



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料乳品  
当前价格(元)：15.27

### 证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xióngpeng@tebon.com.cn

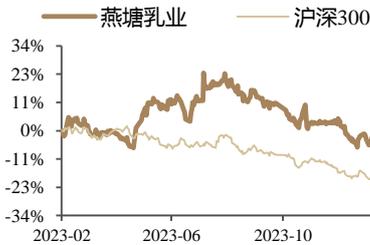
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.82	-15.02	-14.81
相对涨幅(%)	-5.82	-6.92	-3.53

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 燕塘乳业（002732.SZ）：华南乳业领军者，稳中求进促发展

## 首次覆盖报告

### 投资要点

- 燕塘乳业：华南区域乳制品龙头企业，差异化品类塑造错位优势，管理团队经验丰富，经营韧劲突显。**公司成立至今近七十年，主营业务可分为液体乳、花式奶、乳酸菌乳饮料三个品类，液体乳和乳酸菌乳饮料2022年营收占比均达到35%+，为公司主要业绩贡献来源，2023年Q1-3公司营业收入/归母净利润分别同比+5.12%/+70.33%。从组织管理来看，公司新董事长冯立科于2023年11月16日上任并兼任总经理，冯总自2002年起一直在公司任职，副总经理李春锋、吴乘云在公司任职时间均超过20年，且三人均拥有公司股权，长期看公司发展动能充足。
- 广东乳品行业差异化属性明显，燕塘乳业份额领先。**(1) **区域消费结构：**广东省人均饮奶量较低，2022年人均奶类消费量为9.3千克，低于我国平均的12.4千克，长期看随着人们健康意识逐步提升，消费量增长空间较大。同时，受地理位置与气候影响，广东省乳品消费结构中饮料属性更为明显，含乳饮料相较其他乳制品有更好表现，燕塘乳业利用本土独特饮食文化走出特色产品发展道路，更适应区域消费结构的特点。(2) **区域竞争格局：**广东省乳制品市场已经形成了全国一线品牌市场份额领先，区域龙头品牌不断发展壮大的竞争格局。广东区域乳企中燕塘乳业市占率领先且呈上升趋势。根据欧睿数据，燕塘乳业在广东区域乳企中整体市占率排行第一且与第二名拉开较大差距，区域领先优势长期稳定。
- 全产业链布局逐步完善，大湾区市场开拓迸发新机。上中游产能布局：**公司的原奶来源于自有奶源基地和战略合作奶源基地，目前自有牧场包括阳江牧场、澳新牧场、新澳牧场以及参股的传祁奶牛养殖基地，奶源基地建设有序；加工端广州旗舰工厂和湛江生产基地两个制造工厂的在建产能与技术改造等逐步落地，设计产能逐步扩张，产能利用率随市场进一步开拓提升可期；**下游市场拓展覆盖：**公司在渠道拓展与扩张方面坚持“精耕”与“开拓”并重，(1)深耕基地市场，广东地区市占率稳中有升，根据公开数据进行测算，2022年公司在广东市场市占率达到17.6%；(2)自旗舰工厂产能逐步释放后，公司逐步加大对粤港澳大湾区市场的精耕与横拓力度，提出“聚焦湾区”战略，2023年10月10日旗下产品正式大规模供应澳门地区学校，预计未来港澳市场的逐步渗透将成为新的利润增长点；(3)通过线上先行模式带动省外市场规模进一步提高，借助新零售渠道包括前置仓、社区团购等方式逐步搭建完善周边省份线下渠道。在“精耕广东、聚焦湾区、覆盖华南、迈向全国”战略指引下，公司2030年有望实现50亿营收。
- 差异化产品研发，成熟老品与特色新品并重，明星产品集群日渐完善。**公司秉承“研发一代、储备一代、推出一代”的产品上市原则，**具体研发策略来看：**(1)推进新鲜战略，坚持“大健康”概念，近年主推低温产品；(2)前瞻判断潮流风向，及时与消费热点如传统文化节日、休闲零食等进行结合；(3)联合渠道推出定制产品，借力资源提升竞争力。**从研发落地来看，**公司推新分为对明星产品进行创新升级以及推出全新产品品类两类，新品类若推出效果较好则会持续进行投入与创新，部分新品也会面临优化淘汰。在优胜劣汰机制下，公司差异化品类优势进一步巩固。**从现有产品来看，**公司结合本土独特的饮食文化走出具有自身特色的产品发展道路，在不断推新的同时巩固老品份额，爆品持续发力，业绩基本盘稳固；新品不断补齐矩阵，满足消费者个性化需求，不断提升客群跨度和消费粘度，差异化产品品类优势得到进一步巩固。

- 盈利预测与投资建议：**我们认为公司做为华南地区龙头乳企，通过差异化的产品

优势和广东地区深厚的消费者积淀，业绩基本盘有望保持稳健增长；在外埠市场增量贡献方面，随着公司产能扩张落地、大湾区市场的持续精耕，中长期业绩空间有望打开。预计公司 2023-2025 年分别实现营收 19.87/21.29/23.28 亿元，同比 +6.0%/+7.2%/+9.4%；实现归母净利润 1.85/2.02/2.29 亿元，对应增速分别达 +86.4%/+9.0%/+13.6%；2023-2025 年对应 PE 分别为 13.0X/11.9X/10.5X，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧、原辅材料价格波动风险、外埠市场开拓不及预期、新品推广不及预期

股票数据		主要财务数据及预测				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总股本(百万股):	157.35					
流通 A 股(百万股):	156.47	营业收入(百万元)	1,985	1,875	1,987	2,129
52 周内股价区间(元):	16.79-24.21	(+/-)YOY(%)	21.2%	-5.5%	6.0%	7.2%
总市值(百万元):	2,641.91	净利润(百万元)	158	99	185	202
总资产(百万元):	1,893.98	(+/-)YOY(%)	50.4%	-37.0%	86.4%	9.0%
每股净资产(元):	8.63	全面摊薄 EPS(元)	1.00	0.63	1.18	1.28
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.8%	23.5%	27.3%	28.0%
		净资产收益率(%)	13.4%	8.0%	13.4%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 燕塘乳业：华南地区乳制品行业领军企业 .....	5
1.1. 发展历程：立足广东深耕华南、开拓创新力求发展 .....	5
1.2. 主营业务：优化产品矩阵，打造差异化竞争优势 .....	6
1.3. 组织管理：精擅乳业技术，股权结构清晰 .....	7
1.4. 财务表现：业绩成长较稳健，技术驱动盈利能力提升 .....	9
2. 行业分析：市场增速明显，增长空间大 .....	10
2.1. 市场空间：乳品行业温和增长，结构升级与特色化仍有空间 .....	10
2.2. 广东市场：生产成本较高，消费结构区域特征明显 .....	11
2.3. 空间展望：区域经济发展驱动乳品消费，冷链建设助力地方乳企扩张 .....	12
2.4. 竞争格局：双寡头地位稳固，燕塘乳业区域领先 .....	14
3. 竞争优势：全产业链布局完善，市场开拓迸发新机，产品创新动力十足 .....	17
3.1. 深耕基地市场，辐射粤港澳大湾区，剑指全国 .....	17
3.1.1. 产能布局：奶源基地建设有序，加工产能稳步扩张 .....	17
3.1.2. 市场开拓：基地市场稳中求进，湾区市场逐步渗透 .....	19
3.1.3. 渠道覆盖：周边市场稳步下沉，多元渠道加强建设 .....	21
3.2. 研发能力持续增强，产品矩阵日益完善 .....	23
3.2.1. 研发能力：科研能力提升，掌握多项核心技术 .....	23
3.2.2. 研发思路：紧抓低温优势，巩固差异化品类 .....	24
3.2.3. 产品矩阵：基础产品与创新产品并重，推进明星产品集群建设 .....	25
4. 盈利预测与投资建议 .....	27
4.1. 盈利预测 .....	27
4.2. 投资建议 .....	28
5. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 燕塘乳业发展历程 .....	5
图 2: 公司各品类营业收入 (万元) .....	6
图 3: 公司各品类营收同比增长 .....	6
图 4: 公司各类业务营收占比 .....	6
图 5: 公司各品类毛利率水平 .....	6
图 6: 公司股权结构图 (截至 2023Q3) .....	7
图 7: 公司营收整体稳健增长 .....	9
图 8: 公司归母净利润整体较为稳健 .....	9
图 9: 公司费用率近年有所下滑 (%) .....	9
图 10: 公司毛利率与净利率水平 (%) .....	9
图 11: 2018-2028 年我国鲜奶及常温奶销量及增速情况 (百万升, %) .....	10
图 12: 2018-2028 年我国鲜奶及常温奶销售额及增速情况 (百万升, %) .....	10
图 13: 2017-2026 年中国含乳饮料细分赛道市场规模及行业增速(亿元, %)... ..	10
图 14: 广东省生鲜乳收购指导价远高于我国生鲜乳主产区平均价 .....	11
图 15: 2022 年各地区人均奶类消费量 (千克) .....	11
图 16: 2022 年各地区居民人均可支配收入与人均消费支出 (元) .....	11
图 17: 2022 年全国各地区软饮料产量 (万吨) .....	12
图 18: 燕塘乳业 Q2-3 收入占比明显高于其他乳企 (%) .....	12
图 19: 2017-2022 年广东省居民人均奶类消费量 (千克) .....	12
图 20: 广东省城镇化率仍有空间 .....	12
图 21: 2022 年各地区生产总值 (亿元) .....	13
图 22: 粤港澳大湾区城市群 .....	13
图 23: 2018-2028 年低温鲜奶销售量与销售额情况 .....	14
图 24: 2017-2022 年我国乳品企业低温鲜奶市占率份额变化情况 .....	14
图 25: 2018-2023 年我国冷链物流市场规模 (亿元, %) .....	14
图 26: 我国公路冷链运输车与冷库总量变化情况 .....	14
图 27: 2014-2023 年我国牛奶与风味乳饮料市占率变化情况 (%) .....	15
图 28: 2014-2023 年我国酸奶与发酵乳制品市占率变化情况 (%) .....	15
图 29: 2023E 广东乳企市占率情况 (%) .....	16
图 30: 2022 年低温鲜奶市场广东乳企市占率情况 (%) .....	16
图 31: 公司设计年产能 (吨) .....	17
图 32: 公司产能利用率变化情况 (%) .....	17

图 33: 公司自有低温车队 .....	19
图 34: 公司分地区营业收入占比 (%) .....	19
图 35: 公司广东省内营收情况 (百万元, %) .....	19
图 36: 公司广东省外收入增速更快 (百万元, %) .....	20
图 37: 公司在广东省内的市场市占率变化情况 (%) .....	20
图 38: 广东本地乳企在牛奶与风味乳饮料市场市占率变化 (%) .....	20
图 39: 广东本地乳企在酸奶和发酵乳制品市场市占率变化 (%) .....	20
图 40: 老广州酸奶输送至澳门地区 .....	21
图 41: 公司省内经销商稳步增加 (家) .....	21
图 42: 公司专卖店陈列 .....	21
图 43: 公司广东省外营收和增速情况 (百万元, %) .....	22
图 44: 公司省外地区毛利率逐步企稳回升 (%) .....	22
图 45: 公司研发费用与研发费用率 (万元, %) .....	23
图 46: 部分区域乳企研发费用率对比情况 (%) .....	23
图 47: 公司研发人员构成情况 (人, %) .....	23
图 48: 公司上新速度逐步加快 .....	24
图 49: 公司现有产品矩阵 (以电商平台旗舰店售卖产品为参考) .....	25
图 50: 公司现有产品矩阵 (以电商平台旗舰店售卖产品为参考) .....	26
表 1: 公司核心团队介绍 (持股比例截至 2022 年底) .....	7
表 2: 2019-2021 年中国含乳饮料市场竞争格局 .....	15
表 3: 广东省区域乳企比较 .....	16
表 4: 公司自有牧场介绍 .....	17
表 5: 广东主要乳企产能分布 (不完全统计) .....	18
表 6: 近年来公司获得多项研发相关奖项 .....	24
表 7: 燕塘乳业盈利预测 (百万元, %) .....	27
表 8: 可比公司估值 .....	28

## 1. 燕塘乳业：华南地区乳制品行业领军企业

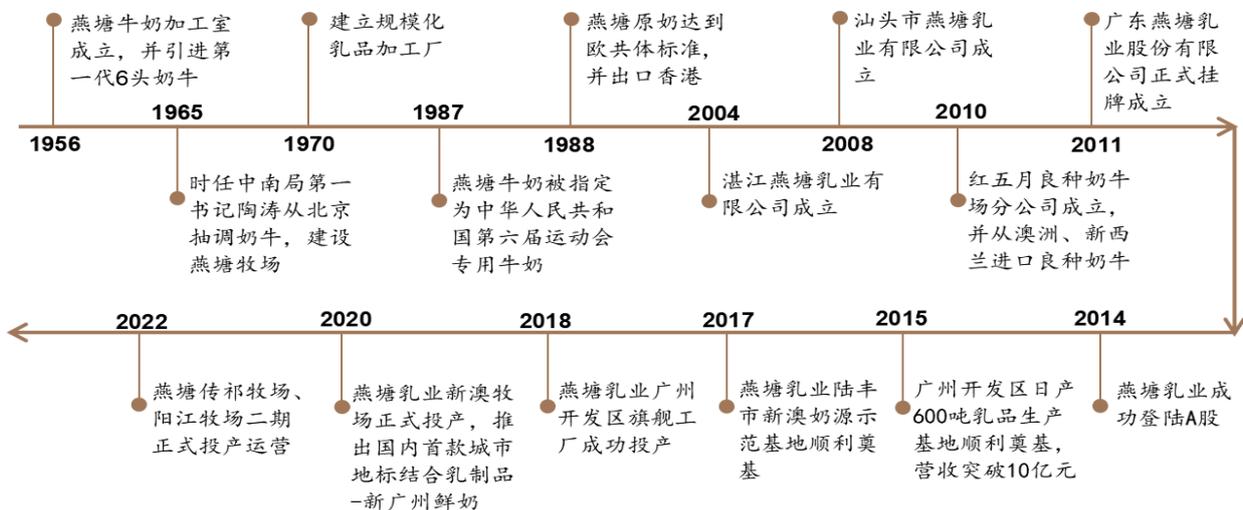
### 1.1. 发展历程：立足广东深耕华南、开拓创新力求发展

**1956年-2014年：风雨六旬，精耕广东。**1956年燕塘乳业从一间牛奶加工室起步，1965年时任中南局第一书记陶涛决定从北京抽调奶牛建设燕塘牧场。为寻求高发展，公司于1970至2010年通过建立规模化乳品加工厂、引进丹麦良种奶牛提升原产奶质、赞助运动会等市场措施在广东省乳品企业中脱颖而出，赢得消费者信任。2011年广东燕塘乳业股份有限公司正式成立，2014年公司营收达9.5亿，同年12月登陆A股，成为广东本土乳企中第一家上市公司。

**2015年-2018年：扩产增效，放眼华南。**上市后燕塘乳业贯彻执行“精耕广东、放眼华南、迈向全国”的发展战略，设计年产能19.8万吨的广州旗舰工厂于2018年成功投产，解决了过去长期受制于产能不足的问题（2013年产能11.85万吨），为公司进军华南乃至全国市场做好储备。为承接新产能释放，公司加强分销渠道建设，在广东及周边省区新增专营店、送奶服务部及大型物流配送仓，持续建立与全国及区域连锁零售商的合作关系，优化网点布局并延伸销售网络；在渠道稳步扩张的背景下赋能品牌宣传，向下沉市场探求机会。同时，公司顺应行业健康化、低温化趋势，充分运用自身的冷链运输及牧场资源，推出深受消费者喜欢的“老广州”系列等低温新品。在产效双重加持下，公司业绩实现高速增长。

**2019年至今：逆势成长，目标清晰。**随着消费者健康管理意识的提升，公司积极应对市场调整，注重对新消费思想下的单品迭代和市场营销的变化。在渠道方面，公司持续坚持精耕与开拓并重，在持续进行终端延展与渠道下沉等市场渗透工作的同时，不断探索与逐步深耕新零售模式与大湾区市场，扩大业务版图。在产品方面，公司持续推出高品质的娟姗鲜牛奶、A2β酪蛋白鲜牛奶以及零食属性的鲜奶布丁等新品，不断丰富产品线。在营销策略上，公司对新品、次新品及核心产品开展精准营销，2020/2021年在疫情扰动下营收分别同比+11.3%/+21.2%，经营韧劲突显。2023年9月公司提出2023-2030年发展规划，以“精耕广东、聚焦湾区、覆盖华南、迈向全国”为导向，在2030年实现营收50亿元，长期规划与实现路径清晰。

图1：燕塘乳业发展历程

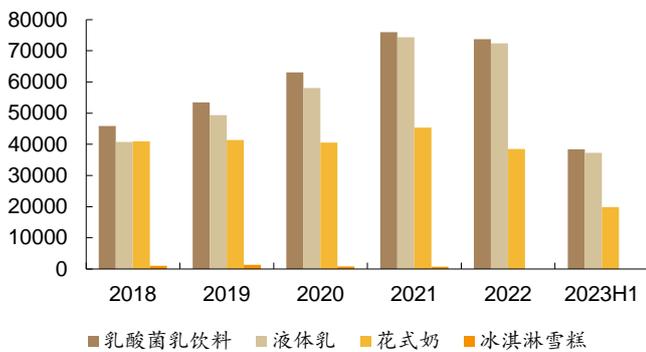


资料来源：公司官网，德邦研究所

## 1.2. 主营业务：优化产品矩阵，打造差异化竞争优势

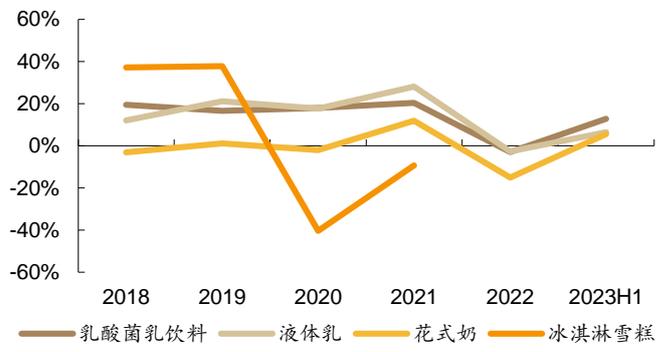
**差异化品类错位竞争，差异化打造市场站位。**公司主要从事乳制品和含乳饮料的研发、生产与销售，坚持产品差异化、精细化的研发策略，利用本土独特饮食文化走出具有自身特色的产品发展道路，目前已形成独特的产品风格。目前公司主营业务可划分为液体乳、花式奶、乳酸菌乳饮料三个品类，随着乳制品行业进入产品结构、产品品质、消费体验多重升级的高质量发展新阶段，液体乳和乳酸菌乳饮料顺应需求增长速度更快，2018年乳酸菌乳饮料以35.34%的收入占比成为第一大业务，首次超过花式奶；2022年液体乳/乳酸菌乳饮料的营收占比分别达到38.59%/39.30%，花式奶营收占比为20.55%。另外，冰淇淋雪糕作为投入较小业务，持续处于低营收水准，2022年已停产该品类。

图 2：公司各品类营业收入（万元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

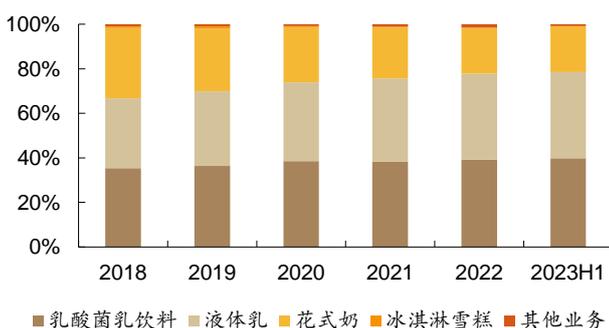
图 3：公司各品类营收同比增长



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

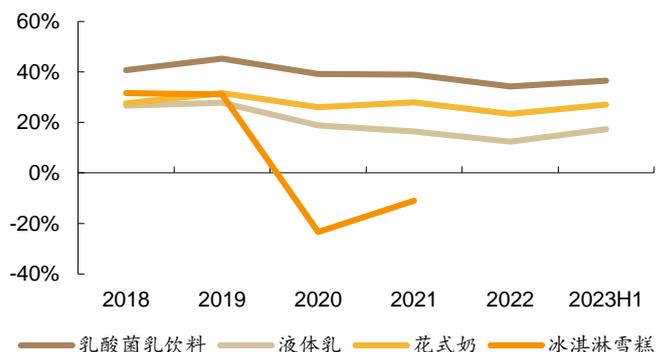
**核心品类增长态势强劲，毛利率长期有望改善。**分品类来看，2022年乳酸菌乳饮料/液体乳品类营业收入分别为7.37/7.24亿元，2017-2022年CAGR分别达到13.9%/14.8%，随着2023年国民经济的持续恢复，23H1公司紧抓消费复苏先机，乳制品各类产品持续放量，各品类营业收入均实现正增长。由于原奶价格上升和疫情导致非连续生产，2019-2022年各品类毛利率水平均呈现下滑趋势，其中原材料主要为原料奶的液体乳品类下滑幅度最大，2022年毛利率较2019年下滑15.4pct至12.4%；乳酸菌乳饮料和花式奶毛利率虽有下滑但仍为公司主要利润来源。随着2023年原料奶和进口大包粉价格压力的缓解，23H1各品类毛利率均得到改善，其中液体乳毛利率同比+6.0pct至17.4%。

图 4：公司各类业务营收占比



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 5：公司各品类毛利率水平



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

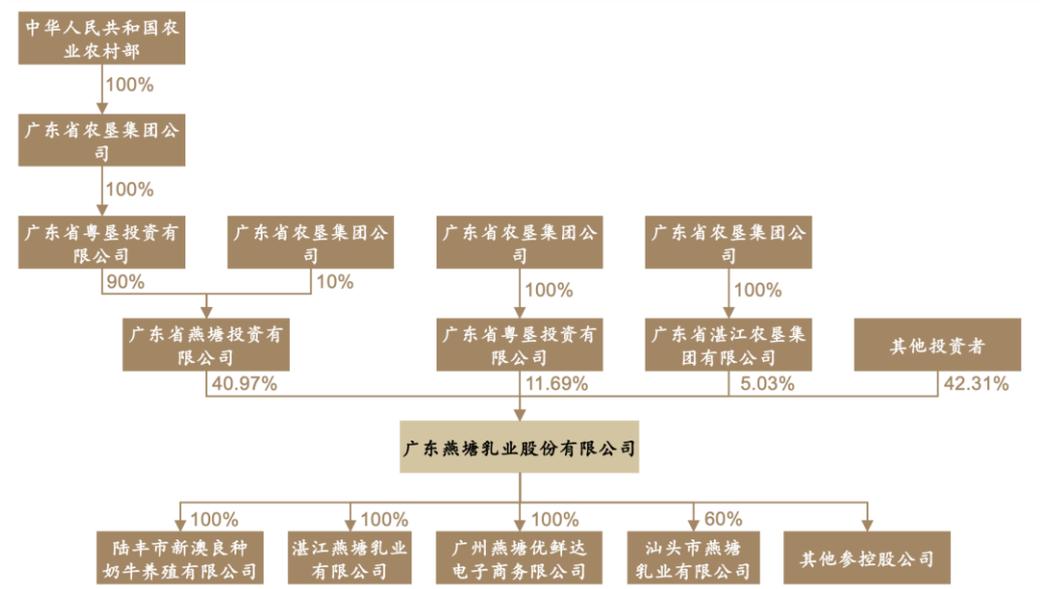
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

### 1.3. 组织管理: 精擅乳业技术, 股权结构清晰

广东省农垦集团控股, 股权结构较为集中。广东省农垦集团公司是中央直属垦区之一, 实行农业农村部、广东省人民政府“部省共管、以省为主”的管理体制, 是一二三产业融合发展、国内外市场同步开拓的跨国现代农业企业集团。燕塘乳业为广东农垦旗下上市公司之一, 截止 2023Q3 广东省农垦集团作为公司实际控制人合计持股 57.69%。同时, 燕塘乳业拥有多家控股或参股公司, 其中全资子公司陆丰市新澳良种奶牛养殖有限公司和参股子公司湛江燕塘澳新牧业有限公司主要业务为奶牛养殖, 湛江市燕塘乳业有限公司和汕头市燕塘乳业有限公司负责乳品生产及(或)销售等相关业务, 广州燕塘优鲜达电子商务有限公司负责旗下各品牌在线上电商平台的直营销售, 公司不断夯实自身产业链优势, 供应链体系建设较为完备。

图 6: 公司股权结构图 (截至 2023Q3)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司管理团队深耕乳业多年, 从业经验丰富。公司新任董事长冯立科于 2023 年 11 月上任, 冯总 2002 年加入公司, 历任技术员、生产部部长、总经理助理、副总经理, 现任公司董事长、总经理, 对公司的基本情况了解透彻, 风格稳健; 副总经理李春锋、吴乘云在公司任职时间均超过 20 年, 对行业与企业有着深刻认识, 整体管理层经验丰富, 团队稳定; 且三人均持有公司股权, 管理层利益与公司股东利益高度一致, 有利于调动管理团队积极性。

表 1: 公司核心团队介绍 (持股比例截至 2022 年底)

姓名	职务	年龄	简介	持股比例
冯立科	总经理、董事长	53	1970 年出生, 食品工程高级工程师。2002 年加入公司, 历任公司技术员、生产部部长、总经理助理、副总经理、常务副总经理, 现任公司董事长、总经理, 兼任中国奶业协会副会长、广东省农业产业化龙头企业协会副会长、广东省食品行业协会副会长等。	0.17%
李春锋	副总经理, 董事会秘书	47	1976 年出生, 会计师职称。1997 年进入公司, 历任湛江燕塘澳新牧业有限公司法定代表人、董事长、经理, 陆丰市新澳良种奶牛养殖有限公司法定代表人、执行董事、经理、监事等。现任公司副总经理、董事会秘书,	0.08%

			兼任广东农垦经济学会理事，广东省奶业协会副会长，全国农村产业融合发展联盟理事。	
吴乘云	副总经理	50	1973年出生，助理政工师。2002年起加入公司，历任公司办公室主任、营销事业部部长。现任公司副总经理，兼任汕头市燕塘乳业有限公司董事长、甘肃燕塘传祁牧业有限公司董事、中国农垦经济研究会理事等。	0.17%
邵侠	董事、财务总监	56	1967年出生，会计师、国际注册内部审计师、注册会计师。历任广东省农垦集团进出口有限公司财务部部长、广东省农垦集团公司审计处副处长。现任公司董事、财务总监，兼任广东燕塘冷冻食品有限公司执行董事、广州燕塘优鲜达电子商务有限公司执行董事、湛江燕塘澳新牧业有限公司董事长、陆丰市新澳良种奶牛养殖有限公司执行董事等。	0

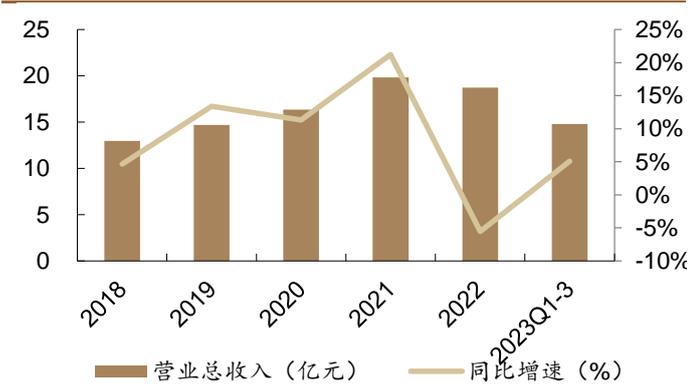
资料来源：公司公告，德邦研究所

**深度探索及培养优秀人才，同时重视激励文化。**创立至今，公司秉承着“自主培养+引进人才”相结合的原则，以打造高素质团队为目标，持续推进各项人才培育工作，促进企业和员工并行发展。截至2022年底，公司共有800余技术和生产人才，总员工数占比50.6%；其中研发人员达到189人，数量占比达11.62%。公司高度重视对待员工的正向激励，不断完善具有市场竞争力的薪酬管理体系，强化战略导向、层层传导的绩效考核体系，激励团队持续输出活力。2022年公司进一步完善中层管理人员薪酬绩效体系，持续优化整体员工的福利体系。

### 1.4. 财务表现：业绩成长较稳健，技术驱动盈利能力提升

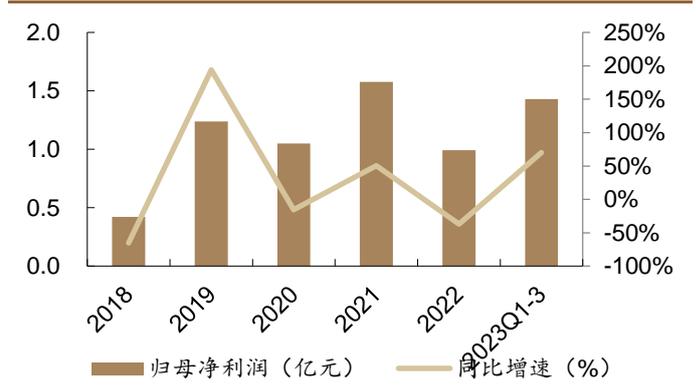
营收与归母净利润成长稳健，短期波动不改长期向好趋势。公司 2018-2022 年营业收入/归母净利润 CAGR 分别达 9.65%/23.87%，2022 年受宏观环境影响营收同比略有下滑 (-5.52%)，同时由于国际政治冲突引发的部分原材料成本上升等原因全年归母净利润同比-37.01%。2023 年受益于原奶价格下行成本端红利释放，同时消费需求逐步回暖，23Q1-3 公司营业收入/归母净利润分别同比 +5.12%/+70.33%。展望 2024 年，公司持续开拓粤港澳大湾区及外埠市场，不断推出创意新品，稳步提升低温奶市场占有率，有望为公司带来增长动力。

图 7：公司营收整体稳健增长



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

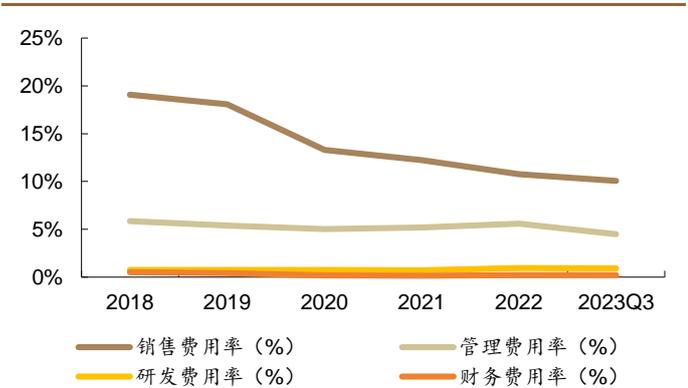
图 8：公司归母净利润整体较为稳健



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

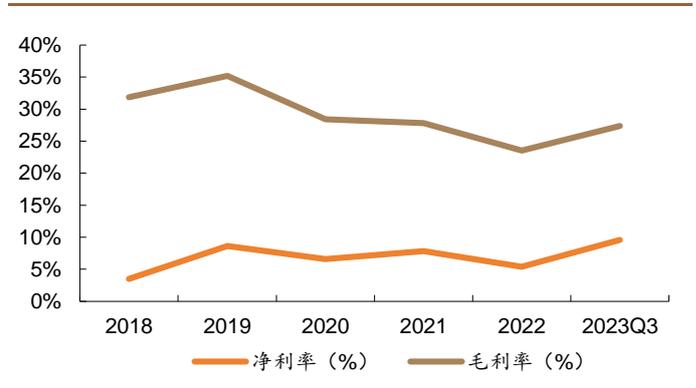
销售费用投放大幅降低，净利率提升空间较大。2022 年因原奶成本、国际进口大包粉价格上升，公司毛利率同比下滑 4.3pct 至 23.54%，净利率同比下滑 2.45pct。2023Q3 毛利率/净利率均有所好转，分别提升至 27.38%/9.57%。同时公司持续推进精细化管理，2018 至 2023Q1-3 销售费用率从 19.07% 降至 10.05%。另外，公司于 2023 年 5 月完成了全资子公司燕塘冷冻的清算注销，预计管理费用将得到优化。综合来看，在产品结构持续优化、主要原料成本整体稳中有降的趋势下公司整体毛利率仍有提升空间；结合公式持续开展降本增效工作，费用率有望稳步优化，公司净利率提升可期。

图 9：公司费用率近年有所下滑 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 10：公司毛利率与净利率水平 (%)



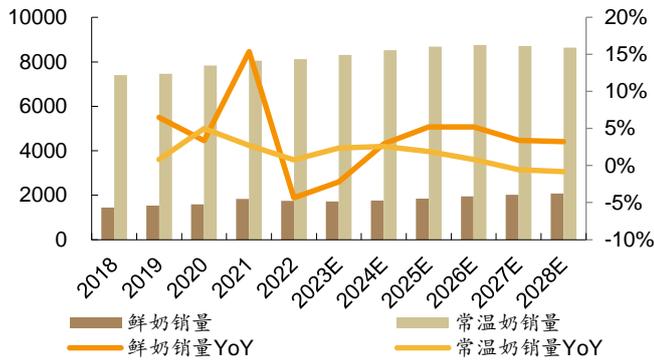
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 行业分析：市场增速明显，增长空间大

### 2.1. 市场空间：乳品行业温和增长，结构升级与特色化仍有空间

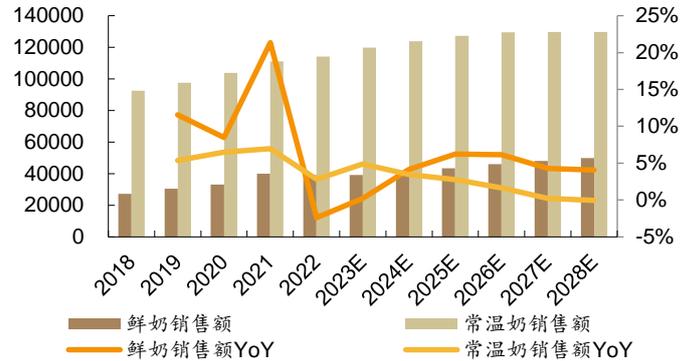
常温奶发展趋稳，鲜奶增速更快，整体乳制品行业温和增长。根据欧睿数据显示，分品类来看，预计 2022-2028 年我国鲜奶销量/销售额 CAGR 分别为 2.9%/4.2%，常温奶销量/销售额 CAGR 分别为 1.0%/2.1%，鲜奶增速显著高于常温奶，中长期来看液态奶结构升级将稳步推进，低温品类空间更大。整体来看，我国乳制品市场目前已较为成熟，2022 年我国牛奶行业销量/销售额分别为 986.6 万吨/1533.5 亿元，2018-2022 年 CAGR 分别为 2.8%/6.4%，预计 2022-2028 年 CAGR 分别为 1.4%/2.7%，行业高速增长时期已过，未来量稳价增将成为主基调。

图 11：2018-2028 年我国鲜奶及常温奶销量及增速情况（百万升，%）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

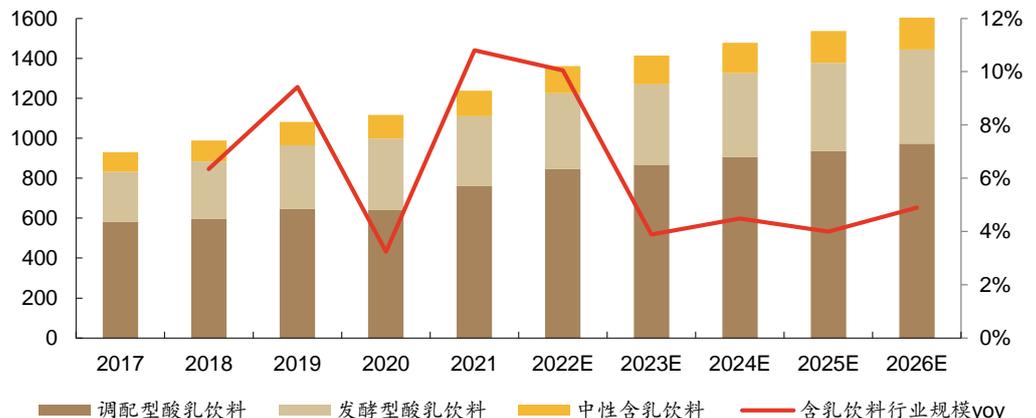
图 12：2018-2028 年我国鲜奶及常温奶销售额及增速情况（百万升，%）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

含乳饮料兼具“口味+健康”复合属性，保持较高速增长。根据头豹研究院数据，中国含乳饮料行业市场规模从 2017 年的 929.6 亿元增长至 2021 年的 1237.5 亿元，期间 CAGR 达 7.4%；随着人们消费水平提高以及对口味型饮料的需求增长，预计 2026 年含乳饮料行业市场规模可达 1612.3 亿元，2021-2026 年 CAGR 维持在 5.4%。从产品结构来看，2021 年中国调配型酸乳饮料/发酵型酸乳饮料/中性含乳饮料市场规模分别为 760.8/349.4/127.2 亿元，其中调配型酸乳饮料占比保持在 60%左右，发酵型酸乳饮料复合增速最快。近年来生产商不断从技术、风味、原料、功能等方面进行创新，我们预计含乳饮料赛道比白奶、酸奶等成熟赛道的行业增速更快，优势企业有望依靠新兴品类一定程度上实现突围。

图 13：2017-2026 年中国含乳饮料细分赛道市场规模及行业增速(亿元，%)

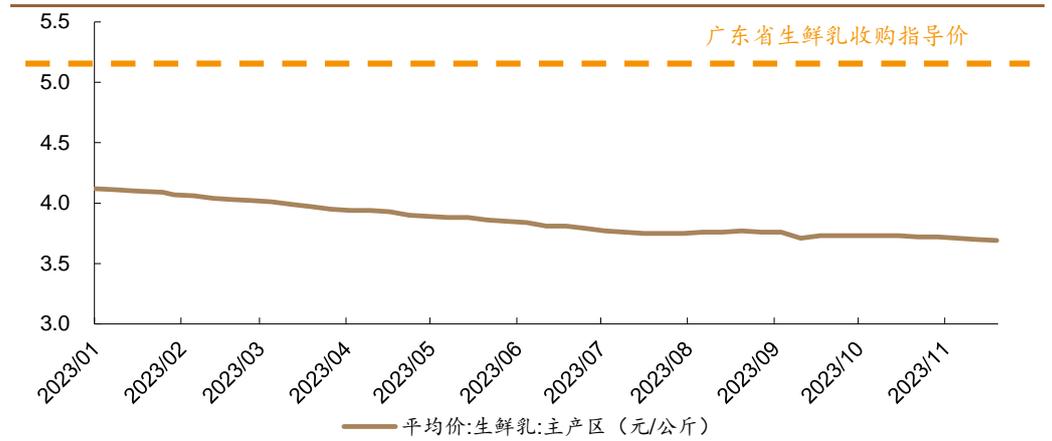


资料来源：李子园可转债募集说明书，头豹研究院，德邦研究所

## 2.2. 广东市场：生产成本较高，消费结构区域特征明显

广东省牧场资源较少，乳制品生产成本较高。广东省内可供牧场建设的土地面积较少；同时，广东气候以亚热带气候为主，湿润多雨且温度较高，牧草资源相对不足，广东省的地理环境限制了本地奶牛养殖的规模，建奶源成本较高；若考虑从奶源充足的北方地区运输牛奶原料（包括生鲜乳、饲料和乳牛等），因此产生的运输成本，以及存储、处理和包装等环节的费用都会对奶制品的价格产生影响。据广东省奶业协会数据显示，2023 上半年广东省生鲜乳收购指导价不低于 5.2 元/公斤，而 2023 年上半年我国生鲜乳主产区平均价格最高峰在 4.12 元/公斤且呈下跌趋势，广东省的生鲜乳价格明显高于全国平均水平，广东省乳企生产成本压力较大。

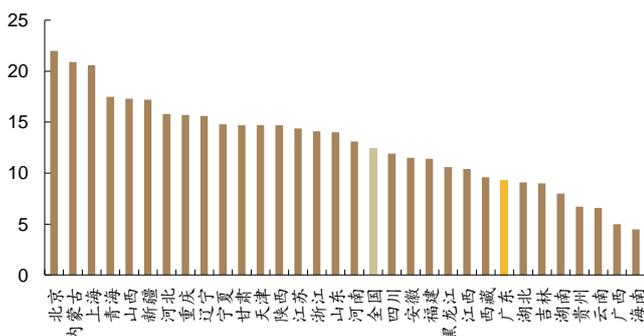
图 14：广东省生鲜乳收购指导价远高于我国生鲜乳主产区平均价



资料来源：Wind，农业农村部，广东省奶业协会，德邦研究所

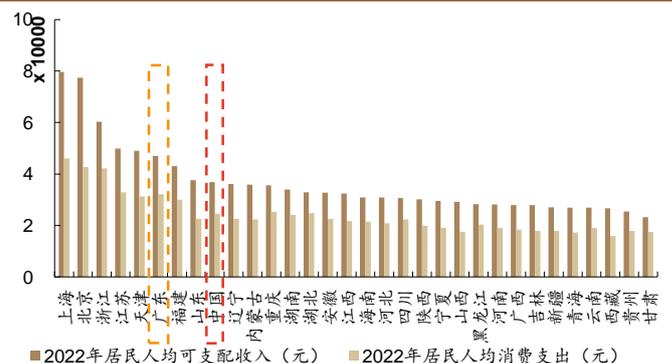
受长期饮食习惯的影响，广东省人均饮奶量较低。从区域对比来看，各地区人均奶类消费量取决于消费习惯和当地经济发展水平，2022 年我国人均奶类消费量较高的地区为经济较发达的北京上海等地区和内蒙古等畜牧资源较为丰富的北方地区。根据国家统计局数据显示，除广东省以外，其他居民人均可支配收入和人均消费支出超过全国平均水平的行政区，人均奶类消费量也超过了全国平均水平；而 2022 年广东省居民人均可支配收入和人均消费支出位居全国第 6 位/第 5 位，但 2022 年广东省人均奶类消费量为 9.3 千克，低于我国平均的 12.4 千克且全国排名第 24 位，我们认为这主要受到广东省内饮食习惯的影响，广东人更喜欢喝茶而不是牛奶，在早茶饮食习俗的影响下，广州街边粥粉面店很多，零售批发的奶店、售奶点却不多见。

图 15：2022 年各地区人均奶类消费量（千克）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

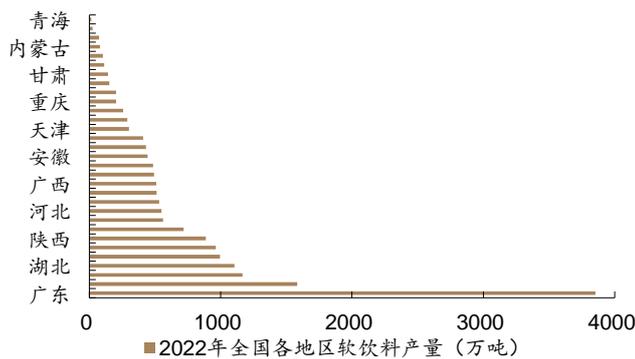
图 16：2022 年各地区居民人均可支配收入与人均消费支出（元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

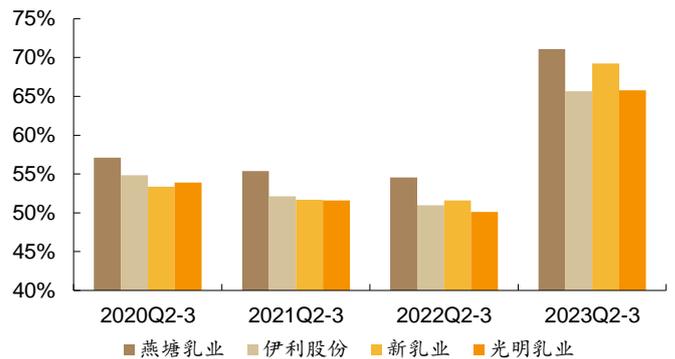
广东消费结构较为特殊，乳品饮料属性更为明显。广东省软饮料（包括含乳饮料）行业发展迅猛，根据中国企业数据库企查查，截至 2022 年 8 月下旬，广东省共有相关软饮料企业数 4746 家，基本倍超第二位吉林省（2378 家）；同时，2022 年广东省以 3853 万吨的产量位居全国首位，广东省拥有东鹏饮料、王老吉等全国品牌，菠萝啤、健力宝、天地一号等本土品牌也享有较高知名度。受地理位置与气候影响，广东省的乳品饮料消费结构略有差异：广东省平均气温常年偏高，2022 年广东全省 86 个国家基本气象观测站监测年平均气温 21.9℃，2023 年 5-9 月气温均在 25 度以上，天气炎热促进饮料消费，含乳饮料兼顾营养与解渴相较于其他乳制品在夏季有更好表现；以广东燕塘乳业为例，燕塘第二三季度的营业收入占比明显高于全国性乳企如伊利或其他区域乳企如新乳业、光明乳业。

图 17：2022 年全国各地区软饮料产量（万吨）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 18：燕塘乳业 Q2-3 收入占比明显高于其他乳企 (%)



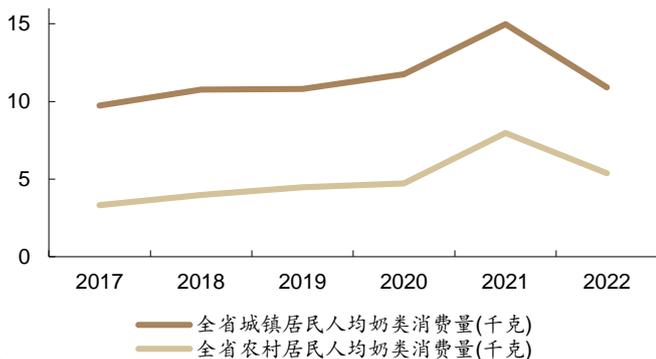
资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所  
\*2023Q2-3 为在前三季度营收中占比，其他为全年占比

### 2.3. 空间展望：区域经济发展驱动乳品消费，冷链建设助力地方乳企扩张

#### 燕塘所处市场扩容驱动因素一：区域经济发展高速

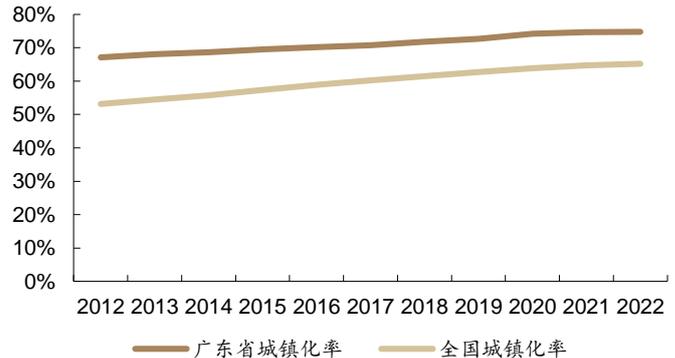
城镇化推进驱动乳品消费，人均奶类消费量提升空间大。近五年广东省奶制品市场容量及增幅领先全国，2022 年广东省人均奶及奶制品消费量为 9.28 千克，2017-2022 年 CAGR 达 3.78%，远超同期全国平均水平的 0.49%，仍处于高速发展期；其中城镇居民人均奶类消费量为农村居民的两倍以上，可挖掘空间大。《广东省新型城镇化规划（2021—2035 年）》提出 2035 年广东将基本实现新型城镇化，全省常住人口城镇化率达到 82%，较 2022 年的 74.79% 仍有较大提升空间。高城镇化对于促进消费有着积极效应，同时有利于提升奶制品消费，伴随着城镇化的推进，广东省内乳制品发展空间较大。

图 19：2017-2022 年广东省居民人均奶类消费量（千克）



资料来源：广东统计年鉴，德邦研究所

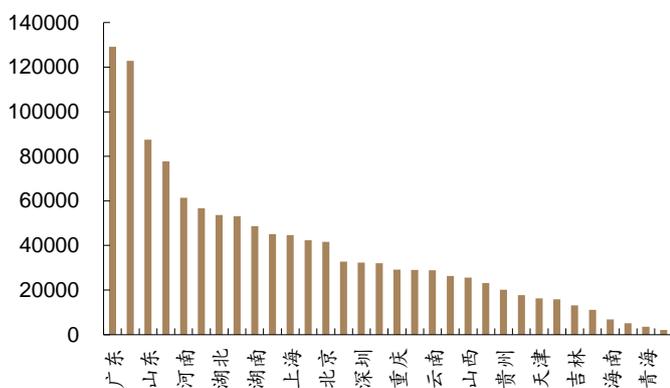
图 20：广东省城镇化率仍有空间



资料来源：广东统计年鉴，国家统计局，德邦研究所

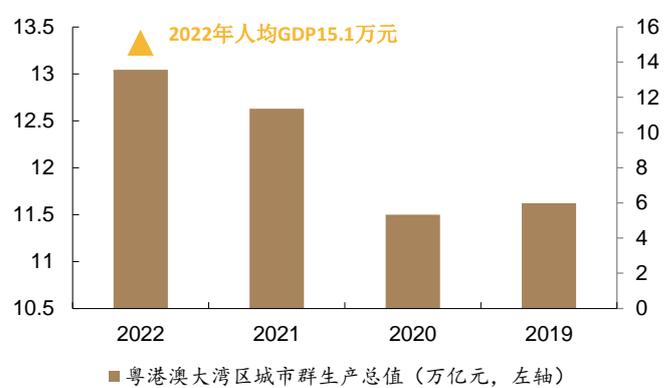
广东省及大湾区持续高质量发展，乳品市场空间有望扩容。根据国家统计局数据，2022年广东省地区生产总值达到12.91万亿元，连续34年位居全国首位，约占全国GDP的1/10；而粤港澳大湾区区域总人口约接近9千万，2022年城市群生产总值达13.04万亿元，是开放程度最高、经济活力最强的区域之一，人口多且人均收入较高，乳制品消费市场需求巨大。根据《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出的要求，粤港澳大湾区要打造成宜居宜业宜游的优质生活圈，成为高质量发展的典范，而优质安全的产品供应是优质生活的基本保障，2023年1月13日10项粤港澳大湾区“菜篮子”团体标准正式发布实施，全力保障安全、优质、健康农产品供给，其中就包含了乳及乳制品标准。燕塘乳业旗下加工厂和牧场均获得粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地认定，2019年9月27日正式供应澳门地区，2023年成功中标成为澳门幼儿及小学教育阶段“牛奶和豆奶计划”中的唯一牛奶品牌，旗下产品于2023年10月10日起大规模供应澳门地区学校，进军香港市场计划也正在积极推进中，公司在内地乳企中率先进军港澳地区，未来有望更大受益于广东省和粤港澳大湾区的高速发展下对优质乳品的需求。

图 21：2022 年各地区生产总值（亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 22：粤港澳大湾区城市群

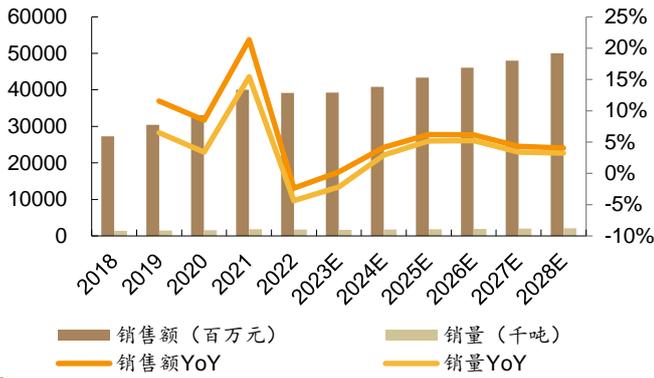


资料来源：广东统计年鉴，国家统计局，德邦研究所

### 燕塘所处市场扩容驱动因素二：长距离运输基础设施逐步完备

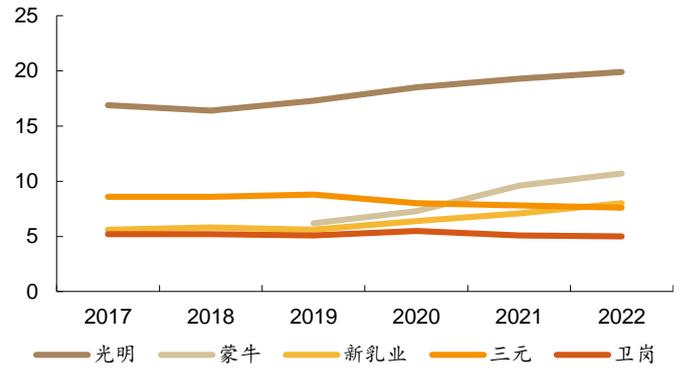
低温奶市场成为必争之地，区域乳企优势明显。在健康理念的增强及老龄化加速的逐步显现下，低温奶因拥有更丰富的营养价值更受消费者青睐，市场份额稳步开拓。根据欧睿数据，2022年中国低温奶销售量为1748千吨、销售额为391亿元，2022年疫情影响下低温奶市场略有下滑，但预计销量/销售额2023-2028年CAGR仍能分别保持在4.0%/5.0%，行业量价提升空间稳定。同时，因低温乳品生产壁垒较高、保质期较短及严格的运储要求等各方面限制，运输半径较为有限，故虽然泛全国化乳企积极入局低温奶市场，但区域乳企整体仍占据着先发优势。欧睿数据显示，2022年低温鲜奶CR5分别为光明乳业/蒙牛/新乳业/三元/卫岗，市占率分别为19.9%/10.7%/8.0%/7.6%/5.0%，行业CR5总市占率达到51.2%，其中仅蒙牛为全国性乳企，其他四家均为区域乳企，区域乳企长期“奶源+渠道+品牌”优势短期难被撼动。

图 23：2018-2028 年低温鲜奶销售量与销售额情况



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

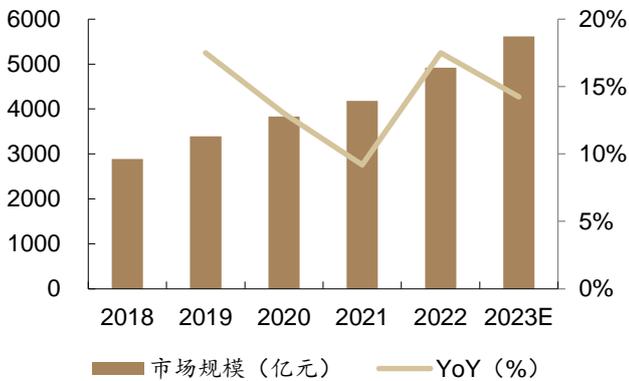
图 24：2017-2022 年我国乳品企业低温鲜奶市占率份额变化情况



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

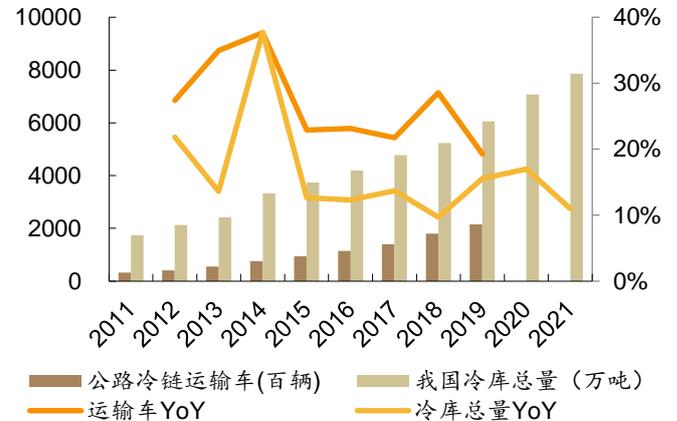
**冷链建设拓宽运输边界，打开区域乳企外埠扩张空间。**近年来，国家高度重视中国冷链物流的发展，冷链物流基地与冷链设施的建设为低温奶行业的发展提供了不容忽视的重要力量。根据中物联数据，2022 年中国冷链物流行业市场规模达到 4916 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 14.2%；2023 年 1-5 月我国冷链物流市场规模达 2395 亿元，同比+3.6%，预计全年市场规模将维持双位数增长。同时，2019 年我国冷链运输车数量达到 21.47 万辆，2011-2019 年 CAGR 达 23.5%；2021 年冷库总量逼近 8000 万吨，2011-2021 年 CAGR 达 11.0%，冷链物流建设迅速。低温产品的扩张拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，但随着冷链技术持续进步，销售半径日渐扩大，低温奶渗透率仍可有持续提升。

图 25：2018-2023 年我国冷链物流市场规模 (亿元，%)



资料来源：中物联冷链委，中商产业研究院，德邦研究所

图 26：我国公路冷链运输车与冷库总量变化情况



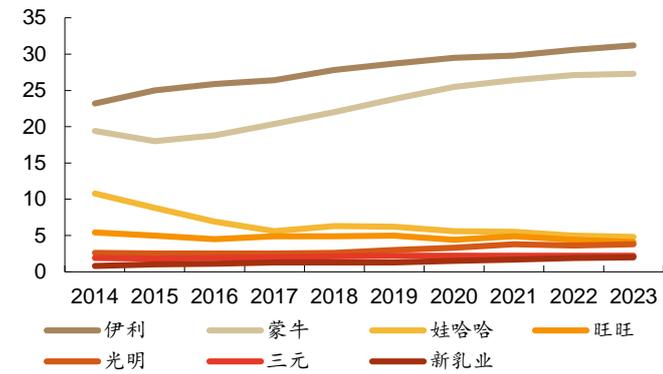
资料来源：中国物流与采购联合会，Wind，德邦研究所

## 2.4. 竞争格局：双寡头地位稳固，燕塘乳业区域领先

**双寡头份额领先，区域乳企差异突围。**目前全国乳制品行业格局呈现出层次化竞争的局面：第一层为全国品牌伊利、蒙牛两大品牌，根据欧睿数据，伊利和蒙牛以优质的产品质量和广泛的营销网络在牛奶与风味乳饮料、酸奶与发酵乳制品两大领域份额遥遥领先，2023 年 CR2 分别为 58.5%/55.4%，未来乳业格局或将以前态势延续，颠覆性变化出现可能性较小；第二层为区域性龙头乳企，如光明乳业、新乳业等，与全国性乳品企业的竞争策略不同，区域性乳企拥有自身所在基地市场优势，在品牌形象建设和产品研发创新上会更多地利用和结合区域

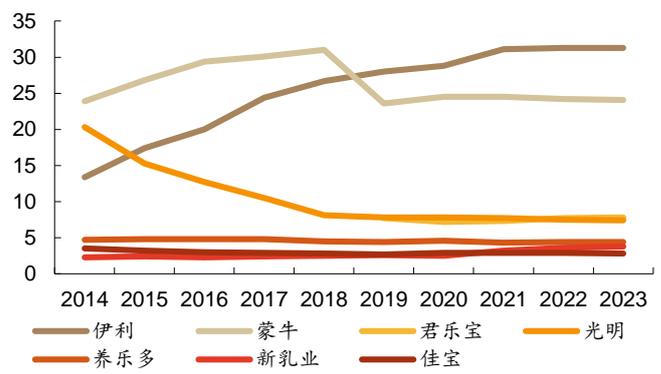
本土文化特征，树立不同于全国品牌的差异化竞争优势。广东省乳制品市场已经形成了全国一线品牌市场份额领先，区域龙头品牌不断发展壮大的竞争格局。

图 27：2014-2023 年我国牛奶与风味乳饮料市占率变化情况 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 28：2014-2023 年我国酸奶与发酵乳制品市占率变化情况 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

**多元品类差异突围，行业产品结构调整影响整体竞争格局。**除去传统白奶与酸奶品类，含乳饮料也为乳制品行业中另一大重要品类。深耕于含乳饮料赛道的企业娃哈哈错位竞争，细分赛道份额远超乳业双寡头伊利与蒙牛，根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据显示，2019-2021 年娃哈哈在含乳饮料市场市占率分别为 24.87%/26.39%/ 23.60%，约为第二名伊利的两倍。同时，根据欧睿数据显示，依赖于含乳饮料业务的突出表现，娃哈哈在牛奶与风味乳饮料市场市占率较高，但随着行业竞争加剧，公司市占率从 2019 年的 6.2% 下滑至 2023 年的 4.8%。我们认为，产品品类的多元化对乳品企业较为重要，公司主力产品及所拓展新品能否在高速成长的细分赛道抢占份额对长期稳健发展至关重要，随着行业中格局未定的细分赛道扩容，行业竞争格局在一定程度上将受其影响。

表 2：2019-2021 年中国含乳饮料市场竞争格局

公司类型	公司名称	2019	2020	2021	
含乳饮料企业	娃哈哈	24.87%	26.39%	23.60%	
	养乐多	6.01%	5.46%	6.71%	
	均瑶健康	1.10%	0.69%	0.61%	
	李子园	0.86%	0.94%	1.15%	
	小洋人	0.06%	0.07%	0.24%	
全国性乳企	伊利股份	13.21%	13.57%	13.19%	
	蒙牛乳业	7.30%	9.08%	9.86%	
	区域性乳企	广东燕塘	0.88%	0.93%	0.98%
		光明乳业	0.68%	0.82%	0.81%
	菊乐股份	0.57%	0.58%	0.59%	

资料来源：四川菊乐公司公告，弗若斯特沙利文，头豹研究院，德邦研究所

**广东区域乳企百花齐放，差异化发展为主基调。**由于华南本地牧场资源有限且大多被本土企业所有，双寡头进入具有一定壁垒，故区域乳业多以具有运输半径的低温乳制品作为传统优势产品，避免与全国性乳企的优势常温产品进行竞争。广东地区主要乳企有燕塘乳业、广州风行、广美香满楼、晨光乳业和卡士乳业等，其中燕塘大力发展特色产品养生食膳奶，同时兼顾其他特色含乳饮料的协调发展；风行乳业主打品牌连锁专卖店模式，官网显示门店数达 700+ 家；广美香满楼品牌定位华南高端鲜奶市场；卡士乳业专注于酸奶生产，各区域乳企各有所长。

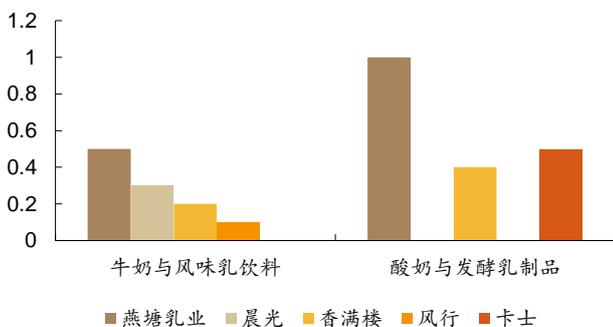
表 3：广东省区域乳企比较

地区	企业名称	公司简介	产品特点	冷链建设
广州市	燕塘乳业	广东第一家一体化全产业链乳制品上市公司，集种植、养殖、生产加工、销售于一体，做到“种好草、养好牛、产好奶、出好品”	走差异化、精细化的产品研发策略，深度结合本土独特的饮食文化，国内首推养生食膳系列产品	拥有近两百辆冷藏运输车、超 200 人的专业配送队伍，构建了广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系之一
广州市	风行乳业	隶属于越秀集团，公司历史可溯源至 1865 年，1952 年注册“风行牌”，公司坚持牧工商一体化的全产业链经营模式，拥有三个大型优质奶源基地，共有超 7000 头优质高产奶牛，年产鲜奶超 3 万吨	主打专卖店模式，门店总数量 700+家，广州市 500+家；拥有仙泉湖牧场、娟姗纯牛奶、风行乐悠、炼奶等自有王牌产品	自有专业冷藏车近 70 台，合作冷链车辆资源超 200 台
广州市	广美香满楼	外商独资企业，创建于 1982 年，为集畜牧、乳品加工、物流配送，以及销售一条龙的综合乳品生产企业	深耕领鲜华南高端鲜奶市场的品牌定位。广州首家使用新鲜屋包装的乳品企业，至今仍保留经典红色屋顶盒包装；2018 年推出娟姗鲜牛奶，2021 年打造够姜姜汁奶，2022 年推出富硒牧场鲜牛奶	采用即时配送+顺丰冷链配送双重配送模式，可触达整个华南区及广东邻近省份的消费者
深圳市	晨光乳业	创建于 1979 年，是深圳市光明集团有限公司全资子公司，在光明区、惠州龙门等环境优美的山谷地带拥有多个大型现代化奶牛场及多个合作奶源基地	拥有供港壹号、九无至纯等知名品牌；涉足茶饮料品类	建立了完善冷链系统，从工厂到销售终端选用 F 级别冷链车；制冷+隔热 2 个技术，确保低温产品在运输过程中全程温度在 2-6℃ 之间。
深圳市	卡士乳业	于 1999 年在中国注册，集研发、生产、销售、冷链物流于一体，是中国唯一一家专注于酸奶生产的规模化乳制品企业，现设有潭头分厂、宝安分厂、苏州分厂三大生产基地	坚持“高品位、高品质、高标准”的产品策略，成功打造了卡士酸奶系列产品	自建全程冷链系统，实现各环节 2-6℃。最后一公里派送与顺丰冷链强强联合；配备专业冷藏车，每辆车都装有黑匣子和 GPS 定位，实时监控和记录车厢温度

资料来源：公司公告，各公司官网等，德邦研究所

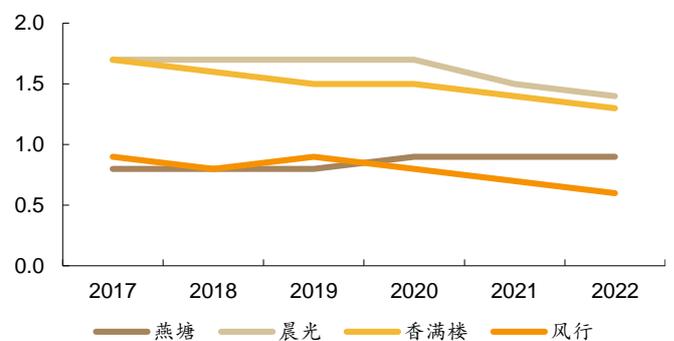
**燕塘乳业市占率领先且呈上升趋势。**根据欧睿数据，燕塘乳业在牛奶与风味乳饮料和酸奶与发酵乳制品两大类中市占率分别为 0.5%/1.0%，均在广东区域乳企中排行第一且与第二名拉开较大差距。因燕塘乳业过去将主要精力放在常温产品与含乳饮料产品上，故在低温鲜奶细分赛道中市占率不及晨光与香满楼，但公司近年来持续发力低温产品，推出新品以低温类为主，低温产品销售占比得到提升，2017-2022 年燕塘乳业低温鲜奶市占率是广东区域中唯一呈上升趋势的本地乳企，长期看趋势向好。

图 29：2023E 广东乳企市占率情况 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 30：2022 年低温鲜奶市场广东乳企市占率情况 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

### 3. 竞争优势：全产业链布局完善，市场开拓迸发新机，产品创新动力十足

#### 3.1. 深耕基地市场，辐射粤港澳大湾区，剑指全国

##### 3.1.1. 产能布局：奶源基地建设有序，加工产能稳步扩张

**原奶端：自有牧场+战略合作牧场，奶源供给双保障。**公司的原奶来源于自有奶源基地和战略合作奶源基地。燕塘乳业背靠广东农垦，利用其土地优势可以发展奶源，目前自有牧场包括阳江牧场、澳新牧场、新澳牧场以及参股的传祁奶牛养殖基地，自有牧场以“规模化、集约化、标准化、智慧化”方式进行管理，随着阳江牧场二期、燕塘传祁奶牛养殖基地顺利投产，预计2023年公司自有奶源供应占比50%左右，但随着未来公司市场规模扩大，预计原奶自给率长期仍会保持约1/3的水平。战略合作牧场方面，公司会在签订合同前对拟合作牧场进行深度市场调研，了解牧场的分布、规模、饲养管理水平、产奶量等指标，目前已与十多个养殖规模在1000头以上的大中型牧场建立了互助互信、风险共担的“三赢”模式战略合作关系，并通过一年一签、提前锁价的方式保证上游原奶的稳定供应。

表 4：公司自有牧场介绍

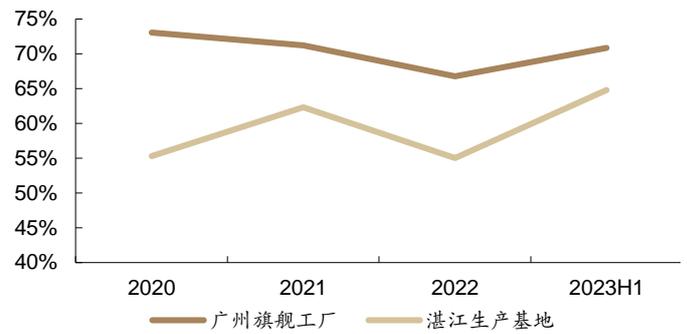
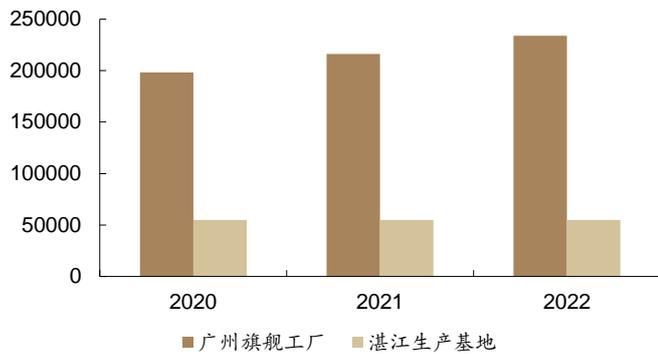
牧场	隶属关系	牧场规模
阳江牧场	五月良种奶牛场分公司	一期规划存栏规模为混合群 2000 头的奶牛场，项目建成后年产鲜奶 7200 吨，2013 年竣工验收；二期规划存栏 2000 头，满产后年产生鲜乳 13680 吨，年产值超 7000 万元，2022 年 9 月正式投产；阳江牧场奶牛总存栏量为 4000 头，年产奶量约为 20880 吨。
澳新牧场	全资子公司	建设规模为奶牛存栏量 3000 头，年产鲜奶 9900 吨，现已全部投产运营
新澳牧场	全资子公司	2020 年正式投产，2022 年奶牛存栏量约 2500 头，年产奶量 1.2 万吨
燕塘传祁奶牛养殖基地	参股子公司，持股 40%	2022Q4 投产运营，截至 2023 年 5 月存栏 3600 头，日产鲜奶 50 吨；预计达到 6000 头满栏后，年产鲜奶 36000 吨

资料来源：Wind，公司公告，公司官网等，德邦研究所

**加工端：设计产能逐步扩张，产能利用率提升可期。**目前公司有广州旗舰工厂和湛江生产基地两个乳制品制造工厂。广州旗舰工厂为公司上市募投项目，设计产能 19.8 万吨/年，于 2017 年底建设完成，2018 年陆续投产，2020-2022 年期间不断推进技改与扩建工作提高产能，截至 2023H1，广州旗舰工厂设计产能达到 23.38 万吨。湛江生产基地 2020-2022 年设计产能保持在 5.5 万吨/年，2022 年年报显示湛江生产基地新增在建产能 8300 吨/年，公司结合市场发展趋势进行产能调整，充分保障供应。2023 年防控政策放开后公司立足自身优势，23H1 各类产品产销量均有明显增长；同时旗舰工厂技改升级完成后调整委托加工量，2023H1 花式奶、液体乳类产品委托加工量同比减少超 30%，综合影响下产能利用率得到明显提升，2023H1 旗舰工厂/湛江基地产能利用率分别达到 70.82%/64.78%，预计未来随着市场的进一步扩张，公司产能利用率将持续改善。

图 31：公司设计年产能（吨）

图 32：公司产能利用率变化情况（%）



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

**产能布局区域领先, 长期规划不断跟进。**目前广东主要区域乳企中, 燕塘乳业目前实际产能规模最大, 实际产能近 29 万吨/年; 晨光乳业作为广东省老牌乳企在牛奶与风味乳饮料大类市场中 2023 年市占率仅次于燕塘乳业, 2020 年技改升级前产能已达到 18 万吨, 目前总产能达到 21 万吨左右; 卡士乳业虽成立时间最晚 (1999 年), 但作为中国唯一一家专注于酸奶生产的规模化乳企成功打造了卡士酸奶系列产品, 在酸奶与发酵乳制品大类市场中 2023 年市占率 (0.5%) 仅次于燕塘乳业 (1.0%), 目前三大生产基地, 从现有产能规划上看未来总产能有望达到 23 万吨, 超过晨光乳业; 风行乳业石滩基地一期于 23 年 3 月投产, 进一步扩大常温产品产能 (7 万吨), 目前实际产能 17 万吨左右。

表 5: 广东主要乳企产能分布 (不完全统计)

公司	生产基地分布情况	产能 (万吨/年)	规划总产能
燕塘乳业	广州旗舰工厂	23.38 万吨	29-30 万吨
	湛江生产基地	设计产能 5.5 万吨, 在建产能 0.83 万吨	
晨光乳业	晨光乳业厂	21.45 万吨	21.45 万吨
	谭头分厂	9.24 万吨	
卡士乳业	宝安分厂	大田洋工业区厂区产能 1.8 万吨, 或因实施“旧城改造”面临停工停产等困境; 2021 年新竞得宝安区 1.67 万 m <sup>2</sup> 产业项目用地, 项目规划产能 6 万吨	21.24-23.04 万吨
	苏州分厂	6 万吨	
	广州沙太加工基地	10 万吨	
风行乳业	石滩加工基地	总规划 30 万吨, 一期 7 万吨常温产品已投产, 二期低温与雪糕产线已启动规划建设	17-40 万吨

资料来源: Wind, 各公司公告, 羊城派等, 德邦研究所

**配送端: 冷链建设领先, 直达终端触点。**低温奶保质期短且要求必须全程冷链, 因此对奶源地的距离与运输时间有极高的要求, 低温奶的主要竞争基础在于优质奶源和配套冷链, 为满足市场需求, 公司配备了近两百辆冷藏运输车及超过 200 人的专业配送队伍, 搭建了广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系之一, 可实现工厂到市场无缝对接, 确保了产品质量的稳定, 降低产品质量安全风险; 另外, 公司产品自行配送模式下可直接掌握所有终端销售网络信息, 构建起封闭的渠道管控体系, 同时也直观向消费者传递“新鲜健康”的产品理念。

图 33: 公司自有低温车队

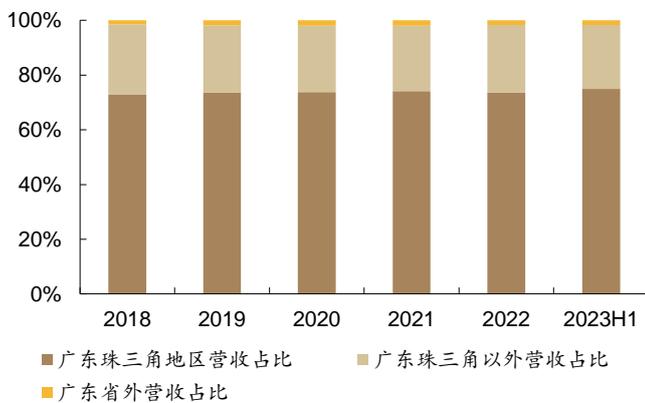


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.1.2. 市场开拓: 基地市场稳中求进, 湾区市场逐步渗透

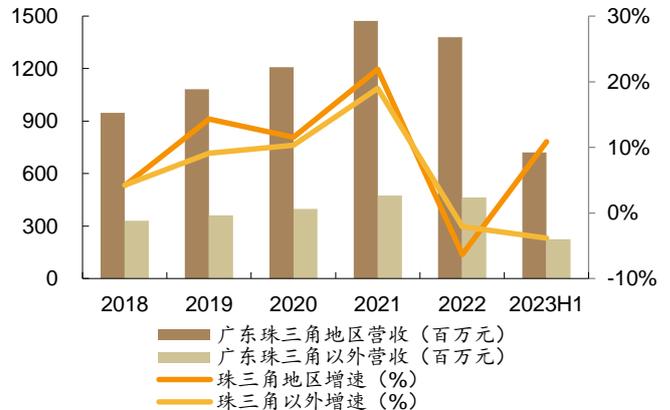
**深耕广东基地市场, 外埠市场稳步拓展。**(1) 广东省内市场: 广东市场贡献了公司绝大部分营收份额, 其中珠三角地区/珠三角以外营业收入从 2018 年 9.47 亿元/3.31 亿元增长至 2022 年 13.79 亿元/4.65 亿元, 2018-2022 年 CAGR 分别达 9.86%/8.81%, 珠三角收入增速更快, 公司基地市场渗透率持续提升。2023 年随着市场环境回暖, 乳制品自身的健康属性带动其消费需求逐步恢复良好, 2023H1 广东省内总营收达 9.46 亿元, 同比增长 6.97%, 其中珠三角地区营收增速超 10%, 基地市场持续巩固并增长。预计未来广东基地市场在公司持续固本强基下市占率仍有提升空间。(2) 广东省外市场: 公司广东省外营收占比长期处于 2% 以下, 2022 年营收仅 0.32 亿元, 体量较小; 但从近年增速来看, 除 2022 年受影响较大外, 省外收入增速长期快于省内收入增速, 且 2017-2022 年 CAGR 达到 20.28%, 公司拓展外埠市场步伐不停。

图 34: 公司分地区营业收入占比 (%)



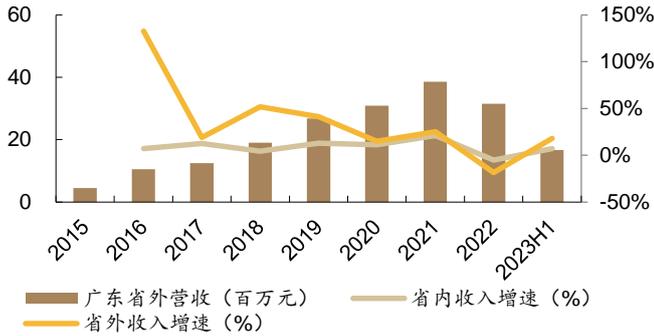
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 35: 公司广东省内营收情况 (百万元, %)



资料来源: 广东统计年鉴, 公司公告, 德邦研究所

图 36：公司广东省外收入增速更快（百万元，%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

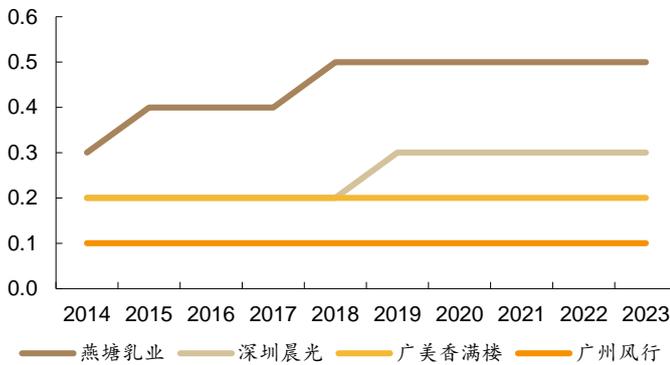
图 37：公司在广东省内的市场市占率变化情况 (%)



资料来源：广东统计年鉴，公司公告，德邦研究所

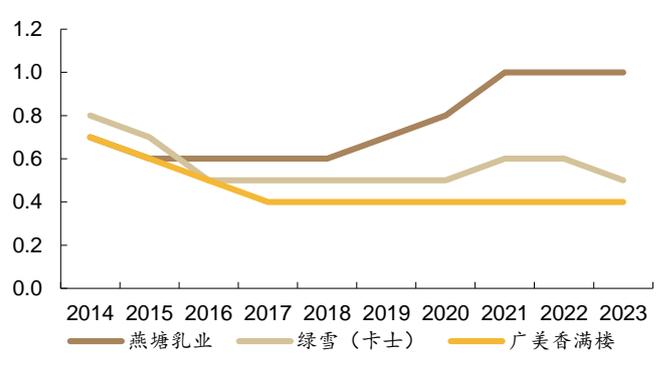
**市占率稳中有升，竞争优势不减。**通过广东省人均奶及奶制品消费量、广东省人口数及公司产品销量数据进行计算，我们预计 2018-2022 年公司在广东省内市占率呈现稳中有升的态势；虽然蒙牛、伊利两大全国性龙头乳企逐渐渗透广东市场且广东本土乳企较多竞争激烈，但我们根据公开数据进行测算，预计公司 2022 年在广东市场市占率仍有提升，竞争优势领先。从欧睿国际数据来看，燕塘乳业在广东本地乳企中市占率领先且保持持续上升趋势，在全国牛奶与风味乳饮料市场中，燕塘市占率从 2014 年的 0.3% 提升至 2023 年的 0.5%；在全国酸奶和发酵乳制品市场中，燕塘为唯一保持市占率上升趋势的广东本地乳企，2023 年市占率达到 1%，为第二名卡士乳业的两倍。

图 38：广东本地乳企在牛奶与风味乳饮料市场市占率变化 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 39：广东本地乳企在酸奶和发酵乳制品市场市占率变化 (%)



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

**优势地区固本强基，聚焦粤港澳大湾区。**公司于 2019 年获得出口食品生产企业备案证明及粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地认定，2019 年产品登陆澳门市场，在内地乳企中率先向澳门地区出口供应鲜奶成品。自广州旗舰工厂产能逐步释放后，公司开始逐步加大对粤港澳大湾区中薄弱地区市场的精耕与横拓力度，打造样板市场并取得了不错的成绩，并在此基础上提出了“聚焦湾区”战略。在澳门市场方面，公司通过引入明星产品领航、丰富产品、增设分销商等方式开拓力度，2022 年公司在澳门地区终端零售点已扩大至 75 家，2023 年成功中标成为澳门幼儿及小学教育阶段“牛奶和豆奶计划”中的唯一牛奶品牌，旗下产品于 2023 年 10 月 10 日正式大规模供应澳门地区学校；同时，公司启动了进军香港市场相关计划，在香港市场进行实地调研以及拜访意向客户，为产品进入香港打下坚实基础。从 2023 年 Q1 的销售数据来看，“聚焦湾区”战略提高了公司的盈利能力，粤港澳大湾区综合经济实力与消费能力较高且保持良好增长，该区域市场的成功打开或将成为燕塘新的利润增长点。

图 40：老广州酸奶输送至澳门地区



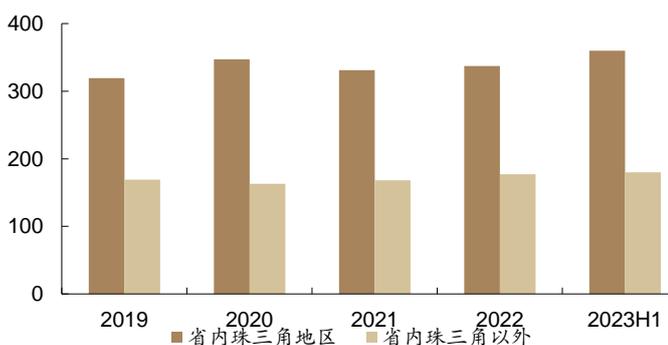
资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

### 3.1.3. 渠道覆盖：周边市场稳步下沉，多元渠道加强建设

公司营销渠道包括经销、商超、机团、专营店、送奶服务部等几乎覆盖全渠道的线下立体化营销网络及线上电商销售模式，形成具有燕塘特色的“联合营销舰队”。公司坚持“精耕”与“开拓”并重，整体分广东省内和省外的渠道布局来看：

**省内精耕细作，多元渠道持续发力。**公司积极推进市场精耕与营销创新，巩固护城河。在经销渠道上：通过滴灌式帮扶、一城一策等措施稳固渠道，推动渠道向三、四线城市下沉；同时运用样板市场经验，结合周边城市实际情况，逐步深耕粤港澳大湾区，并不断加码推动深圳、东莞、珠海等市场，省内经销商数量从 2017 年的 488 家提升到 2023H1 的 540 家，不断提高市场占有率和品牌影响力。在特通与直营渠道方面：公司不断开拓省内多地区校园渠道业务，40 多年来输出过亿份高品质校园奶；持续开发门店专属渠道，2022 年新增直营店、加盟店各 3 家，截至 2023 年 5 月底，公司在广州市拥有 16 家直营门店，直营门店由公司直接运营和管理，专门销售“燕塘”品牌的牛奶产品，通常开设在人流量和消费者密度较高的地段，直面终端，宣传推广品牌形象；同时加强自有封闭渠道建设，整合到户、自售机等直营业务，2021 年送奶到户增长超过 36%，学校机团整体增长超过 43%，公司积极推进全渠道覆盖，不断扩大市场版图。

图 41：公司省内经销商稳步增加（家）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 42：公司专卖店陈列

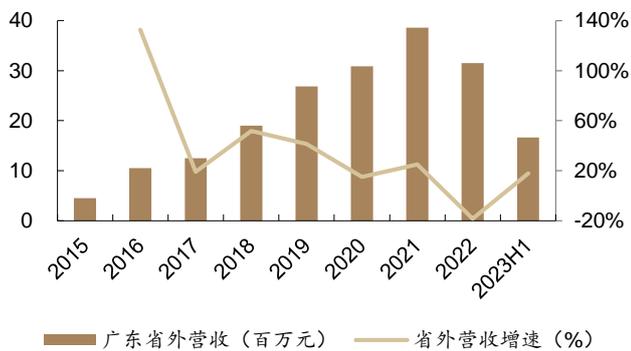


资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

**省外线上先行，新零售渠道助力拓展。**公司通过线上先行模式带动省外市场规模进一步提高，借助新零售渠道包括前置仓、社区团购等方式逐步搭建完善周边省份线下渠道，2022 年新零售业务实现营收 1.29 亿元，同比增长 58.43%，表现亮眼；同时省外市场品牌知名度也在逐步提高，目前公司已在福建、海南、广西、湖南、江西等省份进行铺货销售，2023H1 广东省外营收同比+17.9%至 16.7 亿元，2015-2022 年省外营收 CAGR 达到 32.0%，外阜市场开拓效果较好。从毛利率角度看，公司省外市场主要通过线上与新零售渠道等方式进行扩张，在渠道特性与物流费用的影响下毛利率较省内市场更低，但 2023H1 毛利率同比+3.4pct 达到 21.3%，预计未来在规模效应作用下仍有提升空间。

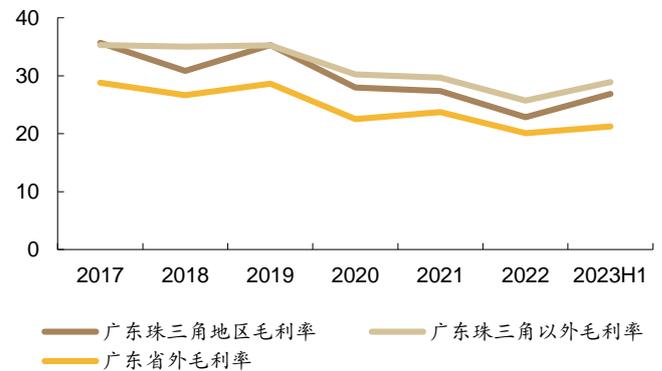
综上所述，公司对优势区域固本强基，不断扩张外阜市场，在“精耕广东、聚焦湾区、覆盖华南、迈向全国”战略指引下，2030 年有望实现 50 亿营收。

图 43：公司广东省外营收和增速情况（百万元，%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 44：公司省外地区毛利率逐步企稳回升 (%)



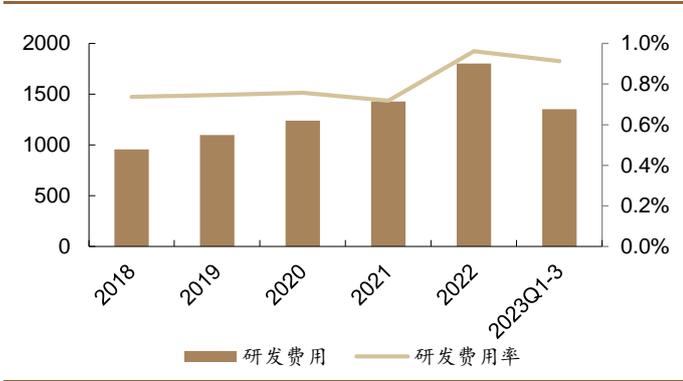
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

### 3.2. 研发能力持续增强，产品矩阵日益完善

#### 3.2.1. 研发能力：科研能力提升，掌握多项核心技术

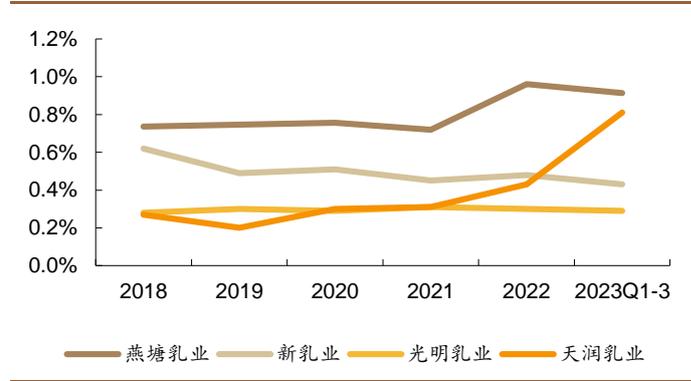
研发投入持续增加，人员结构不断优化。在产品研发上，公司一直秉承“研发一代、储备一代、推出一代”的产品上市原则，根据消费者需求及市场情况，每年均推出全新产品，2018-2022 年研发费用率从 0.74% 提升至 0.96%，2023Q1-3 研发费用同比增长 10.8% 至 1353.2 万元，研发费用率维持在 0.9% 以上；与其他区域乳企对比来看，公司研发费用率长期维持在较高水平，为差异化竞争提供了强有力支撑。同时，公司注重高学历人才的引进培养，截至 2022 年底公司共有 189 名研发人员，其中本硕博研发人员占比从 2020 年的 46.96% 上升至 61.90%。研发投入持续增加与人员结构不断优化为公司技术与产品创新打下坚实基础，支撑产品持续创新迭代，塑造新的市场增长点。

图 45：公司研发费用与研发费用率（万元，%）



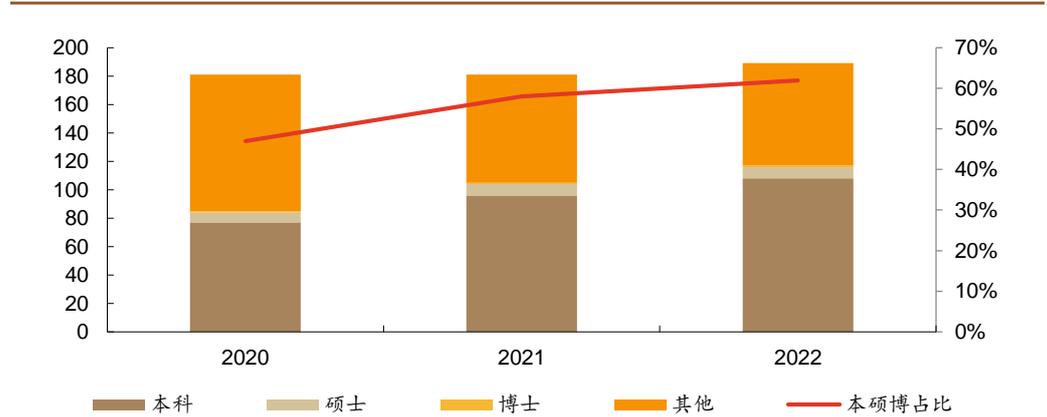
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 46：部分区域乳企研发费用率对比情况（%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 47：公司研发人员构成情况（人，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

坚持“科技兴乳”，自主研发多项核心技术。公司充分利用自有国家乳制品加工技术研发专业中心、博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室和 DHI 实验室等平台优势，积极推进各项科研项目和产品研创，近年来先后获得多项科技创新相关奖项，科创软实力不断提升。未来公司将持续扩大对外产学研合作，为全产业链提供科技支撑；同时依托旗舰工厂的先进生产力，推进科研成果转化，通过品类横纵向开发不断满足消费者多元细分的需求，为市场开拓提供新的增长点。

表 6: 近年来公司获得多项研发相关奖项

时间	项目名称	奖项	颁发单位
2019	蛋白乳浊体系稳定化及高品质乳制品产业化关键技术 在乳品企业中的应用	技术进步特等奖	中国乳制品工业协会、 国际乳品联合会中国国家委员会
2021	全谷物酸牛奶产业化关键技术及功能研究	技术进步二等奖	中国乳制品工业协会、 国际乳品联合会中国国家委员会
2022	产 CLA 益生菌筛选及对奶牛乳品质的影响研究	科学技术奖三等奖	广东省食品行业协会
2022	牛乳中 B-乳球蛋白检测方法的开发	科学技术奖二等奖	广东省食品行业协会
2023	鲜奶布丁及其制备方法关键技术研究	技术进步一等奖	中国乳制品工业协会、 国际乳品联合会中国国家委员会

资料来源: 公司官网, 中国乳制品工业协会等, 德邦研究所

### 3.2.2. 研发思路: 紧抓低温优势, 巩固差异化品类

坚持“差异化、精细化”产品研发策略, 产品风格独具特色。公司借助强大的科研创新能力丰富产品矩阵, 从具体研发策略来看: (1) 推进新鲜战略, 坚持“大健康”概念。低温产品是区域品牌的天然优势, 公司充分运用自身品牌知名度、奶源资源、冷链物流与营销通路等优势发展低温奶业务, 2022 年推出“优鲜计划”大型活动, 并通过线上线下全渠道同步推广, 2023H1 加大力度深耕低温奶业务, 强化“差异化+平价”产品双线并进的推广策略, 促使低温奶销量、销售额同比增长均超过 12%; (2) 前瞻判断潮流风向, 及时与消费热点进行结合。公司 2022 年结合传统文化节日, 推出娟姗鲜牛奶及纯奶礼品装、A2β 酪蛋白纯牛奶礼品装等特色产品; 2023H1 引入零食概念, 推出添加真实黑巧克力和可可粉制成的巧克力鲜奶布丁等产品, “圈粉”零食爱好者群体。(3) 联合渠道推出定制产品, 借力资源提升竞争力。公司联合知名院校、KA 渠道商、新零售渠道推出专属定制产品, 进一步借力联名方资源, 提升产品销量及竞争力, 不断提升客群跨度和消费粘度。

图 48: 公司上新速度逐步加快



资料来源: 公司公告, 公司官网, 广州潮生活等, 德邦研究所  
\*注: 电商平台旗舰店包括天猫旗舰店、京东自营官方旗舰店、抖音官方旗舰店

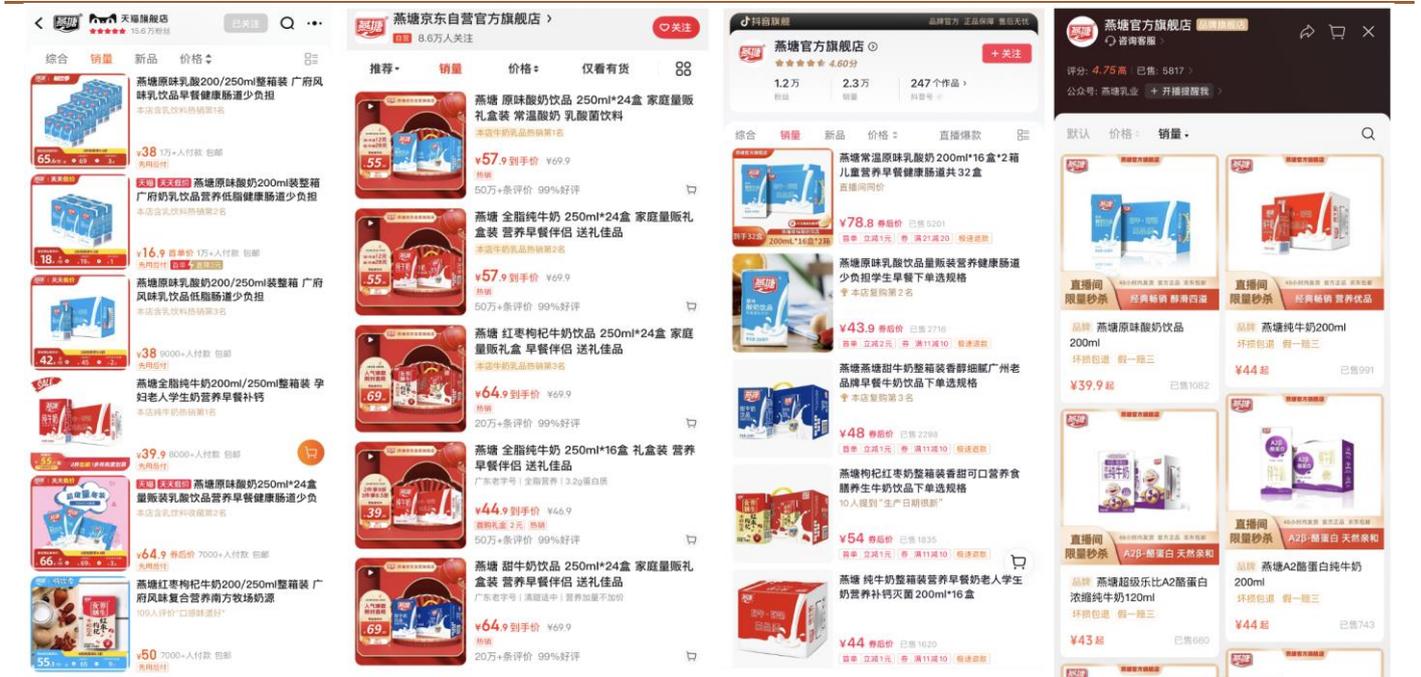
持续推陈出新丰富品类, 巩固优势扩大产品矩阵。公司紧贴消费者对营养健康追求的主题, 创新速度不断加快; 同时新品中低温占比更大, 公司通过持续推出新鲜、健康、时尚的新产品扩大明星产品群, 紧抓区域乳企优势, 打造新利润增

长点。据公司年报显示，2020年推出新广州鲜牛奶等3款产品，2021年推出鲜奶布丁等4款产品，2022年公司紧贴消费者对营养健康追求的主题，推出娟姗鲜牛奶等8款新品，2023H1推出新广州浓缩酸奶、小汽气泡酸奶饮品等9款新品。纵观公司近年来新品推出节奏与旗舰店现有售卖品类来看，公司推新分为对明星产品进行口味创新与品质升级、推出全新产品品类两种，新品类若推出效果较好则会持续进行投入与创新，部分新品也会面临优化淘汰，如2020年推出的岭南真果乐和2021年推出的健菌多等在公司官网、微信官方公众号、以及京东、淘宝、抖音等电商平台旗舰店均已未进行展示与售卖。在这种优胜劣汰的机制下，公司产品创新能力持续提升，差异化品类优势进一步巩固。

### 3.2.3. 产品矩阵：基础产品与创新产品并重，推进明星产品集群建设

爆款产品持续发力，公司基本盘长期稳固。从公司三大产品类别来看，乳酸菌乳饮料类别中的“小蓝盒”原味酸奶饮品得益于口感、味道俱佳以及公司根据市场反响进行的精准营销，2020年250ml原味酸奶饮品作为公司最大单品销售额达3.2亿元，目前在各电商平台旗舰店仍为销量第一的产品；花式奶类别中的养生食膳系列产品为国内首推的差异化产品，2018年红枣枸杞牛奶实现营收1.5+亿元，成为年度第二大单品，同时公司2023H1仍在持续推出不同口味升级版牛奶饮品，不断围绕爆款产品方向深耕；在液态奶品类中，公司初期以常温产品为主，其中纯牛奶凭借稳定安全的奶源基地、放心可靠的产品品质等在广东区域形成了具有客户粘性的消费者基础，长期销量靠前，目前仍在主流电商平台中占据重要地位。产品的成长和培育需要时间，公司在不断推新的同时巩固老品份额，业绩基本盘稳固，展现出良好的经营韧性。

图 49：公司现有产品矩阵（以电商平台旗舰店售卖产品为参考）



资料来源：天猫，京东，抖音，微信公众号，德邦研究所

新品不断补齐矩阵，满足消费者个性化需求。在新品推广上，公司充分利用多年的品牌知名度和影响力，以市场为导向，对新品、次新品及主推品类开展精准营销，继续推进明星爆品策略，带动产品结构持续优化，精准定位消费群体不断满足差异化的消费需求；同时利用新媒体矩阵，以产品带品牌，实施多样化精

准传播,增强销售转化能力并拉动销量。近年来公司推出的新品以低温产品为主,其中2017年推出的“老广州”系列产品不断创新迭代,2020年成为首个销售额破亿元的低温产品;2021年推出的休闲零食“鲜奶布丁”每年均有系列新品上市,深受广大消费者喜爱,明星产品群不断扩展;同时,公司2020年推出新广州鲜牛奶,2022年推出娟珊鲜牛奶和A2β酪蛋白鲜牛奶,公司立足自身发展优势,不断丰富高端低温乳品系列。新产品的推出丰富了公司产品线,不断提升客群跨度和消费粘度,差异化产品品类优势得到进一步巩固。

图 50: 公司现有产品矩阵 (以电商平台旗舰店售卖产品为参考)



资料来源:公司公告,公司官网,公司旗舰店等,德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预计公司在 2023-2025 年分别实现营收 19.87/21.29/23.28 亿元，同比 +5.96%/+7.15%/+9.35%，分业务来看：

(1) 乳酸菌乳饮料：2023H1 乳酸菌乳饮料实现营收 3.84 亿元，同比增长 6.43%，毛利率同比+1.22pct 至 36.55%，我们预计乳酸菌乳饮料作为公司优势特色品类仍将保持快速增长，2023-2025 年分别实现营收 8.01/8.92/10.27 亿元；同时，乳酸菌乳饮料品类受其配料主导的成本结构影响毛利率最高，随着 2023 年原奶价格呈下行趋势，预计盈利能力有望逐步修复，仍为公司重要利润来源。

(2) 花式奶：作为公司上市伊始的核心业务，近年来花式奶收入增速不及其他业务且营收占比逐步下滑，2023H1 花式奶营收同比+5.49%至 1.98 亿元，毛利率同比+2.82pct 至 27.05%，我们预计 2023 年花式奶受益于消费场景修复与需求复苏增速略有加快，2023-2025 年分别实现营收 3.96/4.05/4.13 亿元。

(3) 液体乳：液体乳收入占比仅次于乳酸菌乳饮料，但毛利率相对其他两大业务较低，2023H1 液体乳实现营收 3.73 亿元，同比+6.43%，毛利率同比+4.35pct 至 17.36%，随着 2023 年原奶价格持续呈现下行趋势，预计 2024 年公司仍能享受成本红利。我们预计 2023-2025 年液体乳实现营收分别为 7.56/7.92/8.41 亿元。

表 7：燕塘乳业盈利预测（百万元，%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	1984.75	1875.19	1987.05	2129.13	2328.22
yoy (%)	21.24%	-5.52%	5.96%	7.15%	9.35%
毛利率 (%)	27.84%	23.54%	27.32%	28.00%	28.36%
<b>乳酸菌乳饮料</b>					
营业收入（百万）	759.54	736.97	800.59	891.77	1,027.33
yoy	20.40%	-2.97%	8.63%	11.39%	15.20%
销售量（吨）	93150.25	92343.11	99915.25	110905.92	127320.00
yoy	18.42%	-0.87%	8.20%	11.00%	14.80%
毛利率 (%)	38.99%	34.28%	36.83%	37.24%	37.27%
<b>花式奶</b>					
营业收入（百万）	453.55	385.28	396.25	404.78	413.37
yoy	11.86%	-15.05%	2.85%	2.15%	2.12%
销售量（吨）	49729.31	42554.43	43831.06	44707.68	45601.84
yoy	7.18%	-14.43%	3.00%	2.00%	2.50%
毛利率 (%)	28.00%	23.36%	26.69%	26.73%	26.75%
<b>液体乳</b>					
营业收入（百万）	743.03	723.57	756.43	792.05	840.51
yoy	28.05%	-2.62%	4.54%	4.71%	6.12%
销售量（吨）	72724.76	71744.87	74040.71	77372.54	81860.14
yoy	25.09%	-1.35%	3.20%	4.50%	5.80%
毛利率 (%)	16.43%	12.40%	17.50%	18.24%	18.24%

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.18/1.28/1.46 元，选取同为区域乳企的新乳业、天润乳业、光明乳业和全国性乳企龙头伊利股份作为可比公司，公司做为华南地区领先区域乳企，在区域竞争格局相对趋稳的情况下，我们认为公司通过差异化的产品优势和广东地区深厚的消费者积淀，基本盘有望保持稳健增长；在外埠市场增量贡献方面，随着公司产能扩张落地、大湾区市场有序进入，公司中长期业绩空间有望打开，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002732.SZ	燕塘乳业	24.03	185.21	201.91	229.39	12.97	11.90	10.47
002946.SZ	新乳业	72.98	475.69	632.65	795.90	15.34	11.54	9.17
600419.SH	天润乳业	29.27	196.43	243.68	293.29	14.90	12.01	9.98
600597.SH	光明乳业	115.79	647.75	722.05	847.08	17.88	16.04	13.67
600887.SH	伊利股份	1760.23	10658.07	12148.19	13865.18	16.52	14.49	12.70

资料来源：Wind，德邦研究所

注：当前股价和当前市值均为 2024/02/05 收盘价，新乳业、天润乳业、光明乳业和伊利股份采用万得一致预期

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧：**未来全国一线品牌可能通过收并购、扩产、控制上游原料奶资源等方式进一步提高其在广东市场的品牌知名度和影响力，从而加剧市场竞争，对广东省本土乳制品企业带来较大的市场冲击。如公司未能采取有效措施应对竞争，则有可能导致公司市场竞争力下降，从而带来品牌影响力趋弱、经营业绩下滑的风险。

**原辅材料价格波动风险：**公司主要原辅材料如原料奶、奶粉、白糖等受市场供求、养殖成本、自然因素、国际贸易等因素影响，其价格波动会传导并影响公司盈利空间。若原辅材料价格发生波动风险而公司未能及时做出相应调整，则短期内将对公司经营业绩造成不利影响。

**外埠市场开拓不及预期：**由于乳制品存在品质要求高、保质周期较短的固有产品属性，如销售滞压将造成库存积压并导致产品报损。当公司在进入外埠市场时，随着物流运输半径的拓宽，物流负担的提升，增加了外埠市场货物的合理二次调配的难度，提高了外埠市场开拓的成本，若市场扩张不及预期或对公司业绩造成不利影响。

**新品推广不及预期：**品质高、特色鲜明的乳制品越来越受到消费者的青睐，乳制品消费需求进入稳步上升通道，目前乳制品市场中新品层出不穷，如果本公司未能在竞争中实现产品和技术方面的快速提升，提高市场地位，从长期来看可能会给公司未来的盈利能力和发展潜力带来不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.63	1.18	1.28	1.46
每股净资产	7.94	8.76	9.64	10.58
每股经营现金流	1.21	1.67	1.86	1.83
每股股利	0.20	0.35	0.41	0.51
价值评估(倍)				
P/E	37.71	12.97	11.90	10.47
P/B	2.99	1.74	1.58	1.44
P/S	1.28	1.21	1.13	1.03
EV/EBITDA	16.42	7.78	6.66	5.75
股息率%	0.8%	2.3%	2.7%	3.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.5%	27.3%	28.0%	28.4%
净利润率	5.4%	9.3%	9.5%	9.9%
净资产收益率	8.0%	13.4%	13.3%	13.8%
资产回报率	5.2%	9.3%	9.4%	10.1%
投资回报率	7.1%	11.4%	12.0%	12.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.5%	6.0%	7.2%	9.4%
EBIT 增长率	-38.2%	74.4%	14.2%	11.9%
净利润增长率	-37.0%	86.4%	9.0%	13.6%
偿债能力指标				
资产负债率	32.8%	29.5%	28.1%	25.9%
流动比率	1.0	1.2	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.4
现金比率	0.5	0.6	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	18.8	18.2	17.9	17.6
存货周转天数	41.0	41.0	36.0	35.5
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	2.2	2.3	2.5	2.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	99	185	202	229
少数股东损益	2	-1	-0	1
非现金支出	108	90	88	87
非经营收益	11	-6	9	9
营运资金变动	-31	-5	-5	-38
经营活动现金流	190	263	293	287
资产	-183	-115	-84	-70
投资	-55	-7	-3	-2
其他	1	-3	0	0
投资活动现金流	-236	-125	-86	-71
债权募资	114	-2	-2	-2
股权募资	0	0	0	0
其他	-50	-62	-71	-87
融资活动现金流	65	-64	-73	-89
现金净流量	19	74	134	128

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 5 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,875	1,987	2,129	2,328
营业成本	1,434	1,444	1,533	1,668
毛利率%	23.5%	27.3%	28.0%	28.4%
营业税金及附加	11	13	14	15
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	202	210	224	245
营业费用率%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	105	107	113	123
管理费用率%	5.6%	5.4%	5.3%	5.3%
研发费用	18	19	20	22
研发费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
EBIT	121	210	240	269
财务费用	4	3	2	1
财务费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-2	0	-1	-1
投资收益	1	-3	0	0
营业利润	117	213	230	263
营业外收支	-2	-4	-3	-2
利润总额	115	209	228	260
EBITDA	226	294	324	352
所得税	14	24	26	30
有效所得税率%	11.8%	11.7%	11.6%	11.6%
少数股东损益	2	-1	-0	1
归属母公司所有者净利润	99	185	202	229

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	266	340	474	601
应收账款及应收票据	98	97	106	117
存货	180	148	158	171
其它流动资产	26	26	27	29
流动资产合计	570	611	764	918
长期股权投资	69	76	79	81
固定资产	842	872	860	835
在建工程	14	22	27	29
无形资产	27	26	25	25
非流动资产合计	1,324	1,378	1,377	1,361
资产总计	1,894	1,989	2,141	2,279
短期借款	177	177	177	177
应付票据及应付账款	226	199	210	188
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	157	152	159	170
流动负债合计	561	529	546	536
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	60	58	56	54
非流动负债合计	60	58	56	54
负债总计	621	587	603	590
实收资本	157	157	157	157
普通股股东权益	1,249	1,379	1,516	1,665
少数股东权益	24	23	22	23
负债和所有者权益合计	1,894	1,989	2,141	2,279

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。