

盈利短期承压，回购+分红筑建护城河

中国飞鹤(6186.HK)

评级：	买入	股票代码：	6186
上次评级：	买入	52周最高价/最低价(港元)：	6.99/3.43
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	522.27
最新收盘价(港元)：	3.98	自由流通市值(亿港元)	522.27
		自由流通股数(百万)	9,067.25

事件概述

25H1 公司营业收入 91.50 亿元，同比-9.4%；归母净利润 10.00 亿元，同比-46.7%。公司拟派发中期股息每股 0.1209 港元，合计人民币 10.0 亿元，以持续稳定的分红政策，回馈股东信任。

分析判断：

►主动去库存及新品上市延迟致收入下滑，Vitamin World 表现较好

25H1 公司营收下滑，主因出生率下降、市场竞争激烈背景下，公司主动去库存+提供生育补贴导致。分产品看，25H1 乳制品及营养补充剂产品/原料奶收入分别为 91.43/0.08 亿元，同比-9.1%/-79.8%。分区域看，25H1 公司在中国内地/美利坚合众国/加拿大实现收入分别为 90.41/0.91/0.39 亿元，同比-9.5%/+11.9%/-30.7%，美国地区主要收入来源 Vitamin World 的零售保健业务的门店和员工数量同比增加，业绩表现较好。

从渠道结构看，线下销售仍占乳制品总收益的 71.9%，通过全国 2700 多名线下客户覆盖约 70000 个零售销售点，显示了公司深厚的渠道根基。据经济观察报显示，尽管收入短期承压，但公司全渠道销量及市场份额继续稳居市场第一，行业龙头地位稳固。随着下半年众多新品上市以及有望获得美国市场加持，公司收入有望环比改善。

►喷粉拖累毛利率，盈利能力短期面临挑战

毛利端来看，25H1 毛利率为 61.6%，同比-6.3pct，主因原料粉（全脂奶粉、脱脂奶粉及稀奶油）销售收入占比增加。费用端来看，25H1 销售费用率为 34.7%，同比-0.3pct，主因广宣费用、线下活动费用及促销品开支减少，显示出公司在费用管控的成效；管理费用率为 8.5%，同比+1.2pct，主因员工薪酬增加。另外，公司因计息借款减少，财务成本显著减少 37.6%。利润端来看，25H1 其他收入因政府补助及利息收入减少等因素同比-37.4%；同时销售成本的上升进一步挤压了公司的利润空间，上半年公司的销售成本同比+8.4%。公司净利润为 10.3 亿元，同比-46.0%；净利率为 11.3%，同比-7.7pct，整体盈利能力面临挑战。我们认为随着渠道库存调整逐步完成，高端新品上市有望带动毛利率提升，叠加公司持续成本管控措施，盈利能力有望在下半年逐步修复。

►财务稳健积极回馈股东，科技创新+全球化布局彰显长期价值

据中报和中国证券报显示，截至 25H1，公司拥有现金及现金等价物 64.8 亿元，流动资产 204.3 亿元，流动比率上升至 3.85，资产负债率逐年降低，财务结构稳健。在回报资本市场上，始终秉持“长期主义”，据乐居财经显示，公司计划投入不少于 10 亿元进行股份回购（用于后续出售或股权激励），并承诺 25 年中期股息每股 0.1209 港元，合计约人民币 10 亿元，相当于净利润的 100%，全年股息总额不低于 20 亿元，真金白银筑牢股东回报护城河。

公司科技创新成果丰硕，据金融界网站显示，25 年初公司发布全球领先的“乳蛋白鲜萃提取科技”；获颁工业 4.0 智能工厂奖及世界级制造（WCM）中国最佳实践奖等，飞鹤从乳蛋白科技到 AI 全产业链，重塑产品竞争力。另外，面对国内市场竞争，飞鹤以“全球化”和“全生命周期产品布局”为双引擎驱动新增长。25H1 海外业务收入约 1.1 亿元，北美与东南亚市场均取得关键进展，新赛道打开增量空间。在北美市场，飞鹤凭借加拿大工厂获得生产执照，产品已进入超 1500 家商超，门店数上半年环比增长 270%，并通过美国 FDA 初审，有望下半年进入美国市场；在东南亚市场，飞鹤以菲律宾为首站推出符合欧盟标准的高端产品 AceKid，并计划复制至越南、印尼等新市场。我们认为随着政府生育政策持续出台，有望改善行业基本面。公司凭借科技创新与全

球化布局的长期价值增长曲线清晰可见。

投资建议

展望全年，我们判断行业竞争下半年仍处于激烈状态且政府补贴仍有不确定性。但随着品牌力提升与产品结构持续优化，且公司作为行业龙头确定性强、盈利有望改善。我们调整盈利预测：我们预测 25-27 年营业收入由 219.03/228.74/235.71 亿元下调至 191.1/196.7/203.3 亿元；25-27 年归母净利润由 38.78/41.49/43.52 亿元下调至 23.5/28.5/34.4 亿元；25-27 年 EPS 由 0.43/0.46/0.48 元下调至 0.26/0.31/0.38 元，2025 年 10 月 20 日收盘价 3.98 HKD 对应 P/E 分别为 15/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新生儿人口持续下降、高端产品上市延迟、政府补贴减少、食品安全问题、原奶及原材料价格波动、行业竞争加剧等风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19532.20	20748.55	19113.37	19674.07	20327.01
YoY (%)	-8.35%	6.23%	-7.88%	2.93%	3.32%
归母净利润(百万元)	3390.01	3570.13	2350.99	2852.89	3444.44
YoY (%)	-31.40%	5.31%	-34.15%	21.35%	20.74%
毛利率 (%)	64.83%	66.34%	60.90%	62.23%	63.02%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.26	0.31	0.38
ROE (%)	0.14	0.14	0.08	0.09	0.10
市盈率	11.54	13.97	15.35	12.65	10.48

资料来源：wind，华西研究所（收盘价使用港元计价，1 港元=0.9414 元人民币）

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20748.55	19133.37	19694.07	20347.01	净利润	3570.13	2350.99	2852.89	3444.44
YoY(%)	5.60%	-7.78%	2.93%	3.32%	折旧和摊销	577.35	453.06	430.40	408.88
营业成本	6983.75	7473.00	7430.00	7516.72	营运资金变动	-705.36	516.12	127.30	115.69
营业税金及附加					经营活动现金流	4179.31	3879.54	3827.82	4295.84
销售费用	7181.22	6307.41	6492.44	6707.91	资本开支	-1498.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	1681.26	1529.07	1475.56	1422.89	投资	-174.95	807.71	288.82	548.26
财务费用	44.65	-341.28	-300.00	-300.00	投资活动现金流	-1316.83	83.44	-114.07	235.27
资产减值损失					股权募资	-18.15	0.00	0.00	0.00
投资收益	-12.18	-11.01	-9.41	-8.08	债务募资	-413.50	77.15	86.59	81.87
营业利润	4756.00	3384.28	3826.56	4230.40	筹资活动现金流	-3031.62	18.43	86.59	81.87
营业外收支					现金净流量	-232.77	3993.02	3811.94	4624.59
利润总额	5549.73	3236.72	3723.67	4217.41	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1895.61	873.91	856.44	759.13	成长能力				
净利润	3654.12	2362.80	2867.23	3458.28	营业收入增长率	6.23%	-7.88%	2.93%	3.32%
归属于母公司净利润	3570.13	2350.99	2852.89	3444.44	净利润增长率	5.31%	-34.15%	21.35%	20.74%
YoY(%)	5.31%	-34.15%	21.35%	20.74%	盈利能力				
每股收益(元)	0.39	0.26	0.31	0.38	毛利率	66.34%	60.90%	62.23%	63.02%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	17.21%	12.30%	14.50%	16.95%
货币资金	7214.61	11207.63	15019.57	19644.15	总资产收益率 ROA	9.99%	6.08%	6.84%	7.58%
预付款项					净资产收益率 ROE	13.77%	8.31%	9.16%	9.95%
存货	2153.95	2348.67	2281.47	2335.26	偿债能力				
其他流动资产	27.91	49.48	47.07	50.63	流动比率	3.38	3.46	3.85	4.23
流动资产合计	22248.59	25674.44	29158.34	33345.04	速动比率	3.04	3.14	3.54	3.93
长期股权投资	120.36	110.67	99.74	89.43	现金比率	1.09	1.51	1.98	2.49
固定资产	9465.87	9037.16	8629.89	8242.98	资产负债率	23.28%	22.95%	21.67%	20.53%
无形资产	146.38	122.03	98.90	76.92	经营效率				
非流动资产合计	13477.12	12979.52	12538.18	12118.99	总资产周转率	0.58	0.51	0.49	0.47
资产合计	35725.71	38653.96	41696.53	45464.03	每股指标 (元)				
短期借款	514.80	591.96	678.55	760.42	每股收益	0.39	0.26	0.31	0.38
应付账款及票据	1565.16	1950.18	1914.24	1949.08	每股净资产	2.86	3.12	3.44	3.82
其他流动负债	4128.47	4554.75	4641.13	4819.56	每股经营现金流	0.46	0.43	0.42	0.47
流动负债合计	6591.03	7415.15	7578.89	7876.52	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	485.05	485.05	485.05	485.05	估值分析				
其他长期负债	1242.24	971.96	971.96	971.96	PE	13.97	15.35	12.65	10.48
非流动负债合计	1727.29	1457.02	1457.02	1457.02	PB	1.91	1.28	1.16	1.04
负债合计	8318.32	8872.17	9035.91	9333.54					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	1474.20	1486.01	1500.35	1514.18					
股东权益合计	27407.39	29781.79	32660.62	36130.50					
负债和股东权益合计	35725.71	38653.96	41696.53	45464.03					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

行业评级标准	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。