

## 燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

# 前三季度业绩高增，综合盈利能力得到强化

——燕塘乳业 (002732) 2021 年前三季度业绩预告点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 10 月 13 日

### 一、事件概述

10 月 12 日，公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 1.54~1.63 亿元，同比+60%~+70%。Q3 实现归母净利润 0.43~0.47 亿元，同比+20%~+30%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 前三季度业绩高速增长，积极市场策略及高效费用投放对冲成本压力

21 年前三季度预计净利润较 19 年同期增长 39.06%~47.75%；21Q3 净利润较 19 年同期为-3.99%~+17.82%。公司净利润表现较疫情前实现快速增长。公司前三季度业绩高增的主要原因为：(1) 积极的市场策略。公司立足自身优势，深耕传统渠道，同时加大力度开拓新渠道、新市场，积极探索新零售。(2) 良好的成本控制能力。尽管 21 年原奶价格仍处于高位，但公司与上游牧场建立了互助互信、风险共担的“三赢”模式战略合作关系，以及独特的年度原奶定价方式，有效地控制成本波动。(3) 产品结构优化，综合盈利能力增强。前三季度公司加强低温奶等高毛利产品、新品以及次新品的推广力度，同时对部分产品进行提价，有效对冲成本压力。此外，公司提高销售费用投放效率，预计费用率将得到较好地控制，保证利润端的高速增长。(4) 乳制品消费刚性显现。后疫情时代，消费者健康管理意识不断提升，乳制品消费刚性显现，需求处于相对高位。21 年前三季度公司计入其他收益的政府补助为 1383 万元，比 20 年同期增加 1150 万元，有效提高利润端表现。

#### ➤ 新产能积极扩建，新产品持续推出

产能方面，广州旗舰工厂/湛江生产基地分别实现产量 7.29/1.67 万吨，产能利用率分别为 73.61%/60.56%。广州旗舰工厂 3 万吨产能扩建正积极推进。

21H1 公司推出全新休闲零食“鲜奶布丁”、“鲜致牧场”ESL 牛奶等新品，不断丰富公司产品线，提升客群跨度和消费粘度。此外，新品鲜奶布丁、A2β-酪蛋白鲜牛奶和次新品谷物组合风味发酵乳“鼓粒”产品获得消费者的认可。

### 三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现收入 18.91/21.16/24.38 亿元，同比+15.5%/+11.9%/+15.2%；实现归母净利润 1.71/2.02/2.30 亿元，同比+62.9%/+18.0%/+13.9%，对应 EPS 为 1.09/1.28/1.46 元，对应 PE 为 29/25/22 倍。公司估值与乳制品可比公司 28 倍平均 PE 水平大体相当，公司未来将持续秉持积极市场扩张策略，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

产能释放速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,637	1,891	2,116	2,438
增长率 (%)	11.3%	15.5%	11.9%	15.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	105	171	202	230
增长率 (%)	-15.4%	62.9%	18.0%	13.9%
每股收益 (元)	0.67	1.09	1.28	1.46
PE (现价)	47.5	29.3	24.8	21.8
PB	4.8	4.0	3.5	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格：

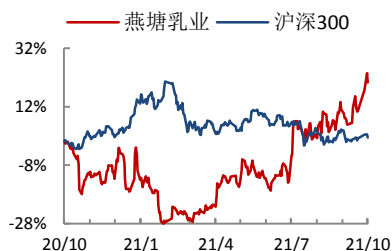
31.80

交易数据

2021-10-12

近 12 个月最高/最低	32.65/19.02
总股本 (百万股)	157.35
流通股本 (百万股)	155.91
流通股比例 (%)	99%
总市值 (亿元)	50.04
流通市值 (亿元)	49.58

### 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：王言海

执业证号：S0100521090002  
电话：18956494422  
邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003  
电话：0755-22662016  
邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 燕塘乳业 (002732) 2021 年半年报点评：21H1 主业积极扩张推动业绩高增

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,637	1,891	2,116	2,438
营业成本	1,172	1,325	1,447	1,671
营业税金及附加	10	12	13	15
销售费用	218	239	296	333
管理费用	82	89	102	115
研发费用	12	14	16	18
EBIT	143	212	243	285
财务费用	3	(0)	(1)	(1)
资产减值损失	(6)	8	(1)	9
投资收益	2	2	2	2
营业利润	136	211	251	283
营业外收支	(9)	(7)	(8)	(7)
利润总额	127	205	243	276
所得税	19	29	36	40
净利润	107	176	207	236
归属于母公司净利润	105	171	202	230
EBITDA	222	286	317	357

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	133	383	666	931
应收账款及票据	102	110	128	144
预付款项	14	20	19	24
存货	124	162	148	222
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	377	670	958	1308
长期股权投资	0	2	3	5
固定资产	909	890	878	862
无形资产	28	27	26	25
非流动资产合计	1009	961	872	784
资产合计	1386	1631	1830	2092
短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	112	151	151	183
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	301	352	370	423
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	13	13	13	13
负债合计	314	366	383	436
股本	157	157	157	157
少数股东权益	24	29	35	42
股东权益合计	1072	1266	1447	1656
负债和股东权益合计	1386	1631	1830	2092

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.3%	15.5%	11.9%	15.2%
EBIT 增长率	-6.3%	48.5%	14.4%	17.5%
净利润增长率	-15.4%	62.9%	18.0%	13.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	28.4%	29.9%	31.6%	31.5%
净利率	6.4%	9.0%	9.5%	9.4%
总资产收益率 ROA	7.6%	10.5%	11.0%	11.0%
净资产收益率 ROE	10.0%	13.8%	14.3%	14.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.3	1.9	2.6	3.1
速动比率	0.8	1.5	2.2	2.6
现金比率	0.4	1.1	1.8	2.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.9	18.3	19.1	18.7
存货周转天数	35.7	37.8	36.8	37.3
总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.7	1.1	1.3	1.5
每股净资产	6.7	7.9	9.0	10.3
每股经营现金流	1.3	1.7	1.9	1.8
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>估值分析</b>				
PE	47.5	29.3	24.8	21.8
PB	4.8	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	21.0	15.5	13.2	11.0
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	107	176	207	236
折旧和摊销	85	82	73	82
营运资金变动	8	(0)	14	(42)
经营活动现金流	207	262	301	281
资本开支	99	(12)	(9)	(10)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(98)	12	9	10
股权募资	2	0	0	0
债务募资	(8)	0	0	0
筹资活动现金流	(77)	(25)	(26)	(27)
现金净流量	32	250	284	264

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。