

2025 年 04 月 19 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，期待下游改善

—熊猫乳品（300898.SZ）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

联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaovn@cfsc.com.cn

2025 年 4 月 17 日，熊猫乳品发布 2024 年年报。

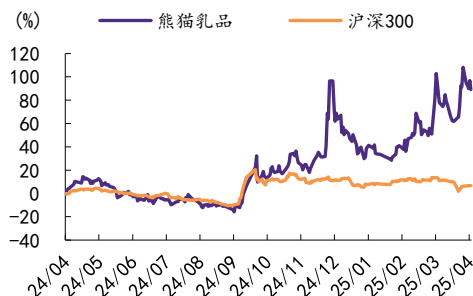
投资要点

基本数据

2025-04-18

当前股价 (元)	31.4
总市值 (亿元)	39
总股本 (百万股)	124
流通股本 (百万股)	115
52 周价格范围 (元)	14.97-37
日均成交额 (百万元)	173.67

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《熊猫乳品（300898）：盈利能力改善，炼乳增长势能延续》2024-08-19
- 2、《熊猫乳品（300898）：利润端增速亮眼，多极增长逻辑清晰》2024-04-25
- 3、《熊猫乳品（300898）：新品渠道布局顺利，利润持续释放》2023-10-24

收入整体承压，毛利率明显提升

整体需求疲软，业绩明显承压。2024 年总营收/归母净利润分别为 7.64/1.02 亿元，分别同比-19%/-6%；2024Q4 分别为 1.96/0.24 亿元，分别同比-18%/-10%。毛利率提升明显，盈利能力持续增厚。2024 年毛利率/净利率分别为 28%/13%，分别同比+5.3/+2.2pcts。2024Q4 毛利率/净利率分别为 29%/12%，分别同比+7.0/+1.3pcts。收入下滑带来规模效应减弱，费用率略有提升。2024 年销售/管理/研发费用率分别为 5%/6%/3%，分别同比+0.4/+1.0/+0.7pcts。2024Q4 销售/管理/研发费用率分别为 5%/6%/3%，分别同比+0.6/+0.5/+1.5pcts。全年经营净现金流同比稳定，销售回款承压。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 1.76/9.29 亿元，分别同比-4%/-17%。2024Q4 经营净现金流/销售回款分别为 0.35/2.65 亿元，分别同比-59%/-16%。截至 2024 年年末，公司合同负债 0.14 亿元（环比基本持平）。

■ 浓缩乳制品销量下滑，乳品贸易毛利率提升

2024 年浓缩乳制品/椰品/乳品贸易营收为 5.85/0.44/1.26 亿元，同比-10.06%/-42.60%/-38.37%；占比同比+7.86/-2.34/-5.12pcts，主业浓缩乳制品相对稳健，椰品与乳品贸易同比下滑幅度较大。**浓缩乳制品方面**，2024 年销量/均价分别同比-12.85%/+3.21%，毛利率同比+4.28pcts，餐饮整体承压下销量下滑较多但均价提升；2024 年经销/直销模式占比分别为 77.23%/22.77%，营销总部下四大部门协作发力，稳住基本盘。**乳品贸易方面**，2024 年毛利率同比+9.23pcts 至 9.81%，以直销为主，整体销售稳定。**椰品方面**，2024 年销量/均价分别同比-49.43%/+13.51%，毛利率同比-16.91%至 7.53%，销量下滑幅度较大主要系椰品订单减少所致。

■ 经销渠道相对稳固，区域表现分化

分渠道看，2024 年直销/经销/贸易营收分别为 1.69/4.68/1.26 亿元，分别同比 -22.55%/-10.32%/-38.37%；毛利率分别同比+0.45/+4.15/+9.22pcts，直销与贸易渠道同比承压明显。截至 2024 年年末，公司拥有 146 家经

销商，同比增长 12 家，持续深化经销网络布局。分区域看，2024 年华东 / 华南 / 华北 / 其他 营收 分别为 3.84/1.28/0.78/1.75 亿元，分别同比 -24.46%/-11.58%/+3.45%/-20.16%，华东与华南为公司优势区域，受整体需求影响；华北基数较低仍有增长。

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，优化零售渠道建设。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.89/0.99/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 36/32/28 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	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	764	783	831	901
增长率（%）	-19.3%	2.4%	6.1%	8.4%
归母净利润（百万元）	102	110	122	140
增长率（%）	-6.0%	7.1%	11.4%	14.5%
摊薄每股收益（元）	0.83	0.89	0.99	1.13
ROE（%）	10.3%	10.3%	10.6%	11.3%

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	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	764	783	831	901
现金及现金等价物	182	265	371	485	营业成本	547	569	598	644
应收款	39	43	41	42	营业税金及附加	7	6	7	7
存货	99	95	96	98	销售费用	37	38	39	42
其他流动资产	411	459	478	488	管理费用	44	41	43	45
流动资产合计	731	862	985	1,113	财务费用	-2	-6	-8	-10
非流动资产：					研发费用	20	20	20	21
金融类资产	325	350	370	380	费用合计	98	93	94	98
固定资产	212	245	247	238	资产减值损失	-2	-2	-3	-2
在建工程	78	31	13	5	公允价值变动	4	5	4	3
无形资产	45	42	40	38	投资收益	6	4	3	2
长期股权投资	9	9	9	9	营业利润	122	125	138	156
其他非流动资产	17	17	17	17	加：营业外收入	1	0	1	2
非流动资产合计	361	345	326	308	减：营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1,092	1,207	1,312	1,421	利润总额	121	124	138	157
流动负债：					所得税费用	19	17	19	21
短期借款	0	20	35	45	净利润	102	107	119	136
应付账款、票据	24	30	28	29	少数股东损益	-1	-3	-4	-4
其他流动负债	53	53	53	53	归母净利润	102	110	122	140
流动负债合计	91	117	130	141					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	15	25	30	成长性				
其他非流动负债	7	7	7	7	营业收入增长率	-19.3%	2.4%	6.1%	8.4%
非流动负债合计	7	22	32	37	归母净利润增长率	-6.0%	7.1%	11.4%	14.5%
负债合计	98	140	162	178	盈利能力				
所有者权益					毛利率	28.4%	27.3%	28.0%	28.5%
股本	124	124	124	124	四项费用/营收	12.9%	11.8%	11.4%	10.8%
股东权益	994	1,067	1,149	1,243	净利率	13.3%	13.6%	14.3%	15.1%
负债和所有者权益	1,092	1,207	1,312	1,421	ROE	10.3%	10.3%	10.6%	11.3%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	9.0%	11.6%	12.4%	12.5%
净利润	102	107	119	136	营运能力				
少数股东权益	-1	-3	-4	-4	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
折旧摊销	25	16	18	18	应收账款周转率	19.8	18.3	20.3	21.5
公允价值变动	4	5	4	3	存货周转率	5.5	6.1	6.3	6.6
营运资金变动	47	-17	0	-3	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	176	107	138	151	EPS	0.83	0.89	0.99	1.13
投资活动现金净流量	-112	-11	-4	6	P/E	38.0	35.5	31.8	27.8
筹资活动现金净流量	19	2	-12	-27	P/S	5.1	5.0	4.7	4.3
现金流量净额	83	99	122	130	P/B	4.0	3.7	3.4	3.1

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，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 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。

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，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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。