

公司研究

上半年收入利润承压，分红回购力度加大

——中国飞鹤（6186.HK）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：4.39 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebcscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebcscn.com

市场数据

总股本(亿股)	90.67
总市值(亿港元):	398.05
一年最低/最高(港元):	3.43/7.18
近 3 月换手率(%):	29.02

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.50	-49.64	-24.83
绝对	-10.05	-41.18	16.16

资料来源：Wind

相关研报

政府补助减少拖累 24H2 利润，开始实施全龄营养战略——中国飞鹤（6186.HK）2024 年年报点评（2025-04-01）

卓睿表现亮眼，沿海市场拓展顺利——中国飞鹤（6186.HK）2024 年半年度业绩点评（2024-08-30）

要点

事件：25H1 公司实现收入 91.50 亿元，同比-9.4%；实现归母净利润 10.00 亿元，同比-46.7%。

上半年收入同比下滑，市场份额保持行业第一。受出生率持续走低、行业内卷加剧及公司二季度主动去库存、超高端新品上市延迟等因素影响，25H1 行业整体面临压力，飞鹤亦受波及：上半年实现营业收入 91.5 亿元，同比-9.4%。尽管短期承压，飞鹤仍保持行业头部地位，25 年 6 月婴配粉全渠道市场占有率为 18.2%。行业虽延续消费升级趋势，健康高品质奶粉受青睐，但飞鹤超高端婴配粉短期受库存调整及新品延迟上市影响，收入增长承压：核心单品星飞帆卓睿收入同比下降低单位数，星飞帆卓耀收入同比下降双位数，下半年新品上市及库存调整完成后，超高端品类收入有望逐步恢复增长。

渠道建设方面，截至 25H1，1）线下：公司主要通过全国 2700 多名线下客户（覆盖约 70000 个零售销售点）开展线下业务，1-6 月线下交付效率明显提升，同时累计开展超 38 万场线下面对面活动，强化消费者触达。2）线上：星妈会会员平台访问量超 4.3 亿次，公众号互动量超 2200 万，1-6 月通过消费者投稿及员工创作发布笔记超 8 万篇，总互动量接近 180 万次，线上线下协同推动渠道效能优化。

毛利率下滑拖累净利率，分红回购力度加大。1）25H1 公司整体毛利率为 61.6%，同比-6.3pcts，主要系低毛利率的原料粉（即全脂奶粉、脱脂奶粉及稀奶油）的销售收入占比增加。2）25H1 公司销售费用率为 34.7%，同比-0.3pcts，主要系广宣费用、线下活动费用及促销品开支减少。3）25H1 公司行政费用率约 8.5%，同比+1.1pcts，主要系员工薪酬增加。4）综合来看，25H1 公司整体净利率 11.3%，同比-7.7pcts。公司积极提升股东回报，提出 25 年拟投入不少于 10 亿资金回购股份（用于后续出售或股权激励），并承诺 25 年分派股息不少于 20 亿元（其中 25H1 宣派股息 10 亿元）。

公司响应启动生育补贴计划，并加速推进海外业务布局。25H1 国家出台多项生育支持政策，公司积极响应政策，25 年 3 月启动 12 亿元生育补贴计划，大部分补贴于二季度使用并计入上半年报表，同时推出“鹤礼 2.0”计划，通过整合市场开新客的小听、中听产品资源（无额外费用增加），提升复购率与新客开发效果，助力扩大客群范围。

从海外布局来看，25H1 海外业务收入约 1.1 亿元，北美、中东、东南亚市场稳步推进：加拿大市场产品进入超 1500 家大型超市，上半年门店数量环比快速增长，三段奶粉自上市以来收入平均月增长率达高双位数，加拿大工厂已通过 FDA 初审，下半年有望进入美国市场；菲律宾市场已上市婴配粉、儿童粉，在成功打开菲律宾市场后，飞鹤计划快速将成功经验复制至越南、印度尼西亚等潜力市场。未来 3-5 年，公司计划在海外市场取得一定占有率，对标国际标准提升品牌影响力。

下半年随着库存调整接近尾声，新品逐步上市，公司业绩有望环比改善。

盈利预测、估值与评级：考虑到婴配粉需求仍较疲软，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润分别至 30.05/35.27/38.35 亿元（分别下调 21%/15%/13%），当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 12x/10x/9x，飞鹤是国内奶粉行业中的绝对龙头，拥有强品牌力以及渠道把控力，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、行业竞争加剧、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	19,532	20,749	20,768	21,950	23,076
营业收入增长率	-8.3%	6.2%	0.1%	5.7%	5.1%
归母净利润 (百万元)	3,390	3,570	3,005	3,527	3,835
归母净利润增长率	-31.4%	5.3%	-15.8%	17.4%	8.7%
EPS (元)	0.37	0.39	0.33	0.39	0.42
ROE	13.59%	13.77%	10.65%	11.33%	11.20%
P/E	11	10	12	10	9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2025-08-29, 1HKD=0.9116CNY

财务报表与盈利预测

利润表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532,203	20,748,550	20,767,911	21,950,158	23,075,945
营业成本	-6,868,850	-6,983,747	-7,681,036	-7,722,694	-7,976,211
营业毛利	12,663,353	13,764,803	13,086,875	14,227,464	15,099,735
销售费用	-6,709,067	-7,181,223	-7,164,929	-7,550,854	-7,938,125
行政费用	-1,762,049	-1,681,261	-1,744,505	-1,799,913	-1,846,076
其他收益净额	1,659,531	1,465,058	1,391,805	1,322,215	1,256,104
其他开支	-100,862	-146,322	-146,322	-146,322	-146,322
EBITDA	5,466,165	6,228,224	5,354,022	6,126,217	6,579,111
折旧及摊销	-562,741	-633,852	-656,047	-655,414	-654,789
EBIT	4,903,424	5,594,372	4,697,975	5,470,803	5,924,322
财务开支净额	-53,132	-44,646	-44,688	-47,232	-49,654
EBT	4,850,292	5,549,726	4,653,288	5,423,571	5,874,668
所得税	-1,559,940	-1,895,606	-1,589,412	-1,852,516	-2,006,595
净利润 (含少数股东损益)	3,290,352	3,654,120	3,063,876	3,571,056	3,868,072
净利润 (不含少数股东损益)	3,390,009	3,570,125	3,005,079	3,526,958	3,834,999
股本 (千股)	9,067,252	9,067,252	9,067,252	9,067,252	9,067,252
EPS (元)	0.37	0.39	0.33	0.39	0.42

资产负债表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产:	22,554,271	22,248,591	26,676,545	29,049,078	33,536,625
现金及现金等价物	10,440,941	9,321,222	10,600,573	11,819,317	13,168,338
存货	2,258,059	2,153,945	2,475,720	2,179,054	2,628,525
贸易及其他应收款项	431,184	395,219	278,516	433,572	315,038
其他流动资产	9,424,087	10,378,205	13,321,735	14,617,135	17,424,724
非流动资产:	13,640,407	13,477,115	12,568,172	12,557,064	12,546,080
固定资产/PP&E	9,494,034	9,496,701	9,493,767	9,490,834	9,487,902
无形资产	112,402	112,402	112,402	112,402	112,402
权益性投资	99,866	120,356	120,356	120,356	120,356
土地使用权	395,097	359,015	352,424	345,954	339,603
其他非流动资产	3,539,008	3,388,641	2,489,222	2,487,517	2,485,817
总资产	36,194,678	35,725,706	39,244,716	41,606,142	46,082,705
流动负债:	7,382,230	6,591,030	7,724,061	7,072,509	8,339,927
贸易及其他应付款项	1,838,223	1,565,160	2,474,009	1,587,066	2,607,324
短期借贷	504,914	514,804	514,804	514,804	514,804
其他流动负债	5,039,093	4,511,066	4,735,248	4,970,639	5,217,799
非流动负债:	2,478,102	1,727,291	1,775,796	1,829,152	1,887,844
长期借贷	872,836	485,054	533,559	586,915	645,607
其他非流动负债	1,605,266	1,242,237	1,242,237	1,242,237	1,242,237
经营性负债合计	9,860,332	8,318,321	9,499,857	8,901,662	10,227,771
股本	1	1	1	1	1
储备	24,944,858	25,933,185	28,211,862	31,127,387	34,244,767
股东权益合计(不含少数股东权益)	24,944,859	25,933,186	28,211,863	31,127,388	34,244,768
少数股东权益	1,389,487	1,474,199	1,532,996	1,577,093	1,610,166
股东权益合计(含少数股东权益)	26,334,346	27,407,385	29,744,859	32,704,481	35,854,934

负债及股东权益总计	36,194,678	35,725,706	39,244,716	41,606,142	46,082,705
-----------	------------	------------	------------	------------	------------

现金流量表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,145,346	4,179,313	4,614,453	3,681,428	5,422,489
除税前溢利	4,850,292	5,549,726	4,653,288	5,423,571	5,874,668
折旧摊销及减值	505,520	562,694	656,047	655,414	654,789
营运资本变化	-337,926	-705,358	875,401	-565,127	878,537
其他非现金调整	-872,540	-1,227,749	-1,570,282	-1,832,429	-1,985,505
投资活动现金流	386,697	-1,316,832	-2,657,206	-1,904,606	-3,414,540
资本性支出	667,694	726,002	642,985	642,479	641,979
其他投资活动产生的现金流量净额	-280,997	-2,042,834	-3,300,190	-2,547,085	-4,056,520
融资活动现金流	-2,705,301	-3,031,620	-677,897	-558,078	-658,927
债务变动	-29,008	-413,504	48,505	53,356	58,692
股本增加	-123,010	-18,152	-	-	-
支付股息	-2,553,283	-2,599,964	-726,402	-611,434	-717,619
其他融资活动产生的现金流	-	-	-	-	-
净现金流	1,826,742	-169,139	1,279,351	1,218,744	1,349,021

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP