

中国飞鹤(06186)

报告日期: 2025 年 04 月 11 日

25 年收入业绩增势或延续，高分红回报股东

——中国飞鹤 2024 年报点评

投资要点

□ 24 年婴配粉恢复增长，产品有序迭代，超高端营收占比提升

24 全年收入 207.5 亿元（同比+6.2%），毛利 137.6 亿元（同比+8.7%），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%），毛利润 69.1 亿元（同比+9.6%），净利润 17.4 亿元（同比+4.2%），归母净利润 17.0 亿元（同比+0.1%）。

分品类：24 全年婴配粉/其他乳制品/营养补充品分别实现营收 190.6/15.1/1.7 亿元，同比+6.6%/+6.3%/-25.4%。婴配粉中：超高端婴儿奶粉产品收入 144 亿元，高端婴儿奶粉收入 39.8 亿元，普通婴儿奶粉收入 7.2 亿元。分大单品：经典星飞帆系列收入 58 亿元；卓睿系列收入 67 亿元；卓耀系列收入 9 亿元；卓护系列收入 5 亿元。产品有序迭代，超高端营收占比提升。

两会明确提出“制定促进生育政策，发放育儿补贴”，随着各省市生育补贴方案落地，我们预计公司收入有望延续良好的增长态势。

□ 受益于产品结构优化和原料成本红利，24 年毛利率上行，24H2 政府补贴同降致使净利率承压

盈利能力：24 全年毛利率 66.3%（同比+1.5pct），毛利率同比提升主因婴配粉产品结构变化及原材料成本下降所致；净利率 17.6%（同比+0.8pct）。24H2 毛利率 64.9%（同比+0.5pct），净利率 16.4%（同比-0.7pct），净利率承压主因政府补贴同降。

费用率：24 全年销售费用率 34.6%（同比+0.3pct）；管理费用率 8.1%（同比-0.9pct）；其他费用率 0.7%（同比+0.2pct）；财务费用率 0.2%（同比-0.1pct）。24H2 销售费用率 34.2%（同比+1.1pct）；管理费用率 8.8%（同比-1.4pct）；其他费用率 1.0%（同比+0.4pct）；财务费用率 0.2%（同比-0.1pct）。

产能：24 年底总设计产能由 23 年底的 32.7 万吨扩充至 36.5 万吨。

□ 重视股东回报，分红率进一步提升

24 全年分红率约 76%，同比去年提升 6.6pct。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营收分别为 223.0、237.3、250.3 亿元，同比+7.5%、+6.4%、+5.5%；归母净利润分别为 38.7、41.8、45.0 亿元，同比+8.4%、+8.2%、+7.9%；维持买入评级。

□ 风险提示

市场竞争加剧；原材料成本波动；出生率持续下降。

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

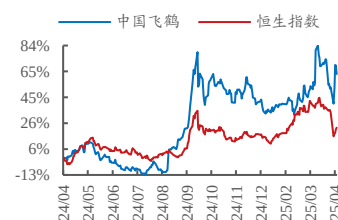
分析师：孙天一

执业证书号：S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$6.18
总市值(百万港元)	56,035.62
总股本(百万股)	9,067.25

股票走势图



相关报告

- 《收入业绩恢复正增，中期分红亮眼》 2024.08.31
- 《23 年收入业绩承压，期待 24 年运行平稳》 2024.04.06
- 《库存良性，趋势向好》 2023.04.07

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20749	22300	23730	25033
(+/-) (%)	6.23%	7.48%	6.41%	5.49%
归母净利润	3570	3870	4186	4515
(+/-) (%)	5.31%	8.40%	8.15%	7.86%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.46	0.50
P/E	13.14	13.61	12.58	11.67

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,249	24,206	25,603	27,064
现金	9,321	11,575	13,303	15,100
应收账款及票据	395	456	485	512
存货	2,154	2,205	2,295	2,385
其他	10,378	9,970	9,520	9,067
非流动资产	13,477	13,655	13,833	14,012
固定资产	9,497	9,411	9,329	9,250
无形资产	486	562	636	706
其他	3,495	3,682	3,869	4,056
资产总计	35,726	37,861	39,437	41,076
流动负债	6,591	7,665	8,092	8,488
短期借款	515	525	535	545
应付账款及票据	1,565	1,779	1,852	1,925
其他	4,511	5,361	5,705	6,018
非流动负债	1,727	1,727	1,727	1,727
长期债务	485	485	485	485
其他	1,242	1,242	1,242	1,242
负债合计	8,318	9,393	9,819	10,215
普通股股本	0	0	0	0
储备	25,933	26,903	27,954	29,091
归属母公司股东权益	25,933	26,903	27,954	29,091
少数股东权益	1,474	1,565	1,664	1,770
股东权益合计	27,407	28,469	29,618	30,861
负债和股东权益	35,726	37,861	39,437	41,076

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	4,801	4,615	4,969
净利润	3,570	3,870	4,186	4,515
少数股东权益	84	91	99	106
折旧摊销	0	474	474	473
营运资金变动及其他	(3,654)	366	(143)	(125)
投资活动现金流	0	391	286	245
资本支出	0	(465)	(465)	(465)
其他投资	0	855	750	710
筹资活动现金流	0	(2,938)	(3,173)	(3,416)
借款增加	0	10	10	10
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(2,900)	(3,135)	(3,378)
其他	0	(48)	(48)	(49)
现金净增加额	0	2,254	1,727	1,798

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20749	22300	23730	25033
其他收入	71	60	60	60
营业成本	6984	7284	7582	7880
销售费用	7181	7682	8175	8624
管理费用	1681	1717	1827	1877
行政费用	552	491	522	551
财务费用	45	(385)	(489)	(569)
除税前溢利	5550	6002	6491	7001
所得税	1896	2041	2207	2380
净利润	3654	3961	4284	4621
少数股东损益	84	91	99	106
归属母公司净利润	3570	3870	4186	4515
EBIT	5594	5617	6002	6433
EBITDA	5594	6091	6476	6906
EPS (元)	0.39	0.43	0.46	0.50

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	6.23%	7.48%	6.41%	5.49%
归属母公司净利润	5.31%	8.40%	8.15%	7.86%
获利能力				
毛利率	66.34%	67.34%	68.05%	68.52%
销售净利率	17.21%	17.35%	17.64%	18.03%
ROE	13.77%	14.39%	14.97%	15.52%
ROIC	12.97%	12.58%	12.93%	13.31%
偿债能力				
资产负债率	23.28%	24.81%	24.90%	24.87%
净负债比率	-30.36%	-37.11%	-41.47%	-45.59%
流动比率	3.38	3.16	3.16	3.19
速动比率	3.04	2.86	2.87	2.90
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.61	0.61	0.62
应收账款周转率	50.21	52.40	50.43	50.22
应付账款周转率	4.10	4.36	4.18	4.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.43	0.46	0.50
每股经营现金流	0.00	0.53	0.51	0.55
每股净资产	2.86	2.97	3.08	3.21
估值比率				
P/E	13.14	13.61	12.58	11.67
P/B	1.79	1.96	1.88	1.81
EV/EBITDA	6.82	6.91	6.24	5.59

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>