

2025 年 04 月 13 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳健增长，期待需求回暖

—中国飞鹤（6186.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 3 月 28 日，中国飞鹤发布 2024 年业绩报告。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	6.18
总市值（亿港元）	560.4
总股本（百万股）	9,067.3
流通股本（百万股）	9,067.3
52周价格区间（港元）	3.39-7.38
日均成交额（百万港元）	136.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

收入利润稳步增长，毛利率提升明显

业绩稳健增长，政府补贴减少致利润增长略不及预期。2024 年公司收入/归母净利润分别为 207.49/35.70 亿元，分别同比+6.23%/+5.31%。婴幼儿产品结构优化叠加原材料成本下降，毛利率同比提升。2024 年毛利率/归母净利率分别为 66.34%/17.61%，分别同比+1.51/+0.77pcts。销售费用率同比略增长，管理费用率略优化。2024 年销售营销/行政开支率分别为 34.61%/8.10%，分别同比+0.26/-0.92pcts，销售费用率增长主要系宣传费用及线上销售平台开支增长所致。

产品结构持续升级，专注全生命周期布局

2024 年婴幼儿配方奶粉/其他乳制品/营养补充品收入分别为 190.62/15.14/1.73 亿元，同比+6.63%/+6.35%/-25.37%。2024 年婴幼儿配方奶粉/其他乳制品/营养补充品毛利率分别为 71.28%/5.17%/57.26%，同比+1.86/-3.18/-0.22pcts。婴幼儿配方奶粉方面，基于 2021 至 2024 年全球婴配粉市场以及婴配粉品牌销量比较研究结果，公司全球销量连续四年排名第一，同时经典星飞帆系列收入 58 亿元，占整体 28%；星飞帆卓睿系列收入占整体 32%，持续推动产品结构升级。功能营养事业方面，公司聚焦于乳蛋白产品与中老年人群，提前布局高端营养品市场。儿青事业方面，公司专注做乳蛋白与植物蛋白的双蛋白健康饮食，2024 年收入同增 50%，预计奶酪产品持续发力。星妈优选事业方面，聚焦深度定制营养产品业务，2024 年自营品占比达 35%，持续推动生态发展。

线上下渠道联动发展，海外市场有效推进

渠道方面，公司通过 2800 余名线下客户覆盖 77000 个零售销售点，线下销售占比达 77.1%；2024 年公司举办超 92 万场线下活动，其中妈妈的爱活动转化率达 28%；线上会员超 8000 万名，平台访问量超 6.1 亿。区域布局方面，2024 年下半年加拿大工厂已投产，产品在加拿大主流渠道已上架销

售，后续立足于加拿大辐射北美市场，同时公司同步推进印尼、菲律宾、越南等国家业务。2025 年 3 月 16 日，公司发布 12 亿元生育补贴计划，宣布 4 月初起在全国范围内符合条件可获得不少于 1500 元的生育补贴，补贴预计以产品形式发放，力求在一年内完成，且不影响最后经营成果。

■ 盈利预测

我们看好生育政策发布下驱动乳制品产品发展，同时公司升级愿景与使命后进入 2.0 时代，致力于打造覆盖全生命周期营养产品布局，扩大消费人群且打造生态体系。我们预计 2025-2027 年收入为 220.20/231.98/243.00 亿元，EPS 分别为 0.43/0.46/0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 14/13/12 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

消费环境复苏不及预期风险；人口增长放缓风险；竞争加剧风险；食品安全风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	20,749	22,020	23,198	24,300
增长率（%）	6.2%	6.1%	5.3%	4.8%
归母净利润（百万元）	3570	3874	4211	4518
增长率（%）	5.3%	8.5%	8.7%	7.3%
摊薄每股收益（元）	0.39	0.43	0.46	0.50
ROE（%）	13.8%	13.8%	14.0%	13.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9321	18000	19800	21780	营业收入	20749	22020	23198	24300
应收款项	1064	1146	1239	1332	营业成本	6984	7354	7628	7907
存货净额	2154	2304	2317	2346	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	28	22	23	24	销售费用	7181	7531	7980	8384
流动资产合计	22249	31154	34997	39424	管理费用	1708	1337	1292	1231
固定资产	9497	9869	10347	10879	财务费用	(45)	(50)	28	77
无形资产及其他	486	469	453	437	投资收益	0	10	10	10
投资性房地产	2734	2734	2734	2734	资产减值及公允价值变动	0	(500)	(400)	(350)
长期股权投资	761	681	606	546	其他收入	630	0	0	0
资产总计	35726	44907	49137	54020	营业利润	5550	5358	5879	6361
短期借款及交易性金融负债	515	7448	9436	11895	营业外净收支	0	650	600	560
应付款项	1948	2027	2051	2053	利润总额	5550	6008	6479	6921
其他流动负债	4128	4225	4390	4539	所得税费用	1896	2043	2170	2298
流动负债合计	6591	13701	15877	18486	少数股东损益	84	91	98	105
长期借款及应付债券	485	535	535	535	归属于母公司净利润	3570	3874	4211	4518
其他长期负债	1242	1042	892	802					
长期负债合计	1727	1577	1427	1337	现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8318	15278	17304	19823	净利润	3570	3874	4211	4518
少数股东权益	1474	1565	1663	1768	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	25933	28064	30169	32428	折旧摊销	651	644	714	787
负债和股东权益总计	35726	44907	49137	54020	公允价值变动损失	0	500	400	350
					财务费用	(45)	(50)	28	77
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(533)	(250)	(69)	(62)
每股收益	0.39	0.43	0.46	0.50	其它	84	91	98	105
每股红利	0.12	0.19	0.23	0.25	经营活动现金流	3772	4859	5354	5698
每股净资产	2.86	3.10	3.33	3.58	资本开支	(657)	(1500)	(1575)	(1654)
ROIC	12%	14%	15%	15%	其它投资现金流	1983	0	(1936)	(2324)
ROE	14%	14%	14%	14%	投资活动现金流	1421	(1420)	(3436)	(3917)
毛利率	66%	67%	67%	67%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	26%	27%	28%	负债净变化	(388)	50	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	30%	31%	支付股利、利息	0	(1743)	(2105)	(2259)
收入增长	6%	6%	5%	5%	其它融资现金流	(2544)	6934	1988	2458
净利润增长率	5%	9%	9%	7%	融资活动现金流	(3320)	5240	(117)	199
资产负债率	27%	38%	39%	40%	现金净变动	1874	8679	1800	1980
息率	0.0%	3.1%	3.8%	4.0%	货币资金的期初余额	7447	9321	18000	19800
P/E	14.8	13.6	12.5	11.7	货币资金的期末余额	9321	18000	19800	21780
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	企业自由现金流	2671	2720	3258	3599
EV/EBITDA	12	11	10	10	权益自由现金流	(232)	9737	5227	6006

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。