

**投资评级：持有（首次）**
**报告日期：2022年4月11日**
**市场数据**

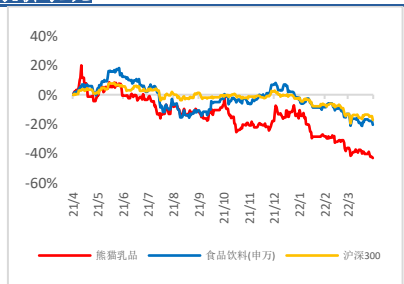
目前股价	21.38
总市值（亿元）	26.72
流通市值（亿元）	10.88
总股本（万股）	12,498
流通股本（万股）	5,090
12个月最高/最低	45.01/21.38

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 受益乳业长期发展，消费升级+餐饮 标准化打开增量市场

## ——熊猫乳品（300898）公司动态点评

**盈利预测**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	603.75	684.35	923.87	1,201.03	1,441.23
(+/-%)	0.35%	13.35%	35.00%	30.00%	20.00%
归母净利润（百万元）	66.61	81.51	84.16	111.70	137.69
(+/-%)	-29.70%	22.37%	3.24%	32.73%	23.27%
摊薄 EPS（元/股）	0.54	0.83	0.68	0.90	1.11
PE	39.6	25.8	31.5	23.7	19.3

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- 熊猫乳品作为“炼乳上市第一股”，成立自 1996 年，深耕炼乳的研发、生产和销售 20 余年，拥有 50 余项专利，曾获“浙江老字号”、“浙江省著名商标”、“驰名商标”等认定，先后被评为中国乳制品行业优秀企业、浙江省隐形冠军企业、省级骨干农业龙头企业等荣誉。公司的主营业务为浓缩乳制品的研发、生产和销售以及乳品贸易，主要产品包括“熊猫”牌系列调制甜炼乳、全脂甜炼乳、调制淡炼乳、全脂淡炼乳、甜奶酱、马苏里拉奶酪、奶酪棒、稀奶油等。公司市场以华东、华南地区为主并推进区域扩张，已经初步构建了覆盖全国 30 余个省份的销售渠道，截至 2021 年中已于 170 余家经销商建立合作。**
- 我国乳业发展迅速，但人均水平仍偏低，乳制品作为基础营养来源消费根基牢固，刚性较强，尚有较大成长空间。**我国乳业行业起步较晚，但得益于经济快速发展和人口基数庞大，经过数十年发展，成为世界乳业生产大国之一，2021 年乳制品产量 3031.66 万吨，同比增长 9.44%，较 2006 年翻了一倍，15 年间 CAGR 为 5.0%。我国同时也是乳业消费大国和进口大国，2016-2020 年，我国乳制品市场规模从 5329 亿元增长至 6385 亿元，年均复合增长率达 4.6%；21 年我国乳制品进口量达 410.29 万吨，进口额达 143.74 亿美元，同比分别增长 17.96% 和 14.09%。近 20 年来，我国人均乳制品年消费量从不足 6 千克提高至 36 千克，但我国居民奶制品摄入量仍偏低，人均饮奶量仍不足世界人均消费量的 1/3，不足亚洲人均消费量的 1/2，远低于《中国居民膳食指南》指导的每日 300 克的摄入量，渗透率和人均摄入量仍有较大提升空间。
- 目前乳制品消费结构以液态奶为主，固态乳制品行业仍在发展初期，奶酪需求增速高于供给，供需缺口扩大。**近二十年来，随着人民生活水平和健康饮食意识不断提高，国内乳制品消费经历了从风味乳饮料奶到液态鲜奶再到酸奶的消费升级，我国目前仍处于以液态奶消费为主的阶段。2021 年，液体乳产量 2842.98 万吨，同比增长 9.68%，占比超过 90%；乳粉产量 97.94 万吨，同比增长 1.76%。奶酪受益乳品消费升级，正处于早期快速增长阶段，预计将成为未来乳制品行业的主要增长点，国内奶酪产业进入快速发展期。据智研咨询数据，2014-2021 年，我国奶酪年产量从 33.5 万吨提高至 37.3 万吨，表观需求量

从 40.1 万吨提高到 54.9 万吨，复合增速分别为 1.5% 和 5.7%，供需缺口扩大至 17.6 万吨。

- **奶酪业务布局多年，乘行业发展顺风车，逐步成为公司新的增长点。** 奶酪行业当前进入快速扩张阶段，未来仍将维持较高景气度，目前外资在奶酪市场中占据领先地位，随着内资逐步重视奶酪市场，未来有望在加大投入下快速追赶。公司在奶酪领域早有布局，奶酪板块正在逐步成为公司浓缩乳制品业务新的增长点，当前公司已经推出奶酪棒、马苏里拉奶酪等系列产品，未来也将持续在新产品、新包装上加大研发和应用上的投入。公司自 2018 年以来投资新建奶酪、奶油等新产品产能，并组建销售团队积极布局奶酪、奶油等新产品市场。21 年春季糖酒会上，公司推出了专为中国儿童营养研制的 520 配方的儿童奶酪棒，主打“5 倍牛奶钙、2 倍牛奶蛋白、0 蔗糖”概念，选用更健康的木糖醇无糖配方，帮助降低中国儿童龋齿风险，培养孩子健康饮食习惯。
- **炼乳市场较小但稳步增长，受益消费升级和餐饮标准化发展。** 提炼炼乳是千百年来人类探索出的鲜奶储存方式之一，由于其独特的风味，如今主要作为含乳食品的中间配料，主要用于餐饮、烘焙、饮品、食品工业等领域，最终以餐饮、糕点、饮料等形式到达消费者。国内炼乳市场规模较小，但随着使用场景的丰富，处于稳步增长长期，2015-2019 年市场规模从 27.3 亿元增加至 36.8 亿元，CAGR 为 7.8%，预计 21 年将接近 46 亿元。受消费升级驱动，餐饮标准化趋势下食品供应链逐步发展，炼乳作为可标准化的风味载体有望受益。近年来奶茶和烘焙的兴旺发展为行业带来增量，在低糖、健康的饮食观念下，减蔗糖甜炼乳替代植脂末被应用于奶茶领域。
- **品牌+产品+渠道优势，脱离低质竞争；产、学、研结合，服务更有灵活性。** 公司作为深耕炼乳 20 余年的领军企业，品牌领先，招股说明书显示熊猫是国内市场销售规模仅次于雀巢的第二大炼乳品牌，两家公司在技术、品牌等方面具备较强优势，在中高端炼乳产品市场具备较强的竞争力；而国内其他炼乳品牌主要集中在中低端市场，市场竞争较为激烈。“熊猫”牌全脂甜炼乳于 2019 年获世界食品品质评鉴大会金奖，在国内乳制品行业具有较高的影响力和知名度，获得了国内众多知名食品生产企业的认可，公司与香飘飘、蒙牛乳业、达能乳业、金丝猴等公司建立并保持了良好的业务关系。公司坚持对新产品和新技术的研发投入，在产、学、研结合模式下，提升研究水平和技术成果转化能力，获专利 50 余项，并成功解决稀奶油常温下不易打发的技术难题。以研发为基础，积极布局趋势产品，不断推出新品，与竞品相比，公司采取定制化服务，借助生产技术优势，为客户提供更贴近其实际应用场景的产品，更具灵活性。
- **投资建议：** 公司作为炼乳行业领军企业，具备中高端产品上较强的竞争力，在国内乳制品行业具有较高的影响力和知名度。我国乳业发展仍有较大空间，公司核心产品炼乳和奶酪所处赛道均处于发展早期，有望持续受益行业渗透率和人均摄入量的长期提升。我们预测公司 2021-2023 年 EPS 为 0.68、0.90、1.11 元/股，当前股价对应 PE 倍数为 31.5x、23.7x、19.3x，首次覆盖，给与“持有”评级。
- **风险提示：** 局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；食品安全问题；公司股东及一致行动人股票减持风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	603.75	684.35	923.87	1,201.03	1,441.23	<b>成长性</b>					
营业成本	430.32	515.17	692.90	894.76	1,066.51	营业收入增长	0.35%	13.35%	35.00%	30.00%	20.00%
销售费用	53.72	48.23	64.67	87.67	103.77	营业成本增长	6.77%	19.72%	34.50%	29.13%	19.19%
管理费用	28.51	31.16	41.57	54.05	63.41	营业利润增长	-27.09%	0.04%	35.74%	32.07%	22.80%
研发费用	15.37	14.58	18.48	26.42	30.27	利润总额增长	-28.42%	23.02%	18.81%	32.73%	23.27%
财务费用	0.71	0.84	1.11	1.44	1.73	归母净利润增长	-29.70%	22.37%	3.24%	32.73%	23.27%
其他收益	5.53	5.63	5.50	5.50	5.50	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	0.88	1.94	2.00	1.80	1.50	毛利率	28.73%	24.72%	25.00%	25.50%	26.00%
营业利润	79.16	79.19	107.50	141.97	174.34	销售净利率	11.03%	11.91%	9.11%	9.30%	9.55%
营业外收支	-0.82	17.18	7.00	10.00	13.00	ROE	13.25%	10.66%	10.11%	12.11%	13.33%
利润总额	78.34	96.37	114.50	151.97	187.34	ROIC	16.63%	19.88%	20.14%	25.04%	27.99%
所得税	10.70	13.17	28.62	37.99	46.83	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	1.03	1.69	1.72	2.28	2.81	销售费用/营业收入	8.90%	7.05%	7.00%	7.30%	7.20%
归母净利润	66.61	81.51	84.16	111.70	137.69	管理费用/营业收入	4.72%	4.55%	4.50%	4.50%	4.40%
<b>资产负债表</b>	<b>(百万)</b>					研发费用/营业收入	2.55%	2.13%	2.00%	2.20%	2.10%
流动资产	331.68	708.75	698.55	805.95	979.21	财务费用/营业收入	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
货币资金	53.56	194.82	120.45	165.88	254.85	投资收益/营业利润	1.11%	2.45%	1.86%	1.27%	0.86%
应收票据应收账款合计	37.14	30.18	61.18	56.93	84.00	所得税/利润总额	13.65%	13.67%	25.00%	25.00%	25.00%
其他应收款	0.35	7.08	7.00	8.00	9.00	应收账款周转率	16.52	20.33	20.22	20.34	20.45
存货	64.77	103.58	119.69	153.71	184.02	存货周转率	7.07	6.12	6.21	6.55	6.32
非流动资产	260.42	275.10	269.34	252.74	227.00	流动资产周转率	1.97	1.32	1.31	1.60	1.61
固定资产	178.89	163.74	149.59	135.08	117.38	总资产周转率	1.06	0.87	0.95	1.19	1.27
资产总计	592.10	983.85	967.89	1,058.69	1,206.21	<b>偿债能力</b>					
流动负债	80.94	202.68	117.66	116.81	151.37	资产负债率	13.79%	20.70%	12.26%	11.13%	12.63%
短期借款	15.90	118.38	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.10	3.50	5.94	6.90	6.47
应付款项	32.18	23.40	42.26	52.19	73.96	速动比率	3.30	2.99	4.92	5.58	5.25
非流动负债	0.72	0.98	1.00	1.00	1.00	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.54	0.83	0.68	0.90	1.11
负债合计	81.66	203.65	118.66	117.81	152.37	每股净资产	4.05	6.20	6.75	7.47	8.36
股东权益	510.44	780.20	849.24	940.88	1,053.84	每股经营现金流	0.68	0.56	0.62	0.67	0.90
股本	93.00	124.00	124.00	124.00	124.00	每股经营现金/EPS	1.26	0.67	0.91	0.74	0.81
留存收益	409.29	645.19	712.52	801.88	912.03	<b>估值</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	8.15	11.00	12.72	15.00	17.81	PE	39.59	25.76	31.50	23.73	19.25
负债和权益总计	592.10	983.85	967.89	1,058.69	1,206.21	PEG	2.08	1.35	-8.27	1.25	1.01
<b>现金流量表</b>	<b>(百万)</b>					PB	5.28	3.45	3.17	2.86	2.56
经营活动现金流	100.18	68.90	76.91	83.40	112.74	EV/EBITDA	0.00	54.91	17.27	13.31	10.67
其中营运资本减少	-16.18	-0.75	-29.85	-56.82	-49.73	EV/SALES	0.00	8.04	2.43	1.83	1.46
投资活动现金流	-1757.00	-216.19	-14.96	-14.20	5.50	EV/IC	0.00	13.61	5.23	4.66	4.26
其中资本支出	10.37	28.76	46.00	26.00	6.00	ROIC/WACC	4.75	5.68	5.75	7.16	8.00
融资活动现金流	438.89	288.55	-136.32	-23.78	-29.27	REP	0.00	2.40	0.91	0.65	0.53
净现金总变化	-1217.93	141.26	-74.37	45.42	88.97						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券产业金融研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>