

# Cisarua

CMRY IJ

印度尼西亚消费品行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

## 把握增长动能

### 摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 3 月 2 日发布的题为《Milking the momentum》的报告，Cimory 希望其乳制品销售复苏能持续，并指引今年销售额将实现双位数增长。公司已开始供应免费午餐计划，尽管规模仍较小。虽然维持销售额增长指引于 10%-15%，但鉴于近期牛奶价格走高趋势，管理层保守指引毛利率为 40%-44%（原指引 42%-44%）。Cimory 将于 2026 年二季度开设首家零售门店（第五渠道），同时推动出口销售。公司今年已拨备 8,000 亿印尼盾资本支出，主要用于消费品食品产能扩张。

### 乳制品：销售复苏、免费午餐计划及新产品

- 管理层表示 2025 年四季度乳制品销售复苏得益于酸奶和 UHT 产品增长，以及无添加糖新品的推出。管理层认为这一复苏具有可持续性，因基数较低——目标 2026 年乳制品销售额实现双位数增长（对比 2025 财年 5% 的同比增速）。
- Cimory 已开始直接为免费午餐计划供应 UHT 牛奶，但该业务占比仍将较小。尽管利润率不及常规乳制品，但公司表示现有产能可满足需求，并希望该计划能持续提升民众饮奶习惯认知。

### 利润率、成本及广告支出

- 鉴于当前牛奶价格上涨（1 月低点以来上涨 20%，但较 2025 年均价仍同比下降 5%），管理层保守指引毛利率为 40%-44%（原指引 42%-44%）。公司亦关注伊朗地缘政治局势可能对奶价造成影响，因部分原料来自欧洲。预计牛肉价格将呈上升趋势，而鸡肉价格将保持稳定。
- Cimory 强调仍将聚焦收入增长，因此今年不会再次提价。但若利润率低于预期，管理层可能削减广告支出以平衡利润率。

### 新零售业态及出口潜力

- Cimory 将于 2026 年二季度开设首家零售门店（第五渠道），预计对总销售额贡献较小（低于 100 万-200 万美元）。
- 公司重点仍将放在传统渠道（覆盖 205,000 个网点）和 Miss Cimory 渠道（2025 财年增长最快渠道，拥有 10,100 名代理商）。比例目标依旧是 30%:30%:30%——现代贸易、Miss Cimory 及一般贸易。其余将来自出口（占销售额 1.3%）——菲律宾是最大贡献市场。

## 2026 年指引：销售额增长 10%-15%、毛利率 40%-44%、资本支出 8,000 亿印尼盾

- 管理层指引销售额增长 10%-15%，毛利率 40%-44%，资本支出预算 8,000 亿印尼盾（主要用于消费品食品产能扩张）。增长分解为同店销售额增长贡献 5%-10%、渠道分销贡献 5%-10%、产品创新贡献 5%。
- 在疲软的宏观环境下，Cimory 在推出新产品方面保持灵活。

## 催化因素

催化因素包括原料成本下降及印尼盾升值，因大部分成本仍为间接进口。

## 投资风险

Cimory 主要风险来自原材料价格波动（尤其是牛奶价格）及外汇风险（因需进口原材料）。由于产品需在特殊冷链设施中冷藏/冷冻，分销或供应链中断亦是潜在风险。乳制品及消费品食品领域竞争加剧亦构成风险。

## 公司概况

CMRY 成立于 1993 年，前身为 PT Macroprima Panganutama，主营食品加工及罐头业务。2006 年进入乳制品行业。2013 年公司进行业务转型，重点发展传统渠道及直销渠道“Miss Cimory”。近年来公司加速乳制品及消费品食品创新产品推出，2018 年以来营收复合增速达 31%。凭借印尼年轻人口红利及多渠道渗透策略，Cimory 有望持续受益于行业增长。

### 收入按产品分类

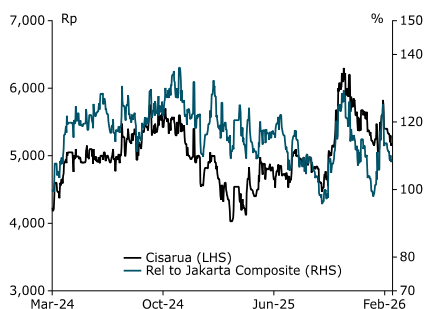
消费品食品	57.1%
乳制品	42.9%

### 收入按地区分类

亚洲	99.5%
美洲	0.3%
中东及非洲	0.1%
欧洲	0.2%

资料来源：中信里昂

## 股票信息



资料来源：彭博，路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 27 日): 5175.0 盾

市场共识目标价（路孚特）：7245.00 盾

12 个月最高/最低价: 6300.0 盾/4030.0 盾

主要股东:

市值: 24.50 亿美元

Bambang Sutantio 53.55%

3 个月日均成交额: 0.94 百万美元

Farell Grandisuri Sutantio 7.65%

## 市盈率区间



## 市净率区间



## 企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

资料来源：彭博

资料来源：彭博

## 免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

### 适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

### 责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

### 法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

### 附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

### 针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。