

中国奶粉行业上半年业绩复盘及未来展望：中短期竞争加剧，长期集中度提升

飞鹤澳优 1H22 业绩表现反映短期行业挑战：飞鹤与澳优在昨晚（8月29日）收市后同时公布了1H22业绩。两家公司的业绩表现具有较大共性：**1）**两者都在上半年市场终端需求承压的情况下选择清理渠道库存，导致上半年整体收入都录得中双位数同比下滑；**2）**高端产品收入下滑，促销力度较大，及原材料价格上涨的压力，导致**毛利率大幅下滑**；**3）**经营负杠杆作用下，收入下滑令**经营费用率同比大幅加大**，最终导致**利润同比大幅下滑**，利润率大幅收窄。这些共性很大程度上反映了中国奶粉行业短期面临的挑战：出生率下降导致行业整体需求疲软、动销放缓，从而使行业短期渠道库存加大、竞争加剧。

短期行业竞争加剧、毛利率承压：在出生率持续下降，市场需求基本没有增长的情况下，中国奶粉行业未来将进入存量竞争：玩家须通过抢占竞争对手的市场份额来获得增长。这势必会造成行业短期竞争加剧。我们认为相对激烈的竞争格局将在未来12个月维持。玩家们针对经销商较大的促销力度及策略上向儿童、学生及成人奶粉倾斜，将对主要玩家毛利率造成相对负面的影响。

新国标有望促使集中度提升、竞争缓解：奶粉新国标将在明年正式实施。新国标推出，将对产品质量提出更高要求，进一步抬高行业门槛。这一背景下，主要奶粉玩家都在积极布局针对新国标的产品。我们认为新国标将迫使行业小玩家退出市场，从而使行业集中度得到进一步提升。届时，行业竞争格局将有望改善。

飞鹤管理层未来展望：渠道调整将于7月基本结束，8月出货回到相对正常水平。管理层预计2H22收入回到双位数增长，但全年依然有小幅下跌。净利率2H22环比回升至28%，全年达到26%。公司目标未来几年保持双位数的收入增速，相较之前2023-2025年收入复合增长15%的目标显得更为保守。我们认为，考虑到公司未来在产品结构与促销力度的影响下，毛利率可能持续承压，市场营销费用缩减难度较大，因此净利率有持续收窄的风险。这也意味着飞鹤未来几年的利润增速可能放缓至个位数。

澳优管理层未来展望：预计2H22羊奶粉维持双位数增长，而牛奶粉将恢复至个位数增长，整体收入增长有望达到低双位数。同时管理层预测2H22毛利率与销售费用环比持平，意味着毛利率与销售费用率同比都有所下降。2H22净利润率同比基本持平，净利润同比增低双位数。从公司指引来看，毛利率将持续承压，而公司将不得不缩减费用以维持利润率水平。此外公司目标下半年羊奶粉库存控制在2个月内，而牛奶粉库存逐步降至1个月内。

长期看好国产龙头，但估值修复尚待时日：国产龙头奶粉企业（包括飞鹤、伊利等）更强的品牌力、渠道分销能力及企业管理能力都，将确保其市场份额在激烈的竞争环境中持续提升，但提升速度将显著放缓。较强的产品研发能力与资源，也将使它们成为新国标的主要受益者。同时，目前复杂多变的国际局势也将使中国消费者偏好继续往国产品牌倾斜。然而，在中国奶粉行业增速大幅放缓、新国标影响尚未显现的情况下，短期内中国奶粉行业主要玩家的估值水平难以得到明显提升。因此，我们维持飞鹤（6186 HK）“持有”评级和目标价7.9港元；维持澳优（1717 HK）“持有”评级及目标价6.9港元。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

乘若楠，CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022年8月31日

相关报告：

[《中国乳制品行业：健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》](#)

(2022-08-01)



扫码关注浦银国际研究

图表 1: 飞鹤与澳优 1H22 盈利表现

百万人民币	飞鹤 (6186.HK)			澳优 (1717.HK)		
	1H21	1H22	同比变动	1H21	1H22	同比变动
营业收入	11,544	9,673	-16.2%	4,276	3,630	-15.1%
营业成本	-3,087	-3,136	1.6%	-2,134	-1,921	-10.0%
毛利润	8,457	6,537	-22.7%	2,142	1,709	-20.2%
毛利率	73.3%	67.6%		50.1%	47.1%	
其他收入	863	702	-18.6%	52	54	3.6%
销售费用	-3,335	-3,142	-5.8%	-1,117	-1,100	-1.6%
销售费用率	28.9%	32.5%		26.1%	30.3%	
管理费用	-605	-657	8.6%	-335	-381	13.8%
管理费用率	5.2%	6.8%		7.8%	10.5%	
其他费用	0	0	0.0%	-26	-34	29.6%
经营收入	5,380	3,440	-36.1%	715	247	-65.4%
经营收入率	46.6%	35.6%		16.7%	6.8%	
财务费用	-15	-12	-17.4%	-12	-11	-3.5%
其他费用	-85	-193	127.8%	1	0	-57.2%
税前盈利	5,281	3,235	-38.7%	704	236	-66.5%
所得税	-1,516	-963	-36.5%	-127	-28	-78.3%
净利润	3,765	2,272	-39.7%	577	208	-63.9%
少数股东权益	-25	-16	-35.8%	22	14	-39.6%
归母净利润	3,740	2,256	-39.7%	599	222	-62.9%
归母净利率	32.4%	23.3%		14.0%	6.1%	

资料来源: 公司数据, 浦银国际

飞鹤 2H22 营运指引及策略

公司预计 2022 年下半年收入将实现双位数同比增长，但由于上半年销售疲软，全年预计录得低单位数下滑。同时，公司也给出了长期收入的展望，预计将每年实现双位数的增长。另外，净利率方面，公司预计 2H22 净利率可实现 28%，高于 1H22 23.3% 的净利率，预计全年可达 26%。

随着上半年积极清库存在今年 7 月基本调整结束，星飞帆系列的库存已经到达低位，公司表示下半年出货回归到正常水平。与此同时，飞鹤根据新国标要求，对超高端产品线星飞帆卓睿和星飞帆婴配粉进行营养升级，并将会在 9 月面市；另外，飞鹤也已在 8 月推出全球唯一全产业链生产的星飞帆卓舒羊奶粉系列。公司期望以生产日期较新、全新配方的产品带动收入增长。

产品组合方面，公司考虑到中国出生率下降，市场规模增速放缓，将更加聚焦儿童奶粉、学生奶粉、营养品的增长潜力。公司宣布将成立独立事业部，专注儿童和学生奶粉的发展，力争未来占公司收入比重达到 20-30%。同时，公司推进营养品业务及成人奶粉业务的增长，将公司打造成为全生命周期营养健康解决集团。

为解决执行层面较多、规划层面较少、对市场应对的及时性较弱等问题，公司决定推进单组织作战模式变革，给予全国各大区更多的决策权，更加有利于公司应对市场快速变化，调整销售策略。

澳优 2H22 营运指引及策略

展望下半年，公司认为随着供应链逐步恢复，羊奶粉收入将会恢复到低双位数的同比增长，牛奶粉也会随着库存调整落实，恢复个位数的收入增长，带动公司下半年整体收入增长达到低双位数。

另外，公司认为，上半年羊奶乳清蛋白价格快速提升对羊奶粉毛利的影响，将会随着荷兰联营公司逐步成型、海外供应链整合完善、以及收入增长带来经济规模效应而逐步改善。公司预计 2H22 整体毛利润水平仍将维持上半年的水平。

营销策略方面，公司及时转换营销策略，在维持与优质合作伙伴联合促销的同时，加大线上和创新渠道（如疫苗防疫站、社区门店等）营销布局。公司表示，下半年将大力支持渠道建设，预计营销费用将会维持上半年水平。

综上所述，公司认为在行业低速增长，以及新国标带来的市场集中化的趋势下，公司下半年净利润将会达到同比低双位数增长。

图表 2: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	69.3	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	93.5	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.8	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022年6月30日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.5	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	54.7	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	108.3	买入	143.0	2022年8月18日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.9	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	76.2	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	108.5	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.1	买入	47.9	2022年8月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.5	买入	47.0	2022年8月1日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.3	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.4	持有	7.9	2022年8月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.2	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	31.7	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 8 月 30 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼