27
图表 57: 公司销售及管理费用预测.....	28
图表 54: 奶粉同业及消费品龙头企业盈利预测.....	28

1. 国产奶粉龙头企业，收入利润增长迅猛

1.1 国产奶粉龙头，曾为首家赴美上市乳企

国内婴幼儿奶粉龙头品牌。飞鹤为中国最早的奶粉生产企业之一，总部位于北京，前身为1962年成立的国有奶企红光乳品厂。经过数十年发展，公司已经成为国内婴幼儿配方奶粉龙头公司。公司2018年营业收入突破100亿元，据弗若斯特沙利文数据，公司零售销售额的市场份额在国内品牌中排名第一，达15.6%。公司已推出“星飞帆”“飞帆”“臻稚有机”等婴幼儿配方奶粉产品系列，通过全国1800多名线下客户及10.9万个零售网点进行销售。截至2019年6月30日，集团拥有5家奶粉生产及包装厂房，包括克东厂房、甘南厂房、龙江厂房、飞鹤镇赉厂房及拜泉厂房。除飞鹤镇赉厂房位于吉林省外，公司所有生产设施均位于黑龙江省。

图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

曾为中国首家赴美上市的奶粉企业。飞鹤乳业曾于2003年登陆美国场外柜台交易系统，2005年4月转至美国纳斯达克上市，2009年于纽交所挂牌，为中国第一家在美国上市的乳品企业。后由于经历美国中概股做空潮，中概股市值整体大幅缩水，在公司经营和股价长期不成正比的情况下，公司选择于2013年6月完成私有化后退市。退市时公司股价为7.4美元/股，以2012年的每股收益0.91美元计算，退市时公司PE为8.1倍。2017年，公司也曾向港交所递交上市申请，但因收购美国营养品公司美维仕而暂缓上市计划。

公司主要产品为婴幼儿配方奶粉，也生产少量其它品类乳产品及营养品。公司的婴幼儿配方奶粉产品分类为两大产品类别：高端婴幼儿配方奶粉及普通婴幼儿配方奶粉。高端婴幼儿配方奶粉包括“超高端星飞帆”、“超高端臻稚有机”及其他高端产品系列，其中以“星飞帆”系列最为消费者熟知，为超高端奶粉市场的明星产品；普通婴幼儿配方奶粉产品则包括“星阶优护”、“飞帆”等系列，针对较为注重价格的客户群。公司也销售成人奶粉、液态奶产品、羊奶婴幼儿配方奶粉及豆粉等。针对营养品业务，公司于2018年初收购VitaminWorld的零售保健业务，计划与奶粉业务协同发展。

图表 2: 公司产品矩阵

产品系列					
产品系列	超高端星飞帆	超高端臻雅有机	高端臻爱倍护	臻爱飞帆	精粹益加
产品定位	尽可能接近中国妈妈母乳成分	使用有机原料提供有机、新鲜的婴幼儿配方奶粉	促进婴幼儿免疫系统发育	为母婴掉销售渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育	为母婴掉销售渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育
售价(元/公斤)	440-525.7	511-583	331-376	372-422	372-422

普通系列

产品系列			
产品系列	星阶优护	飞帆	贝迪奇
产品定位	提供不同发育阶段所需营养	提供有助婴幼儿身体及打闹发育的营养	发展母婴专卖店销售渠道, 提供有益婴幼儿身体及大脑发育的营养
售价(元/公斤)	308-342	220-264	183-217

营养品系列

产品系列			
产品系列	儿童	女士	男士
产品定位	美味维生素及矿物质要素	高效日服复合维生素	高效日服复合维生素
产品描述	提供15中必须营养素的天然口味软糖, 适合两岁及以上儿童	含有胶原蛋白、生物素及其他营养素, 维护皮肤弹性及头发与指甲的健康, 含有钙及维生素D以维护骨骼健康, 含有针对生殖健康的也算及抗氧化剂混合物	专为男士整体健康而设计的含有超过50种维生素、矿物质及营养成分, 含有超强氨基及生物活性混合物

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

上市募集资金主要用于偿还离岸债务以及业务发展。根据招股书, 飞鹤此次拟发行约 8.93 亿股, 发售价 7.5 港元/股, 募资总规模约 67 亿港元。募资所得款项净额约 40%或用于偿还离岸债务, 约 20%将用于潜在并购机会, 约 10%用于金斯顿厂房建设, 约 10%用于海外婴幼儿配方奶粉及营养补充品研发活动, 其余用于 Vitamin World USA 业务扩张以及运营资金等。

图表 3: 公司上市募集资金用途

募资用途	金额占比
偿还离岸债务	约 40.0%
用于潜在并购机会	约 20.0%
金斯顿厂房营运提供资金	约 10.0%
海外婴幼儿配方奶粉及营养补充品研发活动	约 10.0%
Vitamin World USA 的业务扩张提供资金	约 5.0%
营销工作	约 5.0%
营运资金及一般企业用途	约 10.0%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司董事长冷友斌先生为实际控制人。公司股权相对集中。上市之后, 公司的实际控制人公司董事长冷友斌先生, 通过控股公司及信托基金持股的方式共持有公司 49.9% 的股权。公司首席财务官刘华及财务副总裁刘圣慧先生分别拥有公司 10.45% 及 9.11% 的股权, 公司联席保荐人之一摩根士丹利也持有公司 18.59% 的股权。

图表 4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 公司董事会及高管人员名单

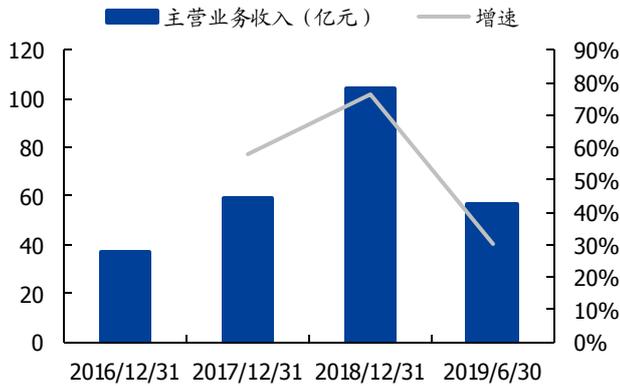
姓名	年龄	职位	委任日期	职责
冷友斌先生	50	执行董事、董事长、首席执行官	2013/01	负责本集团的整体发展策略及业务计划
刘华先生	46	执行董事、副董事长、首席财务官	2013/06	负责本集团的审核、会计及财务管理
蔡方良先生	50	执行董事、总裁	2013/06	负责本集团的整体管理及业务发展
刘圣慧先生	48	执行董事、财务副总裁	2013/06	负责本集团的内部审核及财务管理
涂芳而女士	43	执行董事、副总裁、联席公司秘书	2013/06	负责本集团的国际业务发展、资本市场事宜及法律事务
张国华先生	54	执行董事、VITAMINWORLD 国际主席	2019/04	负责婴幼儿配方奶粉产品的海外销售及推广, 以及维他命世界国际的全球发展策略
高煜先生	45	非执行董事	2013/06	负责就本集团的业务发展提供策略性建议
陈国劲先生	42	非执行董事	2013/06	负责就本集团的业务发展提供策略性建议
刘晋萍女士	47	独立非执行董事	2019/06	负责对本集团进行监察并提供独立判断
宋建武先生	56	独立非执行董事	2019/06	负责对本集团进行监察并提供独立判断
范勇宏先生	52	独立非执行董事	2019/06	负责对本集团进行监察并提供独立判断
Jacques Maurice LAFORGE 先生	64	独立非执行董事	2019/06	负责对本集团进行监察并提供独立判断

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.2 营收利润高速增长，毛利率领先同行

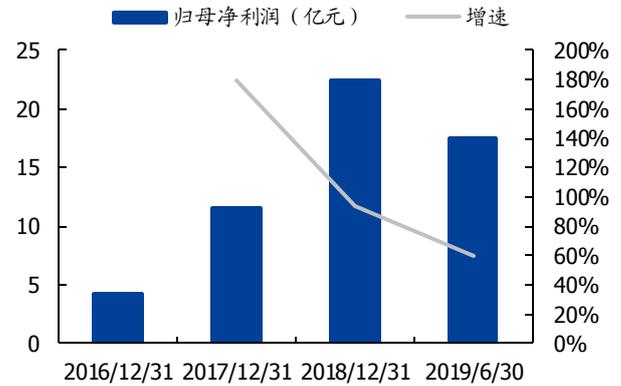
营收及利润高速增长，增速领先同行。飞鹤 2016-2018 年营业收入持续高速增长，由 2016 年的 37.24 亿增至 2018 年的 103.92 亿，年复合增速约 67.05%；归母净利润由 2016 年的 4.17 亿增至 2018 年的 22.42 亿，年复合增速约 131.87%。2019 上半年公司业绩继续上行，实现营收 58.92 亿，归母净利润 17.51 亿，同比分别增长 34.37% 和 60.41%。

图表 6: 公司 2016-2019H 主营业务收入及其增速



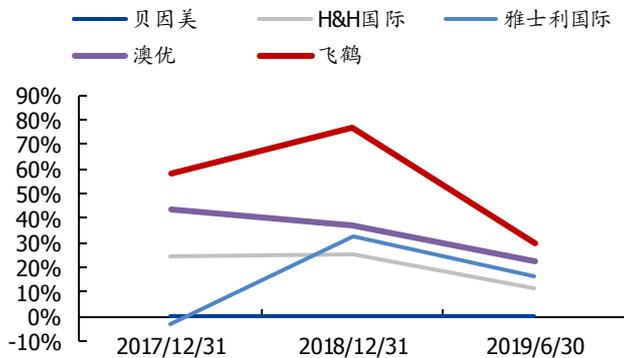
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 7: 公司 2016-2019H 归母净利润及其增速



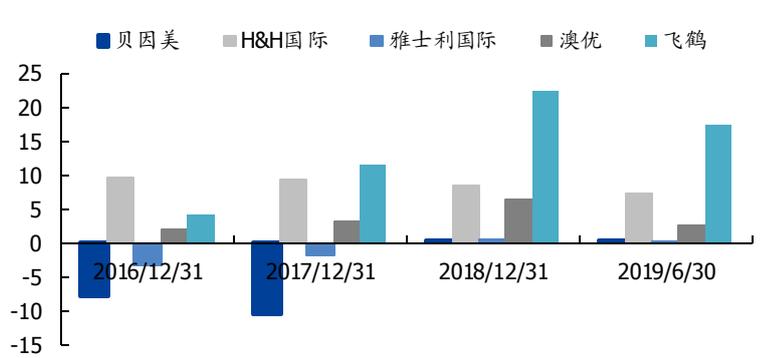
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 8: 公司主营业务增速在同业中名列前茅



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

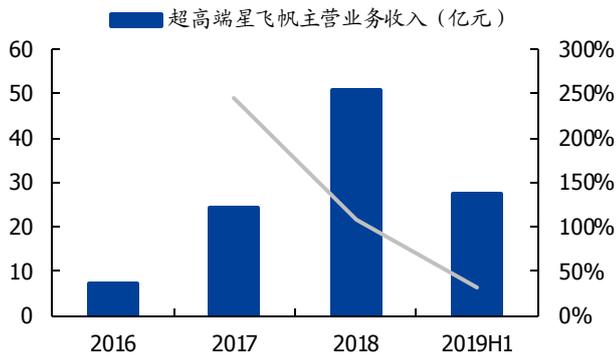
图表 9: 公司归母净利润 (亿元) 在同业中名列前茅



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

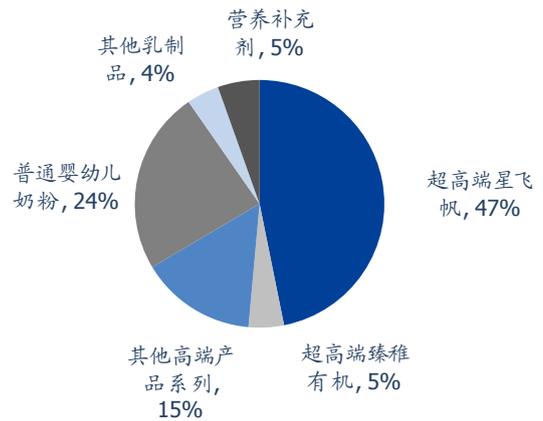
高端婴幼儿配方奶粉产品是公司业绩增长主要驱动。自 2016 至 2018 年，公司高端产品营业收入由 15.86 亿增至 66.58 亿，年复合增长率 104.89%；高端产品营收占比也由 42.6% 提升至 64.1%。高端产品营收的增长又主要由“超高端星飞帆”产品系列驱动。星飞帆系列营业收入由 2016 年的 7.11 亿增加至 2018 年的 51.08 亿，年复合增速达到 168%；营收占比增长 30.1 个 pct，在 2018 年达到 49.2%。

图表 10: 超高端星飞帆主营业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

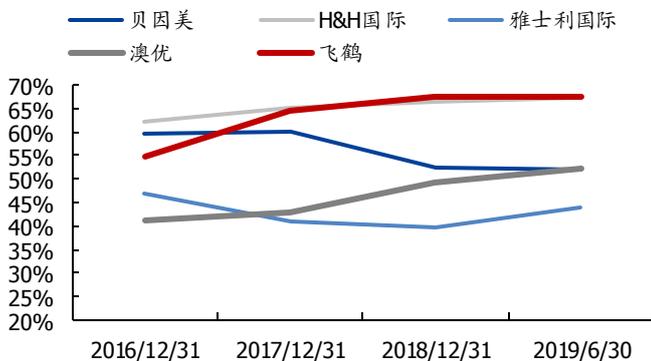
图表 11: 公司各产品系列 2019H 营业收入占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

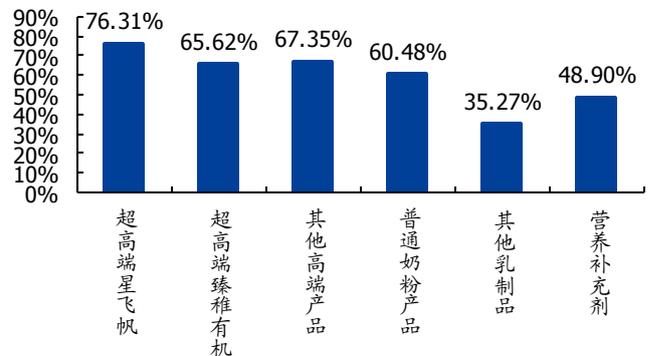
毛利率位于行业头部, 且保持增长。2016 至 2018 年间, 公司综合毛利率增长 13.3 个 pct。截止 2019 上半年, 公司综合毛利率达到 68.98%, 对比 A 股及港股主要上市婴幼儿奶粉企业, 公司的毛利率水平位于行业头部。按照产品系列划分, 公司“超高端星飞帆”产品系列毛利率最高, 2019 年上半年达到 76.3%, 近年公司毛利率保持增长的原因之一即超高端及高端产品占比提升。

图表 9: 公司综合毛利率位于行业头部



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 10: 公司各产品系列 2019H 毛利率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2. 行业高端化趋势显著, 国产品牌时代开启

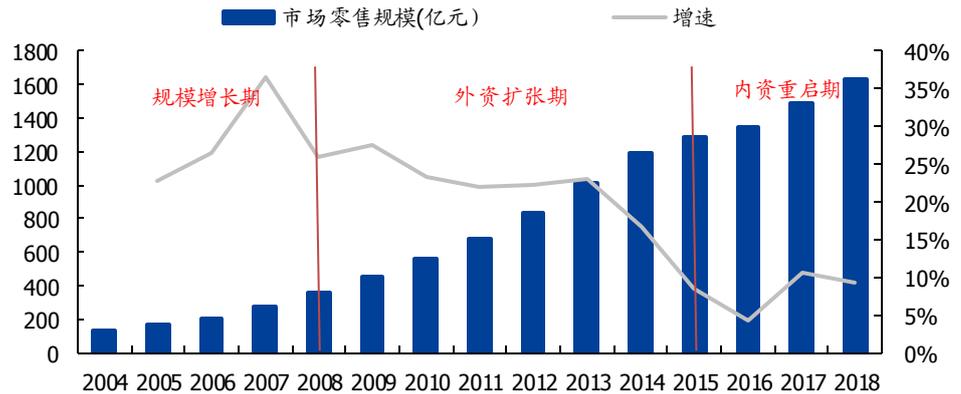
2.1 婴幼儿奶粉市场进入存量市场阶段

过去二十年, 国内婴幼儿配方奶粉市场规模经历三个增长阶段。2004 年至今, 国内婴幼儿配方奶粉市场的发展主要经过三个阶段, 分别是 2004-2008 年的规模高速增长期、2008-2015 年的外资扩张期及 2015 年之后的内资重启期。2008 年以前, 婴幼儿配方奶粉概念引入国内, 各奶粉生产商跑马圈地, 打开市场, 市场规模由 2004 年的 132 亿元增长至 2007 年的 280 亿元。2008 年三鹿奶粉出现“三聚氰胺”重大食品安全事故, 国内品牌形象严重受损, 消费者转向外国进口品牌奶粉, 由于消费者需求旺盛, 外资品牌

频繁提价，行业量价齐升。

2013年开始，国产品牌逐渐获得发展机会。主要原因一是2013年国家依据反垄断法对部分外资产品进行审查，外资奶粉整体终端价格下调。当年8月份恒天然有3批浓缩乳清蛋白出现质量问题，国内暂停新西兰奶粉进口，消费者对外资品牌的信任也受到影响；二是随着传统零售的衰落，配方奶粉销售渠道也开始发生变化，电商渠道和专业母婴店等新兴渠道开始崛起，内资品牌在新格局下获得了新的发展机会。2016年9月《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》颁布，帮助行业进一步淘汰落后产能及违规进口的外资奶粉品牌，内资头部品牌逐步发力，抢占更多市场份额。

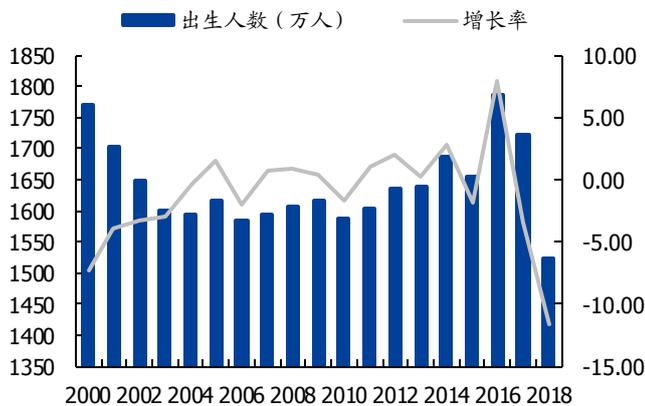
图表 12: 国内婴幼儿配方奶粉市场零售规模及增速



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

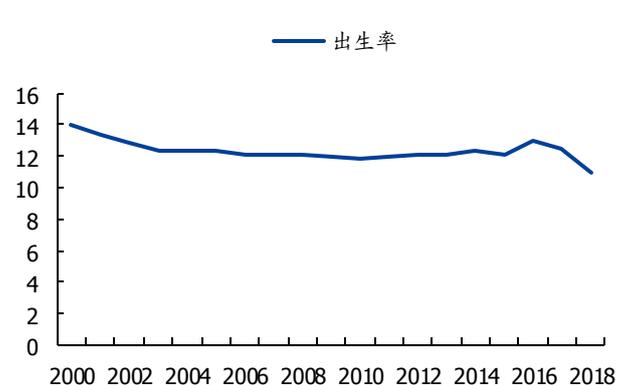
二胎红利结束，未来新生儿数量大概率呈下降趋势，市场规模增速将放缓。近年来行业需求增长放缓主要原因是新生儿数量减少及母乳喂养率上升。在2016、2017年二胎婴儿潮过去之后，2018年我国出生人数创过去20年新低，较2017年减少200万人。未来随着人口老龄化加剧，适龄生育女性数量将进一步下降；同时部分家庭生育意愿减弱，出生率自2016年以来持续下降，我们推测，未来新生儿数量将大概率保持下降趋势。

图表 13: 我国每年出生人数及增长率



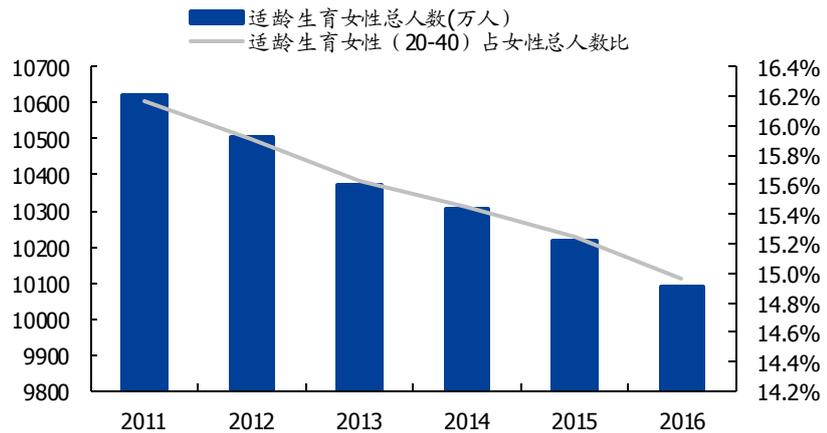
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 14: 我国 2000-2018 年出生率



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

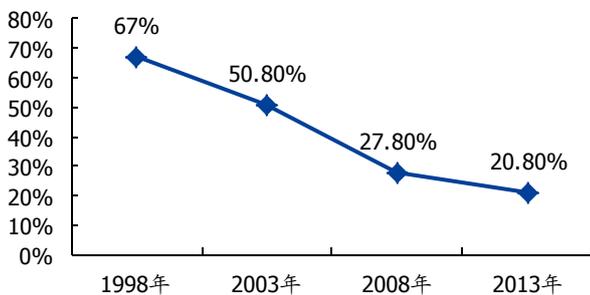
图表 15: 我国适龄生育女性人数及占女性总人数比



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

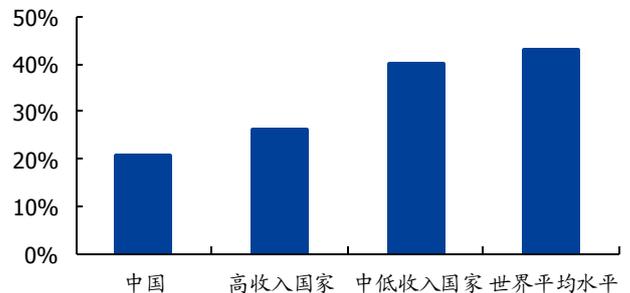
母乳喂养率或有提升，进一步挤压奶粉市场。根据国家疾控中心的 2013 年营养与慢性病调查的监测数据，中国纯母乳喂养率已降至 20.8%，远低于世界 43% 的平均水平。国家近年已逐步重视母乳喂养问题，2017 年制定的《国民营养计划(2017-2030 年)》中提出，到 2020 年，我国 0 至 6 个月婴儿的纯母乳喂养率计划达到 50%。随着未来母乳喂养率回升，一段奶粉市场空间将受到挤压，进一步减缓婴幼儿奶粉市场增速。

图表 16: 中国母乳喂养率



资料来源: 国家疾控中心、相关新闻、国盛证券研究所

图表 17: 中国及世界其他国家母乳喂养率对比

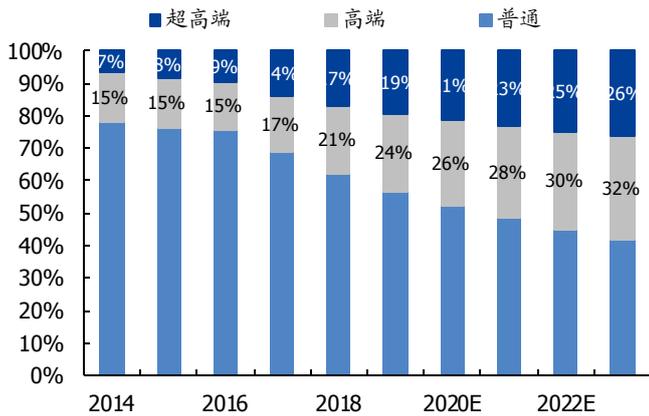


资料来源: 世界银行、国家疾控中心、国盛证券研究所

2.2 行业转型升级趋势明显，国产品牌集中度不断提升

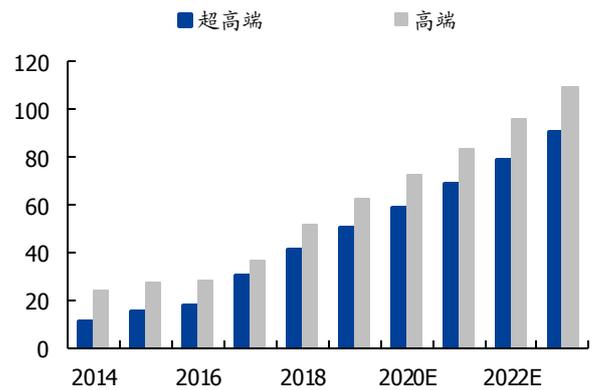
高端及超高端产品增速显著高于行业整体增速。与行业整体增速趋缓相反，高端及超高端奶粉市场保持高速增长。根据弗若沙利文数据，按照每千克奶粉售价分段，大致分为超高端(大于 390 元/kg)、高端(290 元/kg~390 元/kg)和普通产品(小于 290 元/kg)三档，其中超高端产品零售额占比由 2014 年 7% 增长至 2018 年的 17%，年复合增长率达 39.5%，高端产品零售额占比由 2014 年 15% 增长至 2018 年的 21%，年复合增长率达 20.5%，相较而言，普通产品复合增速仅为 5%。

图表 18: 国内超高端、高端及普通奶粉产品零售额占比



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 19: 国内超高端、高端及普通奶粉产品零售额(亿元)



资料来源: 尼尔森、国盛证券研究所

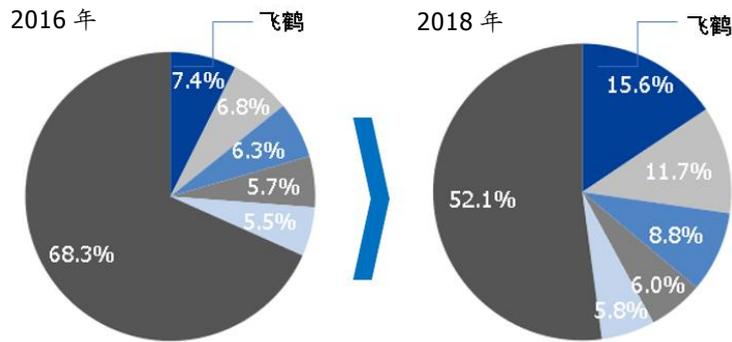
政策助力行业兼并重组及转型升级, 国产品牌内部集中度大幅提升。自 2014 年以来, 国家先后颁布多项政策鼓励奶粉行业的兼并重组以及产品转型升级。据弗若斯特沙利文数据, 国产品牌内部市场份额集中度已大幅提升, CR5 已由 2016 年的 31.7% 提升至 2018 年的 47.9%, 其中飞鹤市占率达 15.6%, 位列国产品牌之冠。

图表 20: 鼓励奶粉行业兼并重组及转型升级的政策清单

政策名称	颁布时间	相关内容
《国务院办公厅关于转发工业和信息化部等部门推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组方案的通知》	2014 年 6 月 6 日	明确进一步优化产业结构, 透过对中小型企业进行兼并重组, 全面发挥大型企业的领先及主导作用, 从而淘汰落后生产产能。
《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	2018 年 6 月 3 日	鼓励乳品企业兼并重组, 以培育具有国际影响力及竞争力的乳品企业。
《中共中央、国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	2019 年 5 月 9 日	支持婴幼儿配方乳粉企业兼并重组, 建设自有自控奶源基地, 严格奶牛养殖饲料、兽药管理, 发挥骨干企业引领作用, 加大产品研发力度, 培育优质品牌。力争 3 年内显著提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度。
《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	2019 年 5 月 23 日	目标是维持 60% 的行业自给自足水平, 并鼓励在生产婴幼儿配方奶粉中使用鲜奶。鼓励有实力、信誉好的企业在国外设立加工厂, 并将生产的产品以自有品牌原装进口至中国。另规定加强政策引导, 鼓励婴幼儿配方奶粉企业兼并重组, 淘汰落后产能。

资料来源: 国家发改委、国务院、公司公告、国盛证券研究所

图表 21: 国内婴幼儿奶粉市场国产奶粉品牌市场集中度



资料来源: 弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

2019年5月23日, 国家发改委与其他相关部门共同制定《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》, 指出要继续大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划, 鼓励各地通过企业并购、协议转让、联合重组、控股参股等多种方式开展婴幼儿配方乳粉企业兼并重组, 淘汰落后产能。在政策的大力支持下, 预计未来国产品牌市场集中度将进一步提升, 国产龙头品牌将得到重点发展。

国产品牌积极布局高端产品。总体而言, 外资品牌在高端及超高端市场中占比较高, 线上及线下的爆款产品有惠氏启赋、爱他美白金、雅培菁挚等。但近年飞鹤、澳优、蒙牛、伊利等内资品牌也在积极布局这一市场, 推出有代表性的高端产品, 其中飞鹤推出的“星飞帆”为超高端爆款产品, 也是唯一年销售额超50亿元的国产单品。

图表 22: 各品牌超高端产品及价格

均价 (元/kg)	品牌	配方系列	产品段数	产品均价(元)/kg
>500	雀巢(惠氏)	惠氏启赋有机	3	572
	飞鹤	臻稚有机	1-3	545
	澳优	能力多有机	1-3	520
	澳优	海普若凯 1897	1-3	509
	美赞臣	特配	1	500
450-500	澳优	能力多 G4 菁确	1-3	498
	蒙牛	瑞哺恩有机	1-3	498
	伊利	塞纳牧	1-3	490
	飞鹤	星飞帆	1-3	480
	菲仕兰	皇家美素佳儿	1-3	470
	蒙牛	瑞哺恩亲悠	1-3	461
	雀巢(惠氏)	惠氏启赋	1-3	461
390-450	澳优	欧选	1-3	423
	雅培	亲护	2-3	410
	达能(爱他美)	白金版(卓萃)	1-3	394

资料来源: 天猫超市、京东超市。各公司官网、国盛证券研究所(价格及产品为官网列式及天猫、京东有售产品)

图表 23: 各品牌高端产品及价格

均价 (元/kg)	品牌	配方系列	产品段数	产品均价(元)/kg
350-390	合生元	派星	1-3	380
	美赞臣	亲舒	3	375
	澳优	美纳多(原金装)	1-3	360
	澳优	珀淳	1-3	353
	飞鹤	超级飞帆	1-3	350
330-350	伊利	金领冠珍护	1-3	340
	美赞臣	铂睿	1-3	340
	澳优	A选	1-3	335
	雀巢(惠氏)	S-26(铂臻)	3	332
	蒙牛	白金佳智	1-3	331
290-330	伊利	金领冠睿护	1-3	327
	飞鹤	星阶优护	1-3	325
	达能(爱他美)	经典版	1-3	306
	合生元	贝塔星	1-3	301

资料来源: 天猫超市、京东超市。各公司官网、国盛证券研究所(价格及产品为官网列式及天猫、京东有售产品)

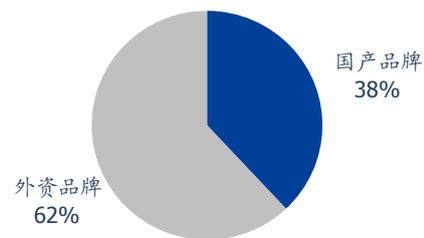
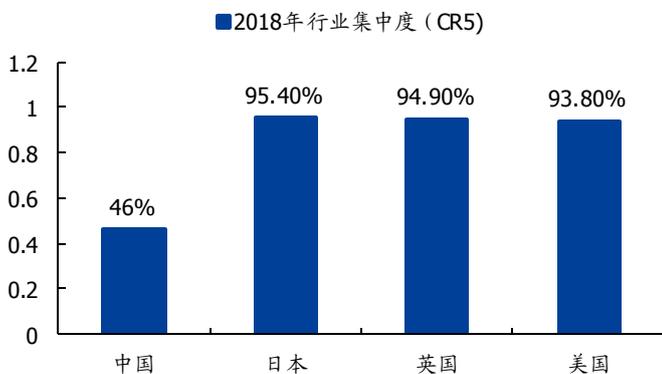
2.3 低线市场及电商平台为国产品牌有利阵地

2.3.1 注册制提升大品牌能见度, 释放三四线市场份额

目前国内奶粉市场集中度相对较低, 外资品牌稍占优势。与美、英、日相比, 我国奶粉市场的集中度相对较低, 其主要原因是城乡居民消费水平和品牌意识差异较大, 加上产品销售渠道多样化, 外资品牌主要集中在商超铺货, 而大部分国产品牌则主要通过经销模式渗透不同层级市场, 很难有一个品牌在多渠道同时拥有垄断优势。同时国内市场在08年食品安全事件之后外资品牌市占率较高, 而美、英、日奶粉市场则主要由本国品牌垄断。据 euromonitor 数据, 2018年, 我国市占率前十的品牌中, 外资品牌市占率占比为 62%, 前两大品牌雀巢(惠氏)及达能市占率分别为 14.1%及 9.5%, 飞鹤排名第三, 占比为 8.6%。

图表: 2018年各国行业集中度对比

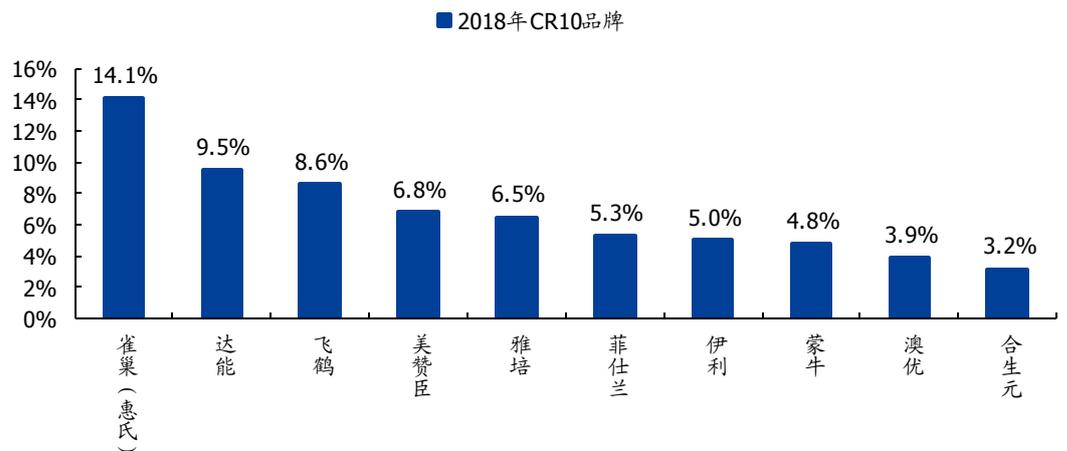
图表 24: 2018年国内 CR10 中外资与国产品牌占比(以市占率算)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 25: 2018年国内奶粉市场 CR10 品牌及市占率



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

注册制实施有利于淘汰小杂牌，提升大品牌能见度。在 2016 年 6 月，《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》发布，我国对奶粉配方的管理由备案制改为注册制。奶粉市场准入标准大幅提升。

图表 26: 婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法主要条款

婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法主要条款

配方应有明显差异	同一企业申请注册两个以上同年龄段产品配方时，产品配方之间应当有明显差异，并经科学证实。
配方数量限制严格	每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方。每个配方系列包括婴儿配方乳粉(0~6 月龄，1 段)、较大婴儿配方乳粉(6~12 月龄，2 段)、幼儿配方乳粉(12~36 月龄，3 段)。
规范标签	须标明奶源地址，不得使用进口奶源、源自国外牧场、生态牧场等模糊信息；不得以“零添加”“不含有”等字样强调；功能声称方面，不得明示或者暗示具有益智、增加抵抗力或者免疫力、保护肠道等功能性表述。
未注册产品禁止销售	自 2018 年 1 月 1 日起，所有取得配方注册的婴幼儿配方乳粉产品，都要在标签和说明书中标注注册号，未取得注册的婴幼儿配方乳粉产品将不得在境内销售。

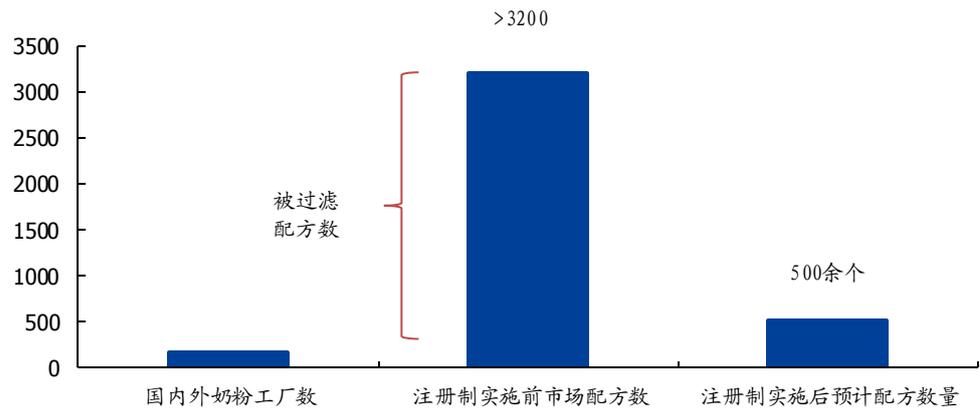
资料来源:《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》、国盛证券研究所

注册制实施前，根据食品药品监督管理总局统计，在中国市场上流通的国内外奶粉工厂约 176 家，内资奶粉企业共有 2300 多个配方系列，进口奶粉约 900 多个配方系列。市场上存在奶粉企业通过生产多品牌贴牌奶粉提升销量的现象，同时纷杂的产品系列也会扰乱消费者的视线，增加品牌的营销成本。

在注册制实施之后，按照一家乳粉工厂原则不超过 9 个配方计算，配方数量将从 2900 个缩减到 500 余个，70%以上的配方系列将被过滤。一方面通过多配方系列提升销量或者不拥有工厂的贴牌品牌将无法存活，另一方面配方系列的大幅减少也有助于留存大品牌提高曝光，增加消费者的品牌认知。

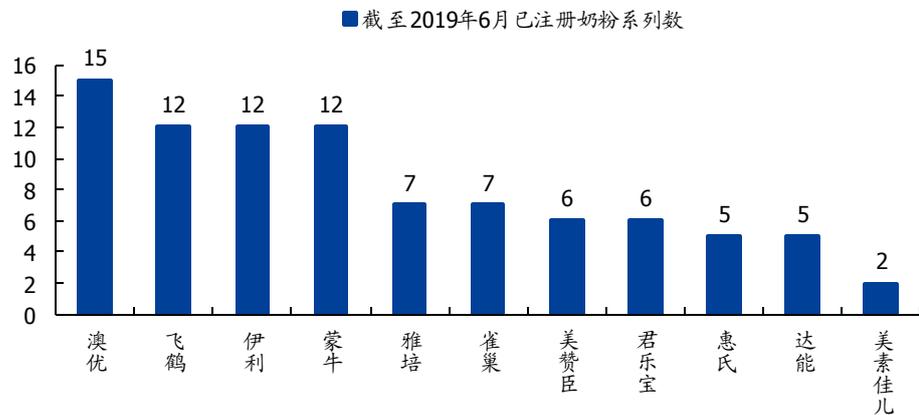
截止 2019 年 6 月底，共有 162 个工厂共 423 个配方系列通过注册制批准，其中飞鹤获批 12 个配方系列，在头部奶企中名列前茅。

图表 27: 注册制是时候 70% 以上的配方系列将被过滤



资料来源: 食品药品监督管理局、国盛证券研究所

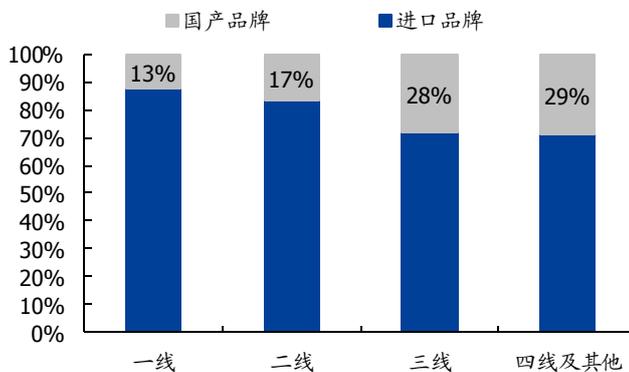
图表 28: 截止 2019 年 6 月 30 各龙头奶粉企业已通过注册配方系列数



资料来源: 食品药品监督管理局、国盛证券研究所

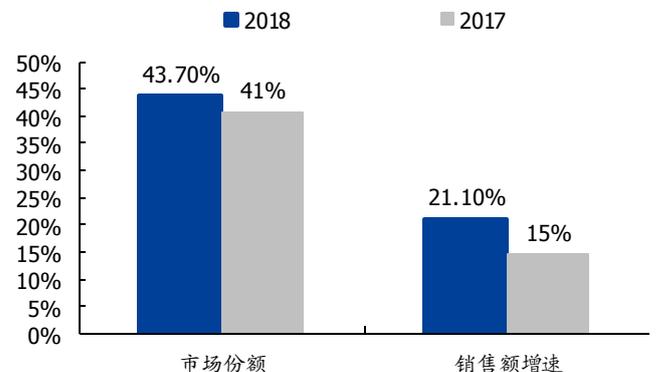
注册制将释放三四线城市的市场空间，地推力强的国产品牌将获益。同时，由于杂牌奶粉多集中在三、四线市场，注册制实施后三、四线市场将留出大量空白，在低线市场地推力强的龙头国产品牌将获得市场空间。注册制颁布后，2018 年国产品牌市场份额较 2017 年增长 2.7 个百分点至 43.7%，低线市场销售额增速较 2017 年增长 6.1 个百分点至 21.1%。

图表 29: 各城市能级对于国产及进口品牌的偏好占比



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 30: 2018 年注册制颁布后国产品牌市场份额及销售额增速提升

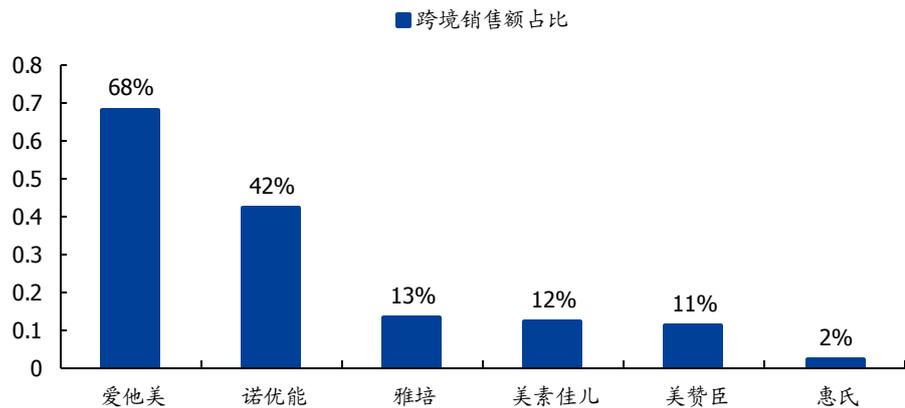


资料来源: 尼尔森、国盛证券研究所

2.3.2 电商法约束外资奶粉跨境交易

跨境电商及海淘规则趋严，限制部分外资品牌销量。部分外资品牌除正规贸易渠道之外，还存在海淘及跨境购渠道，即通过私人代购或由国内电商网站直接进行跨境销售。2017年仅天猫平台爱他美(达能旗下)、诺优能(达能旗下)等品牌跨境销售额占比就达68%及42%，这部分销售在过去属于监管空白地带，产品质量及真假无法得到有力保障，同时未通过注册制的海外品牌也能通过代购及跨境渠道上销售。而2019年1月1日起逐步落实的《电子商务法》则专门对这两条渠道进行监管，与正规贸易渠道商品一视同仁。相关条款规定，海外乳企必须通过国家认监委认证，并持有国家市场监督管理总局奶粉配方注册证，在海外印刷中文标签，最后经口岸检验检疫全项目检测合格获得“入境货物检验检疫证明”的进口婴幼儿配方奶粉方可在国内市场进行合法销售。

图表 31: 2017年下半年天猫婴幼儿配方奶粉进口品牌跨境与内贸销售份额



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

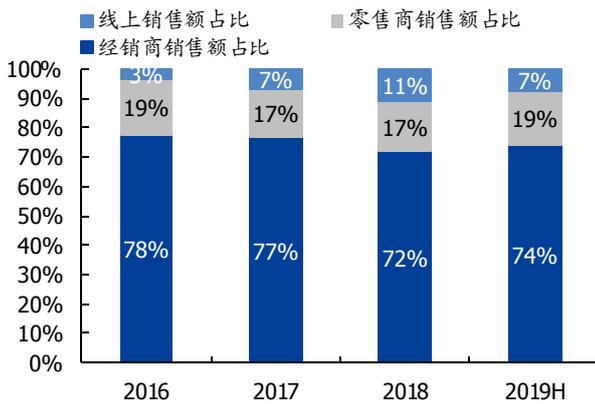
国产奶粉线上销量增长显著。国产品牌近年在电商平台不断发力，销量增速亮眼。据京东平台《2018 国货奶粉消费趋势报告》，从 2016-2018 年京东平台奶粉整体、国货奶粉、六大品牌奶粉的年复合增长率对比来看，国货奶粉的年复合增长率高于奶粉整体的年复合增长率，同时以飞鹤、伊利、君乐宝、贝因美、圣元、完达山为代表的国货奶粉品牌的年复合增长率表现更加亮眼。以销售额维度为例，国货奶粉的年复合增长率达到 60%，高于全站奶粉整体水平，而六大国产品牌年复合增长率则达到了 68%。

3. 高品质+强销售打造爆款产品，多元化布局创造销售新增量

3.1 依托广泛的销售渠道实现收入高增长

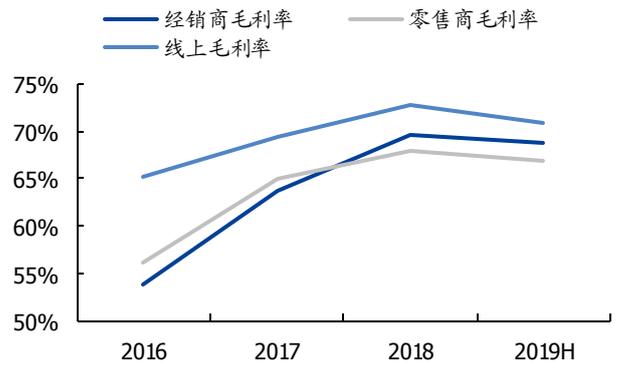
公司主要有三大销售渠道：经销商、零售商及线上电商平台。其中经销商渠道为最主要渠道，贡献了公司超 70% 的销售收入，但随着线上购物渗透率的快速增长，公司也在各大主要电商平台建立了销售网络，线上销售收入占比逐年增加。2019 年上半年经销商、零售商及线上电商平台的毛利率分别为 69%、67% 及 71%，差别不大，其中线下渠道毛利率有明显提升，主要由公司高端产品销售占比提升所致。

图表 32: 公司各销售渠道销售额占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 33: 公司各销售渠道毛利率

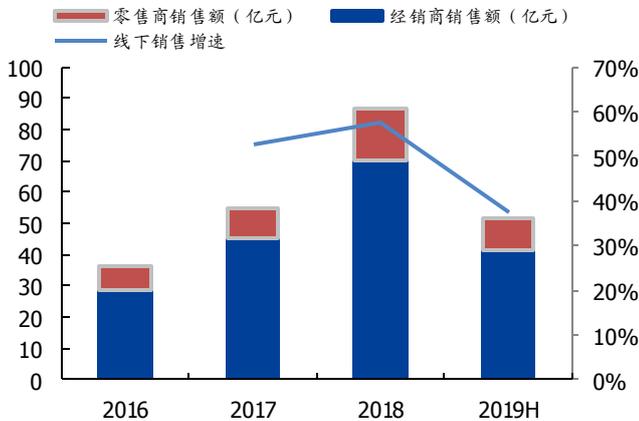


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.1.1 线下把握市场趋势，建立强力经销商网络

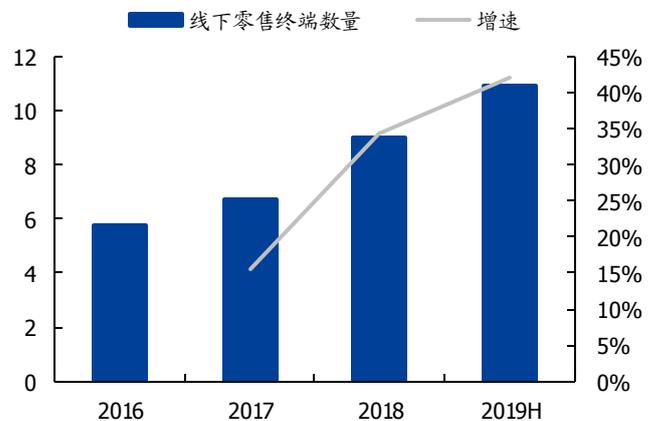
经销商及零售网点覆盖全国市场，华北区域拥有较强优势。飞鹤过去几年的快速崛起得益于其迅速扩张的销售网络。截止 2019 年上半年，公司在全国范围内拥有 1166 位合作经销商，658 位合作零售商。依赖经销商及零售商的销售网络拓展，公司的销售终端数量快速增长，2016 年到 2019 上半年，经销商及零售商覆盖的销售终端总数分别为 5.8 万、6.7 万、9 万以及 10.9 万个，覆盖全国市场，在华北省份及四川、湖南省的零售点密度最大，均超过 5000 个，形成了广泛而有力的销售网络。

图表 34: 公司经销商、零售商销售额及线下销售增速



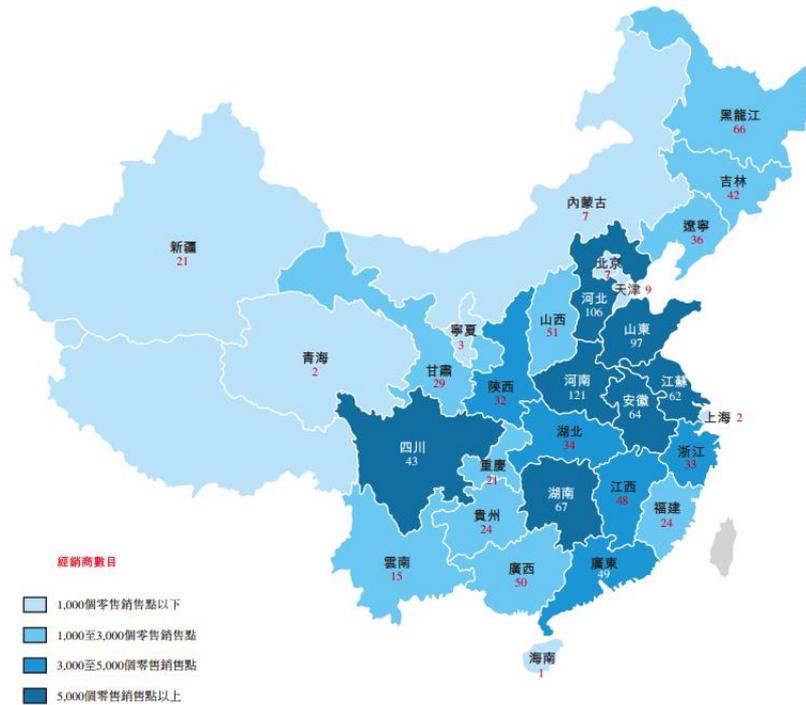
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 35: 公司线下零售终端数量 (万个) 及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 36: 截止 2019 年上半年公司经销商数目分布



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

采取单层经销商模式，经销商结构稳定。作为公司最重要的销售渠道，经销商受到公司的严格管理，公司采取多项措施维持稳定的经销商关系、提升销量及防止经销商积压库存。公司经销商数量自 2016 年以来稳定维持在 1100 余名左右，其中 800 名已经与公司合作超过两年。在经销商模式方面，公司采取单层经销商模式，由经销商直接对接销售点，单名经销商为公司带来的营业利润占比不超过公司营业利润总额的 2%，降低了经销商流动带来的业绩波动风险，也提升了销售终端的利润空间。

图表 37: 公司经销商数量变动情况

	2016	2017	2018	2019H
期初经销商数量	1159	1139	1167	1131
新增经销商数量	392	193	161	97
终止合作数量	412	165	197	62
期末经销商总数	1139	1167	1131	1166

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

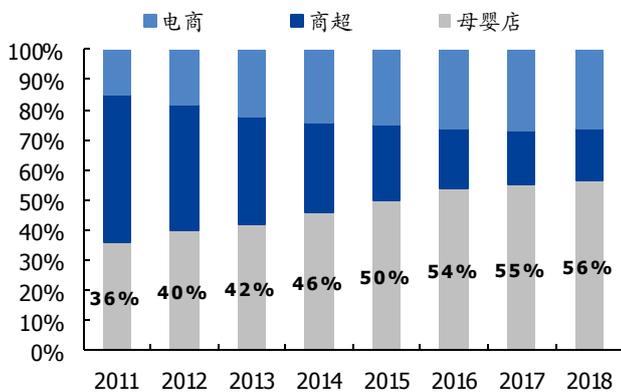
图表 38: 公司针对经销商制定的具体管理措施

经销商管理措施	措施内容及优势
单层经销系统	经销商直接对接零售店，相较于多层经销系统的主要优势在于：1.产品利润率更高 2.存货能见度更高 3.便于公司从经销商处获得市场一手信息 4.更易控制终端产品销售。
利用 DRP 系统扫描产品条形码	2017 年起，公司要求经销商全面切换至条形码扫描功能，且不再采用月度报告系统，有效防止窜货及库存积压。
在交付产品前支付货款	公司一般情况下不允许经销商进行赊账，有利于公司的现金流管理以及预防存货积压。
订单管理	经销商每月 20 日前下达下月订单，准确度必须在 85%以上，便于公司准确计划生产经营，更好地管理存货和订单需求。
业绩考核	经销商连续 3 个月未达相关销售目标，或一年内 2 个以上季度未达到销售目标，公司有权终止经销协议。
退换产品	公司经销商退换的产品金额一般不超过产品总额的 1.0%。根据历史数据，经销商退换的产品金额不足公司总收益的 0.1%。

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

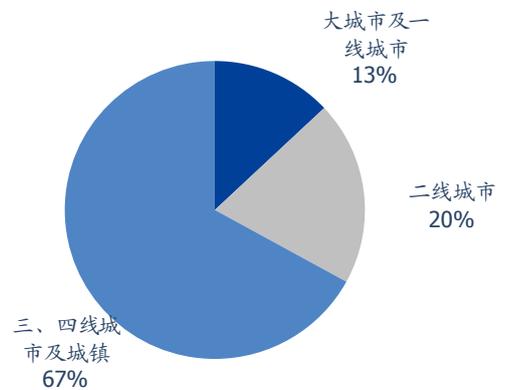
预见性布局母婴店，把握行业趋势。母婴店因其专业性强、产品种类丰富、精细化服务等优势，逐渐成为婴童用品销售重要渠道，在婴幼儿奶粉市场总销售额占比已从 2011 年的 36%提升至 2018 年的 56%。外资品牌由于本地化程度低，铺货主要在一二线城市的大型商超，难以在母婴渠道中获得优势。而飞鹤早期既对母婴店较为重视，专门推出了针对母婴店的“精粹益加”及“贝迪奇”产品系列，同时在母婴店举办多类别线下活动吸引消费者，这使得公司抓住了母婴店渠道崛起的发展机会，成为了销售渠道变迁过程中的收益者。

图表 39: 奶粉行业中母婴店销售额占比持续提升



资料来源：尼尔森、国盛证券研究所

图表 40: 母婴店销售额主要来自于三四线城市



资料来源：Euromonitor、国盛证券研究所

名人代言结合面对面宣传，提升品牌认知。为提升客户对于品牌形象的认知，公司在传统媒体及零售销售点都进行了强有力的品牌宣传。公司邀请国际知名影星章子怡担任品牌代言人，并有针对性地在目标年龄组观众关注的电视节目中投放广告，树立品牌形象。同时，公司积极举办面对面活动，如育儿讲座“妈妈的爱”和嘉年华亲子活动获取客户群并对家长进行教育，以增加品牌亲和力。2018 年，飞鹤举办了超过 30 万场面对面活动，其中包括超过 5500 场“妈妈的爱”活动，吸引超过 60 万参与者。

图表 41: 飞鹤品牌代言人章子怡



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 42: 飞鹤面对面活动现场

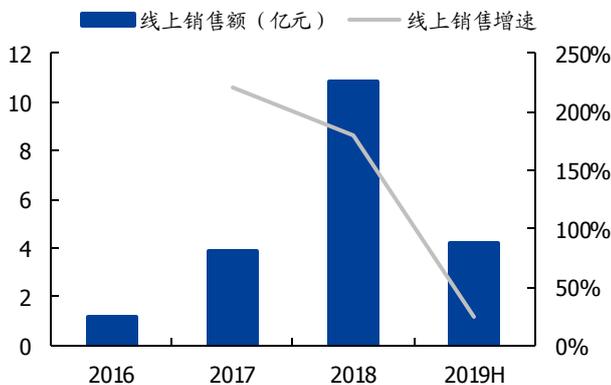


资料来源: 公司相关新闻稿件、国盛证券研究所

3.1.2 线上领衔国产品牌榜单，打造高粘性微信社群

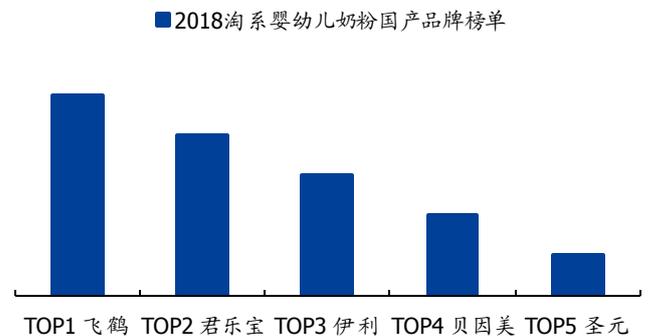
天猫、京东平台营销强劲，领衔国产品牌榜。随着中国婴幼儿配方奶粉电商渗透率的快速增长，尤其是年轻一代线上购买习惯不断增强，奶粉市场线上渠道销售额占比不断提升，2018年已经达到11%。公司也在积极把握线上渠道的增长趋势，入驻天猫、京东等大型电商平台。得益于优秀的产品实力与有效营销，公司线上销售收入增长迅猛，2016至2018年收入复合增长率达200%，2018年销售额达10.8亿元，占婴幼儿奶粉市场线上销售总额的5%，市占率为国产品牌第一，在2018年天猫母婴评选的淘系婴幼儿奶粉国产品牌榜中荣列榜首。

图表 43: 公司线上销售额及增速



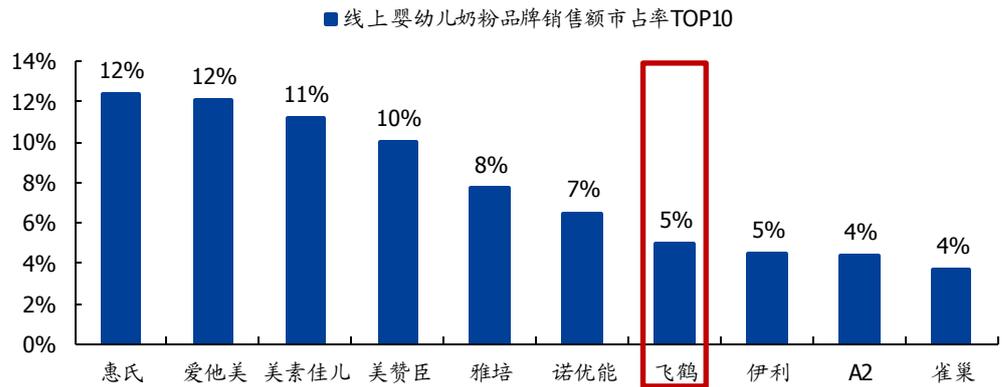
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 44: 2018 淘系婴幼儿奶粉国产品牌榜单



资料来源: 天猫母婴、第一财经商业数据中心、国盛证券研究所

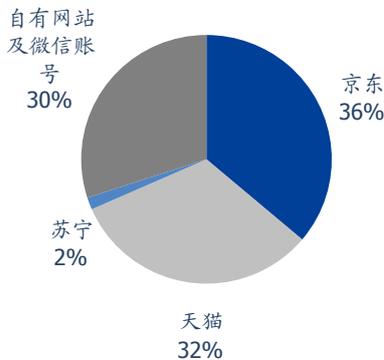
图表 45: 线上婴幼儿奶粉品牌销售额市占率 TOP10



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

建立微信社区，提升消费者粘性。 微信社群营销为近两年新兴的销售方式，优势在于基于微信这一大用户基数平台，通过用户间的见证，做有温度、有个性化体验的营销，用户维持成本低，忠诚度高。公司在微信平台通过微信小程序、公众号、微信会员群打造用户社区，截至10月底公司公众号已有超过七百万订阅。2019年上半年，微信及自有网站收入占总线上收入的30%。基于微信社群，公司能够更有效全面地收集客户信息，进行精准信息推送；会员也能够享受平台提供的营养师、医生和其他专家提供的咨询服务，同时与其他会员进行交流分享，用户粘性得到有效提升。

图表 46: 公司 2019H 线上销售收入分布



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 47: 公司微信社群的“星妈课堂”功能及会员微信群截图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.2 高品质配方+28日直供打造超高端爆款产品

打造“适合中国宝宝体质”特色配方，赢得市场。 公司在研发婴幼儿配方奶粉生产中力求接近母乳成分，建立了全面的中国母乳数据库，从不同地区收集各种体质和饮食习惯的母亲1500多种母乳样本，并与国家和国际研究机构合作，开展奶粉相关的营养研究。同时，公司还是国内首家完成宝宝临床试验的婴幼儿奶粉供应商之一，通过研究OPO结构脂、水解乳清蛋白、益生元及α-乳清蛋白等优质成分以提高产品品质

“飞鹤标准”严控鲜奶品质。 有别于众多同行在国外布局产能，飞鹤的生产产能布局位

于黑龙江克东县、黑龙江甘南县、黑龙江龙江县、吉林省镇赉县和黑龙江拜泉县，确保生产设施比邻鲜奶供应商，确保鲜奶在 24 小时内即可用于生产，以保留牛奶的新鲜味道。优质鲜奶采集于密封不锈钢真空挤奶机中，收集完成不再二次接触空气成分，并在加工时采取湿混法结合喷雾干燥法使奶粉的营养成分分配更均匀。公司最大的鲜奶供应商为原生态集团，采购额占成本总额的 88.6%，公司已与其签署独家销售协议。

图表 48: 鲜奶主要成分及标准

鲜奶主要成分	飞鹤标准	中国标准	欧洲标准
蛋白质含量	≥ 3.4%	≥ 2.8%	≥ 3.2%
脂肪含量	≥ 4.2%	≥ 3.1%	≥ 3.7%
菌落数目 (/mL)	≤ 10,000	≤ 200,000	≤ 100,000
体细胞数目 (/mL)	≤ 200,000	不适用	≤ 400,000

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 49: 鲜奶与进口奶粉原材料区别

	鲜奶	进口奶粉
2018 年平均市价 (人民币/吨)	3461 元/吨 •使用原料奶作为原材料增加制造成本	2,506 元/吨 (牛奶等值) •节省成本及较长保质期为使用进口奶粉作为原材料的主要益处
品质	•原料奶不含任何防腐剂，确保最终产品的新鲜度 •营养成分因湿混法结合喷雾干燥法工艺而得以更均匀分配	•使用防腐剂延长原材料的保质期，防止于运输、储存及制造过程中腐坏 •营养因干混工艺而并无完全均匀分配
安全性	•由于巴氏杀菌过程，可以在很大程度上降低微生物的污染	•奶粉于运输途中面临二次污染风险，且因未经加热处理而使微生物的控制变得十分困难
制造工艺	•湿混法结合喷雾干燥法 •确保奶粉及补充品分配均匀，混合后进行巴氏杀菌以消灭细菌	•干混 •并无确保奶粉及补充品分配均匀，亦无加热处理以消灭最终产品的细菌

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

线上 28 日直供为独家优势。公司通过库存管理系统以实现产品保鲜，除鲜奶外，一般原材料只会保持 24 天的安全库存，包装材料保持 13 天的安全库存。从生产到运送到经销商，需时只有 14 天。顾客从线上购买的产品，只需 28 天实现从工厂到家的直达投递。基于特色配方、优质原料及高效生产链，公司成功以“适合中国宝宝体质”及“28 日线直供”打造“星飞帆”系列爆款产品。2018 年，该系列产品销售额达到 51.1 亿元。

图表 50: “星飞帆”以 28 日直供及“适合中国宝宝体质”成热销产品



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 51: 公司奶粉加工厂与牧场毗邻, 2 小时产品即可加工出厂



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

3.3 布局有机奶、羊奶粉及营养品三大优质赛道

有机奶粉为产品高端化重要赛道, 严苛标准构筑品牌护城河。有机奶对生态环境、养殖、饲料、加工和认证等五大方面都有严格要求。牧场、工厂的空气、牧草、种植土地、牛饮用水、包装等都不能够有污染, 同时牛吃的饲料必须是有机草饲, 不能使用农药、化肥、生长激素、饲料添加剂、转基因等。因此有机奶源为行业稀有资源, 有机奶粉生产壁垒较高, 目前只有头部奶企能够推出有机概念产品。

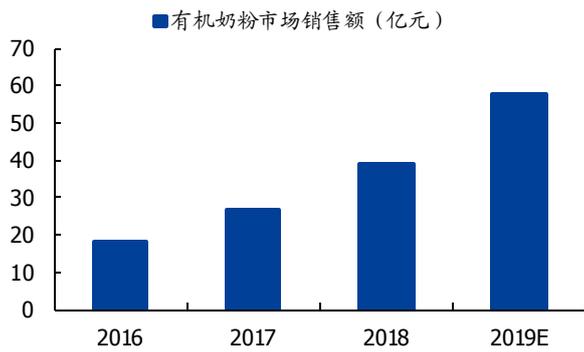
图表 52: 有机食品为食品安全最高标准



资料来源: 辽宁辽环认证中心、国盛证券研究所

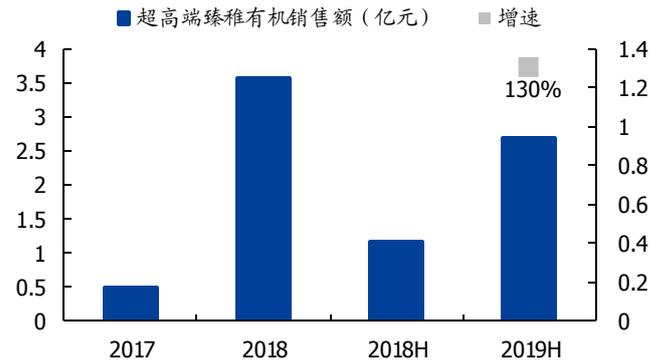
有机奶粉市场规模快速增长, 公司“臻稚有机”市占达 9.1%。婴幼儿奶粉配方注册新政实施后, 管控愈发严格, 截至目前在国家获批的 1177 个配方中, 有机奶粉配方不足 40 个。据前瞻产业研究院数据, 2016 年中国有机奶粉销售额为 18.2 亿元, 2018 年达 39.2 亿元, 年复合增速为 46.7%。公司自 2017 年 4 月推出“臻稚有机”系列产品, 2018 年销售额已达 3.57 亿元, 市占率达 9.1%, 2019 上半年同比增速达 130%。

图表 53: 中国有机奶粉市场销售额



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

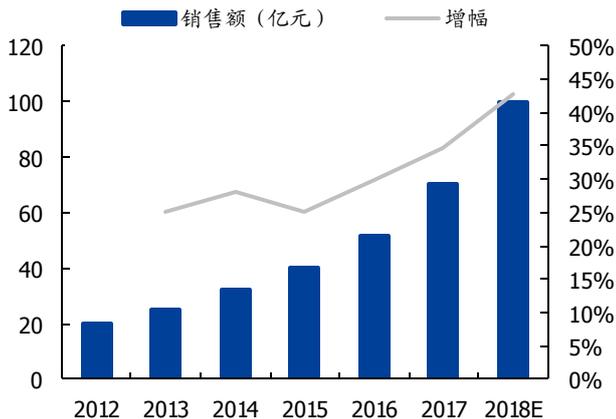
图表 54: 公司“臻稚有机”系列产品销售额及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

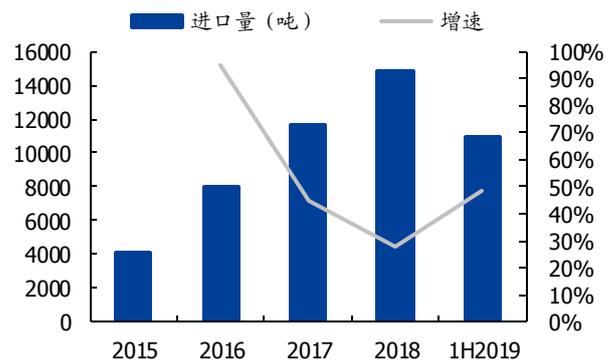
羊奶粉市场高速增长。根据前瞻产业研究院的统计, 2017年中国婴幼儿奶粉市场销售额1487亿元, 同比增长11%, 羊奶粉整体市场规模为70亿元左右, 同比增长34.6%, 2018年羊奶粉进口量为1.5万吨, 同比增长28%, 羊奶粉市场增长远超整体婴幼儿市场增速。

图表 55: 国内羊奶粉市场零售额及增速



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 56: 国内羊奶粉进口量及增速



资料来源: 中国海关、国盛证券研究所

投建两大厂房进军羊奶粉市场。公司早在2014年即打算进军羊奶粉市场, 2014年2月公司收购当时国内羊奶粉龙头关山乳业70%股权, 虽因之后关山乳业被食药监局查处有5批次不达标产品, 公司最终于2016年12月将其股份出售, 但公司进入羊奶粉行业的计划并没有终止。目前公司计划自主研发婴幼儿羊奶粉配方, 并在黑龙江省泰来县投建年产值约2万吨的羊奶粉生产厂房, 该项目总投资约4亿元, 于2017年底开始施工, 计划于2019年下半年完工。同时, 公司于加拿大金斯顿投资的奶粉加工厂房也配有年产值2万吨的羊奶粉生产线, 金斯顿工厂设计年产值共4万吨, 剩余2万吨为牛奶粉生产线, 计划总投资约为17.5亿元, 预计2020年上半年完工投产。

收购 Vitaminworld 拓展保健品业务。飞鹤发展婴幼儿配方奶粉产品的同时, 一直积极寻求机会将业务多元化, 外延方向与同行路径类似, 主要是往营养品补充剂方向延展。公司于2018年初收购 Vitamin World 的零售保健业务进军保健品市场。Vitamin World USA 从事维他命、矿物质、草药及掐营养补充剂的零售, 截止2019年6月30日, 在全美国经营134间专卖店, 雇佣超过600人。该项业务目前发展平稳, 2018年和2019年上半年的收入分别是6.4亿和3.02亿。

图表 57: 美国 Vitamin world 门店图



资料来源: glass door、国盛证券研究所

图表 58: Vitaminworld 主打产品之一亚马逊莓胶



资料来源: Vitaminworld 官网、国盛证券研究所

4. 盈利预测及估值分析

4.1 盈利预测

4.1.1 收入预测关键假设

我们预测飞鹤婴幼儿奶粉业务未来仍将保持较快增长，主要原因有三：1) 公司销售网络强大，能够把握母婴渠道及低线城市市场的高速增长趋势。2) 奶粉注册制之后小企业退出，行业转型升级趋势明显，有利于提升龙头企业高端品牌市占率。3) 公司线上销售势头强劲，电商平台拥有较强曝光度及良好口碑。我们预测飞鹤高端婴幼儿奶粉 2019-2021 年收入分别是 88.77/111.93/137.87 亿元，同比增速为 33%/26%/23%，普通婴幼儿奶粉 2019-2021 年收入分别是 32.18/37.01/41.07 亿元，同比增速为 27%/15%/11%，增速持续高于行业个位数增长。

Vitaminworld 目前主要市场还在北美，尚未正式引入国内销售，北美营养品市场竞争较为激烈，因此我们预测营养补充剂业务 2019-2021 年收入分别是 6.91/7.33/7.77 亿元，同比增速为 8%/6%/6%。

其他乳制品业务并非公司主要发展方向，我们预测该块业务营收会逐步收窄，2019-2021 年收入分别是 4.78/4.45/4.23 亿元，同比增速为 8%/6%/6%。

图表 59: 公司主营业务收入预测

	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
主营业务收入 (百万元)	3724	5887	10391	5891	13,266	16330	19819
YoY		58%	77%	34%	28%	23%	21%
乳制品	3724	5887	9750	5573	12574	15598	19043
YoY		58%	66%	36%	29%	24%	22%
高端婴幼儿奶粉	1586	3795	6657	3915	8877	11193	13787
YoY		139%	75%	40%	33%	26%	23%
超高端星飞帆	711	2453	5108	2760	6408	7882	9537
YoY		245%	108%	33%	25%	23%	21%
超高端臻稚有机		49	357	269	549	816	1130
YoY			620%	130%	54%	49%	39%
其他高端产品系列	874	1292	1192	886	1919	2495	3119
YoY		48%	-8%	46%	61%	30%	25%
普通婴幼儿奶粉	1594	1621	2541	1408	3218	3701	4107
YoY		2%	57%	40%	27%	15%	11%
其他乳制品	543	470	550	247	478	445	423
YoY		-13%	17%	-12%	-13%	-7%	-5%
营养补充剂			642	318	691	733	777
YoY				7%	7.7%	6%	6%

资料来源: 国盛证券研究所

4.1.2 成本及费用假设

毛利率: 得益于单层经销商模式和高端产品占比提升, 公司婴幼儿配方奶粉毛利率较高且逐年提升, 其中高端婴幼儿奶粉毛利率提升更快, 主要由于超高端产品“星飞帆”及“臻稚有机”系列市场逐步打开, 公司减少销售折扣, 但我们预测公司毛利率已经到较高水平, 未来会随着产能利用率提升会略有提升, 但是上升的空间不大。我们预计公司2019-2021年毛利率为67.1%/67.7%/68.1%。

图表 60: 公司毛利率预测

	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
主营业务毛利率	54.6%	64.4%	67.5%	67.5%	67.1%	67.7%	68.1%
乳制品	54.6%	64.4%	69.6%	68.5%	68.0%	68.5%	68.9%
高端婴幼儿奶粉	68.9%	74.1%	76.5%	73.5%	75.0%	75.0%	75.0%
超高端星飞帆	75.5%	77.7%	79.3%	76.3%	76.0%	76.0%	76.0%
超高端臻稚有机		57.7%	64.4%	65.6%	67.0%	69.0%	70.0%
其他高端产品系列	63.6%	68.0%	67.8%	67.4%	67.0%	67.0%	67.0%
普通婴幼儿配方奶粉	54.7%	58.4%	62.7%	60.5%	60.0%	60.0%	60.0%
其他乳制品	12.5%	6.2%	18.9%	35.3%	20.0%	20.0%	20.0%
营养补充剂			35.9%	48.9%	50.0%	50.0%	50.0%
vitamin world			41.3%	50.4%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 国盛证券研究所

销售费用和管理费用: 公司的销售费用主要反映渠道费用和返点费用, 增长与销售收入增长正相关。销售费用占销售收入比例逐渐下降, 显现出规模经济, 我们假设2019-2021

年公司销售费用率分别为 32.0%/31.0%/30.0%，我们预测公司未来管理费用率保持平稳，2019-2021 年管理费用率分别为 5.2%/5.0%/5.0%。

图表 61: 公司销售及管理费用预测

	2016	2017	2018	2019H	2019E	2020E	2021E
销售费用 (百万元)	1369	2139	3661	1553	4245	4983	5728
占营业收入比重	36.77%	36.33%	35.23%	26.40%	32.00%	31.00%	30.00%
管理费用 (百万元)	230	360	580	290	690	804	955
占营业收入比重	6.20%	6.12%	5.58%	4.90%	5.50%	5.50%	5.50%

资料来源: 国盛证券研究所

4.2 估值分析及投资建议

通过对港股奶粉同业及港股品牌消费品龙头的 P/E 估值分析，我们发现港股市场愿意给知名度高、利润成长性好的公司予更好的估值，而毛利率和收入增长的重要性相对较低。

我们预测公司 2019-2021 的营业收入为 132.7/160.7/191.0 亿元，同比增长 27.7%/21.2%/18.8%，营业利润为 39.3/51.3/64.0 亿元，同比增长 44.6%/30.3%/24.9%，归母净利润为 32.1/41.1/50.7 亿元，同比增长 43.2%/27.9%/23.3%。公司首发价格为 7.5 港元/股（对应 20 年 PE 14.7 倍）。考虑到公司具有行业龙头地位，收入及业绩增速在行业中处于较高水平，我们认为 2020 年公司合理市值为 822 亿港元（9.2 港元/股），对应 18 倍 2020 年 P/E。

图表 62: 港股奶粉同业公司盈利预测

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值(亿元)	收入增速预测			营业利润增速预测			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
1112.HK	H&H 国际控股	32.65	187.47	7%	12%	11%	-4%	0%	0%	14.9	12.5	11.3
1230.HK	雅士利国际	0.83	35.21	20%	13%	11%	121%	92%	292%	28.8	29.9	19.7
2319.HK	蒙牛乳业	30.10	1,058.78	15%	12%	6%	18%	15%	19%	23.0	23.0	19.3
1717.HK	澳优	10.40	149.89	26%	27%	24%	24%	42%	25%	17.3	12.9	10.1
PE 均值										21.0	19.6	15.1

资料来源: 彭博、国盛证券研究所(股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价格)

图表 63: 港股消费品龙头企业盈利预测

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值(亿元)	收入增速预测			营业利润增速预测			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
0345.HK	VITASOY INT'L	32.80	311.93	14%	16%	16%	15%	16%	19%	39.7	33.4	28.8
0322.HK	康师傅控股	11.42	574.12	3%	5%	4%	4%	9%	9%	22.0	19.9	18.1
0291.HK	华润啤酒	43.75	1,268.88	7%	7%	6%	86%	56%	28%	54.7	39.1	31.1
0168.HK	青岛啤酒股份	49.40	596.64	6%	5%	4%	0%	19%	17%	32.7	28.0	24.2
0220.HK	统一企业中国	7.75	299.27	3%	4%	4%	33%	7%	8%	21.6	20.0	18.7
PE 均值										34.1	28.1	24.2

资料来源: 彭博、国盛证券研究所(股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价格)

5. 风险提示

高端婴幼儿配方奶粉业务增长不达预期风险。公司 2018 年高端婴幼儿奶粉业务收入占总收入比重达到 64%，其中“星飞帆”产品系列营收占比达到 49.5%，产品结构相对单一，容易受到市场竞争加剧的影响。同时，公司主要销售渠道为经销商渠道，公司难以直接控制经销商的拓展速度以及销售情况，存在业务增长不达预期风险。

食品安全风险。国内婴幼儿奶粉行业对于食品安全问题极为敏感，2003 年大头婴儿事件和 2008 年三聚氰胺奶粉事件都是对国产奶粉行业的重大打击，也是导致目前外资品牌主导奶粉市场的原因之一。尽管国家对婴幼儿行业的管理趋严，但不能完全排除食品安全风险。

新生儿人口进一步下降风险。国内适龄生育的女性人口数量下降，二胎婴儿生育高峰期过去，未来出生人口增速或将进一步下降，影响整体行业规模。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com