

2025 年 08 月 23 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

主品类同比修复，关注成本趋势

—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：张倩 S1050124070037

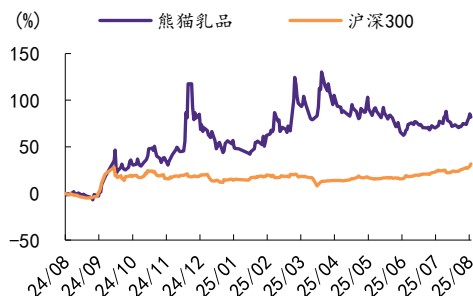
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-22

当前股价（元）	28.62
总市值（亿元）	35
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）	227.58

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）：成本上涨致利润承压，期待新品释放增量》2025-04-25
- 2、《熊猫乳品（300898）：业绩短期承压，期待下游改善》2025-04-20
- 3、《熊猫乳品（300898）：盈利能力改善，炼乳增长势能延续》2024-08-19

2025 年 8 月 21 日，熊猫乳品发布 2025 年半年度报告。2025H1 总营业收入 3.53 亿元（同减 2%），归母净利润 0.41 亿元（同减 13%），扣非净利润 0.33 亿元（同减 16%）。2025Q2 总营业收入 1.83 亿元（同增 4%），归母净利润 0.28 亿元（同增 33%），扣非净利润 0.23 亿元（同增 31%）。

投资要点

■ 产品结构优化利好毛利，成本端压力延续

2025Q2 毛利率同增 1pct 至 27.46%，主要系前期原材料储备充足，原材料压力边际放缓，叠加产品结构优化所致，后续奶粉原料预计仍以国产粉为主，对冲进口粉价格压力。2025Q2 销售/管理费用率分别同比 -0.4pct/+1pct 至 5.38%/7.13%，净利率同增 3pct 至 14.84%，盈利能力边际改善。

■ 炼乳销售同比修复，椰品大客户订单释放

2025H1 浓缩乳制品营收 2.68 亿元（同增 4%），主要系炼乳同比修复，大客户开发进展顺利，后续公司计划通过促销等方式拉动核心流通渠道增长；奶酪延续承压，后续仍坚持价格、品质领先。2025H1 椰品营收 0.37 亿元（同增 97%），客户订单大幅提升，而椰子原料高位致使业务亏损，Q3 以来原料价格进入下行区间，叠加海南厂房投产预期，产能压力缓解后有望持续贡献增长动力。2025H1 乳品贸易营收 0.41 亿元（同减 49%），主要受国产粉低价影响，业务开展承压，后续计划通过套期保值动作平滑价格压力。

■ 推进经销渠道加密，大客户开发进展顺利

2025H1 经销渠道营收 2.25 亿元（同增 2%），餐饮与烘焙渠道竞争压力较大，公司持续推进经销商渠道下沉，深化网络布局，通过区域加密与空白市场填补，实现经销渠道稳健增长。2025H1 直销渠道营收 0.84 亿元（同增 42%），古茗等大客户增量显著，同时公司推进开发会员制商超渠道，合作新品研发，关注后期铺货进展。

■ 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，根据 2025 年半年报，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.81/0.92/1.06（前值为 0.89/0.99/1.13）元，当前股价对应 PE 分别为 35/31/27 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	765	812	882
增长率（%）	-19.3%	0.1%	6.2%	8.6%
归母净利润（百万元）	102	101	114	131
增长率（%）	-6.0%	-1.6%	12.7%	15.6%
摊薄每股收益（元）	0.83	0.81	0.92	1.06
ROE（%）	10.3%	9.5%	10.0%	10.7%

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	765	812	882
现金及现金等价物	182	263	363	472	营业成本	547	558	586	631
应收款	39	42	40	41	营业税金及附加	7	6	6	7
存货	99	93	94	96	销售费用	37	38	40	42
其他流动资产	411	457	475	486	管理费用	44	44	46	49
流动资产合计	731	855	973	1,095	财务费用	-2	-6	-8	-10
非流动资产：					研发费用	20	19	19	20
金融类资产	325	350	370	380	费用合计	98	96	98	102
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	115	128	147
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	1,200	1,299	1,403	利润总额	121	114	128	148
流动负债：					所得税费用	19	16	18	20
短期借款	0	20	35	45	净利润	102	98	110	128
应付账款、票据	24	29	28	28	少数股东损益	-1	-3	-3	-4
其他流动负债	53	53	53	53	归母净利润	102	101	114	131
流动负债合计	91	116	129	140					
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%	0.1%	6.2%	8.6%
非流动负债合计	7	22	32	37	归母净利润增长率	-6.0%	-1.6%	12.7%	15.6%
负债合计	98	139	162	177	盈利能力				
所有者权益					毛利率	28.4%	27.0%	27.9%	28.5%
股本	124	124	124	124	四项费用/营收	12.9%	12.5%	12.1%	11.6%
股东权益	994	1,061	1,138	1,226	净利率	13.3%	12.8%	13.6%	14.5%
负债和所有者权益	1,092	1,200	1,299	1,403	ROE	10.3%	9.5%	10.0%	10.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	9.0%	11.6%	12.4%	12.6%
净利润	102	98	110	128	营运能力				
少数股东权益	-1	-3	-3	-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	-13	0	-3	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	176	103	129	142	EPS	0.83	0.81	0.92	1.06
投资活动现金净流量	-112	-11	-4	6	P/E	34.6	35.2	31.2	27.0
筹资活动现金净流量	17	5	-9	-24	P/S	4.6	4.6	4.4	4.0
现金流量净额	81	97	117	124	P/B	3.6	3.4	3.1	2.9

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，8 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。

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、速冻品以及休闲食品。

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。

■ 免责条款

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。