



中国飞鹤 (6186.HK): 1H25 业绩不及预期, 四大因素令我们下调至“持有”

飞鹤于7月4日收市后发布了1H25盈利预警, 并预计1H25收入同比下滑8%-10%至人民币91-93亿元, 归母净利润同比下滑36%-47%至人民币10-12亿元。公司解释收入下滑的原因包括4月推出的生育补贴造成终端购买需求降低, 以及公司再次主动清理渠道库存(从之前的1.5个月降至0.5个月), 而净利润下滑主要是由于(1)政府补贴的减少, (2)喷粉带来的减值损失, 以及(3)收入下滑带来的负杠杆。考虑到以下几点因素, 我们决定将飞鹤从“买入”下调至“持有”评级, 并下调目标价至4.88港元:

- (一) 2025年全年业绩目标较为挑战:** 公司预期2025全年收入同比增长低单位数, 这意味着2H25的收入增长至少要达到双位数。需要留意的是:(1)生育补贴从4月开始实施, 对2H25收入的影响可能大于1H25, (2)公司从5月开始清理渠道库存, 预计持续至8月才结束。换言之, 上半年影响公司收入表现的两大因素将在下半年持续。因此, 我们认为飞鹤2H25的收入趋势环比1H25较难有大幅好转。尽管公司有望通过降本增效来维持费用率的稳定, 我们担心政府补贴减少以及喷粉带来的减值可能在2H25继续影响公司的净利率。
 - (二) 股息率和股权回购不具备吸引力:** 公司宣布2025年总派息不少于人民币20亿元, 意味着股息率为5%出头(按今日收盘价计算)。基于公司当前的估值(15.5x2025 P/E)以及行业增速, 我们认为公司目前的股息率不具备吸引力。尽管公司宣布从现在起至2025年底将使用至少人民币10亿元的金额回购不超过10%的总股份, 但公司并不会对回购后的股份进行注销, 而是会用于日后对员工的股权激励。这意味着此次股权回购并不会使股权集中度提升, 对股价不会有显著的正向帮助。
 - (三) 市场对公司的信任度可能进一步下降:** 公司2024全年收入同比增长6%, 低于2024年中期给出的全年双位数收入增长的指引, 而1H25收入同比下滑8%-10%, 远低于公司今年3月交流时的2025年全年收入增长不低于2024年的指引。飞鹤连续收入表现不及公司指引可能影响市场对公司的信任度, 令投资情绪下降。
 - (四) 行业前景不容乐观:** 尽管飞鹤在中国婴配粉行业的品牌力依然处于领导地位, 但生育率下降所带来的人口结构性挑战令行业整体前景堪忧。终端需求下滑可能导致行业竞争进一步加剧, 对飞鹤长期价盘的稳定带来潜在的风险。
- 投资风险:** 行业竞争加剧; 星飞帆品牌力下降; 原材料成本大幅上升。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532	20,749	19,163	19,843	20,414
同比变动 (%)	-8.3%	6.2%	-7.6%	3.5%	2.9%
核心归母净利润	4,083	4,274	3,338	3,393	3,442
同比变动 (%)	-23.6%	4.7%	-21.9%	1.6%	1.5%
PE (X)	11.8	11.2	15.5	13.2	13.0
ROE (%)	13.9%	14.0%	9.8%	11.2%	11.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

2025年7月7日

评级

持有

目标价 (港元)	4.88
潜在升幅/降幅	+3.2%
股息率	5.2%
预期总回报	+8.4%
目前股价 (港元)	4.73
52周内股价区间(港元)	3.39-7.38
总市值 (百万港元)	42,888
近3月日均成交额(百万港元)	207

注: 截至2025年7月7日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 中国飞鹤

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532	20,749	19,163	19,843	20,414
同比	-8.3%	6.2%	-7.6%	3.5%	2.9%
营业成本	-6,869	-6,984	-6,605	-6,877	-7,140
毛利润	12,663	13,765	12,558	12,965	13,274
毛利率	64.8%	66.3%	65.5%	65.3%	65.0%
销售费用	-6,709	-7,181	-7,195	-7,465	-7,680
管理费用	-1,762	-1,681	-1,668	-1,700	-1,731
其他经营收入及收益	1,559	1,319	745	1,023	1,026
经营利润	5,751	6,221	4,439	4,823	4,889
经营利润率	29.4%	30.0%	23.2%	24.3%	23.9%
财务费用	-758	-627	-362	-262	-262
其他营业外收入(支出)	-758	-627	-362	-262	-262
税前利润	4,850	5,550	4,047	4,530	4,597
所得税	-1,560	-1,896	-1,416	-1,450	-1,471
所得税率	-32.2%	-34.2%	-35.0%	-32.0%	-32.0%
净利润	3,290	3,654	2,631	3,081	3,126
减: 少数股东损益	100	-84	-60	-71	-72
归母净利润	3,390	3,570	2,570	3,010	3,054
归母净利率	17.4%	17.2%	13.4%	15.2%	15.0%
同比	-31.4%	5.3%	-28.0%	17.1%	1.5%
核心归母净利润	4,083	4,274	3,338	3,393	3,442
核心归母净利率	20.9%	20.6%	17.4%	17.1%	16.9%
同比	-23.6%	4.7%	-21.9%	1.6%	1.5%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,441	9,321	8,764	9,876	10,962
应收票据及应收账款	431	395	376	402	425
预付款项	695	669	617	639	658
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	2,258	2,154	2,098	2,133	2,184
其他流动资产	8,729	9,710	9,710	9,710	9,710
流动资产合计	22,554	22,249	21,565	22,760	23,939
固定资产	9,494	9,497	9,411	9,239	9,034
使用权资产	395	359	352	332	313
生物资产	2,253	2,340	2,340	2,340	2,340
无形资产	16	14	14	14	14
商誉	112	112	112	112	112
递延所得税资产	402	348	321	333	342
其他非流动资产	968	807	1,807	1,807	1,807
非流动资产合计	13,640	13,477	14,357	14,178	13,963
短期借款	505	515	515	515	515
应付票据及应付账款	1,838	1,565	1,609	1,676	1,740
租赁负债	87	27	27	27	27
应交税费	291	383	353	366	376
其他应付款	4,661	4,101	3,788	3,922	4,035
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,382	6,591	6,293	6,506	6,693
长期借款	873	485	485	485	485
其他应付款	621	706	652	675	694
租赁负债	171	54	54	54	54
应交税费	813	483	446	462	475
非流动负债合计	2,478	1,727	1,636	1,675	1,708
股本	0	0	0	0	0
储备	24,945	25,933	26,447	27,139	27,811
少数股东权益	1,389	1,474	1,535	1,605	1,677
所有者权益合计	26,334	27,407	27,982	28,745	29,489

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,850	5,550	4,047	4,530	4,597
固定资产折旧	579	624	736	771	806
无形资产摊销	2	2	0	0	0
使用权资产折旧	27	23	35	35	35
财务费用	53	45	30	30	30
公允价值溢利和损失	-100	-91	0	0	0
存货的减少	-302	29	56	-35	-51
经营性应收项目的减少	-168	23	70	-47	-42
经营性应付项目的增加	-59	-758	-323	224	196
税务费用	-1,852	-2,080	-1,456	-1,433	-1,457
其他	1,114	813	-30	-30	-30
经营活动产生的现金流量净额	4,145	4,179	3,165	4,045	4,084
资本开支	-645	-672	-666	-616	-616
投资支付的现金和结构性存款	1,648	-132	161	-69	-58
取得于子公司及其他营业单位支付的现金	0	-12	0	0	0
其他	-616	-500	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	387	-1,317	-505	-685	-674
取得借款收到的现金	56	-378	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-127	-18	0	0	0
偿还债务支付的现金	-81	-36	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,553	-2,600	-2,056	-2,318	-2,382
筹资活动产生的现金流量净额	-2,705	-3,032	-3,056	-2,318	-2,382
现金及现金等价物净增加额	1,909	-296	-396	1,043	1,028
期初现金及现金等价物余额	5,579	7,447	7,215	6,819	7,862
期末现金及现金等价物余额	7,447	7,215	6,819	7,862	8,889

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.37	0.39	0.28	0.33	0.34
每股销售额	2.15	2.29	2.12	2.19	2.25
每股股息	0.26	0.30	0.23	0.26	0.26
同比变动					
收入	-8.3%	6.2%	-7.6%	3.5%	2.9%
经营溢利	-19.0%	8.2%	-28.6%	8.6%	1.4%
归母净利润	-31.4%	5.3%	-28.0%	17.1%	1.5%
费用与利润率					
毛利率	64.8%	66.3%	65.5%	65.3%	65.0%
经营利润率	29.4%	30.0%	23.2%	24.3%	23.9%
归母净利率	17.4%	17.2%	13.4%	15.2%	15.0%
回报率					
平均股本回报率	13.9%	14.0%	9.8%	11.2%	11.1%
平均资产回报率	9.7%	10.2%	7.3%	8.5%	8.4%
资产效率					
应收账款周转天数	8.1	7.3	7.3	7.2	7.4
库存周转天数	113.0	115.3	117.5	112.3	110.3
应付账款周转天数	96.0	88.9	88.9	88.9	88.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.1	3.4	3.4	3.5	3.6
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
负债/权益	37.4%	30.4%	28.3%	28.5%	28.5%
估值					
市盈率 (x)	11.8	11.2	15.5	13.2	13.0
市销率 (x)	2.0	1.9	2.1	2.0	2.0
股息率	5.9%	6.8%	5.2%	5.8%	6.0%

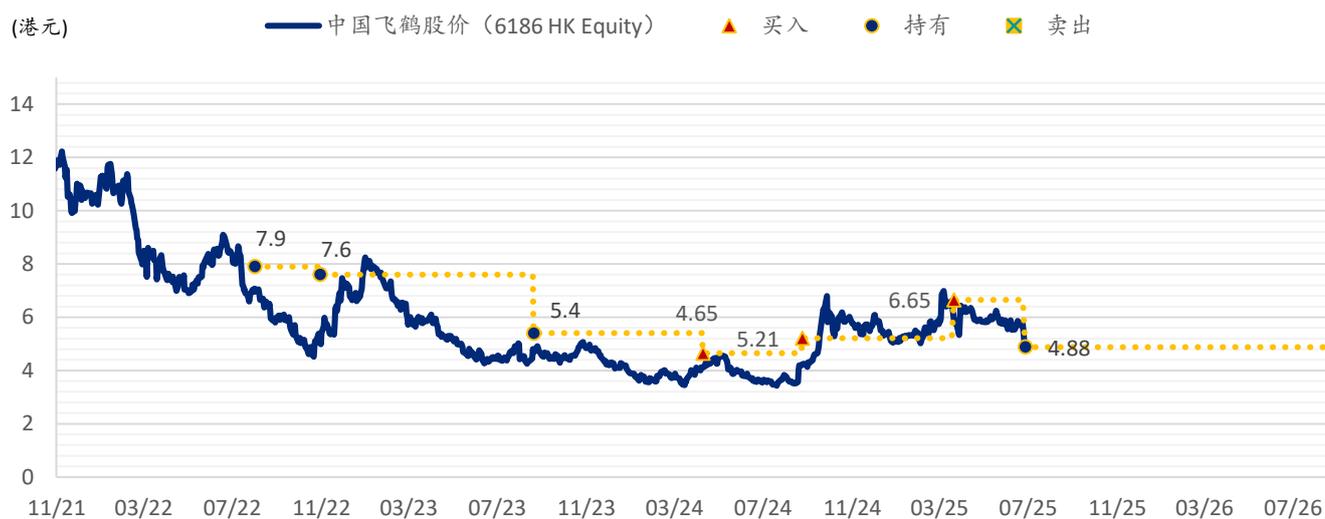
图表 2: SPDBI 财务预测变动: 中国飞鹤 (6186.HK)

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	21,817	22,790	23,654
新预测	19,163	19,843	20,414
变动	-12.2%	-12.9%	-13.7%
归母净利润			
旧预测	3,944	4,285	4,515
新预测	2,570	3,010	3,054
变动	-34.8%	-29.8%	-32.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 中国飞鹤 (6186.HK)



注: 截至 2025 年 7 月 7 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

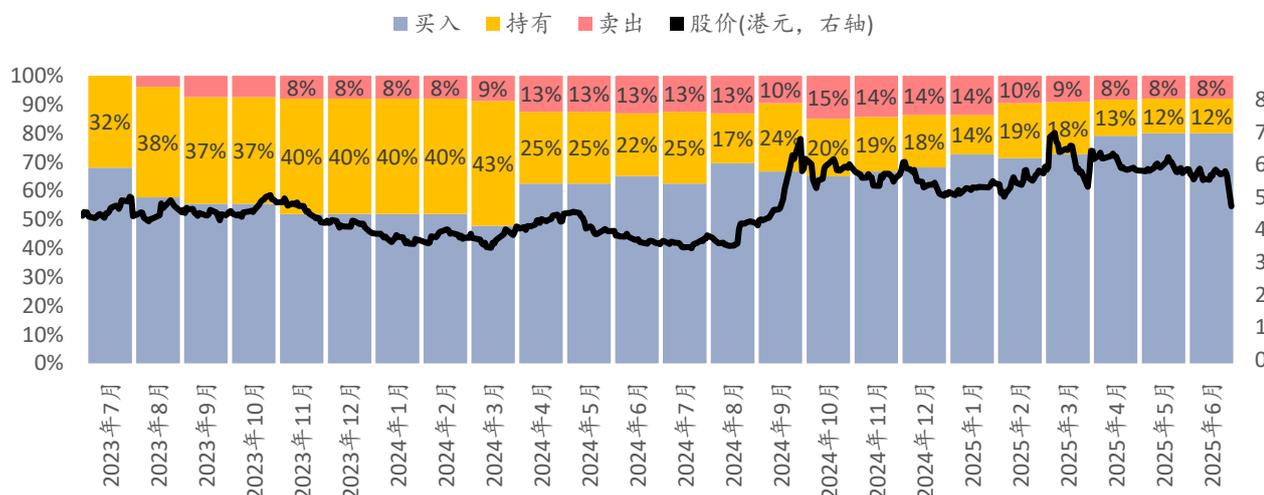
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.7	持有	18.31	2025 年 7 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	91.0	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.08	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	45.8	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	370.6	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.7	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.3	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.2	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.5	买入	43.2	2025 年 6 月 9 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.2	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.1	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.0	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.8	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.3	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.0	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.7	持有	4.88	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	259.0	买入	293.9	2025 年 6 月 23 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	1035.0	买入	1198.0	2025 年 7 月 4 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	81.5	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	58.5	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	80.8	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.4	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	43.8	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	33.8	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.2	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.0	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.1	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	475.2	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	58.7	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.4	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 7 月 7 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 3 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

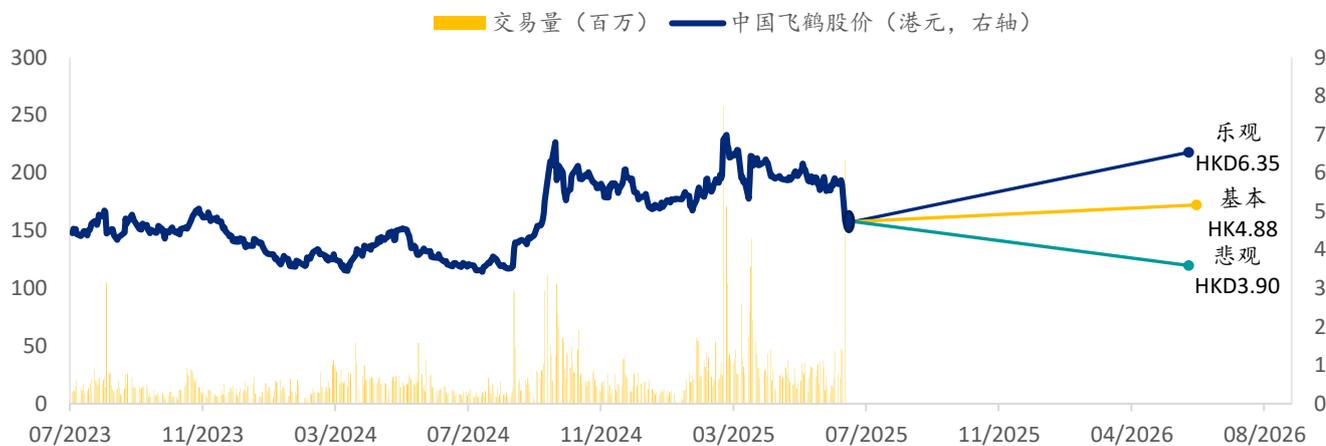
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 中国飞鹤 (6186.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 中国飞鹤 (6186.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 6.35 港元

概率: 25%

- 2025 年超高端业务收入同比增长 15%;
- 产品结构优化, 2025 年公司毛利率同比增长 50bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2025 年同比下降 50bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 3.90 港元

概率: 20%

- 2025 年超高端业务收入同比增长 5%;
- 产品结构变差, 2025 年公司毛利率同比持平;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2025 年同比下降 100bps。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

