

2023 年 10 月 27 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩符合预期，第二增长曲线持续发力

## —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

2023 年 10 月 26 日，均瑶健康发布 2023 年前三季度报告。

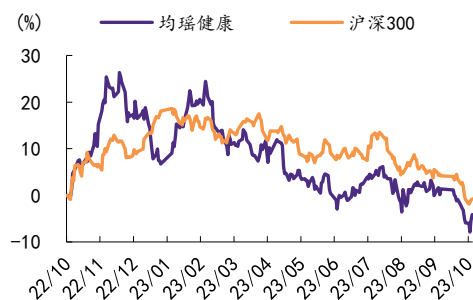
## 投资要点

### 基本数据

2023-10-26

当前股价（元）	12.33
总市值（亿元）	53
总股本（百万股）	430
流通股本（百万股）	430
52 周价格范围（元）	11.7-16.17
日均成交额（百万元）	39.73

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，关注新品表现》2023-08-25
- 2、《均瑶健康（605388）：业绩符合预期，关注新品放量》2023-04-26
- 3、《均瑶健康（605388）：2022 年顺利收官，2023 年加快复苏》2023-04-20

### 业绩符合预期，供应链业务拖累毛利率

2023Q1-Q3 总营收 13.56 亿元（同增 60%），归母净利润 0.83 亿元（同增 5%），其中 2023Q3 总营收 4.77 亿元（同增 57%），归母净利润 0.35 亿元（同增 4%），业绩符合预期，下游需求持续增加，受益于独家专利、新产品、新渠道等发展良好。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率 24.74%（-9pct），净利率 6.46%（-3pct）；2023Q3 毛利率 24.50%（-11pct），净利率 7.67%（-3pct）。费用端，2023Q3 销售费用率为 9.77%（-7pct），管理费用率为 6.9%（-0.2pct），营业税金及附加占比为 0.45%（-1pct）。现金流端，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 -0.25 亿元（2022Q1-Q3 为 -2.98 亿元），系上年提供客户账期增加应收账款期末余额，同时因春节销售原因，合同负债期初余额较期末余额较高；2023Q3 经营活动现金流净额为 0.36 亿元（2022Q3 为 -1.19 亿元）；截至 2023Q3 末，合同负债 0.56 亿元（环比-23%）。

### 益生菌业务亮眼，第二增长曲线渐已成型

分产品看，2023Q3 乳酸菌饮品/益生菌饮品/益生菌食品/其他饮品营收为 1.69/0.09/0.5/0.15 亿元，同比-12%/+10%/+232%/-13%，益生菌食品增速亮眼。公司对常温乳酸菌主营业务持续扩充细分品类、优化激活老品，不断进行迭代升级；同时深入推进益生菌产业链一体化布局，成功整合国内益生菌领域龙头企业均瑶润盈。分渠道看，2023Q3 经销/直销营收为 4.19/0.57 亿元，同比+98%/+187%。分区域看，2023Q3 电商/华东/华中/华南/西南/东北/华北/西北营收分别为 0.04/3.36/0.45/0.21/0.19/0.06/0.05/0.06 亿元，同比-58%/+167%/-13%/+58%/+21%/+1%/+18%/+65%。截止 2023Q3 末，公司经销商数量 1331 家，净增加 102 家。2023 年前三季度泛缘供应链组建 14 个业务部门，新增 216 家上游供应商，上下游建立供应链服务平台，通过整合渠道促进产业间协同合作，持续挖掘新消费需求。2023 年下半年随着第一批新增设备投入生产，均瑶润盈生产能力将得到大幅提升，达产后产能将是扩产前 4 倍，产能提升为业绩释放提供坚实基础。

### 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。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.25/0.33/0.45 元（前值分别为 0.48/0.71/1.04 元），当前股价对应 PE 分别为 48/37/28 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、润盈整合不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	986	1,742	2,386	3,128
增长率（%）	7.9%	76.6%	37.0%	31.1%
归母净利润（百万元）	77	109	142	192
增长率（%）	-47.9%	42.8%	30.1%	35.1%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.25	0.33	0.45
ROE（%）	4.0%	5.6%	7.2%	9.6%

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	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>986</b>	<b>1,742</b>	<b>2,386</b>	<b>3,128</b>
现金及现金等价物	680	778	783	840	营业成本	635	1,303	1,777	2,313
应收款	269	48	52	34	营业税金及附加	9	8	10	13
存货	172	251	294	319	销售费用	187	185	251	325
其他流动资产	154	262	299	322	管理费用	82	113	153	197
流动资产合计	1,276	1,340	1,428	1,514	财务费用	-16	-22	-22	-24
<b>非流动资产：</b>					研发费用	18	31	43	56
金融类资产	40	140	155	165	费用合计	271	307	424	555
固定资产	191	441	517	524	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	437	175	70	28	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	81	76	72	69	投资收益	18	2	3	4
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>93</b>	<b>152</b>	<b>198</b>	<b>266</b>
其他非流动资产	404	404	404	404	加：营业外收入	1	2	2	3
非流动资产合计	1,113	1,097	1,063	1,025	减：营业外支出	3	2	3	4
资产总计	2,389	2,436	2,491	2,539	<b>利润总额</b>	<b>91</b>	<b>152</b>	<b>197</b>	<b>265</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	17	36	46	62
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>73</b>	<b>116</b>	<b>151</b>	<b>204</b>
应付账款、票据	208	233	245	255	少数股东损益	-3	7	8	11
其他流动负债	87	87	87	87	<b>归母净利润</b>	<b>77</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>192</b>
流动负债合计	434	463	495	513					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	30	30	30	30	营业收入增长率	7.9%	76.6%	37.0%	31.1%
非流动负债合计	30	30	30	30	归母净利润增长率	-47.9%	42.8%	30.1%	35.1%
负债合计	464	493	525	543	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	35.6%	25.2%	25.5%	26.1%
股本	430	430	430	430	四项费用/营收	27.5%	17.6%	17.8%	17.7%
股东权益	1,926	1,943	1,966	1,996	净利率	7.4%	6.7%	6.3%	6.5%
负债和所有者权益	2,389	2,436	2,491	2,539	ROE	4.0%	5.6%	7.2%	9.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	19.4%	20.2%	21.1%	21.4%
净利润	73	116	151	204	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-3	7	8	11	总资产周转率	0.4	0.7	1.0	1.2
折旧摊销	30	17	33	38	应收账款周转率	3.7	36.5	45.6	91.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.7	5.2	6.1	7.3
营运资金变动	-385	164	-37	-2	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	-284	304	156	251	EPS	0.18	0.25	0.33	0.45
投资活动现金净流量	-30	-87	14	24	P/E	69.2	48.4	37.2	27.6
筹资活动现金净流量	413	-99	-128	-173	P/S	5.4	3.0	2.2	1.7
现金流量净额	99	118	42	102	P/B	2.8	2.7	2.7	2.7

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：**湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 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。