

2024年04月26日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 盈利端改善明显，海外拓展见成效

—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25日，均瑶健康发布2024年一季度业绩报告。

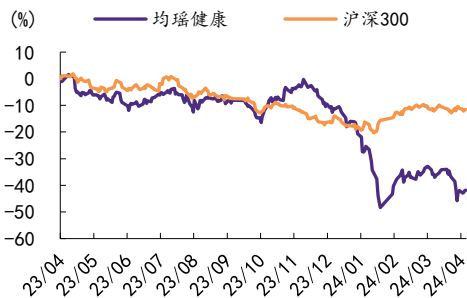
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-25

当前股价（元）	8.16
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）	32.79

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《均瑶健康（605388）：营收端稳健增长，关注润盈订单落地》2024-04-19
- 《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，第二增长曲线持续发力》2023-10-27
- 《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，关注新品表现》2023-08-25

## ■ 营收同比有所下滑，成本结构调整优化盈利端

公司2024Q1总营收3.96亿元（同减11%），归母净利润0.26亿元（同增9%）。得益于内部成本结构优化调整，2024Q1毛利率同增7pcts至29.50%。当前毛利率相较于历史水平仍处于低位，随着高价原材料库存消化完毕，未来仍有修复空间。2024Q1销售/管理费用率分别为10.83%/8.43%，分别同增1pct/3pcts，预计系合并润盈/新增泛缘供应链业务导致费用支出增加所致。综合来看，2024Q1净利率同增1pct至6.49%。

## ■ 益生菌业务持续发展，海外拓展成效明显

由于公司对乳酸菌饮品进行产品升级，添加益生菌专利菌株，乳酸菌饮品口径披露至益生菌饮品。分产品看，2024Q1益生菌饮品/益生菌食品/其他饮品/商品供应链的营收分别为1.88/0.36/0.20/1.51亿元，分别同比+1%/+25%/+46%/-30%。益生菌业务增速较高，公司在整合均瑶润盈的基础上，深入推进益生菌产业链一体化布局，助推公司产业布局日渐成型。此外，均瑶润盈入选国际知名发酵剂供应商名录，2024年有望在发酵剂业务上实现突破发展。分销售渠道看，2024Q1公司经销/直销的营收分别为3.52/0.42亿元，分别同比-14%/+20%。分地区看，2024Q1电商/华东/华中/华南/西南/东北/华北/西北/海外区域营收分别为0.03/2.63/0.60/0.13/0.20/0.07/0.05/0.05/0.18亿元，分别同比-68%/-18%/-0.3%/-7%/+2%/+16%/+6%/+10%/+466%。公司依托益生菌领域的竞争优势，在技术纵深和业务赋能的多重努力下，海外市场拓展成效显著。

## ■ 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有望持续发力。根据一季度报，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 29/21/15 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	60.9	28.5	20.5	15.0
P/S	2.1	1.7	1.4	1.2
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。