股权激励落地，加速收割婴配奶粉市场，储备增长点颇具潜力

中国飞鹤（06186.HK）跟踪快报 | 2021.2.3

中信证券研究部

薛缘
首席食品饮料分析师
S1010514080007

核心观点

公司股权激励落地，助力未来成长，彰显发展信心。2020 年疫情背景下，飞鹤抢夺最多市场份额，2020 年 12 月市占率提升至 18%左右（超过行业第 2 和第 3 名之和）。凭借强大的品牌信任度、渠道能力和产品力，公司剑指奶粉霸主，未来 3-5 年市占率望达到 30%-40%；同时正在不断扩圈，打开成长边界。坚定看好公司未来发展，维持目标价 30 港元，维持“买入”评级。

- **股权激励落地，助力未来成长，彰显发展信心。**公司于 2 月 2 日发布授出购股权公告，向 184 名公司中高层授出 3725 万股股份的购股权，分五期授予（在发行日授予至多 20%，在发行日后的 1/2/3/4 年分别授予至多 40%/60%/80%/100%），锁定价为 23.8 港元（2021 年 2 月 2 日收盘价）。被授予股权的员工，将分享公司股价未来上涨的红利，既激发员工积极性，也彰显管理层对公司未来发展前景和股价的信心。根据 2020 年 6 月 22 日的《2020 年股权激励方案》，公司计划授出不超过 1.3 亿股股份的购股权，此次授出的股权占可授出购股权总数的 28.7%。未来伴随业务发展和需要，公司有望继续落地股权激励，助力公司成长。
- **市占率提升进入快车道，疫情下领先优势持续扩大。**2020 年疫情背景下，国产奶粉竞争优势更为突出，飞鹤作为龙头抢夺最多市场份额。根据草根调研，2020 年 12 月，飞鹤市占率提升至 18%左右，市占率超过第二/第三名之和（纽迪希亚/惠氏约为 9%/8%）。在国外物品导致的输入性疫情时有发生的背景下，国产奶粉品牌替代进口品牌的趋势望进一步加强。目前公司价盘牢固&渠道健康，品牌力&产品力仍持续不断提升，多重竞争优势加持，剑指奶粉行业霸主。预计未来 3-5 年公司奶粉市占率将达到 30%-40%，且仍有继续提升潜力（如借助多品牌战略）。
- **立足核心竞争力，不断扩圈，打开成长边界。**飞鹤基于现有的婴配奶粉业务，形成了强大的品牌信任度、渠道能力和营养配方技术储备（产品力），立足核心竞争力，公司正在不断扩圈、打开成长边界。目前，公司 4 段奶粉（星飞帆 4 段、茁然）高速增长，根据尼尔森数据（转自飞鹤经销商大会），2020Q1-Q3 公司四段同增约 160%；茁然儿童配方液态奶高速增长；呀蜜呀蜜米粉等产品也受到消费者认可。我们认为，成人配方奶粉具备广阔发展空间，目前公司经典 1962 成人奶粉也逐步细化不同配方，包括中老年高钙多维、高铁高钙、加锌铁钙等；期待公司强大的品牌营销/产品研发/渠道推力等，赋能成人奶粉，打造爆款，复制婴配奶粉发展路径。从更广阔和长远维度，公司在婴幼儿其他赛道、乳制品领域和其他快消品领域均具备一定发展可能性。
- **风险因素：**行业竞争加剧；疫情控制不及预期风险；成本上涨风险。
- **投资建议：**维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.65/0.82/0.99 元，维持 1 年期目标价 30 港元（对应 2021/2022 年 30/25 倍 PE），维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（百万元）	10,392	13,722	18,670	23,373	27,986
主营业务收入增长率		32.04%	36.06%	25.19%	19.74%
净利润（百万元）	2,242	3,935	5,836	7,365	8,839
净利润增长率		75.47%	48.34%	26.20%	20.01%
每股收益 EPS（基本）（元）	0.25	0.44	0.65	0.82	0.99
PE	90	51	30	24	20

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 2 月 2 日收盘价

中国飞鹤	06186.HK
评级	买入（维持）
当前价	23.80 港元
目标价	30 港元
总股本	8,933 百万股
近 12 月绝对涨幅	135%

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,948	14,698	20,056	24,759	29,373
主营业务收入	10,392	13,722	18,670	23,373	27,986
营业成本	(3,373)	(4,112)	(5,536)	(6,677)	(8,039)
毛利率	69.19%	72.02%	72.40%	73.03%	72.63%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(3,661)	(3,848)	(4,854)	(6,075)	(7,005)
营业费用率	33.44%	26.18%	24.20%	24.53%	23.85%
管理费用	(580)	(913)	(1,043)	(1,286)	(1,539)
管理费用率	-5.30%	-6.21%	-5.20%	-5.19%	-5.24%
财务费用	(59)	(73)	(114)	(37)	(9)
财务费用率	-0.54%	-0.49%	-0.57%	-0.15%	-0.03%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
营业利润率	29.13%	38.66%	41.39%	42.32%	42.81%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
所得税	(946)	(1,748)	(2,466)	(3,112)	(3,734)
所得税率	-29.68%	-30.76%	-29.70%	-29.70%	-29.70%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2,242	3,935	5,836	7,365	8,839

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,641	7,377	15,862	22,957	31,868
存货	660	686	1,131	1,279	1,515
应收账款	513	314	441	552	659
其他流动资产	2,481	8,911	8,911	8,911	8,911
流动资产	7,295	17,289	26,344	33,698	42,953
固定资产	2,555	3,971	4,979	5,440	5,380
长期股权投资	143	143	143	143	143
其他长期资产	1,865	1,601	1,601	1,601	1,601
非流动资产	4,563	5,715	6,723	7,184	7,124
资产总计	11,857	23,004	33,068	40,881	50,077
短期借款	1,083	3,094	0	0	0
应付账款	833	1,042	1,397	1,684	2,025
其他流动负债	2,944	3,303	3,118	3,118	3,118
流动负债	4,860	7,439	4,515	4,802	5,143
长期借款	657	1,716	2,216	2,366	2,366
其他长期负债	552	820	820	820	820
非流动性负债	1,210	2,536	3,036	3,186	3,186
负债合计	6,070	9,974	7,551	7,988	8,329
股本	5,787	13,030	25,501	32,866	41,705
股东权益合计	5,787	13,030	25,501	32,866	41,705
负债股东权益总计	11,857	23,004	33,068	40,881	50,077

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,189	5,683	8,302	10,477	12,573
所得税支出	-946	-1,748	-2,466	-3,112	-3,734
折旧和摊销	95	95	492	539	560
营运资金的变化	749	401	-363	34	1
其他经营现金流	865	-764	-114	-37	-9
经营现金流合计	3,952	3,667	5,852	7,902	9,391
资本支出	-1,130	-1,130	-1,500	-1,000	-500
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,142	-220	0	0	0
投资现金流合计	-3,272	-1,350	-1,500	-1,000	-500
发行股票	0	0	6,635	0	0
负债变化	691	1,340	-2,594	150	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,200	4,747	114	37	9
融资现金流合计	-509	6,087	4,154	187	9
现金及现金等价物净增加额	170	8,404	8,506	7,089	8,900

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	74.05%	34.26%	36.45%	23.45%	18.63%
营业利润增长率	93.12%	78.22%	46.10%	26.20%	20.01%
净利润增长率	93.26%	75.47%	48.34%	26.20%	20.01%
毛利率	69.19%	72.02%	72.40%	73.03%	72.63%
EBITDA Margin	32.17%	42.64%	47.71%	47.29%	46.96%
净利率	20.48%	26.77%	29.10%	29.75%	30.09%
净资产收益率	38.74%	30.20%	22.89%	22.41%	21.19%
总资产收益率	18.91%	17.10%	17.67%	18.04%	17.68%
资产负债率	51.19%	43.36%	22.76%	19.47%	16.57%
所得税率	29.68%	30.76%	29.70%	29.70%	29.70%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。