

2024年04月19日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 营收端稳健增长，关注润盈订单落地

—均瑶健康（605388.SH）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

2024年04月18日，均瑶健康发布2023年年报。

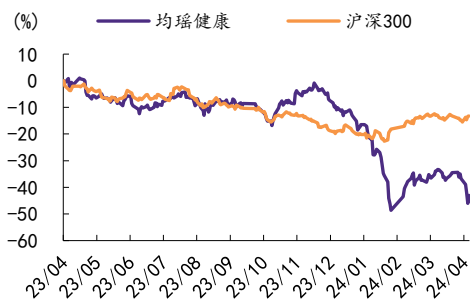
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-18

当前股价（元）	8.13
总市值（亿元）	35
总股本（百万股）	430
流通股本（百万股）	430
52周价格范围（元）	7.23-14.33
日均成交额（百万元）	33.72

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，第二增长曲线持续发力》2023-10-27
- 2、《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，关注新品表现》2023-08-25
- 3、《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，关注新品放量》2023-04-26

### 营收稳健增长，盈利端修复可期

公司2023年总营收16.34亿元（+66%），主要系独家专利技术/新产品与新业务发展趋势良好所致，归母净利润0.58亿元（-25%），主要系2024年春节错期导致2023Q4乳酸饮品销售同比下降所致。2023Q4总营收2.78亿元（+97%），归母净利润-0.25亿元（2022年同期-0.02亿元）。公司2023年/2023Q4的毛利率为24.43%/22.91%，分别同减11pcts/27pcts，主要系原材料价格上涨/消费波动冲击味动力业务所致，2024年大包粉、PET等成本回落，利好毛利端改善。2023年销售/管理费用率分别为11.49%/7.76%，分别同减7pcts/0.5pct，费用率优化导致公司2023年净利率为3.96%（-3pcts），降幅低于毛利率。

### 润盈订单势能充足，供应链业务贡献新增长点

分产品看，乳酸菌饮品短期承压。2023年乳酸菌饮品营收5.80亿元（-11%），在面对消费市场疲软/竞品增多/成本增加等不利影响下，营收略承压。公司2023年持续扩充味动力细分项，新增/优化SKU共计12/19个，后续味动力将从强势地区开始修复，再通过渠道拓展扩大规模。**益生菌食品板块关注润盈订单落地。**2023年益生菌食品营收1.55亿元（+206%），主要系合并润盈所致，润盈2023年实现收入过亿，突破重整前连续三年亏损状态，实现扭亏为盈，预计2024年润盈产能可完全落地，目前订单充足，在产能保证下，若后续订单顺利落地，则全年4亿收入目标达成较为充裕。**供应链按节奏推进。**2023年商品供应链营收8.09亿元（+463%），得益于泛缘供应链在规范化和业务协同方面得到较大提升，2023年客户净增加1100家，目前供应链仍在按节奏推进。除此之外，公司2023年公司益生菌饮品/其他饮品的营收分别为0.32/0.55亿元，分别同比+5%/-23%。

### 经销渠道基础夯实，润盈带动海外业务扩张

分销售模式看，2023年经销/直销的营收分别为14.50/1.81亿元，分别同增67%/137%，经销渠道稳健扩张，直销渠道营

收大幅增加主要系合并润盈所致。分区域看，2023 年电商/东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南的营收分别为 0.30/0.39/0.20/11.65/0.51/1.66/0.24/0.67 亿元，分别同比-29%/+69%/+44%/+109%/+9%/-10%/+65%/+7%，华东实现快速增长主要系新增核心区域供应链业务所致，东北/华北/西北营收增长快主要系合并润盈所致。均瑶润盈的海外业务拓展成效显著，带动公司 2023 年海外市场实现营收 0.68 亿元，有力支撑公司国际化战略落地。

## ■ 盈利预测

我们看好公司在常温乳酸菌行业内的领先地位，通过添加公司独家核心功能菌株为产品进行赋能，增强产品核心竞争力。此外，公司整合后的国内益生菌龙头企业润盈势能充足，叠加原材料成本下降，盈利能力有望持续恢复。根据年报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.29/0.40/0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 28/20/15 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨、益生菌市场增长不及预期、润盈整合不及预期、海外市场开拓受阻等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,634	2,100	2,580	3,047
增长率（%）	65.7%	28.5%	22.8%	18.1%
归母净利润（百万元）	58	123	171	233
增长率（%）	-24.9%	114.0%	39.0%	36.3%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.29	0.40	0.54
ROE（%）	3.0%	6.3%	8.6%	11.4%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	499	653	683	787
应收款	245	58	57	33
存货	207	301	312	301
其他流动资产	224	281	319	326
流动资产合计	1,174	1,293	1,370	1,447
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	84	134	164	174
固定资产	633	695	690	660
在建工程	173	69	28	11
无形资产	171	163	154	146
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	351	351	351	351
非流动资产合计	1,328	1,277	1,223	1,168
资产总计	2,503	2,570	2,593	2,616
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	193	280	260	240
其他流动负债	97	97	97	97
流动负债合计	509	549	534	504
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	61	61	61	61
非流动负债合计	61	61	61	61
负债合计	570	610	594	565
<b>所有者权益</b>				
股本	430	430	430	430
股东权益	1,933	1,960	1,999	2,051
负债和所有者权益	2,503	2,570	2,593	2,616

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	65	138	192	262
少数股东权益	7	15	21	29
折旧摊销	44	51	54	54
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-30	126	-33	8
经营活动现金净流量	86	330	235	353
投资活动现金净流量	-250	-8	16	36
筹资活动现金净流量	318	-111	-154	-210
现金流量净额	154	211	97	178

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,634	2,100	2,580	3,047
营业成本	1,235	1,562	1,887	2,182
营业税金及附加	8	9	11	12
销售费用	188	223	271	317
管理费用	127	137	165	192
财务费用	-7	-18	-19	-22
研发费用	25	32	39	46
费用合计	333	372	456	532
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	2	3	4
营业利润	85	179	249	339
加:营业外收入	2	2	2	3
减:营业外支出	3	2	3	4
利润总额	84	179	248	338
所得税费用	19	40	56	75
净利润	65	138	192	262
少数股东损益	7	15	21	29
归母净利润	58	123	171	233

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	65.7%	28.5%	22.8%	18.1%
归母净利润增长率	-24.9%	114.0%	39.0%	36.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	24.4%	25.6%	26.8%	28.4%
四项费用/营收	20.4%	17.7%	17.7%	17.5%
净利率	4.0%	6.6%	7.5%	8.6%
ROE	3.0%	6.3%	8.6%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.8%	23.7%	22.9%	21.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.2
应收账款周转率	6.7	36.5	45.6	91.3
存货周转率	6.0	5.2	6.1	7.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.13	0.29	0.40	0.54
P/E	60.7	28.4	20.4	15.0
P/S	2.1	1.7	1.4	1.1
P/B	1.8	1.8	1.8	1.8

## ■ 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：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。