

开年表现预计稳健，利润率预期平稳

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):	6.16/3.32
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	306.47
最新收盘价(港元):	3.34	自由流通市值(亿港元)	306.47
		自由流通股数(百万)	9,067.25

事件概述

25FY 飞鹤实现营收 181.13 亿元，同比-12.7%；归母净利润 19.39 亿元，同比-45.7%。25H2 营收 89.62 亿元，同比-15.9%；归母净利润 9.39 亿元，同比-44.6%。报告期内飞鹤拟派发末期股息 0.129 港元/股，全年派发股息 20.3 亿元，分红率达 105%，对应股息率 7.2%。

分析判断:

► 婴配粉承压下市场地位依然稳固，全年分红超净利润

根据国家统计局数据，中国出生率已从 2020 年的 8.52% 下降到 2025 年的 5.63%；另据尼尔森 IQ，2025 年，国内婴配粉行业销售额和销量同比小幅下滑。需求偏弱下行业竞争加剧导致公司主业承压下滑，且 25H2 降幅环比 25H1 有所扩大。分产品看，25FY 婴配粉/其他乳制品/营养补充品的收入分别为 158.68/20.61/1.83 亿元，同比-16.8%/+36.1%/+6.0%。据 21 世纪经济报道，星飞帆经典/卓睿/卓耀全年营收 43/65/7.1 亿元，卓睿销售同比-3%，表现较为坚挺；另外，25 年飞鹤在婴配粉行业线下及线上整体市占率为 19%，市场地位持续巩固，根据欧睿，飞鹤连续 7 年中国销量第一。分区域看，25FY 公司在中国内地/美利坚合众国/加拿大实现收入分别为 178.82/1.83/0.47 亿元，同比-13.0%/+11.7%/+23.3%；25H2 分别实现收入为 88.41/0.92/0.29 亿元，同比-16.3%/+11.5%/+139.3%。我们判断，26Q1 飞鹤主业销售有望达成预期，全年收入预期稳中有升。

面对业绩压力，飞鹤采取了“高分红+强回购”的组合策略，以稳定市场预期。25 年，飞鹤中期股息 0.121 港元/股，末期股息 0.129 港元/股，全年分红总额约 20.3 亿元人民币，分红率高达 105%。这意味着公司将全年净利润几乎全部派发给股东，甚至动用了部分留存收益。同时，飞鹤 25 年全年实行多次股份回购共 2.596 亿股股份，累计回购金额约 11 亿港元。

► 毛利率环比改善，盈利受费投和规模效应拖累

毛利端来看，25FY/25H2 毛利率分别为 65.0%/68.5%，同比分别-1.3/+3.6pct，主因是受到低毛利原料粉（即全脂奶粉、脱脂奶粉及稀奶油）的销售收入占比增加影响，但婴配粉毛利同比+2.2%，且 H2 环比 H1 毛利率 61.6% 显著改善，我们认为是去年底实现乳蛋白量产，掌握了成本主动权。

费用端来看，25FY/25H2 销售费用率分别为 39.5%/44.5%，同比+4.9/+10.3pct，我们认为是收入下滑导致规模效应下降所致。25FY/25H2 管理费用率分别为 9.3%/10.1%，同比+1.2/+1.3pct，主因专业及法律费用增加。

利润端来看，25FY/25H2 净利率分别为 10.7%/10.5%，同比-6.5/-5.4pct。尽管 25H2 其他收入及收益净额同比+28.0%，且全年生物资产公允价值减销售成本变动亏损同比-11.8%，增厚利润，但整体的表现承压。随着渠道库存良性发展、价盘趋于稳定以及乳铁蛋白量产而降低成本，我们预计 26 年盈利稳中有升，实现盈利与收入同幅度增长。

► 科技驱动全龄营养引领者转型，加速新业务培育和出海寻量

面对日益复杂的行业变化与消费结构的深度分级，飞鹤持续加码研发投入、强化乳蛋白技术壁垒，以自主乳蛋白核心技术加速推进全龄营养布局。据业绩会显示，飞鹤将乳蛋白国产化确立为核心战略，并以此为基础加速培育以乳铁蛋白为代表的高附加值功能性原料新业务，以期打开长期成长空间，并明确了 26 年收入目标。据证券日报网显示，公司已实现 11 种关键乳蛋白原料的规模化自产，核心技术自主化与设备国产化率超 80%，构建了扎实的竞争壁垒。据极光新闻显示，飞鹤以自主乳蛋白技术为基石，成功从婴配粉延伸到儿童与成人产品线，其中儿童奶酪与爱本小分子蛋白粉等创新产品已获得国际奖项认可，标志着其第二增长曲线正加速形成；同时公司即将推出面向全龄人群的鲜萃乳蛋白营养粉，解决了乳糖不耐受群体的蛋白营养难题。

海外市场成为飞鹤一大亮点，25 年海外营收同比增长 15.6%。据证券日报网显示，飞鹤加拿大工厂取得了

首张婴配粉生产执照并正式投产，成为目前加拿大唯一的婴配粉制造工厂，产品已进入沃尔玛（WMT）等 1600 余家商超。同时，飞鹤产品已通过美国 FDA 初审，并与美国品牌 Munchkin 合作，为进入美国市场奠定基础。在东南亚市场，飞鹤以菲律宾为起点，推出高端产品 AceKid 纯鲜奶配方奶粉，并计划将成功经验复制至越南、印度尼西亚等潜力市场，加速出海。

投资建议

我们预测 26-27 年营业收入由 196.7/203.3 亿元下调至 185.9/190.0 亿元，新增 28 年收入 194.0 亿元；26-27 年归母净利润由 28.5/34.4 亿元下调至 20.0/22.8 亿元，新增 28 年归母净利润 24.7 亿元；26-27 年 EPS 由 0.31/0.38 元下调至 0.22/0.25 元，新增 28 年 EPS 0.27 元。2026 年 04 月 17 日收盘价 3.34 HKD 对应 P/E 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业增长放缓、食品安全问题、澳新市场代购渠道的持续不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)			18590.00	19002.56	19400.12
YoY (%)	6.23%	-12.70%	2.64%	2.22%	2.09%
归母净利润(百万元)	3570.13	1939.46	2001.70	2282.24	2469.46
YoY (%)	5.31%	-45.68%	3.21%	14.01%	8.20%
毛利率 (%)	66.34%	65.01%	66.24%	66.78%	67.07%
每股收益 (元)	0.39	0.21	0.22	0.25	0.27
ROE (%)	0.14	0.08	0.09	0.11	0.12
市盈率	21.15	16.67	14.04	12.32	11.38

资料来源：wind，华西研究所（收盘价使用港币折合 0.9311 元人民币）

分析师：寇星

分析师：李嘉瑞

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：lijr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120525120001

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入		18590.00	19002.56	19400.12	净利润	0.00	2001.70	2282.24	2469.46
YoY (%)	-12.70%	2.64%	2.22%	2.09%	折旧和摊销	0.00	779.96	702.22	631.99
营业成本	6337.19	6276.00	6312.90	6388.00	营运资金变动	0.00	-81.72	323.90	93.25
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	2069.94	2663.35	2514.71
销售费用	7161.99	7436.00	7601.02	7682.45	资本开支	0.00	-170.00	-170.00	-120.00
管理费用	1682.67	1747.46	1767.24	1804.21	投资	0.00	1610.00	1610.00	1110.00
财务费用	31.77	40.00	45.00	30.00	投资活动现金流	0.00	2190.00	2220.00	1800.00
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-24.19	-10.00	-10.00	-10.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2752.43	2601.70	2857.24	3069.46	筹资活动现金流	0.00	-3394.88	-3671.90	-3580.00
营业外收支					现金净流量	0.00	865.06	1211.45	734.71
利润总额	3352.19	3311.70	3592.24	3849.46	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	1258.39	1230.00	1220.00	1280.00	成长能力				
净利润	2093.80	2081.70	2372.24	2569.46	营业收入增长率	-12.70%	2.64%	2.22%	2.09%
归属于母公司净利润	1939.46	2001.70	2282.24	2469.46	净利润增长率	-45.68%	3.21%	14.01%	8.20%
YoY (%)	-45.68%	3.21%	14.01%	8.20%	盈利能力				
每股收益(元)	0.21	0.22	0.25	0.27	毛利率	65.01%	66.24%	66.78%	67.07%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利润率	10.71%	10.77%	12.01%	12.73%
货币资金	7538.81	8403.86	9615.31	10350.02	总资产收益率 ROA	5.70%	6.27%	7.43%	8.27%
预付款项					净资产收益率 ROE	7.94%	8.67%	10.50%	11.96%
存货	2505.59	2092.00	1928.94	1951.89	偿债能力				
其他流动资产	120.05	55.77	57.01	58.20	流动比率	3.00	3.19	3.07	2.97
流动资产合计	20257.22	18861.25	18310.32	18052.90	速动比率	2.61	2.83	2.74	2.64
长期股权投资	100.99	90.99	80.99	70.99	现金比率	1.12	1.42	1.61	1.71
固定资产	9576.74	8825.62	8150.61	7545.10	资产负债率	23.26%	22.16%	23.22%	24.24%
无形资产	544.40	685.56	828.35	921.87	经营效率				
非流动资产合计	13781.52	13061.56	12419.35	11797.35	总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.64
资产合计	34038.75	31922.81	30729.67	29850.26	每股指标 (元)				
短期借款	567.35	567.35	567.35	567.35	每股收益	0.21	0.22	0.25	0.27
应付账款及票据	1656.81	1342.37	1315.19	1330.83	每股净资产	2.69	2.55	2.40	2.28
其他流动负债	4100.16	3718.00	3800.51	3880.02	每股经营现金流	0.00	0.23	0.29	0.28
流动负债合计	6749.32	5906.57	5968.09	6069.21	每股股利	0.22	0.37	0.40	0.00
长期借款	165.45	165.45	165.45	165.45	估值分析				
其他长期负债	1002.49	1002.49	1002.49	1002.49	PE	16.67	14.04	12.32	11.38
非流动负债合计	1167.94	1167.94	1167.94	1167.94	PB	1.30	1.22	1.29	1.36
负债合计	7917.26	7074.51	7136.03	7237.15					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	1689.37	1769.37	1859.37	1959.37					
股东权益合计				22613.11					
负债和股东权益合计	34038.75	31922.81	30729.67	29850.26					

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		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	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%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 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。