

上半年在去库存

中国飞鹤(6186.HK)

评级:	增持	股票代码:	6186
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	15.14/6.9
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	608.30
最新收盘价(港元):	6.84	自由流通市值(亿港元)	608.30
		自由流通股数(百万)	8,893.22

事件概述

公司发布2022年上半年盈利预警，预计于上半年录得收入约人民币95亿至98亿元，较2021年同期（约人民币115亿元）减少约14.9%至17.4%；预计上半年利润约人民币22亿元至25亿元，较2021年同期（约人民币38亿元）减少约33.4%至42.4%。

分析判断:

- 上半年奶粉行业竞争激烈。**结合飞鹤、澳优、H&H国际的业绩预告，2022上半年奶粉行业压力较大、竞争激烈。这由近两年出生人口快速下降后的滞后效应，部分地区实行严格防疫措施，以及婴配粉新国标于2023年2月22日正式实施前行业新一轮小品牌甩货出清等多种因素导致。上半年降低渠道库存、维护产品价格盘成为品牌方面面临的主要挑战。
- 上半年降低库存影响收入增长。**上半年飞鹤奶粉在终端市场依然保持竞争力，报表端收入下降主要源于公司为降低渠道库存减少了工厂发货，随着库存水平趋于健康，我们预计下半年飞鹤收入将环比改善。
- 净利率下滑因加大新业务费用投入力度。**2022上半年公司净利率约24%-25%，环比下降约4pct。利润率下降主要因公司加大了新品推广费用投入。随着我国人口老龄化与出生率下降现象日渐突出，公司重视成人奶粉业务开拓，2021年下半年推出高端成人奶粉爱本，以功能营养为主要卖点，2022年上半年公司推出超高端婴配粉星飞帆卓睿。因此，2022年上半年公司成人奶粉及其他新品费用投放维持在较高水平。

投资建议

结合最新业绩情况下调飞鹤盈利预测，前次预测2022-23年收入293/351亿元，EPS 1.04/1.25元，下调为2022-24年收入预测213/240/273亿元，EPS 0.62/0.72/0.81元。2022/8/2收盘价HKD 6.7元对应P/E分别为9.3/8/7.1倍（港币兑人民币汇率0.86），投资评级由买入调整为增持。

风险提示

新生儿人口数量持续下降的风险；行业内竞争激烈带来的风险；食品安全风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,624	22,859	21,334	23,991	27,276
YoY (%)	35.26%	22.74%	-6.67%	12.45%	13.69%
归母净利润(百万元)	7,437	6,871	5,538	6,403	7,222
YoY (%)	89.01%	-7.61%	-19.40%	15.62%	12.79%
毛利率 (%)	72.50%	70.28%	66.22%	66.16%	65.80%
每股收益(元)	0.83	0.77	0.62	0.72	0.81

ROE	41.90%	32.84%	20.93%	19.48%	18.02%
市盈率	18.78	11.69	9.26	8.01	7.10

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22,859	21,334	23,991	27,276	净利润	6,871	5,538	6,403	7,222
YoY (%)	22.74%	-6.67%	12.45%	13.69%	折旧和摊销	427	195	220	261
营业成本	6,769	7,207	8,119	9,328	营运资金变动	-770	932	594	741
营业税金及附加					经营活动现金流	6,815	5,160	5,579	6,367
销售费用	6,729	6,614	7,197	8,183	资本开支	-2,020	-970	-1,020	-1,000
管理费用	1,208	1,173	1,319	1,500	投资	-614	-4,000	-4,000	-4,000
财务费用	-327	21	24	27	投资活动现金流	-2,444	-3,148	-2,920	-2,648
资产减值损失					股权募资	-365	0	0	0
投资收益	-16	-10	0	0	债务募资	-246	1,387	-200	350
营业利润	8,102	6,186	7,235	8,129	筹资活动现金流	-4,245	1,296	-322	195
营业外收支	1,260	1,647	1,800	2,052	现金净流量	77	3,308	2,337	3,914
利润总额	9,672	7,802	9,011	10,154	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	2,757	2,224	2,568	2,892	成长能力				
净利润	6,915	5,578	6,443	7,262	营业收入增长率	22.74%	-6.67%	12.45%	13.69%
归属于母公司净利润	6,871	5,538	6,403	7,222	净利润增长率	-7.61%	-19.40%	15.62%	12.79%
YoY (%)	-7.61%	-19.40%	15.62%	12.79%	盈利能力				
每股收益(元)	0.77	0.62	0.72	0.81	毛利率	70.28%	66.22%	66.16%	65.80%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率率	30.25%	26.15%	26.86%	26.62%
货币资金	5,989	9,296	11,634	15,548	总资产收益率 ROA	21.83%	13.78%	13.40%	12.68%
预付款项					净资产收益率 ROE	32.84%	20.93%	19.48%	18.02%
存货	1,722	1,201	1,353	1,555	偿债能力				
其他流动资产	26	747	840	955	流动比率	2.88	2.97	3.29	3.61
流动资产合计	19,970	27,918	34,686	43,146	速动比率	2.62	2.76	3.09	3.40
长期股权投资	128	128	128	128	现金比率	0.86	0.99	1.11	1.30
固定资产	8,408	9,173	9,963	10,693	资产负债率	28.84%	30.40%	27.94%	26.83%
无形资产	180	191	201	210	经营效率				
非流动资产合计	11,512	12,287	13,087	13,827	总资产周转率	0.73	0.53	0.50	0.48
资产合计	31,481	40,205	47,773	56,973	每股指标 (元)				
短期借款	313	1,200	1,300	1,450	每股收益	0.77	0.62	0.72	0.81
应付账款及票据	1,284	1,802	2,030	2,332	每股净资产	2.52	3.15	3.87	4.69
其他流动负债	4,283	5,334	5,998	6,819	每股经营现金流	0.77	0.58	0.63	0.72
流动负债合计	6,942	9,402	10,527	11,965	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	621	1,121	821	1,021	估值分析				
其他长期负债	1,515	1,700	2,000	2,300	PE	11.69	9.26	8.01	7.10
非流动负债合计	2,136	2,821	2,821	3,321	PB	3.58	1.83	1.49	1.23
负债合计	9,078	12,223	13,348	15,286					
股本	0	0	0	0					
少数股东权益	1,482	1,522	1,562	1,602					
股东权益合计	22,403	27,982	34,425	41,687					
负债和股东权益合计	31,481	40,205	47,773	56,973					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。