

公司分析報告

中國飛鶴 (6186.HK)

日期

24/2/2021

Ref SR2021-02-094

基本資料

行業	乳製品
已發行股數	89.33 億
股價	22.90 港元
市值	2,045.73 億港元
每股資產淨值	1.61 人民幣
市盈率	39.73 (X)
核數師	安永會計師事務所

公司業務簡介

飛鶴是內地最大兼最廣為人知的嬰幼兒奶粉品牌，產品可分為高端嬰幼兒配方奶粉及普通嬰幼兒配方奶粉兩大類別。集團亦生產及銷售其他乳製品包括成人奶粉、液態奶、成人羊奶粉、米粉輔食產品等。此外，集團於2018年初收購Vitamin World USA品牌的零售保健業務，在美國出售維他命、礦物質、草藥及其他營養補充劑。

財務資料概要

(千元，人民幣)

綜合損益表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
收入	5,887,260	10,391,917	13,721,509	5,891,721	8,706,593
按年增長 %	-----	76.52%	32.04%	-----	47.78%
淨利	1,160,226	2,242,254	3,934,577	1,750,833	2,753,131
按年增長 %	-----	93.26%	75.47%	-----	57.25%
每股盈利 (仙)	14.00	28.00	48.00	22.00	31.00

資產負債表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
現金	1,565,574	895,854	4,666,585	1,096,077	10,583,347
應收賬款	424,282	1,080,864	885,545	1,169,511	975,070
流動資產	4,422,620	7,294,725	17,288,577	8,581,265	17,336,014
非流動資產	2,590,938	4,562,710	5,715,172	5,153,970	5,171,216
總資產	7,013,558	11,857,435	23,003,749	13,735,235	22,507,230
流動負債	3,089,477	4,860,234	7,438,500	4,005,445	6,213,416
非流動負債	339,068	1,209,717	2,535,671	2,190,810	1,930,883
總負債	3,428,545	6,069,951	9,974,171	6,196,255	8,144,299
權益	3,585,013	5,787,484	13,029,578	7,538,980	14,362,931

現金流量表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
經營現金流	2,205,574	3,121,196	5,180,535	760,287	2,641,058
投資現金流	(1,680,076)	(3,272,449)	(5,514,896)	(1,519,725)	(553,660)
融資現金流	222,174	(509,032)	4,123,021	954,268	(184,043)

主要財務比率	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
淨利率	19.71%	21.58%	28.67%	29.72%	31.62%
股本回報率	32.36%	38.74%	30.20%	23.22%	19.17%
資產回報率	16.54%	18.91%	17.10%	12.75%	12.23%
流動比率 (X)	1.43	1.50	2.32	2.14	2.79
現金比率 (X)	0.51	0.18	0.63	0.27	1.70

來源: 公司資料

股價表現



收入來源

(人民幣)

- 1 高端嬰幼兒配方奶粉產品系列**
2019年度，收入升41.4%至94.1億元，佔總收入68.6%。
2020年6月止半年度，收入升73%至67.73億元，佔總收入77.8%。
- 2 普通嬰幼兒配方奶粉產品系列**
2019年度，收入升23%至31.27億元，佔總收入22.8%。
2020年6月止半年度，收入同比升9.4%至15.42億元，佔總收入17.7%。
- 3 其他乳製品**
2019年度，收入升10%至6.05億元，佔總收入4.4%。
2020年6月止半年度，收入升17.2%至2.05億元，佔總收入2.4%。
- 4 營養補充品**
2019年度，收入下降10%至5.78億元，佔總收入4.2%。
2020年6月止半年度，收入減少41.6%至1.86億元，佔總收入2.1%。收益下降主因疫情在美國導致門店關閉。

十大機構投資者持股

機構名稱	持有股數	百分比
UBS SECURITIES	2,607,302,178	29.19%
中信里昂證券	899,250,267	10.07%
花旗銀行	563,151,635	6.30%
香港上海匯豐銀行	527,350,650	5.90%
中國證券登記結算	502,601,972	5.63%
CHINA SECURITIES DEPOSITORY AND CLEARING	395,194,995	4.42%
建銀國際證券	346,793,920	3.88%
高盛(亞洲)證券	188,514,243	2.11%
德意志銀行	90,262,566	1.01%
MORGAN STANLEY	55,536,816	0.62%
合計	6,175,959,242	69.13%

總發行股份數量	8,933,340,000	100.00%
---------	---------------	---------

來源: HKEX

券商目標價

機構名稱	建議	目標價	潛在回報
CCB International Securities	跑贏大市	29.2	27.51%
Yuanta Securities Investment	買入	28.8	25.76%
UOB Kay Hian	持有	25.0	9.17%
GuoSen Securities	買入	30.7	34.06%
Citic Securities	買入	30.0	31.00%
Goldman Sachs	買入	24.7	7.86%
Guosheng Securities	買入	29.0	26.64%
CMB International Capital Corp	買入	24.0	4.80%
HSBC	買入	24.7	7.86%

來源: Bloomberg, 只包括2020年12月起發表報告券商

	機構數目	平均目標價	潛在回報
正面	8	27.64	20.69%
中性	1	25.00	9.17%
負面	0	----	----

投資要點

飛鶴是中國最大的嬰幼兒配方奶粉公司，市場份額持續增長

飛鶴為中國奶粉市場第一大品牌，2020年市場份額約18%，超過行業第二名和第三名之和，預計至2023年市場份額提升至30%。高端產品在一二線城市尚有很大的增長潛力。

中國嬰幼兒配方奶粉市場持續增長，行業龍頭有望提高市佔率

疫情下，由於對進口奶粉攜帶病毒的擔憂及物流受阻，國際品牌銷量受影響，加之消費者對國產奶粉產品質量的信心增加，國產品牌競爭優勢加強，同時疫情令市場增長速度較慢，小型品牌競爭力減弱，飛鶴作為行業龍頭，搶佔最多市場份額。

捕捉中國奶粉市場高端化趨勢，飛鶴聚焦高端產品

飛鶴專注高端及超高端品類，用鮮奶做原材料，收購原生態牧業後擁有自有奶源，加強對品質及價格的把控能力。受益於消費者購買力增加及愈來愈重視產品品質與安全，高端嬰幼兒配方奶粉細分市場將持續增長，有利於品牌受信賴的頭部公司。

創新的線上和線下營銷策略，強大的渠道管控能力

飛鶴將品牌定位為「更適合中國寶寶體質」，聘請章子怡為代言人。疫情期間快速應對，開展線上直播互動活動。經銷系統扁平化，全部為一級經銷商，沒有分銷商，渠道管控能力強。

近期新聞

13/11/2020 納入國企指數

恒生指數公司宣佈季檢結果，恒生中國企業指數成份股納入中國飛鶴，比重為1.35%，於12月7日生效。

6/9/2020 溢價1.6%提購原生態牧業(1431)

飛鶴提出要約收購原生態全數股權，每股作價0.63元。收購涉及46.9億普通股股份及1.91億份購股權，涉資分別29.55億元及6,389.77萬元。要約人無意將原生態牧業私有化，擬維持該公司上市地位。

18/8/2020 2020年上半年純利按年增長57%

飛鶴2020年6月底止中期業績，營業額87.07億元，升47.8%，純利27.53億元，升57.2%，中期息13.75港仙。毛利升55.4%至61.76億元，毛利率由67.5%上升至70.9%。主要由於旗下高價品牌「星飛帆」及有機產品系列「臻雅」所帶動，超高端嬰幼兒配方奶粉產品收入佔比由上年同期的51.4%提升至60.1%，高端產品收入貢獻亦提升2.7%至17.7%。

31/7/2020 董事辭任

由於個人健康原因，劉聖慧先生於2020年7月31日辭任公司執行董事及財務副總裁。

8/7/2020 浩空機構殺人鯨資本指控飛鶴造假，每股只值5.67元

報告指，飛鶴透過自家物流公司推高收入數字，另外飛鶴實際銷售數字應僅得其公布的49%，並指飛鶴少報數以十億元計的營運成本，因此實際盈利應大幅少於其列帳數字，亦指飛鶴虛報數十億元之資本開支。公司董事會強烈否認並澄清相關指控失實。

13/5/2020 納入MSCI中國指數組合

MSCI指數公布半年度檢討結果，中國飛鶴將從5月29日收市後起獲納入MSCI中國及新興市場指數。

23/3/2020 2019全年純利39.35億元升75.5%

2019年全年業績，營業額137.22億元，按年升32%。純利39.35億元，按年升75.5%；每股盈利0.48元。派末期息0.1943港元。

風險因素

新生兒出生率下降，未來中國嬰幼兒奶粉市場增長將放緩

內地2020年新生兒登記減少14.8%至1,004萬，由於新生兒人口數量持續下降，預計未來中國嬰幼兒配方奶粉市場的零售銷售價值增長將會放緩。

食品安全問題

倘若出現奶粉安全事件，可能會對品牌聲譽造成重大不利影響。

銷售不及預期

倘若疫情加劇導致母嬰店關閉，影響線下渠道銷售，或推出的新品受消費者歡迎程度不及預期。

成本上漲導致產品提價

倘若成本出現重大不利變動，導致公司調升產品價格，可能會因此失去消費者。

評價

買入

飛鶴是中國最大的嬰幼兒配方奶粉品牌，市場份額持續增長至18%，專注高端奶粉，盈利能力持續提升，毛利率高達70.9%，鮮奶品質超過歐盟標準，達到世界一流，品牌受消費者信賴，且有極強的產品研發及推廣能力，順應中國奶粉市場集中度提升及高端化趨勢，憑藉渠道及品牌優勢，飛鶴作為行業龍頭，有望不斷提升市場份額。