

2023 年 10 月 24 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新品渠道布局顺利，利润持续释放

—熊猫乳品（300898.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 10 月 23 日，熊猫乳品发布 2023 年前三季度报告。

投资要点

基本数据

2023-10-23

当前股价（元）	21.87
总市值（亿元）	27
总股本（百万股）	124
流通股本（百万股）	110
52 周价格范围（元）	15.87-30.3
日均成交额（百万元）	137.92

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《熊猫乳品（300898）：业绩略超预期，利润加速释放》2023-08-18
- 2、《熊猫乳品（300898）：业绩超预期，利润望持续释放》2023-07-16
- 3、《熊猫乳品（300898）：炼乳基本盘稳固，持续打造新增长级》2023-06-09

三季度营收略承压，享成本回落红利

2023Q1-Q3 总营收 7.09 亿元（同增 10%），归母净利润 0.82 亿元（同增 105%）；2023Q3 总营收 2.62 亿元（同减 2%），归母净利润 0.35 亿元（同增 102%），净利润快速增长主要系去年低基数下开发新客户/新渠道所致。**盈利端**，2023Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 23.40%/11.21%，分别同比+4pct/+5pct；销售费用率/管理费用率分别为 4.54%/4.67%，分别同比-1pct/-0.3pct。2023Q3 毛利率/净利率分别为 23.33%/12.52%，分别同比+5pct/+6pct，主要系原材料成本回落及下游客户恢复所致；销售费用率/管理费用率分别为 3.74%/3.57%，分别同比-1pct/-1pct。

推进渠道下沉，积极打造多元产品矩阵

在产品端，公司目前已形成“以炼乳为主、以奶油、奶酪、植物基为第二增长曲线”的四个品类矩阵，炼乳方面由于消费升级驱动，餐饮标准化下空间广阔，主业增长仍然强劲；奶酪行业预计未来仍将维持较高景气度，公司不断进行产品推新、提升产品品质，现已打造多元产品矩阵，并于未来持续加大研发投入。**在渠道端**，公司新增餐饮经销商、减少零售经销商，大力推进经销商渠道下沉，同时积极开拓天猫、抖音等新零售渠道辅助新品市场投放。未来公司将打造温台市场渠道，渗透更多小型零售业态和有效利用电商下沉，进一步提升品牌渗透力。

盈利预测

我们看好公司巩固炼乳基本盘，持续打造第二增长曲线，依靠 B 端渠道并持续优化零售渠道建设。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.81/0.96/1.13 元（前值分别为 0.73/0.91/1.11 元），当前股价对应 PE 分别为 27/23/19 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、原材料上涨风险、新产品&新市场开拓不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	892	1,018	1,155	1,306
增长率（%）	4.1%	14.1%	13.5%	13.1%
归母净利润（百万元）	53	101	119	141
增长率（%）	-31.0%	88.9%	18.4%	17.9%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.81	0.96	1.13
ROE（%）	6.1%	11.0%	12.4%	13.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	892	1,018	1,155	1,306
现金及现金等价物	144	146	162	207	营业成本	720	777	876	982
应收款	56	56	57	61	营业税金及附加	3	5	5	6
存货	177	171	181	189	销售费用	54	61	67	74
其他流动资产	343	425	483	520	管理费用	38	46	51	56
流动资产合计	719	798	883	977	财务费用	2	0	0	0
非流动资产：					研发费用	18	21	24	27
金融类资产	203	283	333	363	费用合计	112	129	143	158
固定资产	200	238	243	235	资产减值损失	-5	-2	-3	-2
在建工程	86	35	14	6	公允价值变动	1	5	4	3
无形资产	48	46	43	41	投资收益	5	4	3	2
长期股权投资	12	12	12	12	营业利润	62	117	138	164
其他非流动资产	14	14	14	14	加：营业外收入	1	0	1	2
非流动资产合计	360	344	326	307	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,079	1,142	1,209	1,284	利润总额	61	116	138	165
流动负债：					所得税费用	6	17	20	24
短期借款	90	110	125	135	净利润	55	98	117	141
应付账款、票据	41	41	41	43	少数股东损益	2	-2	-2	0
其他流动负债	52	52	52	52	归母净利润	53	101	119	141
流动负债合计	199	220	237	250					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	5	5	5	5	营业收入增长率	4.1%	14.1%	13.5%	13.1%
非流动负债合计	5	5	5	5	归母净利润增长率	-31.0%	88.9%	18.4%	17.9%
负债合计	204	225	241	254	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.3%	23.6%	24.2%	24.8%
股本	125	124	124	124	四项费用/营收	12.6%	12.6%	12.3%	12.1%
股东权益	875	917	967	1,030	净利率	6.2%	9.7%	10.1%	10.8%
负债和所有者权益	1,079	1,142	1,209	1,284	ROE	6.1%	11.0%	12.4%	13.7%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	18.9%	19.7%	20.0%	19.8%
净利润	55	98	117	141	营运能力				
少数股东权益	2	-2	-2	0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
折旧摊销	21	16	18	18	应收账款周转率	16.0	18.3	20.3	21.5
公允价值变动	1	5	4	3	存货周转率	4.1	4.6	4.9	5.2
营运资金变动	-47	4	-17	-16	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	32	121	120	146	EPS	0.43	0.81	0.96	1.13
投资活动现金净流量	-29	-67	-34	-14	P/E	51.3	26.9	22.7	19.3
筹资活动现金净流量	-1	-36	-52	-69	P/S	3.1	2.7	2.4	2.1
现金流量净额	2	18	34	64	P/B	3.2	3.0	2.8	2.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。