



中国飞鹤 (6186.HK): 优化渠道管理提升企业投资价值, 加大派息比例释放股东长期投资回报, 上调至“买入”

- 最挑战的阶段已经过去, 上调至“买入”评级:** 在加强对渠道与终端的管理以后, 飞鹤的渠道库存水平已大幅改善、品牌势能稳中向好、主要产品的毛利率已止跌企稳、现金流有望同比转正。尽管短期销量可能面临不确定性, 但我们认为飞鹤最挑战的阶段已经过去。随着后续价盘的恢复, 飞鹤长期的品牌力与市场份额有望得到提升。同时, 在加大派息力度后, 公司 2024 年的股息率 (基于我们的预测) 已上升至 7.7%, 在消费品企业中名列前茅。派息比例的提升叠加股权回购计划有望进一步释放公司长期的价值, 改善市场投资情绪, 提升股权投资回报。因此, 我们上调飞鹤评级至“买入”。我们最新的目标价为 4.65 港元 (基于 11x 2024 P/E), 加上股息率后, 总投资回报达 21%。
- 加强渠道库存和终端价盘管控利好公司长期可持续发展:** 继门店数字化后, 飞鹤再次推出电子围栏和分货制的管理方案, 进一步精细化对终端库存和价格的管理。我们认为飞鹤一系列加强和优化终端渠道运营的举措体现了公司管控渠道库存、恢复终端价盘的决心。尽管价盘的提升短期可能对终端需求造成负面的影响, 但长期将 (1) 大幅改善经销商的盈利能力, 令经销商有更大的动力向消费者推荐飞鹤的产品, (2) 有利于稳固飞鹤产品在消费者心中的高端定位, (3) 为公司未来提升出厂价打开空间。以上因素都将利好飞鹤长期可持续的发展以及价值释放。
- 短期收入增长仍具不确定性, 但看好长期市场份额的提升:** 管理层表示 1Q24 的出货量同比有较为显著的提升, 并预计飞鹤 2024 全年收入至少实现同比正增长 (希望达到 5%)。考虑到整体较弱的市场需求 (出生率与消费力下滑)、上调终端价盘短期可能对终端销量的影响及飞鹤过去几年较差的目标达成率, 我们对飞鹤 2024 年的收入预期低于管理层的目标。然而, 主力产品 (经典星飞帆及卓睿) 当前较为健康的渠道库存水平 (不到一个月) 将确保飞鹤今年出货量的增长不会大幅偏离终端销量的增长。另外, 我们认为终端价盘的提升将基本抵消潜在终端需求的下降, 从而帮助飞鹤实现市场份额的提升。
- 自由现金流有望好转, 从而支撑更大的派息力度:** 受利润大幅下滑以及公司库存加大的影响, 飞鹤 2023 年的经营性现金流同比下滑 34%, 自有现金流同比下滑 45%。即便如此, 飞鹤宣布 2023 全年派息 23.6 亿元 (占自由现金流的 89%), 派息比率提升至 69.6% (2022 年 45.5%)。管理层表示“若不出现极端恶劣情况”, 公司将确保 2024 年派息的绝对值相较 2023 年继续增长。考虑到公司 2024 年盈利能力有望同比改善、运营资本有望降低、资本开支有望大幅减小, 我们预计公司 2024 年自由现金流将同比改善, 从而支撑飞鹤进一步加大派息的力度。
- 投资风险:** 行业竞争加剧; 星飞帆品牌力下降; 原材料成本大幅上升。

林闲嘉

 首席消费分析师
 richard_lin@spdbi.com
 (852) 2808 6433

柔若楠, CFA

 消费分析师
 serena_sang@spdbi.com
 (852) 2808 6439
 2024 年 4 月 19 日

评级

买入

目标价 (港元)	4.65
潜在升幅/降幅	+13.3%
目前股价 (港元)	4.11
52 周内股价区间 (港元)	3.4-5.8
总市值 (百万港元)	37,266
近 3 月日均成交额 (百万港元)	67.3

注: 截至 2024 年 4 月 19 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,311	19,532	19,451	20,002	20,546
同比变动 (%)	-6.4%	-8.3%	-0.4%	2.8%	2.7%
归母净利润	4,942	3,390	3,489	3,918	3,983
同比变动 (%)	-28.1%	-31.4%	2.9%	12.3%	1.7%
PE (X)	6.8	10.4	10.2	9.0	8.7
ROE (%)	22.0%	13.9%	13.7%	14.8%	14.5%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 中国飞鹤

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,311	19,532	19,451	20,002	20,546
同比	-6.4%	-8.3%	-0.4%	2.8%	2.7%
营业成本	-7,360	-6,869	-6,907	-7,117	-7,325
毛利	13,951	12,663	12,543	12,885	13,222
毛利率	65.5%	64.8%	64.5%	64.4%	64.4%
销售费用	-6,545	-6,709	-6,707	-6,885	-7,063
管理费用	-1,535	-1,762	-1,721	-1,769	-1,810
其他经营收入及收益	1,233	1,559	1,556	1,584	1,607
经营利润	7,104	5,751	5,671	5,815	5,956
经营利润率	33.3%	29.4%	29.2%	29.1%	29.0%
财务费用	-407	-758	-607	-107	-57
其他营业外收入(支出)	-407	-758	-607	-107	-57
利润总额	6,663	4,850	5,018	5,662	5,814
所得税	-1,715	-1,560	-1,614	-1,821	-1,870
所得税率	-25.7%	-32.2%	-32.2%	-32.2%	-32.2%
净利润	4,948	3,290	3,404	3,841	3,944
减: 少数股东损益	-6	100	85	77	39
归母净利润	4,942	3,390	3,489	3,918	3,983
归母净利率	23.2%	17.4%	17.9%	19.6%	19.4%
同比	-28.1%	-31.4%	2.9%	12.3%	1.7%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,336	10,441	11,935	13,118	14,333
应收票据及应收账款	431	431	443	470	498
预付款项	507	695	600	617	634
其他应收款	186	0	0	0	0
存货	1,994	2,258	2,207	2,302	2,444
其他流动资产	9,776	8,729	8,729	8,729	8,729
流动资产合计	22,230	22,554	23,914	25,237	26,638
固定资产	9,500	9,494	8,997	8,820	8,616
使用权资产	409	395	371	352	332
生物资产	2,025	2,253	2,253	2,253	2,253
无形资产	19	16	16	16	16
商誉	112	112	112	112	112
递延所得税资产	439	402	401	412	423
其他非流动资产	782	968	968	968	968
非流动资产合计	13,286	13,640	13,117	12,933	12,720
短期借款	447	505	505	505	505
应付票据及应付账款	1,774	1,838	1,816	1,871	1,926
租赁负债	67	87	87	87	87
应交税费	468	291	290	298	306
其他应付款	4,705	4,661	4,641	4,773	4,903
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,460	7,382	7,339	7,534	7,727
长期借款	862	873	873	873	873
其他应付款	628	621	618	636	653
租赁负债	126	171	171	171	171
应交税费	965	813	810	833	855
非流动负债合计	2,581	2,478	2,472	2,513	2,553
股本	0	0	0	0	0
储备	23,986	24,945	25,922	26,901	27,897
少数股东权益	1,489	1,389	1,304	1,228	1,188
所有者权益合计	25,475	26,334	27,226	28,129	29,085

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,663	4,850	5,018	5,662	5,814
固定资产折旧	465	636	658	677	704
无形资产摊销	2	0	0	0	0
使用权资产折旧	28	35	35	35	35
财务费用	34	53	45	45	85
公允价值溢利和损失	-94	0	0	0	0
存货的减少	-295	-264	51	-95	-142
经营性应收项目的减少	111	-189	83	-44	-44
经营性应付项目的增加	1,012	13	-44	204	202
财务费用	-2,062	-1,852	-1,617	-1,801	-1,850
其他	416	863	-45	-45	-85
经营活动产生的现金流量净额	6,279	4,145	4,184	4,638	4,718
资本开支	-1,511	-1,297	-216	-516	-516
投资支付的现金和结构性存款	-2,411	1,361	14	-97	-96
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-136	0	0	0	0
其他	-746	-227	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,804	-164	-202	-613	-612
取得借款收到的现金	361	-231	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-148	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-56	66	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,133	-2,360	-2,512	-2,939	-2,988
筹资活动产生的现金流量净额	-1,975	-2,525	-2,512	-2,939	-2,988
现金及现金等价物净增加额	-319	1,457	1,470	1,086	1,119
期初现金及现金等价物余额	5,989	5,579	7,036	8,506	9,592
期末现金及现金等价物余额	5,579	7,036	8,506	9,592	10,711

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.55	0.36	0.37	0.42	0.43
每股销售额	2.38	2.18	2.18	2.24	2.30
每股股息	0.25	0.26	0.28	0.33	0.33
同比变动					
收入	-6.4%	-8.3%	-0.4%	2.8%	2.7%
经营溢利	-28.6%	-19.0%	-1.4%	2.5%	2.4%
归母净利润	-28.1%	-31.4%	2.9%	12.3%	1.7%
费用与利润率					
毛利率	65.5%	64.8%	64.5%	64.4%	64.4%
经营利润率	33.3%	29.4%	29.2%	29.1%	29.0%
归母净利率	23.2%	17.4%	17.9%	19.6%	19.4%
回报率					
平均股本回报率	22.0%	13.9%	13.7%	14.8%	14.5%
平均资产回报率	14.8%	9.2%	9.3%	10.2%	10.2%
资产效率					
应收账款周转天数	7.8	8.1	8.2	8.3	8.6
库存周转天数	92.1	113.0	118.0	115.6	118.3
应付账款周转天数	75.8	96.0	96.0	96.0	96.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.0	3.1	3.3	3.3	3.4
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
负债/权益	39.4%	37.4%	36.0%	35.7%	35.3%
估值					
市盈率 (x)	6.8	10.4	10.2	9.0	8.7
市销率 (x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
股息率	6.7%	7.0%	7.5%	8.7%	8.9%

图表 2: SPDBI 财务预测变动: 中国飞鹤 (6186.HK)

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	23,363	24,649	n.a.
新预测	19,451	20,002	20,546
变动	-16.7%	-18.9%	n.a.
归母净利润			
旧预测	4,724	4,957	n.a.
新预测	3,489	3,918	3,983
变动	-26.1%	-21.0%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 中国飞鹤 (6186.HK)



注: 截至 2024 年 4 月 19 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

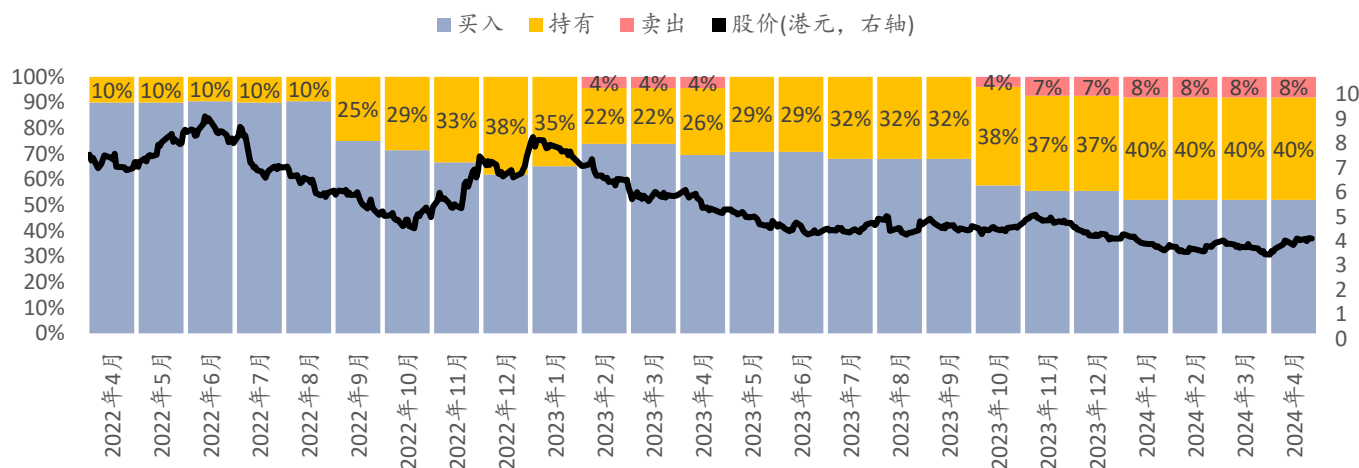
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.7	买入	24.8	2024年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	83.8	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024年3月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	7.0	2024年4月12日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.3	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.2	买入	67.7	2024年2月7日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	289.2	买入	528.2	2024年2月7日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.0	持有	14.0	2023年1月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.4	买入	18.6	2024年4月9日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	4.7	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.7	买入	23.7	2024年3月14日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	32.3	买入	47.0	2024年3月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.2	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.0	买入	16.7	2024年3月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.5	买入	46.4	2024年1月24日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.8	持有	71.1	2024年1月24日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.7	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.2	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.2	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.1	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.6	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	103.6	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	47.1	买入	52.0	2024年3月27日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.6	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	55.4	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注：截至 2024 年 4 月 19 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

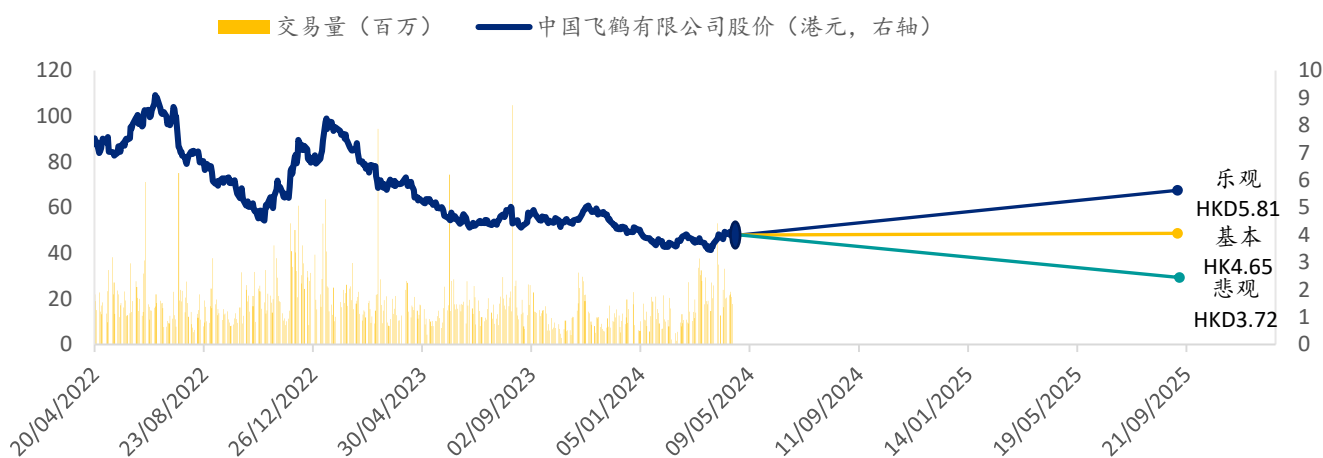
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 中国飞鹤 (6186.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 中国飞鹤 (6186.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 5.81 港元

概率: 25%

- 2024 年超高端业务增速同比 5%;
- 原奶价格略跌, 2024 年公司毛利率同比增长 30bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年同比提升 50bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 3.72 港元

概率: 20%

- 2024 年超高端业务收入同比下跌 10%;
- 原奶价格提升较快, 2024 年公司毛利率同比下降 30bps;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2024 年同比下降 60bps。

资料来源: 浦银国际

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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

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

