

食品饮料

2025年03月31日

中国飞鹤 (06186)

——24年婴配粉业务重回增长 25年有望增势

报告原因：有业绩公布需要点评

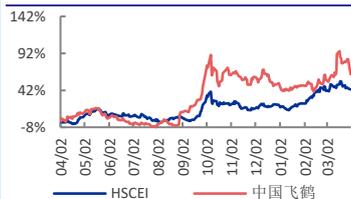
增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年03月31日

收盘价 (港币)	5.87
恒生中国企业指数	8516.55
52周最高/最低 (港币)	7.38/3.39
H股市值 (亿港元)	532.25
流通H股 (百万股)	9,067.25
汇率 (人民币/港币)	1.0836

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

研究支持

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818×
yanzn@swsresearch.com

- 事件：**中国飞鹤发布2024年年度业绩，根据公司公告，2024年公司实现营业收入207.49亿元，同比增长6.23%；归母净利润35.70亿元，同比增长5.31%；其中24H2实现营业收入106.54亿元，同比增长8.74%；实现归母净利润16.95亿元，同比增长0.06%。
- 公司董事会建议派息每股0.1632港元，加上2024年9月派息每股0.1632港元，2024年度合计派息约人民币27亿人民币，分红率76%，股息率5.53%。
- 投资分析意见：**基本维持2025~2026年盈利预测，新增2027年盈利预测。预测2025~2027年公司实现归母净利润38.6、40.2、41.9亿（前次2025~2026年盈利预测为38.6、40.2亿），同比增长8%、4%、4%，最新收盘价对应PE分别为13x、12x、12x，维持增持评级。尽管婴配粉行业规模受新生儿数量减少影响承压，但中国飞鹤具备良好的品牌知名度和信任度，在母婴渠道长期耕耘，具备强大的渠道网络基础，当前渠道库存水平合理，且依托研发优势持续迭代产品，未来有能力进一步提升市场份额，维持行业领先地位。
- 星飞帆卓睿推动超高端婴配粉业务增长，市占率维持行业领先。**根据公司公告，分产品看，2024年度公司婴幼儿配方奶粉产品/其他乳制品/营养补充剂实现营业收入190.62/15.14/1.73亿元，同比+6.63%/+6.35%/-25.37%，其中超高端婴配粉收入占比达到66%，实现进一步提升，我们预计卓睿实现高双位数增长，超越经典星飞帆成为第一大单品。截止2024年末，参考尼尔森数据，公司婴配粉业务市占率维持领先，线下及线上整体市场占有率为20.5%，线下市场占有率为23.7%。展望2025年，考虑到公司一段粉的表现有所回暖，终端渠道库存处于良性区间，市场份额有望实现扩张，我们预计2025年在星飞帆+卓睿双轮驱动下，婴配粉业务收入有望延续增长。
- 毛利率持续提升，24H2政府补贴减少影响利润率表现。**2024年公司实现毛利率66.34%，同比提升1.5pct，主因产品结构优化，超高端婴配粉占比提升。分业务看，婴配粉/其他乳制品/营养补充剂业务分别实现毛利率71.28%/5.17%/57.26%，分别同比+1.9/-3.2/-0.2pct。费用端，2024年公司销售/行政/费用率分别为34.61%/8.1%，分别同比+0.26/-0.92pct，销售费用率的提升主因促销费用增加，得益于内控费提效，行政费用率得到优化。2024年公司实现归母净利率17.2%，同比略降0.15pct；单看乳制品及营养补充剂业务EBIT率，2024年/24H2分别为24.41%/20.24%，分别同比-0.24/-2.66pct。利润率下降主因政府补贴减少，2024年收入相关的政府补贴同比减少约3亿，其中24H2减少约2亿。
- 风险提示：**价格战激烈，原奶价格低迷导致淘汰牛损失增加，食品安全问题。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	19,532	20,749	21,751	22,713	23,630
同比增长率 (%)	-8%	6%	5%	4%	4%
归母净利润 (百万元)	3,390	3,570	3,862	4,024	4,191
同比增长率 (%)	-31%	5%	8%	4%	4%
每股收益 (元/股)	0.37	0.39	0.43	0.44	0.46
净资产收益率 (%)	14%	14%	14%	13%	13%
市盈率	14.49	13.76	12.72	12.20	11.72
市净率	1.97	1.89	1.76	1.64	1.54

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19532	20749	21751	22713	23630
营业成本	(6869)	(6984)	(7472)	(7933)	(8325)
毛利	12663	13765	14280	14781	15305
其他收入及收益净额	1660	1465	1390	1450	1508
销售费用	(6709)	(7181)	(7504)	(7836)	(8105)
管理费用	(1762)	(1681)	(1740)	(1817)	(1890)
议价收购收益	0	0	0	0	0
其他支出-其他	(101)	(146)	(146)	(146)	(146)
财务费用	(53)	(45)	(55)	(56)	(57)
应占联营公司损益	(6)	(9)	(9)	(9)	(9)
应占共同控制实体损益	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
无形资产以及物业、厂房及设备之减值亏损	(90)	0	0	0	0
生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损	(750)	(615)	(615)	(615)	(615)
除税前溢利	4850	5550	5597	5749	5987
所得税	(1560)	(1896)	(1735)	(1725)	(1796)
净利润(含少数股东权益)	3290	3654	3862	4024	4191
净利润(不含少数股东权益)	3390	3570	3862	4024	4191
少数股东损益	(100)	84	0	0	0

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。