

2022年8月1日



## 中国飞鹤 (6186.HK)

### 行业挑战加剧，扩张速度放缓

持有

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了我国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖中国飞鹤 (6186.HK)，给予“持有”评级。

林闻嘉 (消费分析师)  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

中国飞鹤（6186.HK）：行业挑战加剧，扩张速度放缓 .....	3
从二线品牌到全国第一，飞鹤做对了什么？ .....	5
我们对飞鹤未来的三大担忧 .....	18
盈利预测 .....	22
目标价与估值 .....	27
风险提示 .....	27
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	29
公司背景 .....	30



# 中国飞鹤 (6186.HK): 行业挑战加剧, 扩张速度放缓

我们是市场为数不多给予飞鹤 (6186.HK) “持有”评级的券商。我们认为在行业面对诸多挑战、且公司收入与利润率均遇到瓶颈的情况下, 短期内公司估值水平提升难度较大。

- 审时度势、顺势而为缔造行业神话:** 2016-2021年, 飞鹤的收入取得了惊人增长, 这也使飞鹤的市场份额跃升至行业第一, 成为名副其实的行业领导者。我们认为这主要归功于管理层在充分掌握了消费者洞察后, 制定了最符合消费趋势的市场发展战略, 包括 **1)** 聚焦高端产品来迎合消费升级、**2)** 主攻低线城市避免直面国际品牌的竞争以换得更大的增长空间、**3)** 深耕渠道以触达更多潜在消费者、**4)** 加强对上游奶源的控制以保证产品品质。
- 中国婴配粉行业挑战加剧:** 中国逐年下降的出生率为中国婴配粉行业未来的需求增长带来较大不确定性, 也使市场对奶粉赛道的热情与关注度大打折扣。此外还叠加竞争不断加剧的趋势, 我们担心, 短期内市场对奶粉行业 (及主要玩家) 低迷的投资情绪较难有所改变, 可能导致飞鹤的估值水平长期处于较低的水位。
- 扩张速度放缓, 利润率有下行风险:** 飞鹤在低线城市的渗透率与市占率都已处于较高水平, 而在高线城市则不得不面对国际品牌的阻击, 这可能导致公司未来的扩张速度大幅放缓。另外, 公司高端以上产品占比已达 90% 左右, 产品结构进一步升级的空间有限, 叠加成人奶粉占比上升, 利润率未来有下行的风险。
- 估值:** 考虑到奶粉行业市场情绪疲弱及长期的需求不确定性较高, 我们用 2023 年 10x EPS 作为飞鹤的估值 (不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平), 得到目标价 7.9 港元, 首予“持有”评级
- 投资风险:** 1) 整体行业需求放缓; 2) 超高端产品增速不如预期; 3) 高端市场份额被对手蚕食; 4) 原材料价格上涨高于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,592	22,776	22,514	24,382	26,808
同比变动 (%)	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
股东应占净利	7,437	6,871	5,858	6,254	6,798
同比变动 (%)	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%
PE (X)	9.4	7.7	9.2	8.6	7.9
ROE (%)	48.3%	35.5%	26.0%	24.2%	23.1%

E=浦银国际研究; 资料来源: 公司报告、浦银国际

完整报告: 《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠

助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022年8月1日

## 评级

持有

目标价 (港元)	7.9
潜在升幅/降幅	+12.4%
目前股价 (港元)	7.0
52周内股价区间 (港元)	6.8-15.9
总市值 (百万港元)	62,164
近3月日均成交额 (百万港元)	154.1

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 中国飞鹤

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>18,592</b>	<b>22,776</b>	<b>22,514</b>	<b>24,382</b>	<b>26,808</b>
同比	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
营业成本	-5,112	-6,769	-7,163	-7,806	-8,598
<b>毛利润</b>	<b>13,480</b>	<b>16,008</b>	<b>15,351</b>	<b>16,577</b>	<b>18,210</b>
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售费用	-5,263	-6,729	-7,612	-8,090	-8,881
管理费用	-1,161	-1,208	-1,369	-1,465	-1,601
其他经营收入及收益	2,913	1,885	1,938	1,844	1,904
<b>经营利润</b>	<b>9,969</b>	<b>9,955</b>	<b>8,309</b>	<b>8,866</b>	<b>9,632</b>
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
财务费用	-18	-253	-16	-16	-16
其他营业外收入 (支出)	-18	-253	-16	-16	-16
<b>利润总额</b>	<b>9,900</b>	<b>9,672</b>	<b>8,243</b>	<b>8,800</b>	<b>9,566</b>
所得税	-2,464	-2,757	-2,350	-2,509	-2,727
所得税率	-24.9%	-28.5%	-28.5%	-28.5%	-28.5%
<b>净利润</b>	<b>7,437</b>	<b>6,915</b>	<b>5,893</b>	<b>6,292</b>	<b>6,839</b>
减: 少数股东损益	0	-44	-35	-38	-41
<b>归母净利润</b>	<b>7,437</b>	<b>6,871</b>	<b>5,858</b>	<b>6,254</b>	<b>6,798</b>
归母净利率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
同比	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,059	9,629	12,037	14,339	17,106
应收票据及应收账款	289	477	489	547	622
预付款项	557	576	569	617	678
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	1,284	1,722	1,530	1,653	1,802
其他流动资产	6,355	7,565	8,565	9,565	10,565
<b>流动资产合计</b>	<b>18,544</b>	<b>19,970</b>	<b>23,190</b>	<b>26,721</b>	<b>30,773</b>
固定资产	7,197	8,437	8,481	9,062	9,604
使用权资产	366	428	344	333	322
生物资产	1,442	1,707	1,707	1,707	1,707
无形资产	0	21	21	21	21
商誉	48	112	112	112	112
递延所得税资产	376	474	468	507	557
其他非流动资产	349	333	333	333	333
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,778</b>	<b>11,512</b>	<b>11,466</b>	<b>12,076</b>	<b>12,657</b>
短期借款	448	313	313	313	313
应付票据及应付账款	1,133	1,284	1,279	1,394	1,535
租赁负债	98	62	62	62	62
应交税费	910	1,063	1,050	1,137	1,251
其他应付款	4,518	4,221	4,172	4,518	4,968
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>7,107</b>	<b>6,942</b>	<b>6,876</b>	<b>7,424</b>	<b>8,128</b>
长期借款	732	621	621	621	621
其他应付款	374	647	639	692	761
租赁负债	139	115	115	115	115
应交税费	784	753	744	806	886
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,030</b>	<b>2,136</b>	<b>2,120</b>	<b>2,235</b>	<b>2,384</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	17,747	20,921	24,143	27,583	31,321
少数股东权益	1,438	1,482	1,517	1,555	1,596
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,186</b>	<b>22,403</b>	<b>25,660</b>	<b>29,138</b>	<b>32,917</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>9,900</b>	<b>9,672</b>	<b>8,243</b>	<b>8,800</b>	<b>9,566</b>
固定资产折旧	218	409	378	418	458
无形资产摊销	0	1	0	0	0
使用权资产折旧	45	33	102	102	102
财务费用	50	29	50	50	50
公允价值溢利和损失	-1,763	-119	0	0	0
存货的减少	-293	-417	192	-123	-149
经营性应收项目的减少	164	-151	-5	-106	-136
经营性应付项目的增加	1,382	-203	-61	514	660
税务费用	-2,108	-2,736	-2,365	-2,399	-2,584
其他	153	295	-50	-50	-50
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,748</b>	<b>6,815</b>	<b>6,483</b>	<b>7,206</b>	<b>7,917</b>
资本开支	-805	-1,379	-1,091	-1,091	-1,091
投资支付的现金和结构性存款	-2,291	-616	-958	-1,299	-1,388
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-764	-268	0	0	0
其他	73	-182	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,786</b>	<b>-2,444</b>	<b>-2,049</b>	<b>-2,389</b>	<b>-2,478</b>
取得借款收到的现金	159	-444	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	-365	0	0	0
偿还债务支付的现金	-17	-44	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,685	-3,392	-2,636	-2,814	-3,059
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,543</b>	<b>-4,245</b>	<b>-2,636</b>	<b>-2,814</b>	<b>-3,059</b>
现金及现金等价物净增加额	1,073	28	3,101	2,003	2,379
期初现金及现金等价物余额	4,667	5,912	5,989	8,439	10,442
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>5,912</b>	<b>5,989</b>	<b>8,439</b>	<b>10,442</b>	<b>12,821</b>

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.63	0.77	0.65	0.69	0.75
每股销售额	2.04	2.50	2.48	2.68	2.95
每股股息	0.26	0.39	0.30	0.32	0.34
<b>同比变动</b>					
收入	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
经营溢利	73.2%	-0.1%	-16.5%	6.7%	8.6%
归母净利润	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
归母净利率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	48.3%	35.5%	26.0%	24.2%	23.1%
平均资产回报率	24.9%	20.9%	16.0%	15.3%	31.5%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	5.9	6.1	7.8	7.8	8.0
库存周转天数	70.3	81.1	82.8	74.4	73.3
应付账款周转天数	77.6	65.2	65.2	65.2	65.2
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.6	2.9	3.4	3.6	3.8
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
负债/权益	47.6%	40.5%	35.1%	33.1%	31.9%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	9.4	7.7	9.2	8.6	7.9
市销率 (x)	2.9	2.4	2.4	2.2	2.0
股息率	4.3%	6.5%	5.0%	5.3%	5.8%

# 从二线品牌到全国第一，飞鹤做对了什么？

短短六年里（2016-2021年），飞鹤收入与市场份额经历了惊人的增长，从默默无闻的二线品牌，崛起成为中国奶粉行业的绝对领导者。在这一期间，飞鹤也受到了一些质疑。有观点认为，飞鹤的财务数字的准确性有待进一步考证，也有观点认为，飞鹤飞速成长的背后，具有非常大的偶然性。

然而，在仔细研究公司的发展历程后，我们认为，飞鹤今日的成功，是公司管理层在研究了奶粉行业趋势之后，审时度势、顺势而为所产生的必然结果，具有很高的合理性。

首先，飞鹤成功的核心，一向都是自身优良的产品品质。在中国婴幼儿奶粉行业过去 20 余年的发展历程中，飞鹤是为数不多没有出现过重大质量问题的奶粉品牌之一。即使在 2008 年的三氯氰胺事件中，飞鹤依然能够独善其身。

在稳定的产品质量基础上，飞鹤能够在短期内实现逆袭，成为中国奶粉第一品牌，我们认为，很大程度上归功于飞鹤做对了以下几个方面：

- (1) 高端产品定位迎合消费升级心理；
- (2) 农村包围城市战略；
- (3) 深耕线下渠道；
- (4) 对上游奶源的重视。

## ● 高端产品定位

在 2008 年的三氯氰胺事件之后，中国消费者对中国奶粉品牌出现了严重的信任危机。同时，三氯氰胺事件也改变了中国父母对婴幼儿奶粉的消费趋势，更多的中国父母愿意出高价为孩子购买高品质的奶粉产品，中国奶粉市场开始逐渐走向高端化道路。

在这一趋势下，国际品牌开始涌入中国市场，而中国奶粉品牌由于市场定位相对较低，很难与国际品牌竞争，最终造成国产品牌市场份额从三氯氰胺之前的 65% 大幅下降至 2015 年的不到 30% 左右（尼尔森数据）。

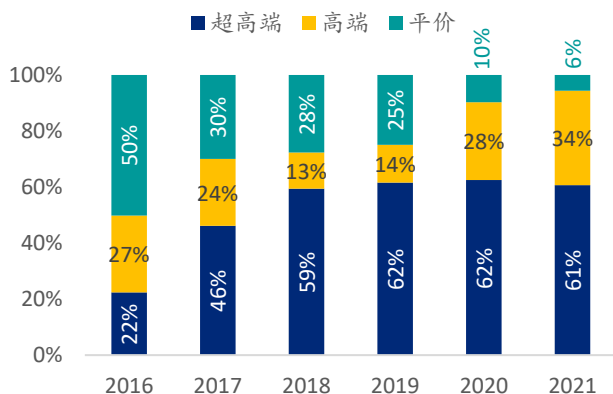
在公司发展早期，与大部分中国国产奶粉品牌一样，飞鹤的产品矩阵以中低档婴幼儿奶粉为主，只能通过打价格战与其他国产奶粉品牌竞争，在产品定位上，完全无法与进口奶粉品牌相提并论。

很快，飞鹤管理层就意识到在消费升级的大趋势下，高端与超高端婴幼儿奶粉产品是中国奶粉行业未来的增长动力，寻求产品高端化，才是中国奶粉品牌的唯一出路。奶粉行业后来的发展趋势，也验证了管理层判断的正确性。

公司早在 2010 年便推出了超高端明星产品——星飞帆，这是一款配方高度贴合母乳，对中国婴幼儿具有高适应性的奶粉产品。在 2016 年，飞鹤更是果断舍弃了低端奶粉市场，去除了多数低端产品线（比如飞慧），开始集中火力发展高端及以上价格带产品。

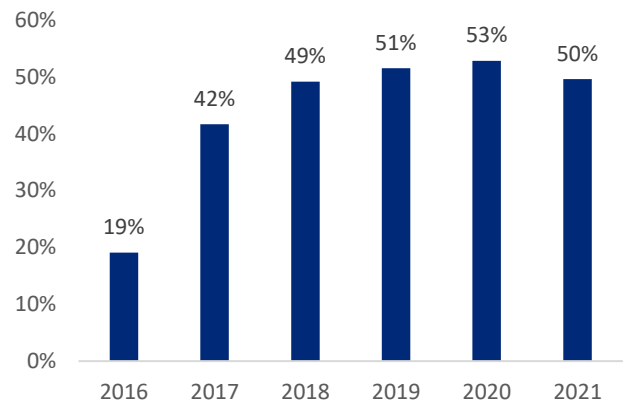
在高端化策略的加持下，飞鹤的超高端明星产品星飞帆在 2016 年以后经历了飞速的增长，带动超高端产品销售占比不断提升。截止 2021 年，星飞帆对飞鹤的收入贡献达到 50%。

图表 2：飞鹤奶粉产品矩阵按市场定位分布情况



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：星飞帆对飞鹤的收入贡献



资料来源：公司数据、浦银国际

除了星飞帆外，公司还在 2017 年推出了超高端产品——臻稚有机，进一步丰富其超高端的产品组合。目前，臻稚有机是公司增长最快的一款产品。同时，公司也致力于将原有普通产品更新迭代，重新包装，提升产品定位。

图表 4：飞鹤产品组合

超高端	星飞帆	臻稚有机				
						
高端	臻爱倍护	臻爱飞帆	精粹益加	淳芮	妙舒欢	茁然
						
平价	星阶优护	飞帆	贝迪奇	舒贝诺	贝艾儿	美葆儿
						
其他乳制品产品	小羊妙可	佳瑞妙可	加爱	星蕴	经典1962	爱本
						
营养品	呀蜜呀蜜	Vitamin World				
						

资料来源：飞鹤官网、Vitamin World 官网，浦银国际

在过去几年的努力下，飞鹤已成功在消费者心目中建立起了高端及高品质的品牌形象，并使其深入人心。目前，主力产品星飞帆的产品单价已追平甚至超越了部分在中国销售的国际婴幼儿奶粉产品。这使飞鹤与其他国产品牌实现了差异化，同时也使飞鹤有能力在高端价格带抢夺外资奶粉品牌的市场份额。

图表 5：中国市场主要婴幼儿奶粉价格比较

公司	品牌	单价 (元/900g)
雅培	菁挚	437
皇家	美素佳儿	396
澳优	佳贝艾特	359
<b>飞鹤</b>	<b>星飞帆</b>	<b>348</b>
伊利	金领冠	342
达能	爱他美	339
H&H	合生元	328
利洁时	美赞臣	322
雀巢	惠氏启赋	312
雅士利	瑞普恩	298
完达山	元如	244
雀巢	超启能恩	235
君乐宝	至臻	208

注：黄色部分为国产品牌，其余为国际品牌。资料来源：京东，浦银国际

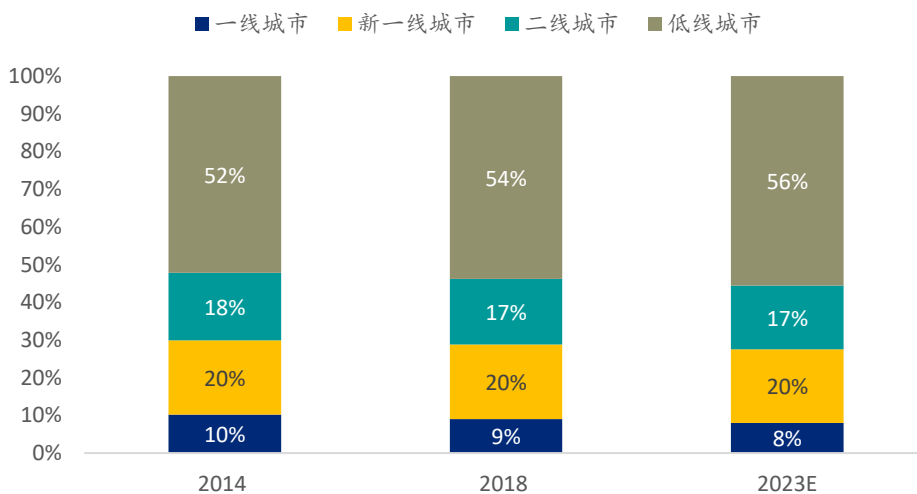
## ● 农村包围城市

2010 年前后，国际品牌开始大量涌进中国市场。由于一、二线城市更早开始消费升级、对高端产品需求更大、消费者对价格敏感度较低、对进口品牌的了解与接受度也更高。国际品牌在中国市场的策略具有两大共性：**(1)** 产品大多定位高端市场，**(2)** 主攻市场大多为一二线城市。

面对竞争激烈的一、二线城市市场，2014-2016 年期间，飞鹤决定暂时放弃一二线城市，聚焦并主攻低线城市。我们认为，飞鹤策略方针的定制，主要是基于以下对中国婴幼儿奶粉市场格局的判断：

- 二线城市奶粉市场在 2014 年前后已接近饱和，成长空间已然不大，但低线城市对婴幼儿奶粉的需求正处在高速成长期。相比一、二线城市，低线城市与农村地区的人口基数更大，市场前景更广阔。
- 2014 年前后，随着城镇化深入及可支配收入提升，低线城市的消费能力逐渐上升，消费升级意识开始觉醒。与此同时，低线城市消费者对高端品牌认知少，主要以价格高低来判断产品定位。
- 在 2010-2015 年间，一、二线城市的奶粉市场基本已被进口品牌所占领。飞鹤若要在二线城市抢夺市场份额，投入将非常大，而边际效益却很低。而在低线城市，飞鹤拥有一定的品牌基础与渠道资源，因此更容易打开市场。
- 外资品牌在低线城市的地推能力薄弱，分销网络不完善，因此没有能力也没有意愿往低线城市下沉。在这种情况下，选择聚焦低线城市可以很好地避免与外资品牌直接竞争。

图表 6：中国婴幼儿奶粉消费额按城市级别分布



E= 弗若斯特沙利文预测。资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

在过去 5-6 年中，飞鹤是第一个，也是为数不多聚焦低端城市甚至农村市场，同时又定位高端或以上价格带的婴幼儿奶粉品牌。凭借“专为中国宝宝研制”、“更适合中国宝宝体质”等广告语及精准的品牌营销，飞鹤与其他定位大众市场的国产竞争对手形成了差异化竞争。

其高端定位、高品质和高价格的产品形象，极大地满足了低线城市消费者消费升级的需求，因此很快便占领了消费者的心智，成为家喻户晓的品牌。目前，在大部分低线区域市场，飞鹤都是排名第一的奶粉品牌。

图表 7：章子怡和吴京代言飞鹤

图表 8：飞鹤商标及广告语



**飞鹤奶粉**  
更适合中国宝宝体质

资料来源：飞鹤微博、浦银国际

资料来源：飞鹤官网、浦银国际

2019 年以后，已在低线城市成为王者的飞鹤再次将目光转向了高线城市。但与六年前不同，飞鹤现在进入高线城市可以说是天时地利。

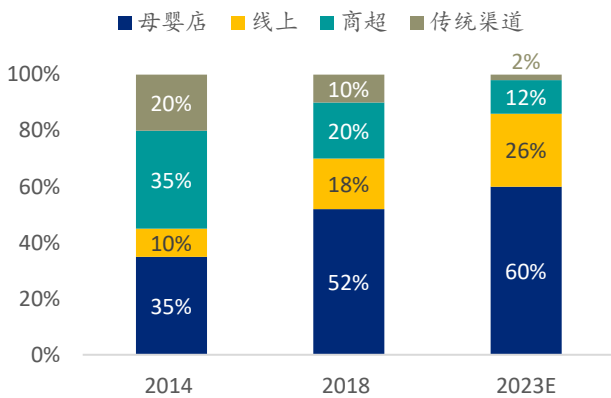
首先，随着中美经济差距不断缩小，中国消费者的民族自豪感空前强大。同时，中美贸易摩擦升级也加速了国潮趋势的发展，一线城市的消费者对民族品牌的信任度与偏好度也在逐步提升。

其次，凭借着在低线城市积累的良好口碑与强大品牌力，飞鹤在高线城市的知名度也在水涨船高。这也使飞鹤在开拓高线市场时，边际效益大幅提升，事半功倍。截止目前，飞鹤已经成为北京销量最大的婴幼儿奶粉品牌。

## ● 推动全渠道发展

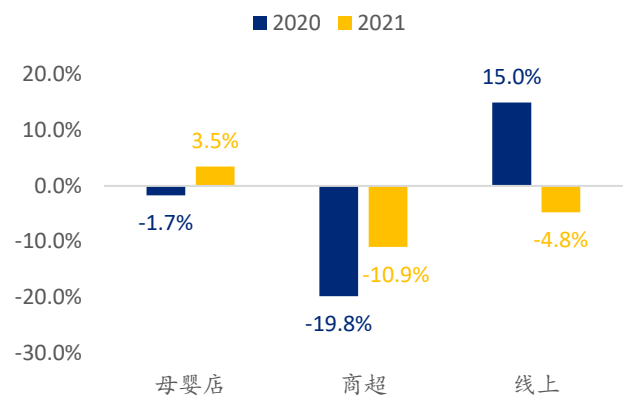
在整体行业增速放缓的大环境下，通过渠道拓展来获得更多潜在客户，对奶粉企业的增长至关重要。在过去 10 年，中国婴幼儿奶粉渠道里发生了巨大的变化。随着中国消费趋势不断演变，曾占主导地位的商超与传统渠道已逐渐退出了历史舞台，取而代之的是母婴店与电商。

图表 9：中国婴幼儿奶粉渠道分布



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 10：中国婴幼儿奶粉行业各渠道销售额增长，2020/2021



资料来源：尼尔森、浦银国际估算

面对消费趋势的快速变化，奶粉企业必须做到以下两点才能抢占先机：

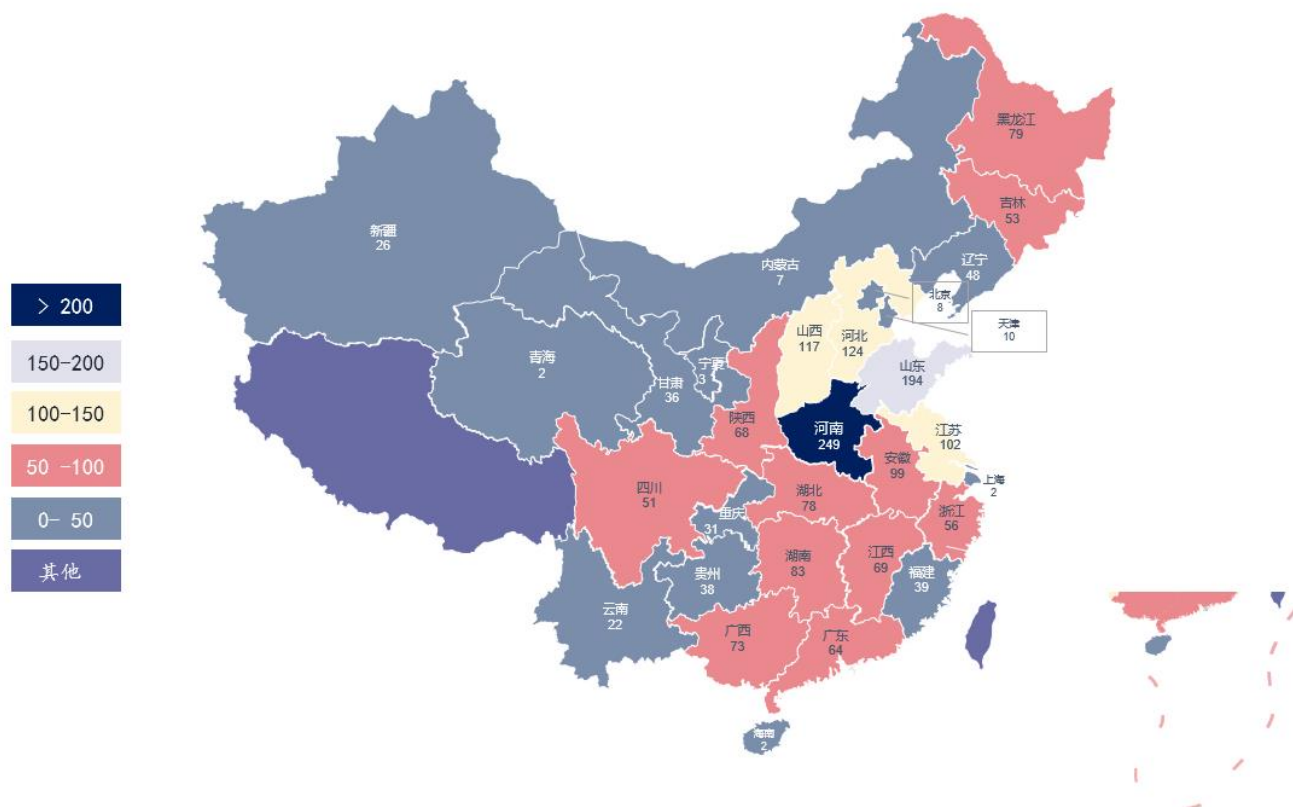
- (1) 及时对消费者的购买偏好改变做出反应，快速调整自身渠道结构，以取得先发优势，更好地触达和服务消费者；
- (2) 通过销售渠道获取更多消费者信息，构建完整的消费者画像，从而为消费者提供更精准的产品和服务。

我们认为，飞鹤在以上两方面均颇有建树。未来，飞鹤的全国化渠道布局、母婴店较高的渗透率都将有力地继续帮助公司抢占市场份额。同时，其电商渠道的拓展及单层经销模式将保证飞鹤对终端强有力的掌控，拉近与消费者之间的距离，获取足够的消费者洞察。

## 发达的线下销售网络

线下渠道一直都是飞鹤销售额的主要来源。2021 年，线下渠道占飞鹤整体销售的 85.8%。截止 2021 年底，飞鹤在全国拥有超过约 2000 个线下销售点，并通过这些分布全国的销售网点将产品销售给全国的消费者。

图表 11：飞鹤线下销售网点分布情况，2019



注：不包含电商平台客户、直接出售的终端消费者以及学校和教育机构  
资料来源：公司资料，浦银国际

过去 10 年间，母婴店的销售贡献不断提升，并发展为中国奶粉行业最主要的销售渠道。母婴店之所以如此受欢迎（尤其在低线城市），是因为它提供了一站式的母婴类产品销售场景。更重要的是，除了产品以外，母婴店还有专职人员向消费者提供专业的产品介绍与使用说明，给初为父母的消费者提供了优质的消费体验。

意识到母婴店在整个行业中的重要性不断提升，飞鹤率先从商超渠道向母婴渠道快速转型，是所有国产奶粉玩家中最早转型的企业之一。在过去的十年里，飞鹤与一些主要的连锁母婴店品牌（比如孩子王以及爱婴岛）建立起了长期良好的合作关系，这也使飞鹤能够在各大连锁母婴店中都获得较好的货架位置，从而得到更大的产品曝光度，为飞鹤的快速增长打下坚实基础。

图表 12: 飞鹤在母婴店渠道产品与货架



资料来源: 孩子王官微, 浦银国际

图表 13: 飞鹤与孩子王联手举办奶粉节



资料来源: 孩子王官网、浦银国际

发达的线下网络, 也为飞鹤的地推活动提供了广阔的平台与大力的支持。2018年, 飞鹤举办了了30万场地推活动, 在2019年更是增加到50万场。这类地推活动都在飞鹤的终端零售网点举行, 如“迷你秀”主要是在母婴店举办, “嘉年华”则是针对商超与购物商超的客群, 而“妈妈的爱”主要在医院与酒店以宣传讲座形式向新手父母提供关于孕期与育儿的免费信息。

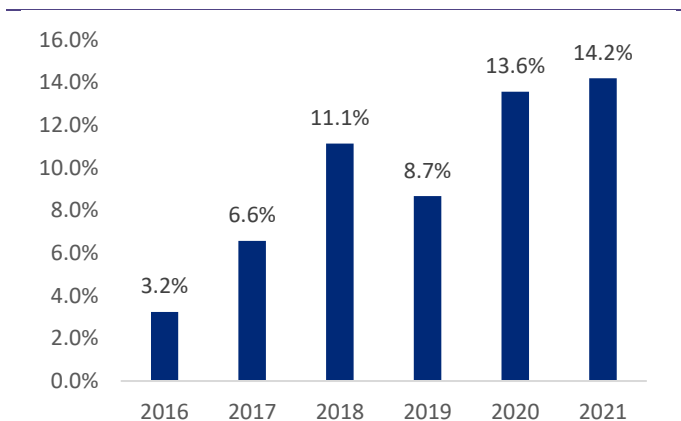
基于与终端网点良好的关系, 这些地推活动通常成本都很低, 但投资回报 (Return on investment) 却非常可观。

## 线上渠道引领未来增长

线上渠道是中国婴幼儿奶粉销售渠道中增长最快的渠道, 其销售贡献率在过去几年不断上升。为了迎合中国电商的快速发展, 并触达更多的年轻消费者, 飞鹤从2016年就开始与天猫、京东以及苏宁等大型电商平台合作。另外, 飞鹤还打造了自己的电商网站平台。

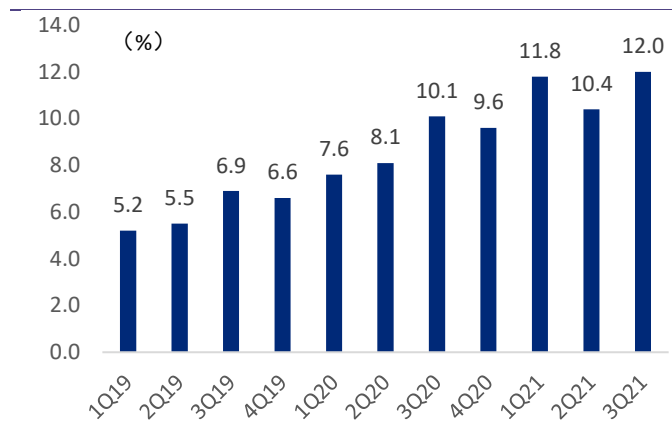
过去几年里, 飞鹤不断加大电商发展的力度。飞鹤的线上销售在2020年与2021年分别同比增长118%与29%, 线上销售占比从2019年的8.7%增长至2021年的14.2%, 而飞鹤在中国婴幼儿奶粉整体线上渠道的市场份额从2019年初的5%, 上升至2021年第三季度的接近12%。

图表 14: 飞鹤线上渠道占比



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 15: 飞鹤在整体线上渠道的市场份额



资料来源: 尼尔森零研、浦银国际

除了第三方平台之外,飞鹤还致力于打造私域流量。在微信平台上,飞鹤搭建了公众号“星妈会”,并通过它搭建了完善的会员体系。截至2022年4月,会员数量已超4000万。公司根据会员的孕期和孩子年龄,在公众号中发布定制化的文章和促销信息。同时,飞鹤也为会员提供营养师、医生等专业人士的咨询服务。飞鹤优秀的公众号运营能力和定制化会员服务在私域流量上助力飞鹤触及客户、优化产品体验。

图表 16: 飞鹤星妈会微信公众号



资料来源: 飞鹤公众号、浦银国际

图表 17: 飞鹤微信小程序



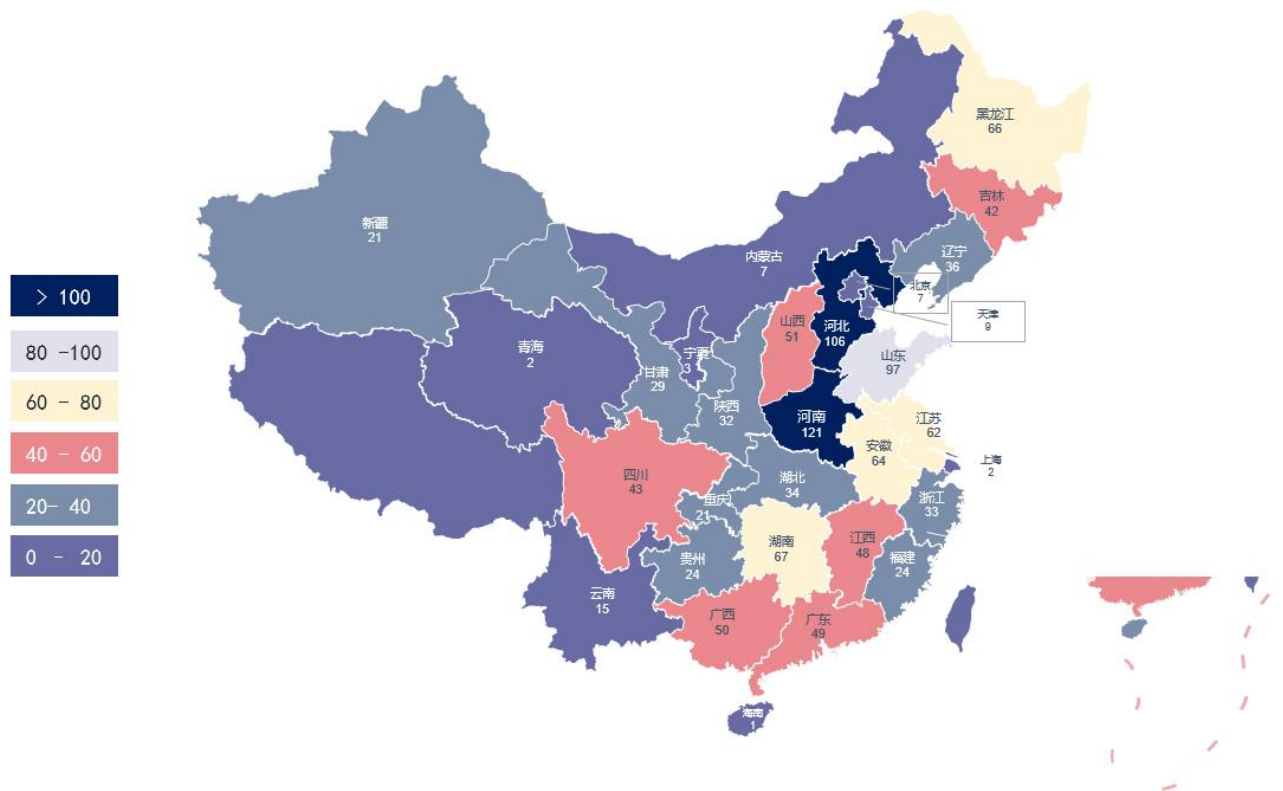
资料来源: 飞鹤微信小程序、浦银国际

## 成熟的单层分销模式

过去 20 年，飞鹤里建立起了成熟的单层分销模式。这意味着飞鹤旗下所拥有的超 2000 个经销商客户基本上都是一级经销商，而这些一级经销商将会直接将飞鹤的产品卖到销售终端（而不会通过低层的经销商）。

单层分销模式需要公司在不同的区域市场建立并维系与众多的经销商客户之间的关系。因此，我们认为打造单层分销模式需要耗费大量的精力与时间。

图表 18：飞鹤经销商分布情况，2019



注：不包含电商平台客户、直接出售的终端消费者以及学校和教育机构  
资料来源：公司资料，浦银国际

但长期来看，单层分销模式会为从以下四个方面提高消费品公司的运营效率，从而帮助公司高质量的发展：

- 减少分销层级能够保证经销商客户与终端零售端的利润率稳定保持在较高水平，帮助维持与经销商和终端零售更紧密的合作关系。
- 单层分销模式下的产品跟踪更加便捷可行，公司可借此更好地管理库存水平，避免自身产品竞食（cannibalization）。

- 单层分销模式下，公司更倾向选择专注于一个或几个城市的经销商（相比覆盖多省份的大型、高层级经销商），以有效协助提高产品渗透率。
- 正如上一点所述，由于单层分销模式不依赖特定的大型、高层级经销商，终止与经销商合作不会对公司的运营造成重大负面影响。

我们认为，飞鹤的单层分销模式帮助公司大幅提升了在低线城市的渗透率，对公司提升市场份额起到了重要作用。未来，单层分销模式也将继续作为公司重要的护城河，使其在面对同业竞争时长期处于优势地位。

## ● 对优质奶源的控制

相比新鲜原奶，进口大包粉虽然营养价值较低，且运输过程中有二次污染的风险，但胜在价格更便宜、储存时间更长。因此，大部分在中国销售的婴幼儿奶粉产品，都选用进口大包粉作为主要的生产原料。

然而，飞鹤是中国奶粉行业中，为数不多以鲜奶作为主要生产原料的奶粉企业。这源于公司管理层对产品品质的高度重视，同时也符合飞鹤高端产品的定位。

**图表 19：对比使用新鲜原奶和进口大包粉作为婴配奶粉的原材料**

对比范围	新鲜原奶	进口大包粉
<b>2018 年市场平均价 (人民币/吨)</b>	3,461	2,506 (转化至白奶价格)
<b>品质</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 用新鲜原奶作为原材料令制造费用提升</li> <li>• 无保鲜剂的原奶保证最终产品的新鲜度</li> <li>• 湿混与干喷的过程使营养成分更加平均分布</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 用进口大包粉作为原材料两大优势在于节约原材料成本和保质期更长</li> <li>• 大包粉使用保鲜剂令原材料的保质期更长，在运输、储存和制作过程中避免变质</li> <li>• 混合过程使营养成分无法平均分布</li> </ul>
<b>安全性</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 巴氏杀菌令其减少二次污染的风险，也降低对成分中微生物质量的依赖性</li> <li>• 湿混与干喷</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 存在运输过程中被二次污染的风险。由于没有热处理的过程，高度依赖成分中的微生物质量</li> <li>• 干混</li> </ul>
<b>制造工序</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 保证平均分布的奶粉和补充成分。混合后进行巴氏杀菌，以消灭细菌</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 无法保证平均分布的奶粉和补充成分。混合后无杀菌热处理过程。</li> </ul>

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

管理层坚信，优质的原奶质量，是生产高品质婴幼儿奶粉的基础，然而，从散户奶农处收来的原奶质量层次不齐、难有保障。于是，早在 2006 年，飞鹤便开始兴建自有大型牧场，打造优质的大规模奶源基地。飞鹤也成为当时为数不多拥有自建牧场的奶粉企业。

与此同时，飞鹤还将饲草、饲料的种植及精饲料的加工纳入到整个产业集群中，打造了完整的奶牛养殖产业链，从源头保证了原奶的安全与品质。

这很好地说明了为什么当大部分乳制品企业都在 2008 年卷入三氯氰胺事件中时，飞鹤却能够独善其身。在中国婴幼儿奶粉行业过去 20 多年的发展历程中，飞鹤是为数不多没有出现过重大质量问题的国产奶粉品牌之一。

2011 年，飞鹤决定聚焦婴幼儿奶粉的生产与销售，于是将旗下的两大牧场以 8.5 亿人民币出售给了原生态集团——中国最大的规模牧场之一。从此，飞鹤与原生态建立了长期的合作关系，原生态也成为了飞鹤最主要的原奶供应商。

2020 年，为进一步加强上游奶源的控制，同时减小原奶价格波动对公司成本的影响，飞鹤以 30 亿港元收购了原生态 71.27% 的股份。因为原生态牧场与飞鹤工厂距离较近，保证了飞鹤奶粉加工使用原奶的新鲜度。在奶源紧张的当下，飞鹤通过收购，锁定了优质奶源的供应，也有利于飞鹤在向奶农购买原奶时进行严格品控。

# 我们对飞鹤未来的三大担忧

我们认可，在过去 10 年里在品牌营销、市场战略、渠道深耕等各方面的成功，令飞鹤无论是品牌力、市场份额还是经营管理能力在行业中都处于绝对领先地位。然而，我们对飞鹤未来的发展仍有以下三个方面的担忧：1) 市场情绪持续低迷；2) 增长速度或大幅放缓；3) 高端化空间有限，

## (1) 持续低迷的市场情绪

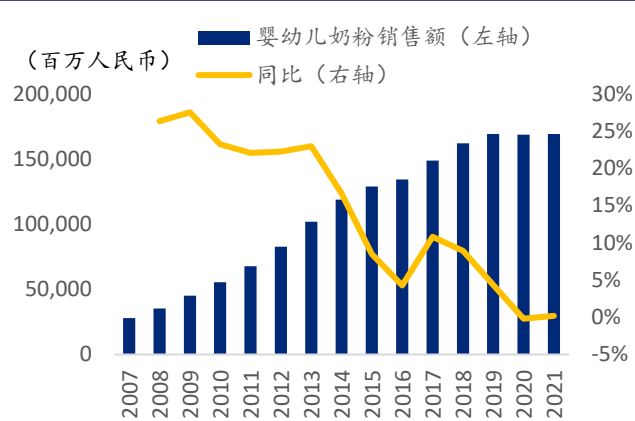
中国逐年下降的出生率是中国奶粉行业未来发展最大的绊脚石。中国年轻人的生育意愿目前处于历史低位。尽管政府已经采取一系列的措施（包括开放三胎以及生育补助）来鼓励生育率，但恐怕需要更多时间才能看到较为显著的效果。

图表 20: 中国人口出生率, 1954-2021



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 21: 中国奶粉行业零售额增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

较低的出生率为中国奶粉行业的发展前景蒙上阴影，为行业未来的需求增长带来较大的不确定性，也使市场对奶粉赛道的热情与关注度大打折扣。

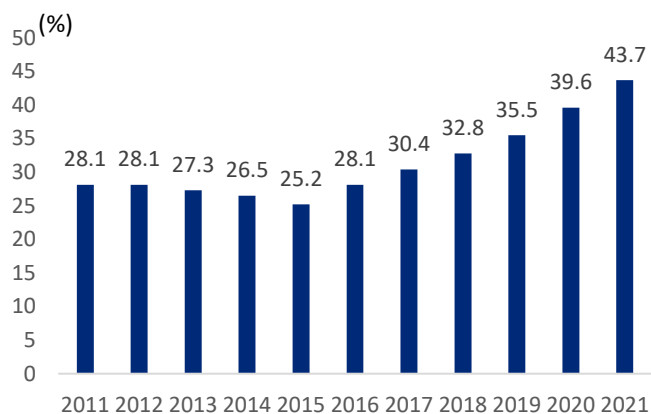
由于行业缺乏明显的增长动力与催化，市场对奶粉行业以及主要的行业玩家（包括飞鹤在内）低迷的投资情绪在短期内较难有所改变。这可能导致飞鹤的估值水平长期处于较低的水位。

## (2) 增长速度可能大幅减慢

过去五年里，中国奶粉行业集中度不断提升。在这个过程中，飞鹤凭借高端产品定位、发达的渠道通路与对低线城市的聚焦迅速抢占市场份额，成为行业整合最大的受益者。

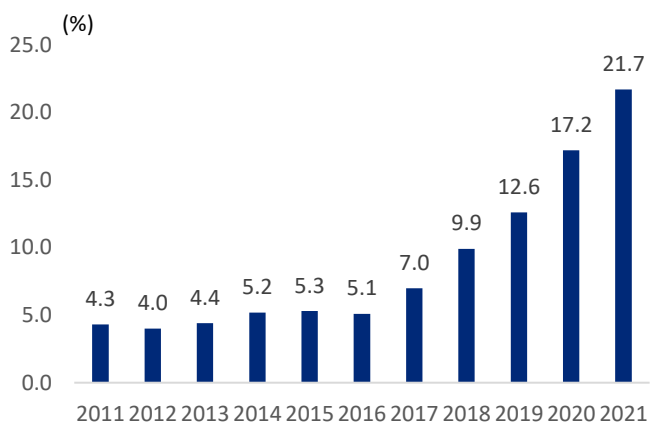
Euromonitor 数据显示，飞鹤的市场份额在过去五年大幅增长，从 2016 年的 5.1% 跃升至 2021 年的 21.7%。

**图表 22: 中国奶粉行业集中度变化 (前三名市场份额)**



资料来源: Euromonitor、浦银国际

**图表 23: 飞鹤市场份额变化**



资料来源: Euromonitor、浦银国际

过去五年间，飞鹤缔造了中国奶粉行业的神话。然而，我们认为飞鹤未来的扩张之路上或将面对更大的挑战。

一方面，激烈的市场竞争有可能拖累飞鹤市场扩张的步伐。伊利在收购澳优后，市场份额升至行业第二，也使行业集中度进一步提升。在伊利渠道的助力下，澳优有望在未来取得较快增速。另一方面，疫情过去以后，贝拉米在蒙牛的帮助下同样有机会开拓新的线下市场。

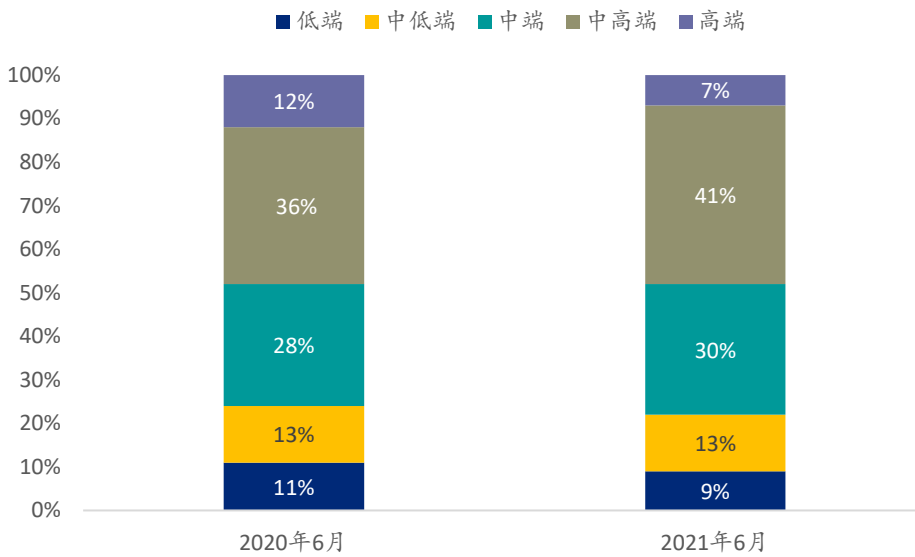
另一方面，飞鹤在中国大部分低线城市都已经取得了市场领先的地位。而在高线城市，雀巢和达能等老牌国际品牌依然维持着较为稳固的市场地位。基于这一现状，我们判断，公司想要通过“农村包围城市战略”在高线城市进一步拓展市场，阻力仍然不小。

激烈的竞争、较高的基数与越来越小的扩张空间，意味着未来公司收入的增速相比过去几年会有较大幅度的放缓。我们相信，飞鹤在未来五年仍将继续提升自己的市场份额，但扩张速度将显著减缓。

### (3) 高端化空间有限，利润率有下行风险

毋庸置疑，中国消费者对于奶粉产品的消费升级是大势所趋。在优生优育的理念下，大部分的父母都愿意尽可能为孩子提供最好的产品。正是出于上述的消费心理，飞鹤才通过聚焦高端以上产品来占领消费者心智。

图表 24：中国婴幼儿奶粉零售额按价格带分类



注：尼尔森价格带按照 PI 价格指数（单品平均价格/该品类平均价格）进行分类。  
资料来源：尼尔森，浦银国际

然而，飞鹤的超高端产品的收入占比在 2021 年已经达到了 57%，高端及以上产品占比已经接近 90%。飞鹤旗下的超高端明星产品星飞帆对公司整体收入的贡献目前已经达到了 50% 左右。我们认为，飞鹤的产品矩阵进一步高端化的空间已较为有限。

星飞帆的价格区间在行业中已经处于顶部，且高于大部分的国际奶粉品牌。尽管飞鹤尝试推出了更高端的产品（比如星飞帆卓睿），但我们认为对整体价盘的拉动相对有限。

图表 25：飞鹤与国际品牌最新价格比较

公司	品牌	单价（元/900g）
雅培	菁挚	437
皇家	美素佳儿	396
澳优	佳贝艾特	359
<b>飞鹤</b>	<b>星飞帆</b>	<b>348</b>
达能	爱他美	339
H&H	合生元	328
利洁时	美赞臣	322
雀巢	惠氏启赋	312
雀巢	超启能恩	235

资料来源：京东，浦银国际

另一方面，飞鹤目前增速较快的婴配奶粉产品的定价与毛利率普遍都低于星飞帆，而飞鹤未来对成人奶粉的聚焦，将使公司的平均单价与毛利率进一步承压。

在高端化空间有限，且潜在产品结构有可能变差的情况下，我们担心飞鹤的毛利率有持续下行的风险。

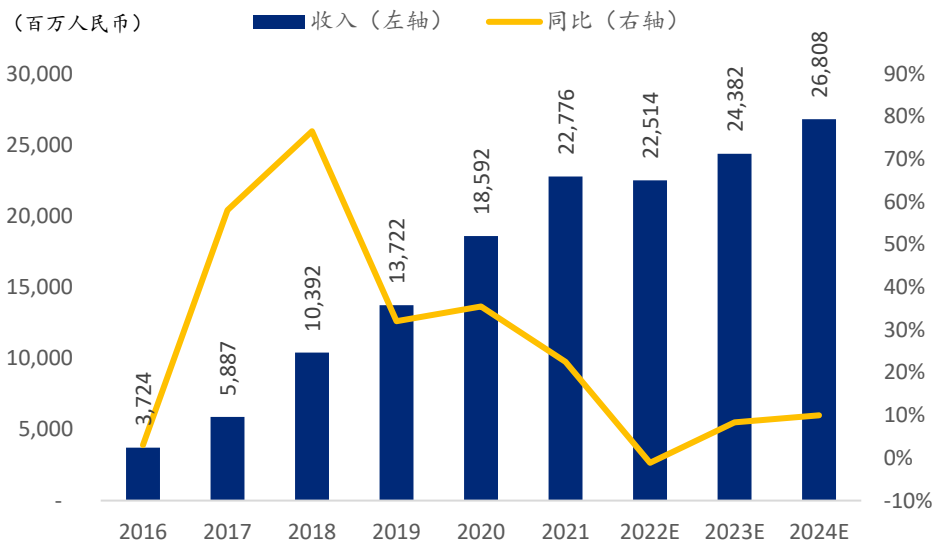
# 盈利预测

## (1) 收入

面对基数越来越高、行业竞争日趋激烈以及出生率持续下降，我们认为，飞鹤未来三年的增速相比过去五年将有较大幅度的放缓。

由于疫情后行业竞争加剧以及公司主动清理渠道库存，飞鹤 2022 年上半年收入同比预计将下降 14.9-17.4%。我们目前预测公司 2022 年全年收入同比下跌低单位数，而 2023 年将反弹至 8% 左右的增长。

图表 26：飞鹤收入与同比增速，2016-2024E

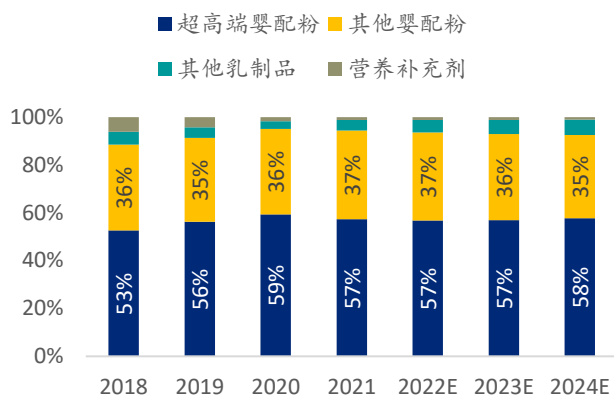


E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

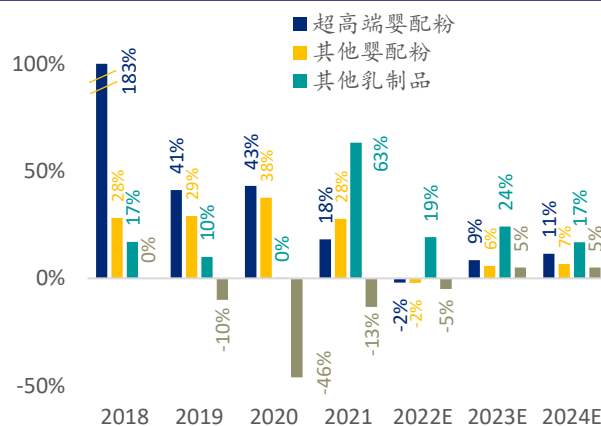
我们预测超高端婴配粉未来对飞鹤的收入贡献将会有小幅增长，然而星飞帆的收入贡献未来三年将维持在 49-50% 的水平。另一方面，成人奶粉（包括在其他乳制品中）的增速将高于婴幼儿奶粉的增速。

图表 27: 飞鹤收入按品类分布, 2018-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 28: 飞鹤各品类收入同比增长, 2018-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

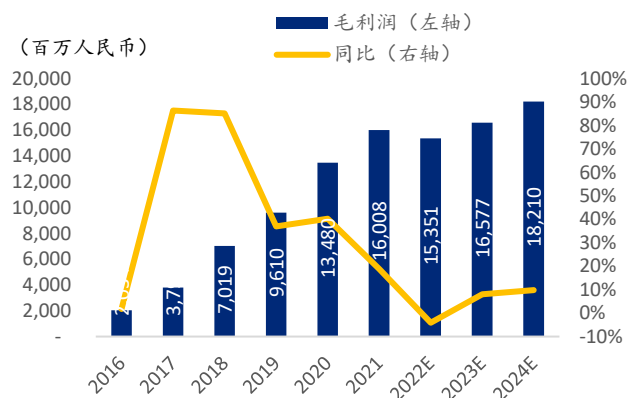
## (2) 利润率

同收入一样, 飞鹤的毛利同比增速预计也将在 2022 年大幅放缓。

我们认为, 面对疫情带来的不确定性, 以及公司大力清库存的情况下, 飞鹤 2022 年的毛利率有较大下行压力。

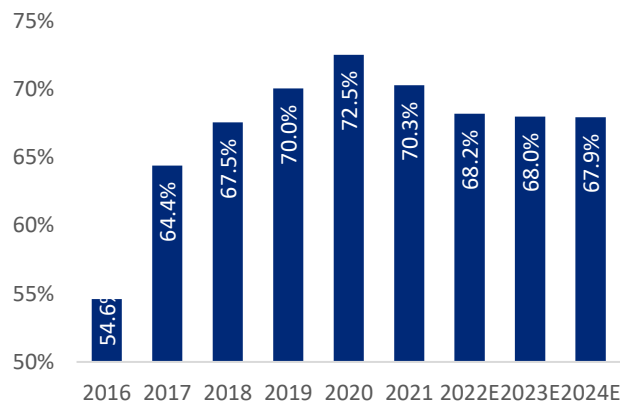
长期来看, 飞鹤高端化空间有限, 产品结构有变差的可能性, 因此我们预测飞鹤毛利率在 2023-24 年将继续同比小幅下滑。

图表 29: 飞鹤毛利与同比增速, 2016-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

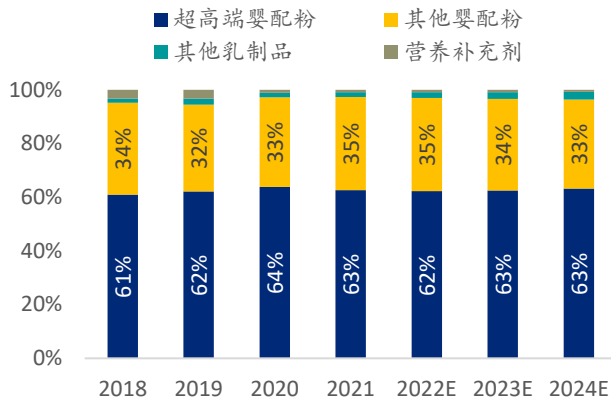
图表 30: 飞鹤毛利率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

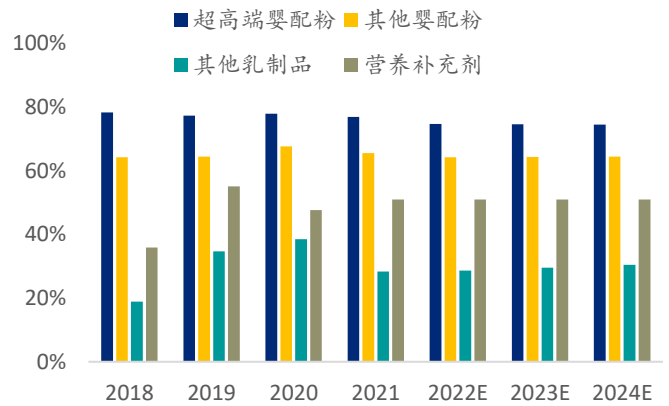
我们预测未来三年, 各品类对飞鹤毛利的贡献基本维持稳定。然而, 在市场竞争与产品组合的影响下, 其超高端产品的毛利率有可能持续承压。

图表 31: 飞鹤各品类毛利润占比



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

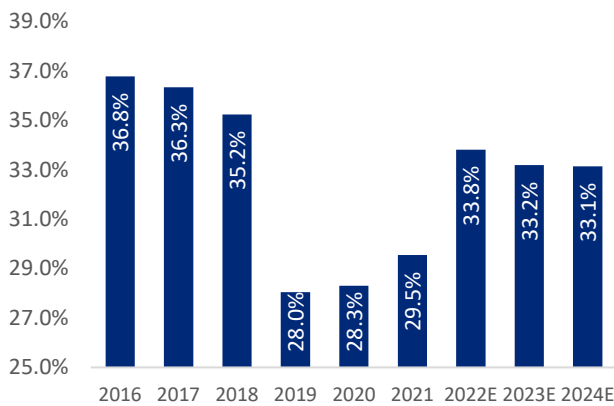
图表 32: 飞鹤各品类毛利率



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

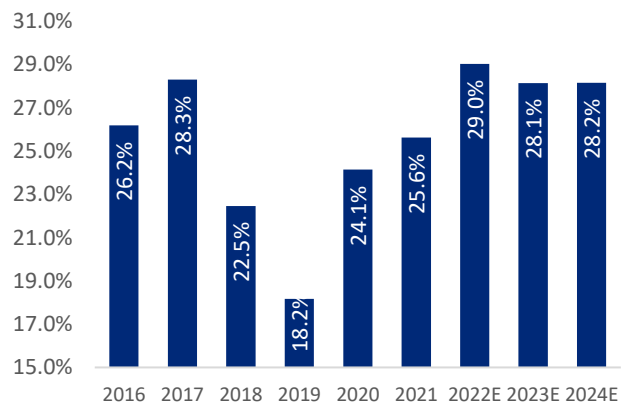
由于收入下滑, 但部分销售费用已提前安排, 我们预计飞鹤 2022 年的销售费用率因广告费用提升将大幅增至 33.8%, 并在 2023 与 2024 年小幅下降。其管理费用率大概率在未来三年保持稳定。

图表 33: 飞鹤销售费用率, 2016-2024E



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

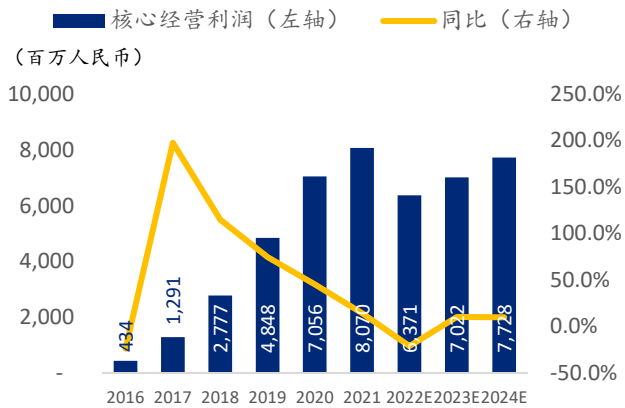
图表 34: 飞鹤广告宣传推广费占收入费用比例, 2016-2024E



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

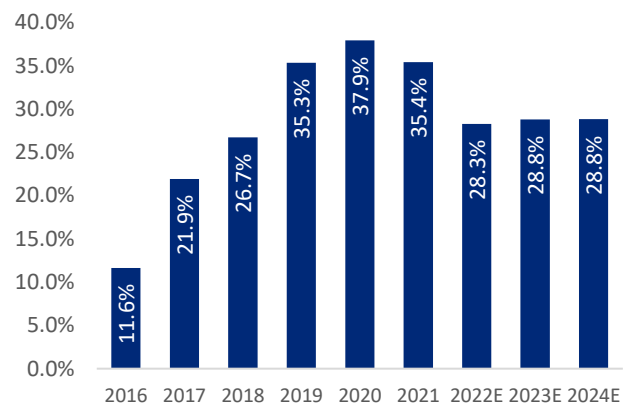
在毛利率下滑和负经营杠杆的叠加效应下，我们预测飞鹤 2022 年的核心经营利润率同比大幅下滑 7.1 个百分点，但在 2023 年同比小幅上涨。

**图表 35：飞鹤核心经营利润与同比增速，2016-2024E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 36：飞鹤核心经营利润率，2016-2024E**

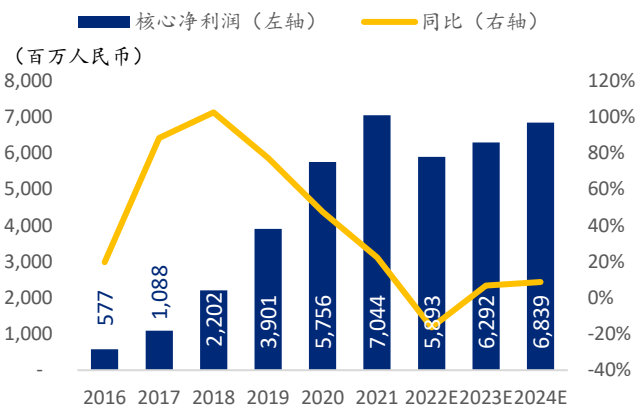


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

### (3) 净利润与净资产回报

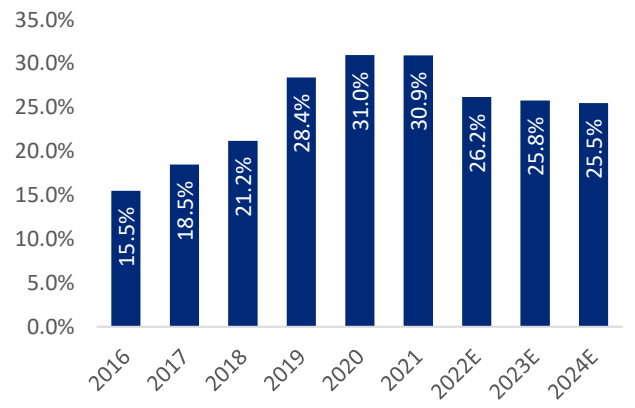
受经营利润减少影响，我们预测飞鹤 2022 年的核心净利润同比下降 16%，核心净利润率同比收窄 4.7 个百分点。

**图表 37：飞鹤核心净利润与同比增速，2016-2024E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 38：飞鹤核心净利润率，2016-2024E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

除了净利润率下行以外，我们预测飞鹤的资产周转率及财务杠杆在未来三年也会有所下降。这将导致公司的净资产收益率持续降低。

图表 39：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	67.5%	70.0%	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售、管理费用率	40.8%	34.7%	34.6%	34.8%	39.9%	39.2%	39.1%
EBIT 利润率	31.2%	41.9%	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
税前利润/EBIT	0.98	0.99	0.99	0.97	0.99	0.99	0.99
少数股东前净利润/税前利润	0.70	0.69	0.75	0.71	0.71	0.71	0.71
归母净利润/少数股东前净利润	1.00	1.00	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99
<b>归母净利润率</b>	<b>21.6%</b>	<b>28.7%</b>	<b>40.0%</b>	<b>30.2%</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>25.4%</b>
资产周转率	1.10	0.79	0.72	0.76	0.68	0.66	0.65
财务杠杆	2.01	1.85	1.67	1.55	1.47	1.42	1.40
<b>ROE</b>	<b>47.8%</b>	<b>41.8%</b>	<b>48.3%</b>	<b>35.5%</b>	<b>26.0%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.1%</b>

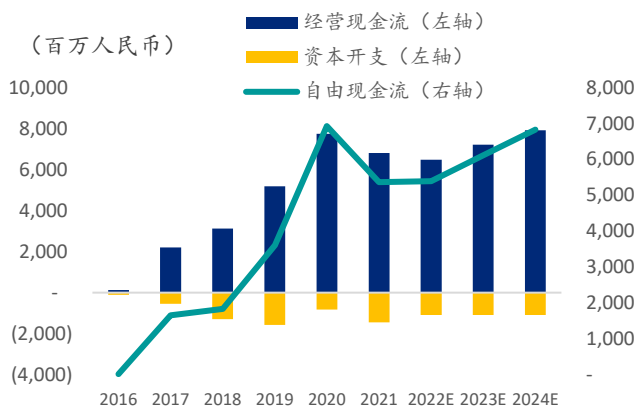
E=浦银国际预测 资料来源：公司数据，浦银国际

#### (4) 资产负债表与现金流

由于运营资本（working capital）大幅上升，飞鹤 2021 年的经营现金流同比出现下滑。基于 2022 年收入与利润都将承受较大下行压力，我们预计公司 2022 年的经营现金流将继续同比下滑。

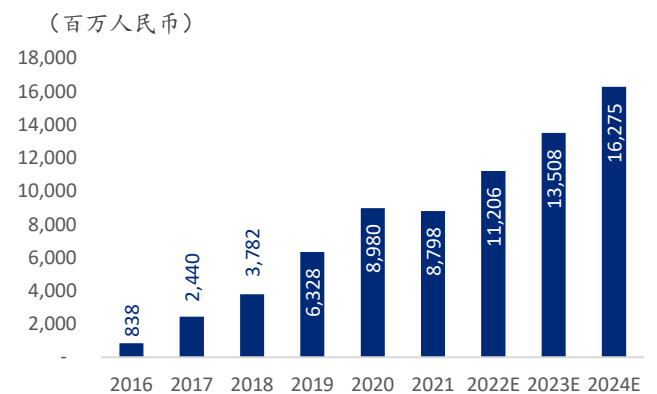
我们预测，公司未来三年将保持充裕的净现金，且净现金水平将持续提升。这也使公司未来有能力在中国奶粉行业整合的道路上抓住潜在收购兼并的机会。

图表 40：飞鹤经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 41：飞鹤的净现金，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

考虑到奶粉行业疲弱的市场情绪，以及长期较高的需求不确定性，我们用2023年每股盈利的10倍作为飞鹤的估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价7.9港币，潜在升幅12.4%，首予“持有”评级。

## 风险提示

飞鹤股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体行业需求继续放缓；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 高端市场份额被对手蚕食；
- (4) 供应链受阻影响产量。

飞鹤股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 出生率好转使市场情绪改善；
- (2) 行业竞争有所放缓；
- (3) 公司成功在高线城市抢占市场份额；
- (4) 公司利润率大幅提升。

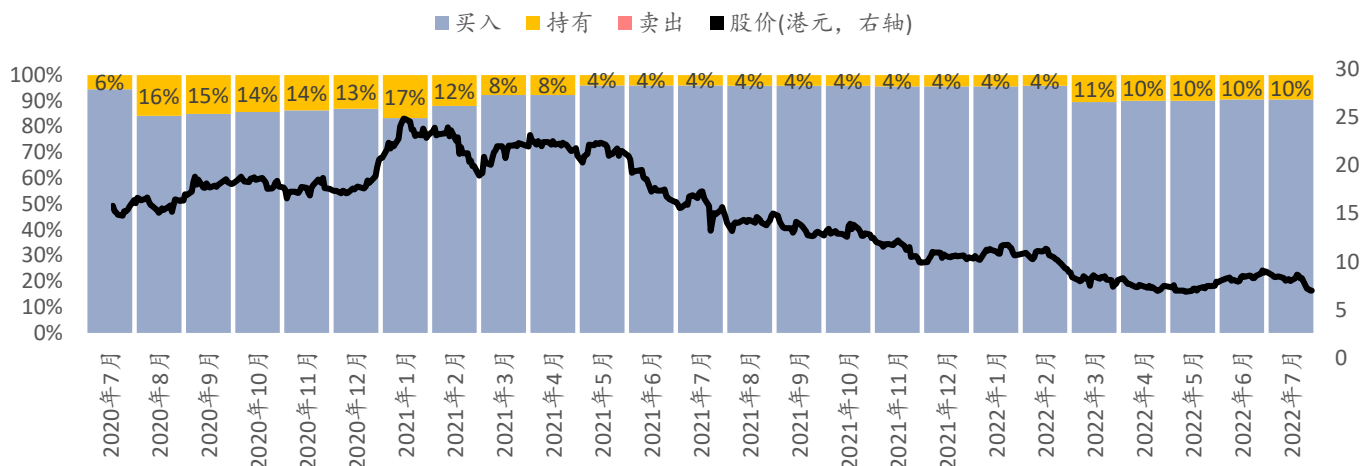
图表 42: SPDBI 目标价: 中国飞鹤



资料来源: Bloomberg、浦银国际

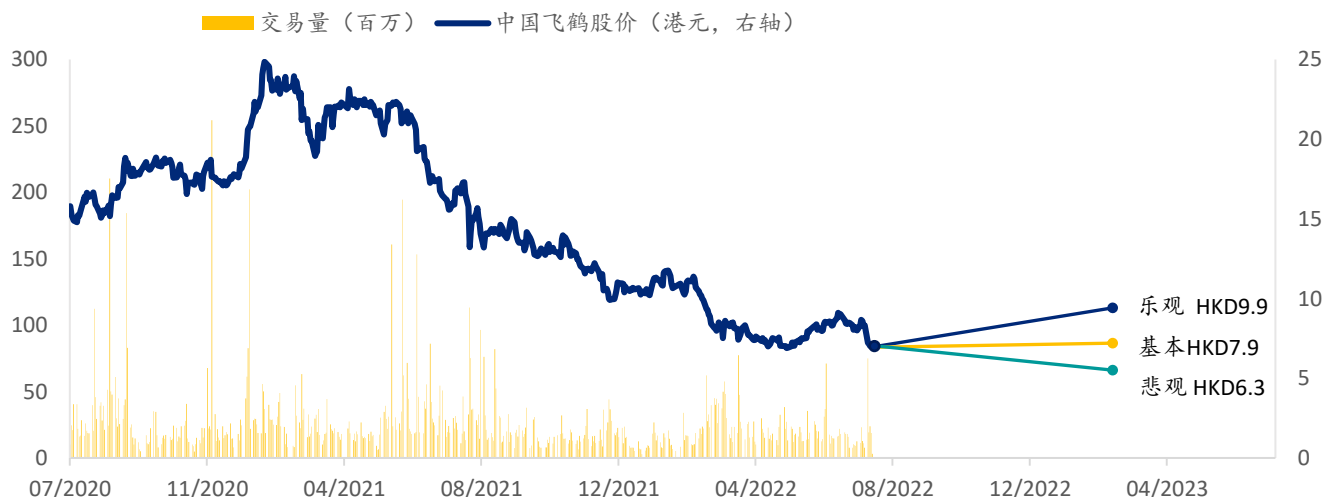
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 43: 中国飞鹤市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 44: 中国飞鹤 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 9.9 港元

概率: 25%

- 2023 年高端及超高端产品增速超 20%;
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 40bps;
- 2023 年销售费用率与 2022 年持平。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 6.3 港元

概率: 20%

- 2023 年高端及超高端产品销售额与 2022 年持平;
- 2023 年公司毛利率水平同比下降 50bps;
- 2023 年销售费用率增长 100bps。

资料来源: 浦银国际

# 公司背景

## ● 公司介绍

飞鹤始建于 1962 年，是中国最早的奶粉企业之一。2019 年 11 月，中国飞鹤港股上市（股票代码：6186.HK），成为港交所历史上首发市值最大的乳品企业。飞鹤专注于中国宝宝体质和母乳营养研究，引领行业开创多种提升奶粉对中国宝宝体质适应性的技术、配方与工艺。公司在“黄金”奶源带上打造了中国婴幼儿奶粉行业第一个婴幼儿配方奶粉专属产业集群，实现了从源头牧草种植、饲料加工、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。

截至 2020 年末，飞鹤全国拥有约 2,000 名经销商（覆盖超过 11 万个零售销售点）的广泛经销网络销售其产品，并将产品出售予零售门市以及在某些情况下出售予母婴产品店营运商、超市和大型超市。

飞鹤产品线以婴幼儿配方奶粉为主，并以成人奶粉、液态奶、成人羊奶粉、米粉辅食等丰富产品线。主要品牌包含：

- **婴幼儿配方奶粉：**
  - 有机奶粉：臻稚有机、淳芮有机
  - 儿童奶粉：茁然、星飞帆
- **成人奶粉**：爱本、飞鹤牧场、星蕴
- **羊奶粉**：小羊妙可、佳瑞妙可、加爱
- **辅食**：呀蜜呀蜜辅食米粉

财务上，公司 2021 年收入 227.8 亿元人民币，按收入产品来源看，超高端贡献收入 57%，高端贡献 32%。2021 年公司归母净利润 68.7 亿元，归母净利润率 30.2%。

## ● 前十大股东

图表 45: 中国飞鹤主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Garland Glory Holdings Limited	43.40
2	North Haven Private Equity Asia IMF Holding Limited	7.77
3	达生有限公司	6.59
4	LH Financial Holding Limited	3.88
5	LSH Investment Holding Limited	2.54
6	Adroit Shipping Limited	1.14
7	J.T. Living Trust	0.27
8	Morgan Stanley & Co. International plc	0.13
9	Morgan Stanley & Co. LLC	0.09
10	Parametric Portfolio Associates LLC	0.0015

\*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 46：中国飞鹤发展里程碑

时间	里程碑
1962	飞鹤乳业前身黑龙江省农垦总局下属的赵光农场老八连乳品厂成立
2001	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
2006	甘南飞鹤乳业奠基，开始打造世界领先的 1000 吨甘南婴幼儿配方奶粉生产线
2007	在甘南和克东投建的两个大型万头专属牧场项目开建
2008	奶粉事件爆发，飞鹤通过了相关部门的检验，所有产品全部合格
2009	成为我国第一家在美国纽交所主板上市的婴幼儿奶粉企业
2010	成功推出第 1 支含仿生母乳成分的超高端婴幼儿配方奶粉——星飞帆系列
2012	可追溯系统正式上线运行
2014	联手哈佛大学医学院 BIDMC 医学中心成立“飞鹤-哈佛大学医学院 BIDMC 营养实验室”
2016	在加拿大 Kingston 投资建厂，布局国际
2018	成为中国婴幼儿奶粉行业年销售额突破百亿的企业
2019	中国飞鹤在香港联合交易所主板正式挂牌上市

资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 47: 中国飞鹤公司管理层

姓名	职位	履历
冷友斌	执行董事、董事长兼首席执行官	冷先生自 2013 年起担任公司董事、董事长兼首席执行官，并于 2017 年调任为执行董事。他自 1996 年起担任黑龙江飞鹤的董事，在此期间，于 1996 年至 2020 年同时担任黑龙江飞鹤的总经理，并于 1999 年至 2001 年同时担任赵光农场的副场长。在此之前，他于 1987 年至 1993 年任职于赵光乳品。在乳业拥有逾 30 年经验。他于 1995 年通过函授课程毕业于东北农业大学（位于中国黑龙江），并于 2002 年取得北京大学经济学院（位于中国北京）高级管理人员工商管理硕士学位及于 2007 年七月取得北京大学光华管理学院（位于中国北京）高级管理人员工商管理硕士学位。冷先生于 1999 年获黑龙江省人事厅认证为乳品工程师。
刘华	执行董事、副董事长兼首席财务官	2000 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的首席财务官。他自 2013 年起担任公司董事、副董事长及首席财务官，并于 2017 年调任为执行董事。刘先生一直参与集团的融资活动，包括 Flying Crane U.S. 于 2003 年在外柜台交易系统报价及于 2009 年在纽交所上市以及本公司于 2019 年在联交所上市。刘先生于 2015 年取得上海交通大学高级金融学院（位于中国上海）金融高级管理人员工商管理硕士学位。
蔡方良	执行董事兼总裁	于 2010 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的总裁。他自 2013 年起担任公司董事兼总裁，并于 2017 年调任为执行董事。蔡先生专注于本集团的营销管理事宜以及公司的整体管理及业务发展。加入本集团之前，蔡先生于 2008 年至 2010 年任职于江西美庐乳业有限公司。在此之前，蔡先生任职于广东雅士利集团有限公司。
高飞	高级副总裁、常温事业部负责人	高先生于 1999 年加入蒙牛集团，历任销售部区域经理、中心经理、销售总监、总经理等职，参与创造了蒙牛份额迅速领先行业的业绩。高先生拥有丰富的乳制品销售及营销推广实践经验，于 2016 年他获委任为常温事业部副总裁，现全面负责本集团核心业务的经营管理工作。高先生于山东大学取得学士学位，再于清华大学获得高级管理人员工商管理硕士学位。
涂芳而	执行董事、副总裁兼联席公司秘书	2006 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的副总裁。她自 2013 年起担任本公司董事兼副总裁、自 2017 年起担任本公司联席公司秘书，并于 2017 年调任为执行董事。涂女士广泛参与本集团的国际业务发展及资本市场事宜，包括 Flying Crane U.S. 于 2009 年在纽交所上市、于 2013 年进行 FCUS 私有化、于 2014 年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、于 2015 年在加拿大拓展本集团业务、于 2018 年收购 Vitamin World 的零售保健业务以及本公司于 2019 年在联交所上市。 涂女士于 1999 年取得加州大学伯克利分校（位于美国）大众传媒及政治学文学学士学位，副修亚洲研究，并于 2006 年五月取得洛约拉法学院（位于美国）法律博士学位。她于 2006 年获准加入美国加州律师协会并成为加州持牌律师。

资料来源：公司年报、浦银国际

## ● 财务报表

图表 48: 中国飞鹤利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,592	22,776	22,514	24,382	26,808
同比	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
营业成本	-5,112	-6,769	-7,163	-7,806	-8,598
毛利润	13,480	16,008	15,351	16,577	18,210
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售费用	-5,263	-6,729	-7,612	-8,090	-8,881
管理费用	-1,161	-1,208	-1,369	-1,465	-1,601
其他经营收入及收益	2,913	1,885	1,938	1,844	1,904
经营利润	9,969	9,955	8,309	8,866	9,632
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
财务费用	-18	-253	-16	-16	-16
其他营业外收入(支出)	-18	-253	-16	-16	-16
利润总额	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
所得税	-2,464	-2,757	-2,350	-2,509	-2,727
所得税率	-24.9%	-28.5%	-28.5%	-28.5%	-28.5%
净利润	7,437	6,915	5,893	6,292	6,839
减: 少数股东损益	0	-44	-35	-38	-41
归母净利润	7,437	6,871	5,858	6,254	6,798
归母净利率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
同比	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 49：中国飞鹤资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,059	9,629	12,037	14,339	17,106
应收票据及应收账款	289	477	489	547	622
预付款项	557	576	569	617	678
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	1,284	1,722	1,530	1,653	1,802
其他流动资产	6,355	7,565	8,565	9,565	10,565
<b>流动资产合计</b>	<b>18,544</b>	<b>19,970</b>	<b>23,190</b>	<b>26,721</b>	<b>30,773</b>
固定资产	7,197	8,437	8,481	9,062	9,604
使用权资产	366	428	344	333	322
生物资产	1,442	1,707	1,707	1,707	1,707
无形资产	0	21	21	21	21
商誉	48	112	112	112	112
递延所得税资产	376	474	468	507	557
其他非流动资产	349	333	333	333	333
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,778</b>	<b>11,512</b>	<b>11,466</b>	<b>12,076</b>	<b>12,657</b>
短期借款	448	313	313	313	313
应付票据及应付账款	1,133	1,284	1,279	1,394	1,535
租赁负债	98	62	62	62	62
应交税费	910	1,063	1,050	1,137	1,251
其他应付款	4,518	4,221	4,172	4,518	4,968
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>7,107</b>	<b>6,942</b>	<b>6,876</b>	<b>7,424</b>	<b>8,128</b>
长期借款	732	621	621	621	621
其他应付款	374	647	639	692	761
租赁负债	139	115	115	115	115
应交税费	784	753	744	806	886
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,030</b>	<b>2,136</b>	<b>2,120</b>	<b>2,235</b>	<b>2,384</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	17,747	20,921	24,143	27,583	31,321
少数股东权益	1,438	1,482	1,517	1,555	1,596
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,186</b>	<b>22,403</b>	<b>25,660</b>	<b>29,138</b>	<b>32,917</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 50：中国飞鹤现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
固定资产折旧	218	409	378	418	458
无形资产摊销	0	1	0	0	0
使用权资产折旧	45	33	102	102	102
财务费用	50	29	50	50	50
公允价值溢利和损失	-1,763	-119	0	0	0
存货的减少	-293	-417	192	-123	-149
经营性应收项目的减少	164	-151	-5	-106	-136
经营性应付项目的增加	1,382	-203	-61	514	660
税务费用	-2,108	-2,736	-2,365	-2,399	-2,584
其他	153	295	-50	-50	-50
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,748</b>	<b>6,815</b>	<b>6,483</b>	<b>7,206</b>	<b>7,917</b>
资本开支	-805	-1,379	-1,091	-1,091	-1,091
投资支付的现金和结构性存款	-2,291	-616	-958	-1,299	-1,388
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-764	-268	0	0	0
其他	73	-182	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,786</b>	<b>-2,444</b>	<b>-2,049</b>	<b>-2,389</b>	<b>-2,478</b>
取得借款收到的现金	159	-444	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	-365	0	0	0
偿还债务支付的现金	-17	-44	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,685	-3,392	-2,636	-2,814	-3,059
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,543</b>	<b>-4,245</b>	<b>-2,636</b>	<b>-2,814</b>	<b>-3,059</b>
现金及现金等价物净增加额	1,073	28	3,101	2,003	2,379
期初现金及现金等价物余额	4,667	5,912	5,989	8,439	10,442
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>5,912</b>	<b>5,989</b>	<b>8,439</b>	<b>10,442</b>	<b>12,821</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 51：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022年6月30日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022年4月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022年4月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022年4月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022年8月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022年8月1日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022年8月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

