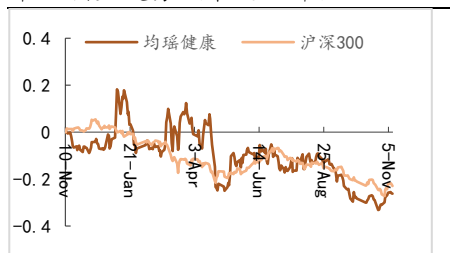


評級： 買入

翟煒  
首席分析師  
SAC 執證編號：S0110521050002  
zhaiwei@sczq.com.cn  
電話：13581945259

李星錦  
分析師  
SAC 執證編號：S0110521070001  
lixingjin@sczq.com.cn  
電話：86-10-81152697

市場指數走勢（最近 1 年）



資料來源：聚源數據

公司基本數據	
最新收盤價（元）	13.65
一年內最高/最低價（元）	24.17/12.12
市盈率（當前）	160.97
市淨率（當前）	3.05
總股本（亿股）	4.30
總市值（億元）	58.70

資料來源：聚源數據

核心觀點

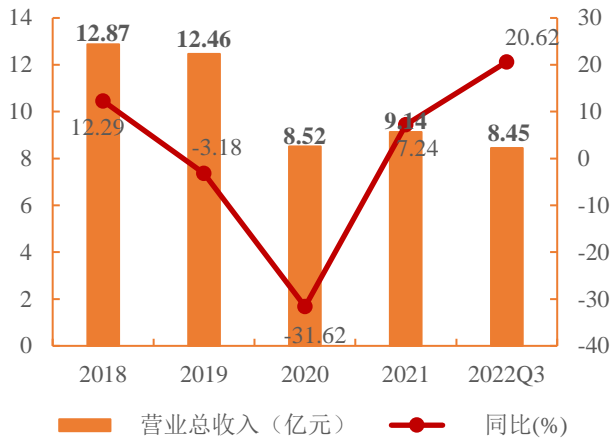
- **事件：**均瑤健康擬於 11 月 16 日召開 2022 年第二次臨時股東大會，審議關於變更部分募集資金投資項目的議案，議案擬將“均瑤大健康飲品品牌升級建設項目”尚未使用的募集資金及專戶利息投入至“潤盈生物工程（上海）有限公司破產重整項目”。
- 潤盈是專注於益生菌領域集研發、生產、銷售為一體的高新技術企業，全球益生菌產業整體解決方案提供商，主要從事益生菌領域的研發、生產、銷售，目前共研發生產 30 多種中國本土益生菌菌種，擁有 4000 餘株自主知識產權的益生菌菌種資源庫，產品涵蓋益生菌菌粉，特色發酵劑，功能性食品及衍生產品，高活性凍干菌粉年產能達 300 噸，是亞洲大型益生菌生產基地之一，產品銷往 60 多個國家和地區。
- **益生菌行業景氣度高，國內產業鏈有待完善。**在激發消費潛力支撐構建“雙循環”、供給升級方能驅動激發消費潛力的背景下，且有後疫情時代消費者對於提高免疫力等功能性的追求，益生菌行業迎來黃金發展期，本土益生菌企業迅速成長。當前產業鏈上下游分離明顯，國外廠商佔據大量國內上游原料菌粉生產供應份額，國內益生菌產業鏈有待完善，此次重組，有助於公司整合延伸產業鏈，為公司培育“益生菌”系列“第二曲線”產品提供技術支撐。
- **打通產業鏈上下游，均瑤健康工作重心轉向研發端。**重整後，雙方在產業鏈、銷售渠道可形成互補，打通益生菌生產產業鏈的上下游環節。同時，均瑤健康在科研、產能等方面賦能支持，加大益生菌領域市場競爭力。破產重整項目總投資人民幣 27855.59 萬元，擬使用 IPO 募資投入項目的“均瑤大健康飲品品牌升級建設項目”未使用部分，其餘通過自有資金解決，將工作重心由營銷端轉向研發端。計劃重整後潤盈年度銷售額於 2023-2025 年分別達到 1.32、2.67、5.31 億元。
- **投資建議：**該整合項目，有利於公司打通益生菌生產產業鏈上下游，雙方形成優勢互補，進一步提高市場競爭力。預計公司 2022-2024 年營業收入分別為 11.98、17.25、25.01 億元，歸母淨利潤分別為 1.16、1.89、2.62 億元，EPS 分別為 0.27、0.44、0.61 元/股。首次覆蓋，給予“買入”評級。
- **風險提示：**市場競爭加劇風險；原材料價格波動風險；消費者需求不及預期。

### 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	9.14	11.98	17.25	25.01
营收增速 (%)	7.2	31.1	44.0	45.0
净利润 (亿元)	1.47	1.16	1.89	2.62
净利润增速 (%)	-31.3	-20.8	62.7	38.4
EPS(元/股)	0.34	0.27	0.44	0.61
PE	39.9	50.4	31.0	22.4

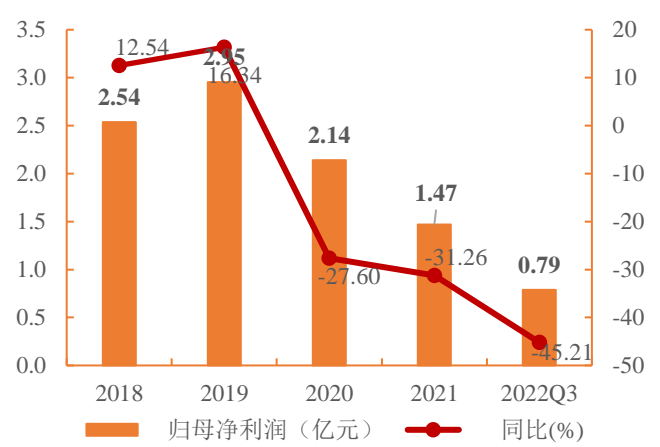
资料来源: Wind, 首创证券

图表 1 均瑶健康营业收入（亿元）及增速（右轴）



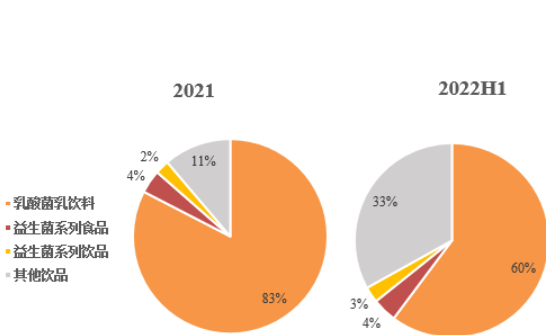
资料来源: Wind, 首创证券

图表 2 均瑶健康归母净利润（亿元）及增速（右轴）



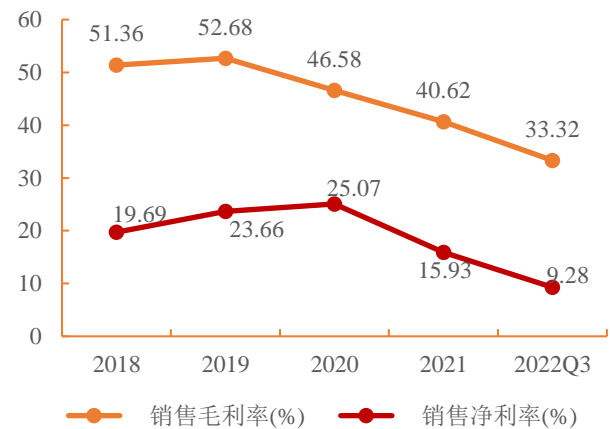
资料来源: Wind, 首创证券

图表 3 均瑶健康收入构成



资料来源: Wind, 首创证券

图表 4 均瑶健康毛利率、净利率



资料来源: Wind, 首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1668.1	1668.8	1963.3	2377.9	<b>经营活动现金流</b>	179.9	150.7	237.3	353.9
现金	1077.4	1035.0	1261.3	1573.4	净利润	147.0	116.4	189.3	262.0
应收账款	7.4	3.2	4.6	6.7	折旧摊销	27.7	35.4	36.7	37.9
其它应收款	1.5	2.0	2.8	4.1	财务费用	0.2	-8.4	-9.2	-11.3
预付账款	6.0	8.6	12.0	17.1	投资损失	-28.2	-64.7	-64.7	-64.7
存货	77.3	111.3	154.9	221.0	营运资金变动	42.5	86.2	84.1	128.2
其他	32.9	43.1	62.0	89.9	其它	-7.8	-13.1	3.0	4.4
<b>非流动资产</b>	628.4	647.5	660.8	684.0	<b>投资活动现金流</b>	22.8	14.7	14.7	3.7
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-340.4	-50.0	-50.0	-61.0
固定资产	398.1	416.7	433.9	449.7	长期投资	1440.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	94.0	90.4	86.9	94.6	其他	-1077.4	64.7	64.7	64.7
其他	49.3	49.3	49.3	49.3	<b>筹资活动现金流</b>	-151.6	-207.8	-25.7	-45.5
<b>资产总计</b>	2296.5	2316.3	2624.2	3061.8	短期借款	-1.2	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	331.9	451.5	606.8	841.8	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	1.2	0.0	0.0	0.0	其他	-216.5	-215.0	-34.9	-56.8
应付账款	116.0	166.9	232.4	331.5	<b>现金净增加额</b>	51.1	-42.4	226.3	312.1
其他	17.6	25.4	35.3	50.4	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>非流动负债</b>	17.7	17.7	17.7	17.7	<b>成长能力</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	7.2%	31.1%	44.0%	45.0%
其他	11.6	11.6	11.6	11.6	营业利润	-33.1%	-23.9%	80.0%	44.7%
<b>负债合计</b>	349.7	469.2	624.5	859.5	归属母公司净利润	-31.3%	-20.8%	62.7%	38.4%
少数股东权益	7.7	6.5	4.7	2.1	<b>获利能力</b>				
归属母公司股东权益	1939.2	1840.5	1995.0	2200.2	毛利率	40.6%	34.8%	37.0%	38.0%
<b>负债和股东权益</b>	2296.5	2316.3	2624.2	3061.8	净利率	16.1%	9.7%	11.0%	10.5%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	ROE	7.6%	6.3%	9.5%	11.9%
营业收入	913.6	1197.8	1725.2	2501.0	ROIC	5.5%	4.6%	7.8%	10.4%
营业成本	542.5	780.7	1087.0	1550.5	<b>偿债能力</b>				
营业税金及附加	7.3	9.6	13.8	20.0	资产负债率	15.2%	20.3%	23.8%	28.1%
营业费用	168.8	215.3	267.0	382.0	净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	12.6	19.2	23.9	34.6	流动比率	5.03	3.70	3.24	2.82
管理费用	75.7	99.3	143.0	207.2	速动比率	4.79	3.45	2.98	2.56
财务费用	-19.2	-8.4	-9.2	-11.3	<b>营运能力</b>				
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.40	0.52	0.66	0.82
公允价值变动收益	2.7	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	206.44	224.50	438.51	439.68
投资净收益	64.7	64.7	64.7	64.7	应付账款周转率	5.78	5.52	5.44	5.50
<b>营业利润</b>	193.2	147.0	264.6	382.7	<b>每股指标(元)</b>				
营业外收入	7.8	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.34	0.27	0.44	0.61
营业外支出	4.8	0.0	0.0	1.0	每股经营现金	0.42	0.35	0.55	0.82
<b>利润总额</b>	196.3	147.0	264.6	381.7	每股净资产	4.51	4.28	4.64	5.12
所得税	50.8	31.7	77.1	122.3	<b>估值比率</b>				
<b>净利润</b>	145.5	115.2	187.5	259.4	P/E	39.9	50.4	31.0	22.4
少数股东损益	-1.4	-1.1	-1.9	-2.6	P/B	3.02	3.19	2.94	2.67
归属母公司净利润	147.0	116.4	189.3	262.0	EV/EBITDA	26.02	29.16	17.37	12.40
EBITDA	195.0	174.0	292.1	409.3					
EPS (元)	0.34	0.27	0.44	0.61					

## 分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机&中小盘方向研究。

李星锦，厦门大学数学与应用数学学士，美国杜兰大学金融硕士，从事计算机&中小盘研究，3年证券从业经历。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准		