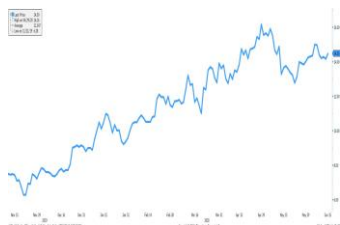


12 JUNE 2020

中國飛鶴(6186.HK)

高端奶粉收入佔比持續提升



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	14.50
市值 (億港元)	1295.3
52周高位	16.50
52周低位	6.26

*截至6月12日

FY19 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	137.2
變動(%)	32.0
毛利	96.1
變動(%)	36.9
淨利潤	39.3
變動(%)	75.5

主要股東資料

	持股
冷友斌	47.8%
Morgan Stanley	18.7%

來源: 披露易

業務模式

- 中國飛鶴(6186)為國內最大品牌嬰幼兒配方奶粉企業，業務主要為生產及銷售各種嬰幼兒配方奶粉產品(細分為高端及普通嬰幼兒配方奶粉)以及相對較少的其他產品(成人奶粉、液態奶、羊奶嬰幼兒配方奶粉等)。2019年度，高端嬰幼兒配方奶粉貢獻約68.6%收入來源。
- 截至2019年底止，公司合共擁有6個生產設施，設計年產能共計12.68萬噸。目前公司絕大部分收益來自線下客戶，其覆蓋的零售銷售點約109,000個。

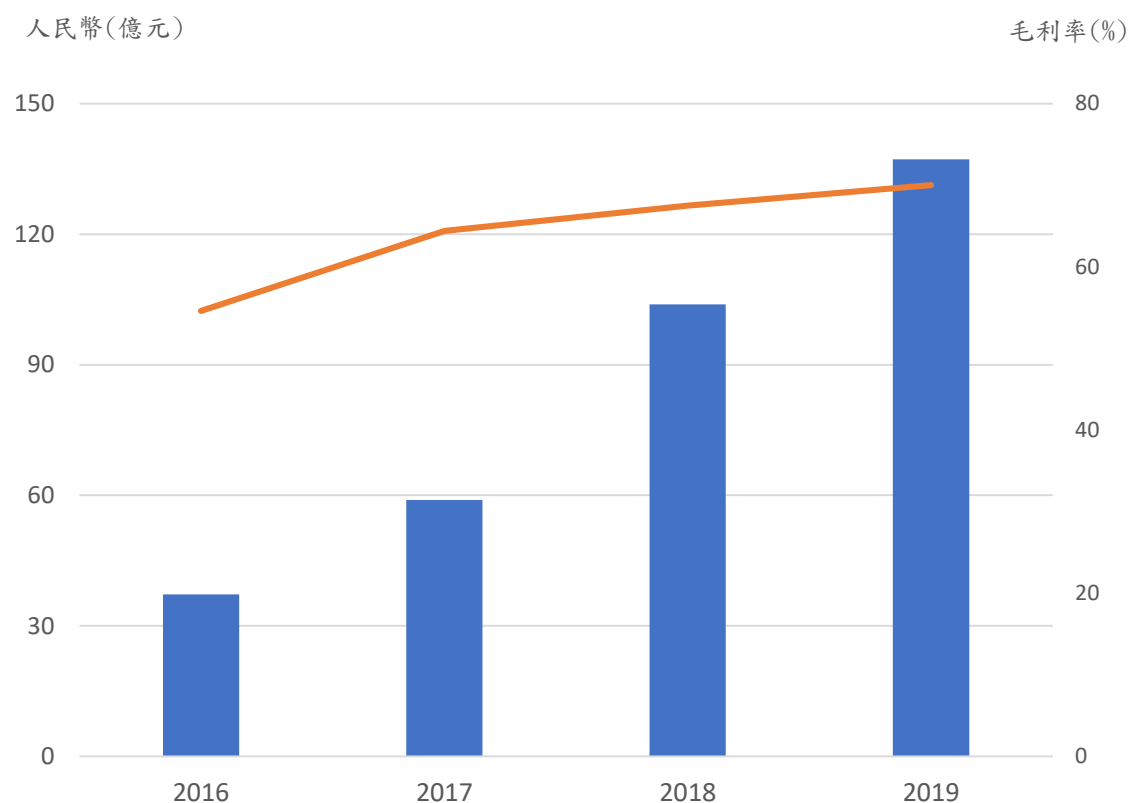
中國飛鶴部分奶粉產品截圖



來源: 公司官方網頁

經營業績及近期發展

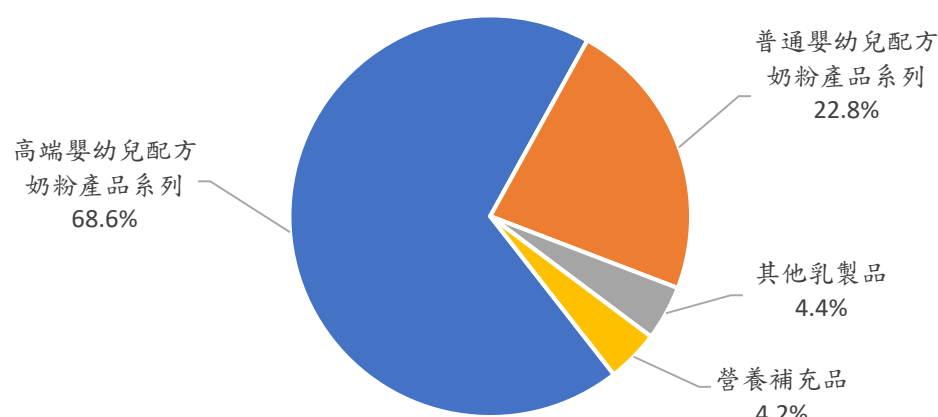
- 截至 2019 年 12 月底止之全年業績，中國飛鶴收入按年上升 32.0% 至 137.2 億人民幣；淨利潤則同比增長 75.5% 至 39.3 億人民幣。整體毛利率按年上升 2.5 個百分點至 70.0%。盈利顯著增長主要是高端嬰幼兒配方奶粉的銷售佔比提升，佔收入比重達到 68.6% (18 年度: 64.1%)，拉動產品平均價格和毛利率表現，疊加主要費用率 (銷售及行政開支) 下降。



來源: 公司年報, 經京基證券集團整理

- 以產品分類, 核心高端嬰幼兒配方奶粉的收入按年上升 41.4% 至 94.1 億人民幣, 主要是超高端品牌星飛帆及臻稚有機的銷售表現理想, 佔收入比重由 2018 年的 64.1%, 上升至 2019 年的 68.6%。普通嬰幼兒配方奶粉及其他乳製品收入增長分別為 23.0% 及 10.0%。不過, 營養補充品業務因尚在整合過程, 是唯一錄得收入負增長的分部。
- 疫情期間, 公司積極推動線上營銷活動, 包括內部推廣人員通過微信與消費者互動以及開展線上直播活動, 同時公司與多家物流企業緊密合作, 為客戶提供無接觸送貨上門服務。由於消費者對嬰幼兒配方粉的剛性需求, 公司預期今年第一季度收入增長不低於三成。

FY19 收益分佈



人民幣(千元)	2016	2017	2018	2019
高端嬰幼兒配方奶粉產品系列	1,586,016	3,795,417	6,657,636	9,411,461
普通嬰幼兒配方奶粉產品系列	1,594,912	1,621,214	2,541,562	3,126,654
其他乳製品	543,453	470,629	550,383	605,169
營養補充品	-	-	642,336	578,225
總數	3,724,381	5,887,260	10,391,917	13,721,509

來源: 公司通告, 經京基證券集團整理

成本結構

人民幣(千元)	2016	2017	2018	2019
銷售及經銷開支	1,369,520	2,139,107	3,661,314	3,847,985
行政開支	230,858	360,540	580,289	913,226
其他開支	171,097	21,128	86,076	69,800
財務成本	26,773	21,409	58,675	72,693

來源: 公司通告, 經京基證券集團整理

前景

- 中國經歷疫情洗禮後，國內經濟受到一定衝擊，刺激內需為推動經濟發展的不二法門。5月下旬，國務院總理李克強於政府工作報告中提到，要擴大內需戰略以及推動消費回升。我們認為，與民生關連度較高的消費行業會率先受惠。
- 展望未來，公司仍會專注於高端嬰幼兒配方奶粉市場。根據弗若斯特沙利文

的預測，國內高端奶粉市場的規模到 2023 年會達到近 2,000 億人民幣，複合年增長率為 16.6%，主要是民眾可支配收入上升及健康意識提高。隨著收入結構進一步改善，料公司產品均價及毛利率會有上升空間。另一方面，中國飛鶴亦有意在明年拓展嬰幼兒配方奶粉以外的產品類別，包括液態奶以及羊奶，相信有助開拓新收入來源。

風險因素

- 食物安全
- 行業競爭趨向激烈
- 原材料成本上漲

估值

	2020E	2021E
市盈率	22.6	17.9
股息率	1.5	2.0

來源:彭博

投資建議

- 綜合而言，中國飛鶴盈利增長動力充足，加上中央對國產奶粉的扶持，憧憬受惠於國產奶粉的市佔率提升。策略上，股份現價為 2020 年度預測市盈率 22.6 倍，與同業蒙牛(2319)和伊利(滬:600887)約 30 倍市盈率比較，估值不高，可收集作中長線部署。

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
中國飛鶴	6186.HK	1295.3	58.5	22.6	1.5
H&H 國際	1112.HK	224.1	7.9	17.2	2.8
現代牧業	1117.HK	62.2	-15.7	12.8	0.0
原生態	1431.HK	20.4	47.5	5.2	4.3
中國聖牧	1432.HK	13.9	-20.8	-	-
澳優	1717.HK	251.8	41.0	18.7	1.9
蒙牛	2319.HK	1163.1	-5.6	31.2	0.7
伊利	600887.SH	1933.4	-6.0	29.1	2.4

來源:彭博

免責聲明

本報告由京基證券集團有限公司(“京基”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，京基概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，京基以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，京基在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於京基所有。未經京基許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

京基證券集團有限公司

地址：香港灣仔港灣道 1 號會展廣場辦公大樓 44 樓

電話：(852)3423 0090

傳真(852)3423 0099

電郵：kksg.info@kkgroup.com.hk