

均瑶健康 (605388)

公司研究/调研简报

主业有望回暖，积极探索第二成长曲线

——均瑶健康 (605388) 调研简报

调研简报/食品饮料

2021年05月17日

一、事件概述

近期我们调研了均瑶健康，就行业发展现状、公司经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

➤ 主业：产品升级叠加渠道扩张，延长常温乳酸菌生命周期

集中度提升：2021年行业成本涨幅较大，部分中小企业品牌力不足以支撑提价、面临较大经营压力，为公司区域扩张提供了客观有利条件。我们认为公司将通过产品升级、渠道拓展、费用扩张三个维度实现市占率的提升及产品生命周期的延长。**品类升级：**公司此前大单品乳酸菌饮料“味动力”面临产品老化问题，2021年将推出多款主打功能性、健康性的饮料新品，以此推动品类扩张及升级。**渠道扩张：**目前公司渠道调整已接近尾声，21Q1末味动力经销商共计1184家，环比-4%，今年公司将重点在均势市场加快渠道扩张与渗透，预计2021全年经销商数量同比增加。

➤ 新品：常温奶酪+益生菌功能食品，贡献第二成长曲线

公司定位“大健康”战略，2021年将从奶酪、益生菌食品两大方向积极探索第二成长曲线。**常温奶酪：**2021年4月公司推出常温奶酪，与竞品形成明显差异化竞争。1) 产品角度，定位高钙、低钠、益生菌，并与知名IP“功夫熊猫”深度绑定；2) 渠道角度，常温奶酪渠道范围更广，售卖形式更丰富，包括收银台挂条、货架排面、冰点陈列等；3) 公司角度，我们认为公司可复制常温乳酸菌品类的成功经验，利用现有渠道优势实现奶酪品类快速放量，目前产品终端动销与渠道备货均表现良好。**益生菌功能食品：**2021年4月公司推出两款益生菌咀嚼片，主打抗抑郁幽门螺杆菌，预防和改善酒精性肝变性和肝损。公司与江南大学合作，在科研实力方面具备较强竞争力。随着国内人口老龄化趋势加重，健康食品与功能食品具备广阔的成长空间。

➤ 展望：2021年或为业绩拐点，未来成长提速可期

我们认为2021年公司业绩有望实现止跌回升，迎来业绩拐点，主要得益于：(1) **主业回暖：**公司今年在常温乳酸菌市场积极调整政策，一方面推动品类升级及扩张，另一方面加大费用投入匹配渠道扩张，叠加IPO产能在2021年底后逐渐释放，预计2021年主业收入将基本恢复至2019年水平，未来3年复合增速将有望高于行业平均水平(15%左右)。(2) **新品放量：**2021年公司推出常温奶酪、益生菌功能食品，享受行业高增长红利。不过目前新品仍处于蓄能期，短期贡献业绩增量相对有限，期待2022年之后新品业绩红利快速释放。

三、投资建议

预计2021-2023年公司实现收入12.57/14.98/17.98亿元，同比+47.6%/+19.1%/+20.1%；实现归母净利润2.72/3.26/3.95亿元，同比+27.0%/+20.2%/+20.9%，折合EPS为0.63/0.76/0.92元，对应PE为43/36/30倍。公司估值高于饮料行业可比公司2021年平均估值24倍(Wind一致预期，算数平均法)，考虑到未来新品类贡献第二成长曲线及老品类升级与渠道扩张带来业绩增长，首次覆盖，给与“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

新品动销不及预期、渠道扩张不及预期、食品安全风险等。

谨慎推荐 首次评级

当前价格：27.08元

交易数据 2021-5-14

近12个月最高/最低(元)	31.14/16.3
总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	70
流通股比例(%)	16.28
总市值(亿元)	116
流通市值(亿元)	19

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	852	1,257	1,498	1,798
增长率 (%)	-31.6%	47.6%	19.1%	20.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	214	272	326	395
增长率 (%)	-27.6%	27.0%	20.2%	20.9%
每股收益 (元)	0.50	0.63	0.76	0.92
PE (现价)	54.46	42.86	35.67	29.51
PB	4.98	5.29	4.60	3.98

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	852	1,257	1,498	1,798
营业成本	455	707	837	1,003
营业税金及附加	7	10	12	14
销售费用	126	161	202	243
管理费用	47	62	74	93
研发费用	2	13	14	16
EBIT	215	304	358	429
财务费用	-28	-10	-14	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	2
营业利润	289	366	437	529
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	285	366	437	529
所得税	72	95	111	135
净利润	214	271	326	394
归属于母公司净利润	214	272	326	395
EBITDA	234	336	400	460
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1,032	1,374	1,679	2,078
应收账款及票据	1	1	1	2
预付款项	2	3	3	4
存货	41	68	82	95
其他流动资产	835	835	835	836
流动资产合计	1,910	2,280	2,600	3,014
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	134	178	237	269
无形资产	45	61	81	91
非流动资产合计	261	323	405	450
资产合计	2,172	2,604	3,005	3,464
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	72	146	186	196
其他流动负债	157	243	278	333
流动负债合计	228	389	465	530
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	240	401	477	542
股本	430	430	430	430
少数股东权益	0	-0	-1	-1
股东权益合计	1,931	2,202	2,528	2,923
负债和股东权益合计	2,172	2,604	3,005	3,464

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-31.6%	47.6%	19.1%	20.1%
EBIT 增长率	-33.3%	41.3%	17.7%	19.8%
净利润增长率	-27.6%	27.0%	20.2%	20.9%
盈利能力				
毛利率	46.6%	43.8%	44.1%	44.2%
净利率	25.1%	21.6%	21.8%	21.9%
总资产收益率 ROA	9.8%	10.4%	10.9%	11.4%
净资产收益率 ROE	11.1%	12.3%	12.9%	13.5%
偿债能力				
流动比率	8.37	5.86	5.59	5.69
速动比率	8.18	5.68	5.41	5.51
现金比率	4.52	3.53	3.61	3.92
资产负债率	11.1%	15.4%	15.9%	15.6%
经营效率				
应收账款周转天数	0.60	0.26	0.33	0.40
存货周转天数	32.51	35.04	35.76	34.44
总资产周转率	0.39	0.48	0.50	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.63	0.76	0.92
每股净资产	4.49	5.12	5.88	6.80
每股经营现金流	0.19	1.01	0.99	1.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	54.46	42.86	35.67	29.51
PB	4.98	5.29	4.60	3.98
EV/EBITDA	36.78	30.58	24.90	20.82
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	214	271	326	394
折旧和摊销	18	32	42	31
营运资金变动	-149	133	60	50
经营活动现金流	82	435	428	473
资本开支	-82	-94	-124	-76
投资	-820	0	0	0
投资活动现金流	-901	-93	-123	-74
股权募资	900	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	776	0	0	0
现金净流量	-44	342	305	399

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。