

2024年04月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润端增速亮眼，多极增长逻辑清晰

—熊猫乳品（300898.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4月24日，熊猫乳品发布2023年年报和2024年一季度报。

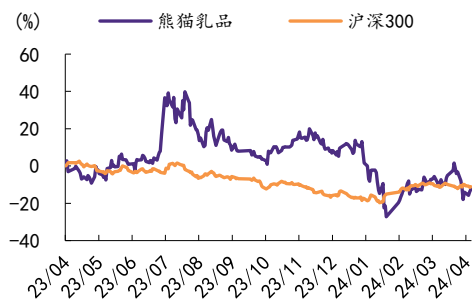
投资要点

基本数据

2024-04-24

当前股价（元）	19.03
总市值（亿元）	24
总股本（百万股）	124
流通股本（百万股）	109
52周价格范围（元）	15.77-30.3
日均成交额（百万元）	125.83

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《熊猫乳品（300898）：新品渠道布局顺利，利润持续释放》2023-10-24
- 《熊猫乳品（300898）：业绩超预期，利润加速释放》2023-08-18
- 《熊猫乳品（300898）：业绩超预期，利润望持续释放》2023-07-16

利润端增速亮眼，预计2024年营收稳增长

公司2023年/2023Q4/2024Q1总营收分别为9.47/2.38/1.85亿元，分别同比+6%/-4%/-14%。公司2023年/2023Q4/2024Q1归母净利润分别为1.09/0.27/0.27亿元，分别同增104%/102%/39%。2023年/2024Q1的毛利率分别为23.13%/28.86%，分别同增4pcts/8pcts，预计系原材料价格采购成本下降/产品价格策略调整所致。2023年/2024Q1销售费率为4.41%/5.02%，分别同比-2pcts/+0.3pct。2023年/2024Q1管理费率为4.75%/6.02%，分别同增1pct/1pct，公司2023年/2024Q1的净利率分别为11.16%/14.54%，分别同增5pcts/6pcts。预计2024年公司净利率保持相对稳定，费用将侧重投放于研发与团队扩充。

炼乳国产替代逻辑顺，椰品增长路径清晰

1) 浓缩乳制品稳增长，未来增长点多元。2023年浓缩乳制品营收为6.51亿元（同增9%），毛利率为30.17%（同增6pcts）；拆分量价看，2023年浓缩乳制品销量为4.94万吨（同增15%），销售单价为1.32万元/吨（同减7%）。整体营收稳步增长，毛利率高位增长。分品类来看，炼乳营收增速超15%，由于产品性价比高，国产替代逻辑顺，预计2024-2025年每年营收增长2000-3000万元。提价推进奶酪板块2023年扭亏为盈，对于奶酪板块，2023年公司改变过去跟随竞品的策略，选择投资优鲜工坊做休闲零食，围绕成年消费者做奶酪酥，优鲜工坊2023年收入5000万，2024年目标营收为1亿元。稀奶油板块2023年体量不达预期，公司计划通过研发投入及产品推新来挖掘该品类的增长潜力。2) 椰品增速亮眼，未来业务增长路径清晰。2023年椰品的营收为0.77亿元（同增24%），毛利率为24.44%（同减4pcts）；拆分量价看，2023年椰品的销量为0.96万吨（同增34%），销售单价为0.80万元/吨（同减7%）。其中大客户古茗贡献显著，茶饮新大客户开发/海南产业链推新有望催生新增长极，预计公司2023年椰品增速可达20%。3) 乳品贸易作为补充

业务，营收有所下降。2023 年乳品贸易的营收为 2.05 亿元（同减 6%），毛利率为 0.58%（同减 2pcts）。乳品贸易毛利偏低且具有下行趋势，预计公司在产品培育上有所侧重，优化产品结构。

■ 积极拓宽销售渠道，线上直销增长可期

分地区看，2023 年华东/华南/华北/其他区域营收分别为 5.08/1.44/0.79/2.16 亿元，分别同比+2%/+1%/-1%/+25%。分销售模式看，2023 年经销/直销/贸易/其他渠道营收分别为 5.22/2.18/2.05/0.02 亿元，分别同比+4%/+26%/-6%/+23%，直销增速快。其中线上直销收入为 507.20 万元（同增 24%），未来公司将寻找适合电商部的新产品，加快线上推广工作。

■ 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。根据年报和一季报，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.98/1.14/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/14 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等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	947	1,050	1,152	1,246
增长率（%）	6.2%	10.9%	9.7%	8.2%
归母净利润（百万元）	109	122	141	164
增长率（%）	104.1%	11.7%	16.0%	15.8%
摊薄每股收益（元）	0.88	0.98	1.14	1.32
ROE（%）	11.5%	11.8%	12.5%	13.1%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	261	264	377	513
应收款	61	58	57	58
存货	124	133	139	142
其他流动资产	332	467	490	500
流动资产合计	778	921	1,063	1,212
非流动资产:				
金融类资产	295	320	340	350
固定资产	193	239	246	239
在建工程	97	39	16	6
无形资产	46	44	42	39
长期股权投资	12	12	12	12
其他非流动资产	20	20	20	20
非流动资产合计	369	353	335	316
资产总计	1,146	1,275	1,398	1,529
流动负债:				
短期借款	80	100	115	125
应付账款、票据	40	42	41	41
其他流动负债	40	40	40	40
流动负债合计	173	201	215	225
非流动负债:				
长期借款	20	35	45	50
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	24	39	49	54
负债合计	197	239	263	279
所有者权益				
股本	124	124	124	124
股东权益	949	1,035	1,135	1,250
负债和所有者权益	1,146	1,275	1,398	1,529

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	106	118	137	159
少数股东权益	-3	-4	-4	-5
折旧摊销	23	15	18	19
公允价值变动	7	5	4	3
营运资金变动	52	-109	-10	-3
经营活动现金净流量	184	26	145	172
投资活动现金净流量	-15	-12	-4	6
筹资活动现金净流量	-167	3	-13	-29
现金流量净额	2	17	129	150

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	947	1,050	1,152	1,246
营业成本	728	802	872	936
营业税金及附加	6	5	5	5
销售费用	42	45	48	51
管理费用	45	49	53	56
财务费用	-1	-2	-4	-7
研发费用	17	22	24	26
费用合计	104	115	122	126
资产减值损失	-7	-2	-3	-2
公允价值变动	7	5	4	3
投资收益	10	4	3	2
营业利润	123	139	159	183
加:营业外收入	1	0	1	2
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	123	138	159	184
所得税费用	17	19	22	25
净利润	106	118	137	159
少数股东损益	-3	-4	-4	-5
归母净利润	109	122	141	164

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	6.2%	10.9%	9.7%	8.2%
归母净利润增长率	104.1%	11.7%	16.0%	15.8%
盈利能力				
毛利率	23.1%	23.6%	24.3%	24.9%
四项费用/营收	10.9%	10.9%	10.6%	10.1%
净利率	11.2%	11.3%	11.9%	12.8%
ROE	11.5%	11.8%	12.5%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	17.2%	18.8%	18.8%	18.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	15.6	18.3	20.3	21.5
存货周转率	5.9	6.1	6.3	6.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.88	0.98	1.14	1.32
P/E	21.6	19.4	16.7	14.4
P/S	2.5	2.2	2.0	1.9
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9

■ 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。