

2023年04月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2022年顺利收官，2023年加快复苏

—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

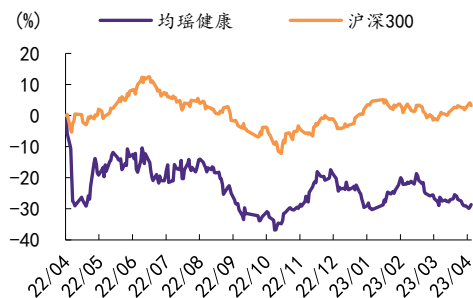
2023年4月19日，均瑶健康发布2022年年报及2023年一季度预告。

基本数据

2023-04-19

当前股价(元)	14.18
总市值(亿元)	61
总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	141
52周价格范围(元)	12.37-18.7
日均成交额(百万元)	84.9

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）：提价提振信心，关注公司弹性机会》2023-02-14
- 2、《均瑶健康（605388）：重整润盈生物，第二曲线增长可期》2023-01-20

投资要点

■ 利润短期承压，2023年加快恢复

2022年营收9.86亿元（同增7.94%），归母净利润0.77亿元（同减47.87%）；其中2022Q4总营收1.41亿元（同减33.74%），归母净利润-0.02亿元（同减176.65%）。预计2023Q1总营收4.23-4.68亿元（同增92.7-112.98%），归母净利润0.23-0.25亿元（同增25.73-38.96%），疫后业绩加速反弹。毛利率2022年35.64%（同减5pct），系原材料及人工成本上涨所致，其中2022Q4为49.51%（同增16pct）。销售费用率2022年18.96%（同增1pct），其中2022Q4为37.28%（同增12pct），系促销宣传费用增多及合并泛缘供应链所致。管理费用率2022年8.27%（同减0.02pct），其中2022Q4为15.45%（同增3pct）。净利率2022年7.43%（同减9pct），其中2022Q4净利率-3.63%（同减5pct）。2022年经营活动现金流净额-2.84亿元（同减258%）。

■ 主业加快恢复，第二曲线可期

分产品看，2022年乳酸菌饮品/益生菌饮品/益生菌食品/其他饮品/饮品供应链/其他商品供应链营收分别为6.5/0.3/0.5/0.7/1.4/0.01亿元，同比-14%/+42%/+43%/-31%，占比69%/3%/5%/7%/15%/0.1%。主业短期受疫情及原料成本上涨影响，随着疫后消费场景恢复及提价落地，有望边际修复。在公司大力发展下益生菌系列实现较快增长，有望优化产品结构，提升盈利能力。其他饮品下滑主要系公司停止味动力益生元牛奶产品所致。**分渠道看**，2022年经销/直销营收8.7/0.76亿元，同比+2%/+35%，占比88%/8%。截止2022年度，经销商数量1229家，较年初减少186家。**分区域看**，2022年电商/东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南营收分别为0.4/0.2/0.1/5.6/0.5/1.8/0.1/0.6亿元，同比+46%/-5%/-13%/+17%/-5%/-22%/+9%/-7%，占比分别为4%/2%/1%/57%/5%/19%/1%/6%。**量价拆分来看**，乳酸菌饮品/益生菌饮品/益生菌食品/其他饮品销量分别为9/0.3/36/1.3万吨，同比-16%/+27%/+29%/-25%；对应吨价分别为0.7/1/0.01/0.6万元/吨，同比+3%/+12%/+11%/-8%。**2023年发展策略**：1）乳酸菌业务以利润为导向，聚焦渠道精准投

放，通过应用专利菌株进行产品升级。目标到 2025 年末实现常温乳酸菌饮品平均增长率高于行业平均水平，市场份额占据全国第一。2) 益生菌业务加速完成润盈重整，BC 端同步推进。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 0.48/0.71/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 30/20/14 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
主营业务收入 (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	205	306	447
增长率 (%)	-47.9%	167.5%	49.4%	45.9%
摊薄每股收益 (元)	0.18	0.48	0.71	1.04
ROE (%)	4.0%	10.5%	15.5%	22.1%

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
流动资产:					营业收入	986	1,742	2,386	3,128
现金及现金等价物	680	875	902	983	营业成本	635	1,018	1,348	1,706
应收款	269	48	52	34	营业税金及附加	9	16	20	25
存货	172	198	225	237	销售费用	187	327	444	576
其他流动资产	154	172	202	220	管理费用	82	141	191	247
流动资产合计	1,276	1,293	1,381	1,474	财务费用	-16	-25	-25	-28
非流动资产:					研发费用	18	31	43	56
金融类资产	40	50	58	63	费用合计	271	475	652	851
固定资产	191	441	517	524	资产减值损失	-14	-10	-8	-5
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	16	13	10
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	93	259	385	561
其他非流动资产	404	404	404	404	加:营业外收入	1	1	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	2,390	2,444	2,499	利润总额	91	258	384	560
流动负债:					所得税费用	17	53	78	113
短期借款	0	0	0	0	净利润	73	205	306	447
应付账款、票据	208	184	187	190	少数股东损益	-3	0	0	0
其他流动负债	87	87	87	87	归母净利润	77	205	306	447
流动负债合计	434	414	438	448					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
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%	167.5%	49.4%	45.9%
负债合计	464	444	468	478	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.6%	41.5%	43.5%	45.5%
股本	430	430	430	430	四项费用/营收	27.5%	27.3%	27.3%	27.2%
股东权益	1,926	1,946	1,977	2,021	净利率	7.4%	11.8%	12.8%	14.3%
负债和所有者权益	2,389	2,390	2,444	2,499	ROE	4.0%	10.5%	15.5%	22.1%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	19.4%	18.6%	19.1%	19.1%
净利润	73	205	306	447	营运能力				
少数股东权益	-3	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.7	1.0	1.3
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	168	-29	3	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-284	390	311	488	EPS	0.18	0.48	0.71	1.04
投资活动现金净流量	-30	3	21	29	P/E	79.6	29.7	19.9	13.6
筹资活动现金净流量	510	-184	-276	-402	P/S	6.2	3.5	2.6	1.9
现金流量净额	196	208	56	115	P/B	3.2	3.1	3.1	3.0

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，5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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。