

中国飞鹤(6186.HK)

突破重围，问鼎奶粉行业

——中国飞鹤深度报告

✍️：邓晖 执业证书编号：S1230520040002
☎️：021-80106029
✉️：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 投资建议

公司是当之无愧的奶粉龙头，顺应内资崛起大势，率先解决行业渠道及流量痛点，已经形成品牌效应及马太效应，接下来就是快速复制成长。预计 20-22 年公司归母净利润 57.10/73.12/91.36 亿元，同增 45.12%/28.06%/24.96%，对应 11 月 26 日估值 23.5/18.3/14.7 倍（市值 1340 亿元）。

□ 当之无愧的婴配粉龙头

1) 公司是婴配粉龙头（2019 市占率 13.10%，连续 4 年内资第一），专注婴配粉研产销；前身为 1962 年成立的红光乳品厂，2019 年于港交所上市，实控人为冷友斌先生（控制 49.9% 股份）；

2) 公司 2019 年收入 137.69 亿元（+32.33%），归母净利润 39.35 亿元（+75.41%）；收入中的高端婴配粉/普通婴配粉/其他乳品/营养补充品为 94.1/31.3/6.1/5.8 亿元（YOY+41.4%/+23.0%/+10.0%/-10.0%），营收占比 68.6%/22.8%/4.4%/4.2%。

□ 公司突破奶粉重围，做到第一，凭的是是什么？

1) 核心团队执行力强：团队成员均在婴配粉市场深耕逾十年，创始人冷友斌先生拥有超 30 年行业经验，成功打造产品力和管理力，总裁蔡方良先生加入飞鹤近 10 年，坚持带领团队一线运作；

2) 率先解决行业渠道及流量痛点：渠道与流量是行业痛点，飞鹤通过渠道扁平化、严苛的价盘管控解决渠道乱价问题，通过大规模线下引流活动解决终端流量不可控问题（2019 年举办活动超 50 万场），率先实现价盘秩序、终端流量控制（样本调研看到星飞帆各渠道价差小于 1%）。

3) 品牌效应与马太效应已形成：公司率先抓住了 2016 年奶粉配方注册制机遇（2018.1.1 禁售无配方奶粉）、2014 年至今渠道变革机遇（奶粉销售渠道从 KA 商超转向母婴店），2016 年首度成为内资第一，2020 年大概率达到全市场第一，星飞帆成为超 70 亿级别大单品，品牌效应、马太效应已形成，后续成长来源于护城河基础上的快速复制推广。

□ 公司如何快速复制推广？如何成长？

1) 顺应内资崛起大势：2008 年三鹿事件使内资奶粉厂商陷入谷底，市占率跌至底部，在安全体系重建后，经历 12 年漫长的信任重建，加上国家大力支持（2019 年《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》要求力争奶粉自给率超 60%），内资整体市占率持续提升并逐步超越外资（2019 年内/外资品牌 CR3 分别为 21.4%/19.5%），重新掌握市场话语权。

2) 对标美/日，龙头市占率存在翻倍空间：19 年我国婴配粉行业 CR3 仅 36.3%，远低于美、英 80%+，日本 75%+，内资第一的中国飞鹤市占率仅 13.1%，市占率存在翻倍空间。

3) 进攻一二线城市与华南华东薄弱市场：公司在华北市场已形成市占率超 30% 的绝对强势地位，未来将主攻一二线城市与华南华东薄弱市场，根据我们独家统计，飞鹤在吉林/黑龙江/辽宁三省每万名新生儿对应零售网点数分别为 111/88/72 个，在河北/山西/北京分别为 59/56/28 个，在福建/广东/海南分别为 38/28/37 个，一二线城市及华南华东市场约有 3 倍进攻空间。

□ 风险提示

食品安全风险；新生儿人口下降超预期风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 15.00

单季度业绩

元/股

H1/2020

0.31

H2/2019

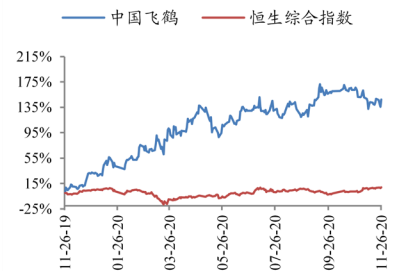
0.24

H1/2019

0.22

H2/2018

0.14



公司简介

公司是婴配粉龙头（2019 市占率 13.10%，连续 4 年内资第一），专注婴配粉研产销；前身为 1962 年成立的红光乳品厂，2019 年于港交所上市，实控人为冷友斌先生（控制 49.9% 股份）。

相关报告

- 1 《中国飞鹤点评报告：要约收购原生态农业，巩固婴配粉行业领先地位》2020.09.07
- 2 《中国飞鹤点评报告：中报业绩超预期，高端婴配粉逆势高增长》2020.08.19

分析师：邓晖、马莉

联系人：邓晖、马莉、杨骥

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	13722	19141	24286	29720
(+/-)	32.04%	39.50%	26.88%	22.38%
净利润	3935	5710	7312	9136
(+/-)	75.47%	45.12%	28.06%	24.96%
每股收益(元)	0.44	0.64	0.82	1.02
P/E	34.06	23.47	18.33	14.67

正文目录

1. 婴配粉行业：低增长、高端化、品牌集中化赛道，内资龙头迎来发展新机遇	6
1.1. 我国婴配粉行业发展三段历程：内资品牌迎来新机遇	6
1.2. 行业空间：2000 亿低增长赛道，持续高端化趋势	6
1.2.1. 量：2014-2019 年行业销量 CAGR 5.1%，出生人口下降趋势下预计未来五年 CAGR 1.6%	6
1.2.2. 价：消费升级趋势下均价预计保持 3%的年化增速	7
1.2.3. 零售规模：2019 年 1,755 亿元，低增长+高端化趋势赛道	8
1.3. 渠道：母婴店取代传统 KA 成主导，电商占比快速提升	9
1.4. 市场格局：国产品牌表现亮眼，长期内外资占比有望达到 6:4	10
1.4.1. 国产奶粉具备产品适应性、新鲜度、渠道下沉优势，政策推动下份额有望提升至 60%	10
1.4.2. 行业集中度不断提升，国产品牌逐步脱颖而出	11
2. 飞鹤概览：2013 年起积极调整，渠道扁平化、产品高端化	13
3. 核心竞争力：团队、渠道优势显著，产品为基础、品牌力持续升级	19
3.1. 管理团队执行力强，股权结构稳定	20
3.2. 严控库存、价盘+终端引流，解决渠道痛点	20
3.3. 奶源把控+研发投入，加深产品内功修炼	24
3.3.1. 全产业链布局控制奶源，保证产品高品质及新鲜度	24
3.3.2. 持续研发配方，更接近中国妈妈的母乳成分	25
3.4. 持续投入品牌建设，以现象级大单品加速释放品牌势能	26
4. 增长驱动：市场份额扩大+单店效益提升+多元布局新品续航增长	30
4.1. 婴配粉行业市占率提升空间充足，内资龙头增长轨迹清晰	30
4.1.1. 国内婴配粉行业集中度低于国外成熟市场，内资龙头仍有充足成长空间	30
4.1.2. 强势区域排他巩固地位，大力拓展南方及一二线城市	31
4.2. 注重单店效益提升，强终端服务力提供有力支撑	33
4.3. 多元布局有机、羊奶粉、营养品赛道，培育全新利润增长点	35
5. 报表质优，净利率、周转率优势带动 ROE 居内资首位	36
6. 盈利预测与投资建议	39
6.1. 盈利预测	39
6.2. 投资建议	40
7. 风险提示	40

图表目录

图 1：中国奶粉产业发展历程	6
----------------	---

图 2: 2001-2019 年我国出生人口数 (万人)	7
图 3: 我国 6 个月内婴儿的纯母乳喂养率 (%)	7
图 4: 我国婴幼儿配方奶粉分段销售量 (万吨, %)	7
图 5: 我国婴幼儿配方奶粉的平均零售价 (元/kg, %)	8
图 6: 我国婴幼儿配方奶粉市场规模 (亿元, %)	8
图 7: 我国婴幼儿配方奶粉市场高端化趋势	9
图 8: 我国婴幼儿配方奶粉市场各销售渠道产品的零售销售价值占比 (%)	9
图 9: 2016 及 2019 年我国婴配粉市场各品牌市占率对比	11
图 10: 飞鹤零售销售点区域分布	18
图 11: 2019 年各品牌奶粉线上份额	19
图 12: 飞鹤股权结构图 (截至 2020 年 11 月 13 日)	20
图 13: 内资奶粉企业存货周转天数对比	21
图 14: 飞鹤近年来线下活动开支 (百万元)	22
图 15: 国内生鲜乳价格高于国际生鲜乳价格	24
图 16: 飞鹤近年来研发投入不断加大	26
图 17: 飞鹤营销组合拳	28
图 18: 飞鹤电梯广告提升消费者认知	28
图 19: 2019Q1 飞鹤各省零售销售商/出生人口分布图 (个/万人)	31
图 20: 2013-19 年我国部分地区出生率变化 (%)	32
图 21: 2019 年我国分地区出生人数 (万人) 及出生率 (%)	32
图 22: 预计 2023 年全行业母婴店销售渠道占比将达到 60%	34
图 23: 2016-2019 飞鹤平均单个零售商年销售额 (万元)	34
图 24: 飞鹤物流驰援全国各地	34
图 25: 飞鹤助力北京疫情防控	34
图 26: 2 月 6 日飞鹤为孕产妇开通 24 小时在线问诊绿色通道	35
图 27: 2 月初飞鹤电商团队通过多渠道展开线上直播活动	35
图 28: 内资奶粉企业 ROE 对比	36
图 29: 内资奶粉企业毛利率对比	36
图 30: 内资奶粉企业销售费用率对比	36
图 31: 内资奶粉企业管理费用率对比	36
图 32: 内资奶粉企业净利率对比	37
图 33: 内资奶粉企业资产周转率对比	37
表 1: 按城市类别划分婴配粉市场的各自占比及复合增速	10
表 2: 我国婴配粉市场定价格局	12
表 3: 飞鹤发展历程	13
表 4: 飞鹤业绩拆分 (百万元)	14
表 5: 飞鹤婴幼儿配方奶粉产品及其他产品系列	15
表 6: 飞鹤渠道收入划分 (百万元)	18
表 7: 行业内各公司营收及市占率变化 (亿元,%)	19
表 8: 飞鹤高管团队介绍 (截至 2020 年 9 月)	20
表 9: 北京某全国连锁商超婴配粉生产日期对比	21
表 10: 部分奶粉品牌在各渠道售价对比 (元/KG)	22
表 11: 各品牌奶粉经销商毛利率及门店利润率对比	23

表 12: 飞鹤经销商管理政策	23
表 13: 飞鹤鲜奶原料营养和安全标准高	24
表 14: 飞鹤营业成本拆分	25
表 15: 飞鹤销售费用拆分 (百万元)	26
表 16: 飞鹤央视广告投放抽样统计 (2020 年 7 月)	28
表 17: 2018 年我国奶粉市场大单品汇总	29
表 18: 飞鹤国内现有产能及规划产能汇总 (截至 2020 年 6 月)	30
表 19: 飞鹤超高端婴幼儿配方奶粉及儿童配方奶粉产品	33
表 20: 飞鹤历年报表拆解 (百万元)	38
表 21: 飞鹤盈利预测 (百万元)	39
表 22: 奶粉行业可比公司估值表 (截至 2020 年 11 月 26 日)	40
表附录: 三大报表预测值	41

1. 婴配粉行业：低增长、高端化、品牌集中化赛道，内资龙头迎来发展新机遇

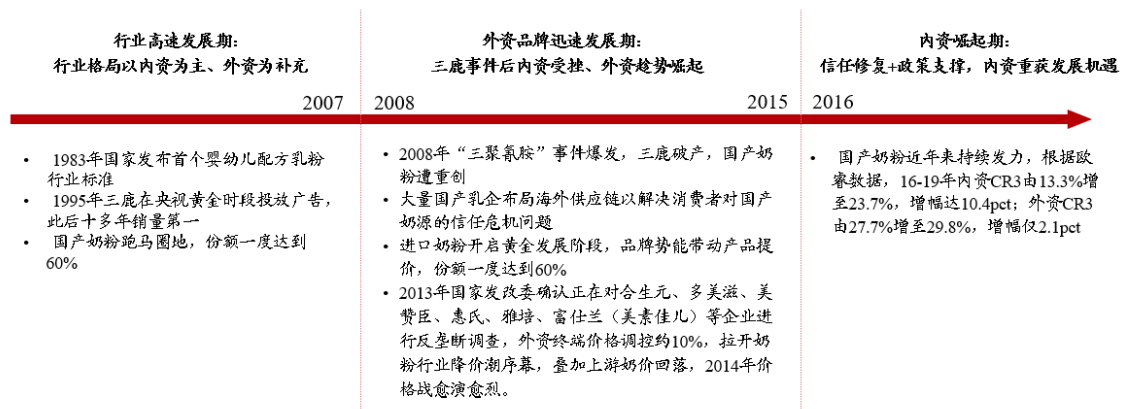
1.1. 我国婴配粉行业发展三段历程：内资品牌迎来新机遇

2008年前：高速发展期，内外资迅速发展。1983年，国内首个婴幼儿配方乳粉的行业标准出台，婴配粉开始逐步替代全脂/脱脂奶粉，1995年婴配粉市场开始快速增长；到2008年，国内婴配粉市场规模超350亿元（内资占比约60%），形成内资为主（三鹿、伊利、圣元、雅士利等）、外资（多美滋、美赞臣、雀巢、惠氏等）为重要补充的格局。

2008-2015年：三鹿事件，内资受挫、外资崛起。2008年，“三聚氰胺”事件曝光，三鹿集团破产，内资奶粉遭遇重挫，外资奶粉趁势崛起。内资奶粉中，飞鹤、澳优、贝因美未检测出三聚氰胺，伊利承担全额损失以挽回品牌；外资奶粉则趁势崛起，市场份额提升至约60%，实现反转。

2016年迄今：信任修复+政策支持，内资重获发展机遇。2016年，《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》出台，规定每一个奶粉工厂最多只能有3个配方系列的9个配方产品的注册资格，截至2020年5月15日，共公布56批名单，166个工厂、439个系列、1305个配方通过配方注册，内资数量占比超过85%；2019年，《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》出台，强调支持国内企业在境外收购和建设奶源基地，降低原料成本，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。

图 1：中国奶粉产业发展历程



资料来源：奶粉智库，浙商证券研究所整理

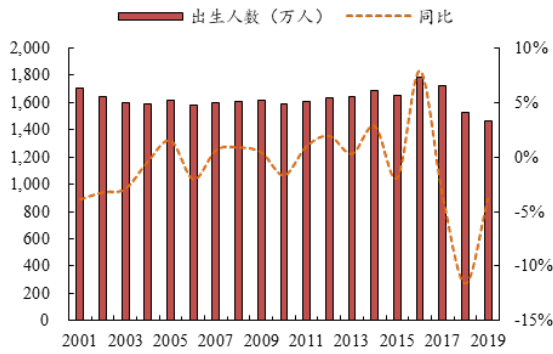
1.2. 行业空间：2000亿低增长赛道，持续高端化趋势

1.2.1. 量：2014-2019年行业销量 CAGR 5.1%，出生人口下降趋势下预计未来五年 CAGR 1.6%

预计我国出生人口数量将保持低位：2015年，国家施行“全面放开二孩”政策，2016年出生人口增长至1786万人（+7.9%），短暂上升后重回下降趋势，2017/2018/2019年分别降低3.5%/11.6%/3.8%，随着生育意愿降低、生育年龄延后、老龄化趋势，预计我国出生人口数量将保持低位。

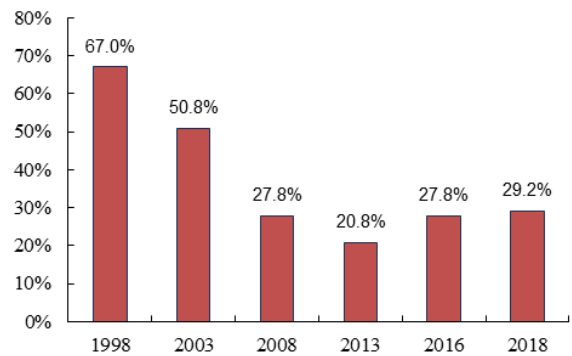
母乳喂养率低于全球平均水平，预计未来稳定中有小幅回升可能：根据中国发展研究基金会于2019年2月发布的《中国母乳喂养影响因素调查报告》显示，我国6个月内婴儿的纯母乳喂养率已从1998年的67.0%降至2018年的29.2%，远低于全球均值43%，在亚洲国家中也处于较低的水平，预计未来纯母乳喂养率保持稳定且有小幅回升可能。

图 2：2001-2019 年我国出生人口数（万人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

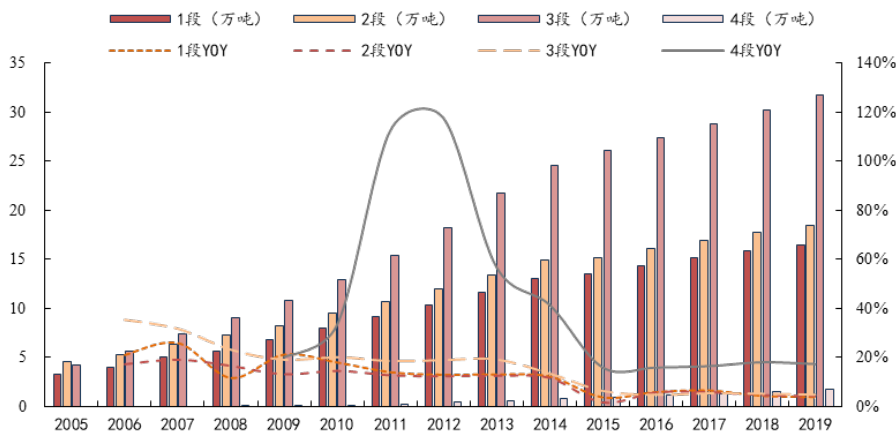
图 3：我国 6 个月内婴儿的纯母乳喂养率（%）



资料来源：国家卫生健康委员会，中国发展研究基金会，浙商证券研究所整理

预计 2019-2024 年行业销量年化增速 1.6%。根据欧睿数据，我国婴幼儿配方奶粉销量自 2014 年的 53.4 万吨增长至 2019 年的 68.3 万吨，CAGR 为 5.1%。分段来看，1 段占比 24%/CAGR 4.8%，2 段占比 27%/CAGR 4.3%，3 段占比 46%/CAGR 5.2%，4 段占比 3%/CAGR 16.6%。根据未来出生人口下降趋势、人均消费量小幅提升，分段测算，预计 2019-2024 年 1 段+2 段奶粉销量 CAGR 1.1%，3 段奶粉销量 CAGR 1.5%，4 段奶粉虽然增速强劲但占比低拉动有限，行业整体销量 CAGR 1.6%。

图 4：我国婴幼儿配方奶粉分段销售量（万吨，%）

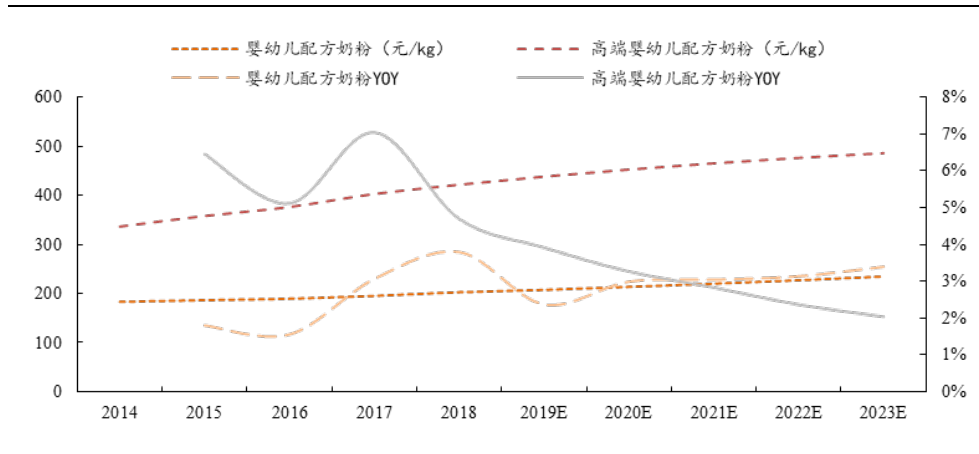


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

1.2.2. 价：消费升级趋势下均价预计保持 3% 的年化增速

婴幼儿配方奶粉平均零售价呈平稳上升趋势，预期增速稳定。根据弗若斯特沙利文数据，我国婴配粉平均零售价由 2014 年的 183.2 元/KG 平稳增至 2018 年的 202.6 元/KG，CAGR 为 2.6%，其中高端婴配粉平均零售价由 2014 年的 336.3 元/KG 快速增至 2018 年的 421.7 元/KG，CAGR 为 5.8%。我们预计未来在消费升级趋势下婴配粉均价或将保持 3% 的年化增速。（注：婴配粉划分超高端（>450 元/KG）、高端（350-450 元/KG）、普通（<350 元/KG）三类，超高端和高端类统一归为高端婴配粉）。

图 5：我国婴幼儿配方奶粉的平均零售价（元/kg，%）

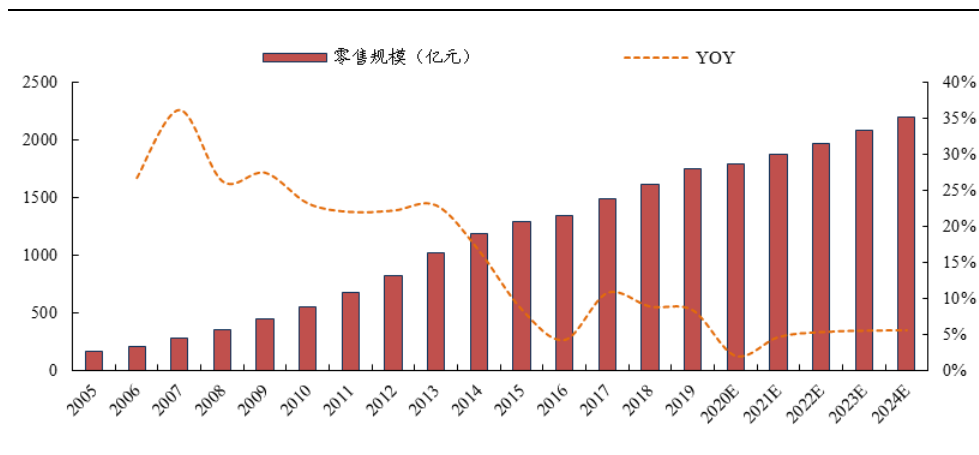


资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所整理

1.2.3. 零售规模：2019 年 1,755 亿元，低增长+高端化趋势赛道

婴配粉行业为低增长赛道：根据欧睿数据，我国婴配粉零售规模从 2014 年的 1,187 亿元增长至 2019 年的 1,755 亿元，CAGR 为 8.1%。根据前述销量 1.6%、均价 3%的复合增速假设，预计未来五年婴配粉零售规模增速 4.6%，2024 年约 2,200 亿元，其后持续走低乃至零增速。

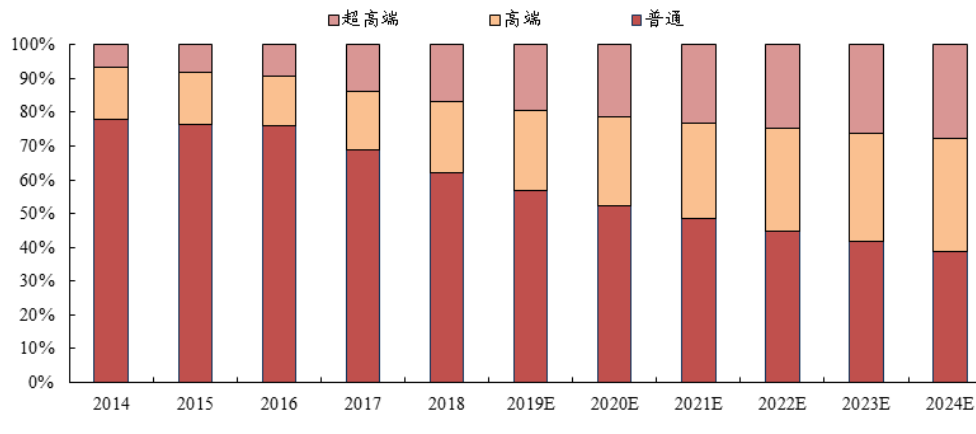
图 6：我国婴幼儿配方奶粉市场规模（亿元，%）



资料来源：欧睿，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所整理

消费升级背景下，市场高端化趋势或将延续：根据弗若斯特沙利文数据，2014-2018 年超高端婴配粉市场快速增长，CAGR 达到 39.5%，市场占比由 6.8%提升至 16.9%；高端市场表现亮眼，CAGR 达到 20.5%，市场占比由 15.2%提升至 21.0%。相较之下，普通市场 CAGR 仅 5%，市场占比由 78.0%下滑至 62.1%。我们预计婴配粉市场或将延续高端化趋势，稳态市场格局下超高端/高端/普通预计分别占比 30%/35%/35%。

图 7：我国婴幼儿配方奶粉市场高端化趋势



资料来源：欧睿，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所整理

1.3. 渠道：母婴店取代传统 KA 成主导，电商占比快速提升

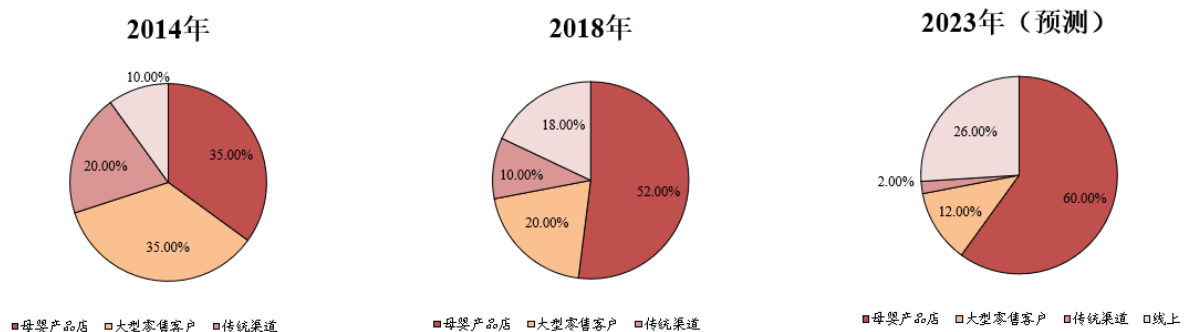
近年来我国婴配粉市场渠道发生颠覆性变化：母婴渠道成主流，电商快速崛起，商超持续萎缩。

1) 母婴店为主导渠道，目前占比已过半。与婴配粉行业发展阶段相匹配，母婴店方面，2000 年左右，爱婴室、爱婴岛、孕婴世界等大连锁成立，2008 年左右，小飞象、阿拉小优、孩子王等连锁企业成立。根据弗若斯特沙利文数据，2014 年母婴渠道占比仅 35%，而 2018 年占比已快速增至 52%，成为我国婴幼儿配方奶粉最重要的销售渠道，预计 2023 年其市场份额有望进一步提升至 60%。母婴产品店具有专业化水平高、消费者体验感强、产品种类丰富等优势，其提供的精细化服务能在满足消费者个性化需求的同时为品牌做精准的市场推广，这使得母婴渠道成为奶粉供应商较为关注、消费者倾向于选择的主要渠道。

2) 2014 年起电商平台崛起，目前占比约 18%，未来或持续快速提升。电商渠道具有便利性强的特征，利于消费者便捷比较、购买国内外各品牌奶粉产品，但也为供应商有效管理线上线下价格提出新的挑战。根据弗若斯特沙利文数据，2014 年电商渠道占比仅 10%，而 2018 年占比已增至 18%，发展势头迅猛，预计 2023 年进一步增至 26%。

3) 商超渠道 (KA+传统渠道) 占比大幅降至 30%，份额或将持续被挤压。2014 年至今，随着母婴店连锁涌现、电商平台崛起，商超渠道在婴配粉市场面临较大压力。根据弗若斯特沙利文，2014 年商超渠道占比高达 55%，而 2018 年份额已被大幅挤压至 30%，预计 2023 年进一步萎缩至 14%。

图 8：我国婴幼儿配方奶粉市场各销售渠道产品的零售销售价值占比 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所整理（注：大型零售客户主要由超市及大型超市代表，传统渠道即非连锁店，主要指杂货店及小型独立商店）

1.4. 市场格局：国产品牌表现亮眼，长期内外资占比有望达到 6:4

1.4.1. 国产奶粉具备产品适应性、新鲜度、渠道下沉优势，政策推动下份额有望提升至 60%

相比于进口奶粉，国产奶粉的优势主要体现在：

1) **产品适应性及新鲜度**：产品适应性方面，内资龙头更加聚焦于中国母乳研究，更贴合中国宝宝体质；新鲜度方面，国产奶粉相对也有优势，因为进口奶粉从国外通过海关进入中国，海运、报关等即大概需要约 5 个月左右时间。

2) **渠道下沉**：外资的打法是主要铺货在一二线城市，把握过去十年一二线城市消费升级的红利，但在低线城市的渠道下沉力度远不及内资。未来新出生人口预计主要集中在三四线城市，叠加消费升级趋势，低线城市的市场增速或将优于一二线城市。内资有望凭借持续的低线城市深耕优势进一步提高渗透率。

表 1：按城市类别划分婴幼儿配粉市场的各自占比及复合增速

市场按城市分类	各市场占比			CAGR	
	2014	2018	2023E	2014-2018	2018-2023
一线城市	10.2%	9.0%	8.0%	7.7%	4.5%
超高端	11.0%	25.5%	34.2%	33.0%	11.1%
高端	22.7%	29.5%	38.2%	14.8%	10.2%
普通	66.3%	45.5%	27.3%	-2.1%	-5.5%
新一线城市	19.7%	19.8%	19.6%	11.3%	6.7%
超高端	9.5%	24.5%	39.3%	41.0%	17.3%
高端	20.3%	28.5%	44.6%	21.3%	16.8%
普通	70.6%	47.2%	16.0%	0.7%	-14.1%
二线城市	17.9%	17.4%	16.9%	10.4%	6.3%
超高端	8.7%	22.7%	36.4%	39.8%	17.0%
高端	17.4%	25.3%	40.0%	21.0%	16.6%
普通	73.9%	52.2%	23.8%	1.3%	-9.2%
下线城市	52.2%	53.8%	55.5%	12.0%	7.6%
超高端	4.3%	10.8%	17.6%	41.1%	18.6%
高端	11.1%	15.6%	24.1%	21.9%	17.4%
普通	84.6%	73.6%	58.3%	8.2%	2.7%

资料来源：飞鹤招股说明书，浙商证券研究所整理

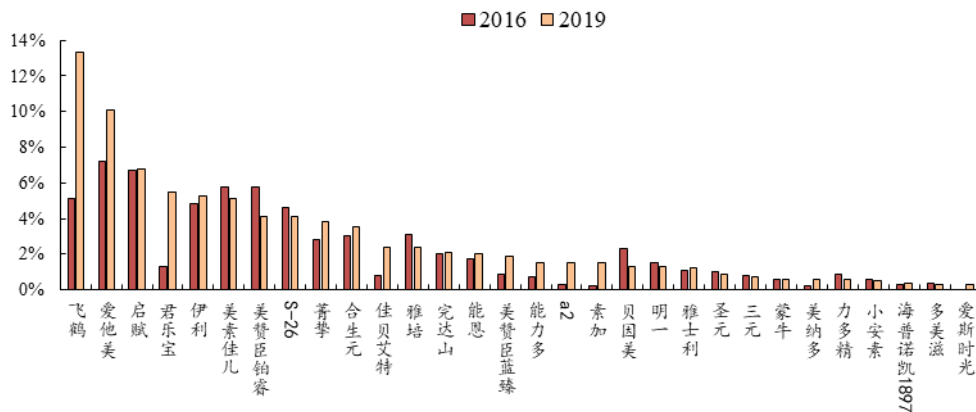
2018 年婴幼儿奶粉配方注册制落地，有望为国产奶粉腾挪近 150 亿增量市场。根据欧睿数据，2017 年婴幼儿奶粉市场规模 1,487 亿（出厂规模约 1,027 亿），其中海外贴牌、代工杂牌以及质量不合格的小品牌奶粉占比约 25%，若有一半杂牌出清，则会带来超 180 亿的缺口。进一步测算，国内三线城市及以下的奶粉销售额在全国占比超过 50%，且出清奶粉大部分在该区域销售，国产奶粉由于渠道下沉及产品优势将成为这一市场主力，推测有望填补 80% 的供给缺口，即有近 150 亿的市场增量空间。

进一步测算内外资占比，2017 年国产品牌市占率 44%，即市场规模 654 亿，注册制落地有望使内资规模增加至 800 亿，市占率提升至 54%。同时，跨境电商及海淘监管趋严、《国产婴幼儿配方乳粉提升方案》等也在政策端持续利好国产品牌，预计中长期来看，国产品牌市占率有望达到 60% 并继续提升。

1.4.2. 行业集中度不断提升，国产品牌逐步脱颖而出

2016年以来在政策的持续推动下，婴配粉行业集中度不断提升，国产品牌逐步脱颖而出。根据欧睿数据，2016年国内前十品牌市占率48.9%，2019年已大幅提升至64%，其中国产品牌从12.9%提升至27.6%，国外品牌仅从36%提升至36.4%。16-19年前五奶粉品牌市占率从30.6%提升至41%，2016年前五品牌中内资仅有飞鹤位列第五，市占率5.1%；2019年前五中内资品牌占据三个席位（飞鹤、君乐宝、伊利），合计市占率24.1%，其中18年首度第一的飞鹤更是在19年拉开了与第二名爱他美的差距（18/19年飞鹤领先0.3%/3.2%）。

图 9：2016 及 2019 年我国婴配粉市场各品牌市占率对比



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

各品牌价格带来看，外资主攻超高端，内资争夺高端市场：

- 1) **超高端 (>450 元/KG)**: 国外品牌占主流，如雅培、惠氏、美赞臣等；国产品牌中，飞鹤大单品星飞帆表现出色，其余主要以有机奶粉和羊奶粉为主。
- 2) **高端奶粉 (350-450 元/KG)**: 是国产品牌争夺之地，如飞鹤臻爱飞帆、臻爱倍护系列，伊利金领冠珍护、睿护系列等；国外品牌方面，达能爱他美表现出色。
- 3) **普通奶粉 (<350 元/KG)**: 国外品牌中，惠氏、达能等有所布局；国产品牌中，君乐宝、雅士利、贝因美布局较多，同时一些小品牌奶粉处在此价格区间。

表 2：我国婴配粉市场定价格局

品牌	2019 年 市场份额	超高端 (>450 元/kg)			高端 (350-450 元/kg)			普通 (<350 元/kg)		
		产品	均价	平均折扣	产品	均价	平均折扣	产品	均价	平均折扣
国产										
飞鹤	13.10%	臻稚	581	85%	臻爱飞帆	402	100%	星阶优护	327	87%
		星飞帆	487	78%	精粹益加	402	100%	臻爱倍护	317	100%
					贝迪奇	402	100%	飞帆	237	91%
君乐宝	5.40%				舒适/恬适	423	78%	乐臻	348	93%
					至臻 A2	415	85%	乐畅	219	100%
					至臻	356	85%	乐铂	214	92%
							乐纯	174	100%	
伊利	5.20%	金领冠悠滋小羊	597	100%	金领冠睿护	361	85%	金领冠珍护	321	100%
		金领冠塞纳牧	493	90%				金领冠菁护	287	93%
								金领冠经典	181	96%
								沛能	148	100%
澳优	4.90%	佳贝艾特悦白	593	98%	牛奶客	448	100%	美优高	338	100%
		悠蓝	573	100%	澳滋	406	93%	优选爱优	298	93%
		海普诺凯 1897	509	100%	美纳多	360	100%			
		海普诺凯萃护	509	100%	珀淳	350	100%			
		美纳多启活	498	100%						
		美优高经典	485	100%						
		淳瑾	483	100%						
		欧选	473	88%						
		佳贝艾特悠装	468	98%						
健合	4.9%	可贝思	585	100%	派星	423	89%	贝塔星	340	86%
		爱斯时光	451	100%	素加	387	100%	阿尔法星	285	79%
蒙牛	2.1%	朵拉小羊	535	100%	菁珀	431	100%	菁跃	342	100%
		Arla 宝贝与我	535	100%	多美滋初颖	373	100%	多美滋致粹	276	100%
		多美滋羊奶粉	510	100%				亲儿适	204	100%
		瑞哺恩有机	498	100%				亲儿硕	186	100%
		瑞哺恩亲悠	460	100%				新配方	131	100%
完达山	2.1%	菁采	535	78%	元乳	388	73%	菁美	280	100%
								育见	234	100%
								优巧	96	100%
贝因美	1.30%	红爱	535	95%				经典优选	284	100%
		绿爱	498	100%				童享	268	67%
		爱加	460	81%				菁爱	255	75%

资料来源：欧睿，天猫，京东，2020 年 7 月调研数据，浙商证券研究所整理（注：产品价格及折扣为各段均价）

2. 飞鹤概览：2013年起积极调整，渠道扁平化、产品高端化

飞鹤前身为1962年成立的红光乳品厂，2001年冷友斌先生收购飞鹤品牌，以极具前瞻性的眼光扎根北纬47°世界黄金奶源地齐齐哈尔，并于2007年打造了中国婴幼儿奶粉行业第一条完整的全产业链，实现从源头牧草种植、规模化奶牛饲养，到生产加工、售后服务各个环节的全程可控。2008年飞鹤未涉及“三聚氰胺”事件，品牌信誉度得到认可，09年婴配粉收入规模大幅增长。虽然2010年推出超高端产品星飞帆，但由于扩张速度过快，管理漏洞逐渐暴露，加上行业竞争激烈，其后增长停滞。

2013年后的积极调整：渠道扁平化精细化管理+聚焦高端化+全产业链布局稳步推进。公司2013年后启动渠道扁平化、精细化管理，2016年品牌定位“更适合中国宝宝体质”，并投入市场资源推动产品高端化，聚焦超高端星飞帆，两年销量复合增速达到169%，2018年已孕育为50亿级别的大单品；2017年臻稚有机推出，超高端产品再落一子；2018年完成收购Vitamin World的零售保健业务，完成大健康板块的多元化、国际化布局；2020年推出茁然儿童配方奶粉系列，完善产品布局。2020年9月，公司提出要收购核心原奶供应商原生态牧业，若收购成功将进一步增强公司对产业链掌控力、巩固婴配粉行业领先地位；同月，公司旗下间接控股全资子公司黑龙江飞鹤与中粮包装旗下中粮包装投资签订战略合作协议建设智能化铁听制罐生产线，以“厂中厂”模式实现即时供货，为公司进一步提升高端、超高端奶粉市场份额提供包装供应保障。

表 3：飞鹤发展历程

时间	里程碑
1962年	成立黑龙江飞鹤的前身红光乳品（后期扩充成为赵光乳品）
1984年	在中国注册“飞鹤”商标
1998年	黑龙江飞鹤收购赵光乳品的资产
2001年	冷友斌等人持“飞鹤”品牌转至齐齐哈尔克东县，成立黑龙江飞鹤乳业有限公司，开启二次创业之路
2003年	赴美上市
2008年	未涉及“三聚氰胺”事件，品牌信誉度得到认可
2010年	推出超高端星飞帆产品系列
2011年	调整业务策略，停止生产鲜奶，专注于发展、生产及销售婴幼儿配方奶粉产品
2013年	由于美股融资成本等因素退市并完成私有化
2014年	在哈佛医学院贝斯以色列女执事医疗中心成立飞鹤营养实验室，以从事营养研究及教学活动
2016年	成立Canada Kingston Dairy和Canada Royal Milk，配合金斯顿厂房的牛奶及羊奶生产
2017年	推出臻稚有机系列
2018年	完成收购Vitamin World的零售保健业务
2019年	成功于港交所上市
2020年7月	推出茁然系列，布局3-6岁儿童配方奶粉领域，持续展开超高端产品配方升级、新品储备
2020年9月	要约收购上市公司原生态牧业，增强对产业链掌控
2020年9月	与中粮包装旗下中粮包装投资达成战略合作，建立智能化铁听制罐生产线及试验基地，保障铁听包装供货。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所整理

聚焦产品高端化，大单品星飞帆贡献近半营收。2019年飞鹤收入137亿，增长持续提速，近三年CAGR 54%，2020H1公司实现营收87.07亿元，疫情期间仍逆势增长48%，其中婴配粉收入占比95.5%，高端婴配粉产品系列收入占比77.8%；公司超高端大单品星飞帆销量持续快速增长，2019年收入71亿，同比增38.3%，贡献过半营收；2017年推出的超高端臻稚有机放量增长，2019年收入6.53亿，同比大幅增82.9%；公司高端系列臻爱倍护、臻爱飞帆、精粹益加等产品2019年收入16.93亿，同比增42%。2)普通婴配粉产品2016年以来持续精简产品组合带动均价提升，销量也在2018年开始增长，2020H1收入占比为17.7%；3)其他乳制品方面，成人奶粉、液态奶、羊奶婴配粉及豆粉等

近年来由于业务结构调整, 2020H1 收入占比降至 2.4%; 4) 营养补充品方面, 2018 年新收的 Vitamin World 营养补充品规模尚小, 2020H1 收入占比仅为 2.1%。随着高端产品占比不断提升, 公司盈利能力持续增强, 公司毛利率从 2016 年的 54.6% 大幅提升 15.9pct 至 2020H1 的 70.9%, 其中高端婴幼儿配粉业务作为核心拉动引擎, 2020H1 毛利率达 78.2%。

表 4: 飞鹤业绩拆分 (百万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业总收入	3,583	3,615	3,724	5,887	10,392	13,722	8,707
YOY		0.9%	3.0%	58.1%	76.5%	32.0%	47.8%
毛利	1,711	2,000	2,034	3,790	7,019	9,610	6,176
毛利率	47.8%	55.3%	54.6%	64.4%	67.5%	70.0%	70.9%
婴幼儿配方奶粉产品收入	3,084	3,198	3,181	5,417	9,199	12,538	8,315
YOY		3.7%	-0.5%	70.3%	69.8%	36.3%	56.2%
收入占比	86.1%	88.5%	85.4%	92.0%	88.5%	91.4%	95.5%
毛利率	52.4%	58.5%	61.8%	69.4%	72.7%	72.4%	72.1%
总销量 (吨)	30,836	30,283	25,005	34,288	52,704		
YOY		-1.8%	-17.4%	37.1%	53.7%		
吨价 (万元/吨)	10.0	10.6	12.7	15.8	17.5		
YOY		5.6%	20.5%	24.2%	10.5%		
吨毛利 (万元/吨)	5.2	6.2	7.9	11.0	12.7		
高端婴幼儿配方奶粉产品系列	988	1,300	1,586	3,795	6,658	9,411	6,773
YOY		31.6%	22.0%	139.3%	75.4%	41.4%	73.0%
收入占比	27.6%	36.0%	42.6%	64.5%	64.1%	68.6%	77.8%
毛利率	60.2%	68.5%	68.9%	74.1%	76.5%	75.9%	74.2%
销量 (吨)	6,175	7,916	8,617	18,547	29,920		
YOY		28.2%	8.9%	115.2%	61.3%		
吨价 (万元/吨)	16.0	16.4	18.4	20.5	22.3		
YOY		2.7%	12.1%	11.2%	8.7%		
超高端星飞帆	294	438	711	2,454	5,108	7,065	
YOY		48.8%	62.4%	244.9%	108.2%	38.3%	
收入占比	8.2%	12.1%	19.1%	41.7%	49.2%	51.5%	
毛利率	67.3%	76.1%	75.5%	77.7%	79.3%	79.0%	
销量 (吨)	1,304	1,989	2,791	9,803	20,263		
YOY		52.5%	40.3%	251.2%	106.7%		
吨价 (万元/吨)	22.6	22.0	25.5	25.0	25.2		
YOY		-2.4%	15.7%	-1.8%	0.7%		
超高端臻稚有机				50	357	653	
YOY					620.3%	82.9%	
收入占比					3.4%	4.8%	
毛利率				57.7%	64.4%		
销量 (吨)				211	1,390		
YOY					558.8%		
吨价 (万元/吨)				23.5	25.7		
YOY					9.3%		
高端产品系列	693	862	875	1,292	1,192	1,693	
YOY		24.3%	1.5%	47.7%	-7.7%	42.0%	



项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
收入占比	19.4%	23.9%	23.5%	22.0%	11.5%	12.3%	
毛利率	57.2%	64.7%	63.6%	68.0%	67.8%	69.0%	
销量(吨)	4,871	5,927	5,826	8,533	8,267		
YOY		21.7%	-1.7%	46.5%	-3.1%		
吨价(万元/吨)	14.2	14.5	15.0	15.1	14.4		
YOY		2.2%	3.2%	0.9%	-4.8%		
普通婴幼儿配方奶粉产品系列	2,096	1,898	1,595	1,621	2,542	3,127	1,542
YOY		-9.5%	-16.0%	1.6%	56.8%	23.0%	9.4%
收入占比	58.5%	52.5%	42.8%	27.5%	24.4%	22.8%	17.7%
毛利率	48.7%	51.6%	54.7%	58.4%	62.7%	62.0%	63.1%
销量(吨)	24,661	22,367	16,388	15,741	22,784		
YOY		-9.3%	-26.7%	-3.9%	44.7%		
吨价(万元/吨)	8.5	8.5	9.7	10.3	11.2		
YOY		-0.2%	14.7%	5.8%	8.3%		
其他乳制品收入	499	418	543	471	550	605	205
YOY		-16.3%	30.0%	-13.4%	16.9%	10.0%	-17.2%
收入占比	13.9%	11.5%	14.6%	8.0%	5.3%	4.4%	2.4%
毛利率	19.3%	31.0%	12.5%	6.2%	18.9%	34.7%	37.3%
销量(吨)			17,105	17,963	17,579		
吨价(万元/吨)			3.2	2.6	3.1		
营养补充品收入					642	578	186
YOY						-10.0%	-41.6%
收入占比					6.2%	4.2%	2.1%
毛利率					35.9%	55.1%	55.0%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所整理

表 5: 飞鹤婴幼儿配方奶粉产品及其他产品系列

产品系列	产品定位	建议零售价	产品成分	产品示意图
高端婴幼儿配方奶粉产品系列				
超高端星飞帆 (2010年推出)	专注于尽可能接近中国妈妈母乳的成分	1段: 462.9元/公斤 2段: 440.0元/公斤 3段: 440.0元/公斤 4段: 382.9元/公斤	内含 OPO 结构脂、水解乳清蛋白、 α -乳清蛋白以及大量氨基酸	
超高端臻稚有机 (2017年4月推出)	专注于使用有机原料提供有机、新鲜及其营养的婴幼儿配方奶粉	1段: 501.5元/公斤 2段: 540.0元/公斤 3段: 511.4元/公斤	内含有机乳糖、脱产乳清粉、DHA、 ω -3 脂肪酸及 ARA	
高端臻爱倍护 (2012年推出)	专注于促进婴幼儿免疫系统发育	1段: 375.6元/公斤 2段: 364.4元/公斤 3段: 331.1元/公斤	内含乳铁蛋白、水解乳清蛋白、 α -乳清蛋白、胺基酸及益生菌	
精粹益加 (2014年推出)	为母婴专卖店销售渠道开发, 专注促进婴幼儿免疫系统发育	1段: -元/公斤 2段: -元/公斤 3段: -元/公斤	内含乳铁蛋白、益生菌、叶黄素、核苷酸、膳食纤维	
妙舒欢	专注幼儿配方奶粉, 新	1段: 410.0元/公斤	内含核苷酸、DHA、膳食纤	

产品系列	产品定位	建议零售价	产品成分	产品示意图
(2020年推出)	鲜生牛乳制作, 易吸收	2段: 410.0元/公斤 3段: 410.0元/公斤	维、OPO结构脂	
淳芮 (2020年推出)	专注婴幼儿配方奶粉, 使用有机生牛乳, 助力眼脑发育	1段: 460.0元/公斤 2段: 460.0元/公斤 3段: 460.0元/公斤	内含4重有益因子	
茁然 (2020年推出)	专为3-6岁儿童研制, 保护儿童成长新起点	茁护: 382.9元/公斤 学护: 382.9元/公斤 壮护: 382.9元/公斤 蓓护: 525.8元/公斤	内含益生菌Bb-12、乳铁蛋白、酵母β-葡聚糖	
普通婴幼儿配方奶粉产品系列				
星阶优护 (2014年推出)	专注于提供不同发育阶段所需的营养	1段: 342.2元/公斤 2段: 331.1元/公斤 3段: 308.9元/公斤	内含OPO结构脂、益生菌	
飞帆 (2007年推出)	专注于提供有助于婴幼儿身体及大脑发育的营养	1段: 264.4元/公斤 2段: 253.3元/公斤 3段: 220.0元/公斤	内含OPO结构脂、核苷酸混合物、DHA、ω-3脂肪酸、ARA、天然核桃油及叶黄素	
舒贝诺 (2015年3月推出)	专注婴幼儿配方奶粉, 更加亲和	1段: 372.5元/公斤 2段: 372.5元/公斤 3段: 372.5元/公斤	内含FOS益生元、DHA、RNA、OPO稀有结构脂、胆碱	
臻爱飞帆 (2012年推出)	线下销售, 专注亲和倍护	1段: 422.5元/公斤 2段: 410.0元/公斤 3段: 372.5元/公斤	内含叶黄素、核苷酸、乳铁蛋白、益生菌	
精粹贝迪奇 (2011年推出)	发展母婴专卖店销售渠道, 专注提供有益婴幼儿身体及大脑发育营养	1段: 422.5元/公斤 2段: 410.0元/公斤 3段: 372.5元/公斤	内含乳铁蛋白、水解乳清蛋白、叶黄素、核苷酸	
精粹贝艾儿 (2018年5月推出)	线下销售, 专注优质全营养, 助力婴幼儿吸收		内含OPO结构脂、核苷酸、胆碱	
精粹美藻儿 (2017年11月推出)	线下销售, 专注多元保护系统		内含OPO结构脂、核苷酸、膳食纤维、胆碱	
飞睿 (2017年10月推出)	线下销售, 专注亲和配方及大脑发育的营养		内含核苷酸、DHA/ARA、核桃油、叶黄素	
其他乳制品				
星蕴 (2017年12月推出)	专注孕产妇奶粉	411.5元/公斤	内含膳食纤维、α-乳白蛋白粉、叶酸、DHA、磷脂、铁元素	
经典1962 (2016年推出)	专注中老年人与成人奶粉	142.2元/公斤	内含多种维生素、钙铁锌、蛋白质	
营养补充品				

产品系列	产品定位	建议零售价	产品成分	产品示意图
呀蜜呀蜜 (2020年推出)	专注鲜米现磨, 混合营 养米粉	391.1元/公斤	内含益生元(FOS+GOS)、 12种维生素、冻干蔬菜粉、 钙铁锌	
VITAMIN WORLD 美 维仕(收购美国品牌)	产品系列覆盖基础补 充、植物草本、胃肠健 康、美容抗衰等十余个 功能方向		Acai 提取物、水解胶原蛋 白、大豆卵磷脂、玛咖、盐 酸氨基葡萄糖、月见草油等	

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

备注: 超高端星飞帆1段以天猫700g听装为样本计算, 2段/3段/4段以公司官网700g听装为样本计算; 超高端臻稚有机1段以天猫700g听装为样本计算, 2段/3段以公司官网700g听装为样本计算; 高端臻爱倍护1段/2段/3段以公司官网900g听装为样本计算; 茁然茁护/学护/壮护/蓓护以公司官网700g听装为样本计算; 星阶优护1段/2段/3段以公司官网900g听装为样本计算; 飞帆1段/2段/3段以公司官网900g听装为样本计算; 舒贝诺1段/2段/3段以公司官网800g听装为样本计算; 妙舒欢及淳芮1段/2段/3段以公司官网800g听装为样本计算; 线下销售产品臻爱飞帆、精粹益加、精粹贝迪奇价格为招股书公布建议零售价。星蕴以公司官网700g听装为样本计算; 成人奶粉以公司官网900g听装为样本计算; 呀蜜呀蜜以公司官网225g听装为样本计算。精粹贝艾儿、精粹美葆儿、飞睿系列主打线下, 未公布线上建议零售价, 线下草根调研门店未覆盖相关产品, 因此暂无价格信息。

渠道拆分来看, 经销商为飞鹤主要销售渠道, 华北、东北为公司强势地区。

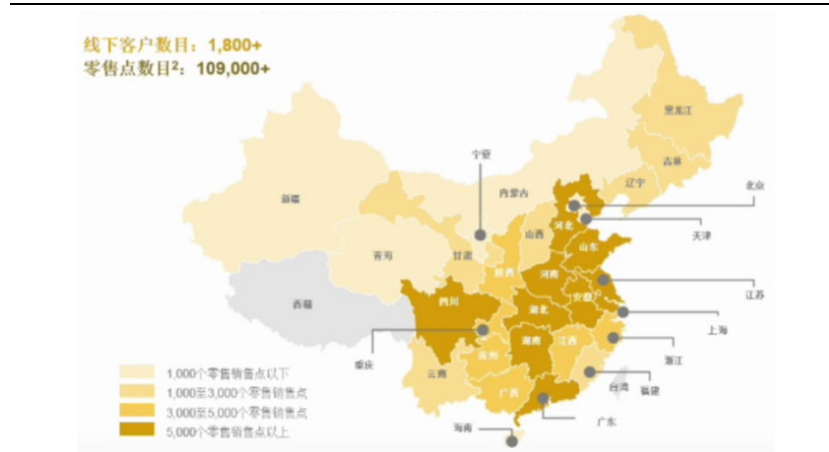
1) 线下渠道经销商为核心, 持续发力母婴渠道: 2018年飞鹤拥有经销商1,131个, 覆盖销售网点数90,000个, 收入占比达67.5%; 拥有零售商(母婴专卖店、超市及大型超市等)572个, 收入占比15.9%; 公司持续快速拓展经销网络, 截至19年末全国经销商数超过1800家, 合计覆盖终端网点超过10.9万个, 经销商收入占比达91.3%; 分区域看, 公司在华北及四川、湖南等省份的终端网点均超过5,000个; 截至2020年6月底, 公司在全国经销商数超过1900家, 覆盖零售网点数超过11.9万个, 经销商收入占乳制品收入比重达87%。公司早期就意识到母婴渠道的重要性, 专门推出贝迪奇(2011年)、臻爱倍护(2012年)、精粹益加(2014年)等母婴专供产品系列。2019年公司在孩子王、婴儿儿、贝贝熊、北京乐友、爱婴岛、小飞象、宝贝在线、哎呀、东北米氏等全国大型母婴店都呈现高速增长态势。

表 6: 飞鹤渠道收入划分 (百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019A	2020H1
终端网点数量 (个)			58,000	67,000	90,000	109,000	109,000	119,000
向经销商销售	2,974	2,835	2,888	4,513	7,017	4,115	-	-
收入占比	83.00%	78.40%	77.60%	76.70%	67.50%	69.80%	-	-
毛利率			53.80%	63.80%	69.50%	68.70%	-	-
经销商数量 (个)	1,225	1,159	1,139	1,167	1,131	1,166	-	-
向零售商销售	494	663	715	987	1,647	1,041	-	-
收入占比	13.80%	18.40%	19.20%	16.80%	15.90%	17.70%	-	-
毛利率			56.20%	65.00%	68.00%	66.80%	-	-
零售商数量 (个)			545	472	572	658	-	-
线上销售	116	117	121	387	1,085	417	-	-
收入占比	3.20%	3.20%	3.20%	6.50%	10.40%	7.10%	-	-
毛利率			65.10%	69.40%	72.80%	70.80%	-	-

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所整理

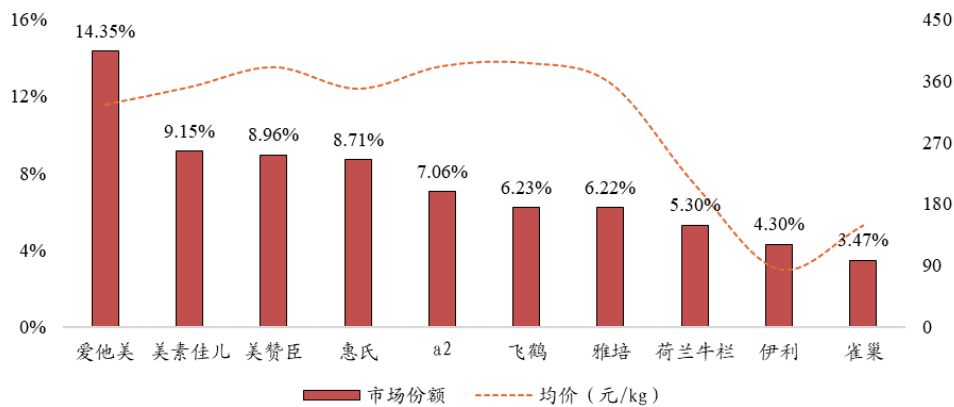
图 10: 飞鹤零售销售点区域分布



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

线上渠道占比持续提升, 份额稳居内资奶粉品牌首位: 飞鹤近年来积极把握渠道变化趋势, 入驻天猫、京东等大型电商平台, 2018 年线上收入 10.9 亿元 (天猫/京东占比 32%/27%), 占比提升至 10.4%, 2016-2018 年 CAGR 高达 200%。虽然电商是外资品牌主导, 但飞鹤在 2018 年依旧抢占了 4.7% 的线上份额, 2019 年线上份额进一步提升至 6.23%, 稳居国产品牌首位, 同时, 电商渠道的毛利率显著高于线下 3-5pct, 随着线上占比逐步提高也带动整体盈利水平提升。

图 11：2019 年各品牌奶粉线上份额



资料来源：母婴研究院，浙商证券研究所整理

3. 核心竞争力：团队、渠道优势显著，产品为基础、品牌力持续升级

从国内奶粉企业的发展轨迹来看，每一家的成功与衰落均有其必然性。

曾经连续 17 年中国奶粉销售冠军的三鹿在“三聚氰胺”事件里倒台，是其突破了食品企业品质安全的底线。

2009 年，贝因美依靠过硬的产品品质接过内资第一品牌的大旗，但其后 2011-2014 年的一些管理和渠道问题导致市场份额下滑幅度较大。

2015 年，伊利暂时接过第一，主要得益于产品结构优化、大单品金领冠珍护的放量等因素。

2016 年是奶粉行业调整的一年，注册制公布后行业洗牌，三四线品牌打折清库存，给一二线品牌的价格带来很大压力，国内前五品牌市占率均有不同程度的下滑。这一年，飞鹤品牌市占率超过伊利成为国产品牌之首，其后快速拉大领先优势，到 2018 年成为全市场第一品牌。飞鹤在行业调整之际突出重围的必然性又在哪里呢？

表 7：行业内各公司营收及市占率变化（亿元,%）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
贝因美	8.1	15	27.3	34.7	42.5	49.7	57.2	48.1	42.8	26.2	25.1	23.3		0.43
市占率				6.80%	7.40%	7.10%	6.80%	5.00%	3.80%	2.30%	1.70%	1.40%	1.30%	4%
伊利	17.7	22.6	27.7	32.4	34.9	31.4	38.6	42.1	45.1	38.2	45	56.3		37.35
市占率				8.20%	8.70%	5.40%	5.60%	5.30%	5.40%	4.70%	4.70%	5.00%	5.20%	约 5%
飞鹤	8.6	8.3	14.8	11.9	13.7	15.6	22.4	30.8	32	31.8	54.2	92	125.4	27.53
市占率				4.30%	4.20%	4.00%	4.30%	5.10%	5.30%	5.10%	6.90%	10.30%	13.10%	13.9%
澳优	1.9	4.1	6.2	5.8	6.3	13.5	11	13.9	21	27.4	39.3	53.9	62.3	4.09
市占率				1.60%	1.00%	1.00%	1.00%	1.20%	1.50%	2.00%	2.80%	4.00%	4.90%	-
君乐宝					0.9	1.1	1.1	3.3	7.2	12.2	25	46.5	67.6	-
市占率								0.40%	0.80%	1.30%	2.40%	4.10%	5.40%	-
合生元		0.4	2.4	7.9	16.8	27.2	37.5	39.8	33.6	32	37.2	45.1	50.7	7.18
市占率				1.90%	3.40%	4.50%	5.00%	4.60%	3.50%	3.20%	4.40%	4.70%	4.90%	6.1%
雅士利	23.3	22.7	20.6	24.4	24.3	31.3	33.2	22.7	19.9	14.6	18.7	24.4	26.5	0.36
市占率				6.00%	5.00%	5.20%	3.70%	2.20%	1.60%	1.10%	1.10%	1.10%	1.20%	-

资料来源：公司公告，欧睿，浙商证券研究所整理

3.1. 管理团队执行力强，股权结构稳定

飞鹤的管理层大多在婴幼儿配方奶粉市场深耕逾十年，团队常年稳定、执行力强。董事长冷友斌先生是食品专业科班出身，在中国乳业拥有超 30 年管理经验，负责战略把关和研发。总裁蔡方良先生拥有丰富的快消品经验，先后在康师傅、雅士利、江西美庐任职，加入飞鹤近 10 年，带领飞鹤南征北战，市场从东北推进到长江以北，并大力开拓南方市场，亲力亲为一线运作，给团队注入强大信心。

表 8：飞鹤高管团队介绍（截至 2020 年 9 月）

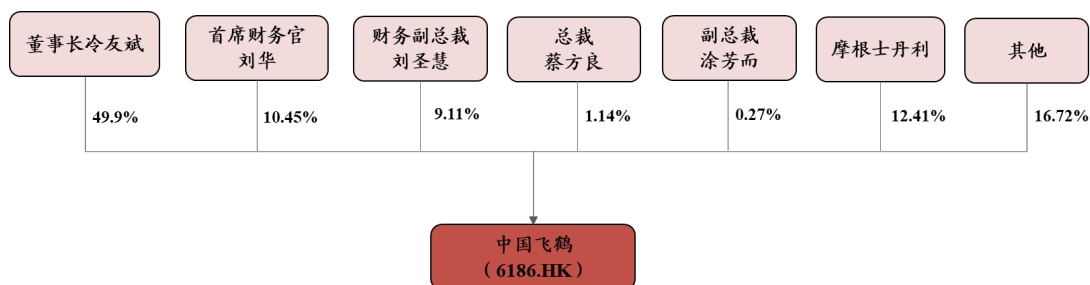
姓名	年龄	职位	加入本集团日期	任职年数	职责
冷友斌	50	董事长、首席执行官、执行董事	1996.8.21	23	负责本集团的整体发展策略及业务计划
刘华	46	副董事长、首席财务官、执行董事	2000.11.6	19	负责本集团的审核、会计及财务管理
蔡方良	50	总裁、执行董事	2010.11.22	9	负责本集团的整体管理及业务发展
涂芳而	43	执行董事、副总裁、联席公司秘书	2006.10.1	13	负责本集团的国际业务发展、资本市场事宜及法律事务
张国华	54	执行董事、维他命世界国际主席	2019.4.2	1	负责婴幼儿配方奶粉产品的海外销售及推广，以及维他命世界国际的全球发展策略

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

重视团队建设，拥有良好的内部人才培养机制和薪酬体系。从 1998 年启动第一届管培生，20 多年来注重人才培养、内部输送，团队理念一致，经理以上级别 85% 是管培生，主动离职率约为 0。薪酬水平在行业的 75 分位以上，部分岗位是顶尖水平。

高管持股比例高，股权结构稳定。截至 2020 年 11 月 13 日，公司实际控制人冷友斌先生通过信托基金和控股公司方式持有公司 49.9% 股权，刘华先生、刘圣慧先生分别持有 10.45%、9.11% 股权，联席保荐人之一摩根士丹利持有 12.41% 股权。

图 12：飞鹤股权结构图（截至 2020 年 11 月 13 日）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

3.2. 严控库存、价盘+终端引流，解决渠道痛点

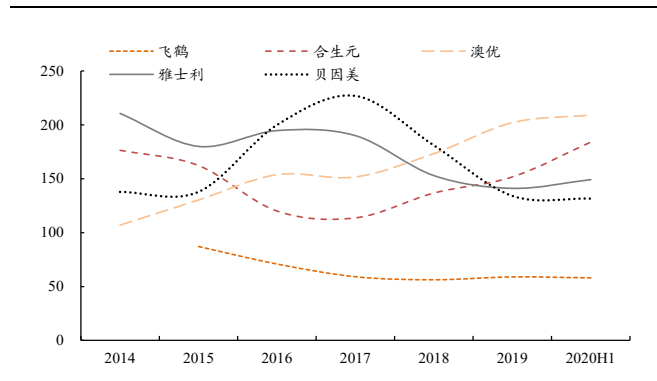
2013 年起飞鹤进行渠道扁平化改革，采用单层经销模式加强把控力度。单层经销系统的优势在于：1) 减少多层

经销商能使公司和经销商的利润空间更大、盈利水平更高从而强化稳定的合作关系，截至2019年6月飞鹤1,100多个经销商中已有超过800个合作关系超过2年；2) 存货能见度更强并能控制终端产品销售；3) 更及时地获得市场第一手资料及反馈，洞察市场趋势变化；4) 选择城市经销商，而非省级大型经销商，有助于渠道下沉，可以提高产品的渗透率，避免对单一经销商过度依赖。

一般而言，行业内渠道和门店的痛点主要体现在：

1) **渠道压货风险**：渠道压货固然可以短期内让企业冲业绩、让经销商拿优惠价格，但对产品的长期销售是不利的。飞鹤2016年下半年起在DRP系统中推出条形码扫描功能以追踪产品，一般保持库存与销售比率约2倍，属行业内的稳健库存水平。近年来存货周转天数持续下降至60天以内，远低于行业平均水平。同时，根据我们的渠道调研，飞鹤在终端的产品生产日期多在3-4个月，而外资品牌多在6个月以上，可见飞鹤贯彻对渠道库存的管理。

图 13：内资奶粉企业存货周转天数对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表 9：北京某全国连锁商超婴配粉生产日期对比

品牌	生产日期
飞鹤	2020年4月
外资 A	2019年11月
外资 B-1	2018年7月
外资 B-2	2019年8月
内资 A	2020年1月
内资 B-1	2020年2月
内资 B-2	2020年5月

资料来源：2020年6月渠道调研，浙商证券研究所整理

2) **窜货导致价盘混乱风险**：压货带来的连锁反应，会严重打击原有渠道价格体系，最终导致渠道利润分配出现恶性循环。由于飞鹤不依赖单一经销商，可以严格打击渠道窜货问题，严控价盘，且线上价格大于等于线下价格，从而保证渠道稳定的盈利水平。

表 10：部分奶粉品牌在各渠道售价对比（元/KG）

品牌	产品	母婴渠道			商超渠道			电商渠道		
		原 价	优惠 价	折 扣	原 价	优惠 价	折 扣	原 价	优惠 价	折 扣
飞鹤	星飞帆-3段	440	387	买7送1	440	387	买7送1	507	384	76%
	臻稚有机-2段	540	470	3听988元/6听1950元	540	459	第2件7折	594	464	78%
雀巢	超启能恩-3段	406	339	买五送一	395			395	323	82%
达能	爱他美卓萃-3段	383	306	3听825元	383			467	339	73%
	爱他美-3段	275	219	3听525元	275	231	2听减70元	375	231	62%
澳优	佳贝艾特悦白-3段	585	满2,808/5,616送240/680元非奶粉抵用券		585	3/6听送100/200元油卡		598	584	98%
健合	爱斯时光-2段	498						453		

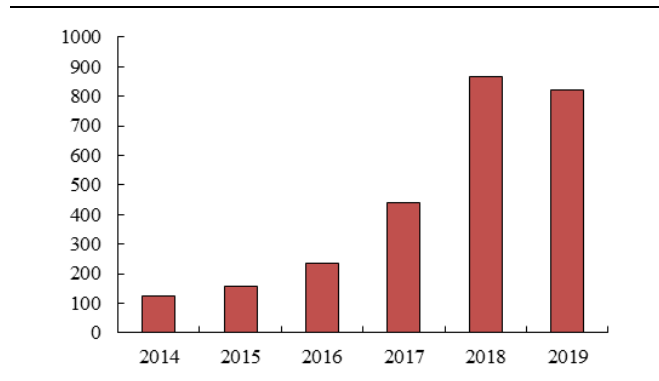
资料来源：2020年6月渠道调研，天猫，京东，浙商证券研究所整理

3) 引流及客单价问题：一方面，流量是门店最为关注的指标，也是门店卖外资品牌的重要原因。虽然外资品牌给渠道的利润远低于国产品牌，但门店将其作为通货卖，通过外资粉的品牌效应吸引客流入店。另一方面，很多企业为了引流会采取促销活动，但客单价的降低也会影响渠道利润。

为了平衡流量和客单价的问题，飞鹤一方面持续缩减促销力度，客单价逐步提高，也节省部分资源；另一方面持续投入线下活动，举办面对面研讨会，进行盲测，接地气地指导消费者如何挑选一款好奶粉。2019年公司举办超过50万场面对面消费者教育活动（含大型的“妈妈的爱”活动），共吸引超过上千万人次参加，2019年下半年创新推进包城、包镇、包系统的推广模式，这个模式到现在竞品也较难复制。近年来线下活动开支接近翻倍增长，18、19年都在8亿+（19年费用投入体现了一定的规模效应）。20年上半年公司举办活动超33万场，其中线上/线下活动分别达14.4万场/18.6万场。

从飞鹤的渠道利润分配来看，其给经销商和终端门店的利润率处于行业中等水平，但凭借市场资源的投放解决流量的痛点，在帮助渠道引流的同时，也将市场端牢牢掌握在自己手中，进一步降低对渠道的依赖。

图 14：飞鹤近年来线下活动开支（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 11：各品牌奶粉经销商毛利率及门店利润率对比

	经销商	终端
飞鹤	10-15%	25-30%
合生元	8%	15-20%
君乐宝	18-20%	35-40%
伊利	13-15%	30-35%
外资	10%	10%

资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

4) 厂商拖欠垫付费用：垫付费用是经销商在分销链条上的一项基本功能，通常厂家为了促进终端动销会要求经销商举办线下活动，市场费用由其先垫付，但近年来核销变慢，长则达到 6 个月。飞鹤的代垫费用保证 N+15，即发生费用的第 15 天完成核销，保障经销商健康的资金周转，同时也使其更放心积极地参与地面营销活动。

表 12：飞鹤经销商管理政策

协议条款	具体内容
下达订单	经销商于每月 20 号之前提交下个月的订单量，订单量的准确度须达到 85%以上
销售目标	公司为经销商设定月度和年度销售目标，若经销商连续 3 个月未达到月度目标/一年两个及以上季度未达到销售目标/上半年未未达到 45%的年度目标，公司有权终止经销协议
付款	经销商须在提货前支付货款，不允许经销商赊账下单
价格	公司向经销商提供生产商建议零售价，并且每 1-2 个月会进行审查，及时与未按生产商建议零售价的经销商进行协商
蚕食行为	一旦发现经销商有蚕食行为，经销商须在 5 个营业日内购回所有违约出售产品并承担相应成本；若经销商未矫正违约行为，公司有权扣除提供给经销商的促销产品数量，或自其付款中扣除相关款项，并根据违约程度索取 20,000-60,000 元罚金；若经销商存在两次以上蚕食行为，公司有权终止经销协议；为防止经销商之间互相蚕食，公司严格规定并限制每名经销商的销售区域
存货管理	1) 每月会检查所有经销商的存货，如果经销商存货大幅高于其采购量，会减少或终止向其交货；2) 经销商经公司审批后可进行存货重新调配，重新调配价格按出厂价支付，由经销商相互间直接结算，运输费用由涉及重新调配的经销商承担；3) 通过 DRP 系统中的条形码扫描功能，能够自动获取经销商实时存货水平，从而进行存货管理
营销活动	公司有权规划及组织宣传及营销活动，且相关成本由经销商与公司共同承担
物流及仓库	在经销商付款后，将委聘独立第三方物流服务供应商将产品送至经销商指定仓库
退还产品	除缺陷产品或已损坏产品外，一般不允许经销商退回商品；经销商有权退换临期产品，但不得超过当年销售数量的 1%，且仅按已售商品原价折让 35%退换产品

资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

从同行渠道策略对比来看：1) 君乐宝给渠道高毛利的同时需要经销商开拓市场；2) 合生元采取类似可口可乐的通路精耕模式，安排较多的人员细拆渠道，通过妈妈 100 平台维系客群粘性；3) 伊利渠道策略相对平衡；4) 外资管理团队常驻海外，对利润重视高于份额开拓，在一二线城市主要依靠品牌驱动，但下沉市场时经销商获利空间略窄。

整体来看，我们认为飞鹤在渠道端拥有显著的优势：一方面通过严格的库存管理、价盘管控保证渠道纪律性，另一方面通过投入大量的市场资源做线下活动为终端引流，不仅解决压货、窜货、流量、垫付费用等渠道痛点，也强化对渠道及市场端的掌控力度。

3.3. 奶源把控+研发投入，加深产品内功修炼

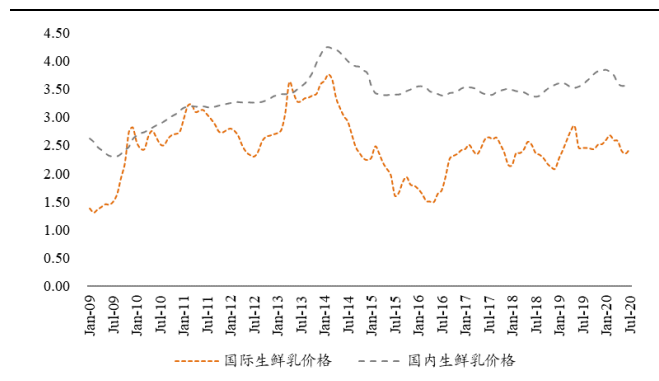
3.3.1. 全产业链布局控制奶源，保证产品高品质及新鲜度

飞鹤的全产业链布局使其能做好奶源控制，采用优质鲜奶作为主要原材料。国内奶粉企业往往部分采用进口大包粉作为原材料，虽然成本更低（截至2020年7月国内鲜奶价格3.62元/KG>国际生鲜乳2.43元/KG），但进口大包粉货运时间需要1-2个月。飞鹤则采用鲜奶以保障奶粉的新鲜度和营养成分，早在2007年就在北纬47°世界黄金奶源地齐齐哈尔打造了中国婴幼儿奶粉行业第一条完整的全产业链，其鲜奶符合一系列高于中国及欧洲基准的营养和安全标准。

要约收购生鲜乳供应商原生态牧业，进一步巩固行业领先地位。2011年飞鹤因业务调整将克东牧场和甘南牧场出售给原生态集团，并签订奶源优先供应的战略协议，截至2020年飞鹤已与原生态保持近十年的稳定合作关系；飞鹤乳制品原材料成本中鲜奶占比在35-40%，近3年自原生态采购额占比80%+；原生态集团（拥有1万多头奶牛）作为飞鹤最大供应商，旗下7家牧场毗邻飞鹤下游加工厂，地理优势利于飞鹤获得稳定优质的鲜奶供应，为高品质婴配粉生产提供有力支持；除原生态外，飞鹤其余原奶供应商为拥有逾300头奶牛的中等规模牧场及小型家庭牧场超过75个；2020年9月6日，飞鹤公告称拟以约31亿港元要约收购原生态牧业所有已发行股份并注销全部尚未行使的购股权，收购完成后中国飞鹤或将控股原生态牧业，有利于增强公司对奶粉产业链掌控力、降低原奶价格波动对公司成本影响，进一步巩固公司在婴配粉领域领先地位。

高效的运转体系确保产品独特的高品质及新鲜度。原料管理方面，飞鹤奶源地均在工厂周边，确保鲜奶24小时内送到并使用；其他原材料保持24天生产需要的安全库存，包装材料保持13天的安全库存。此外，公司精简电子商务运作，从线上订购、制造产品至将产品交付予终端客户仅需时28天，确保产品处于最新鲜状态。

图 15：国内生鲜乳价格高于国际生鲜乳价格



资料来源：Wind, IFCN, 浙商证券研究所整理

表 13：飞鹤鲜奶原料营养和安全标准高

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	≤2,000,000	≤100,000
体细胞数目 (/mL)	≤200,000	不适用	≤400,000

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

表 14：飞鹤营业成本拆分

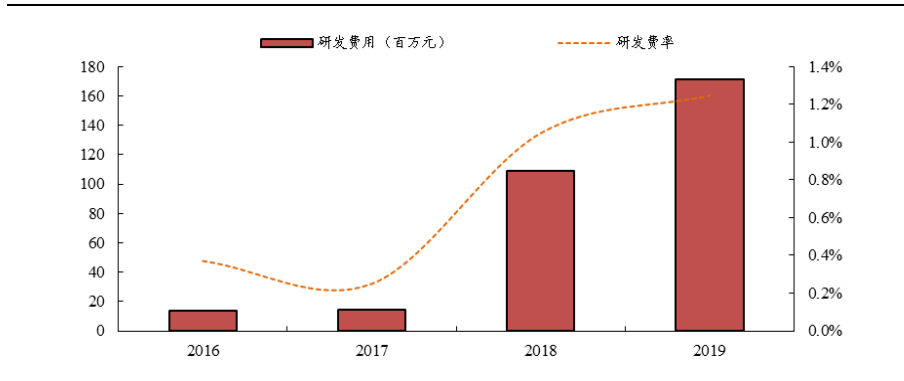
	2014	2015	2016	2017	2018
营业成本	1,872	1,616	1,690	2,097	3,373
乳制品原材料	1,705	1,415	1,442	1,826	2,608
/营业成本	91.1%	87.7%	85.3%	87.1%	77.4%
鲜奶	629	567	570	666	888
占比	36.9%	40.1%	39.5%	36.5%	34.1%
原生态集团	606	440	456	531	763
/鲜奶总采购成本	96.3%	77.7%	84.2%	83.5%	86.8%
吨价(元)	5,088	4,516	3,987	3,965	3,934
包装材料	11.1%	13.4%	16.5%	17.5%	19.2%
乳清粉	10.2%	10.6%	7.7%	8.1%	6.4%
混合植物油	3.1%	3.1%	4.0%	3.2%	6.3%
脱脂奶粉	3.5%	2.8%	3.0%	4.1%	5.5%
α-乳清蛋白	2.2%	2.1%	1.9%	3.0%	3.6%
其他原材料	33.2%	27.9%	27.3%	27.5%	25.1%
营养补充品					412
/营业成本					12.2%
间接生产成本	91	116	147	147	187
/营业成本	4.9%	7.2%	8.7%	7.0%	5.5%
人工成本	40	38	56	57	57
/营业成本	2.2%	2.3%	3.3%	2.7%	1.7%
其他	35	46	46	67	109
/营业成本	1.8%	2.8%	2.7%	3.2%	3.2%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

3.3.2. 持续研发配方，更接近中国妈妈的母乳成分

飞鹤是最早研究中国母乳的乳企之一，通过添加 OPO 结构脂、水解乳清蛋白、益生菌及 α-乳清蛋白等优质成分调整脂肪酸及其他营养等基本营养水平，以满足婴幼儿特定的生长和发育需求，并促进中国婴儿的消化健康。飞鹤已建立中国母乳数据库，从华南及华北地区收集超过 1,500 个样本，对不同地区的母乳成分开展深入研究以改善配方；公司积极与国际领先研究机构展开合作，2014 年投资 450 万美元与哈佛医学院贝斯以色列女执事医疗中心设立飞鹤营养实验室，开展对婴幼儿及成人的营养研究。截止 2019 年 6 月底，飞鹤内部研发团队拥有 63 名成员，其中 4 人持有营养、食品科学、生物或医学博士学位，23 人拥有上述领域的硕士学位。近年来研发投入不断加大，2019 年研发费用 1.7 亿，研发费率持续提升至 1.2%。

图 16: 飞鹤近年来研发投入不断加大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

3.4. 持续投入品牌建设, 以现象级大单品加速释放品牌势能

婴幼儿配方奶粉和一般消费品不同, 具有消费周期短(绝大多数 3 年)、产品粘性强(单个用户一旦认定某个品牌就不会轻易改变)的特点, 需要持续的品牌投入和消费者教育。2015 年以来飞鹤致力于集中资源开发及营销高端产品, 并独特定位“更适合中国宝宝体质”, 近年来销售费用率大幅提升至 30%+, 其中广告开支、宣传开支(超市推广)、线下活动开支(面对面研讨会)占收入比在 25%+。19 年以来由于规模效应和品牌力的提升, 费率得到有效控制, 19 年销售费用率降至 28%。

表 15: 飞鹤销售费用拆分(百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
销售费用	756	1,174	1,370	2,139	3,661	3,848	2,197
销售费用率	21.1%	32.5%	36.8%	36.3%	35.2%	28.0%	25.2%
广宣费	402	758	799	1,241	1,775	1,921	-
广告开支	180	487	488	833	1,167	-	-
宣传开支	222	271	311	408	608	-	-
线下活动开支	122	157	233	441	865	823	-
两大项占收入比	14.6%	25.3%	27.7%	28.6%	25.4%	20.0%	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

飞鹤的多渠道营销策略包括:

1) 线下活动: 举办面对面研讨会, 进行盲测, 持续展开消费者教育。此外, 联合渠道进行内容运营联盟, 赋予终端系统内容运营能力, 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司在全国与 161 家大系统进行合作, 覆盖门店超过 5,500 家, 教育渠道用户超过 5,000 万人次, 这些内容中软性植入了飞鹤的品牌核心资产如新鲜、生牛乳、中外体质差异、更适合自己宝宝的奶粉等, 内容在渠道上的推动对于飞鹤品牌力提升起到非常大的帮助; 2018/2019/2020E 公司举办营销活动场数分别超过 30 万/50 万/70 万场(2020 年活动场数为基于上半年活动预计数), 并持续通过“528 中国宝宝日”等大型活动宣传公司品牌, 助力公司品牌力和影响力不断提升。

2) 提高线上互动性: 公司建立微信线上社区, 为会员提供定制化文章推送和专业的咨询服务, 19 年公司星妈会用户数量从 600 万增加到 800 万。

3) 广告宣传: 与央视建立战略合作伙伴关系, 参与央视亲子品牌计划、央视纪录片频道合作案; 有选择地在覆盖目标年龄组别观众的高收视率电视节目投放广告, 如热门综艺《快乐大本营》等, 并邀请国际知名影星章子怡为产品代言人, 提升品牌形象。公司央视广告主要投放在 CCTV9 和 CCTV14 频道, 根据 20 年 7 月某一周六实际调研统计, 飞鹤在 CCTV9、CCTV14 播放广告时长在 15-60s 之间, 每天播放数目在 10-22 次之间, 基于各广告时段所对应单位时

间价格及播放次数，我们估算 2020 年 1-4 月飞鹤在 CCTV14 广告费用为 6.11 亿元（折扣前），在 CCTV9 广告费用为 0.73 亿元（折扣前），合计 6.84 亿元（折扣前）；公司投放电梯广告成效显著，根据 CTR 研究报告，2019 年上半年中国广告市场广告刊例花费整体同比下滑 8.8%，但以分众电梯电视与电梯海报为代表的梯媒市场依旧保持增长趋势，分众传媒作为楼宇广告巨头，覆盖全国 230 多个城市、手握 260 万终端；飞鹤持续与分众传媒合作，在一二线城市大量投放楼宇广告、增强消费者对品牌认知，根据 CTR 研究，2019 年十大热门广告语中飞鹤“更适合中国宝宝体质的奶粉”排名前三。

图 17：飞鹤营销组合拳



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理
备注：使用各主要省份常住人口出生人数/常住人口数后分地区加总

图 18：飞鹤电梯广告提升消费者认知



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表 16：飞鹤央视广告投放抽样统计（2020 年 7 月）

中央 9 套		中央 14 套	
播放时间	播放时长	播放时间	播放时长
8:50	60S	7:00	60S
9:10	60S	8:00	60S
10:54	60S	8:30	30S
14:00	15S	9:00	30S
15:57	15S	9:30	30S
15:58	30S	9:50	60S
17:18	30S	13:00	30S
18:17	60S	13:30	30S
18:18	30S	13:58	30S
18:59	60S	14:00	30S
19:02	60S	15:28	30S
19:41	60S	16:04	30S
20:57	60S	17:50	30S
21:16	30S	19:28	30S
21:53	纪录片结尾出现飞鹤的 logo	19:52	30S
22:17	60S	20:19	60S
		21:19	60S
		21:54	60S

资料来源：草根调研，浙商证券研究所整理

除营销策略外，飞鹤借助星飞帆大单品破局，助推品牌势能加速释放。在“奶粉新政”后，行业品牌化、集中化趋势加速，优秀的企业从原先依靠渠道驱动的模式逐步切换至更为高效的驱动品牌，而大单品策略则是其中的制胜关键。一方面，打造大单品可以更集中、更有效地利用资源，不断扩大其市场爆发力。另一方面，大单品大获成功后可以反哺品牌，导流其他品系。飞鹤投入大量资源打造星飞帆，2018 年收入规模已达到 50 亿级别，19 年达到 70 亿级别，仅次于惠氏启赋、达能诺优能和爱他美，为国产奶粉第一大单品，品牌效应加速释放。此外，飞鹤旗下臻爱飞帆、臻爱倍护两个大单品也已达到超 10 亿级别。

表 17：2018 年我国奶粉市场大单品汇总

公司	大单品	规模	公司	大单品	规模
30 亿级以上大 7 单品			10 亿级以上大单品		
惠氏	惠氏启赋	80 亿	菲仕兰	美素佳儿	20 亿+
达能	诺优能	国行+海淘 60 亿+	菲仕兰	皇家美素佳儿	20 亿+
达能	爱他美	国行+海淘 50 亿+	海普诺凯	佳贝艾特	20 亿
飞鹤	飞鹤星飞帆	51 亿	君乐宝	君乐宝乐铂	15 亿
伊利	伊利金领冠	40 亿+	喜宝	喜宝	12 亿
合生元	合生元	43 亿	海普诺凯	海普诺凯 1897	10 亿
惠氏	惠氏 S26	30 亿	飞鹤	飞鹤臻爱飞帆	10 亿
圣元	圣元优博	30 亿	飞鹤	飞鹤臻爱倍护	10 亿
A2	A2	国行+海淘 30 亿	君乐宝	君乐宝至臻	10 亿
雅培	雅培菁挚	30 亿	雀巢	雀巢能恩	10 亿
美赞臣	美赞臣蓝臻	30 亿	澳优	澳优能力多	10 亿
			蒙牛	蒙牛瑞哺恩	10 亿

资料来源：奶粉圈，浙商证券研究所整理

4. 增长驱动：市场份额扩大+单店效益提升+多元布局新品续航增长

4.1. 婴配粉行业市占率提升空间充足，内资龙头增长轨迹清晰

4.1.1. 国内婴配粉行业集中度低于国外成熟市场，内资龙头仍有充足成长空间

婴幼儿配方奶粉已进入相对低增长阶段，但内资龙头仍有充足成长空间。

1) 从头部企业市占率来看，2019 年我国婴配粉行业 CR3 仅 36.9%，远低于美国、英国 80%+、日本 75%+ 的市场集中度，头部企业存在市占率翻倍空间。

2) 分内外资来看，16 年政策推动下行业洗牌，外资五大粉合计市占率近年来基本稳定保持 40%+，19 年甚至出现首次下滑 0.7pct，其中达能（诺优能、爱他美）、雅培市占率稳定在 10%/6.6%，雀巢（惠氏）、利洁时（美赞臣）、菲仕兰（美素佳儿）市占率有所下滑。在政策红利释放期，国产奶粉有望凭借产品适应性及新鲜度、渠道下沉等优势把蛋糕做大，稳态占比有望达到 60%+。

3) 按子赛道增速来看，随着消费升级趋势，未来在普通品类子赛道收窄的情况下，超高端、高端子赛道有望保持五年 10%+ 的复合增速，稳态市场格局超高端/高端/普通预计占比 30%/35%/35%。

飞鹤作为国产奶粉第一大品牌，有望持续受益于行业集中度提升；根据 AC 尼尔森数据，截至 2020 年 Q2，飞鹤在中国婴幼儿配方奶粉总体市场份额增长至 13.9%，未来在品牌集中化、内资占比提升、高端品类子赛道快速增长的趋势下，在自身卓越核心竞争力基础上（优秀的团队和产品为基础，渠道和品牌发力制胜），公司市占率存在翻倍空间。

公司产能稳步扩张，为市占率开拓提供有力支撑。飞鹤现有 7 个厂房，设计年产能合计 19.24 万吨，由于近几年婴配粉销量复合增速达到 45%，产能利用率由 16 年的 56% 大幅提升至 18 年的 75.6%。为满足后续销量增长，飞鹤从 17 年起陆续规划金斯顿、泰来、吉林等新厂房建设及原有克东、龙江厂房的拓展，目前在建厂房包括哈尔滨厂房、龙江厂房，在建厂房预计将在 22 年 H1 前全部完工。

表 18：飞鹤国内现有产能及规划产能汇总（截至 2020 年 6 月）

现有厂房	产品类型	设计年产能（吨）	2018 年产量（吨）	使用率（%）
克东厂房	婴幼儿配方奶粉产品、成人奶粉*	52,000+	11,691	97.4%
甘南厂房	婴幼儿配方奶粉产品、成人奶粉	45,600	29,803	65.4%
龙江厂房	婴幼儿配方奶粉产品、成人奶粉*	28,000+	25,112	89.7%
飞鹤镇赉厂房	婴幼儿配方奶粉产品、成人奶粉	7,200	7,207	100.1%
拜泉厂房	成人奶粉	7,200	1,825	101.4%
泰来厂房	婴幼儿配方奶粉产品、羊奶粉	20,000	-	-
吉林厂房	婴幼儿配方奶粉产品	20,000	-	-
合计		192,400	75,637	75.6%
规划厂房	产品类型	设计年产能（吨）	建设开始时间	建成时间
哈尔滨厂房	婴幼儿配方奶粉产品及液态奶产品	40,000	2020 年	2022 年
龙江厂房（拓展）	婴幼儿配方奶粉产品	59,000	2019 年 5 月	2021 年上半年

资料来源：奶粉圈，公司公告，浙商证券研究所整理

备注：克东厂房、龙江厂房实际设计产能未公开，根据公司招股书公布数据给出设计年产能下限。

4.1.2. 强势区域排他巩固地位，大力拓展南方及一二线城市

公司在华北、东北强势区域持续巩固强势地位，同时重点突破南方薄弱地区及一二线城市，市占率有望持续提升。

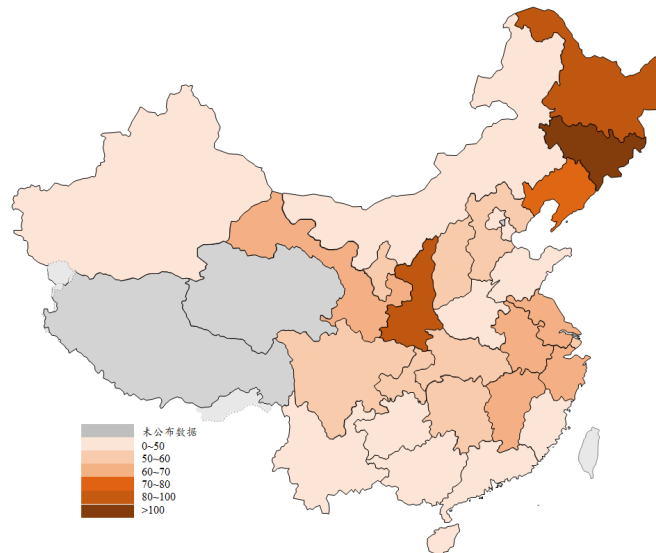
1) 根据经销商各区域分布数、终端网点各区域分布数、终端网点对新出生人口覆盖率三项指标，华东、华北、东北为公司强势区域，华南地区及一二线城市仍有较大提升空间。

a) 从分地区经销商分布情况看，华东、华中、华北地区经销商数量较多，华南/西南/西北地区相对薄弱：截至 2019 年 6 月 30 日，公司 1100 余家经销商在各地区分布数排前三区域分别为华东地区 330 家（占比 28%，但核心城市上海仅有 2 家）、华中地区 222 家（19%）、华北地区 180 家（占比 15%，但核心城市北京仅有 7 家）；华南/西南/西北地区经销商数占比分别为 9%/9%/7%。

b) 从终端零售网点数分布情况看，华东、华中密度大，华南相对薄弱：截至 2019 年 6 月 30 日，拥有 5000 个以上销售网点的区域主要集中在华东（三个省份网点数超 5000）、华中（两个省份网点数超 5000）两地区，华南地区尚无省份网点数超 5000，广东省网点数在华南地区居首，在 3000-5000 个之间。

c) 从终端网点对新出生人口覆盖率看，东北、华北地区覆盖较完善，华南地区网点拓展空间较大：终端零售网点是公司产品直接接触 C 端消费者的窗口，我们采用截至 2019 年 Q1 公司终端网点数与各地区 2018 年新出生人口的比值综合考量公司网点对新生儿的有效覆盖程度，从各省份计算结果看，东北地区覆盖程度最高，其中吉林/黑龙江/辽宁三省每万人对应零售网点数分别为 111/88/72 个，在华北地区的河北/山西/北京每万人零售网点数分别为 59/56/28 个，意味着公司在东北、华北地区具备较强的分销网络基础，但在北方一线城市北京网点覆盖程度相对较低；公司在华南地区覆盖率相对较低，在福建/广东/海南省每万人对应网点数分别为 38/28/37 个；总体来看，东北及华北是公司目前重点布局的强势地区，华南及一二线城市仍有网点拓展空间。

图 19：2019Q1 飞鹤各省零售销售商/出生人口分布图（个/万人）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

2) 北方强势区域排他巩固地位，大力拓展华南渠道相对薄弱、高人口出生率市场。

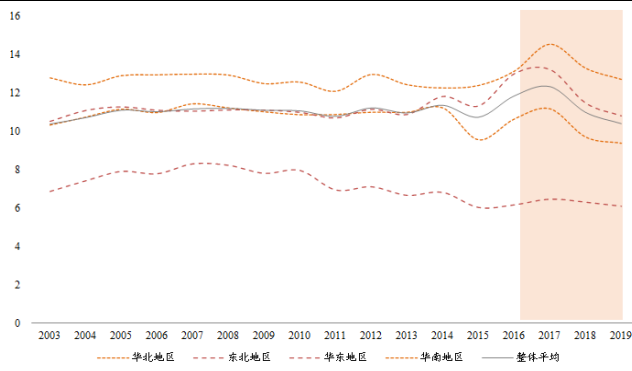
a) 公司北方地区渠道力强对应较高市场占有率，未来有望持续巩固强势地位：截至 2019 年末，公司在华北地区绝大部分省份市占率已经在 30%+，在山西、黑龙江更是超过 50%。未来在北方强势省份，有望通过市场资源投放做排他策略巩固并提升市占率，实现稳步增长。

b) 大力拓展华南渠道相对薄弱、高人口出生率市场。从渠道拓展空间看，与飞鹤在北方市场的强势布局相比，南方市场市占率相对较低，仍存渠道布局空间。从公司在华南地区业务实际拓展情况看，2019 年以来，上海、苏南、云

南、四川、海南、贵州、粤东、粤西、重庆等南方市场已成为公司增长最快市场，增幅在约 60-70%以上；2020-2023 年公司计划进一步攻克华南、华东等薄弱地区，持续扩大市场份额。我们认为，未来公司有望借鉴北方地区成功经验，实现南方相对薄弱地区市占率的快速提升。

从人口出生率角度看，根据国家统计局数据，华南、华东地区人口出生率 2003-2019 年间持续高于华北、东北地区，2016 年二胎政策实行后，2017 年华南地区人口出生率上升 0.142pct 至 14.54‰，幅度最大，且与华北、东北地区出生率差距进一步拉大；2019 年华北/东北/华东/华南地区常住人口出生人数分别为 165/66/448/221 万人，常住人口出生率分别为 9.38‰/6.11‰/10.81‰/12.69‰；我们认为，一方面华南、华东地区过往较高出生率或有利于为婴配粉需求提供人口基数支持，另一方面，华南及华东地区高出生率、二胎政策放开后出生率增幅更大或意味着华南及华东地区人群具备更强生育意愿，未来公司在华南地区渠道布局完善、市场格局趋稳后，华南市场有望为公司提供持续增长动力。

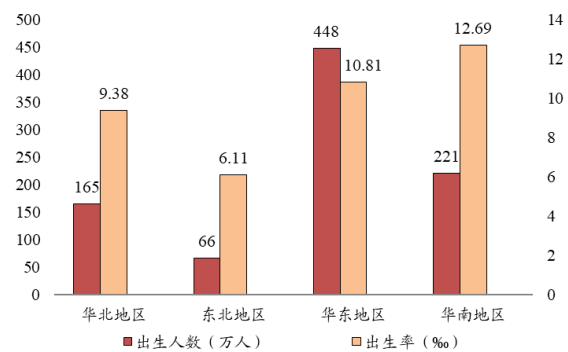
图 20：2013-19 年我国部分地区出生率变化（‰）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

备注：使用各主要省份常住人口出生人数/常住人口数后分地区加总

图 21：2019 年我国分地区出生人数（万人）及出生率（‰）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

3) 完善高端及超高端婴幼儿奶粉产品矩阵，实现高线城市大单品引流。飞鹤通过高端、超高端婴幼儿配方奶粉打开高线城市奶粉市场空间，有望实现领头羊星飞帆带领其余产品线在一二线城市快速崛起。

a) 星飞帆系列明星产品具备大单品引流效应，提升品牌影响力。公司于 2010 年推出星飞帆系列产品，产品定位“专注于尽可能接近中国母亲母乳的成分”并迅速走红，奶粉高端化趋势不断提升星飞帆的品牌知名度，2015 年起星飞帆连续斩获世界食品品质评鉴大会 6 次金奖，产品自身也不断迎来创新升级。飞鹤“星飞帆”的品牌 IP 有望形成对一二线城市外资品牌的竞争优势，借助星飞帆在高线城市中的引流作用持续提升公司在高线城市中的品牌影响力；

b) 臻稚有机系列进一步丰富超高端产品矩阵。2017 年 4 月公司推出臻稚系列奶粉，定位“提供有机、新鲜及营养婴幼儿配方奶粉”，与星飞帆系列产品形成差异化，迎合消费者口味向天然和有机食品转变带来的需求，产品革新向更加高端化趋势升级。2018 年臻稚系列产品销售收入同比提升 7.2 倍，上市一年内产品对公司总收入贡献达 3.7%，成长迅速的新品配合星飞帆系列形成的差异化产品组合有利于满足不同消费人群对超高端产品的多元化需求；

c) 茁然系列高端儿童奶粉产品扩大年龄段覆盖范围。2020 年 7 月，飞鹤推出高端系列产品“茁然”，定位 3-6 岁成长发育黄金期的儿童，弥补公司在高端学龄前儿童奶粉市场的空缺，与星飞帆、臻稚形成的产品矩阵涵盖全年龄段高端婴幼儿奶粉需求，为公司攻占一二线市场提供又一利器。

表 19：飞鹤超高端婴幼儿配方奶粉及儿童配方奶粉产品

	星飞帆	臻稚	茁然
			
推出时间	2010年	2017年	2020年
产品类型	全段系列婴儿奶粉	全段系列婴儿奶粉	学龄前儿童奶粉
产品定位	专注于尽可能接近中国母亲母乳的成分	专注于使用有机原料，提供有机、新鲜及营养婴幼儿配方奶粉	专注于为3-6岁成长关键期儿童提供营养解决方案
产品品类	超高端婴配粉	超高端婴配粉	高端婴配粉
产品售价	487元/kg	581元/kg	307元/kg
产品战略	打造明星大单品提升品牌力	借助有机产品持续推进高端化	推陈出新弥补超高端产品矩阵空缺

资料来源：公司招股说明书，公司官网，浙商证券研究所整理

46个城市销售明显增长，公司携超高端产品突破核心城市战略效果显现。2017年6月公司在全国选了46个城市开始进攻上线市场，最初销售额占比仅2-3%，2020年上半年占比提升至15%，增速亮眼，这46个城市中约有20个城市已做到第一品牌。从北方一线城市来看，19年公司在北京销售增速达到55%便是一个成功案例，预计20年有望成为北京市第一品牌；从南方核心城市看，以上海市为例，公司专门成立一支独立销售团队，在消费习惯各异的上海市区及郊区，针对性推行营销及管理计划成效显著，公司在上海市年度销售额由2017年底的580万元增加至2018年底的960万元，同比增64.8%，2019年末公司与上海市头部母婴连锁企业爱婴室签订合作协议，有望进一步推动公司在南方核心城市份额提升。

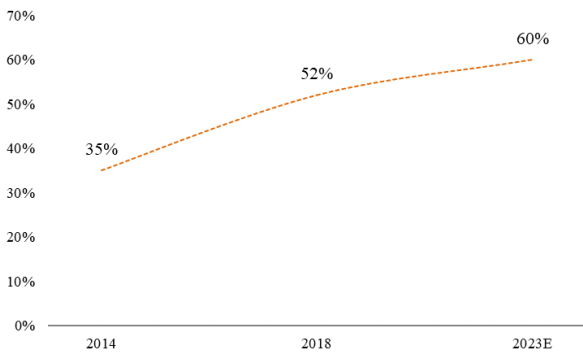
整体来看，飞鹤在低线城市市占率可以做到30%+，但在一二线城市市占率仅个位数到10%，仍存在较大提升空间。目前一二线城市依旧以外资粉为主（渠道看重引流），飞鹤的星飞帆已经具备大单品引流效应，加之渠道利润高于外资、地面活动进一步引流，未来有望实现领头羊星飞帆带领其余产品线在一二线城市快速崛起，公司持续加码超高端、高端新品推出及配方升级，也将为公司攻入上线城市提供续航。

4.2. 注重单店效益提升，强终端服务力提供有力支撑

重视母婴店渠道建设，拉动单店效益提升。2018年前飞鹤大部分增量都是通过新铺网点拉动，目前已经覆盖全国98%有质量的门店，自2018年开始公司由终端零售门店增长逐步转向门店单产的提升。

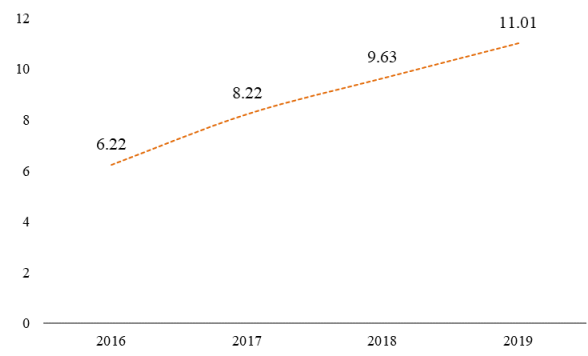
母婴专卖店具备较强的专业性和服务性，单个门店的效益或高于普通门店，飞鹤为母婴店渠道量身定做臻爱飞帆、精粹益加、贝迪奇等系列产品，并通过大量终端门店活动为母婴渠道销售、引流提供支持，2016-2019年飞鹤平均在单个零售商的年销售额持续增加，2016-2019年由6.22万元/家增至11.01万元/家。我们认为，母婴专卖店比例提升叠加专卖产品支持、引流活动持续投入，多维度支持下，公司终端单店效益有望持续提升，未来有望提供增长驱动。

图 22: 预计 2023 年全行业母婴店销售渠道占比将达到 60%



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所整理

图 23: 2016-2019 飞鹤平均单个零售商年销售额 (万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

疫情期间凸显强服务能力优势, 为门店经营提供有力支持, 进一步提升 B 端渠道商粘性、增强 C 端品牌影响力。疫情期间国内竞争对手及外资品牌均遭受不同程度冲击, 飞鹤响应及时、保证供货, 基于行业领先的服务能力为 B 端提供有力支持、在 C 端影响力持续增强。

1) 疫情期间快速响应保供应, 线下服务优势提升 B 端满意度。

a) 疫情期间公司生产部门全线处于生产状态, 生产一线突破历史产能, 日均收取新鲜原奶 800 吨, 日均包装量超 300 吨, 全力确保“不断粮”; 公司物流部门与多家物流公司合作实现全国覆盖, 疫情全国扩散期间, 公司迅速改变物流策略, 从基地紧急调配 117 辆运输车承运货物, 8 天时间内从全国 6 个储备仓配送郑州、苏州、信阳、黄石、西安五个城市, 2020 年 2 月公司产品配送率达 98%, 体现出公司强大的团队服务力量和渠道管控能力, 提升 B 端渠道对公司满意度。

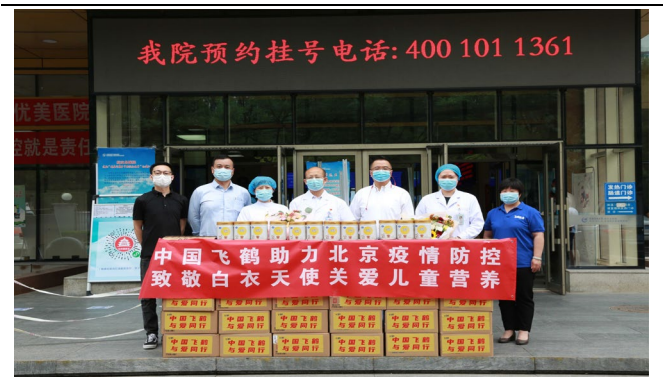
b) 公司及时调整消费者教育策略, 将线下活动转移至线上, 率先开展直播活动和线上培训课程, 疫情发生 13 天内公司在线直播活动超 2.7 万场, 累计在线时长超 1.3 万小时, 在线营养活动超 1400 场, 覆盖超过 13 万人; 截至 3 月 15 日, 公司线上直播活动接近 9 万场, 覆盖消费者超过 210 万人次; 此外, 公司通过开设星妈课堂、每日星育儿等栏目为母婴群体应对疫情提供专业建议, 进一步赢得市场口碑; 据调研, 公司直播活动主要与终端母婴店零售商合作开展, 为终端门店疫情期间增收提供有力支持。

图 24: 飞鹤物流驰援全国各地



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

图 25: 飞鹤助力北京疫情防控



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

2) 公益捐赠+贴心客户服务, C 端品牌影响力持续提升。2020 年 2 月 13 日飞鹤向中国红十字基金会追加捐赠价值人民币 1 亿元的飞鹤营养食品, 为一线医务工作者和孕产妈妈的安全与健康保障提供支持; 疫情期间飞鹤为孕产妇开通 24 小时在线问诊绿色通道, 2 月在线客服总量超 25 万次, 平均 10 天接入 1 万通电话, 疫情期间累计接待电话咨询超 50 万次, 客户满意度达 99.3%; 公司在 C 端品牌影响力持续提升, 天猫 220 亲子节中, 飞鹤位列品牌奶粉榜第一

名; 据各电商平台 618 战报, 公司销售额在天猫超市、苏宁易购、京东排名均稳居前五, 其中星飞帆大单品在苏宁易购奶粉单品销售额中亦位列前五, 牢据国产奶粉品牌首位。我们认为, 疫情期间公司出色的客户服务水平有利于提升飞鹤品牌在消费者中的影响力, 强化消费者对品牌的认知, 为终端渠道引流、门店效益提升奠定良好基础。

图 26: 2 月 6 日飞鹤为孕产妇开通 24 小时在线问诊绿色通道



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

图 27: 2 月初飞鹤电商团队通过多渠道展开线上直播活动



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

4.3. 多元布局有机、羊奶粉、营养品赛道, 培育全新利润增长点

臻稚有机增长潜力充沛, 挖掘小而美的有机奶粉。有机奶粉是近年萌发的新市场, 基于天然、稀缺、安全三大特性受到消费者青睐。根据中商产业研究院数据, 近 3 年线下有机奶粉零售规模快速增长, 由 2016 年的 18.2 亿扩大至 18 年的 39.2 亿 (不包括线上及通过跨境购、海淘等渠道), CAGR 高达 47%, 预计 20 年规模达百亿级别。截至 2019 年末, 在国家获批的 1,200 多个配方中, 有机配方不足 40 个。由于大玩家在资源、研发、资金等方面有优势, 小而美的有机市场多为各大品牌间的贴身肉搏。2018 年雅培菁智、惠氏启赋、合生元爱思时光市占率约 50%、30%、10%, 美赞臣、飞鹤、澳优、伊利、蒙牛等也相继入局。17 年飞鹤推出的臻稚有机迎来爆发式增长, 18 年销量同增 559%, 营收规模 3.6 亿, 未来有望发展成为 10 亿级别大单品。

羊奶粉市场快速增长, 飞鹤投建新厂房积极布局。根据《中国羊奶粉产业发展研究》, 2016 年婴幼儿配方羊奶粉市场规模超 50 亿元, 预计 20 年市场规模超 100 亿元, 年复合增速约 20%。目前澳优佳贝艾特一家独大, 19 年已成为营收规模接近 30 亿级别的大单品, 在进口婴幼儿配方羊奶粉中占比超过 60%, 其余品牌体量不大。飞鹤早在 14 年便布局羊奶粉, 以 3 亿收购国内最大的羊奶粉企业关山乳业 70% 股权, 但由于 15 年其被检出乳粉不合格, 于 16 年将其出售。目前飞鹤自建泰来厂房, 年产能 2 万吨, 专门用于生产羊奶粉, 同时位于加拿大的金斯顿厂房已配置一条 2 万吨的羊奶粉产线, 将重新开拓羊奶粉市场。

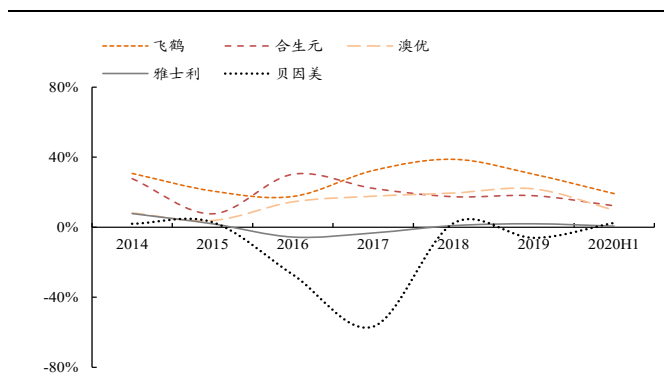
收购 VITAMIN, 进军营养保健品赛道。根据欧睿数据, 2019 年我国保健食品行业市场规模 2,669.56 亿元, 2014-2019 年 CAGR 为 8.24%, 过去几年增长相对稳健, 预计 2022 年我国保健食品行业规模将达到 3,110.05 亿元 (预计 2019-2022 年 CAGR 为 5.22%), 我国现已成为仅次于美国的第二大保健品市场。18 年初飞鹤以 2,800 万美元收购美国专业保健品领域销量第三、女性市场第一品牌 VITAMIN WORLD, 截至 2019 年 6 月底, 其在全美国经营 134 间专卖店, 员工超过 600 人, 18 年收入 6.4 亿, 占飞鹤总收入的 6.2%。基于此项收购, 飞鹤不仅可以围绕大健康, 延伸布局营养健康补充剂, 也有利于开拓海外业务、为未来国际化发展做好铺垫。

5. 报表质优，净利率、周转率优势带动 ROE 居内资首位

飞鹤 ROE 居内资奶粉企业首位，2017-2019 年均保持在 30%+，主要得益于其专注于高端产品的发展带来净利率领先，且渠道、品牌优势及严格的库存管理带来高周转。

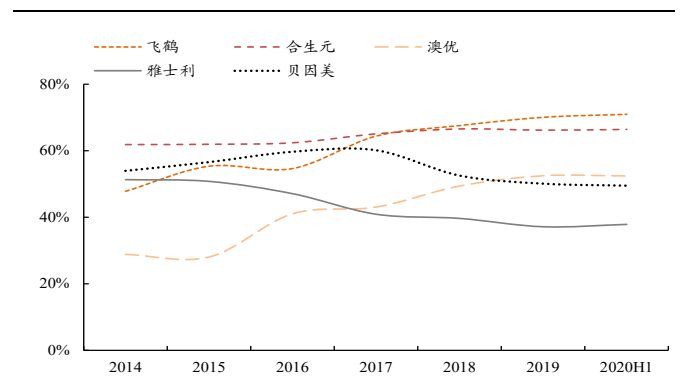
从毛利率来看，自 2014 年以来飞鹤的毛利率稳步提升，并于 18 年超越合生元，主要由于其聚焦产品高端化趋势，17 年大单品星飞帆的爆发式增长，同年推出臻稚有机完善超高端产品矩阵，高端产品系列收入占比已从 14 年 28% 大幅提升至 2019 年的 69%，并于 2020H1 进一步提升至 78%，同时精简优化普通产品线，均带动毛利率实现飞跃式提升，稳定在 70% 以上。此外，与上游供应商长期保持稳定的合作关系有助于降低原料采购的成本波动。（16 年毛利率小幅下滑主要由于行业洗牌、毛利率较低的其他乳制品收入占比提升所致。）

图 28：内资奶粉企业 ROE 对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

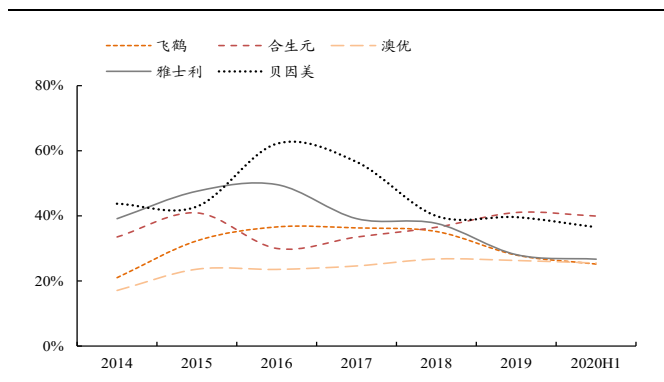
图 29：内资奶粉企业毛利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

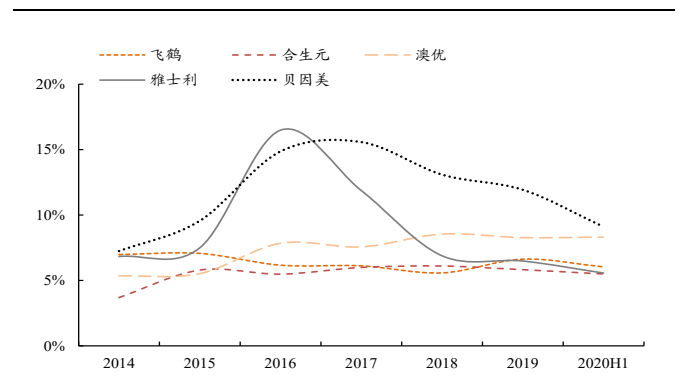
从费率来看，飞鹤销售费用率处于行业中位，近两年来有下降趋势，主要由于：1) 精细化管理能力，保持合理的费效比，在持续加大市场资源投入的同时（14-18 年广告、宣传、线下活动开支合计 5/9/10/17/26 亿），凭借团队强大的执行力，实时跟进费用投放，避免造成资源浪费。2) 随着渠道建设成熟化、品牌效应逐步体现，19 年单位资源投入所撬动的收入增量更大；2017-2018 年公司每百万元销售费用增加对营收边际贡献为 300 万元，2018-2019 年每百万元销售费用增加对营收边际贡献大幅增至 1780 万元。管理费用率方面，飞鹤凭借高效的运营能力自 16 年来始终保持在 5-7% 范围内，处于行业低位。

图 30：内资奶粉企业销售费用率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 31：内资奶粉企业管理费用率对比

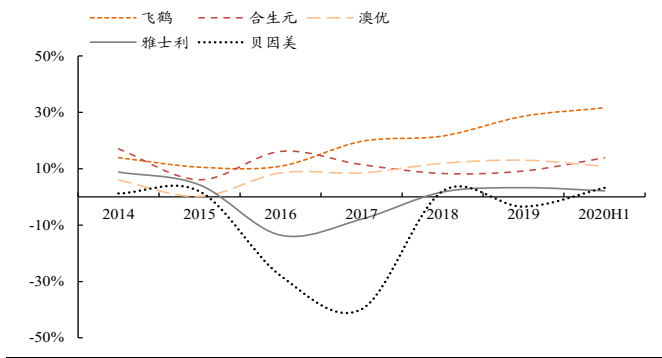


资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（管理费用率未剔除研发投入）

在高毛利率和可控的费率作用下,飞鹤近年来净利率持续攀升,远远领先行业其他竞争对手。2019年净利率28.7%,高于第二名澳优15.6pct,20H1净利率31.57%,分别高于澳优/合生元20.71pct/17.69pct,领先优势进一步扩大。

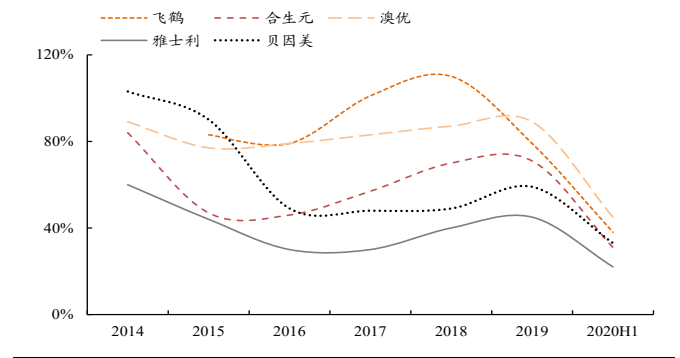
从周转率来看,飞鹤大幅领先同业,主要得益于:1)严格的库存管理及供应链体系;2)成熟的渠道建设与持续释放的品牌势能驱动公司产品的畅销。

图 32: 内资奶粉企业净利率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 33: 内资奶粉企业资产周转率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

飞鹤拥有健康的资产负债结构,充裕的现金流为公司未来寻找新增长极提供保障:2019年公司资产负债率43.4%,位于行业中位,19年登陆港交所,计划将募资净额(约65.55亿港元)中约17.06%(约11.18亿港元)用于偿还离岸债务,资产负债结构将进一步优化。

截至2020年6月,公司已分别偿还多伦多南洋商业银行3.83亿美元贷款,中国银行多伦多分行及中国建设银行多伦多分行0.39亿、1.2亿加元贷款(用于金斯顿工厂建设),公司计息银行债务(长短期合计)由19年末48亿降至12.4亿;同时,公司近两年经营性现金流量净额在20亿元以上,2020年6月账上现金及等价物105.8亿,结构性存款44.7亿,我们认为,公司充沛现金有望为未来寻找新增长极提供保障。

表 20：飞鹤历年报表拆解（百万元）

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	3,583	3,615	3,724	5,887	10,392	13,722	8,707
YOY		0.9%	3.0%	58.1%	76.5%	32.0%	47.8%
毛利率	47.8%	55.3%	54.6%	64.4%	67.5%	70.0%	70.9%
期间费用率	29.0%	40.4%	43.7%	42.8%	41.4%	35.2%	34.11%
销售费用	-756	-1,174	-1,370	-2,139	-3,661	-3,848	-2,197
销售费用率	21.1%	32.5%	36.8%	36.3%	35.2%	28.0%	25.2%
管理费用	-251	-256	-231	-361	-580	-913	-527
管理费用率	7.0%	7.1%	6.2%	6.1%	5.6%	6.7%	-6.1%
财务费用	-32	-31	-27	-21	-59	-73	-27
财务费用率	0.9%	0.9%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	-0.3%
其他收益	217	300	359	403	556	977	763
其他支出	-53	-194	-171	-21	-86	-70	-219
除税前溢利	836	645	595	1,651	3,189	5,683	3,969
YOY		-22.9%	-7.7%	177.5%	93.1%	78.2%	61.1%
所得税	-336	-263	-189	-491	-946	-1748	-1216
所得税率	40.2%	40.8%	31.7%	29.7%	29.7%	30.8%	30.6%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
归母净利	485	412	417	1,160	2,242	3,935	2,753
YOY		-15.2%	1.2%	178.2%	93.3%	75.5%	57.2%
净利率(%)	13.5%	11.4%	11.2%	19.7%	21.6%	28.7%	31.6%
ROE(%)		21.3%	18.6%	38.9%	47.8%	41.8%	19.2%
在手资金	1,454	2,151	1,819	3,584	4,825	12,768	15,416
有息负债	535	968	534	967	1,741	4,810	1,237
资产负债率(%)	61.0%	57.6%	49.4%	48.9%	51.2%	43.4%	36.2%
现金流量表相关							
经营活动产生的现金流量净额	1,961	754	129	2,206	3,121		
投资活动产生的现金流量净额	-880	-1562	947	-1,680	-3,272		
筹资活动产生的现金流量净额	-700	258	-395	222	-509		

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

收入端：我们认为未来飞鹤收入驱动因素主要来自：1) 星飞帆快速增长，有望成为市场上首个百亿级别大单品；2) 17年推出的臻稚有机持续放量，在高增长的小而美赛道抢占一席之地，有望两年内达到10亿级别；3) 从渠道端驱动到大单品策略下品牌驱动，反哺其他产品系列。过去飞鹤主要在低线城市深耕，未来将在产品不断优化的高端化趋势下发力一二线市场，重点攻克南方薄弱市场，并在网点覆盖逐步完善的同时着力提升单店效益。公司在拥有执行力强的团队、“更适合中国宝宝体质”的产品、成熟的渠道、持续升级的品牌力后，有望在一二线市场崛起，而19年在南方及高线市场的顺利开拓也逐渐为未来增长确定性加码。

费用端：随着收入规模快速增长，费用投放的规模效应逐步体现，预计销售费用率将稳步降低，管理费用率将保持低位。

表 21：飞鹤盈利预测（百万元）

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3583	3615	3724	5887	10392	13722	19141	24286	29720
YOY		0.9%	3.0%	58.1%	76.5%	32.0%	39.5%	26.9%	22.4%
毛利率	47.8%	55.3%	54.6%	64.4%	67.5%	70.0%	72.5%	73.2%	73.9%
婴幼儿配方奶粉产品收入	3084	3198	3181	5417	9199	12538	17908	22884	28038
YOY		3.7%	-0.5%	70.3%	69.8%	36.3%	42.8%	27.8%	22.5%
收入占比	86.1%	88.4%	85.4%	92.0%	88.5%	91.4%	93.6%	94.2%	94.3%
毛利率	52.4%	58.5%	61.8%	69.4%	72.7%	72.4%	74.6%	75.0%	75.7%
高端婴幼儿配方奶粉产品系列	988	1300	1586	3795	6658	9411	14247	18655	23154
YOY		31.6%	22.0%	139.3%	75.4%	41.4%	51.4%	30.9%	24.1%
收入占比	27.6%	36.0%	42.6%	64.5%	64.1%	68.6%	74.4%	76.8%	77.9%
毛利率	60.2%	68.5%	68.9%	74.1%	76.5%	75.9%	77.6%	77.7%	78.2%
超高端星飞帆	294	438	711	2454	5108	7049	10942	14509	18136
YOY		48.8%	62.4%	244.9%	108.2%	38.0%	55.2%	32.6%	25.0%
毛利率	67.3%	76.1%	75.5%	77.7%	79.3%	79.0%	80.0%	80.0%	80.5%
超高端臻稚有机				50	357	654	837	1110	1421
YOY					620.3%	82.9%	28.1%	32.6%	28.0%
毛利率				57.7%	64.4%	66.0%	67.5%	68.0%	69.0%
高端产品系列	693	862	875	1292	1192	1693	2468	3036	3597
YOY		24.3%	1.5%	47.7%	-7.7%	42.0%	45.8%	23.1%	18.5%
毛利率	57.2%	64.7%	63.6%	68.0%	67.8%	69.0%	70.5%	70.0%	70.0%
普通婴幼儿配方奶粉产品系列	2096	1898	1595	1621	2542	3127	3661	4229	4884
YOY		-9.5%	-16.0%	1.6%	56.8%	23.0%	17.1%	15.5%	15.5%
收入占比	58.5%	52.5%	42.8%	27.5%	24.5%	22.8%	19.1%	17.4%	16.4%
毛利率	48.7%	51.6%	54.7%	58.4%	62.7%	62.0%	63.0%	63.5%	64.0%
其他乳制品收入	499	418	543	471	550	605	655	708	780
YOY		-16.3%	30.0%	-13.4%	16.9%	10.0%	8.2%	8.0%	10.3%
收入占比	13.9%	11.6%	14.6%	8.0%	5.3%	4.4%	3.4%	2.9%	2.6%
毛利率	19.3%	31.0%	12.5%	6.2%	18.9%	34.7%	35.5%	36.0%	36.5%
营养补充品收入					642	578	578	694	902

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YOY						-10.0%	0.0%	20.0%	30.0%
收入占比					6.2%	4.2%	3.0%	2.9%	3.0%
毛利率					35.9%	55.1%	50.0%	50.0%	50.0%
费率假设									
销售费用率	21.1%	32.5%	36.8%	36.3%	35.2%	28.0%	28.0%	27.5%	27.0%
管理费用率	7.0%	7.1%	6.2%	6.1%	5.6%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

6.2. 投资建议

公司是当之无愧的奶粉龙头, 顺应内资崛起大势, 率先解决行业渠道及流量痛点, 已经形成品牌效应及马太效应, 接下来就是快速复制成长。预计 20-22 年公司归母净利 57.10/73.12/91.36 亿元, 同增 45.12%/28.06%/24.96%, 对应 11 月 26 日估值 23.5/18.3/14.7 倍 (市值 1340 亿元)。

表 22: 奶粉行业可比公司估值表 (截至 2020 年 11 月 26 日)

证券简称	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)			PE		
		20E	21E	22E	20E	21E	22E
中国飞鹤	1,590	57.1	73.1	91.4	23.5	18.3	14.7
H&H 国际控股	173	11.3	13.7	17.0	15.4	12.6	10.2
澳优	153	11.5	14.8	18.1	13.3	10.4	8.5

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理 (注: 除中国飞鹤外其余均为 Wind 一致预期)

7. 风险提示

食品安全风险; 新生儿人口下降超预期风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17289	14388	16623	19201
现金	7377	6110	7303	9172
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	314	600	1343	1359
其它应收款	190	138	165	164
预付账款	767	875	1160	1427
存货	686	900	1235	1352
其他	7954	5765	5418	5727
非流动资产	5715	7425	8806	8791
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3971	5543	6958	6951
无形资产	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	1744	1882	1848	1840
资产总计	23004	21813	25430	27992
流动负债	7439	4630	5463	5447
短期借款	3094	700	600	550
应付款项	1042	1116	1844	1852
预收账款	0	0	0	0
其他	3303	2814	3020	3046
非流动负债	2536	1869	1728	1565
长期借款	1716	1200	1000	850
其他	820	669	728	715
负债合计	9974	6499	7192	7013
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	13030	15314	18238	20979
负债和股东权益	23004	21813	25430	27992
现金流量表				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5181	5479	8102	10255
净利润	5683	8157	10445	13052
折旧摊销	221	291	419	441
财务费用	73	101	129	157
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	531	(1192)	(492)	(395)
其它	(1327)	(1878)	(2399)	(3000)
投资活动现金流	(2777)	(3264)	(3988)	(3925)
资本支出	(1153)	(2065)	(1020)	(533)
长期投资	4421	(103)	(2471)	(3115)
其他	(6045)	(1096)	(498)	(277)
筹资活动现金流	1366	(773)	(2920)	(4461)
短期借款	2011	(2394)	(100)	(50)
长期借款	1059	(516)	(200)	(150)
其他	(1703)	(2162)	(2620)	(4261)
现金净增加额	3771	1443	1193	1869

利润表				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13722	19141	24286	29720
营业成本	4112	5255	6511	7761
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	3848	5360	6679	8024
管理费用	913	957	1214	1486
研发费用	0	0	0	0
财务费用	73	101	129	157
资产减值损失	0	0	0	0
其他经营收益	907	688	692	761
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	5683	8157	10445	13052
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	5683	8157	10445	13052
所得税	1748	2447	3134	3916
净利润	3935	5710	7312	9136
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3935	5710	7312	9136
EBITDA	6058	8623	11071	13726
EPS (元)	0.44	0.64	0.82	1.02
主要财务比率				
	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	32.04%	39.50%	26.88%	22.38%
营业利润	75.47%	45.12%	28.06%	24.96%
归属母公司净利润	75.47%	45.12%	28.06%	24.96%
获利能力				
毛利率	70.03%	72.55%	73.19%	73.89%
净利率	28.67%	29.83%	30.11%	30.74%
ROE	41.82%	40.29%	43.58%	46.59%
ROIC	22.34%	33.58%	37.31%	41.32%
偿债能力				
资产负债率	43.36%	29.80%	28.28%	25.05%
净负债比率	48.23%	29.23%	22.25%	19.96%
流动比率	2.32	3.11	3.04	3.52
速动比率	2.23	2.91	2.82	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.85	1.03	1.11
应收帐款周转率	33.18	41.87	25.00	22.00
应付帐款周转率	14.64	17.75	16.41	16.08
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.64	0.82	1.02
每股经营现金	0.58	0.61	0.91	1.15
每股净资产	1.46	1.71	2.04	2.35
估值比率				
P/E	34.06	23.47	18.33	14.67
P/B	10.29	8.75	7.35	6.39
EV/EBITDA	22.55	15.59	12.10	9.61

资料来源：贝格数据，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>