

食品饮料

2024年11月29日

熊猫乳品 (300898)

——国内炼乳领域领导者，不断深化炼乳领域发展

增持(首次评级)

研报摘要:

市场数据

2024年11月28日

收盘价(元)	22.76
一年内最高/最低(元)	26.00/14.97
市净率	2.9403
股息率(分红/股份)	2.20
流通A股市值(百万)	2,611
上证指数/深证成指	3,295.70/10,432.54

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年09月30日

每股净资产(元)	7.74
资产负债率%	10.38
总股本/流通A股(百万)	124/115
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



- **公司深耕炼乳行业，发展前景广阔。**熊猫乳品专注炼乳行业20多年，享有显著的品牌知名度。公司供应链包括奶粉、鲜奶和糖等原材料，为生产高品质乳制品提供基础。产品供应餐饮、烘焙、食品工业和零售等行业。主要产品包括各类炼乳、稀奶油和奶酪棒等。2020年公司成功登陆创业板，公司进一步拓展市场，推出多款符合消费者口味的创新产品。公司管理团队由经验丰富的专业人士组成，致力于推动公司持续发展和创新，保持市场竞争力。
- **公司业绩稳健，盈利能力将逐渐改善。**2019年至2023年，营业收入从6.04亿元增至9.47亿元，2024年Q1-Q3为5.69亿元。公司归母净利润从2019年的0.61亿元增至2023年的0.92亿元。增长速度虽然出现承压，但熊猫乳品集团通过产品种类扩展和市场份额提升，结合在浓缩乳制品行业的经验及植物基产品新领域的战略，预期将稳定增长。预计未来几年，集团营业收入和净利将稳步上升。
- **产品应用广泛，行业发展空间高。**在消费升级的强劲驱动下，公司正面临前所未有的发展机遇。随着上游原材料价格的持续低位运行，公司得以在成本控制方面占据有利地位。与此同时，相关下游市场的空间不断扩张，为公司的主营业务提供了更为广阔的发展前景。这些因素共同作用，使得公司在当前的市场环境中具备了巨大的发展潜力和竞争优势。
- **企业不断塑造核心竞争优势，创建炼乳行业领先品牌。**企业依据现实状况，抓住机遇，启动了“定安年产5000吨食品原料项目”的并购计划。并购完成后，企业将着手进行改扩建工作，整合炼乳、调味酱以及椰浆的生产线。该生产线规划年产量为5000吨，预计每年可实现销售收入7500万元，净利润为750万元。持续完善销售网络，赢得众多核心客户信赖公司的销售策略主要依赖于经销商体系，公司经销占整体营收61%。公司当前已与372家经销商签订了合作协议，和23年底相比新增了5家合作伙伴，和去年同期相比，新增了19家合作伙伴。
- **公司与同行业可比公司盈利能力强估值低，投资“性价比”高。**我们选择海融科技、立高食品、妙可蓝多、燕塘乳业、欢乐家、三元股份、光明乳业等七家国内上市同行业公司。综合来看，熊猫乳品展现出卓越的偿债能力，速动比例、流动比例、资产负债率强于同行业可比公司平均值；盈利状况优良，近年来持续稳健增长，销售毛利率、销售净利率和ROE上整体优于同行业可比公司平均值，彰显了公司在盈利模式和成本管理上的优势；公司估值相对较低，表明其相较于同行业其他公司具有较高的投资价值和“性价比”。综合来看，熊猫乳品在偿债能力、盈利增长和市场估值三个关键领域均有出色表现，领先于同行业其他公司，为其持续发展和市场竞争奠定了坚实基础。
- **盈利预测：**我们持续看好公司在本土炼乳市场的领导地位。为了应对市场需求，公司正在积极打造第二个增长引擎。尽管目前消费市场整体经历调整，但展望2024年，炼乳市场预计将开辟新的消费空间，餐饮和零售业预计将共同促进其发展；而奶油产品由于起始规模较小且技术先进，预计将经历快速的增长。公司预计将从较低的起点快速恢复增长。我们预测在2024-2026年期间，公司的营业收入将分别达到9.09、9.27和9.55亿元，每股收益(EPS)将分别达到0.86元、0.98元和1.02元。考虑到公司炼乳行业的优势地位和同行业平均市盈率38.97倍，首次覆盖时给予公司2024年35倍市盈率，目标价定为30.1元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济不达预期风险；市场加剧竞争风险；食品安全问题风险；原材料价格波动风险。

财务数据及盈利预测

证券分析师

马世辉 17732313273

S0400523110001

mashihui@cdzq.com

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	892	947	909	927	955
营业收入增长率 (%)	4.05	6.20	-4.00	2.00	3.00
归母净利润 (百万元)	53	109	107	121	126
归母净利润增长率 (%)	-30.95	104.11	-2.11	13.68	3.90
每股收益 (元/股)	0.43	0.88	0.86	0.98	1.02
PE	51.63	25.23	25.80	22.69	21.84
PB	3.24	2.92	2.62	2.35	2.12
EV/EBITDA	32.95	17.97	17.57	15.12	14.00
ROE (%)	6.30	11.13	10.25	10.34	9.62

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

目录

1. 国内炼乳龙头，持续深耕主业	5
1.1 公司历史沿革	5
1.2 公司的股份构成稳定，管理团队专业背景强	6
2.公司经营业务稳定，盈利能力逐年改善	7
2.1 公司长期深耕主营业务，不断丰富自身产品结构	7
2.2 公司盈利水平保持稳健	9
3. 产品应用广泛，行业发展潜力高	11
3.1 国民收入水平提高有助于乳制品市场发展	11
3.2 乳品业稳步增长，行业前景广阔	12
3.3 上游原料价格优势明显	14
3.4 下游增长潜力大，助力乳品业发展	15
4.企业不断塑造核心竞争优势，创建炼乳行业领先品牌	17
4.1 公司根据最新市场需求，不断调整公司发展战略，持续扩展其生产能力	17
4.2 持续完善经销网络，赢得众多核心客户信赖	19
4.3 公司相较于同行可比公司，财务良好估值较低	20
5.盈利预测	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1 : 公司产业链概况	5
图 2 : 公司股权结构	7
图 3 : 公司产品分类情况	8
图 4 : 公司历年主营业务收入占比情况	9
图 5 : 公司历年主营业务毛利率情况	9
图 6 : 公司历年营业总收入及同比增长情况	9
图 7 : 公司历年归母净利润及同比增长情况	9
图 8 : 公司毛利率净利率情况	10
图 9 : 公司历年“四费”情况	10
图 10 : 社会消费品零售总额餐饮收入	11
图 11 : 城镇居民人均可支配收入	11
图 12 : 历年中国人均 GDP 与同比增长情况	12
图 13 : 历年乳制品产量及同比增长情况	13
图 14 : 规模以上乳品加工企业主营业务收入	13
图 15 : 中国乳制品奶酪产量情况	13
图 16 : 中国牛奶产量情况	13
图 17 : 2022 年人均奶类消费量(公斤)	14
图 18 : 全脂奶粉价格概况	14
图 19 : 白糖指数	15
图 20 : 现货棕榈油价格概况	15
图 21 : 中国新式茶饮市场规模及预测	16
图 22 : 历年烘焙市场规模情况	16
图 23 : 2023 年人均烘焙消费情况	16
图 24 : 咖啡产业规模	17
图 25 : 2023 年人均消费咖啡量对比	17
图 26 : 公司主要合作伙伴	19
表 1 : 公司当前品牌情况	8
表 2 : 公司最新募集资金投向(截至 2024 年 11 月 22 日)	18
表 3 : 收购海南南杭药业有限公司后股权比例变动	18
表 4 : 公司经销商数量	19
表 5 : 公司与同行业可比公司偿债能力对比情况	20
表 6 : 公司与同行业可比公司盈利能力对比情况	20
表 7 : 公司与同行业可比公司估值情况	21

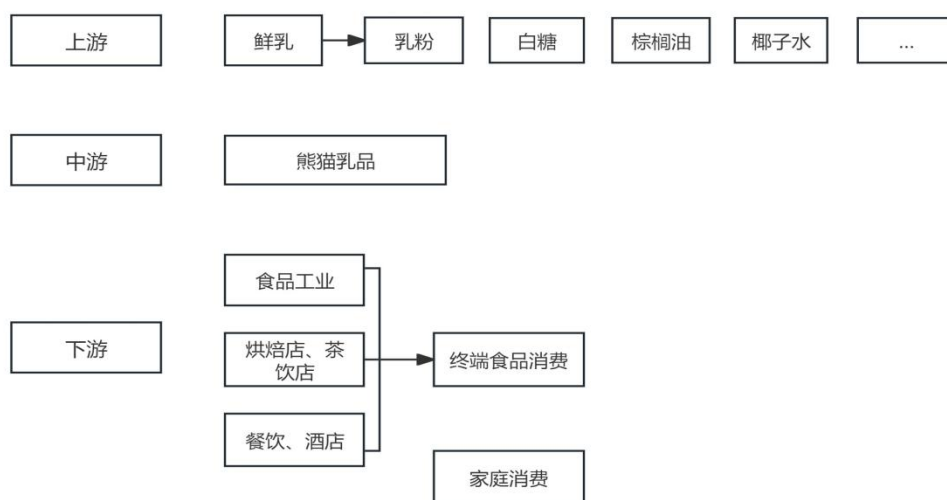
附表 1：三大报表预测值 23

1. 国内炼乳龙头，持续深耕主业

公司成立于1996年，其创始年份可以追溯到1956年，公司拥有一个历史悠久的品牌——熊猫，这个品牌源自于中粮集团。自成立以来，公司一直专注于浓缩乳制品的加工和制造业务，在炼乳这一细分市场中在国内占据了行业领导者的地位。公司的供应链上游涵盖了多种原材料，包括奶粉、鲜牛乳以及白砂糖等，这些原材料是生产高质量浓缩乳制品的基础。而在供应链的下游，公司的产品主要供应给餐饮业、烘焙业、食品工业以及零售行业等多个领域。

公司当前主要产品为炼乳类的调制甜炼乳、全脂甜炼乳、甜奶酱，奶油类的“熊猫”牌稀奶油，奶酪类的奶酪棒、芝士片和植物基的椰浆、椰汁等。

图 1：公司产业链概况



资料来源：公司招股说明书，财达研究

1.1 公司历史沿革

1956-1995 年：品牌创设与早期发展

1956年中国食品出口公司开创“熊猫牌”商标，采用工贸合作方式进行生产经营。1958年，公司委托瑞安百好乳品厂，于温州生产“熊猫牌”炼乳。中国食品出口公司与中国粮谷油脂出口公司合并成立中国粮油食品进出口公司，于1990年将“熊猫牌”商标转让给浙江省粮油食品进出口公司。

1996-2009 年：公司成立与扩张完善

1996年，浙江熊猫乳品有限公司成立，由浙江粮油、澳华乳品和应子才先生共同出资。1997年，公司引进年产万吨炼乳全自动生产线；次年，在同行业中率先导入ISO9001质量管理体系，不断增强企业实力，逐步成为中国规模较大的炼乳企业。在后期发展中，公司品牌声誉不断扩大，2006年荣获“浙江省著名商标”、“浙江名牌产品”。

2010-2014年：股权变更与家族控股

2010年，浙江粮油所持有的熊猫乳品42%股权以及“熊猫”商标所有权，被国有控股企业东日股份所收购，2012年又被民营企业定安澳华通过公开竞价的方式获得，并将10%股权转让给李锡安，自此，浙江熊猫乳品有限公司转变为家族控股企业。2014年，公司成功改制为浙江熊猫乳业集团股份有限公司。

2015-2019年：公司成功登陆新三板，企业荣获多项奖项

2015年，公司顺利在新三板挂牌上市，其业务也迈入了健康发展的新篇章。2018年，公司建立浙江省重点农业企业研究院，炼乳车间工会小组被中华全国总工会授予全国模范职工小家称号。2019年公司熊猫牌全脂加糖炼乳荣获世界食品评鉴大会金奖，成为浙江省隐形冠军企业。

2020-至今：公司成功登陆创业板，公司进一步拓展市场，推出多款符合消费者口味的创新产品

2020年，熊猫乳品集团股份有限公司在深交所创业板上市。2022年以来，在产品创新方面，公司陆续推出了“熊猫520配方儿童奶酪棒”、没事酪酪休食、椰达厚椰乳、熊猫风味芝士片等新品，并入股优鲜工坊，进军奶酪休闲零食领域。

1.2 公司的股份构成稳定，管理团队专业背景强

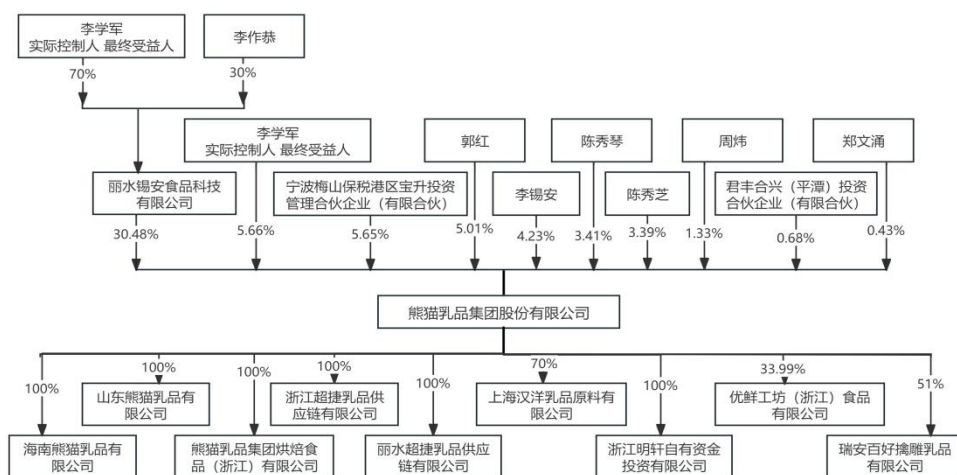
目前，熊猫乳品集团股份有限公司属于家族民营企业，李作恭、李锡安和李学军父子三人是公司的实际控制人，合计持股40.37%，对公司的控制力较强。此外，公司设有员工持股平台，用于激励高级管理层和技术业务骨干，充分调动员工工作积极性，实现公司的长期发展。

公司董事长李锡安先生持有麦考瑞大学的硕士学位，为其职业生涯打下了坚实的专业知识基础。他曾担任澳大利亚澳华乳品有限公司总经理一职，充分展现了其在乳品行业的领导力与管理才能。自2011年起，李锡安先生选择回国发展，加入熊猫乳品公司。在公司历任总经理助理及总经理职务，积累了深厚的国内乳品行业经验。至2022年，他更进一步晋升为公司董事长，继续引领公司发展。李锡安先生不仅具备扎实的专业知识背景，还拥有丰富的管理经验和卓越的领导才能。

公司副总经理吴震宇先生在食品行业深耕多年,先后在上海太太乐食品有限公司、上海光明黄油奶酪有限公司及大成食品(亚洲)有限公司任职,拥有丰富的工作经验。2013年3月,吴震宇先生加入了熊猫乳品,任熊猫有限营销总监;2014年11月,凭借其优秀的工作能力,任公司副总经理,在公司的发展中扮演了重要角色,不仅在业绩增长、团队扩张、产品创新和市场开拓等方面做出了显著贡献,还通过其对市场的深刻理解和前瞻性布局,为熊猫乳品的长期发展奠定了坚实的基础。

综上,公司的管理团队由一群具有深厚行业背景和丰富管理经验的专业人士组成。他们共同致力于推动公司的持续发展和创新,确保公司在激烈的市场竞争中保持领先地位。

图 2：公司股权结构



资料来源：WIND，财达研究

2. 公司经营业务稳定，盈利能力逐年改善

2.1 公司长期深耕主营业务，不断丰富自身产品结构

在李作恭、李锡安和李学军父子三人的领导下,熊猫乳品集团股份有限公司坚守品质,不断创新,持续优化产品结构,提升品牌影响力。同时,通过多元化战略布局,积极拓展市场,增强企业核心竞争力。

公司主要从事浓缩乳制品加工制造,主营业务分为四大板块,分别为炼乳、奶油、奶酪、植物基。近年来,公司基本形成了“以炼乳为主,以奶油、奶酪、植物基作为公司第二增长曲线”的产品格局,更是通过引进国际先进技术,提升产品质量。公司当前拥有品牌数量众多,在熊猫主品牌情况下,还拥有可宝、小熊猫伴伴、擒雕、椰达、南沙、没事酪酪等,满足了不同消费者的需求。整体上,公司当前拥有五大类产品

矩阵，拥有炼乳系列、奶油系列、奶酪系列、椰品系列、休闲食品等产品系列。

表 1：公司当前品牌情况

品牌	系列产品
熊猫	炼乳、奶酪、稀奶油、基底乳
可宝	甜奶酱、基底乳
小熊猫伴伴	儿童奶酪
擒雕	奶酪酸奶、炼乳
椰达	植物基产品
南沙	椰汁系列
没事酪酪	奶酪零食系列

资料来源：公司年报整理，财达研究

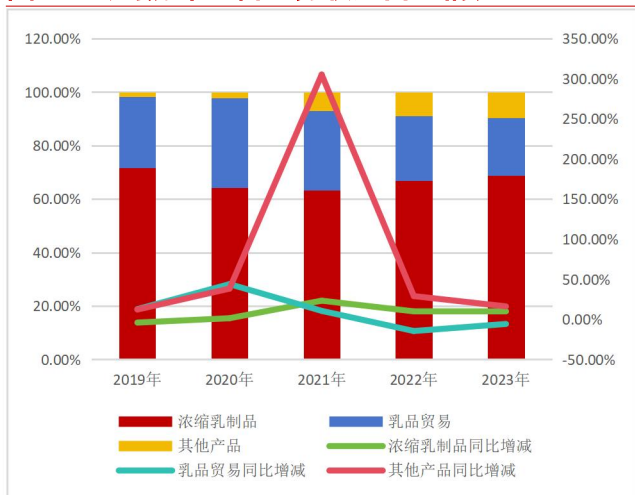
图 3：公司产品分类情况



资料来源：公司官网、财达研究

在坚持品质为先的前提下，熊猫乳品集团还注重可持续发展，整体业务结构保持稳定。2019-2023 年以来，公司主营业务浓缩乳制品的占比在公司整体营业收入中占比稳定，基本常年占比在 70%左右，浓缩乳制品毛利率水平方面同样，常年保持 30%左右。乳品贸易在公司主营业务收入中位居第二，约占 30%。然而，近年来该业务有所下滑，至 2023 年，其占比已降至 21%。这一变化主要归因于大包粉价格波动，导致公司采取措施控制交易规模并管理相关业务风险；与此同时，公司主营业务中的浓缩乳制品销售以及其他业务的收入增长也对这一趋势产生了影响；乳品贸易毛利率上下波动较多，近年来由 2019 年的 10.23% 跌至 2023 年的 0.58%，主要由原材料价格波动所致。其他产品收入 2021 年同比增长 305%，主要是由于公司披露年报加入椰品这一品种，导致当年突然增速提高，其后年份（21 年后）在加入椰品情况下，恢复正常增速。整体上看，公司主营业务保持相对稳定。

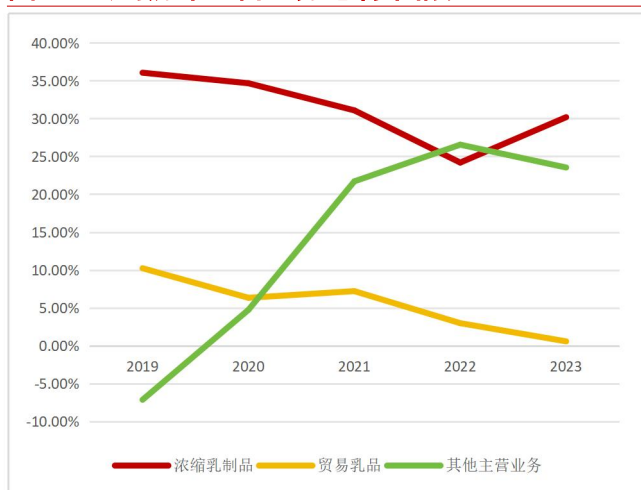
图 4：公司历年主营业务收入占比情况



资料来源：WIND，财达研究

注：其他产品收入 21 年后包括椰品

图 5：公司历年主营业务毛利率情况

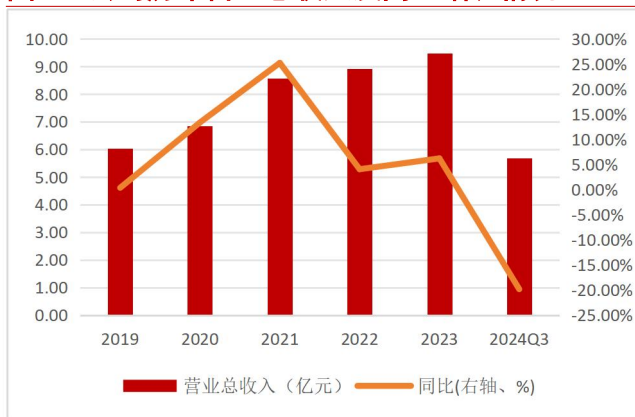


资料来源：WIND，财达研究

2.2 公司盈利水平保持稳健

公司 2019-2023 年营业收入分别为 6.04 亿元、6.84 亿元、8.57 亿元、8.92 亿元、9.47 亿元，2024 年 Q1-Q3 营业收入为 5.69 亿元，整体营业收入保持平稳增长，由 6.04 亿元增长到 9.47 亿元。增速上虽有放缓，但是整体仍然保持稳健增长，2019-2023 年增速分别为 0.35%、13.35%、25.21%、4.05%、6.20%。公司归母净利润也同样保持稳定增长，2019 年-2023 年以来，公司归母净利润由 2019 年的 0.61 亿元增长到 2023 年的 0.92 亿元。

图 6：公司历年营业总收入及同比增长情况



资料来源：WIND，财达研究

图 7：公司历年归母净利润及同比增长情况

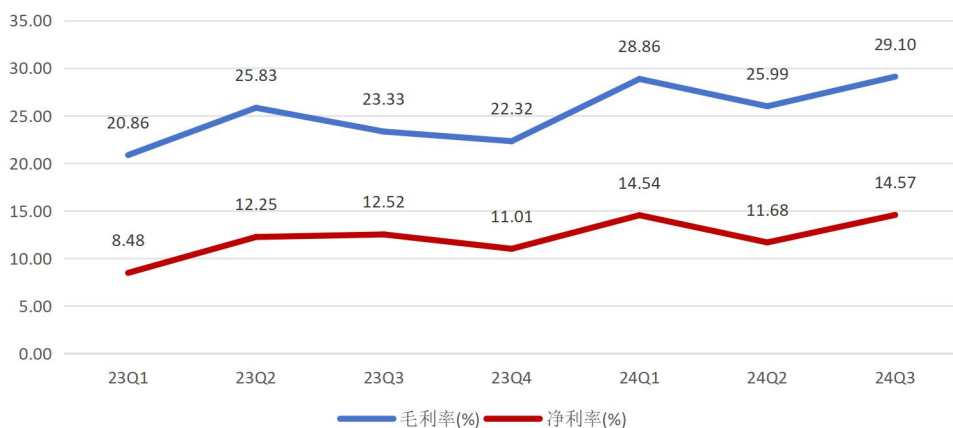


资料来源：WIND，财达研究

自 2023 年初以来，公司的毛利率和净利率一直呈现出稳定且持续的增长态势。具体来看，公司的毛利率从 2023 年年初的 20.86% 逐步攀升，到 2024 年第三季度已经达到了 29.10% 的水平。与此同时，公司的净利率也从 2023 年的 8.48% 稳步提升，到 2024 年第三季度已经增长到了 14.57%。这一系列数据表明，公司在盈利能力方面取得了显著的进

步，整体的毛利率和净利率表现持续向好，显示出公司在经营管理和市场竞争力方面的不断提升。

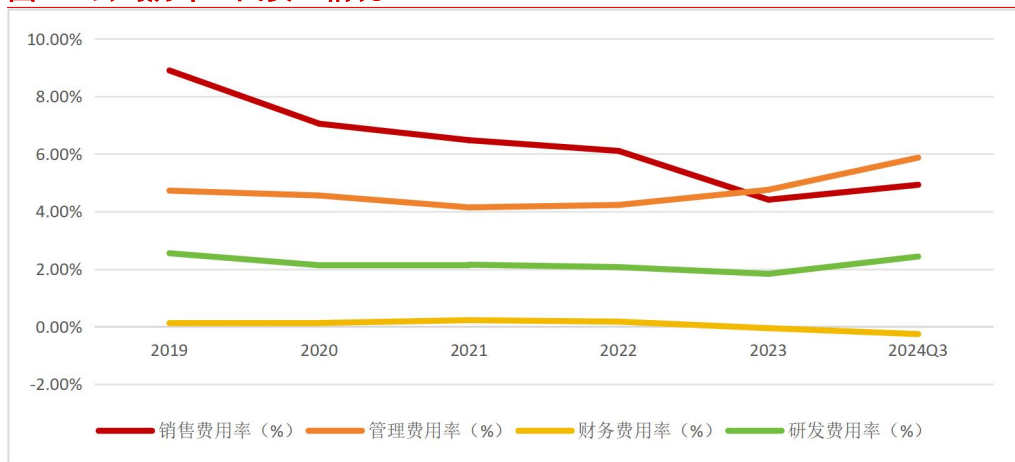
图 8：公司毛利率净利率情况



资料来源：WIND，财达研究

公司四费方面保持稳定。2019年以来，公司销售费用率不断下降，由19年的8.90%降为2023年的4.41%，管理费用率、研发费用率整体保持稳定，财务费用率已经降为“负值”，由19年的0.12%降为-0.06%。这主要得益于公司在产品结构和成本控制上的不断优化，以及积极拓展市场，提升品牌影响力的策略实施。

图 9：公司历年“四费”情况



资料来源：WIND，财达研究

综上，公司整体盈利能力稳健，营收和净利润保持不断增长，虽然增速出现承压，但是随着公司产品线的不断丰富和市场占有率的提高，公司将继续依托其在浓缩乳制品领域的深厚积累，以及在植物基产品等新兴领域的布局，进一步巩固和扩大市场份额，增速仍会保持稳定。预计未来几年内，熊猫乳品集团的营业收入和净利润将继续保持稳定增长。

3. 产品应用广泛，行业发展潜力高

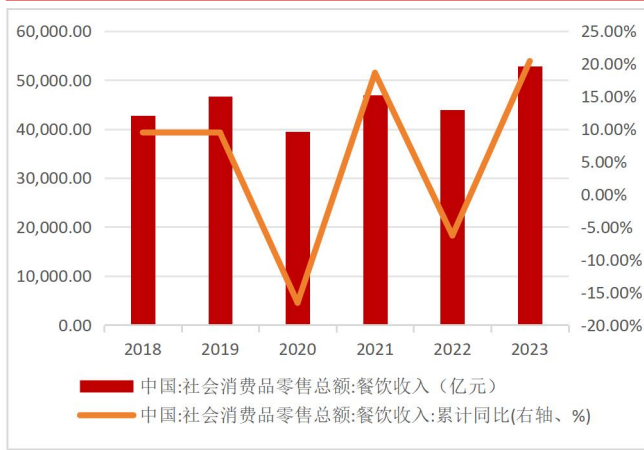
3.1 国民收入水平提高有助于乳制品市场发展

近年来，随着我国存量政策的持续显效，增量政策的有效落实，政策组合拳效应不断释放，我国的经济实现了稳步增长，随着居民收入水平的提高和消费水平的增加，消费者对高品质食品的需求增加，这将推动乳制品市场的发展。

中国城镇居民的人均可支配收入保持了基本稳定，疫情期间收入仍然保持增长，这为经济的持续健康发展提供了坚实的基础。近些年来，餐饮收入中的社会消费品零售总额整体保持稳健增长，由 2018 年的 42715.85 亿元增长到 2023 年的 52889 亿元，虽然由于疫情导致 2020 和 2022 年出现增速下降，但是仍然整体保持上升态势，5 年期间复合增长率为 4.37%；城镇居民收入水平由 2018 年的 39251 元/人，增长到 2023 年的 51821 元/人，复合增长率为 5.71%。

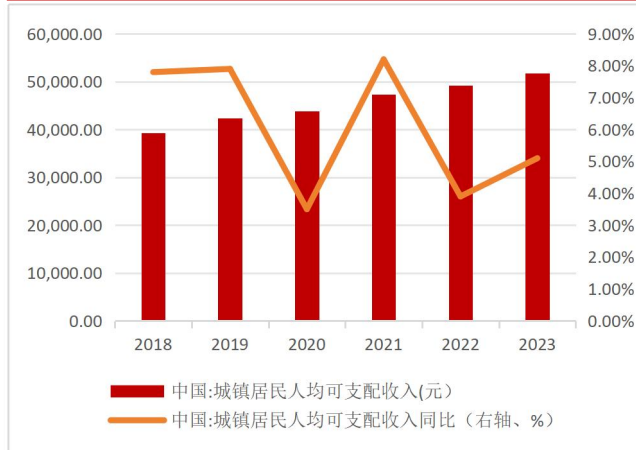
整体上看，中国经济发展的有利条件和支撑因素依然丰富，这包括但不限于政策的引导、市场的活力以及创新的动力。从市场空间的角度来看，中国超大规模市场优势明显，其巨大的市场需求还有待进一步释放，这为各类产品和服务提供了广阔的发展空间。在这样的市场环境下，乳制品行业作为满足消费者对健康和品质生活追求的重要领域，正面临着前所未有的发展机遇。随着消费者对营养和健康越来越重视，乳制品市场的潜力正在被逐步挖掘，未来有望迎来更加繁荣的发展阶段。

图 10：社会消费品零售总额餐饮收入



资料来源：WIND，财达研究

图 11：城镇居民人均可支配收入



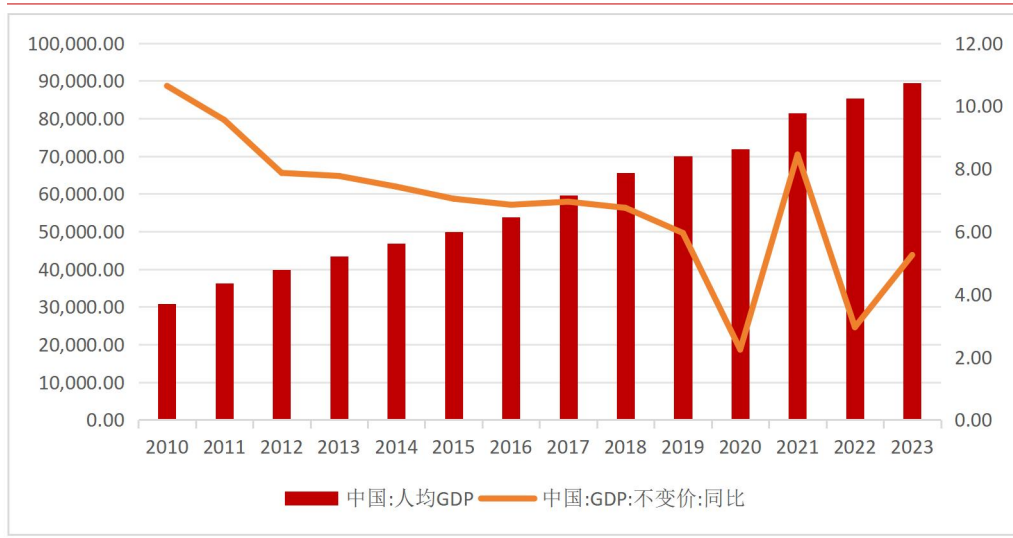
资料来源：WIND，财达研究

2013 年至 2022 年，我国国内生产总值（GDP）从 59.3 万亿元增长到 121 万亿元，年均增长 6% 以上，按年平均汇率折算，经济总量达 18 万亿美元，稳居世界第二位。2020 年，中国是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。最近三年，中国经济年均增长达到 4.5%，高于世界

平均增速 2.5 个百分点左右。2023 年，我国经济增速将继续在主要经济体中居于前列。

经济总量持续提高的同时，人均 GDP 实现新突破，并保持每年稳定增长的态势。由 2010 年的 30807.93 元增长到 2023 年的 89357.99 元，复合增长率为 8.54%。但与西方发达国家相比，仍有很大的发展空间。随着人均 GDP 的增长，使消费者对食品的品质和多样性有了更高的要求，乳制品作为一种营养价值高且口味多样的食品，能够满足消费者对高品质食品的需求。因此，我国国民人均 GDP 的逐年增长将使其对乳制品的需求大大增加。

图 12：历年中国人均 GDP 与同比增长情况



资料来源：WIND，财达研究

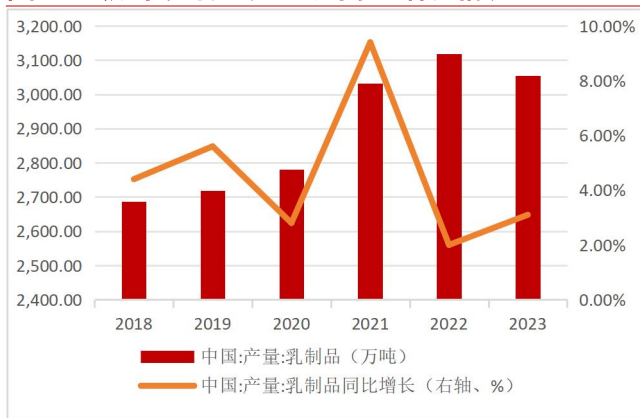
3.2 乳品业稳步增长，行业前景广阔

乳制品是指使用牛乳或羊乳及其加工制品为主要原料，经加工制成的产品。随着乳制品加工工艺的发展，乳制产品形态呈现多样化，根据我国食品工业标准体系，主要分为液体乳、乳粉、乳清粉和乳清蛋白粉、其他乳制品四大类。

近年来，随着我国乳制品行业技术不断革新，质量安全水平持续提高，乳制品产量实现稳健增长。尽管期间新冠疫情给全球经济带来挑战，但中国乳品行业仍然实现稳健增长。乳制品产量由 2018 年的 2687.10 万吨增长到 2023 年的 3054.6 万吨，复合增长率达 2.6%；并且据统计数据显示相关乳品加工企业营收情况也在不断稳定增长，2019-2022 年规模以上乳品加工企业主营业务收入由 2019 年的 3947 亿元增长到 2022 年 4717.3 亿元，复合增长率为 4.56%；牛奶产量方面，2023 年在经济的稳步发展下，原有牧场产能有序释放，牛奶产量共计 4197 万吨，同比增长 6.75%；在奶酪方面，人们对奶酪等乳制品的需求日益增加，

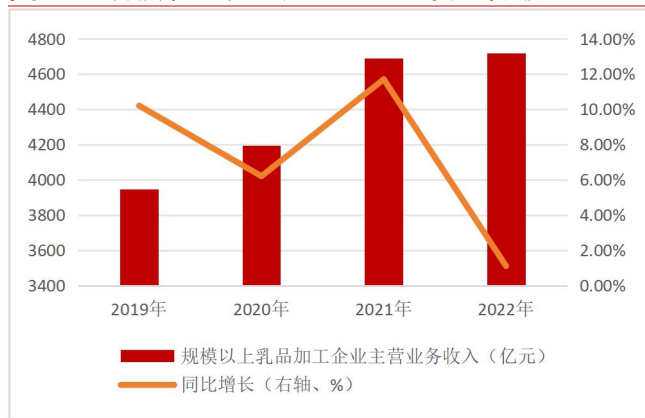
国内奶酪产量逐年稳步提升由 2018 年的 8 千吨增长到 2023 年的 25 千吨，复合增长率为 25.59%。在经济高质量发展及市场需求扩大的背景下，预计未来我国乳制品行业的发展将得到进一步提升。

图 13：历年乳制品产量及同比增长情况



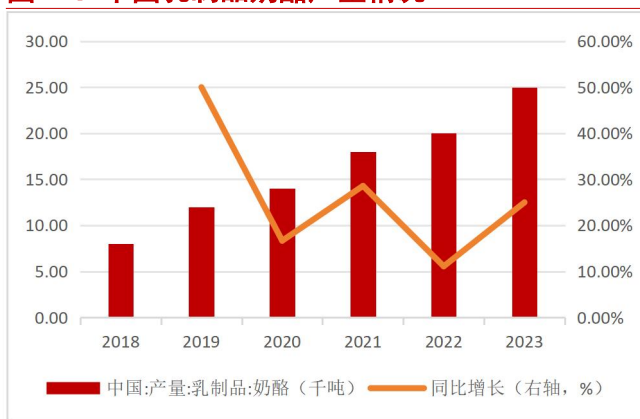
资料来源：WIND，财达研究

图 14：规模以上乳品加工企业主营业务收入



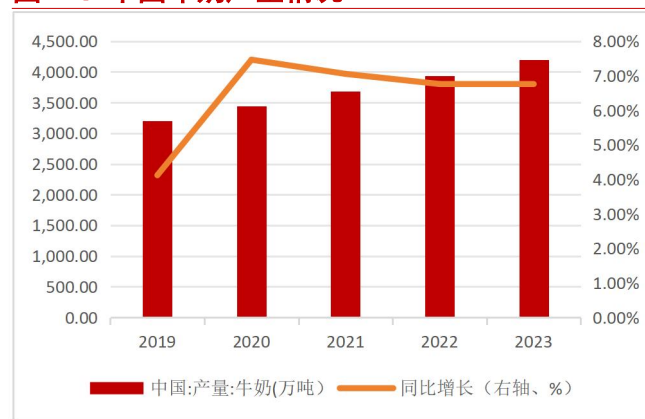
资料来源：国家统计局、《中国奶业质量报告（2023）》、《中国奶业经济月报》，财达研究

图 15：中国乳制品奶酪产量情况



资料来源：WIND，财达研究

图 16：中国牛奶产量情况

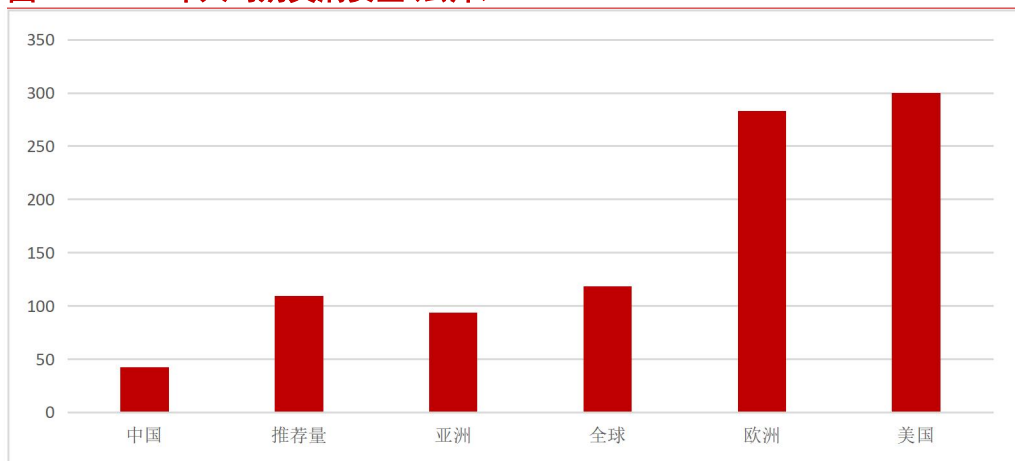


资料来源：WIND，财达研究

中国经济的快速增长和庞大的人口基数为乳制品行业的发展提供了有力支撑。随着居民收入水平的提高及营养观念的转变，乳制品逐渐成为居民生活的必须食品，例如我国人均奶制品消费量不断提高，由 2018 年的 35.8 千克/人增长到 2023 年的 42.4 千克，复合增长率为 3.44%。

但相较于其他国家，我国人均奶类消费量仍有较大的增长空间。2022 年，推荐人均奶类消费量为 109.5 千克，欧洲、美国人均奶类消费量分别为 283 千克和 300 千克，而我国人均奶类消费量为 42.6 千克，仅占世界平均水平的三分之一。《中国居民膳食指南（2022）》将奶及奶制品的推荐摄入量更加明确为每人每天 300-500 克，但目前仅有约四分之一人群能够达标。这些都表明在现有的基础上，我国乳制品行业存在广阔的增长空间。

图 17：2022 年人均奶类消费量(公斤)



资料来源：IDF 报告整理，财达研究

3.3 上游原料价格优势明显

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，其上游原材料主要有鲜乳（乳粉）、白糖、棕榈油等其他原材料，而原材料的价格波动也直接影响了奶酪等乳制品的成本，进而影响到公司的生产总成本。

近三年来，随着牛奶产量的逐年增长，全脂奶粉平均中标价（GDT）大幅度降低，最新数据 2024 年 11 月 05 日的平均中标价为 3713 美元/吨，相较于 2022 年最高点 3 月 1 日的平均中标价 4757 美元/吨下降了 33%。全脂奶粉作为乳制品原料中用量较大的原料，其价格的大幅度降低将直接使乳制品的总生产成本大幅度降低，大大增加了乳制品制造企业的利润率。

图 18：全脂奶粉价格概况



资料来源：WIND，财达研究

乳制品的另外一个原材料白糖,指数近三年虽然有一次明显的向上波动,但目前的白糖指数仍与2022年的低位相持平。这一趋势为我国乳制品行业带来了显著的成本优势。

图 19: 白糖指数



资料来源: WIND, 财达研究

近三个月来,棕榈油(24度)价格有少许回升,但仍处于低位。相较于2022年16055元的高位价格,目前价格下降近40%。

图 20: 现货棕榈油价格概况



资料来源: WIND, 财达研究

综上所述,乳制品的生产成本与原材料的价格有直接的关系,并且直接关系到公司的生产成本和盈利率。根据以上统计数据,乳制品的主要原材料的单位成本均处于低位,具有很大上游原材料价格优势。

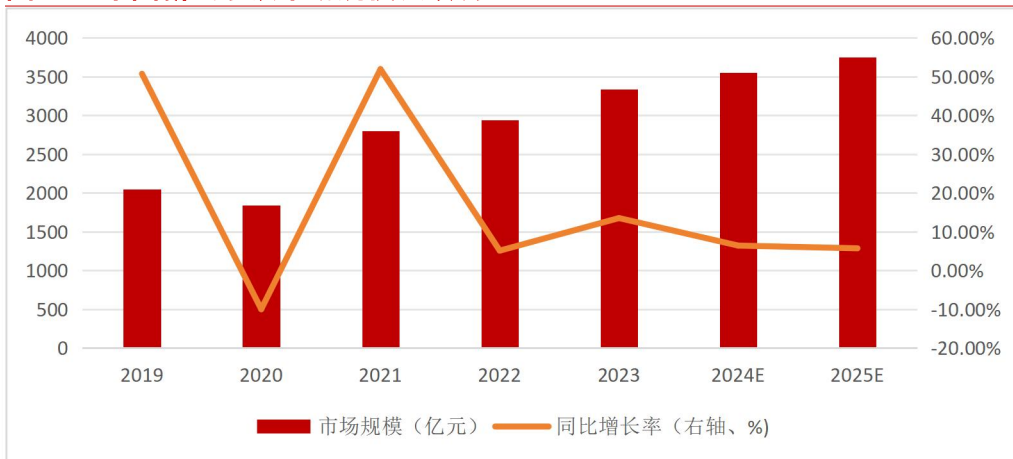
3.4 下游增长潜力大, 助力乳品业发展

公司浓缩乳制品的下游渠道主要包括烘焙、餐饮、食品工业等,下游渠道产品需求旺盛,将为乳制品行业发展提供广阔的成长空间。

近年来中国新式茶饮行业发展迅速,如蜜雪冰城、茶百道、沪上阿姨等茶饮门店遍布全国,产品口味不断创新,广受中青年喜爱。据统计

数据显示，2023 年我国新式茶饮市场规模为 3333.8 亿元，同比增长 13.50%；预计 2024 年中国新式茶饮市场规模将达 3547.2 亿元，同比增长 6.4%。目前，国内新式茶饮行业竞争激烈，预计未来将会逐步拓展海外市场，如 2024 年 7 月喜茶在法国打造快闪门店。新式茶饮行业的市场规模不断扩大，将助力乳制品行业发展。

图 21：中国新式茶饮市场规模及预测

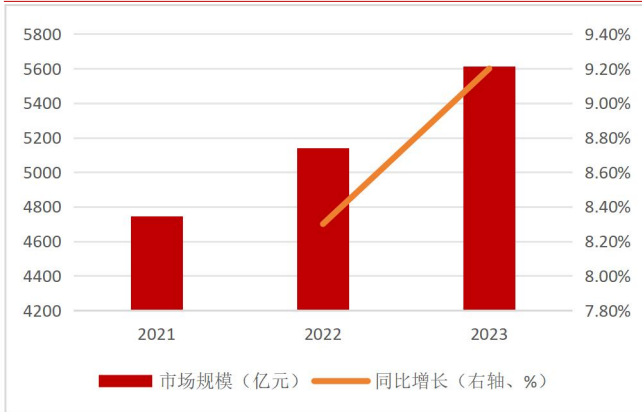


资料来源：艾媒咨询、财达研究

烘焙行业作为乳制品行业下游渠道之一，其市场规模呈现增长态势。据统计数据显示，2023 年中国烘焙食品零售市场规模达 5614.2 亿元，同比增长 9.2%。目前消费者已经形成了烘焙食品购买习惯，消费需求旺盛，市场将进一步扩容。

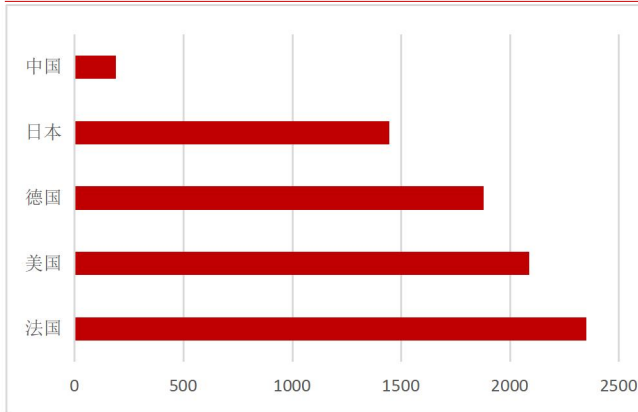
中国现代烘焙食品行业起步较晚，且以米面为主食，人均烘焙食品消费金额远不及欧美等国家。2023 年法国人均烘焙食品消费金额为 2350.3 元，同为东亚国家的日本人均烘焙食品消费金额为 1446.3 元，而中国人均烘焙食品消费金额仅为 188 元。但随着消费水平的提高及餐饮消费结构的调整，人均消费量有望持续上升，烘焙行业在中国存在广阔的发展空间。

图 22：历年烘焙市场规模情况



资料来源：艾媒咨询、财达研究

图 23：2023 年人均烘焙消费情况

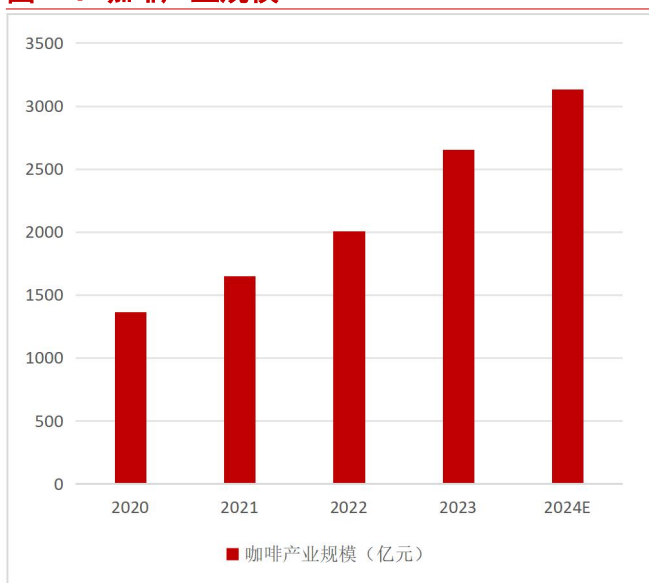


资料来源：艾媒咨询、财达研究

近年来,随着咖啡文化的不断普及,消费者逐渐养成喝咖啡的习惯,咖啡行业的市场规模持续扩大,2023年中国咖啡产业规模达到2654亿元,预计2024年将增至3133亿元,年均复合增长率达17.14%。国产咖啡品牌如瑞幸、库迪等扩张迅速,覆盖各级城市消费人群,并开始寻求海外市场。

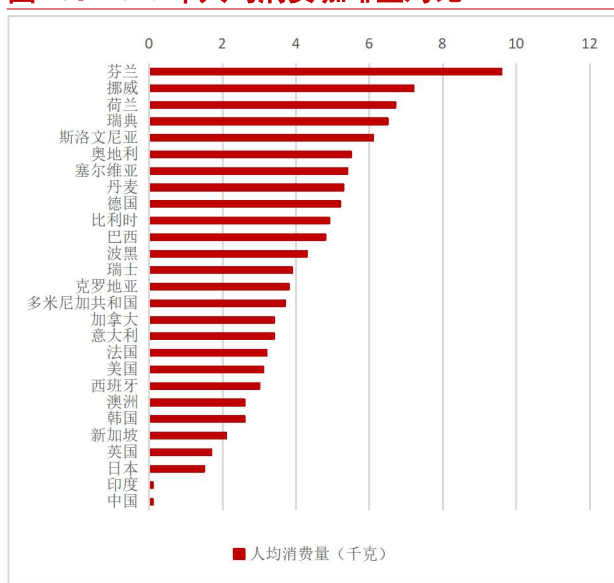
尽管中国咖啡市场发展迅速,但人均消费水平仍与日韩、欧美等成熟市场存在较大差距。2023年芬兰人均年咖啡消费9.6kg/人,而中国人均年咖啡消费仅为0.1kg/人。从杯数上看2023年中国人均年咖啡消费已上升至16.74杯,但仍与世界主要咖啡消费国家存在差距,显示出我国咖啡行业存在巨大的发展空间,将持续为乳制品行业提供发展空间。

图 24: 咖啡产业规模



资料来源: 农业农村部农垦局, 海关统计数据, 财达研究

图 25: 2023 年人均消费咖啡量对比



资料来源: 百度, 国际咖啡组织, 财达研究

4.企业不断塑造核心竞争优势, 创建炼乳行业领先品牌

4.1 公司根据最新市场需求, 不断调整公司发展战略, 持续扩展其生产能力

公司不断根据市场需求情况和公司自身发展战略, 不断调整产业规划。根据2024年11月21日召开的第四届董事会第九次会议、第四届监事会第八次会议, 审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》, 公司面对海南熊猫乳品有限公司的发展壮大和产品品类的增多, 现有场

地已无法满足生产配置需求，公司及时调整了生产策略。公司拟使用募集资金 1,800 万元以实施新增的“定安年产 5000 吨食品原料项目”，其中 820 万元用于收购海南南杭药业有限公司 100% 股权，180 万元用于支付股权交易涉及的相关税费（公司公告为预测数），800 万元向南杭药业增资用于场地改扩建。

表 2：公司最新募集资金投向（截至 2024 年 11 月 22 日）

序号	项目名称	实施主体	项目总投资 (万元)	调整前拟投入 募集资金 (万元)	调整后拟投入 募集资金 (万元)
1	苍南年产 3 万吨浓缩乳制品生产项目	熊猫乳品	35,111.33	22,460.38	20,660.38
2	济阳二期年产 2 万吨浓缩乳制品项目	山东熊猫	21,250.53		
3	营销和应用中心项目	熊猫乳品	5,727.05		
4	年产 6 万吨浓缩乳制品(炼乳/稀奶油/乳酪)改扩建项目	山东熊猫		1,430.77	1,430.77
5	饮料及调味品系列产品优化提升改造项目	山东熊猫		4,000.00	4,000.00
6	定安年产 5000 吨食品原料项目	熊猫乳品			1,800.00
	合计		62,088.91	27,891.15	27,891.15

资料来源：公司公告整理，财达研究

表 3：收购海南南杭药业有限公司后股权比例变动

股东名称 /姓名	股权转让前		股权转让后	
	认缴出资额 (万元)	持股比例 (%)	认缴出资额 (万元)	持股比例 (%)
黄槟	230.00	76.67		
蒋晓倩	70.00	23.33		
熊猫乳品			300.00	100.00
合计	300.00	100.00	300.00	100.00

资料来源：财达研究

公司根据实际情况，把握时机，实施新增“定安年产 5000 吨食品原料项目”（以下简称“项目”）。从项目的需求和可行性分析，该项目对海南熊猫的产能提升和库存控制具有积极影响，有助于公司在国内椰子产品市场进一步发展，并且积极开拓中东、非洲等地区的炼乳和甜奶酱出口市场。当前，海南熊猫主要产品包括椰浆、椰汁、椰乳等，下游主要为茶饮和咖啡等。近年来，咖啡茶饮市场凭借多元化产品、多渠道、多场景的营销模式，市场规模在不断增长，市场空间巨大。该“项目”通过在南杭药业现有厂区内新建常温库房，增加炼乳、甜奶酱等生产线以及其他相关配套设施，以解决海南熊猫经营场地拥挤、扩产受限的问题。同时，利用海南自由贸易区对企业进出口、生产和税收上的优惠降低公司成本，增加出口销量，有利于公司整体业绩上的提升。

从经济效应来看，收购后公司将改扩建工程，将兼容炼乳、调味酱及椰浆的生产线。该生产线设计年产能为 5000 吨，预计年销售收入可达 7500 万元，净利润为 750 万元。炼乳和甜奶酱产品主要定位于满足

海南岛内市场需求，并将利用自贸港政策优势，拓展至中东、非洲等国际市场。预计在岛内销售收入为 1500 万元/年，出口业务预计收入为 2500 万元/年。调味酱产品则主要针对餐饮业、预制菜市场以及电商平台，预计销售收入为 1000 万元/年。椰浆产品则主要供应餐饮业和预制菜市场，预计销售收入为 2500 万元/年。此外，该项目还计划建造一座 1000 平方米的常温仓库，用于产品的存储和周转。

4.2 持续完善经销网络，赢得众多核心客户信赖

截至公司 2024 年半年报所公告，公司的销售策略主要依赖于经销商体系，公司经销占整体营收 61%。公司当前已与 372 家经销商签订了合作协议，和 23 年底相比新增了 5 家合作伙伴，和去年同期相比，新增了 19 家合作伙伴。目前，公司已建立起遍布全国 30 多个省份的销售网络，特别是华东和华南地区，分别拥有 158 家和 77 家经销商，成为公司的主要市场。其他地区也在持续扩展中，其他地区共有 137 家经销商，同比去年增加了 11 家。公司利用产品的高性价比优势，积极促进经销商渠道向基层市场渗透，并加强经销网络的深度布局，当前已经与香飘飘、蒙牛、海底捞等形成合作关系，并成为多个休闲食品品牌的指定供应商。同时，公司还在不断推出新产品，以吸引更多的经销商加入。

表 4：公司经销商数量

区域	2024 年上半年经销商家数	2023 年底经销商家数
华东	158	155
华南	77	78
其他区域	137	134
总计	372	367

资料来源：公司年报整理，财达研究

图 26：公司主要合作伙伴



资料来源：财达研究

4.3 公司相较于同行可比公司，财务良好估值较低

经过实际调研考察，我们选取海融科技、立高食品、妙可蓝多、燕塘乳业、欢乐家、三元股份、光明乳业等七家国内上市同行业公司，与熊猫乳品进行全面的财务能力对比分析，分析公司真实的财务能力，以及公司在同行业中所处水平。

公司偿债能力出色，财务稳健运行。从短期偿债能力来看，熊猫乳品的流动比率及速动比率均远高于同行业可比公司平均值，并逐年增长，公司流动比率从 2022 年的 3.61 倍上升至 2024 年第三季度的 8.38 倍，速动比率从 2022 年的 2.72 倍上升至 2024 年第三季度的 7.02 倍，在同行业可比公司中处于领先地位。从长期偿债能力来看，熊猫乳品的资产负债率维持在较低的水平，从 2022 年的 18.92% 下降至 2024 年第三季度的 10.38%，均低于行业平均水平。综合来看，熊猫乳品在在偿债能力方面整体处于行业平均值以上，并大幅超越行业平均值，公司对于流动性风险具有较强的抵御能力。

表 5：公司与同行业可比公司偿债能力对比情况

代码	证券简称	流动比率(倍)			速动比率(倍)			资产负债率(%)		
		2024Q3	2023	2022	2024Q3	2023	2022	2024Q3	2023	2022
300898.SZ	熊猫乳品	8.38	4.48	3.61	7.02	3.77	2.72	10.38	17.19	18.92
300915.SZ	海融科技	7.33	6.03	6.84	6.53	5.31	5.99	11.62	14.91	15.62
300973.SZ	立高食品	2.98	3.46	1.78	2.53	3.00	1.31	36.69	36.88	25.46
600882.SH	妙可蓝多	1.75	2.07	1.99	1.47	1.77	1.67	43.36	37.03	34.43
002732.SZ	燕塘乳业	1.65	1.31	1.02	1.24	1.03	0.70	21.51	26.94	32.79
300997.SZ	欢乐家	1.18	1.77	1.80	0.85	1.43	1.44	44.03	33.38	32.70
600429.SH	三元股份	0.94	0.74	0.98	0.70	0.53	0.59	43.67	43.10	56.50
600597.SH	光明乳业	0.92	0.95	0.92	0.64	0.60	0.53	53.53	52.85	56.86
	平均值	3.14	2.60	2.37	2.62	2.18	1.87	33.10	32.79	34.16

资料来源：WIND，财达研究

公司盈利能力优异，持续发展向好。熊猫乳品的 ROE 自 2022 年的 6.33% 上升至 2023 年的 12.09%，虽 2024 年第三季度回落至 8.2%，但仍高于行业平均水平 4.95%，在同行业可比公司中处于领先地位。公司毛利率虽在三年间低于行业平均值，但其增长速度快，从 2022 年的 18.98% 上升至 2024 年第三季度的 27.55%，处于高速发展之中。公司净利率在 2022-2024 年间同样实现逐年增长，分别为 6.21%、11.23%、13.77%，并远高于行业均值的 6% 左右。综合上述可以看出，熊猫乳品公司有较强的盈利能力，并不断的发展进步，有望实现持续提升。

表 6：公司与同行业可比公司盈利能力对比情况

代码	证券简称	ROE(%)			销售毛利率(%)			销售净利率(%)		
		2024Q3	2023	2022	2024Q3	2023	2022	2024Q3	2023	2022
300898.SZ	熊猫乳品	8.20	12.09	6.33	27.55	22.63	18.98	13.77	11.23	6.21

300915.SZ	海融科技	5.77	6.05	6.55	35.66	34.70	32.65	11.47	9.43	10.80
300973.SZ	立高食品	8.10	3.18	7.00	31.68	30.78	31.16	7.43	2.04	4.98
600882.SH	妙可蓝多	1.96	1.45	3.02	28.53	28.77	33.80	2.38	1.98	3.56
002732.SZ	燕塘乳业	5.70	13.64	8.18	25.17	25.55	23.08	6.29	9.23	5.44
300997.SZ	欢乐家	6.57	19.72	15.85	33.55	38.06	32.85	6.31	14.64	12.88
600429.SH	三元股份	2.02	4.80	0.72	23.40	22.53	25.12	2.11	2.82	0.25
600597.SH	光明乳业	1.32	11.43	4.55	18.97	19.37	18.38	-0.95	3.15	1.39
平均值		4.95	9.05	6.53	28.06	27.80	27.00	6.10	6.82	5.69

资料来源：WIND，财达研究

公司估值倍数低，具有投资潜力。熊猫乳品市盈率（TTM）为 26.14 倍，远低于行业平均值 38.97 倍，在同行业可比公司中处于低位。公司市净率为 2.87 倍，高于平均值 2.44 倍，在可比公司中处于相对领先的位置。综上所述可以看出，熊猫乳品公司股票投资回收期较短，风险较小，并且市场对公司的未来发展前景持乐观态度，具有较高的投资价值。

表 7：公司与同行业可比公司估值情况

代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)
300898.SZ	熊猫乳品	26.14	2.87
300915.SZ	海融科技	26.35	1.92
300973.SZ	立高食品	52.28	2.68
600882.SH	妙可蓝多	81.05	2.12
002732.SZ	燕塘乳业	21.39	1.75
300997.SZ	欢乐家	31.59	5.52
600429.SH	三元股份	57.17	1.29
600597.SH	光明乳业	15.80	1.38
平均值		38.97	2.44

资料来源：WIND，财达研究

综合分析熊猫乳品的各项财务指标，可以得出以下结论：公司偿债能力较为出色，能够有效管理债务，保持财务稳健运行；盈利水平较高，近年来持续增长向好，显示出公司在盈利模式和成本控制上的优势；公司估值倍数低，反映了当前公司估值相较于其他可比公司估值具有“性价比”，投资潜力较高。总体来看，熊猫乳品在偿债能力、盈利增长以及市场估值三个方面均具有良好的表现，在同行业可比公司中处于相对领先地位，为其未来的持续发展和市场竞争提供了坚实的基础。

5.盈利预测

我们依旧对公司在本土炼乳市场的领先地位保持乐观态度。面对市场需求，公司正不断构建第二增长点。尽管目前整体消费市场有所调整，导致 2024 年前三季度公司业绩承受一定压力，2023 第四季度由于前三季度业绩承压惯性，第四季度彻底转好迹象概率较小，因此可能导致公司 2024 全年业绩出现一定承压。但考虑 2024 年后，炼乳市场将拓展新

的消费领域，餐饮和零售业将共同推动发展；而奶油产品由于基数较小且技术领先，预期将实现迅猛增长。公司预计将基于较低的基数实现快速恢复性增长。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入将分别达到 9.09、9.27、9.55 亿元，EPS 分别为 0.86、0.98、1.02 元，当对应 PE 分别为 25.8、22.69、21.84 倍，考虑到公司在炼乳行业拥有优势和同行业可比平均市盈率为 38.97 倍，首次覆盖给予公司 2024 年 35 倍市盈率，对应目标价为 30.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

- (1) 宏观经济不达预期风险；
- (2) 市场加剧竞争风险；
- (3) 食品安全问题风险；
- (4) 原材料价格波动风险。

附表 1：三大报表预测值
资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	719	778	848	987	1,129
货币资金	144	261	254	410	519
应收票据及应收账款	39	36	33	38	36
存货	177	124	156	140	161
非流动资产合计	360	369	344	323	303
长期股权投资	12	12	15	19	22
固定资产	200	193	206	207	201
在建工程	86	97	65	43	29
无形资产	48	46	43	40	38
资产合计	1,079	1,146	1,191	1,310	1,432
流动负债合计	199	173	109	106	102
短期借款	90	80	0	0	0
应付票据及应付账款	41	40	38	44	38
非流动负债合计	5	24	25	24	24
长期借款	0	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	204	197	133	131	126
实收资本(或股本)	125	124	124	124	124
资本公积	432	415	415	415	415
留存收益	321	405	512	633	759
归属母公司股东权益合计	859	944	1,050	1,172	1,298
少数股东权益	16	6	7	8	8
负债和所有者权益总计	1,079	1,146	1,191	1,310	1,432

现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	32	184	66	127	114
净利润	55	106	108	122	126
折旧摊销	21	23	23	24	23
营运资本变动	-47	-75	93	-20	29
投资活动产生的现金流量净额	-29	-15	-12	3	-36
资本开支	46	35	1	0	0
投资变动	0	0	10	-4	35
筹资活动产生的现金流量净额	-8	-49	-67	19	23
银行借款	90	100	20	20	20
现金及现金等价物净增加额	-5	121	-8	157	108
期初货币资金	141	144	261	254	410
货币资金	144	261	254	410	519

资料来源：恒生聚源，财达研究

利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	892	947	909	927	955
营业成本	720	728	699	713	734
营业税金及附加	3	6	4	5	5
销售费用	54	42	48	45	48
管理费用	38	45	40	41	43
研发费用	18	17	18	18	19
财务费用	2	-1	-9	-13	-16
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
公允价值变动收益	1	7	3	4	5
投资净收益	5	10	9	14	15
营业利润	62	123	125	139	145
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	61	123	125	139	145
减：所得税费用	6	17	16	17	19
净利润	55	106	108	122	126
少数股东损益	2	-3	2	1	0
归属母公司净利润	53	109	107	121	126
EBITDA	86	150	150	164	169
EPS	0.43	0.88	0.86	0.98	1.02

主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	4.05	6.20	-4.00	2.00	3.00
营业利润增长率	-35.80	100.42	1.37	11.59	3.93
归母净利润增长率	-30.95	104.11	-2.11	13.68	3.90
盈利能力指标					
毛利率	19.27	23.13	23.13	23.13	23.13
净利率	6.19	11.16	11.93	13.15	13.15
ROE	6.30	11.13	10.25	10.34	9.62
ROIC	5.71	10.06	10.05	10.16	9.47
偿债能力					
资产负债率	18.92	17.19	11.20	9.97	8.82
净负债比率	0.23	0.21	0.13	0.11	0.10
流动比率	3.61	4.48	7.79	9.27	11.07
速动比率	2.02	3.56	5.55	7.11	8.76
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.83	0.76	0.71	0.67
应收账款周转率	22.88	26.36	27.19	24.53	26.43
存货周转率	5.04	7.66	5.84	6.64	5.95
每股指标					
EPS	0.43	0.88	0.86	0.98	1.02
每股经营性现金流	0.26	1.49	0.53	1.03	0.92
每股净资产	6.99	7.66	8.53	9.51	10.53
估值比率					
PE	51.63	25.23	25.80	22.69	21.84
PS	3.18	2.90	2.60	2.33	2.11
EVEBIT	43.71	21.19	20.79	17.68	16.24
EVEBITDA	32.95	17.97	17.57	15.12	14.00

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。