

强于大市

乳制品行业跟踪点评

飞鹤盈利超预期，优秀国产婴配企业受益于政策利好和消费升级

飞鹤发布 2020 年年报：全年实现营业收入 185.9 亿，同比+35.5%；毛利 96.1 亿，同比+40.3%；净利润 74.4 亿，同比+89.0%；EPS 0.83 元，盈利超预期。

- 飞鹤高端婴配快速增长带动收入利润双增，市占率稳步提升，4Q20 达到 17.2%，品牌力不断增强。（1）2020 年，飞鹤婴幼儿配方奶粉业务营收实现 176.7 亿，同比+41%，占比提升至 95%（2019 年占比 91.4%）；其他乳制品（包括成人奶粉、液态奶、成人羊奶粉等）营收 6.1 亿，同比持平，占比 3.3%；营养补充剂（主要为 Vitamin World USA）营收 3.1 亿，同比-46.1%，占比 1.7%，收入下滑主要原因为美国消费者流量减少及店铺关门所导致。（2）在出生率下降的情况下，公司收入仍实现快速增长，主要由于①星飞帆、臻稚有机产品系列收入增长带动；②品牌力提升，婴配整体销售增长。根据尼尔森，4Q20 飞鹤市占率（线上+线下）进一步提升至 17.2%（2019/1H20 分别 13.1%/14.5%），稳占国产奶粉第一份额，体现了公司品牌力不断提升。（3）公司期内因以低于可辨别公允值的代价并购原生态牧业而录得 17.3 亿元的议价购买收益，经调整后（联同捐赠、汇兑亏损等项目的调整）年内利润为 60.5 亿元，同比增长 48.5%，利润大幅增长跟公司高端产品销售提升密不可分，全年盈利超预期。（4）全年毛利率提升 2.5pct，达到 72.5%，净利率大幅提升 8.4pct，达到 39.9%。
- 政策利好和高端细分增长驱动优秀国内婴配企业快速发展，长期来看小企业加速退出，市占率有望进一步提升。（1）2019 年 6 月，七部委印发《国产婴幼儿配方奶粉提升行动方案》，方案中指出，①力争国内奶粉自给率达到 60%以上；②鼓励婴幼儿配方奶粉企业兼并重组，淘汰落后产能，加快推进连续 3 年年产量不足 1000 吨，年销售额不足 5000 万元和其他落后企业进行改造升级。政策利好优秀国内大型婴配奶粉企业。（2）由于城市化程度的提升，可支配收入及健康意识的增强，婴配高端奶粉的需求预计将成为中国整个婴配奶粉行业的推动力。（3）长期来看，在政策鼓励及疫情后高端细分领域驱动下，小企业加速退出市场，截至 20 年底前十大品牌销售额占比 76.8%，未来市占率有望进一步提升。
- 投资建议：推荐具备长期竞争优势的龙头乳企伊利股份，建议关注乳制品细分品类优秀企业新乳业、光明乳业、燕塘乳业、飞鹤等。根据婴配奶粉行动方案及飞鹤长远目标（2023 年实现含税目标 400 亿），优秀的大型婴配企业市场份额会不断领先。此外，在液态奶领域，随着上游原奶价格不断上涨，乳企纷纷通过降低费用维持利润率水平，行业竞争趋缓。大型乳企加快对上游资源的整合，从长远来看亦提升公司竞争实力，为奶源布局打下坚实基础；长期稳定的优质奶源供应也从源头上增加企业抗风险能力，减少食品安全问题、奶源供应波动等风险。我们继续推荐具备长期竞争优势的龙头乳企伊利股份。建议关注乳制品细分品类优秀企业新乳业、光明乳业、燕塘乳业、飞鹤等。
- 风险提示。疫情影响时间超预期、行业竞争加剧、原料成本大幅上涨。

相关研究报告

《速冻行业深度报告：把握速冻行业后疫情时代新趋势》20201022

《速冻食品行业跟踪点评：速冻行业高速发展，海欣米面扩张和改革落地》20200821

《调味发酵品行业跟踪点评：高端化进程加快，看好调味品集中度提升趋势》20200817

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：食品加工

证券分析师：毕翘楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

图表 1. 报告中提到重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价 (元)		EPS			PE			评级
			2021/3/19	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
600887.SH	伊利股份	2,370	38.96	1.14	1.20	1.43	34.2	32.6	27.3	买入	

资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371