

## 莫道青萍小 随风上九霄

——熊猫乳品 (300898.SH) 业绩预告点评

食品饮料/饮料乳品

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件:

24年1月23日,公司发布23年业绩预告,全年预计实现归母净利润1.01亿元至1.1亿元(同比+89.1%至106%),对应推算23Q4单季度实现归母净利润0.19亿元至0.28亿元(同比+42.5%至109.1%)。全年预计实现扣非归母净利润0.83亿元至0.93亿元(同比+84.8%至107.1%),对应推算23Q4单季度实现扣非归母净利润0.12亿元至0.22亿元(同比-5.8%至+75.6%)。

## 投资摘要:

**预计量价齐升,成本回落,毛利增速快于收入增速。**23年公司持续贯彻落实发展战略和经营计划,积极开发新客户、新渠道,实现了业务的持续稳定增长。我们预计公司全年营收同比增长近20%,其中量和价均有10%左右的增速。公司核心业务——浓缩乳制品的成本主要受奶粉、白砂糖等原材料的价格影响。尽管白糖价格在23年走高,但奶粉价格的同比显著回落,预期将显著降低公司的单位成本(主要因奶粉有更大的单位用量、更高的单价和更大的价格波动)。据此,我们预测公司浓缩乳制品的毛利率在23年或将有5个百分点左右的提升。受益于此,公司的毛利增长预计显著高于营收增速。

**期间费用管控良好,进一步增厚利润率水平。**近年来,公司营收规模持续增长,但期间费用增速不明显,期间费用率呈现显著的下降趋势。我们预计公司的销售、管理、研发3项目在23年的费用率较22年有小幅降低。因此,预计公司归母净利润的增速显著高于营收增速。

**23Q4单季度实现较快增长,好于近年来同期多数时间。**我们预计公司23年全年实现归母净利润1.04亿元,对应23Q4单季度实现0.22亿元(同比+64.3%)。对比历史同期,公司各期归母净利润增速分别为22Q4(-20.7%)、21Q4(-60.7%)、20Q4(+63.2%)、19Q4(-15.5%)。我们预计在23Q4,即使在消费信心相对偏弱的时期,公司也实现了较强的业绩增长。

**24春节后置,全年业绩仍值得期待。**由于2024年春节较晚,年货备货多集中于24年1月份,因此23Q4较强的增长应不会透支24年的业绩。观察历史来看,公司通常Q4营收在全年占比略高,但各季度整体分布均匀,无明显淡旺季。我们对公司24年业绩仍充满期待。

**投资建议:**我们预计公司2023-2025年的营收分别为10.6亿元、12亿元和13.9亿元,对应同比增长18.5%、13.7%、15.7%,归母净利润分别为1.04亿元、1.3亿元和1.79亿元,对应同比增长94.6%、24.7%、37.9%,EPS分别为0.84元、1.04元和1.44元,对应报告日股价的PE分别为23.8倍、19.1倍和13.8倍。考虑到公司的成长性预计略高于行业头部成熟期龙头,我们给予公司略高于同业的估值水平,给予公司24E业绩预测23倍PE,对应目标价为24.03元/股,给予“增持”评级。

**风险提示:**新品推广不及预期,渠道开拓不及预期,原材料价格波动的风险,食品安全风险。

评级

增持

2024年01月26日

张弛

分析师

SAC执业证书编号:S1660523120001

17621838100

## 交易数据

时间 2024.1.25

总市值/流通市值(亿元)	26.28/23.27
总股本(万股)	12,400.0
资产负债率(%)	20.04
每股净资产(元)	7.39
收盘价(元)	21.19
一年内最低价/最高价(元)	18.87/31.99

## 公司股价表现走势图



资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	856.90	891.62	1,056.32	1,200.72	1,389.64
增长率 (%)	25.21%	4.05%	18.47%	13.67%	15.73%
归母净利润 (百万元)	77.35	53.41	103.94	129.56	178.67
增长率 (%)	-5.11%	-30.95%	94.61%	24.65%	37.91%
净资产收益率 (%)	9.34%	6.22%	14.32%	16.25%	19.96%
每股收益 (元)	0.62	0.43	0.84	1.04	1.44
PE	34.18	49.28	25.28	20.28	14.71
PB	3.20	3.09	3.62	3.30	2.93

资料来源: ifind、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	857	892	1056	1201	1390	流动资产合计	725	719	779	838	912				
营业成本	656	720	814	914	1031	货币资金	141	144	169	192	222				
营业税金及附加	4	3	3	4	5	应收账款	28	39	43	49	57				
营业费用	55	54	58	62	68	其他应收款	7	17	20	23	26				
管理费用	35	38	42	47	53	预付款项	63	34	34	34	34				
研发费用	18	18	21	24	28	存货	134	177	200	225	253				
财务费用	2	2	2	4	3	其他流动资产	18	106	109	112	116				
资产减值损失	1	5	3	3	4	非流动资产合计	342	360	387	416	447				
信用减值损失	0	1	-1	-1	-1	长期股权投资	2	12	12	12	12				
公允价值变动收益	3	1	0	0	0	固定资产	177	200	223	244	265				
投资净收益	6	5	4	4	4	无形资产	49	48	50	53	55				
营业利润	96	62	122	152	210	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	2	1	0	0	0	其他非流动资产	5	1	1	1	1				
营业外支出	2	1	0	0	0	资产总计	1066	1079	1166	1254	1359				
利润总额	96	61	122	152	210	流动负债合计	217	199	408	420	421				
所得税	15	6	15	18	25	短期借款	70	90	284	279	260				
净利润	81	55	107	134	184	应付账款	48	41	45	50	56				
少数股东损益	4	2	3	4	6	预收账款	40	17	28	40	53				
归属母公司净利润	77	53	104	130	179	一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1				
EBITDA	166	130	153	191	251	非流动负债合计	6	5	13	13	13				
EPS (元)	0.62	0.43	0.84	1.04	1.44	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	224	204	421	433	434				
成长能力						少数股东权益	15	16	19	23	29				
营业收入增长	25.21%	4.05%	18.47%	13.67%	15.73%	实收资本(或股本)	125	125	124	124	124				
营业利润增长	20.97%	-35.80%	98.30%	24.65%	37.91%	资本公积	426	432	432	432	432				
归属于母公司净利润增长	-5.11%	-30.95%	94.61%	24.65%	37.91%	未分配利润	236	260	230	194	144				
获利能力						归属母公司股东权益合计	828	859	726	797	895				
毛利率(%)	23.45%	19.27%	22.91%	23.86%	25.84%	负债和所有者权益	1066	1079	1166	1254	1359				
净利率(%)	9.48%	6.19%	10.16%	11.14%	13.28%										
总资产净利润(%)	7.25%	4.95%	8.91%	10.33%	13.15%	现金流量表									
ROE(%)	9.34%	6.22%	14.32%	16.25%	19.96%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E				
偿债能力						经营活动现金流	111	32	118	153	201				
资产负债率(%)	21%	19%	36%	35%	32%	净利润	81	55	107	134	184				
流动比率	3.33	3.61	1.91	2.00	2.17	折旧摊销	68.03	67.37	0.00	29.82	32.53				
速动比率	2.72	2.72	1.42	1.46	1.57	财务费用	2	2	2	4	3				
营运能力						应收账款减少	0	0	-4	-6	-8				
总资产周转率	0.84	0.83	0.94	0.99	1.06	预收账款增加	0	0	11	12	14				
应收账款周转率	29	27	26	26	26	投资活动现金流	-109	-29	-56	-62	-68				
应付账款周转率	25.91	20.16	24.73	25.35	26.08	公允价值变动收益	3	1	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.43	0.84	1.04	1.44	投资收益	6	5	4	4	4				
每股净现金流(最新摊薄)	-0.44	-0.04	0.20	0.19	0.24	筹资活动现金流	-57	-8	-37	-68	-103				
每股净资产(最新摊薄)	6.62	6.86	5.85	6.43	7.22	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	34.18	49.28	25.28	20.28	14.71	普通股增加	1	0	-1	0	0				
P/B	3.20	3.09	3.62	3.30	2.93	资本公积增加	15	6	0	0	0				
EV/EBITDA	15.56	19.95	17.88	14.23	10.64	现金净增加额	-54	-5	25	23	30				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（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；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（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；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）