

## 方正证券研究所证券研究报告

中国飞鹤(06186)

公司研究

商业贸易行业

公司跟踪报告

2020.02.22/强烈推荐(维持)

分析师：薛玉虎

执业证书编号：S1220514070004

TEL:

Email: xueyuhu@foundersec.com

联系人：于畅

TEL: 15216888951

E-mail: yuchang@foundersec.com

### 相关研究

《中国飞鹤：定位超高端的婴幼儿配方奶粉领军品牌，龙头地位确立，加速抢占市场份额》2020.1.2

《母婴行业系列研究（一）需求篇：生育率下滑，存量市场中最佳的投资机会是母婴店MBS》2019.12.07

《母婴行业系列研究（二）品牌篇：奶粉行业二十年回忆录，国产崛起正当时》2019.12.23

《爱婴室：区域领先的母婴连锁零售商，享受二胎政策红利，登陆A股市场加速跨区域扩张》2018.6.2

《孩子王：母婴行业领跑者，深耕会员价值，全国快速扩张》2017.8.15

《以史为鉴——从乐高近百年的发展史和两次“突围自救”，反思产品和品牌企业的经营战略》2018.3.12

请务必阅读最后特别声明与免责条款

2月21日恒生指数公司公布调整结果，中国飞鹤被加入恒生指数名单，3月9日起投资者可通过港股通进行投资。

飞鹤是中国婴幼儿配方奶粉的领导品牌，2019年11月13日公司在港交所上市，根据尼尔森公开数据，2019前三季度飞鹤在线下渠道市占率13.9%，市场份额超越所有外资品牌。

**新冠疫情对行业和公司的影响：**婴幼儿配方奶粉属于刚性消费品，长期来看需求受疫情的影响有限。本次疫情对乳粉企业短期的挑战主要体现在供应链、销售两个方面。**供应链方面**，飞鹤的一线生产、运输团队在疫情期间保持正常运转，在物流受限的情况下，公司敏锐应对变化，调配运输车队保证全国大仓的供货稳定。此外经销商年前备货较为充足，供应可持续到2月末。**销售方面**，公司积极动员经销商合法上岗尽可能保障终端门店货源，动员门店佩戴口罩送货上门。

**飞鹤捐赠1亿资金和1亿物资驰援疫区，公司的社会影响力、品牌力进一步强化。**飞鹤在1.26日设立1亿元战“疫”专项资金，随后又在2.16日再次捐赠1亿元物资。在本次疫情中展现的社会责任感、执行力获得大量经销商、消费者的认可，进一步强化了品牌美誉度、社会影响力。**长期来看，龙头乳粉企业将在重大行业挑战中收获更高的市场份额，2020年盈利预测基本保持不变。**预计2019-2021年公司分别实现归属母公司净利润37.8亿元、51.8亿元、66.5亿元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**生育率下滑，行业需求萎缩，对公司增长带来影响；行业竞争加剧，价格战对公司销量存在潜在影响；电商新渠道加快渗透低线市场，对公司形成一定冲击；新冠疫情对公司短期供应链、销售产生冲击。

### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,392	13,415	17,198	21,411
(+/-) (%)	76.52%	29.09%	28.20%	24.50%
净利润	2,242	3,775	5,176	6,648
(+/-) (%)	93.26%	68.34%	37.13%	28.44%
EPS(元)	-	0.42	0.58	0.74
P/E	-	25.84	18.84	14.67

数据来源：wind 方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	7295	11595	17674	25785	<b>营业总收入</b>	10392	13415	17198	21411
现金及等价物	3641	5985	9766	16500	营业成本	3373	3290	4292	5209
结构性存款	1184	1658	1658	1658	营业税金及附加	946	1595	2186	2808
抵押存款	663	796	835	752	营业费用	3661	4073	4828	5947
应收账款	1081	1142	1610	1910	管理费用	580	648	739	866
存货	660	598	809	982	财务费用	-32	35	-24	-67
其他	66	1417	2995	3985	资产减值损失	18	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4563	4964	5381	5339	<b>营业利润</b>	2772	5404	7339	9390
长期投资	143	143	143	143	营业外收入	385	0	0	0
固定资产	2525	2970	3405	3337	营业外支出	-	-	-	-
无形资产	336	314	296	323	<b>利润总额</b>	3189	5370	7362	9457
其他	1559	1538	1537	1536	所得税	946	1595	2186	2808
<b>资产总计</b>	11857	16559	23054	31124	<b>净利润</b>	2242	3775	5176	6648
<b>流动负债</b>	4860	5698	7017	8438	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1083	1083	1083	1083	<b>归属母公司净利润</b>	2242	3775	5176	6648
应付账款	833	810	1058	1283	EBITDA	2772	4148	5737	7489
其他	2944	3805	4875	6071	EPS (元)	0.25	0.42	0.58	0.74
<b>非流动负债</b>	1210	1210	1210	1210					
长期借款	657	657	657	657					
其他	552	552	552	552					
<b>负债合计</b>	6070	6908	8226	9648					
少数股东权益	45	45	45	135	<b>主要财务比率</b>	2018	2019E	2020E	2021E
股本	0	89	89	89	<b>成长能力</b>				
资本公积	0	0	0	89	营业收入	76.5	29.1	28.2	24.5
存留收益	5833	9607	14784	21432	营业利润	115.1	94.9	35.8	27.9
归属母公司股东权益	5787	9652	14828	21476	归属母公司净利润	93.3	68.3	37.1	28.4
<b>负债和股东权益</b>	11857	16559	23054	31124	<b>获利能力</b>				
					毛利率	67.5	75.5	75.0	75.7
					净利率	21.6	28.1	30.1	31.1
					ROE	38.7	39.1	34.9	31.0
					ROIC	36.8	36.4	34.6	32.3
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	51.19	41.72	35.68	31.00
					净负债比率	-32.83	-43.98	-54.13	-68.72
					流动比率	1.50	2.03	2.52	3.06
					速动比率	1.37	1.93	2.40	2.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.88	0.81	0.75	0.69
					应收账款周转率	9.61	11.75	10.68	11.21
					应付账款周转率	4.05	4.06	4.05	4.06
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.25	0.42	0.58	0.74
					每股经营现金	0.35	0.62	0.49	0.77
					每股净资产	0.65	1.08	1.66	2.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-	25.84	18.84	14.67
					P/B	-	10.1	6.6	4.5
					EV/EBITDA	-	23.7	16.7	12.1

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时, 本公司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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com