

中国飞鹤 (06186.HK)

产品结构改善，分红力度加大

飞鹤 2024 年收入、净利润分别同比+6.2%、11.1%，受益新生儿数量反弹，H2 收入增长加速，产品结构改善推动毛利率提升，但政府补助减少和所得税率提升影响净利率表现。公司全年现金分红 27.2 亿元，分红比例提升至 76%，对应股息率约 5%，安全边际充分。中期来看，公司业绩进入改善周期。市场份额稳中有升，利润率持续修复，我们给予 25-26 年 EPS 预测为 0.44、0.49 元，当前股价对应 25 年 14 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ **事件：**公司披露 2024 年度业绩，2024 年收入 207.5 亿元，同比+6.2%，净利润 36.5 亿元，同比+11.1%，归母净利润 35.7 亿元，同比+5.3%。24H2 收入 106.5 亿元，同比+8.7%，净利润 17.4 亿元，同比+4.2%，归母净利润 17.0 亿元，同比+0.1%。2024 全年公司现金分红 27.2 亿元，分红比例 76%，相比上年和中期分红比例进一步提升。

□ **新生儿数量反弹，H2 收入增长加速。**分品类看，24 年公司婴幼儿奶粉/其他乳制品/营养补充品分别实现收入 190.6/15.1/1.7 亿元，分别同比+6.6%/+6.3%/-25.4%，经过 22-23 年去库存后，24 年婴幼儿奶粉业务重回增长。受益 24 年新生儿数量反弹，从年初到年末，奶粉行业一段、二段销售逐月改善，飞鹤 H2 收入增速环比提升。从产品看，预计超高端星飞帆和卓睿两款大单品都实现正增长，卓睿增速更快，占比持续提升，产品结构进一步改善。全年公司组织 92 万场面对面活动，乳制品线上收入占比 22.9%（2023 为 20.4%）。

□ **毛利率持续改善，政府补助和所得税率影响净利率。**公司 2024 年实现毛利率 66.3%，同比提升 1.5pcts（H2 同比+0.5pct），由于受益婴幼儿奶粉产品结构改善以及原材料成本下降。公司全年销售费用率 34.6%，同比提升 0.3pct（H2 同比+1.1pcts），管理费用率 8.1%，同比下降 0.9pct（H2 同比-1.4pcts），公司严格控制费效比。2024 年公司实现净利率 17.6%，同比提升 0.8pct（H2 同比-0.7pct），全年公司政府补助减少 3.2 亿，实际所得税率同比提升 2.0pcts，影响最终净利率表现。

□ **投资建议：**高股息高现金价值股，业绩进入改善周期，维持“强烈推荐”评级。飞鹤 24 年分红比例 76%，对应当前市值股息率约 5%，而且截止年末账上货币资金和银行存款合计约 190 亿，安全边际充分。去年开始公司业绩进入改善周期，中期来看改善趋势将会延续，婴幼儿奶粉行业从下滑过渡到平稳甚至有望反弹，飞鹤持续投入消费者教育，市场份额稳中有升。利润端受益促销减少和产品结构改善，25 年利润率有望继续恢复。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 0.44、0.49 元，当前股价对应 25 年 14 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**新品拓展不及预期、行业竞争加剧、出生率大幅下滑等。

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

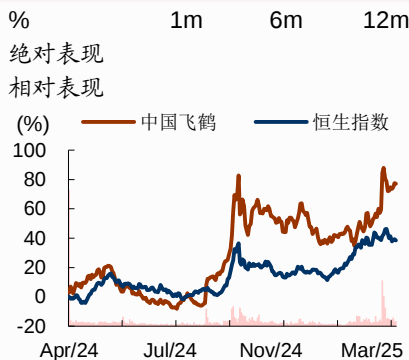
目标估值：

当前股价：6.59 港元

基础数据

总股本（百万股）	9067
香港股（百万股）	9067
总市值（十亿港元）	59.8
香港股市值（十亿港元）	59.8
每股净资产（港元）	2.8
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	24.1%
主要股东	Harneys Trustees Limited
主要股东持股比例	49.2072%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国飞鹤 (06186) —H1 业绩超预期，分红比例继续提升》2024-08-29
- 2、《中国飞鹤 (06186) —分红比例提高，关注反转机会》2024-03-31
- 3、《中国飞鹤 (06186) 派息比率提高，强化价格管控—派息比率提高，强化价格管控》2023-08-31

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	19532	20749	21775	22655	23448
同比增长	-8.3%	6.2%	4.9%	4.0%	3.5%
营业利润(百万元)	4119	4756	5436	6068	6661
同比增长	-29.3%	15.5%	14.3%	11.6%	9.8%
归母净利润(百万元)	3390	3570	4019	4431	4813
同比增长	-31.4%	5.3%	12.6%	10.3%	8.6%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.44	0.49	0.53
PE	16.3	15.4	13.7	12.4	11.5
PB	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

t

参考报告:

- 1、《中国飞鹤（06186）—H1 业绩超预期，分红比例继续提升》2024-08-29
- 2、《中国飞鹤（06186）—分红比例提高，关注反转机会》2024-03-31
- 3、《中国飞鹤（06186）派息比率提高，强化价格管控—派息比率提高，强化价格管控》2023-08-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22554	22249	22064	24434	26799
现金及现金等价物	7447	9321	9091	11395	13714
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	11664	9682	9682	9682	9682
应收账款及票据	431	395	415	432	447
其它应收款	695	669	702	730	756
存货	2258	2154	2146	2166	2169
其他流动资产	58	28	29	30	32
非流动资产	13640	13477	14030	14168	14300
长期投资	857	761	761	761	761
固定资产	9463	9497	10050	10188	10319
无形资产	555	486	486	486	486
其他	2766	2734	2734	2734	2734
资产总计	36195	35726	36094	38602	41099
流动负债	7382	6591	6103	6199	6249
应付账款	1838	1565	1559	1574	1576
应交税金	291	383	431	475	515
短期借款	505	515	0	0	0
其他	4748	4128	4113	4151	4158
长期负债	2478	1727	1727	1727	1727
长期借款	873	485	485	485	485
其他	1605	1242	1242	1242	1242
负债合计	9860	8318	7831	7927	7977
股本	0	0	0	0	0
储备	24136	25191	25933	26695	29003
少数股东权益	1389	1474	1569	1673	1786
归属于母公司所有者权益	24945	25933	26695	29003	31336
负债及权益合计	36195	35726	36094	38602	41098

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4145	4179	3731	4209	4581
净利润	3390	3570	4019	4431	4813
折旧与摊销	551	NA	447	462	469
营运资本变动	(338)	NA	(19)	30	5
其他非现金调整	543	NA	(715)	(715)	(706)
投资活动现金流	387	(1317)	(162)	238	238
资本性支出	(1536)	NA	(1000)	(600)	(600)
出售资产及现金	0	NA	0	0	0
投资增减	26721	NA	0	0	0
其它	246	NA	838	838	838
筹资活动现金流	(2705)	(3032)	(3800)	(2143)	(2500)
债务增减	(25)	NA	(515)	0	0
股本增减	(127)	NA	0	0	0
股利支付	2553	NA	3257	2124	2480
其它筹资	0	NA	(28)	(19)	(19)
其它调整	(5107)	NA	(6513)	(4248)	(4961)
现金净增加额	1868	(169)	(231)	2304	2320

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	19532	20749	21775	22655	23448
主营收入	19532	20749	21775	22655	23448
营业成本	6869	6984	6958	7022	7033
毛利	12663	13765	14816	15633	16414
营业支出	8544	9009	9380	9565	9753
营业利润	4119	4756	5436	6068	6661
利息支出	53	45	28	19	19
利息收入	470	0	0	0	0
权益性投资损益	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
其他非经营性损益	(724)	851	851	851	851
非经常项目损益	1045	0	0	0	0
除税前利润	4850	5550	6246	6887	7480
所得税	1560	1896	2133	2351	2554
少数股东损益	(100)	84	95	104	113
归属普通股股东净利润	3390	3570	4019	4431	4813
EPS(元)	0.37	0.39	0.44	0.49	0.53

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-8.3%	6.2%	4.9%	4.0%	3.5%
营业利润	-29.3%	15.5%	14.3%	11.6%	9.8%
净利润	-31.4%	5.3%	12.6%	10.3%	8.6%
获利能力					
毛利率	64.8%	66.3%	68.0%	69.0%	70.0%
净利率	17.4%	17.2%	18.5%	19.6%	20.5%
ROE	13.6%	13.8%	15.1%	15.3%	15.4%
ROIC	12.0%	13.0%	14.4%	14.6%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	23.3%	21.7%	20.5%	19.4%
净负债比率	3.8%	2.8%	1.3%	1.3%	1.2%
流动比率	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3
速动比率	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2
应收帐款周转率	17.4	18.9	20.0	19.9	19.8
应付帐款周转率	3.8	4.1	4.5	4.5	4.5
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.39	0.44	0.49	0.53
每股经营现金	0.46	0.46	0.41	0.47	0.51
每股净资产	2.75	2.87	2.95	3.20	3.46
每股股利	0.26	0.30	0.38	0.42	0.46
估值比率					
PE	16.3	15.4	13.7	12.4	11.5
PB	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.7	9.7	8.7	7.9	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。