

中国飞鹤 (06186.HK)

盈利增长超预期，奶粉龙头强者愈强

盈利增长超预期，现金流充裕分红率稳定。公司2020年收入达185.9亿元，同比+35.5%；经营效率持续提升，归母净利润达74.4亿，同比+89.0%，扣除收购原生态牧业议价收益17亿及捐赠支出等，调整后净利润为60.5亿，同比+48.5%，超预期（此前彭博一致预期为56.7亿）。公司现金流充裕，2020年经营现金流入77亿元，在手现金达100亿元。董事会建议每股末期派息0.16港元，分红率维持40%。

核心业务保持高速健康增长，深挖护城河把握电商趋势。公司2020年婴幼儿奶粉/其他乳制品/营养品收入分别为176.7/6.1/3.1亿元，同比增长41.0%/0.3%/-46.1%，占比分别为95%/3.3%/1.7%，YoY变动3.6/-1.1/-2.5pct，核心业务保持高速增长，营养品业务收入下滑主要为维他命世界受海外受疫情影响，销量下滑。2020年下半年公司婴配粉收入为93.6亿元，同比增长29.8%，增速较上半年有所放缓，据我们调研了解，公司控制渠道铺货节奏，同时严控价盘，预计经销商库存维持1.5倍左右健康水平，有利于未来保持快速健康增长。公司作为国内婴配粉市场领军者，2020年通过收购上游牧业、有序推新、聘请吴京代言、开展70万场营销活动持续在供应链、产品、品牌及渠道深挖护城河，同时精准把握行业电商渠道快速发展趋势，线上收入占比提升至13.6%，较2019 1H增长6.6pct，此外公司已通过调整飞鹤商务股权谋求开展增值电信业务许可，预计未来将进一步加强电商业务布局。

高端产品占比提升，费用率稳定，盈利能力持续增强。公司2020年总体毛利率为72.5%，同比提升2.5pct，婴幼儿奶粉/其他乳制品/营养补充品毛利率分别为74.1%/38.5%/47.6%，同比变化+1.7/-0.8/-7.5pct，核心业务占比提升以及产品结构升级为毛利率提升主要驱动。销售费用率同比微增0.3pct至28.3%，主要由于广告投放力度加大以及人工成本增加，管理费用同比下降0.5pct，主要由于规模效应提升。公司调整后净利润率达到了32.6%，较2019年提升3pct，未来有望保持在30%以上。

奶粉业务强者愈强，积极开拓第二曲线，看好飞鹤持续快速增长。疫情后国产品牌影响力进一步提升，同时未来随着婴配粉新国标颁布和首批注册配方更新，我们预计供应链实力弱、渠道推力弱的中小品牌将持续被市场淘汰，头部品牌强者愈强。飞鹤奶粉业务持续拉开领先优势，在一线城市及南方市场快速推进，我们预计其未来将保持增长势头，并有望在未来积极拓展儿童及成人奶粉市场，获得持续成长动力。

投资建议：我们预测公司2021-2023年营收为230.7/278.2/330.5亿元，同增24.1%/20.6%/18.8%，归母净利润为72.9/86.8/101.7亿元，同增20.6%/19.2%/17.1%。当前股价对应22.1/18.5/15.8倍PE，我们给予目标价29.0港元（对应22年25倍PE），维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险、推新进度不及预期风险、食品安全风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,722	18,592	23,067	27,821	33,053
增长率 yoy (%)	32.0	35.5	24.1	20.6	18.8
净利润(百万元)	3,935	7,437	7,288	8,681	10,167
调整后净利润(百万)	4,071	6,045	7,288	8,681	10,167
增长率 yoy (%)	75.5	48.4	20.6	19.1	17.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	0.83	0.82	0.97	1.14
净资产收益率(%)	84.0	79.0	45.8	40.1	36.5
P/E(倍)	40.9	21.6	22.1	18.5	15.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（对应股价为3/18日收盘价）

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
最新收盘价(港元)	21.55
总市值(百万港元)	1925
总股本(百万股)	8933
其中自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	25.69

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 《中国飞鹤 (6186.HK) 高增长动力强劲，估值年度切换具有吸引力》2020-01-12
- 《中国飞鹤 (06186.HK)：市占率加速提升，龙头展翅高飞》2020-11-30
- 《中国飞鹤 (06186.HK)：高端奶粉驱动大幅增长，资产负债表明显优化》2020-08-19
- 《中国飞鹤 (06186.HK)：中期收入增长超预期，预计全年利润率稳中有升》2020-07-10
- 《中国飞鹤 (06186.HK)：盈利大幅增长，疫情是块试金石》2020-03-24
- 《中国飞鹤 (06186.HK)：高品质、快增长的国产奶粉龙头》2019-11-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17,289	18,544	22,003	27,792	32,614
现金	7,377	10,059	13,121	18,372	22,706
应收账款	314	289	460	443	629
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	571	557	843	845	1,160
存货	686	1,284	1,225	1,776	1,763
其他流动资产	8,339	6,355	6,355	6,355	6,355
非流动资产	5,715	9,915	11,889	13,938	16,163
长期投资	144	145	139	131	121
固定投资	4,502	9,132	11,104	13,163	15,402
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,068	639	646	644	641
资产总计	23,004	28,460	33,892	41,730	48,777
流动负债	7,439	7,107	7,474	9,668	10,142
短期借款	3,094	98	98	98	98
应付账款	1,042	1,133	1,636	1,676	2,230
其他流动负债	3,303	5,876	5,739	7,894	7,814
非流动负债	2,536	2,030	1,358	1,236	1,114
长期借款	1,716	732	60	-62	-184
其他非流动负债	820	1,298	1,298	1,298	1,298
负债合计	9,974	9,137	8,832	10,904	11,256
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1	1	0	0	0
资本公积	710	6,713	6,713	6,713	6,713
留存收益	5,123	11,034	15,407	20,615	26,716
归属母公司股东收益	5,787	13,029	25,060	30,826	37,521
负债和股东权益	15,762	22,166	33,892	41,730	48,777

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,181	7,748	7,335	10,564	10,415
净利润	3,935	7,437	7,288	8,681	10,167
折旧摊销	111	216	227	277	332
财务费用	73	50	-28	-51	-71
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	727	552	-152	1,657	-13
其他经营现金流	335	-507	-0	-0	-0
投资活动现金流	-5,515	-3,786	-2,200	-2,327	-2,557
资本支出	-1,130	-1,442	-1,979	-2,057	-2,235
长期投资	0	0	6	8	11
其他投资现金流	-4,385	-2,344	-227	-277	-332
筹资活动现金流	4,123	2,542	-2,072	-2,986	-3,524
短期借款	2,011	-2,996	0	0	0
长期借款	1,059	-984	-672	-122	-122
普通股增加	-0	0	-0	0	0
资本公积增加	6	6,003	0	0	0
其他筹资现金流	1,047	519	-1,400	-2,864	-3,402
现金净增加额	3,789	6,504	3,062	5,251	4,335

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,722	18,592	23,067	27,821	33,053
营业成本	4,112	5,112	6,509	7,785	9,182
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3,848	5,263	6,459	7,790	9,255
管理费用	913	1,161	1,407	1,669	1,950
财务费用	73	50	-28	-51	-71
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,776	6,988	8,720	10,628	12,737
营业外收入	976	3,144	1,615	1,669	1,653
营业外支出	70	231	70	70	70
利润总额	5,683	9,900	10,264	12,227	14,320
所得税	1,748	2,464	2,977	3,546	4,153
净利润	3,935	7,437	7,288	8,681	10,167
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,935	7,436	7,288	8,681	10,167
EBITDA	5,973	10,118	10,463	12,453	14,581
EPS (元/股)	0.44	0.83	0.82	0.97	1.14

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	32.0	35.5	24.1	20.6	18.8
营业利润 (%)	75.7	46.3	24.8	21.9	19.9
归属母公司净利润 (%)	75.5	48.4	20.6	19.1	17.1
盈利能力					
毛利率 (%)	70.0	72.5	71.8	72.0	72.2
调整后净利率 (%)	28.7	32.6	31.6	31.2	30.8
ROE (%)	84.0	79.0	45.8	40.1	36.5
ROIC (%)	37.3	51.7	37.2	34.3	31.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.4	32.1	26.1	26.1	23.1
净负债比率 (%)	-44.4	-70.8	-68.4	-74.2	-72.6
流动比率	2.3	2.6	2.9	2.9	3.2
速动比率	2.2	2.4	2.8	2.7	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.72	0.74	0.74	0.73
应收账款周转率	33.2	61.6	61.6	61.6	61.6
应付账款周转率	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.83	0.82	0.97	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	1.43	0.82	1.18	1.17
每股净资产 (最新摊薄)	0.65	1.46	2.10	2.75	3.50
估值指标 (倍)					
P/E	40.9	21.6	22.1	18.5	15.8
P/B	27.8	12.3	8.6	6.6	5.1
EV/EBITDA	30.9	17.5	16.6	13.5	11.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

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

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

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com