

飞鹤 (6186 HK)

中国婴幼儿配方奶粉市场领头羊

- 集团在中国婴幼儿配方奶粉市场具有领导地位；按照 2018 年零售销售价值计算，集团的市场份额在整体国内及国际婴幼儿配方奶粉集团中排在头五位
- 集团已经建成广泛的经销网络，截至 2019 年 6 月底，集团具有超过 109,000 个零售销售点；集团的整体销售收入在 2016-18 年的年复合增长率达到 67.0%
- 集团的扩张计划涵盖地域扩张、产品类别的扩张、产能扩充；我们预期，集团的销售收入在 2018-21 年的年复合增长率将会达到 26.7%
- 首发评级为买入；目标价格相当于 21.20 倍/16.65 倍的 20E/21E 市盈率，或 6.86 倍/5.18 倍的 20E/21E 市净率

中国婴幼儿配方奶粉市场领头羊。根据弗若斯特沙利文报告，集团的飞鹤品牌产品在中国婴幼儿配方奶粉市场的市场占有率（按零售销售价值计算）从 2016 年的 3.4% 上升到 2018 年的 7.3%。在其他的细分市场中，集团的市场占有率在同期也有上升，特别是在国内的婴幼儿配方奶粉以及超高端婴幼儿配方奶粉市场中集团的市场占有率上升尤为显著。

广泛的销售网络确保销售增长。集团已经建成广泛的经销网络，截至 2019 年 6 月底，集团具有超过 109,000 个零售销售点；同时，集团在 2018 年举办了超过 300,000 面对面的销售活动。

多项扩张措施确保增长。集团将会采取地域扩张、增加产品类别、产能扩充的措施来进行提升集团的规模。集团计划在国内针对一/二线城市以及华南地区进行扩张，而在国外则主要针对北美和东南亚地区进行扩张。集团目前的产能扩充计划将会在未来增加额外的 151,000 吨整体的年设计产能。

预计收入 2018-21E 年复合增长率将达到 26.7%。我们预计，在 2018-21E，集团的超高端星飞帆及超高端臻稚有机的年复合增长率将会达到 122.6% 及 46.7%。羊奶婴幼儿配方奶粉产品以及宝宝及幼童食品产品将会对集团的收入增长有额外的支持。此外，集团的利润率也将会由于生产效率提升以及有效管理原材料成本的措施而提升。我们预计毛利率和净利润率（归属母公司股东）将会从 2018 年的 67.5% 和 21.6% 上升到 2021E 年的 71.0% 和 31.2%。

首发评级为买入；目标价格为 13.74 港元。我们认为，集团在中国婴幼儿配方奶粉市场的领导地位，将会支持其未来的增长以及相对同业的估值溢价。基于现金流折现模型，我们目前的目标价为 13.74 港元，相当于 21.20 倍/16.65 倍的 20E/21E 市盈率，或 6.86 倍/5.18 倍的 20E/21E 市净率。

财务数据与估值

截至12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入（人民币百万元）	3,724	5,887	10,392	13,404	17,340	21,117
变动（同比%）	N/A	58.07	76.52	28.99	29.36	21.78
归属母公司股东净利润（人民币百万元）	417	1,160	2,242	3,751	5,180	6,594
变动（同比%）	N/A	178.24	93.26	67.30	38.08	27.30
每股收益（归属母公司股东）（人民币）	0.05	0.14	0.28	0.42	0.58	0.74
变动（同比%）	N/A	180.00	100.00	49.97	38.08	27.30
市盈率（倍）	258.41	92.29	46.15	30.77	22.28	17.51
每股帐面净值（人民币）	0.29	0.43	0.72	1.79	2.37	3.11
市净率（倍）	44.16	29.87	17.88	7.21	5.45	4.16
每股股息（港元）	N/A	N/A	N/A	0.00	0.19	0.25
股息收益率（%）	N/A	N/A	N/A	0.00	1.68	2.14
资产回报率（%）	N/A	19.82	23.76	22.14	20.81	21.03
股本回报率（%）	N/A	38.92	47.85	34.43	27.86	26.93

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2020 年 3 月 6 日

评级：买入

目标价：13.74 港元

分析师：潘泓兴

电话：(852) 2147 8829

电邮：paulpan@abci.com.hk

股价（港元）	11.56
52 周高/低（港元）	12.3/6.26
20 年预测股价回报率	18.82%
20 年预测股息收益率	1.68%
20 年预测总回报率	20.50%
此前评级及目标价	N/A
此前报告日期	N/A

来源：彭博、农银国际证券预测

重要数据

发行股数（百万）	8,933.34
市值（百万港元）	103,269.41
发行至今	
日均成交额（百万港元）	147.10

主要股东

Garland Glory Holdings	43.32
North Haven Private Equity Asia	18.59
达生有限公司	4.45

来源：公司、农银国际证券

股价表现

	绝对	相对*
1 个月	10.10	14.67
3 个月	52.11	53.07
6 个月	N/A	N/A

*相对恒指

来源：彭博、农银国际证券

发行至今股价表现（港元）



来源：彭博、农银国际证券

注释：市场数据截至 2020 年 3 月 6 日
人民币/港元：1.1177



IPO 发行

IPO发行价格为7.5港元/股

集团在2019年11月13日于港交所正式挂牌。发行价格为7.5港元/股，属于发行价格区间的低端。发行总股数（行使超额配股权之前）为10.2734亿股。超额配股权被部分行使，涉及合共309,000股股份，由集团部分原有股东售出。超额配股权所得的款项净额将会用于集团员工奖励。本次发行集团筹得的款项净额为65.638亿港元。

图表1: 上市后股权架构

	股份数目	占集团已发行股本的百分比 (%)
达生有限公司	397,325,754	4.4
公众股东	8,536,014,246	95.6

来源：集团、农银国际证券

上市所得款项用途

图表2: 集团上市所得款项用途构成

#	项目	占上市所得款项比例
1)	偿还离岸债务	40%
2)	潜在并购机会	20%
3)	为加拿大金斯顿厂房建设提供资金	10%
4)	海外婴幼儿配方奶粉及营养补充品研发活动	10%
5)	为 Vitamin World USA 的业务扩张提供资金	5%
6)	营销工作	5%
7)	营运资金及一般企业用途	10%

来源：集团、农银国际证券

集团计划将 40%的上市筹集所得净款项用于偿还离岸债务，20%用于未来的并购活动，10%用于加拿大金斯顿厂房的运营，5%用于扩张 Vitamin World USA 的业务。其余的资金将用于研发、市场营销及营运资金等用途。

投资亮点

1. 中国婴幼儿配方奶粉市场的领头羊

根据弗若斯特沙利文报告，按零售销售价值计算，集团在中国国内及国际品牌中的市场份额从2016年的3.4%上升到2018年的7.3%。从2016年到2018年，集团在中国国内婴幼儿配方奶粉市场以及中国超高端婴幼儿配方奶粉市场的市场份额也有所上升。我们认为，集团的产品质量、产品定位、市场推广策略、广泛的销售网络是集团市场份额上升的主要原因。

图表3: 集团在不同的细分市场中的市场份额 (按零售销售价值计算)

中国婴幼儿配方奶粉市场品牌



中国婴幼儿配方奶粉市场参与者



中国国内婴幼儿配方奶粉市场参与者



中国超高端婴幼儿配方奶粉市场参与者



来源: 弗若斯特沙利文报告、农银国际证券



2. 广泛的经销网络以及有效的库存管理

集团在全国建立了广泛的经销网络，销售渠道战略性地分部全国各地，并在线下城市具有强大的网络。过去的这几年，集团开始在一/二线城市扩张。集团的零售销售点从 2016 年末的超过 58,000 个上升到 2018 年末的超过 90,000 个，年复合增长率达到 25%。截至 2019 年 6 月底，集团的零售销售点超过 109,000 个。集团同时也开展线上业务，但目前线上销售对整体收入的贡献并不显著。

集团采纳的单层经销系统，为保持利润率、客户库存的透明度、对终端产品销售的控制提供帮助。集团会定期监控客户的库存水平，一般保持库存与销售比率约为两倍的水平。根据弗若斯特沙利文报告，该水平属行内的稳健库存水平。集团也设有条码扫描功能以追踪产品，并接收有关客户库存水平的自动生成信息，从而降低集团的劳工成本和收集该等信息的人为错误风险。根据集团与客户签订的合约，产品经销到零售销售点之前须经过扫描，从而监测及追踪库存。

图表4: 按地区划分的线下客户数目 (截至 2019 年 6 月 30 日)



注释: 不包括来自电子商务平台的客户、直接出售产品的终端消费者以及教育机构及学校
来源: 集团

3. 有效的市场营销策略

集团将其品牌定位为“更适合中国宝宝体质”，为中国婴幼儿配方奶粉市场的首创，并将其品牌与该信息建立强大的联系。同时，集团在市场营销策略方面有三大板块：1) 举办面对面研讨会，进行深入教育；2) 提高与消费者的线上互动性；3) 针对性及注重成果的媒体报导。在 2018 年，集团举办了从超过 300,000 场面对面研讨会，其中包括超过 5,500 场“妈妈的爱”活动，合共有超过 600,000 名参加者。集团的微信账户截至 2019 年 10 月 22 日有超过 700 万订阅者。我们相信，集团的销售增速加快得益于集团行之有效的市场营销策略。

4. 对高品质产品的追求

集团对整体供应链采取严格的质量控制体系，其中包括 25 道全面程序及超过 300 个检查点，涵盖鲜奶供应商使用的饲料及生产流程到成品交付。集团的质量控制部门约有 290 名员工。该部门的员工驻扎在集团的生产设施，负责监督执行质量保证计划、评估所有产品质量及生产条件，以及进一步优化质量控制工序。同时，集团的员工也驻扎在部分供应商牧场及生产厂房，以监督其生产运营及监查原材料质量。

集团一直采用生鲜乳来保持其产品的品质及口味。集团的生鲜乳采购主要来自原生态集团。生鲜乳一般会在采集后的 24 小时内运送到集团的生产厂房；集团也才采用乳糖及其他天然原料来作为产品的原材料，并避免使用其他人造香料。集团通过精简电子商务运作，使从线上订购、制造产品到产品交付予终端客户需时仅为 28 天。

图表5: 产品标准比较

鮮奶主要成分	飛鶴標準 	中國標準 	歐洲標準 
蛋白質含量	≥3.4%	≥2.8%	≥3.2%
脂肪含量	≥4.2%	≥3.1%	≥3.7%
菌落數目(/mL)	≤10,000	≤2,000,000	≤100,000
體細胞數目(/mL)	≤200,000	不適用	≤400,000

注释：脂肪含量、蛋白质含量、菌落数目及体细胞数目为四大鲜奶计量标准。一般而言，较高蛋白质及脂肪含量表示较高品质。菌落数目及体细胞数目为厘定鲜奶安全品质的两大指标，较低菌落数目一般表示经改善卫生，而较低体细胞数目表示较佳动物健康。
来源：弗若斯特沙利文报告

5. 未来扩张计划

地域扩张

集团计划在一/二线城市以及华南地区进行扩张，从而巩固其市场领导地位。集团的品牌形象、广泛的销售网络、高端的产品组合定位在过去成功为其打开一线、新一线及二线城市市场。例如，集团在北京的年度销售额从 2016 年的人民币 6,030 万元上升到 2018 年的 1.954 亿元，年复合增长率达到 80.0%。集团也在华南市场有一定的成绩。其上海地区的年度销售额从 2017 年的人民币 590 万元上升到 2018 年的 960 万元，增速约为 64.8%。此外，集团加拿大金斯顿厂房一旦落成并投产后，其产品将会在北美地区以及东南亚地区开始发售。

产品类别扩张

集团拥有强大的研发团队。截至 2019 年 10 月 22 日，集团有超过十种婴幼儿和成人配方奶粉产品准备推出市场。集团同时计划通过调整脂肪酸的成分及碳水化合物含量以提升星飞帆产品配方，从而进一步模拟中国妈妈母乳的成分。

集团同时也准备涉足其他产品领域。集团目前计划推出宝宝及幼童食品产品，主要由于该类产品与婴幼儿配方奶粉高度互补。根据弗若斯特沙利文报告，中国宝宝及幼童食品产品的零售销售价值从 2014 年的人民币 135 亿元上升到 2018 年的人民币 254 亿元(年复合增速达到 17.1%)，并预计将会在 2023 年上升到人民币 428 亿元。



羊奶婴幼儿配方奶粉是集团另一个产品类别扩张的方向。根据弗若斯特沙利文报告，中国羊奶婴幼儿配方奶粉市场的零售销售价值预计将会从 2018 年的人民币 172 亿元上升到 2023 年的人民币 376 亿元，年复合增长率为 16.9%。集团未来的产能扩张计划中已经包括增加羊奶婴幼儿配方奶粉的生产线。

产能扩充

集团目前计划通过建造新的厂房以及对原有厂房进行扩张来进行产能扩充。这些项目一旦建成并充分投产，所能带来的额外设计年度产能将达到 151,000 吨。同时，集团在加拿大金斯顿的厂房未来将会服务北美和东南亚市场。

图表6: 产能扩充计划

厂房/地址	项目性质	设计年度产能	额外设计年度产能	资本自处	项目完成时间	产品类别
金斯顿厂房/ 加拿大安大略省 金斯顿	新建厂房	40,000 吨	40,000 吨	330.0 百万加元 (约人民币 1,711.7 百万元), 其中 278.9 百万加元 (约人民币 1,446.6 百万元) 于截至 2019 年 6 月底投入	2020 年上半年	牛奶和羊奶婴幼儿 配方奶粉产品
泰来厂房/黑龙江 省泰来县	新建厂房	20,000 吨	20,000 吨	人民币 4 亿元, 其中人民币 2.672 亿于截至 2019 年 6 月 底投入	2019 年后半年	羊奶婴幼儿配方 奶粉及羊奶奶粉 产品
吉林厂房/吉林省 镇赉县	新建厂房	20,000 吨	20,000 吨	人民币 4 亿元, 其中人民币 1.31 亿元于截至 2019 年 6 月底投入	2020 年上半年	婴幼儿配方奶粉 产品
克东厂房/黑龙江 省齐齐哈尔	原有厂房 扩张	52,000 吨	40,000 吨	人民币 5.3 亿元, 其中人民 币 9,890 万元于截至 2019 年 6 月底投入	2020 年上半年	婴幼儿配方奶粉 产品及液态奶产 品
龙江厂房/黑龙江 省齐齐哈尔	原有厂房 扩张	59,000 吨	31,000 吨	人民币 4.428 亿元, 其中人 民币 3,800 万元于截至 2019 年 6 月底投入	2021 年上半年	婴幼儿配方奶粉 产品

注释: 从厂房设计到竣工及开始试产通常最少需要两年; 新建及扩建的生产设施预期将于达致其满负荷设计年产能之前需三年试产期
来源: 集团、农银国际证券

6. 经验丰富的管理团队

集团的管理团队大部分在婴幼儿配方奶粉市场拥有逾十年经验。董事长兼首席执行官冷友斌先生在中国乳业拥有逾 30 年经验, 并获得多项荣誉及奖项, 其中包括 2018 年十大经济年度人物奖项, 以表扬其对中国婴幼儿配方奶粉行业发展的重大贡献。集团总裁蔡方良先生在中国乳业拥有逾十年经验; 于 2010 年加入集团之前, 曾于两间中国乳制品集团担任多个管理职务。集团的副董事长兼首席财务官刘华先生已为我们服务逾 18 年, 一直参与集团的融资活动, 其中包括 Flying Crane U.S. 于 2003 年在场外柜台交易系统上市及于 2009 年在纽交所上市。副总裁兼联席集团秘书涂芳而女士在 2006 年加入集团, 并参与集团的国际业务发展及资本市场事宜, 如集团在加拿大的业务扩张以及在 2018 年收购 Vitamin World 的零售保健业务。Vitamin World USA 主席张国华先生于饮食业拥有逾 20 年经验; 在加入集团之前曾与 2012 年到 2018 年之间在雀巢集团内担任多个高级职位, 并曾在此之前在可口可乐及宝洁公司等企业任职。



增长及盈利情况展望

预计收入在 2018-2021 年复合增长率将达到 26.7%

我们预测，集团的收入在 2018-2021E 年间的年复合增长率将会达到 26.7%。我们预期，集团的超高端星飞帆及超高端臻稚有机的同期年复合增长率将会达到 122.6%及 46.7%。同时，我们认为，集团即将推出的羊奶婴幼儿配方奶粉产品以及宝宝及幼童食品产品将会对集团的收入增长有额外的支持。

我们预期集团的婴幼儿配方奶粉业务的增长将会主要受到销量的推动。我们预期，在 2018 到 2021E 年之间，牛奶婴幼儿配方奶粉业务整体的价格和销量年复合增长率将会达到 2.7% 和 21.9%。我们的预测主要基于以下的假设：1) 集团将可以对部分利用率较低的厂房进一步提升产能利用率；2) 产能扩充计划进一步提高产能；3) 新建的厂房可以如期投产及在预期的时间内提升其产能利用率；4) 集团可以保持其营销策略的高效性。我们认为，羊奶婴幼儿配方奶粉在刚推出时定价将会比目前高端产品价格低，同时销量也会受限于工厂的产能状况。

此外，尽管目前中国的消费市场受到新冠肺炎爆发的影响，但是我们仍认为集团可以利用其网上平台（如微信账户，以及在京东/天猫上的官方商店）来促进产品的销售。

图表7: 收入增长预测 (同比%)

截至 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
总收入	58.1	76.5	29.0	29.4	21.8
牛奶婴幼儿配方奶粉	70.3	69.8	31.4	30.8	14.2
高端婴幼儿配方奶粉	139.3	75.4	29.9	28.1	10.7
- 超高端星飞帆	244.9	108.2	29.6	28.7	10.5
- 超高端臻稚有机	N/A	620.3	70.3	55.7	18.9
- 高端产品系列	47.7	(7.7)	18.8	13.4	6.6
- 普通婴幼儿配方奶粉	1.6	56.8	35.5	37.6	22.3
其他乳制品	(13.4)	16.9	18.2	16.8	12.2
其他产品*	N/A	N/A	3.5	15.0	17.0

注释：其他产品包括营养补充品和宝宝及幼童食品产品

来源：集团、农银国际证券预测

图表8: 单价及销售增长预测 (同比%)

截至 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
单价					
牛奶婴幼儿配方奶粉					
高端婴幼儿配方奶粉	11.18	8.74	2.02	2.26	1.12
- 超高端星飞帆	(1.8)	0.72	0.77	0.78	0.62
- 超高端臻稚有机	N/A	9.34	1.97	1.79	1.22
- 高端产品系列	0.87	(4.8)	1.3	1.2	1.0
- 普通婴幼儿配方奶粉	5.83	8.31	7.07	7.07	4.95
销售量					
牛奶婴幼儿配方奶粉					
高端婴幼儿配方奶粉	115.2	61.3	27.3	25.3	9.5
- 超高端星飞帆	251.2	106.7	28.6	27.7	9.9
- 超高端臻稚有机	N/A	558.8	67.1	53.0	17.5
- 高端产品系列	46.5	(3.1)	17.3	12.1	5.6
- 普通婴幼儿配方奶粉	(3.9)	44.7	26.5	28.5	16.5

来源：集团、农银国际证券预测



预期利润率将会继续提升

我们预期，集团的毛利率及净利润率（归属母公司股东）将会从 18 财年的 67.5% 及 21.6% 上升到 21E 财年的 71.0% 及 31.2%，其中主要受到集团在原材料成本以及生产效率的提升贡献。我们预期，牛奶婴幼儿配方奶粉产品的毛利率将会从 18 财年的 72.7% 上升到 21 财年的 75.4%；其中超高端星飞帆的毛利率将在 21E 财年达到 82.5%，在所有产品类别中排名第一。

图表9: 利润率预测(%)

截至 12 月 31 日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
集团整体利润率						
毛利率	54.6	64.4	67.5	68.5	70.7	71.0
税前利润率	16.0	28.0	30.7	39.5	42.0	43.8
净利率（归属母公司股东）	11.2	19.7	21.6	28.0	29.9	31.2
不同产品类别的毛利率						
牛奶婴幼儿配方奶粉	61.8	69.4	72.7	73.0	74.7	75.4
高端婴幼儿配方奶粉	68.9	74.1	76.5	76.8	78.8	79.9
- 超高端星飞帆	75.5	77.7	79.3	79.6	81.2	82.5
- 超高端臻稚有机	N/A	57.7	64.4	65.7	68.3	69.0
- 高端产品系列	63.6	68.0	67.8	68.5	71.9	72.6
- 普通婴幼儿配方奶粉	54.7	58.4	62.7	63.3	65.2	65.9
羊奶婴幼儿配方奶粉	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64.8
其他乳制品	12.5	6.2	18.9	18.8	19.0	20.8
其他产品*	N/A	N/A	35.9	37.0	38.5	38.8

注释：其他产品包括营养补充品和宝宝及幼童食品产品

来源：集团、农银国际证券预测

估值

基于现金流折现模型，目标价格 13.74 港元

我们的现金流折现模型主要基于以下假设：

- 贝塔系数 0.89，为上市乳制品企业的平均贝塔系数；
- 无风险利率为 2.74%；
- 市场预期收益率为 13.3%；
- 末期增长率为 5%；
- 基于目前的杠杆水平，我们将目标债务/总资产比率设为 5%。

基于我们的现金流折现模型，我们得出目标价格为 13.74 港元，相当于 21.20 倍/16.65 倍的 20E/21E 市盈率，或 6.86 倍/5.18 倍的 20E/21E 市净率。

同业估值分析

截至 2020 年 3 月 6 日，香港上市的乳制品公司的平均 20E/21E 市盈率为 18.56 倍/14.94 倍。内地上市的同业及国际同业的估值水平相对较高。截至 2020 年 3 月 6 日，内地上市及国际同业的 20E 市盈率为 25.40 倍和 21.33 倍；21E 市盈率为 22.22 倍和 18.76 倍。

图表10: 同业估值比较

股票代码	公司名称	市盈率(倍)		市净率(倍)		股息收益率(%)		平均资产回报率(%)		平均股本回报率(%)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
香港同业											
2319 HK	蒙牛	22.59	18.97	3.11	2.74	1.04	1.25	6.27	7.06	14.22	14.89
1112 HK	健合	14.82	12.73	2.96	2.64	1.88	1.88	10.08	11.12	22.10	21.24
1230 HK	雅士利	27.70	20.78	0.48	0.47	0.00	0.00	0.62	1.13	1.83	2.34
1117 HK	现代牧业	9.13	7.28	0.74	0.68	0.22	0.22	4.51	5.49	9.61	11.19
内地同业											
600887 CH	伊利	24.52	21.00	5.61	5.07	2.62	3.02	13.25	14.04	23.39	24.58
600597 CH	光明乳业	26.27	23.45	2.35	2.21	1.35	1.51	3.96	4.36	9.19	9.30
国际同业											
BN FP	达能	15.42	14.59	2.23	2.06	3.51	3.73	5.64	5.69	14.85	14.68
NESN SW	雀巢	22.85	21.22	6.17	5.97	2.65	2.80	9.58	10.11	27.72	28.64
EMMN SW	Emmi	25.78	24.31	2.71	2.53	1.45	1.60	8.00	9.00	11.76	10.67
2270 JP	雪印惠乳业株式会社	12.33	10.64	0.81	0.77	1.89	1.89	5.29	5.75	6.90	7.14
FSF NZ	恒天然集团	16.96	12.66	1.02	0.98	2.54	4.05	5.71	6.43	6.18	7.87
A2M AU	A2 牛奶	34.66	29.12	11.16	8.10	0.00	0.25	32.53	28.22	36.12	30.64
6186 HK	飞鹤	22.28	17.51	5.45	4.16	1.68	2.14	20.81	21.21	27.86	26.93
<i>香港同业平均值</i>		<i>18.56</i>	<i>14.94</i>	<i>1.82</i>	<i>1.63</i>	<i>0.79</i>	<i>0.84</i>	<i>5.37</i>	<i>6.20</i>	<i>11.94</i>	<i>12.41</i>
<i>内地同业平均值</i>		<i>25.40</i>	<i>22.22</i>	<i>3.98</i>	<i>3.64</i>	<i>1.99</i>	<i>2.27</i>	<i>8.60</i>	<i>9.20</i>	<i>16.29</i>	<i>16.94</i>
<i>国际同业平均值</i>		<i>21.33</i>	<i>18.76</i>	<i>4.02</i>	<i>3.40</i>	<i>2.01</i>	<i>2.39</i>	<i>11.13</i>	<i>10.87</i>	<i>17.26</i>	<i>16.61</i>

注释：数据截至 2020 年 3 月 6 日

来源：彭博、农银国际证券预测

风险因素

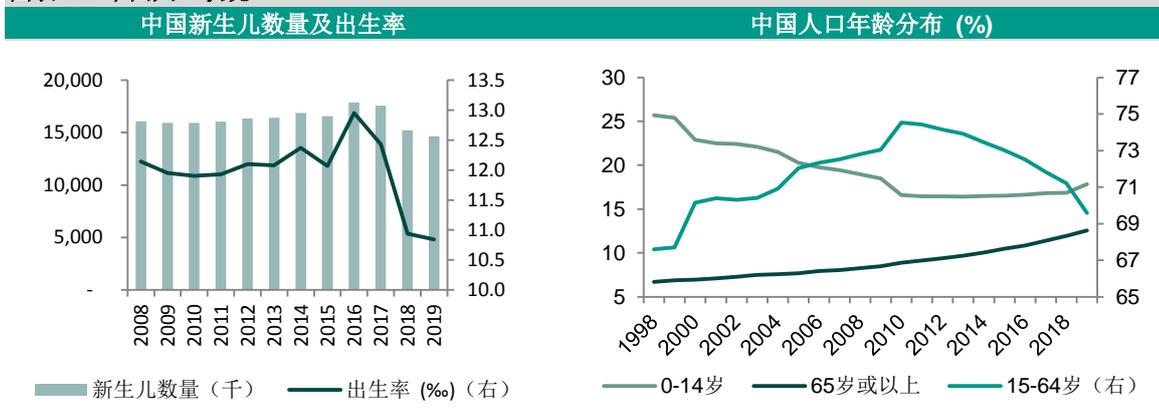
宏观经济风险

中国的宏观经济增速正逐渐放缓。根据国家统计局，2019年中国的名义GDP增速达到6.1%，低于2018年的6.7%。同时，个人收入名义增速及实际增速在2019年达到8.9%和5.8%，比之前一年也有所放缓。若全国GDP增速继续放缓，个人收入的增速也将随之下跌，集团的销售或会受到影响。

人口风险

中国的出生率及新生儿数量在2019年分别达到10.84%和1,465万人，为过去十年内的新底。同时，国内人口老龄化程度加深。65岁或以上的人口比例在2019年上升到12.6%，同时15-64岁的人口比例则下降到69.6%。出生率降低及人口老龄化意味着新生儿数量下跌的趋势将会在未来持续。而新生儿数量的下降将会对集团未来的增长有负面影响。

图表11: 中国人口状况



来源: 国家统计局、农银国际证券

产品质量风险

集团的产品质量对保持其市场领导地位至关重要。如果集团不能对原材料质量进行严格把关，或对供应链管理保持较高的标准，生产和运输过程中可能存在污染或变坏的风险将会损害集团的销售以及品牌形象。

供应商集中风险

集团的生鲜乳采购主要来自与原生态集团。在2018年，集团从原生态集团采购生鲜乳的采购成本占总生鲜乳采购成本86.8%。对原生态集团的高度依赖意味着如果原生态集团的生产中断，集团将会面临相关的生产风险。这将会增加集团的生产成本和增加产品质量风险。

图表12: 原生态集团生鲜乳采购分析

	2016	2017	2018
从原生态集团采购生鲜乳支付的采购费用 (人民币百万)	456.4	531.2	762.9
占集团生鲜乳采购总费用的比例	84.2%	83.5%	86.8%

来源: 集团、农银国际证券

原材料成本风险

集团的利润率会受到原材料价格变化的影响。在 2018 年，原材料价格上升 15% 将会使净利润下降 13%。随着集团产品类别增加，新的原材料将会被采用，或将会增加集团未来的原材料成本。

图表13: 原材料价格变动对净利润的影响

2018 年						
原材料价格变动百分比	15%	5%	1%	(1%)	(5%)	(15%)
对应净利润变动 (人民币千元)	(293,355)	(97,785)	(19,557)	19,557	97,785	293,355
净利润变动百分比	(13%)	(4%)	(1%)	1%	4%	13%

来源: 集团、农银国际证券

利率风险

集团的生息资产及负债产生利率风险。以下图表显示集团的税前利润对利率变动的敏感性 (透过对浮动利率借款的影响)。

图表14: 利率变动对税前利润的影响

	美元		人民币		加元	
	基点增/减	税前利润增/减 (人民币千元)	基点增/减	税前利润增/减 (人民币千元)	基点增/减	税前利润增/减 (人民币千元)
2018 年	50	1,449	50	30,163	50	206
	(50)	(1,449)	(50)	(30,163)	(50)	(206)

来源: 集团、农银国际证券

汇率风险

集团在扩张海外业务的同时，会为自身带来汇率风险。以下的图表显示集团的税前利润对不同的货币汇率变动的敏感度 (归因于货币资产及负债公平值的变动)。

图表15: 汇率变动对集团税前利润的影响

	美元		人民币		加元	
	汇率变动 (%)	税前利润增/减 (人民币千元)	汇率变动 (%)	税前利润增/减 (人民币千元)	汇率变动 (%)	税前利润增/减 (人民币千元)
2018 年	5	(1,913)	5	(2,590)	5	(74,397)
	(5)	1,913	(5)	2,590	(5)	74,397

来源: 集团、农银国际证券

产品开发风险

集团计划发展羊奶婴幼儿配方奶粉产品、营养补充品、宝宝及幼童食品产品。集团在发展这些产品时或会遇到一定的挑战，并导致这些产品类别的销售增速低于预期。



合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	3,724	5,887	10,392	13,404	17,340	21,117
牛奶婴幼儿配方奶粉	3,181	5,417	9,199	12,089	15,816	18,055
- 高端婴幼儿配方奶粉	1,586	3,795	6,658	8,647	11,079	12,263
- 超高端星飞帆	711	2,454	5,108	6,621	8,524	9,423
- 超高端臻稚有机	0	50	357	609	948	1,127
- 高端产品系列	875	1,292	1,192	1,417	1,607	1,713
- 普通婴幼儿配方奶粉	1,595	1,621	2,542	3,443	4,737	5,792
羊奶婴幼儿配方奶粉	0	0	0	0	0	1,315
其他乳制品	543	471	550	650	760	853
其他产品	0	0	642	665	764	894
销售成本	(1,690)	(2,097)	(3,373)	(4,216)	(5,084)	(6,125)
毛利	2,034	3,790	7,019	9,188	12,256	14,992
牛奶婴幼儿配方奶粉	1,966	3,761	6,684	8,820	11,817	13,614
羊奶婴幼儿配方奶粉	0	0	0	0	0	853
其他乳制品	68	29	104	122	145	178
其他产品	0	0	231	246	294	347
管理成本	(231)	(361)	(580)	(875)	(878)	(1,097)
销售及经销成本	(1,370)	(2,139)	(3,661)	(3,679)	(4,864)	(5,748)
净财务成本	(27)	(21)	(59)	(65)	(58)	(51)
其他成本/收入	0	0	0	1	1	1
税前利润	595	1,651	3,189	5,292	7,275	9,243
所得税	(189)	(491)	(946)	(1,540)	(2,096)	(2,650)
净利润	406	1,160	2,242	3,751	5,180	6,594
- 归属母公司股东净利润	417	1,160	2,242	3,751	5,180	6,594
- 少数股东净利润	(11)	0	0	0	0	0
股息	0	0	0	0	1,554	1,978
每股盈利 (人民币)						
- 基本	0.05	0.14	0.28	0.42	0.58	0.74
- 摊销	0.05	0.14	0.28	0.41	0.57	0.72
每股股息 (港币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.19	0.25

注释：其他产品包括营养补充品和宝宝及幼童食品产品

来源：集团、农银国际证券预测

合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	1,139	2,771	3,641	9,541	12,304	16,481
贸易应收款项及应收票据	93	175	513	422	791	695
存货	294	395	660	684	1,002	1,015
其他	1,489	1,082	2,481	4,424	5,868	8,141
流动资产	3,014	4,423	7,295	15,071	19,966	26,333
物业、厂房及设备	1,086	1,431	2,555	4,795	5,604	6,349
使用权资产	73	119	306	228	165	119
于联营公司的投资	143	143	143	143	143	143
其他	379	899	1,559	1,797	1,876	2,015
非流动资产	1,681	2,591	4,563	6,963	7,788	8,625
总资产	4,695	7,014	11,857	22,034	27,754	34,958
贸易应付款项及应付票据	360	514	833	909	1,300	1,400
短期贷款	534	903	1,083	966	801	758
其他	1,145	1,672	2,944	3,006	3,127	3,399
流动负债	2,039	3,089	4,860	4,881	5,228	5,556
长期贷款	0	64	657	586	486	460
其他	279	275	552	562	856	1,164
非流动负债	279	339	1,210	1,148	1,342	1,624
母公司拥有人应占权益	2,377	3,585	5,787	16,004	21,184	27,777
非控股权益	0	0	0	0	0	0
权益	2,377	3,585	5,787	16,004	21,184	27,777
负债及权益	4,695	7,014	11,857	22,034	27,754	34,958

来源：集团、农银国际证券预测



合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)

	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	595	1,651	3,189	5,292	7,275	9,243
折旧及摊销	99	98	162	180	164	145
营运资金变动	(428)	1,174	659	(224)	(264)	342
其他	(137)	(699)	(888)	(572)	(2,340)	(2,850)
经营活动所得现金流量净额	129	2,224	3,121	4,676	4,836	6,881
物业、厂房及设备项目以及使用权资产	(56)	(406)	(1,083)	(2,164)	(744)	(697)
结构性存款及定期存款	1,187	(1,145)	(1,857)	(2,400)	(897)	(1,679)
其他	(184)	(128)	(332)	(495)	(206)	(321)
投资活动所得/(所用)现金流量净额	947	(1,680)	(3,272)	(5,059)	(1,848)	(2,697)
贷款变动	(472)	465	752	(188)	(266)	(69)
抵押银行存款变动	77	(243)	(1,200)	(12)	(84)	(88)
其他	0	0	(61)	6,214	(49)	(45)
融资活动所得/(所用)现金流量净额	(395)	222	(509)	6,014	(399)	(201)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	681	766	(660)	5,632	2,589	3,982
现金及现金等价物 - 期初	134	817	1,566	896	6,520	9,098
汇率变动的的影响净额	2	1	(9)	(7)	(11)	(33)
现金及现金等价物 - 期末	817	1,584	896	6,520	9,098	13,047

来源: 集团、农银国际证券预测

主要运营及财务数据

财年截至12月31日

	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增长 (同比%)						
总收入	N/A	58.1	76.5	29.0	29.4	21.8
牛奶婴幼儿配方奶粉	N/A	70.3	69.8	31.4	30.8	14.2
其他乳制品	N/A	(13.4)	16.9	18.2	16.8	12.2
其他产品	N/A	N/A	N/A	3.5	15.0	17.0
毛利	N/A	86.4	85.2	30.9	33.4	22.3
税前利润	N/A	177.5	93.1	66.0	37.5	27.0
净利润 (归属母公司股东)	N/A	178.2	93.3	67.3	38.1	27.3
利润率 (%)						
毛利率	54.6	64.4	67.5	68.5	70.7	71.0
牛奶婴幼儿配方奶粉	61.8	69.4	72.7	73.0	74.7	75.4
羊奶婴幼儿配方奶粉	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64.8
其他乳制品	12.5	6.2	18.9	18.8	19.0	20.8
其他产品	N/A	N/A	35.9	37.0	38.5	38.8
税前利润率	16.0	28.0	30.7	39.5	42.0	43.8
净利润率 (归属母公司股东)	11.2	19.7	21.6	28.0	29.9	31.2
回报率 (%)						
平均资产回报率	N/A	19.8	23.8	22.1	20.8	21.0
平均股本回报率	N/A	38.9	47.8	34.4	27.9	26.9
流动性比率 (x)						
流动比率	1.5	1.4	1.5	3.1	3.8	4.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	2.9	3.6	4.6
现金比率	0.6	0.9	0.9	2.1	2.6	3.3
营运资金周转 (天)						
应收账款周转天数	6.5	8.3	12.1	12.7	12.8	12.8
存货周转天数	71.9	59.9	57.1	58.2	60.5	60.1
应付账款周转天数	68.6	76.1	72.9	75.4	79.3	80.4
现金循环周期	9.8	(7.9)	(3.8)	(4.5)	(6.0)	(7.5)
杠杆比率 (%)						
总负债/权益	22.5	27.0	30.1	9.7	6.1	4.4
总共负债/总资产	11.4	13.8	14.7	7.0	4.6	3.5
净负债/权益	(35.2)	(68.1)	(65.4)	(68.4)	(70.9)	(77.8)
净负债/总资产	(17.8)	(34.8)	(31.9)	(49.6)	(54.1)	(61.9)

注释: 1) 平均资产收益率=净利润/本年度与前一年度总资产的平均值; 2) 平均股本收益率 = 归属股东净利润/本年度与前一年度归属股东权益的平均值; 3) 注释: 其他产品包括营养补充品和宝宝及婴童食品产品

来源: 集团、农银国际证券预测

附录 I: 婴幼儿配方奶粉品牌/产品组合

产品	产品定位	生产商		产品描述
		建议零售价 (人民币元/公斤)	阶段 价格	
超高端 星飞帆	专注于尽可能接近中国妈妈母乳的成份	1	525.7	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含 OPO 结构脂, 更容易被消化、软化宝宝大便; ▪ 内含水解乳清蛋白, 以改善营养吸收; ▪ 内含 α-乳清蛋白 (在母乳中发现的一种主要蛋白质) 以及大量胺基酸, 可改善睡眠和情绪。
		2	440.0	
		3	440.0	
超高端 臻稚有机	专注于使用有机原料提供有机、新鲜及具营养的婴幼儿配方奶粉	1	582.9	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 使用采购自获有机认证牧场的有机鲜奶生产; ▪ 内含有机乳糖及脱盐乳清粉; ▪ 内含对婴幼儿大脑发育至关重要的 DHA、ω-3 脂肪酸及 ARA。
		2	540.0	
		3	511.4	
高端 臻爱倍护	专注于促进婴幼儿免疫系统发育	1	375.6	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含乳铁蛋白, 可防止感染及炎症, 并促进婴幼儿的胃肠道及免疫系统发育; ▪ 内含水解乳清蛋白, 以改善营养吸收; ▪ 内含 α-乳清蛋白 (在母乳中发现的一种主要蛋白质) 以及大量胺基酸, 可改善睡眠和情绪; ▪ 内含益生菌, 可促进健康胃肠道细菌的生长, 改善消化及营养吸收。
		2	364.4	
		3	511.4	
臻爱飞帆	为母婴专卖店销售渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育	1	422.5	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含乳铁蛋白, 可防止感染及炎症, 并促进婴幼儿的胃肠道及免疫系统发育; ▪ 内含益生菌, 可促进健康胃肠道细菌的生长, 改善消化及营养吸收; ▪ 内含叶黄素, 可保护婴幼儿的眼睛免于蓝光及氧化; ▪ 内含核苷酸, 以改善婴幼儿的免疫系统。
		2	410.0	
		3	331.1	
精粹益加	为母婴专卖店销售渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育	1	422.5	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含乳铁蛋白, 可防止感染及炎症, 并促进婴幼儿的胃肠道及免疫系统发育; ▪ 内含益生菌, 可促进健康胃肠道细菌的生长, 改善消化及营养吸收; ▪ 内含叶黄素, 可保护婴幼儿的眼睛免于蓝光及氧化; ▪ 内含核苷酸, 以改善婴幼儿的免疫系统; ▪ 内含膳食纤维, 以为婴幼儿创建一个健康舒适的肠道环境。
		2	410.0	
		3	372.5	
星阶优护	专注于提供不同发育阶段所需的营养	1	342.2	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含 OPO 结构脂, 更容易被消化、软化宝宝大便; ▪ 内含益生菌, 可促进健康胃肠道细菌的生长, 改善消化及营养吸收;
		2	331.1	
		3	308.9	
飞帆	专注于提供有助婴幼儿身体及大脑发育的营养	1	342.2	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含 OPO 结构脂, 更容易被消化、软化宝宝大便; ▪ 内含核苷酸混合物, 有益婴幼儿免疫系统的发育; ▪ 内含对婴幼儿大脑及视力发育至关重要的 DHA、ω-3 脂肪酸、ARA、天然核桃油及叶黄素。
		2	331.1	
		3	308.9	
贝迪奇	发展母婴专卖店销售渠道, 并专注于提供有益婴幼儿身体及大脑发育的营养	1	422.5	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 内含对婴幼儿大脑及视力发育至关重要的 DHA、ω-3 脂肪酸、ARA、天然核桃油及叶黄素; ▪ 内含 α-乳清蛋白 (在母乳中发现的一种主要蛋白质) 以及大量胺基酸, 可改善睡眠和情绪。
		2	410.0	
		3	372.5	

来源: 集团、农银国际证券



附录 II: 发展里程碑

年份	事件
1962	成立黑龙江飞鹤的前身红光乳品（后期扩充成为赵光乳品）
1984	在中国注册「飞鹤」商标
1996	成立本集团设有业务运作的首家成员公司黑龙江飞鹤
1998	黑龙江飞鹤收购赵光乳品的资产
2003	Flying Crane U.S.（其股份在场外柜台交易系统报价）成为集团的控股公司
2005	Flying Crane U.S. 在 NYSE Archipelago Exchange 上市，并停止在场外柜台交易系统买卖
2009	Flying Crane U.S. 将其股份由 NYSE Archipelago Exchange 转至纽交所上市
2010	集团推出超高端星飞帆产品系列
2011	集团调整业务策略，停止生产鲜奶，专注于发展、生产及销售婴幼儿配方奶粉产品。
2013	Flying Crane U.S. 私有化，其股份于纽交所摘牌 NHPEA 成为 DIF Holding 股东
2014	集团在哈佛医学院贝斯以色列女执事医疗中心成立飞鹤营养实验室，以从事营养研究及教学活动
2016	集团就将于加拿大安大略省金斯顿兴建的金斯顿厂房的规划羊奶及牛奶婴幼儿配方奶粉生产设施业务成立 Canada Kingston Dairy 及 Canada Royal Milk
2018	集团完成收购 Vitamin World 的零售保健业务

来源：集团、农银国际证券

附录 III: 管理层简介

姓名	年龄	职位	职责	与其他董事或高级管理层成员的关系
冷友斌先生	50	执行董事、董事长、首席执行官	负责集团的整体发展策略及业务计划	无
刘华先生	46	执行董事、副董事长、首席财务官	负责集团的审核、会计及财务管理	无
蔡方良先生	50	执行董事、总裁	负责集团的整体管理及业务发展	无
刘圣慧先生	49	执行董事、财务副总裁	负责集团的整体管理及业务发展	无
涂芳而女士	43	执行董事、副总裁、联席公司秘书	负责集团的国际业务发展、资本市场事宜及法律事务	无
张国华先生	54	执行董事、维他命世界国际主席	负责婴幼儿配方奶粉产品的海外销售及推广，以及维他命世界国际的全球发展策略	无
高煜先生	45	非执行董事	负责就集团的业务发展提供策略性建议	无
陈国劲先生	42	非执行董事	负责就集团的业务发展提供策略性建议	无
刘晋萍女士	47	独立非执行董事	负责对集团进行监察并提供独立判断	无
宋建武先生	56	独立非执行董事	负责对集团进行监察并提供独立判断	无
范勇宏先生	52	独立非执行董事	负责对集团进行监察并提供独立判断	无
Jacques Maurice LAFORGE 先生	64	独立非执行董事	负责对集团进行监察并提供独立判断	无

来源：集团、农银国际证券

权益披露

分析员, 潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或其附属公司, 在过去的 12 个月内, 有一个或多个在报告中提到的公司的投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 21478863