

2024年08月27日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

延续味动力功效化开发，加大海外市场投入

—均瑶健康（605388.SH）公司事件点评报告

增持(下调)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

2024年8月25日，均瑶健康发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-26

当前股价(元)	4.7
总市值(亿元)	28
总股本(百万股)	600
流通股本(百万股)	600
52周价格范围(元)	4.7-13.96
日均成交额(百万元)	33.93

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《均瑶健康（605388）：盈利端改善明显，海外拓展见成效》2024-04-26
- 《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

■ 业绩整体承压，主业结构优化/成本下降拉升毛利

公司2024H1总营收7.56亿元（同减14%），主要系供应链收入同比减少所致，归母净利润0.35亿元（同减27%），扣非归母净利润0.30亿元（同减17%）。2024Q2公司营收3.60亿元（同减17%），归母净利润0.09亿元（同减64%），扣非归母净利润0.06亿元（同减65%）。盈利端，由于味动力产品结构优化、原材料价格下降，公司2024Q2毛利率同增3pct至30.32%，销售/管理费用率同增2pct/2pct至14.37%/9.33%，主要系职工薪酬及折旧摊销增加所致，综合来看，净利率同减3pct至2.66%，后续泛缘供应链规模效应持续释放，预计盈利能力逐渐企稳回升。

■ 味动力延续功效化研发，海外市场加大投入

分产品看，2024Q2公司益生菌饮品/益生菌食品/其他饮品/商品供应链业务营收分别为1.49/0.50/0.05/1.54亿元，分别同比-12%/+22%/-66%/-26%，在常温乳酸菌饮品市场需求平稳的背景下，味动力持续做差异化布局，将经过验证的自有菌株进行商品化开发，8月推出GABA500晚安饮延伸助眠功效，后续持续丰富产品矩阵。益生菌食品第二增长曲线初步释放效果，2024H1均瑶润盈收入同增89%，利润同增166%，下半年公司加大海外市场投入，针对关键市场做本地化团队布局，开拓市场新增量。分销售渠道看，2024Q2公司经销/直销渠道营收分别为3.03/0.55亿元，分别同比-21%/+14%，润盈直销业务扩张带动整体直销渠道增长，公司在巩固三四线分销渠道的基础上，加大电商布局与一二线城市餐饮/特通渠道开发，持续完善全渠道建设。分地区看，2024Q2公司电商/华东/华中/华南/西南/东北/华北/西北/海外区域营收分别为0.08/2.43/0.36/0.16/0.17/0.07/0.06/0.04/0.21亿元，分别同比-31%/-21%/-14%/-20%/-3%/+1%/-17%/-13%/+35%，公司依托泛缘供应链在长三角建立规模优势，后续逐渐拓展其他市场，同时海外市场胶囊订单释放，公司有望通过多增长点带动规模提升。

■ 盈利预测

公司在常温乳酸菌行业处于领先地位，后续计划不断整合内部成型资产，聚焦品牌建设，打造平台化企业。一方面公司总股本增幅较大，另外在经营层面：1) 外部需求疲软使得主业收入承压，同比拉低利润表现；2) 公司目前处于业务调整期，阶段性产品结构变化影响毛利率水平；3) 净利率低基数下，非经常性损益变动对利润同比变化影响明显，综合来看，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.09/0.11/0.13（前值为 0.29/0.40/0.54）元，当前股价对应 PE 分别为 55/43/35 倍，公司中长期通过横向发展为规模扩张赋能，关注管理层变动落地后公司战略捋顺与泛缘供应链规模效应释放，综上，我们下调公司投资评级至“增持”。

■ 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	1,636	1,694	1,815
增长率（%）	65.7%	0.1%	3.5%	7.1%
归母净利润（百万元）	58	52	66	80
增长率（%）	-24.9%	-10.0%	27.5%	20.7%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.09	0.11	0.13
ROE（%）	3.0%	2.7%	3.4%	4.0%

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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	1,634	1,636	1,694	1,815
现金及现金等价物	499	649	673	745	营业成本	1,235	1,217	1,244	1,315
应收款	245	45	37	20	营业税金及附加	8	7	7	7
存货	207	235	206	181	销售费用	188	205	210	225
其他流动资产	224	249	266	265	管理费用	127	147	152	163
流动资产合计	1,174	1,177	1,182	1,211	财务费用	-7	-18	-19	-21
非流动资产:					研发费用	25	25	25	27
金融类资产	84	134	164	174	费用合计	333	358	369	395
固定资产	633	695	690	660	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	173	69	28	11	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	171	163	154	146	投资收益	8	2	3	4
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	85	76	97	116
其他非流动资产	351	351	351	351	加:营业外收入	2	2	2	3
非流动资产合计	1,328	1,277	1,223	1,168	减:营业外支出	3	3	3	4
资产总计	2,503	2,455	2,404	2,379	利润总额	84	75	96	115
流动负债:					所得税费用	19	17	21	26
短期借款	0	0	0	0	净利润	65	58	74	90
应付账款、票据	193	218	171	145	少数股东损益	7	6	8	10
其他流动负债	97	97	97	97	归母净利润	58	52	66	80
流动负债合计	509	449	384	341					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	61	61	61	61	营业收入增长率	65.7%	0.1%	3.5%	7.1%
非流动负债合计	61	61	61	61	归母净利润增长率	-24.9%	-10.0%	27.5%	20.7%
负债合计	570	510	445	402	盈利能力				
所有者权益					毛利率	24.4%	25.6%	26.6%	27.5%
股本	430	600	600	600	四项费用/营收	20.4%	21.9%	21.8%	21.8%
股东权益	1,933	1,944	1,959	1,977	净利率	4.0%	3.6%	4.4%	4.9%
负债和所有者权益	2,503	2,455	2,404	2,379	ROE	3.0%	2.7%	3.4%	4.0%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	22.8%	20.8%	18.5%	16.9%
净利润	65	58	74	90	营运能力				
少数股东权益	7	6	8	10	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
折旧摊销	44	51	54	54	应收账款周转率	6.7	36.5	45.6	91.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	6.0	5.2	6.1	7.3
营运资金变动	-30	137	-15	10	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	86	253	121	163	EPS	0.13	0.09	0.11	0.13
投资活动现金净流量	-250	-8	16	36	P/E	35.1	54.5	42.7	35.4
筹资活动现金净流量	314	-47	-59	-72	P/S	1.2	1.7	1.7	1.6
现金流量净额	150	198	78	127	P/B	1.0	1.5	1.4	1.4

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7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。