

中国飞鹤 (06186.HK)

中国飞鹤：千帆过尽，鹤鸣九皋

买入（首次）

2025 年 05 月 19 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	19,532	20,749	22,174	23,632	25,166
同比(%)	(8.35)	6.23	6.87	6.58	6.49
归母净利润（百万元）	3,390	3,570	3,870	4,295	4,734
同比(%)	(31.40)	5.31	8.39	10.98	10.22
EPS-最新摊薄（元/股）	0.37	0.39	0.43	0.47	0.52
P/E（现价&最新摊薄）	14.34	13.62	12.57	11.32	10.27

关键词：#大比例分红 #股息率高 #困境反转

投资要点

- **高分红的国产婴配粉龙头，24 年业绩拐点显现。**公司是中国最早的奶粉企业之一，聚焦婴配粉业务，24 年渠道改革效果显现+超高端产品发力推动公司收入及净利润同比改善，业绩拐点显现。当前公司在手现金充沛，24 年分红率提升至 76%，高分红属性突出。
- **聚焦高端化产品，渠道管理狼性。**1) 产品：公司通过新鲜奶源+配方精准化打造差异化产品，聚焦以星飞帆系列为核心的超高端产品，通过星飞帆裂变打造百亿大单品，超高端产品占婴配粉收入比从 16 年的 22% 提升到 24 年的 75%，高端产品布局领先同业。2) 品牌：营销高举高打，通过地推铁军实现高频线下互动，消费者转化率高，同时通过持续升级线上会员系统，沉淀消费者数据消费者粘性。3) 渠道：公司顺应行业趋势发力母婴渠道，采用单层渠道体系强化终端管理，经销商和终端母婴店利润率位于行业中游水平，渠道动力充足；疫后发力线上渠道，全渠道发力巩固龙头地位。
- **婴配粉行业需求有望触底反弹，高端化趋势坚挺。**婴配粉按照适用年龄段可分为一段（0-6 个月）、二段（6-12 个月）、三段（1-3 岁）、四段（3-6 岁）。1) 规模：2019 年以前我国婴配粉行业量价齐增，受出生人口减少影响，2022-2023 年行业规模分别同比下滑 5%/10%，24 年出生人口回升带动行业降幅收窄，我们预计 2025 年我国婴配粉市场同比-1.2%，行业需求边际改善主因 24 年出生人口回升带动 25 年二段奶粉需求提升；2025 年生育补贴政策频出，未来随着刺激生育政策逐步落地，公司有望受益于行业需求提振。2) 结构：婴配粉为高信息差产品，叠加我国曾经历过奶粉安全事件，宏观经济疲软不改婴配粉高端化趋势，2024 年高端婴配粉占比提升，公司聚焦产品高端化，未来有望持续受益。
- **飞鹤守擂婴配粉市场，对标海外集中度仍有提升空间。**随着政策标准趋严，中小品牌出清推动行业集中度提升，我国婴配粉 CR5 从 2015 年 35%提升到 2024 年 66%。2019 年起飞鹤超越雀巢成为我国婴配粉龙头，2024 年以 17.5%的份额守擂婴配粉市场。2024 年日本/美国婴配粉龙头市占率分别为 39%/40%，对标海外，公司市占率仍有提升空间。
- **公司加码渠道管控，星飞帆系列成长势能强劲。**2022 年以来持续加码渠道管控，当前渠道库存良性，星飞帆卓字系列放量推动收入增长和毛利率优化，未来随着星飞帆系列持续推新，超高端产品潜力可期。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内婴配粉龙头，25 年行业需求有望边际改善，星飞帆系列成长势能强劲，预计 25-27 年公司收入分别为 221.7/236.3/251.7 亿元，同比+6.9%/+6.6%/+6.5%；预计 25-27 年公司归母净利润分别为 38.7/43.0/47.3 亿元，同比+8.4%/+11%/+10.2%，对应 PE 分别为 13/11/10x，以 24 年分红率和归母净利润为基础计算，当前公司股息率 5.6%，25-27 年公司估值低于可比公司，低估值高股息，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，食品安全风险，原材料价格波动较大，出生人口大幅下降

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.82
一年最低/最高价	3.39/7.38
市净率(倍)	1.87
港股流通市值(百万港元)	48,544.42

基础数据

每股净资产(元)	2.86
资产负债率(%)	23.28
总股本(百万股)	9,067.25
流通股本(百万股)	9,067.25

相关研究

内容目录

1. 高分红国产婴配粉龙头，业绩拐点显现	5
1.1. 专注精耕婴配粉，管理层深度绑定.....	5
1.2. 资产优质分红高，24 年业绩拐点显现.....	6
2. 战略聚焦高端化，渠道狼性占龙一	8
2.1. 产品：持续打造高端婴配产品，积极布局第二曲线.....	8
2.2. 品牌：高举高打与时俱进，注重消费者互动.....	12
2.3. 渠道：聚焦母婴渠道，发力线上渠道.....	14
3. 行业需求有望触底反弹，星飞帆成长势能强劲	16
3.1. 政策春风有望提振需求，行业高端化趋势坚挺.....	16
3.2. 飞鹤守擂婴配粉市场，对标海外集中度仍有提升空间.....	19
3.3. 公司加码渠道管控，星飞帆系列成长势能强劲.....	21
4. 盈利预测及投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	公司股权结构（截止到 2024 年末）	6
图 2:	2014-2024 年公司营收及同比	7
图 3:	2014-2024 年归母净利润及同比、归母净利率	7
图 4:	2014-2024 年公司各业务收入占比	7
图 5:	2014-2024 年公司整体和各业务毛利率	7
图 6:	2014-2024 年可比公司资产负债率	8
图 7:	2015-2024 年公司在手现金及有息负债（亿元）	8
图 8:	2015-2024 年公司资本开支和自由现金流（亿元）	8
图 9:	2019-2024 年可比公司分红率	8
图 10:	2014-2024 年公司婴配粉中超高端/高端/普通产品收入占比	9
图 11:	2014-2019H1 公司不同价格带婴配粉毛利率	9
图 12:	飞鹤鲜奶成分和国内外标准对比	10
图 13:	2016-2024 年主要婴配粉企业研发费用率对比	10
图 14:	公司儿童粉/成人粉产品布局	12
图 15:	2015-2024 年飞鹤其他乳制品收入及同比	12
图 16:	2017-2024 年可比公司销售费用率	12
图 17:	2023 年中国婴幼儿奶粉品牌排行榜	12
图 18:	飞鹤 2018 年官宣章子怡成为品牌代言人	13
图 19:	公司产品定位升级到“聪明宝宝喝飞鹤”	13
图 20:	2018-2024 年公司面对面研讨会次数及获客人数	13
图 21:	飞鹤线下营销活动类型	13
图 22:	飞鹤会员系统星妈会内容丰富	14
图 23:	2020-2024 年公司星妈会会员数量	14
图 24:	2014-2023E 婴配粉行业渠道结构	14
图 25:	2020H1 公司渠道结构	14
图 26:	公司线下渠道层级	15
图 27:	2016-2024 年公司零售网点和经销商数量（个）	15
图 28:	2020 年公司各层级市场销售额占比	15
图 29:	公司携手分众传媒进行宣传	15
图 30:	2016-2024H1 公司线上收入占比	16
图 31:	主要婴配粉产品电商/母婴店渠道价格对比	16
图 32:	2009-2023 年我国婴配粉市场规模及同比	16
图 33:	2010-2023 年我国婴配粉市场量价同比	16
图 34:	2009-2023 年我国各段婴配粉市场规模占比	17
图 35:	2009-2024 年我国出生人口数量及出生率	17
图 36:	2019-2024 年不同品类乳制品企业毛利率对比	17
图 37:	2023 年中日美不同年龄段婴配粉均价（元/kg）	18
图 38:	2023-2024 年我国消费者购买奶粉价格带占比	18
图 39:	1983-2023 年我国婴配粉标准政策逐步升级	20
图 40:	我国婴配粉新旧国标可选择成分对比	20
图 41:	2007-2021 年我国婴配粉市场内外资品牌市占率	20
图 42:	2015-2024 年我国婴配粉 CR5（销售额计）	20

图 43:	2015-2024 年飞鹤一段/二段/三段婴配粉市占率	21
图 44:	2024 年日本/美国婴配粉市场格局（销售额计）	21
图 45:	2022-2024 年星飞帆卓睿/经典星飞帆收入（亿元）	22
图 46:	2022-2024H1 星飞帆卓睿毛利率	22
表 1:	公司发展历程.....	5
表 2:	公司高管介绍（截止到 2024 年末）	6
表 3:	飞鹤婴配粉产品矩阵.....	9
表 4:	主要婴配粉企业价格带对比.....	11
表 5:	2022-2030E 我国婴配粉市场规模预测.....	18
表 6:	我国多地推出生育补贴.....	19
表 7:	2015-2024 年我国婴配粉市场格局（销售额计）	21
表 8:	2022-2024 年飞鹤主要渠道管理措施	22
表 9:	2023-2027E 公司收入及毛利率预测（百万元）	23
表 10:	2023-2027E 公司归母净利润（百万元）及盈利能力预测.....	24
表 11:	可比公司估值对比（截止到 2025 年 5 月 16 日）	25

1. 高分红国产婴配粉龙头，业绩拐点显现

1.1. 专注精耕婴配粉，管理层深度绑定

脚踏实地夯实竞争力，打造国产婴配粉龙头。中国飞鹤前身为成立于 1962 年的赵光农场子公司红光乳品，是中国最早的奶粉生产企业之一。2001 年时任厂长冷友斌重组黑龙江飞鹤乳业有限公司，公司进入市场化运营新阶段。2019 年公司在港交所主板上市，成为港交所首发市值最大的乳品企业。2020 年公司收购原生态牧业，进一步夯实产业链掌控力。近年来公司在婴幼儿奶粉市场占有率稳居第一，婴配粉龙头实力雄厚。

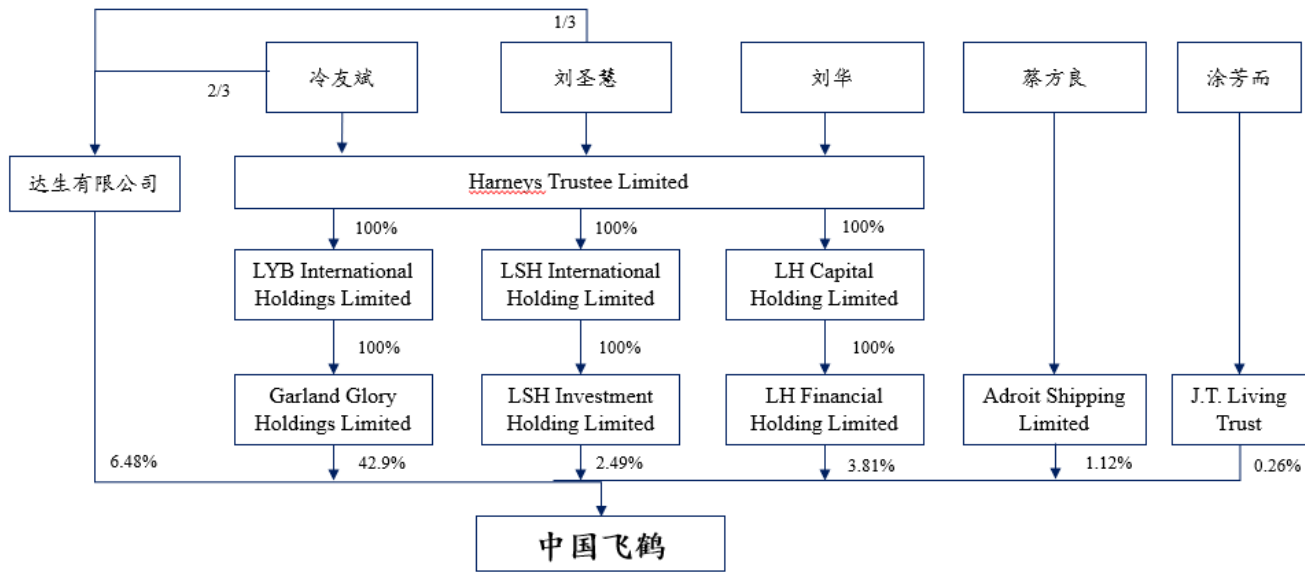
表1：公司发展历程

时间	事件
1962	黑龙江飞鹤的前身红光乳品成立（后期扩充成为赵光乳品）
1996	成立设有业务运作的首家成员公司黑龙江飞鹤
1998	黑龙江飞鹤收购赵光乳品的资产
2001	冷友斌等人收购黑龙江飞鹤，开启二次创业之路
2003	Flying Crane U.S.成为本集团控股公司
2009	Flying Crane U.S.将其股份由 NYSE Archipelago Exchange 转至纽交所上市
2010	推出超高端星飞帆产品系列
2011	调整业务策略，停止生产鲜奶，专注婴幼儿配方奶粉产品
2013	Flying Crane U.S.私有化，其股份于纽交所摘牌，NHPEA 成为 DIF Holding 股东
2016	规划加拿大厂房的羊奶及牛奶婴配粉生产业务，成立 Canada Kingston Dairy 及 Canada Royal Milk
2018	完成收购 Vitamin World 的零售保健业务
2019	11 月 13 日港交所上市，成为港交所史上首发市值最大的乳品企业
2020	收购原生态牧业 71.26% 股权
2023	确立“飞鹤专研大脑营养 聪明宝宝喝飞鹤”战略
2024	连续 3 年奶粉销量全球第一？

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权集中，管理层稳定且深度绑定公司。公司管理层稳定，创始人兼董事长已在公司任职超过 30 年，总裁、首席财务官、副总裁等均已在公司任职十年以上，管理经验丰富。截止 2024 年末，董事长冷友斌持股比例超过 40%，首席财务官刘华、总裁蔡方良、公司秘书兼副总裁涂芳而分别持股 3.81%、1.12%、0.26%，管理层普持股，和公司深度绑定。

图1：公司股权结构（截止到 2024 年末）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

表2：公司高管介绍（截止到 2024 年末）

姓名	职务	简介
冷友斌	董事长，执行董事，首席执行官	1987 年 3 月至 1993 年 5 月任职于赵光乳品；1996 年 8 月起担任黑龙江飞鹤董事；1999 年 9 月获黑龙江省人事厅认证为乳品工程师；2017 年 12 月起担任 Vitamin World USA 董事；2020 年 12 月至今担任原生态非执行董事。现任中华全国工商业联合会副会长及黑龙江省工商业联合会副主席。
刘华	副董事长，执行董事，首席财务官	2000 年 11 月加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的首席财务官，一直参与本集团融资活动，包括 Flying Crane U.S. 于 2003 年在外柜檯交易系统报价及于 2009 年在纽交所上市以及本公司于 2019 年在联交所上市。2020 年 12 月至今担任原生态的非执行董事。
蔡方良	执行董事，总裁	最早任职于广东雅士利集团有限公司；2008 年 12 月至 2010 年 10 月任职于江西美庐乳业有限公司；2010 年 11 月加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的总裁；2017 年 12 月起担任 Vitamin World USA 的董事；2020 年 12 月至今担任原生态的非执行董事；专注营销管理事宜以及整体管理及业务发展。
涂芳而	执行董事，副总裁，公司秘书	2006 年 10 月加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的副总裁；2018 年 6 月起担任 Vitamin World USA 董事；2022 年 11 月起担任本公司唯一公司秘书。广泛参与国际业务发展及资本市场事宜，包括 Flying Crane U.S. 于 2009 年在纽交所上市、于 2013 年进行 FCUS 私有化、于 2014 年与哈佛医学院贝斯以色列女执事医疗中心设立飞鹤营养实验室、于 2015 年在加拿大拓展本集团业务、于 2018 年收购 Vitamin World 的零售保健业务以及于 2019 年在联交所上市。2006 年 12 月获准加入美国加州律师协会并成为加州持牌律师。

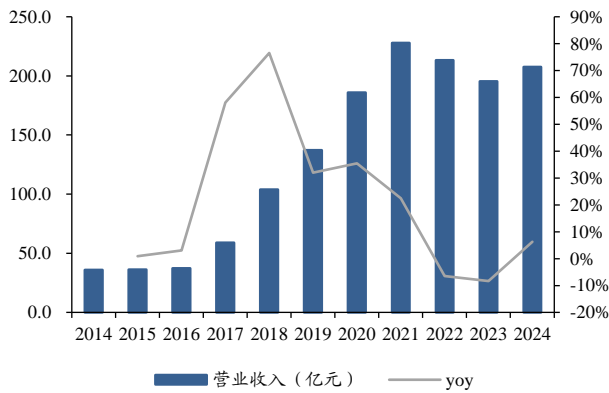
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.2. 资产优质分红高，24 年业绩拐点显现

2021-2023 年业绩承压，24 年业绩拐点显现。受益于注册制后行业格局改善、公司高端化战略卓有成效，2017-2020 年公司收入、利润均快速增长，2016-2020 年公司收入/归母净利润 CAGR 达到 49.5%/105.5%，归母净利率从 2016 年的 11.2%提升到 2020 年的 40%。2021-2023 年行业需求恶化+竞争加剧导致公司业绩持续承压。公司积极调整产

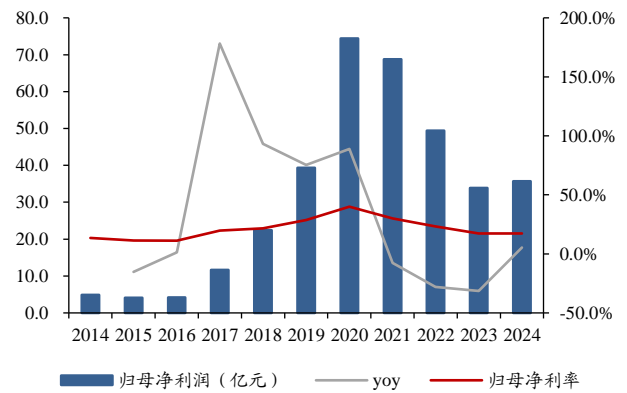
品、渠道，24 年改革效果逐步显现，行业持续疲软背景下，24 年收入/归母净利润分别同比+6.2%/+5.3%，逆转此前下滑态势。

图2：2014-2024 年公司营收及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

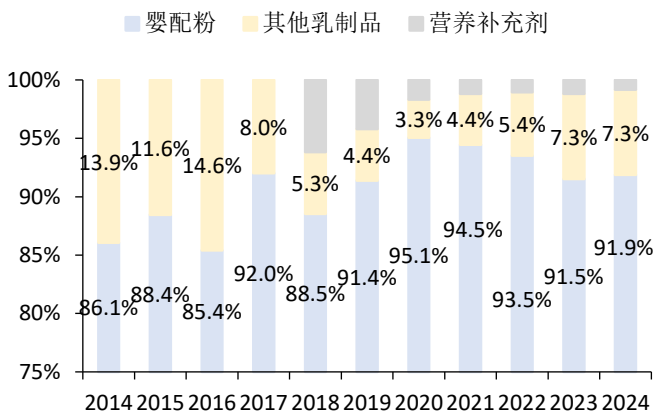
图3：2014-2024 年归母净利润及同比、归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

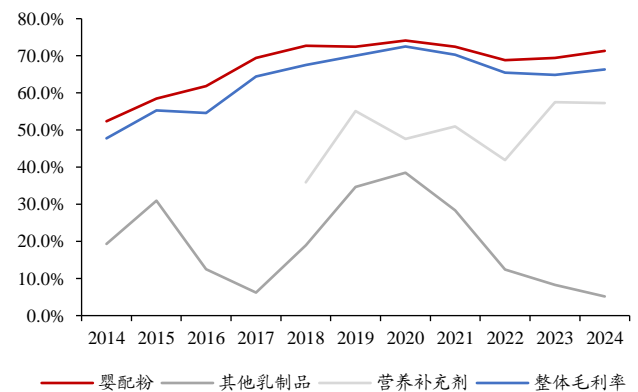
婴配粉为主，产品结构调整致近年毛利率承压，24 年毛利率改善。公司业务以婴配粉为主，成人粉等其他乳制品为辅，2024 年公司婴配粉业务占比 91.9%；2018 年公司收购 Vitamin World，业务拓展至营养补充剂。2021-2023 年产品结构调整、原材料成本提升、行业竞争加剧等因素导致公司婴配粉和整体业务毛利承压；2024 年公司改革效果逐步显现，婴配粉和整体毛利率分别同比+1.9/+1.5pct。

图4：2014-2024 年公司各业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

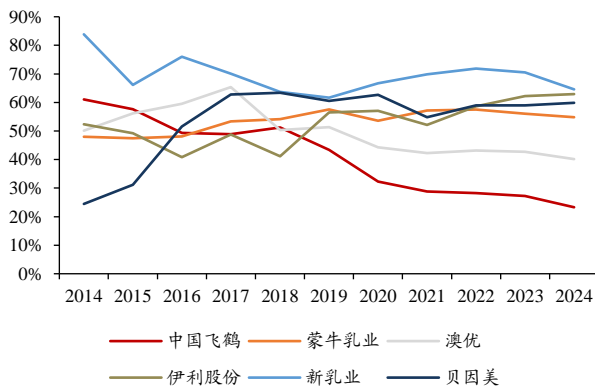
图5：2014-2024 年公司整体和各业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

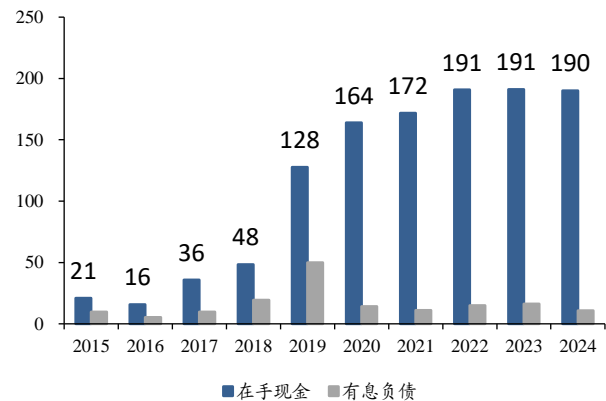
公司财务稳健，资产质量较高。公司持续优化财务结构，2024 年公司资产负债率 23%，2018-2024 年公司资产负债率持续降低，横向对比来看，公司资产负债率较低，财务结构稳健。截止到 2024 年末公司在手现金/有息负债分别为 190/11 亿元，在手现金充沛，资产质量较高。

图6：2014-2024 年可比公司资产负债率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

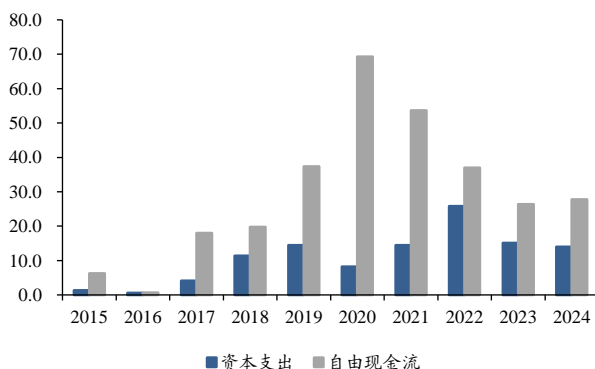
图7：2015-2024 年公司在手现金及有息负债（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

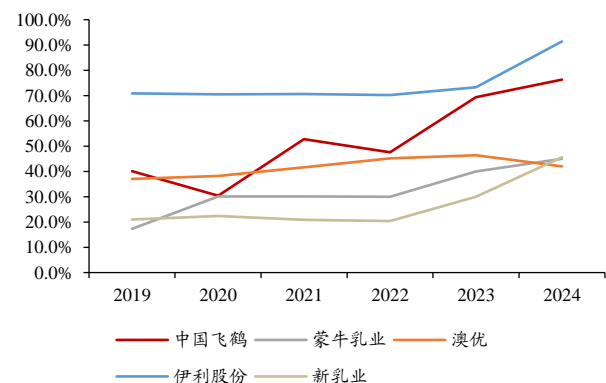
注重股东回报，分红率逐步提升。2024 年公司资本开支 14 亿元，同比下降 1.1 亿元，未来随着产能建设逐步完善，预计公司资本开支有望持续降低。公司注重股东回报，分红率从 2019 年的 40.2%逐步提升到 2023 年的 69%，可比公司中仅次于伊利股份，2024 年公司分红率进一步提升到 76%，未来随着现金流情况逐步改善、分红率持续提升，公司分红额有望稳步增长，进一步提升股东回报。

图8：2015-2024 年公司资本开支和自由现金流（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图9：2019-2024 年可比公司分红率



数据来源：Wind，各公司公告，东吴证券研究所

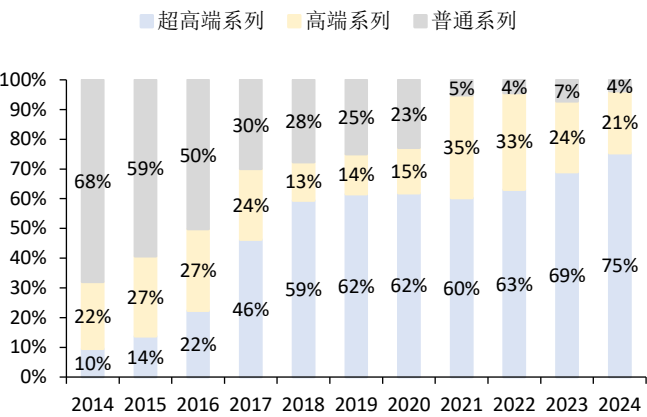
2. 战略聚焦高端化，渠道狼性占龙一

2.1. 产品：持续打造高端婴配产品，积极布局第二曲线

聚焦高端化，高毛利的高端产品经营韧性强。公司婴配粉业务可按价格带分为超高端/高端/普通系列产品，毛利率排序为超高端>高端>普通产品。2017 年起公司聚焦超高端大单品星飞帆，持续推进产品高端化，超高端产品占婴配粉比从 2016 年的 22%提

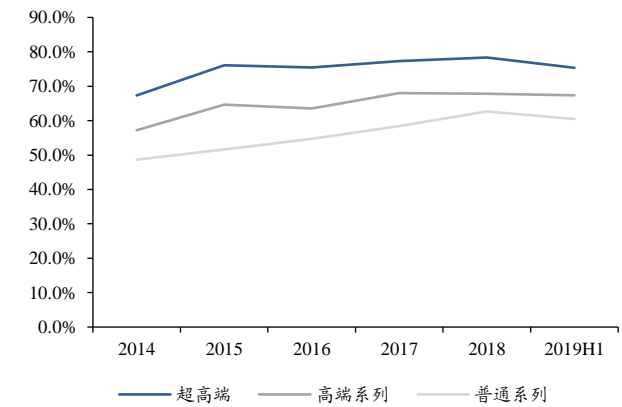
升到 2024 年的 75%。2022-2023 年公司超高端婴配粉收入同比略有下滑，但好于高端和普通类产品，经营韧性较强，2024 年星飞帆卓睿/卓护等卓字系列产品放量，拉动超高端产品收入同比增长。

图10：2014-2024 年公司婴配粉中超高端/高端/普通产品收入占比



数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

图11：2014-2019H1 公司不同价格带婴配粉毛利率



数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

持续推新，星飞帆裂变打造百亿大单品。为适应高端化趋势，2010 年公司推出超高端星飞帆产品，2021 年底推出星飞帆卓睿作为超高端核心新品拉高价格带，2022-2024 年公司又推出星飞帆卓耀、星飞帆卓初、星飞帆卓舒等产品进一步分散经典星飞帆的价格压力，通过星飞帆持续推新裂变，打造百亿大单品。

表3：飞鹤婴配粉产品矩阵

产品系列	规格（g）	一段	二段	三段
		价格（元）	价格（元）	价格（元）
超高端-星飞帆系列	经典星飞帆	700	230	205
	星飞帆有机	720	204	185
	星飞帆 A2	708	235	215
	星飞帆卓睿	750	318	288
	星飞帆卓耀	750	270	245
	星飞帆卓初	750	258	238
	星飞帆小羊	750	266	266
	星飞帆卓舒	700	361	361
超高端-有机/羊奶粉系列	臻稚有机	700	210	285
	臻稚卓蓓	700	318	293
	淳芮有机 A2	750	208	225
	加爱	700	250	250
	小羊妙可	700	248	248
高端婴配粉	臻爱倍护	900	208	205
	臻爱飞帆	850	200	190
	精粹益加	850	200	190

	舒贝诺	800	198	198	190
	妙舒欢	800	205	205	205
普通婴配粉	臻爱星萃	850	190	190	190
	臻爱跃护	850	200	200	190
	飞帆	900	130	130	97

数据来源：京东，东吴证券研究所；数据截止到 2025 年 3 月 17 日

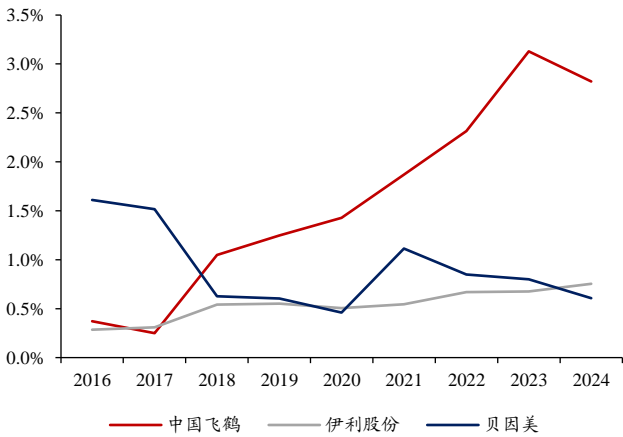
新鲜奶源+配方精准化，打造差异化产品。公司产品矩阵以星飞帆系列为核心，星飞帆在奶源高端化、配方精准化等方面优势较强。**1) 新鲜奶源：**公司鲜奶原材料 90% 来自于位于北纬 47° 黄金奶源带的原生态牧场，2020 年公司收购原生态牧业 71.26% 股权，强化自有奶源控制，同时坚持湿法工艺，构建“2 小时生态圈”，鲜奶 2 小时内送抵工厂开始加工，最大限度保留营养成分、提升新鲜度；**2) 配方精准化：**2009 年飞鹤成为国家 863 计划参加单位，开始构建母乳数据库，通过长期母乳研究，2010 年飞鹤首次引入 OPO 结构化油脂，成功推出我国高度母乳化产品星飞帆，并持续升级配方，打造“更适合中国宝宝”的婴配粉产品，横向对比来看，2018-2024 年公司研发费用率高于其他婴配粉企业，研发实力雄厚。

图12：飞鹤鲜奶成分和国内外标准对比

	飞鹤标准	中国标准	欧盟标准
蛋白质含量	≥3.4%	≥2.8%	≥2.9%
干物质含量	≥13.2%	≥11.2%	不适用
菌落数目 (CFU/ml)	≤5000	≤2000000	≤100000
体细胞数目 (个/ml)	≤150000	不适用	≤400000

数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

图13：2016-2024 年主要婴配粉企业研发费用率对比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

高端产品布局完善，毛利率高于竞对。我们按价格带划分婴配粉产品，对比发现君乐宝主要布局中低端产品，合生元主要布局超高端产品，飞鹤和伊利产品在 300+元/kg 和 200-300 元/kg 价格带布局集中，但飞鹤产品 SKU 丰富，且主力大单品经典星飞帆、星飞帆卓睿价格带更高。24 年公司毛利率 66.3%，高于伊利奶粉毛利率 41%，公司高端化战略卓有成效。

表4: 主要婴配粉企业价格带对比

	> 300 元/kg		200-300 元/kg		< 200 元/kg	
	产品系列	均价	产品系列	均价	产品系列	均价
飞鹤 (24H1 毛利率 67.9%)	星飞帆卓舒	516	淳芮有机 A2	292	飞帆	132
	臻稚卓蓓	430	星飞帆有机	264		
	星飞帆卓睿	397	妙舒欢	256		
	臻稚有机	363	舒贝诺	244		
	加爱	357	臻爱飞帆	231		
	星飞帆小羊	355	精粹益加	231		
	小羊妙可	354	臻爱跃护	231		
	星飞帆卓耀	338	臻爱倍护	227		
	星飞帆卓初	326	臻爱星萃	224		
	星飞帆 A2	313				
	经典星飞帆	305				
伊利 (24H1 奶粉及奶制品毛利率 43.2%)	金领冠悠滋小羊舒享	414	金领冠珍护	296	金领冠育护	184
	金领冠悠滋小羊	400	金领冠珍护 A2	296		
	金领冠珍护铂萃	372	金领冠睿护	275		
	金领冠塞纳牧有机 A2	358	金领冠菁护 A2	246		
君乐宝	优萃	338	至臻 A2	256	至臻	194
	臻唯爱	331	恬适	249	乐纯	188
	乐臻	313			乐铂	179
合生元	派星天呵	468				
	可贝思亲呵	426				
	爱斯时光	426				
	派星	402				
	贝塔星耀	340				

数据来源: 京东, 东吴证券研究所; 数据截止到 2025 年 3 月 17 日

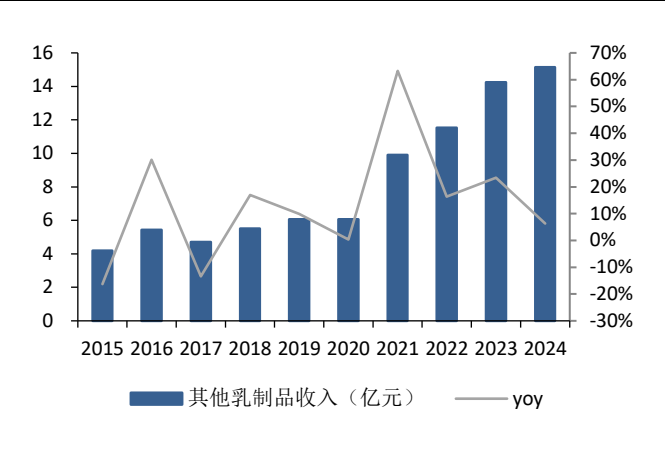
积极布局第二曲线, 发展儿童粉、成人粉。为应对新生儿减少带来的市场压力, 近年来公司积极布局儿童粉、成人粉, 逐步完善产品全生命周期布局。母婴粉方面, 公司继续以星飞帆系列为基础进行儿童粉产品延展, 价格带丰富, 同时布局孕妇粉, 增加消费者粘性。成人粉方面, 公司产品线包含中老年、学生粉、零蔗糖奶粉等多系列, 满足消费者多层次需求, 2019-2024 年以成人粉为主的其他乳制品收入 CAGR=20.1%, 占收入比重从 2019 年的 4.4%提升到 2023 年的 7.3%, 成人粉发展迅速。

图14：公司儿童粉/成人粉产品布局

母婴粉			成人粉				
产品系列	规格 (g)	价格 (元)	产品系列	规格 (g)	价格 (元)		
儿童粉	星飞帆四段	750	249	中老年奶粉	飞鹤1962金装	800	69
	星飞帆卓睿四段	750	238	全家奶粉	飞鹤1962金装高钙高蛋白牛奶粉	800	75
	星飞帆聚高星四段	800	160		飞鹤1962金装益生菌牛奶粉	800	75
	飞鹤聚聪名	800	288		飞鹤1962金装全家营养牛奶粉	750*2	128
	茁然倍高	700	241		学生粉	飞鹤1962金装	800
	茁然茁护	750	130	飞鹤乐高高		650	265
孕妇粉	飞鹤星蕴	700	144		飞鹤智多多	650	265
				零蔗糖奶粉	飞鹤1962爱本乳铁蛋白	800	149
			飞鹤1962爱本膳骨		800	149	
			飞鹤1962爱本葆欣		800	156	
			飞鹤1962爱本清澄		800	206	

数据来源：京东，东吴证券研究所；数据截止到 2025 年 3 月 18 日

图15：2015-2024 年飞鹤其他乳制品收入及同比

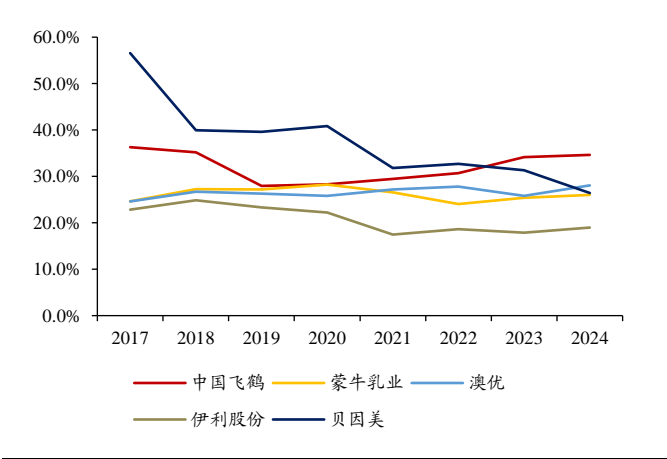


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 品牌：高举高打与时俱进，注重消费者互动

营销高举高打，品牌力领先行业。婴配奶粉主要针对 0-3 岁的宝宝，消费周期只有三年，因此需要不断加强品牌粘性以及新客获取，对婴配粉企业营销能力要求较高。公司坚持高举高打的营销策略，2017-2024 年销售费用率均位于行业上游，强营销投入下公司品牌力领先行业，2023 年 Chnbrand 中国品牌力指数婴幼儿奶粉品牌排行榜中，飞鹤稳居第一，消费者认知度可见一斑。

图16：2017-2024 年可比公司销售费用率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图17：2023 年中国婴幼儿奶粉品牌排行榜

品牌	2023年C-BPI得分	排名	变化
飞鹤	475.5	1	--
美赞臣	413.0	2	--
伊利	408.1	3	+1
贝因美	400.8	4	-1
雀巢	362.9	5	--
爱他美	354.7	6	+1
合生元	336.4	7	+3
雅培	335.8	8	-2
蒙牛	333.8	9	-1
君乐宝	330.0	10	+4

数据来源：Chnbrand，东吴证券研究所

与时俱进，产品定位逐步升级。凭借对优质奶源的强把控，公司成为在三聚氰胺事件中独善其身的极少数企业之一，在良好的品牌基础上，公司以“一贯好奶粉”为宣传语，夯实消费者对公司产品质量认知。随着三聚氰胺事件后外资品牌崛起，2015 年飞鹤正式启动品牌战略转型，将产品定位从“一贯好奶粉”升级为“更适合中国宝宝体质”的奶粉，通过强调产品配方与母乳研究的本土适应性，与进口品牌形成差异化竞争，并于 2018 年 2 月官宣章子怡成为品牌代言人，提升品牌形象。近年来内资品牌竞争力提

升，公司于 2023 年提出“专研大脑营养，聪明中国宝宝”全新战略，并于 2024 年将产品定位升级到“聪明宝宝喝飞鹤”，强调科学喂养，突出自身母乳配方研究优势。

图18：飞鹤 2018 年官宣章子怡成为品牌代言人



数据来源：飞鹤新鲜体验官宣公众号，东吴证券研究所

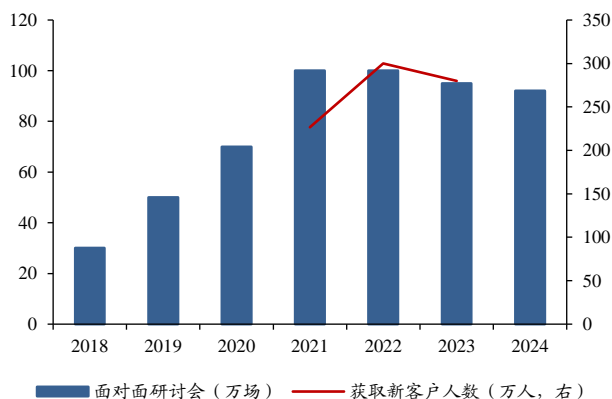
图19：公司产品定位升级到“聪明宝宝喝飞鹤”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

地推铁军实现高频线下互动，消费者转化率高。2016 年公司正式推出地推团队，开展以面对面探讨会为主的线下营销活动，主要活动内容包括妈妈的爱研讨会、嘉年华、迷你秀，2024 年公司举办面对面研讨会 92 万场。高频互动下消费者转化率较高，以妈妈的爱研讨会为例，公司于 2016 年 8 月开始举办妈妈的爱研究会，免费向消费者提供育儿知识，通过产品盲测介绍公司产品优势，2022-2024 年妈妈的爱活动转化率超过 28%。

图20：2018-2024 年公司面对面研讨会次数及获客人数



数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

图21：飞鹤线下营销活动类型



数据来源：多乐宝贝、谷根孕婴、惠亿民公众号，东吴证券研究所

线上会员系统持续升级，沉淀消费者数据增强粘性。2017 年飞鹤会员系统星妈会上线，2019 年星妈会从微信公众号升级为母婴垂直平台小程序，用户可以在会员平台上获取各种科学育儿知识、早教陪伴内容、在线医生问诊、妈妈交流平台等服务内容，还可以通过购买飞鹤产品进行积分，在星妈优选中进行积分兑换，实现线上线下数据联通。通过对消费者进行全生命周期跟踪，公司可以持续沉淀消费者数据，为消费者提供更精准服务，从而增强消费者粘性。2021 年以来星妈会数量快速增长，2024 年公司星妈会

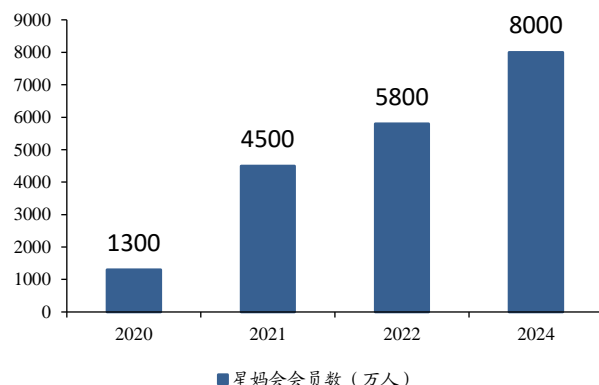
会员人数超过 8000 万。

图22：飞鹤会员系统星妈会内容丰富



数据来源：星妈会微信小程序，东吴证券研究所

图23：2020-2024 年公司星妈会会员数量

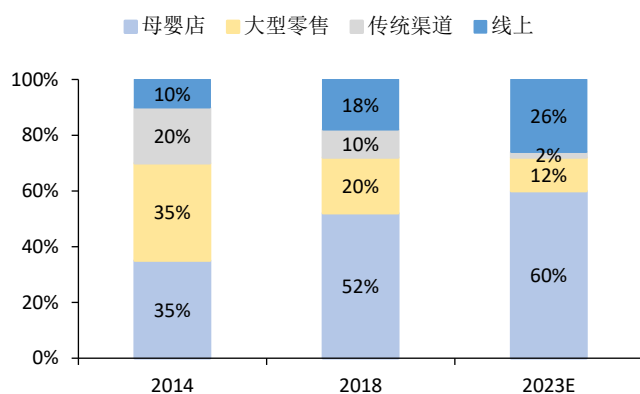


数据来源：公司交流，东吴证券研究所

2.3. 渠道：聚焦母婴渠道，发力线上渠道

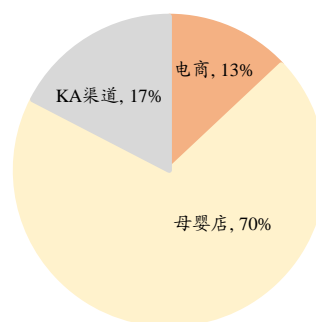
渠道结构顺应行业趋势，发力母婴渠道。和液奶、奶酪等乳制品以流通渠道为主不同，婴配粉行业以母婴店渠道为主，主因婴配粉鉴别需要专业的营养学知识，门店能够为消费者提供专业化服务和体验，沙利文预计 2023 年婴配粉市场中母婴店/线上/大型零售/传统渠道占比分别为 60%/26%/12%/2%。公司渠道结构顺应行业趋势，较早发力高客户粘性的母婴店渠道，2020H1 公司母婴店/电商/KA 渠道占比约为 70%/13%/17%。

图24：2014-2023E 婴配粉行业渠道结构



数据来源：沙利文，公司招股说明书，东吴证券研究所；注：销售金额

图25：2020H1 公司渠道结构

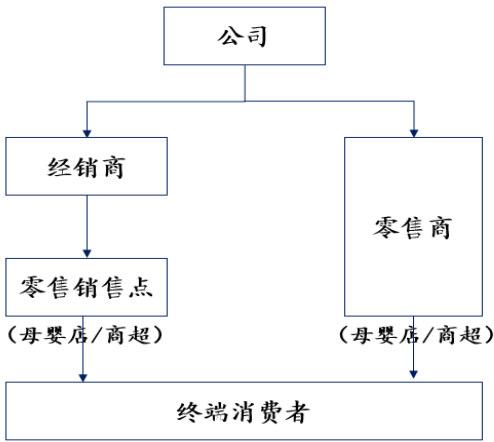


数据来源：公司交流，东吴证券研究所

单层渠道体系强化终端管理，经销商网络持续扩张。截止到 2024 年末公司经销商数量达到 2800 个，零售网点 7.7 万个，渠道质量持续优化。经销商管理方面，公司采取单层经销商体系，通过减少经销商层级保证渠道利润率，同时可以有效管理存货水平及终端价盘，公司调研反馈，公司经销商和终端母婴店利润率位于行业中游水平，经销商

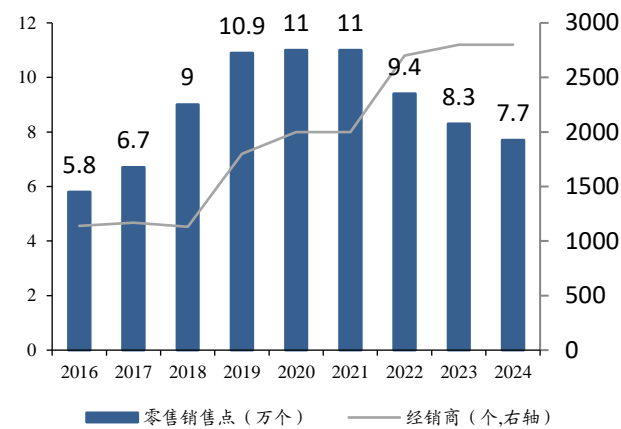
动力充足。

图26：公司线下渠道层级



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

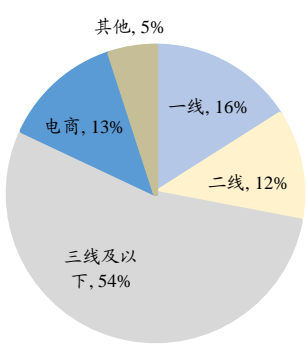
图27：2016-2024 年公司零售网点和经销商数量（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

早期农村包围城市，近年发力高线市场。早期公司凭借单层经销商系统，采用农村包围城市策略，加速渠道下沉，和外资差异化发展。2017 年 6 月公司开始发力上线市场，在全国范围内精选 46 个薄弱城市，通过分众传媒、高端化产品布局等方式进行扩张。2020 年公司一线/二线/三线及以下市场收入占比分别为 16%/12%/54%，其中北京地区市占率达到第一，低线市场仍占主导，但高线市场表现亮眼。

图28：2020 年公司各层级市场销售额占比



数据来源：公司交流，东吴证券研究所

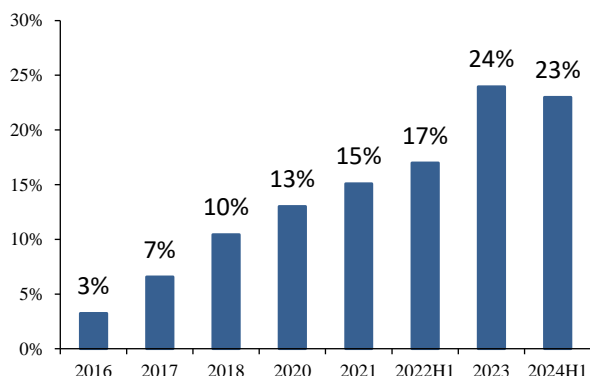
图29：公司携手分众传媒进行宣传



数据来源：新华社，东吴证券研究所

发力线上渠道，线上线下同价以维护价盘体系。随着疫后消费习惯变化、兴趣电商崛起，近年来婴配粉行业电商渠道重要性提升，公司积极把握线上红利，发力线上渠道，2024H1 公司线上渠道收入占比 23%，远高于 2016 年的 3%。为维护价盘体系、防止窜货，公司坚持线上线下同价，横向对比来看，竞对线上产品价格普遍低于线上，公司价盘管控优势突出。

图30：2016-2024H1 公司线上收入占比



数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

图31：主要婴配粉产品电商/母婴店渠道价格对比

品牌	产品	规格 (g)	电商渠道	母婴渠道
			价格 (元)	价格 (元)
飞鹤	经典星飞帆一段	700	230	220
	星飞帆卓睿一段	750	318	328
伊利	金领冠珍护一段	900	288	311
	金领冠珍护铂萃一段	750	279	278
君乐宝	乐铂一段	800	145	155
惠氏	启赋蓝钻二段	810	269	289

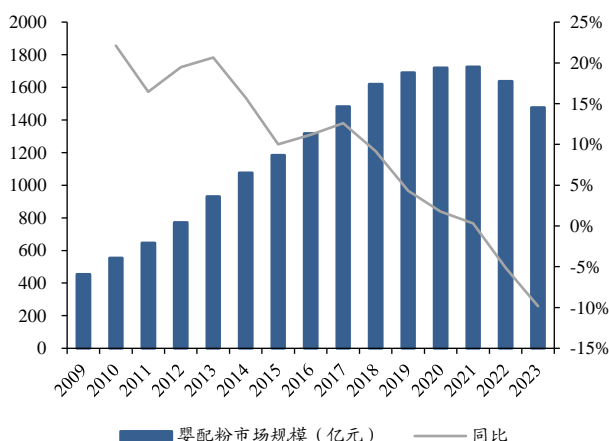
数据来源：孩子王，京东，东吴证券研究所；数据截止到 2025 年 3 月 23 日

3. 行业需求有望触底反弹，星飞帆成长势能强劲

3.1. 政策春风有望提振需求，行业高端化趋势坚挺

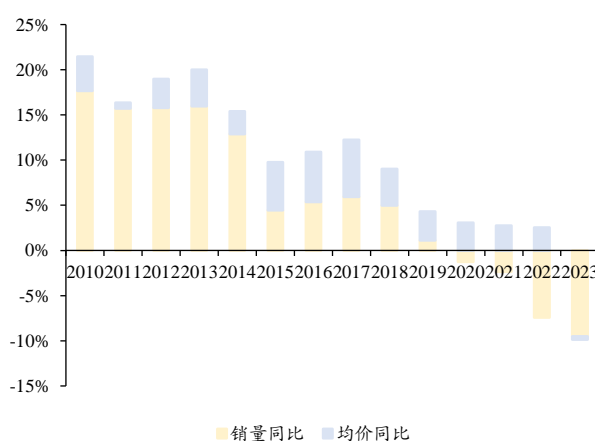
2019 年以前我国婴配粉行业量价齐增，2022-2023 年行业规模萎缩。受益于人口红利和消费升级，2009-2019 年我国婴配粉市场量价齐增、快速发展，2009-2019 年我国婴配粉市场规模 CAGR=14%，其中量价 CAGR 分别为 10%/4%。2022-2023 年受新冠疫情、宏观经济疲软等因素影响，我国出生率承压，婴配粉市场规模萎缩，2023 年我国婴配粉市场规模 1476 亿元，2022-2023 年同比分别下滑 5%/10%。

图32：2009-2023 年我国婴配粉市场规模及同比



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图33：2010-2023 年我国婴配粉市场量价同比

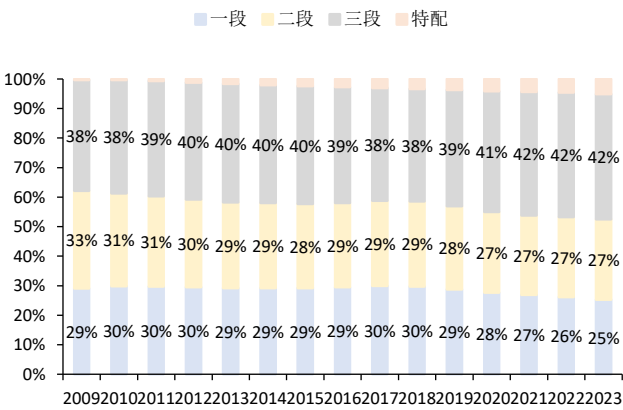


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

2024 年出生人口回升，行业需求边际改善。婴配粉按照适用年龄段可以分为一段奶粉（0-6 个月）、二段奶粉（6-12 个月）、三段奶粉（1-3 岁）、四段奶粉（3-6 岁），自 2016

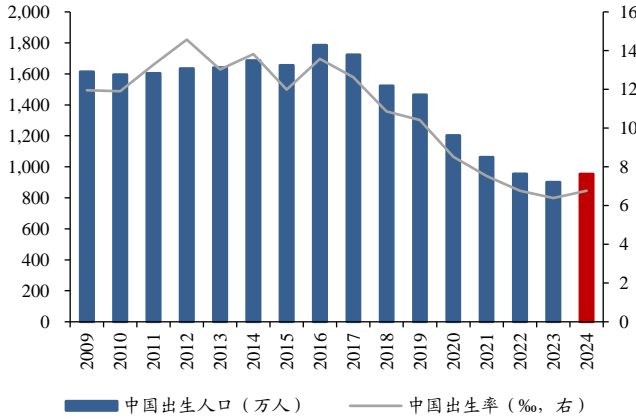
年二胎政策放开推动我国出生率小幅反弹后，2017-2023 年我国出生人口数量和出生率持续下行，导致一段奶粉占婴配粉市场比例 2017-2023 年连续下降，2023 年一段/二段/三段奶粉占比分别同比-0.8/持平/+0.1pct。受龙年生育意愿增强、疫后生育补偿效应等利好因素影响，2024 年我国出生人口数量 954 万人，结束了连续七年下降趋势，实现了小幅回升。出生率回升带动婴配粉行业回暖，

图34：2009-2023 年我国各段婴配粉市场规模占比



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图35：2009-2024 年我国出生人口数量及出生率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

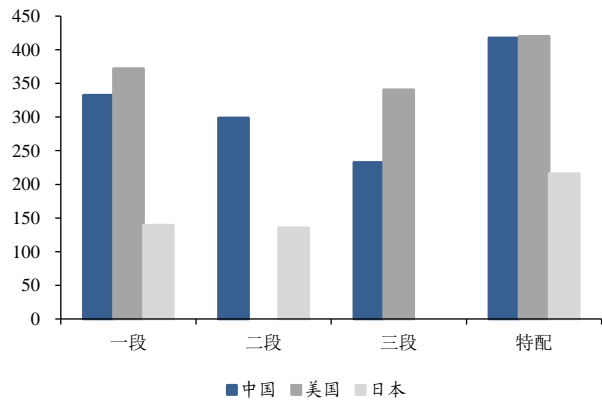
婴配粉本质为高信息差产品，高端化趋势坚挺。我国婴配粉产品溢价较高：欧睿数据显示，2023 年我国婴配粉均价略低于美国，远高于日本；横向对比我国不同品类乳企毛利率，婴配粉企业毛利率普遍高于液奶和奶酪企业。我们认为高溢价主因婴配粉的购买者和使用者分离，且使用者为婴幼儿，难以给予产品反馈，产品具备高度信息差，叠加我国曾经历过 2008 年奶粉安全事件，中国消费者更倾向于选择高价产品保障产品质量，对婴配粉价格敏感度低，2024 年我国 200-299 元/300-399 元/400+元产品占比分别同比+3.5/+3.2/+2.1pct，消费力疲软不改高端化趋势。公司持续聚焦产品高端化，未来有望持续受益。

图36：2019-2024 年不同品类乳制品企业毛利率对比

品类	公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024
奶粉	中国飞鹤	70.0%	72.5%	70.3%	65.5%	64.8%	66.3%
	澳优	52.5%	49.9%	50.4%	43.5%	38.6%	42.0%
	贝因美	50.1%	45.8%	50.8%	45.9%	47.1%	43.0%
	伊利奶粉	48.1%	42.9%	39.2%	41.1%	38.1%	41.0%
液奶	伊利股份	37.3%	36.0%	30.6%	32.3%	32.6%	33.9%
	蒙牛乳业	37.6%	37.7%	36.7%	35.3%	37.2%	39.6%
	新乳业	33.1%	24.5%	24.6%	24.0%	26.9%	28.4%
	光明乳业	31.3%	25.8%	18.4%	18.7%	19.7%	19.2%
奶酪	妙可蓝多	31.6%	35.9%	38.2%	34.2%	29.2%	28.3%

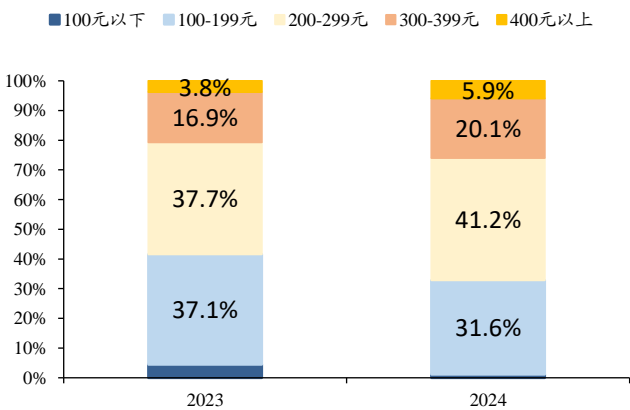
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图37：2023 年中日美不同年龄段婴配粉均价（元/kg）



数据来源：欧睿，我查，东吴证券研究所

图38：2023-2024 年我国消费者购买奶粉价格带占比



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所；注：以 800/g 一罐产品为例

行业至暗时刻已过，2025 年行业需求有望延续改善趋势。我们基于以下假设测算行业未来市场规模：1) 消费人群：考虑到 2024 年出生人口回升受疫后生育补偿和龙年因素影响较多，预计 2025-2030 年我国出生人口数量依然维持下降趋势；2) 人均消费量：23-24 年人均消费量下滑预计主因消费疲软，我们预计 2025 年人均消费量弱复苏，2026-2030 年低速增长；3) 均价：2023 年行业受新国标影响竞争加剧，我们预计 24-25 年行业竞争边际缓解，未来随着消费复苏、婴配粉企业产品创新，预计婴配粉各段均价均持续弱提升。综合来看，我们预计 2025 年我国婴配粉市场同比-1.2%，行业需求延续边际改善趋势，主因 24 年出生人口回升带动二段婴配粉市场扩张；2026-2030 年出生人口减少下行业规模略有收缩。

表5：2022-2030E 我国婴配粉市场规模预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
出生人口 (万人)	956	902	954	906	888	870	853	836	819
yoy	-10%	-6%	6%	-5%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
一段	983	916	941	918	893	875	857	840	823
二段	1,036	943	915	942	902	884	866	849	832
三段	2,467	2,142	1,938	1,857	1,858	1,827	1,777	1,741	1,706
婴配粉市场规模 (亿元)	1564	1400	1317	1301	1294	1286	1272	1261	1251
yoy		-10.4%	-6.0%	-1.2%	-0.6%	-0.6%	-1.1%	-0.9%	-0.9%
一段	428	374	376	369	362	360	358	354	350
yoy		-12.6%	0.5%	-1.7%	-1.9%	-0.6%	-0.6%	-1.1%	-1.1%
二段	445	401	384	396	385	380	376	372	368

yoy		-9.8%	-4.4%	3.3%	-2.9%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
三段	691	625	557	536	547	546	538	536	533
yoy		-9.5%	-10.9%	-3.9%	2.1%	-0.2%	-1.3%	-0.5%	-0.5%

数据来源：国家统计局，欧睿，东吴证券研究所

育儿补贴政策陆续出台，有望提振婴配粉需求。目前我国多地正在因地制宜探索实施生育补贴制度，补贴形式包括一次性补贴、按月发放的育儿补贴、延长产假、社保补贴等。部分地区刺激生育效果显著，如湖北省天门市在政策刺激下，2024 年出生人口同比增加 1050 人，同比增长 17%，远超全国平均出生率。2025 年 3 月 16 日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，提出研究建立育儿补贴制度，未来随着刺激生育政策逐步落地，行业需求有望进一步提振。公司是国产婴配粉龙头，未来有望受益。

表6：我国多地推出生育补贴

地区	发布时间	政策内容
云南省	2022.09	2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日对新出生并户口登记在云南的二孩、三孩分别发放 2000 元、5000 元的一次性生育补贴并按年度发放 800 元育儿补助
宁夏回族自治区	2023.05	对 2023 年 1 月 1 日以后按政策生育并落户宁夏的二孩、三孩家庭分别发放 2000 元、4000 元的一次性补贴，三孩家庭每月给予不少于 200 元的补贴至孩子满 3 周岁
四川省攀枝花市	2021.07	2021 年 6 月 12 日及以后，按政策生育二、三孩的攀枝花户籍家庭，每月每孩发放 500 元育儿补贴金，直至孩子 3 岁
浙江省杭州市	2023.08	1) 孕产补助：2023 年 1 月 1 日起怀孕/生产的杭州籍孕产妇，二孩、三孩分别给予一次性补助 2000、5000 元；2) 育儿补助：2023 年 1 月 1 日起生育二孩、三孩的并户口登记在杭州的二孩、三孩家庭分别给予一次性补助 5000、20000 元
山东省济南市	2023.01	2023 年 1 月 1 日以后生育并落户济南的二孩、三孩家庭每孩每月发放 600 元育儿补贴，直至孩子 3 周岁；对其中的最低生活保障、特困供养人员家庭、领取失业保险金期间的生育妇女每月加发 200 元育儿生育补贴。
湖北省天门市	2023.08	2023 年 9 月 1 日以后落户于天门市的二孩、三孩家庭分别享受 1000 元、3000 元的一次性奖励；给予 300 元分娩补贴；纳税人照护 3 岁以下婴幼儿子女的相关支出，按照每个婴幼儿每月 1000 元的标准定额扣除 2024 年初进一步细化为《关于鼓励生育的七条意见》，通过发放育儿补贴、减免孕育费用、保障产假待遇、强化住房保障、提供托育服务等措施提高居民生育意愿
内蒙古呼和浩特市	2025.03	(1) 育儿补贴项目：2025 年 3 月 1 日之后合法生育并落户呼和浩特市的家庭，生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元；生育二孩发放育儿补贴 5 万元，每年发放 1 万元直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴 10 万元，每年发放 1 万元直至孩子 10 周岁。(2) 产妇产妇“一杯奶”生育关怀行动：为新生儿在 25 年 3 月 1 日及以后出生，且落户呼市的产妇每人每天免费提供“一杯奶”，连续提供一年；审核通过后，产妇可获得价值 3000 元的电子券（伊利公司和蒙牛公司各 1500 元）。

数据来源：各地方政府网，呼和浩特卫健委，渔鑫发布公众号，东吴证券研究所

3.2. 飞鹤守擂婴配粉市场，对标海外集中度仍有提升空间

政策标准逐步升级，行业规范趋严。1983 年我国发布了首个婴配粉行业标准，2010 年前后我国婴配粉市场乱象频发，政策加强生产监管，防范质量安全问题。2016-2023 年我国婴配粉注册管理制度逐步确立并完善，2023 年 2 月 22 日起婴配粉新国标正式实施，对婴配粉的营养成分、标签标识等提出更高要求，进一步完善行业规范。

图39：1983-2023 年我国婴配粉标准政策逐步升级

时间	事件
1983年	中国发布了首个婴幼儿配方乳粉的行业标准《婴幼儿食品营养及卫生标准》
2016年	《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法》出台，规定中国境内生产销售和进口的婴幼儿配方乳粉产品配方均实行注册管理，限制每家已注册婴幼儿配方奶粉产品制造商注册最多三个产品系列
2018年	中国正式全面执行奶粉配方注册制，只有获得配方注册的企业才能继续销售
2019年	发改委颁布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》以增加在中国出售的国产婴幼儿配方奶粉比例，目标是使行业中国产奶粉维持60%的自给水平
2021年	国家卫健委发布婴幼儿奶粉新国标，对企业生产研发、配方科学性等要求更明确，过渡期为两年
2023年	中国婴幼儿配方奶粉新国标正式实施

数据来源：艾媒咨询，新华网，公司公告，东吴证券研究所

图40：我国婴配粉新旧国标可选择成分对比

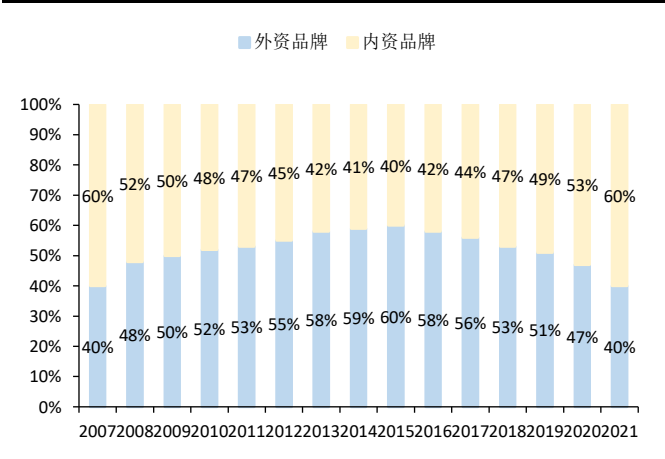
	新国标			旧国标	
每100kj	1段	2段	3段	1段	2/3段
硒/μg	必需成分		0.48-2.06	必需成分	0.48-1.90
锰/μg	必需成分		0.24-23.9	必需成分	0.25-24.0
胆碱/mg	必需成分		4.8-23.9		1.7-12.0
肌醇/mg		1.0-9.6			1.0-9.5
牛磺酸/mg		0.8-4.0			N.S.-3
左旋肉碱/mg		0.3-N.S.			0.3-N.S.
二十二碳六烯酸(DHA)/mg	3.6-9.6		N.S.-9.6		N.S.-总脂肪酸的0.5%
二十碳四烯酸(AA/ARA)/mg		N.S.-19.1			N.S.-总脂肪酸的1%
DHA:ARA	ARA>=DHA	无特别说明		ARA>=DHA	无特别说明
益生菌	>=10 ⁶ CFU/g (mL)			>=10 ⁶ CFU/g (mL)	

注：N.S.为没有特别说明，总脂肪酸指C4~C24脂肪酸的总和。

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

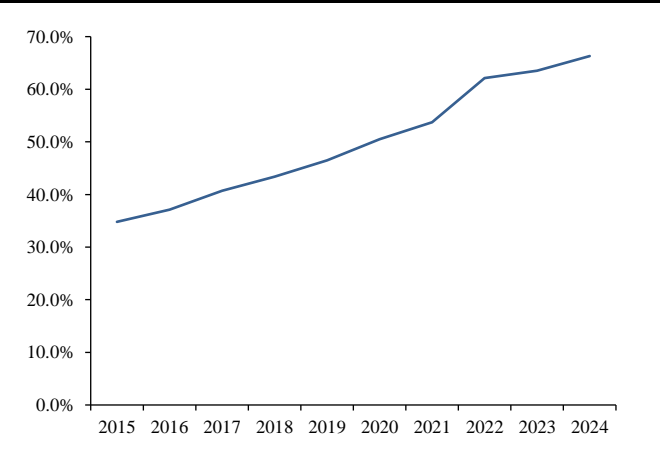
行业集中度持续提升，内资市占率回升。2008 年三聚氰胺事件重创消费者对内资奶粉品牌的信任度，外资品牌抓住机会积极抢占市场，市占率从 2007 年的 40%持续提升到 2015 年的 60%。2016 年以来婴配粉注册制度逐步完善，行业准入门槛提高，中小品牌出清推动行业集中度提升，以销售额计，我国婴配粉 CR5 从 2015 年的 34.8%提升到 2024 年的 66.3%。杂牌出清后内资品牌整体形象提升，消费者对内资品牌信任度提升，叠加内资品牌积极渠道下沉，内资品牌市占率反攻，2021 年内资品牌市占率重回 60%。

图41：2007-2021 年我国婴配粉市场内外资品牌市占率



数据来源：Statista，欧睿，东吴证券研究所

图42：2015-2024 年我国婴配粉 CR5（销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2019 年起飞鹤守擂婴配粉市场，对标海外，龙头份额仍有提升空间。凭借消费者对外资品牌的信任度+精耕超高端产品，2015-2018 年雀巢稳居我国婴配粉市场龙头地位。随着品牌力提升、渠道下沉效果显现，2019 年起飞鹤超越雀巢成为我国婴配粉龙头。受新国标下小品牌清库存、伊利等企业发力婴配粉等因素影响，2022-2024 年飞鹤市占率略有下降，但拆分年龄段看，市占率下滑更多是在二段和三段奶粉中，飞鹤在一段婴配粉中市占率仍在稳健提升，反映出公司品牌力坚挺。对比海外，2024 年日本/美国婴配粉龙头市占率分别为 39%/40%，CR4 分别为 89%/91%，强行业监管下婴配粉行业集中

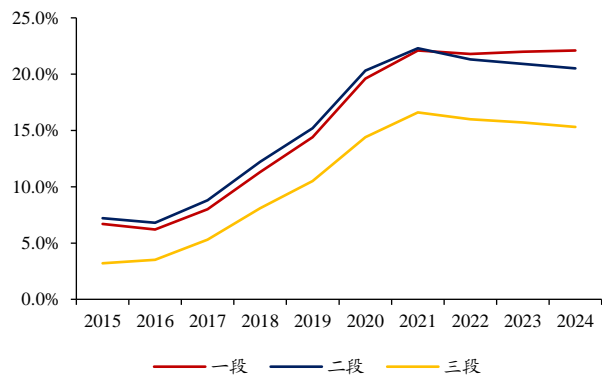
度高于我国。未来随着行业监管力度强化、龙头产品渠道竞争力提升，我们认为我国婴配粉格局有望进一步集中，龙头飞鹤有望受益。

表7：2015-2024 年我国婴配粉市场格局（销售额计）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
飞鹤	5.3%	5.1%	7.0%	9.9%	12.6%	16.9%	18.9%	18.3%	17.9%	17.5%
伊利	5.4%	4.8%	4.8%	5.1%	5.7%	5.9%	6.6%	13.4%	14.9%	16.3%
达能	6.3%	7.5%	9.5%	9.8%	10.0%	10.0%	10.9%	12.7%	14.0%	15.0%
雀巢	12.9%	13.9%	13.9%	12.9%	12.5%	11.3%	10.3%	10.3%	9.8%	9.9%
皇家菲仕兰	4.9%	5.8%	5.5%	5.3%	4.7%	4.7%	5.2%	5.9%	6.8%	7.6%
君乐宝					5.7%	6.4%	7.0%	7.4%	6.9%	6.8%
美赞臣								5.9%	5.8%	5.7%
合生元			3.2%	.4%	3.6%	3.6%	3.6%	3.8%	3.5%	3.3%
A2	0.1%	0.3%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	1.6%	1.9%	2.4%	2.9%
贝因美	4.6%	2.8%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
蒙牛	3.1%	2.9%	3.8%	5.5%	1.5%	1.7%	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%
完达山	2.2%	2.0%	1.6%	1.3%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%
其他	55.2%	54.9%	47.9%	43.9%	39.3%	34.7%	31.3%	16.3%	14.2%	11.6%

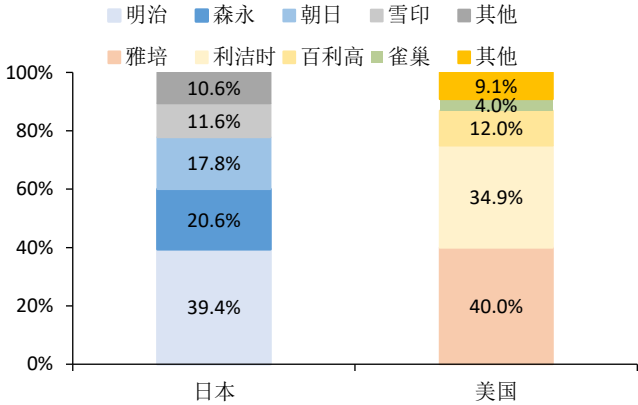
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图43：2015-2024 年飞鹤一段/二段/三段婴配粉市占率



数据来源：欧睿，东吴证券研究所；注：销售额计

图44：2024 年日本/美国婴配粉市场格局（销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

3.3. 公司加码渠道管控，星飞帆系列成长势能强劲

2022 年以来持续加码渠道管控，当前渠道库存良性。2021 年公司渠道库存承压，对此，公司从 2022 年起开始实行新鲜战略，将市场健康度、产品新鲜度纳入品牌建设。2022 年 5 月公司上线内码系统，2023 年 5 月公司推行数字化门店，2024 年 2 月公司推行电子围栏机制，渠道管控逐步升级。公司交流反馈，截止到 2025 年 3 月，公司渠道

良性，同比改善，渠道改革效果显著。

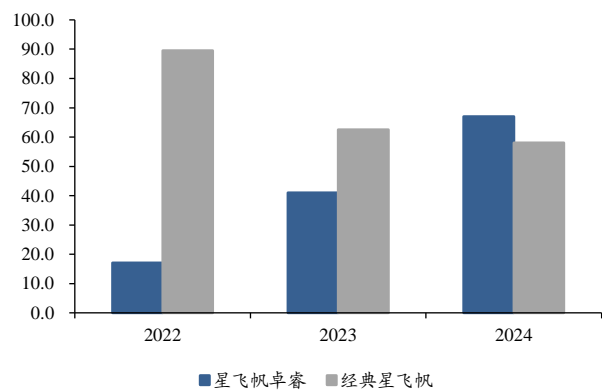
表8: 2022-2024 年飞鹤主要渠道管理措施

时间	策略	目的
2022 年 5 月	上线内码系统，在铝箔 D 型区印上二维码；同时提高了扫码激励，在以往积分兑好礼的福利基础上，增加额外可 100% 获得现金红包，金额最高达 188 元	防止产品窜货、提高消费者粘性
2023 年 5 月	推行数字化门店，门店不陈列实体产品，只陈列空罐做展示用，消费者通过门店专属二维码下单，第二天由代理商完成配送；交易系统在星妈优选中完成，价格和促销统一，	控制终端库存，维护价盘，减轻门店压力，刺激门店开新客
2024 年 2 月	推行电子围栏机制，对每罐奶粉设置销售区域的地理范围，消费者在扫码时系统自动获取扫码设备位置信息，并将其与奶粉销售区域比对，如果扫码地点超出预设范围，消费者将无法领取红包奖励，品牌方也可能对经销商进行调查	打击窜货

数据来源：公司交流，东吴证券研究所

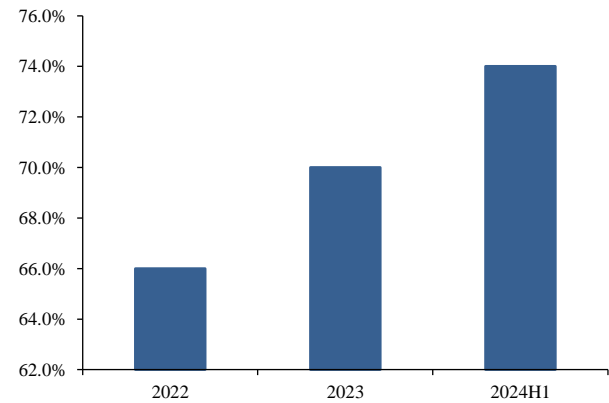
星飞帆卓字系列放量推动收入增长，毛利率逐步优化。近年来公司发力更高价格带产品星飞帆卓字系列，2024 年星飞帆卓睿/卓耀/卓护收入高增，其中星飞帆卓睿体量超过经典星飞帆，成为公司收入核心产品。盈利能力方面，随着星飞帆卓睿产品认知度提升，公司逐步降低星飞帆卓睿买赠力度，2022-2024 年星飞帆卓睿毛利率快速提升，推动公司毛利率改善。未来随着星飞帆系列持续推新，公司超高端产品增长潜力可期。

图45: 2022-2024 年星飞帆卓睿/经典星飞帆收入(亿元)



数据来源：公司交流，东吴证券研究所

图46: 2022-2024H1 星飞帆卓睿毛利率



数据来源：公司交流，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

收入及毛利率预测:

- 1、 婴配粉业务:** 超高端婴配粉快速扩张推动公司 25-27 年婴配粉收入稳健增长；超高端婴配粉毛利率提升+收入占比提升推动 25-27 年婴配粉毛利率持续改善。
- (1) **超高端婴配粉:** (a) **收入:** 行业高端化趋势显著，当前公司渠道库存健康，未来随着星飞帆系列持续推新，星飞帆卓睿等产品放量，预计 2025-2027 年超高端婴配粉收入有望维持双位数增长；(b) **毛利率:** 随着品牌认知度提升，星飞帆卓字系列等产品买赠力度有望持续收缩，推动 25-27 年毛利率稳健提升。
- (2) **高端&普通婴配粉:** (a) **收入:** 25 年行业需求边际改善，26-27 年受出生人口下降影响行业规模略有收缩，公司聚焦超高端产品，预计 25-27 年高端/普通婴配粉收入持续下降；(b) **毛利率:** 公司是婴配粉龙头，品牌力、渠道力强劲，预计 25-27 年高端/普通婴配粉毛利率维稳。
- 2、 其他乳制品&营养保健品:** (1) **收入:** 成人粉业务稳健扩张有望推动 25-27 年公司其他乳制品收入持续增长；随着海外业务逐步稳定，公司营养保健品业务有望稳健增长；(2) **毛利率:** 随着其他乳制品/营养保健品业务布局逐步成熟，预计 25-27 年其他乳制品/营养保健品业务毛利率维稳。
- 3、 营业总收入及毛利率:** 综合婴配粉等业务表现，我们预计 25-27 年公司收入分别为 221.7/236.3/251.7 亿元，同比+6.9%/+6.6%/+6.5%；预计 25-27 年毛利率分别为 66.9%/67.3%/67.9%，同比+0.5/+0.5/+0.6pct。

表9：2023-2027E 公司收入及毛利率预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19532.2	20748.6	22173.5	23631.6	25165.7
yoy	-8.3%	6.2%	6.9%	6.6%	6.5%
毛利率	64.8%	66.3%	66.9%	67.3%	67.9%
1、 婴配粉业务	17876.8	19061.6	20409.2	21817.8	23301.0
yoy	-10.3%	6.6%	7.1%	6.9%	6.8%
收入占比	91.5%	91.9%	92.0%	92.3%	92.6%
毛利率	69.4%	71.3%	71.7%	72.1%	72.6%
(1) 超高端婴配粉	12338.8	14358.0	15969.3	17736.8	19718.2
yoy	-1.8%	16.4%	11.2%	11.1%	11.2%
收入占比	63.2%	69.2%	72.0%	75.1%	78.4%
毛利率	72.6%	73.6%	73.7%	73.7%	73.8%
(2) 高端婴配粉	4258.0	3981.6	3862.2	3630.5	3267.4
yoy	-24.0%	-6.5%	-3.0%	-6.0%	-10.0%

收入占比	21.8%	19.2%	17.4%	15.4%	13.0%
毛利率	62.6%	67.4%	67.4%	67.4%	67.4%
(3) 普通婴配粉	1279.4	722.0	577.6	450.6	315.4
yoy	-32.0%	-43.6%	-20.0%	-22.0%	-30.0%
收入占比	6.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
毛利率	61.5%	46.8%	47.0%	47.0%	47.0%
2、其他乳制品	1423.7	1514.0	1589.7	1637.4	1686.6
yoy	23.4%	6.3%	5.0%	3.0%	3.0%
收入占比	7.3%	7.3%	7.2%	6.9%	6.7%
毛利率	8.3%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
3、营养补充剂	231.7	172.9	174.7	176.4	178.2
yoy	2.8%	-25.4%	1.0%	1.0%	1.0%
收入占比	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
毛利率	57.5%	57.3%	57.3%	57.3%	57.3%

数据来源：Wind，公司交流，东吴证券研究所

利润预测：

- 销售费用率：**25 年公司推进 12 亿元生育补贴计划，预计销售费用率略有提升；随着公司品牌力持续提升，预计 26-27 年销售费用率略有缩减。
- 生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损占收入比重：**25-27 年乳制品行业供需有望持续改善，公司并表子公司原生态牧业有望受益，预计 25-27 年该科目对利润的负面影响有望持续收窄。
- 归母净利率：**毛利率改善+生物资产公允价值变动改善有望推动公司净利率提升，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 38.7/42.9/47.3 亿元，同比 +8.4%/+11%/+10.2%，归母净利率分别为 17.45%/18.17%/18.81%，同比 +0.2/+0.7/+0.6pct。

表10：2023-2027E 公司归母净利润（百万元）及盈利能力预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	-34.3%	-34.6%	-35.4%	-35.1%	-34.9%
管理费用率	-9.0%	-8.1%	-8.1%	-8.1%	-8.1%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损占收入比重	-3.8%	-3.0%	-2.2%	-1.7%	-1.4%
归母净利润	3390.0	3570.1	3869.6	4294.6	4733.6
yoy	-31.4%	5.3%	8.4%	11.0%	10.2%
归母净利率	17.36%	17.21%	17.45%	18.17%	18.81%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

中国婴配粉龙头，首次覆盖给予“买入”评级。公司是国内婴配粉龙头，25 年行业

需求有望边际改善，星飞帆系列成长势能强劲，我们预计 25-27 年公司收入分别为 221.7/236.3/251.7 亿元，同比+6.9%/+6.6%/+6.5%；预计 25-27 年公司归母净利润分别为 38.7/42.9/47.3 亿元，同比+8.4%/+11%/+10.2%，对应 PE 分别为 13/11/10x，以 24 年分红率 76%和 24 年归母净利润为基础计算，当前公司股息率 5.6%，股息率优益。我们选取乳制品企业伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、光明乳业、澳优为可比公司，25-27 年公司估值低于可比公司，低估值高股息，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：可比公司估值对比（截止到 2025 年 5 月 16 日）

	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600887.SH 伊利股份	190,913	8452.9	11,114	12,134	12,823	22.6	17.2	15.7	14.9
002946.SZ 新乳业	14,993	537.7	678	813	942	27.9	22.1	18.4	15.9
600597.SH 光明乳业	11,565	722.0	536	598	673	16.0	21.6	19.4	17.2
2319.HK 蒙牛乳业	66,397	104.5	5,301	6,107	6,817	635.3	12.5	10.9	9.7
1717.HK 澳优	3,181	236.0	295.8	345.8	391.9	13.5	10.8	9.2	8.1
平均						143.1	16.8	14.7	13.2
6186.HK 中国飞鹤	48,627	3,570	3,870	4,295	4,734	13.6	12.6	11.3	10.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所；伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤均为自有预测，其余均为 Wind 一致预期；相关数据货币单位均为人民币，港元汇率为 2025 年 5 月 16 日的 0.921

5. 风险提示

竞争加剧风险：若竞争加大投放力度，公司费用投放策略或有调整，盈利能力将受影响。

食品安全问题：食品安全或产品质量事件将导致公司品牌受损，销售受到冲击。

原材料价格波动较大：原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。

出生人口大幅下降：公司主业是婴配粉，若出生人口大幅下降，公司业绩将会受到冲击。

中国飞鹤三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,248.59	26,397.01	30,990.52	35,998.70	营业总收入	20,748.55	22,173.55	23,631.64	25,165.69
现金及现金等价物	7,214.61	12,241.74	17,149.28	22,472.04	营业成本	6,983.75	7,347.99	7,716.30	8,070.55
应收账款及票据	395.22	369.56	393.86	419.43	销售费用	7,181.22	7,849.44	8,294.71	8,782.83
存货	2,153.95	2,265.63	2,379.19	2,488.42	管理费用	1,681.26	1,796.06	1,914.16	2,038.42
其他流动资产	12,484.82	11,520.07	11,068.19	10,618.81	研发费用	585.14	0.00	0.00	0.00
非流动资产	13,477.12	13,424.23	13,333.01	13,254.01	其他费用	146.32	155.21	165.42	176.16
固定资产	9,465.87	9,106.83	8,762.16	8,431.27	经营利润	4,756.00	5,024.85	5,541.05	6,097.73
商誉及无形资产	146.38	238.52	277.98	315.86	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	120.36	134.36	148.36	162.36	利息支出	44.65	44.35	47.26	50.33
其他长期投资	640.53	740.53	840.53	940.53	其他收益	838.38	1,008.24	1,145.91	1,271.13
其他非流动资产	3,103.98	3,203.98	3,303.98	3,403.98	利润总额	5,549.73	5,988.74	6,639.70	7,318.53
资产总计	35,725.71	39,821.23	44,323.53	49,252.71	所得税	1,895.61	2,036.17	2,257.50	2,488.30
流动负债	6,591.03	6,747.61	6,881.34	6,993.91	净利润	3,654.12	3,952.57	4,382.20	4,830.23
短期借款	514.80	524.80	534.80	544.80	少数股东损益	84.00	83.00	87.64	96.60
应付账款及票据	1,565.16	1,632.89	1,714.73	1,793.46	归属母公司净利润	3,570.13	3,869.57	4,294.56	4,733.63
其他	4,511.07	4,589.92	4,631.80	4,655.65	EBIT	5,594.37	6,033.09	6,686.97	7,368.86
非流动负债	1,727.29	1,777.29	1,827.29	1,877.29	EBITDA	6,171.72	6,419.98	7,062.18	7,731.87
长期借款	485.05	535.05	585.05	635.05					
其他	1,242.24	1,242.24	1,242.24	1,242.24					
负债合计	8,318.32	8,524.91	8,708.63	8,871.20					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,474.20	1,557.20	1,644.85	1,741.45	每股收益(元)	0.39	0.43	0.47	0.52
归属母公司股东权益	25,933.19	29,739.12	33,970.05	38,640.05	每股净资产(元)	2.86	3.28	3.75	4.26
负债和股东权益	35,725.71	39,821.23	44,323.53	49,252.71	发行在外股份(百万股)	9,067.25	9,067.25	9,067.25	9,067.25
					ROIC(%)	13.13	13.11	12.78	12.42
					ROE(%)	13.77	13.01	12.64	12.25
					毛利率(%)	66.34	66.86	67.35	67.93
					销售净利率(%)	17.21	17.45	18.17	18.81
					资产负债率(%)	23.28	21.41	19.65	18.01
					收入增长率(%)	6.23	6.87	6.58	6.49
					净利润增长率(%)	5.31	8.39	10.98	10.22
					P/E	13.62	12.57	11.32	10.27
					P/B	1.88	1.64	1.43	1.26
					EV/EBITDA	6.37	5.83	4.62	3.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年5月16日的0.921,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>