

产品结构提升，公司重视股东回报

核心观点

- 公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 207.5 亿元（同比+6%），实现归母净利润 35.7 亿元（同比+5.3%）。单四季度来看，公司实现营业收入约 106.5 亿元（同比+8.7%），归母净利润 17.0 亿元（同比+0.06%）。24 年中期+末期共分红 27.5 亿元，股息支付率提升至 78%，股息率达 6%，公司重视股东回报。
- 卓睿高增带动结构提升，星飞帆趋于稳定。** 婴配粉收入 190.6 亿元（同比+6.6%），预计超高端产品卓睿销售额同比增长 60%+，高端化战略成效显著；预计星飞帆体量趋于稳定，价盘趋于稳定，渠道库存处于合理状态。成人奶粉及其他乳制品收入 15.1 亿元（同比+6.3%）；营养补充剂收入 1.7 亿元（同比-25.4%），品类调整导致短期下滑。
- 毛利率提升，但政府补助降低、生物资产减值增加，净利率略降。** 24 年，公司毛利率为 66.3%（yoy+1.5pct），主要受益原奶价格下降及产品结构提升；销售费用率 34.6%（yoy+0.3pct）；管理费用率 8.5%（yoy-0.5pct），生物资产减值 6 亿，销售净利率 17.2%（yoy-0.15pct），政府补助减少导致其他收益下降 11.7%。24Q4，公司毛利率 64.9%（yoy+0.5pct），销售费用率 34.2%（yoy+1.1pct），管理费用率 8.9%（yoy-1.4pct），销售净利率 16.4%（yoy-0.7pct）。
- 公司积极推新，多元化新品有望驱动收入增长。我国生育相关政策有望出台，出生率有望触底回升，看好飞鹤中长期成长空间。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报，下调 25 年收入。预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.44、0.47、0.51 元（原预测 25 年为 0.57 元）。我们沿用 FCFF 估值法，计算得到公司权益价值为 634 亿元，以港元兑人民币汇率 0.93 计算，对应目标价 7.52 港元，维持买入评级。

风险提示

新生儿人数改善不及预期、新市场拓展不及预期、新品类增长不及预期、原材料价格上涨风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,532	20,749	21,606	22,994	24,312
同比增长(%)	-8.3%	6.2%	4.1%	6.4%	5.7%
营业利润(百万元)	5,751	6,221	6,480	6,692	7,052
同比增长(%)	-19.0%	8.2%	4.2%	3.3%	5.4%
归属母公司净利润(百万元)	3,390	3,570	4,014	4,280	4,598
同比增长(%)	-31.4%	5.3%	12.4%	6.6%	7.4%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.44	0.47	0.51
毛利率(%)	64.8%	66.3%	67.1%	66.9%	66.9%
净利率(%)	17.4%	17.2%	18.6%	18.6%	18.9%
净资产收益率(%)	12.5%	13.3%	13.6%	13.3%	13.1%
市盈率(倍)	15.4	14.6	13.0	12.2	11.3
市净率(倍)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 04 月 11 日）	6.18 港元
目标价格	7.52 港元
52 周最高价/最低价	7.38/3.26 港元
总股本/流通 H 股（万股）	906,725/906,725
H 股市值（百万港币）	56,036
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.55	3.87	20.23	62.87
相对表现%	15.02	15.93	10.52	40.53
恒生指数%	-8.47	-12.06	9.71	22.34



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

单品强势+国产替代，看好公司发展稳中向好 2024-02-08

投资建议

预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.44、0.47、0.51 元（原预测 25 年为 0.57 元）。我们沿用 FCFF 估值法，计算得到公司权益价值为 634 亿元，以港元兑人民币汇率 0.93 计算，对应目标价 7.52 港元，维持买入评级。

表 1：公司 FCFF 预测（百万元）

科目	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	6,068	6,450	6,919	7,402	7,550	7,701	7,855	8,012	8,172	8,336
yoy	8.5%	6.3%	7.3%	7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息前税后利润	4,116	4,375	4,694	5,021	5,122	5,224	5,329	5,435	5,544	5,655
折旧和摊销	527	538	549	561	573	584	596	608	620	632
营运资金投入	114	578	689	189	193	196	200	204	208	213
资本投资投入	739	763	782	801	801	801	801	801	801	801
FCFF	3,791	3,572	3,772	4,593	4,701	4,811	4,923	5,038	5,155	5,274
yoy	27.7%	-5.8%	5.6%	21.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
FCFF 折现	2,519	2,091	1,945	2,086	1,881	1,696	1,529	2,429	2,548	2,094

资料来源：东方证券研究所（注：折现基准日为 2025 年 4 月 10 日）

WACC 计算：公司近两年无杠杆 Beta 值为 0.94。由于婴配粉市场规模仍处于下滑阶段、行业政策调整效果尚待观察等，我们在计算 WACC 过程中外加 5.5% 的公司特定风险。以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 13.5%。

表 2：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
无杠杆 Beta	0.94
无风险收益率 Rf	1.6%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.0%
市场回报率 Rm	8.6%
公司特定风险	5.5%
债务成本 Kd	3.6%
WACC	13.5%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值：我们假设公司永续增长率为 2.0%，计算得出公司每股权益价值为 7.52 港币。

表 3：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	2.0%
预测期自由现金流现值（百万元）	28,294
永续自由现金流现值（百万元）	18,550
企业价值（百万元）	46,844
权益价值（百万元）	63,401
每股权益价值（人民币）	6.99

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

每股权益价值（港币）

7.52

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 4：公司 FCFF 股价估值结果与 WACC 和永续增长率敏感性分析

敏感性分析		永续增长率				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	11.5%	9.06	9.25	9.45	9.67	9.92
	12.0%	8.55	8.70	8.87	9.05	9.26
	12.5%	8.09	8.22	8.36	8.52	8.69
	13.0%	7.68	7.79	7.91	8.04	8.19
	13.5%	7.32	7.42	7.52	7.63	7.75
	14.0%	7.00	7.08	7.17	7.26	7.36
	14.5%	6.71	6.78	6.85	6.93	7.02
	15.0%	6.45	6.51	6.57	6.64	6.71
	15.5%	6.21	6.26	6.32	6.38	6.44

资料来源：东方证券研究所（注：股价单位为港元）

风险提示

- **新生儿人数改善不及预期。**如果生育政策调整后效果不明显、新生儿数量持续下滑，奶粉行业可能会受到负面影响，导致市场量增空间有限。
- **新市场拓展不及预期。**公司对一二线新市场拓展主要依靠高端产品，如果高端产品销售额、费用投入回报不及预期，或对销售收入和增长目标达成产生影响。
- **新品类增长不及预期。**公司通过布局儿童奶粉和成人奶粉作为第二增长曲线，并在远期设立了较高的增长目标，若新品类增长不及预期，将对公司未来营收增长造成不利影响，同时 will 影响现金流折现模型的估值结果。
- **原材料价格上涨。**若包括鲜奶、包装材料、乳清粉、其他原材料等在内的原材料价格上涨，可能对公司的盈利能力造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,441	9,321	11,569	13,132	15,108
应收账款	431	395	564	651	753
存货	2,258	2,154	2,797	3,316	3,947
预付账款	695	669	719	769	815
其他流动资产	8,729	9,710	9,219	9,465	9,342
流动资产合计	22,554	22,249	24,869	27,333	29,965
固定资产	9,494	9,497	9,895	10,117	10,346
使用权资产	395	359	399	402	406
商誉	112	112	112	112	112
递延所得税资产	402	348	396	382	376
其他非流动资产	3,237	3,161	3,274	3,220	3,218
非流动资产合计	13,640	13,477	14,076	14,234	14,459
资产总计	36,195	35,726	38,946	41,567	44,423
短期借款	505	515	0	0	0
应付账款及应付票据	1,838	1,565	1,678	1,694	1,701
其他流动负债	5,039	4,511	5,147	5,210	5,292
流动负债合计	7,382	6,591	6,826	6,904	6,993
长期借款	873	485	385	285	185
其他	1,605	1,242	1,522	1,457	1,407
非流动负债合计	2,478	1,727	1,907	1,742	1,592
负债合计	9,860	8,318	8,733	8,645	8,585
少数股东权益	1,389	1,474	1,556	1,643	1,737
股本	0	0	0	0	0
储备	24,945	25,933	28,430	31,052	33,874
权益合计	26,334	27,407	30,213	32,922	35,838
负债和权益总计	36,195	35,726	38,946	41,567	44,423

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,850	5,550	6,038	6,439	6,916
折旧摊销	512	516	527	538	549
财务费用	53	45	30	11	2
议价收购收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(588)	(635)	(114)	(578)	(689)
所得税	(1,560)	(1,896)	(1,942)	(2,071)	(2,224)
经营活动现金流	3,267	3,581	4,539	4,339	4,555
资本支出	(668)	(709)	(739)	(763)	(782)
其他	859	(1,154)	609	(243)	81
投资活动现金流	191	(1,863)	(129)	(1,006)	(701)
债权融资	69	(378)	(615)	(100)	(100)
股权融资	0	0	0	0	0
支付股息	(1,752)	(1,392)	(1,517)	(1,659)	(1,776)
其他	(53)	(45)	(30)	(11)	(2)
筹资活动现金流	(1,736)	(1,815)	(2,162)	(1,770)	(1,878)
现金净增加额	1,722	(97)	2,248	1,563	1,976
汇率变动影响	0	0	0	0	0

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532	20,749	21,606	22,994	24,312
销售成本	(6,869)	(6,984)	(7,111)	(7,600)	(8,059)
其他收入及收益	1,660	1,465	1,535	1,461	1,545
销售费用	(6,709)	(7,181)	(7,543)	(8,028)	(8,488)
管理费用	(1,762)	(1,681)	(1,880)	(2,001)	(2,115)
议价收购收益	0	0	0	0	0
其他支出	(101)	(146)	(127)	(136)	(143)
营业利润	5,751	6,221	6,480	6,692	7,052
财务费用	(53)	(45)	(30)	(11)	(2)
税前利润	4,850	5,550	6,038	6,439	6,916
所得税	(1,560)	(1,896)	(1,942)	(2,071)	(2,224)
净利润	3,290	3,654	4,096	4,368	4,692
少数股东损益	(100)	84	82	87	94
归属于母公司净利润	3,390	3,570	4,014	4,280	4,598
每股基本收益 (元)	0.37	0.39	0.44	0.47	0.51
每股稀释收益 (元)	0.37	0.39	0.44	0.47	0.51

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-8.3%	6.2%	4.1%	6.4%	5.7%
营业利润	-19.0%	8.2%	4.2%	3.3%	5.4%
获利能力					
毛利率	64.8%	66.3%	67.1%	66.9%	66.9%
净利率	16.8%	17.6%	19.0%	19.0%	19.3%
ROE	12.5%	13.3%	13.6%	13.3%	13.1%
ROA	9.1%	10.2%	10.5%	10.5%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	23.3%	22.4%	20.8%	19.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.06	3.38	3.64	3.96	4.28
速动比率	2.75	3.05	3.23	3.48	3.72
营运能力					
应收账款周转天数	7.9	8.7	9.4	10.2	11.1
存货周转天数	118.3	128.9	141.6	157.1	176.3
总资产周转天数	667.1	619.9	648.9	650.8	657.8
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	0.39	0.44	0.47	0.51
每股经营现金流	0.36	0.39	0.50	0.48	0.50
每股净资产	2.90	3.02	3.33	3.63	3.95
估值比率					
市盈率	15.4	14.6	13.0	12.2	11.3
市净率	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.9	7.2	6.2	5.6	5.0
EV/EBIT	8.8	7.8	6.7	6.1	5.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。