

2024年9月2日

中国飞鹤 (6186.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

业绩逆势增长，投资价值显现

中国飞鹤 (6186.HK) 2024 年上半年收入为 100.9 亿，同比增长 3.7%，净利润为 19.1 亿，同比增长 18%。24 年出生人口有望恢复，行业最差时期即将过去。公司维持高分红策略，股息率预期将超过 7%。我们预期 24/25/26 年净利润为 36.5/38.4/39.4 亿元，对应每 EPS 收益为 0.44/0.47/0.48 港元。维持“买入”评级。我们综合考虑市场情绪及估值，维持目标价 4.9 港元，较当前股价有 17% 的上涨空间。

报告摘要

产品结构持续升级。24 年公司上半年收入为 100.9 亿，同比增长 3.7%，其中超高端产品收入 71.4 亿，同比增长 19%。星飞帆卓睿系列收入增长 80%，高端产品和普通产品的收入及占比持续下滑，产品结构向着高端化持续升级。未来公司也将坚定的定位超高端市场，比如上半年推出了早产儿奶粉蓓舒维、卓然倍高儿童奶粉、臻稚卓蓓有机奶粉等，下半年预计上线比卓睿更高端的奶粉系列。行业在出生人口下滑的背景下面临较大压力，尤其行业内新老国标产品过渡，竞争异常激烈。在这样的背景下，公司严控渠道库存，终端价盘回升。

利润率有所下降。公司 24 年上半年毛利率 67.9%，同比+2.6pct，主要是超高端产品的占比提升，以及促销力度的减弱。费用方面，销售费用率为 35%，同比-0.5pct，管理费用率为 7.3%，同比-0.5pct，主要是研发成本降低。此外，24 年上半年公司计提原生态牧业的生物资产减值 3.7 亿元（去年同期 4.1 亿）。由于毛利率的增加和费用的减少，净利润同比增长 18%，净利率为 18.9%，同比+3.3pct，实现了业绩的逆势增长。

探索其他品类增长。下半年功能营养业务也将推出爱本成人营养奶粉的各种系列产品，以及将会逐步推出奶酪产品，低温奶酪系列，包括高钙高蛋白的即食奶酪，以及融合世界多种经典奶酪的芝士片等等。

现金充沛，分红有望持续增长。24 年上半年公司分红每股 0.1632 港元，较去年同期增长 21%，派息率达到 70%。公司表示未来股息增速至少在 10% 以上。公司账面净现金达到 200 亿，我们认为未来提高股东回报还有很大空间。结合公司当下股价，我们预期未来股息率会在 7% 以上。

我们预期 24/25/26 年净利润为 36.5/38.4/39.4 亿元，对应每 EPS 收益为 0.44/0.47/0.48 港元。维持“买入”评级。我们综合考虑市场情绪及估值，维持目标价 4.9 港元，较当前股价有 17% 的上涨空间。

风险提示：出生人口数量下滑超出预期；行业或者公司发生严重安全事故。

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,776	21,311	19,532	20,819	21,783	22,795
增长率(%)		-6.43%	-8.35%	6.59%	4.63%	4.65%
净利润	6,915	4,948	3,290	3,651	3,840	3,943
增长率(%)		-28.44%	-33.50%	10.97%	5.17%	2.67%
毛利率(%)	70.28%	65.46%	64.83%	66.32%	66.82%	67.32%
净利率(%)	30.36%	23.22%	16.85%	17.54%	17.63%	17.30%
每股收益(港元)	0.83	0.60	0.41	0.44	0.47	0.48
每股净资产(港元)	2.72	3.09	3.19	3.34	3.48	3.59
市盈率	5.03	7.00	10.20	9.47	9.00	8.77
市净率	1.54	1.36	1.31	1.26	1.20	1.17
股息率	4.1%	4.7%	7.3%	7.7%	9.0%	10.4%
净资产收益率(%)	33.3%	20.7%	12.7%	13.6%	13.6%	13.5%

数据来源：iFind，安信国际研究预测

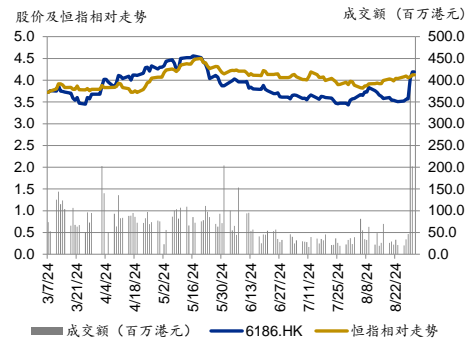
投资评级：**买入**
 目标价格：**4.9 元**
 现价(2024-8-30)：**4.19 港元**

总市值(百万港元)	37,991.78
流通市值(百万港元)	37,991.78
总股本(百万股)	9,067.25
流通股本(百万股)	9,067.25
12个月低/高(港元)	3.4/4.6
平均成交(百万港元)	49.91

股东结构 (截止 2023-12-31)

冷友斌	42.9%
刘圣慧	9.0%
其他股东	48.1%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.65	8.77	-3.17
绝对收益	18.36	8.27	-5.31

数据来源：iFind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	22,776	21,311	19,532	20,819	21,783	22,795
婴配粉	21,515	19,932	17,877	19,283	20,247	21,260
YoY		-7.4%	-10.3%	7.9%	5.0%	5.0%
其他乳制品及营养品	1,030	1,030	1,421	1,286	1,286	1,286
YoY		0.0%	38.1%	-9.5%	0.0%	0.0%
原料奶	-6,769	-7,360	-6,869	-7,012	-7,228	-7,450
YoY		8.7%	-6.7%	2.1%	3.1%	3.1%
营业成本	-6,769	-7,360	-6,869	-7,012	-7,228	-7,450
毛利	16,008	13,951	12,663	13,806	14,555	15,345
毛利率	70.3%	65.5%	64.8%	66.3%	66.8%	67.3%
销售费用	-6,729	-6,545	-6,709	-7,199	-7,533	-7,883
占收入比例	-29.5%	-30.7%	-34.3%	-34.6%	-34.6%	-34.6%
管理费用	-1,208	-1,535	-1,762	-1,838	-1,923	-2,012
占收入比例	-5.3%	-7.2%	-9.0%	-8.8%	-8.8%	-8.8%
财务费用	-29	-34	-53	-53	-49	-46
占收入比例	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
其他收入/支出	1,631	828	802	799	436	228
占收入比例	7.2%	3.9%	4.1%	3.8%	2.0%	1.0%
除税前溢利	9,672	6,665	4,942	5,515	5,486	5,633
所得税	-2,757	-1,715	-1,560	-1,864	-1,646	-1,690
所得税率	-28.5%	-25.7%	-31.6%	-33.8%	-30.0%	-30.0%
净利润(含少数股东权益)	6,915	4,948	3,290	3,651	3,840	3,943
净利率	30.4%	23.2%	16.8%	17.5%	17.6%	17.3%
少数股东损益	44	6	-100	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	6,871	4,942	3,390	3,651	3,840	3,943
EPS (港元)	0.83	0.60	0.41	0.44	0.47	0.48
市盈率 (倍)	5.03	7.00	10.20	9.47	9.00	8.77

数据来源: 公司财报, 安信国际研究预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。港股和 A 股乳制品公司 2025 年预测市盈率平均值为 13.4x, 奶粉企业平均市盈率为 6.3x, 综合考虑飞鹤的市场地位、业绩表现和港股的流动性, 我们给予 9 倍 PE。结合 2025 年 EPS, 可比公司估值法的合理股价为 4.2 港元。DCF 方法下的合理市值为 508 亿港元, 对应股价为 5.6 港元。综合可比公司及 DCF 估值, 我们认为公司的目标价为 4.9 港元。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值		归母净利润 (亿元)						P/E			
		(亿)	货币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
澳优	1717.HK	33	HKD	2.4	1.9	3.3	4.4	5.0	13.7	17.3	10.0	7.6	6.7
yoy				-81%	-21%	72%	32%	14%					
H&H国际控	1112.HK	54	HKD	6.8	6.4	8.0	10.6	11.9	7.9	8.4	6.7	5.0	4.5
yoy				10%	-6%	25%	33%	12%					
蒙牛乳业	2319.HK	523	HKD	59.4	53.1	53.6	60.7	64.4	8.8	9.8	9.7	8.6	8.1
yoy				-3%	-11%	1%	13%	6%					
VITASOY	110345.HK	52	HKD	-1.6	0.5	1.2				113.8	44.7		
yoy				N/A	N/A	155%							
伊利股份	600887.SH	1,441	CNY	94.3	104.3	128.3	122.9	133.5	15.3	13.8	11.2	11.7	10.8
yoy				8%	11%	23%	-4%	9%					
光明乳业	600597.SH	107	CNY	3.6	9.7	5.6	6.1	6.5	29.5	11.0	18.9	17.5	16.3
yoy				-39%	168%	-42%	8%	7%					
新乳业	002946.SZ	77	CNY	3.6	4.3	5.7	7.0	8.5	21.4	18.0	13.6	11.1	9.1
yoy				16%	19%	32%	23%	21%					
平均估值									16.1	27.4	16.4	10.3	9.3

注: 时间截止2024/8/30, 预测值为iFind一致预测

资料来源: iFind, 安信国际证券研究

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS					
		0.38	0.42	0.47	0.51	0.56	
PE	3x	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	
	5x	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8	
	7x	2.6	2.9	3.3	3.6	3.9	
	9x	3.4	3.8	4.2	4.6	5.1	
	11x	4.1	4.6	5.1	5.6	6.2	
	13x	4.9	5.4	6.1	6.7	7.3	
	15x	5.7	6.3	7.0	7.7	8.4	

资料来源: 安信国际证券研究

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; 人民币百万)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	21,311	19,532	20,819	21,783	22,795	23,858						
增长率%		-8.3%	6.6%	4.6%	4.6%	4.7%						
EBIT	6,699	4,995	5,568	5,535	5,678	5,824						
增长率%		-25.4%	11.5%	-0.6%	2.6%	2.6%						
EBIT率%	31.4%	25.6%	26.7%	25.4%	24.9%	24.4%						
有效税率%	25.7%	31.6%	33.8%	30.0%	30.0%	30.0%						
EBIT x (1-有效税率)	4,975	3,418	3,687	3,874	3,975	4,077						
+ 折旧摊销	459	606	621	636	652	667						
+ 营运资金变动	1,217	222	331	165	173	182						
- 资本支出	-2,585	-2,585	-300	-300	-300	-300						
自由现金流, FCF	4,066	1,660	4,338	4,375	4,500	4,626	4,672	4,719	4,766	4,814	4,862	4,911
增长率%		-59.2%	161.3%	0.9%	2.8%	2.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
折现年份				1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.8333	0.6944	0.5787	0.4823	0.4019	0.3349	0.2791	0.2326	0.1938
FCF现值			4,338	3,646	3,125	2,677	2,253	1,896	1,596	1,343	1,131	952
FY2024-33 FCF现值总额			22,958									
永续期价值现值			5,059									
企业价值			28,017									
加: 净现金			19,652									
减: 少数股东权益			-1,389									
DCF 估值 (百万港元)			50,857									
假设:												
WACC			20%									
短期增长率			1%									
永续增长率			1%									

资料来源: 安信国际研究预测

3 风险提示

出生人口数量下滑超出预期; 行业或者公司发生严重安全事故; 新品表现不及预期。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,082	19,112	21,044	22,830	24,306
贸易应收款项	431	431	459	481	503
预付及其他应收款项	507	695	741	775	811
存货	1,994	2,258	2,170	2,237	2,306
受限制存款	30	58	58	58	58
其他流动资产	186	-	-	-	-
流动资产总额	22,230	22,554	24,473	26,381	27,984
物业、厂房及设备	9,500	9,494	9,173	8,837	8,485
土地使用权及权益	409	395	395	395	395
受限制存款-非流动	240	540	540	540	540
无形资产	19	16	16	16	16
商誉	112	112	112	112	112
于联营及合营企业投资	111	103	103	103	103
递延税项资产	439	402	402	402	402
其他非流动资产	2,456	2,577	2,577	2,577	2,577
非流动资产总额	13,286	13,640	13,319	12,983	12,631
总资产	35,516	36,195	37,793	39,364	40,615
贸易应付款项	1,774	1,838	1,844	1,901	1,959
合同负债	-	-	-	-	-
其他应付款项	4,705	4,661	4,972	5,203	5,444
短期有息债务	447	505	531	559	589
应付即期税项	468	291	291	291	291
其他流动负债	66	87	87	87	87
流动负债总额	7,460	7,382	7,726	8,041	8,370
长期有息债务	862	873	919	967	1,018
租赁负债	126	171	171	171	171
递延税负债	965	813	813	813	813
其他非流动负债	628	621	621	621	621
非流动负债总额	2,581	2,478	2,524	2,572	2,623
总负债	10,041	9,860	10,250	10,613	10,993
股本	-	-	-	-	-
储备	23,986	24,945	26,153	27,362	28,233
少数股东权益	1,489	1,389	1,389	1,389	1,389
总股东权益	25,475	26,334	27,543	28,752	29,622

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	6,699	4,995	5,568	5,535	5,678
所得税	-2,062	-1,852	-1,864	-1,646	-1,690
营运资本变动	1,217	222	331	165	173
折旧及摊销	494	608	621	636	652
公允价值变动	-68	28	-	-	-
经营性现金流净额	6,279	4,145	4,603	4,641	4,768
资本开支	-2,614	-1,536	-300	-300	-300
理财投资净额	-2,411	1,648	-	-	-
其他	221	274	-	-	-
投资性现金流净额	-4,804	387	-300	-300	-300
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-2,133	-2,553	-2,443	-2,631	-3,072
新增债务	361	56	72	76	80
其他	-204	-208	-	-	-
筹资性现金流净额	-1,975	-2,705	-2,371	-2,555	-2,992
现金净变动	-409	1,868	1,932	1,786	1,476
现金期初余额	5,989	5,579	19,112	21,044	22,830
现金期末余额	19,082	19,112	21,044	22,830	24,306

数据来源：公司资料，安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	21,311	19,532	20,819	21,783	22,795
营业成本	-7,360	-6,869	-7,012	-7,228	-7,450
毛利	13,951	12,663	13,806	14,555	15,345
销售费用	-6,545	-6,709	-7,199	-7,533	-7,883
管理费用	-1,535	-1,762	-1,838	-1,923	-2,012
其他收益及损失	828	802	799	436	228
营业利润	6,699	4,995	5,568	5,535	5,678
财务费用	-34	-53	-53	-49	-46
除税前利润	6,665	4,942	5,515	5,486	5,633
所得税	-1,715	-1,560	-1,864	-1,646	-1,690
净利润	4,950	3,382	3,651	3,840	3,943
归属母公司净利润	4,942	3,390	3,651	3,840	3,943
EPS (港元)	0.60	0.41	0.44	0.47	0.48
EBITDA	7,158	5,600	6,189	6,171	6,330

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率：					
营业收入增长率 (%)		-8.3%	6.6%	4.6%	4.6%
除税前利润增长率 (%)		-25.4%	11.5%	-0.6%	2.6%
净利润增长率 (%)		-33.5%	11.0%	5.2%	2.7%
盈利能力：					
毛利率 (%)	65.5%	64.8%	66.3%	66.8%	67.3%
净利率 (%)	23.2%	17.3%	17.5%	17.6%	17.3%
ROE (%)	20.7%	12.7%	13.6%	13.6%	13.5%
偿债能力：					
资产负债率 (%)	28.3%	27.2%	27.1%	27.0%	27.1%
流动比率 (x)	2.98	3.06	3.17	3.28	3.34
利息覆盖倍数 (x)	210.53	105.41	116.67	126.33	138.85
股息支付率 (%)	46.5%	72.1%	72.1%	80.0%	90.0%
营运能力：					
存货周转天数	92	113	113	113	113
应收账款周转天数	8	8	8	8	8
应付账款周转天数	76	96	96	96	96
每股资料：					
EPS (港元)	0.60	0.41	0.44	0.47	0.48
BPS (港元)	3.09	3.19	3.34	3.48	3.59
每股经营现金 (港元)	0.76	0.50	0.56	0.56	0.58
估值比率：					
PE	7.00	10.20	9.47	9.00	8.77
PB	1.36	1.31	1.26	1.20	1.17

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010