

评级：增持 维持评级

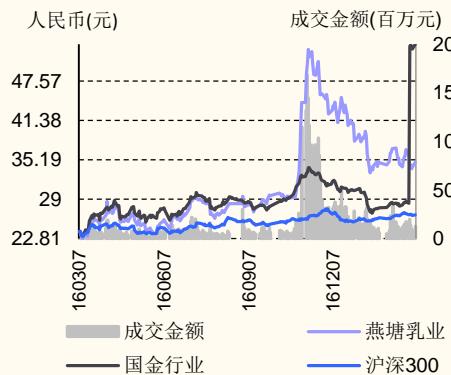
公司研究

市场价格（人民币）：34.78元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	60.71
总市值(百万元)	5,472.63
年内股价最高最低(元)	52.56/22.81
沪深 300 指数	3446.48
深证成指	10522.28



## 公司基本情况(考虑定增)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.610	0.674	0.745	1.022	1.374
每股净资产(元)	4.99	5.42	8.14	8.67	9.73
每股经营性现金流(元)	0.66	0.86	1.30	1.43	1.89
市盈率(倍)	58.64	56.54	48.12	35.09	26.10
行业优化市盈率(倍)	123.42	99.47	96.07	96.07	96.07
净利润增长率(%)	21.50%	10.44%	24.36%	37.15%	34.46%
净资产收益率(%)	12.23%	12.45%	9.15%	11.79%	14.12%
总股本(百万股)	157.35	157.35	177.10	177.10	177.10

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **低温奶、花式奶为主的差异化产品策略：**为有效避免与全国性龙头乳品企业的优势常温产品竞争，燕塘乳业采取了以低温奶为优势产品，并大力发展战略性产品的产品策略。据初步估算，燕塘低温鲜奶广东市场市占率约为25-30%；2015年燕塘产量约为广东省的18%，是广东本土的龙头企业。
- **传统渠道是优势，积极拓展专营店、送奶上门服务：**燕塘乳业在传统渠道上优势明显，既能避免商超激烈的价格战，同时进场费用、维护费用较低，授信周期短，利于公司的财务周转，目前公司在产能有限的情况下把货更多的发给毛利率较高的经销商。未来随着产能的逐年释放，公司有望逐步拓展商超渠道。
- **目前受制于产能瓶颈，渠道、省外市场扩张不足：**受制于现有10万吨产能的限制，燕塘的产能利用率一直接近饱和，在销售旺季，还需OEM（约20%）补足需求。目前公司在产能有限的情况下重点发展专营店和送奶上门等传统渠道，导致现代渠道覆盖率不足，以及省外市场扩张缓慢的情况。
- **2019年预计产能翻倍，将多方面拓展市场：**公司IPO募集建设的日产600吨基地将于今年年底建成并于2019年前后逐步达产。而定增募集建设的日产300吨基地预计将于今年开始建设。2019年，燕塘的产能有望翻倍，随着产能的增加，燕塘也将拓展商超、电商渠道，提升市场占有率，同时进一步开发省外市场。

## 投资建议

- 我们预计2017-2019年收入分别为13.68亿元/18.86亿元/25.12亿元，对应销量分别为15.8万吨/21.0万吨/27.0万吨，由于公司得到高新技术企业认证，我们假设未来对应税率为15%，则净利润分别为1.32亿/1.81亿/2.43亿。若不考虑增发，则2017-2019年EPS分别为0.84元/1.15元/1.55元，若考虑增发，则2017-2019年EPS分别为0.75元/1.02元/1.37元。目前燕塘股价对应增发后2017/18年PE45X/33X，维持“增持”评级。

## 风险

- 定增速度不达预期/新品销售受冲击/拓展市场费用增加

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006  
 yuesimeng@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、差异化产品战略，精耕细作华南市场 .....	3
1.1 广东地区低温奶市占率高 .....	3
1.2 创新不断，推出符合本地消费者差异化产品 .....	5
1.3 加强上游奶源建设，形成低温奶天然进入壁垒 .....	5
二、传统渠道是优势，继续拓展扩展专营店、送奶上门渠道 .....	7
2.1 经销商渠道：主要的收入来源 .....	7
2.2 特色渠道专营店和送奶上门服务 .....	7
三、融资扩产能，有利于多方位拓展渠道 .....	8
3.1 IPO 慕投 .....	8
3.2 -定增项目 .....	9
3.3 未来多渠道、多区域发展 .....	9
3.4 股权结构分析 .....	11
四、财务预测 .....	12

## 图表目录

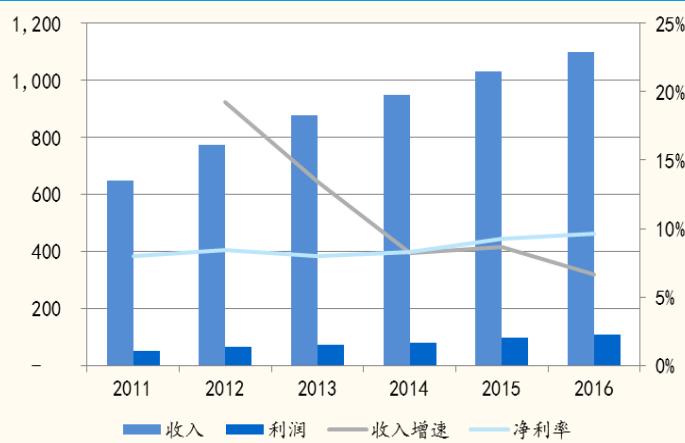
图表 1：公司收入、利润率（人民币百万） .....	3
图表 2：2016 年产品收入占比 .....	3
图表 3：燕塘产量占比约为广东省 18% .....	4
图表 4：广东省区域性乳企比较 .....	4
图表 5：本土奶企中燕塘定位较高端 .....	4
图表 6：公司新品上市时间表 .....	5
图表 7：毛利率敏感性分析 .....	6
图表 8：燕塘毛利相对稳定 .....	7
图表 9：直接材料中原奶、包材占比 .....	7
图表 10：专卖店、送奶服务部数量 .....	7
图表 11：燕塘专营店 .....	8
图表 12：燕塘订奶卡 .....	8
图表 13：公司产品分类数量（万吨） .....	8
图表 14：产能利用率（万吨） .....	8
图表 15：公司在线平台 .....	10
图表 16：公司微信低温奶订购页面 .....	10
图表 17：销售费用率略有上升 .....	10
图表 18：股权结构图 .....	11
图表 19：定增前后持股比例 .....	11
图表 20：高管现仍持有 1.5% 的股权 .....	12
图表 21：公司销售收入预测 .....	12

## 一、差异化产品战略，精耕细作华南市场

燕塘乳业是目前华南地区规模最大的乳制品生产企业之一，农业部广东农垦的直属企业，已有 60 年的历史。目前，公司拥有广州、湛江等现代化生产基地，产能约为 10 万吨，此外，公司拥有阳江红五月牧场、湛江澳新牧场、陆丰新澳牧场等大型自有示范牧场，并与 10 多家规模牧场建立长期战略合作关系，以保证优质的奶源供应。

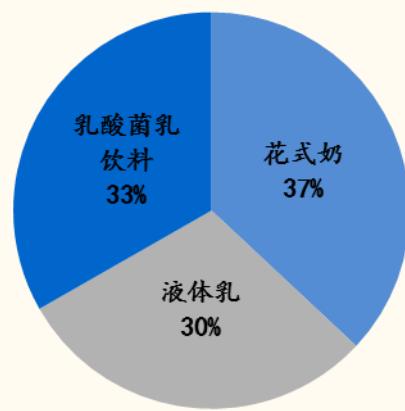
**收入、利润稳定：**在乳制品行业发展较为平稳的大背景下，燕塘乳业的收入、利润保持稳定。2015/16 年分别录得收入 10.3 亿元/11.0 亿元，同比 +8.7%/6.6%，收入 99% 来源于广东省，近两年受益于低位的原奶/奶粉价格和高端产品占比提升，利润率维持在 10% 左右。

图表 1：公司收入、利润率（人民币百万）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：2016 年产品收入占比



来源：Wind, 国金证券研究所

公司现有包括 3 大类 5 大系列 95 个品种产品，其中巴氏奶和养生食膳系列产品为现有优势产品，尤其是红枣枸杞奶饮品深受广东区域消费者喜爱，2011-2013 年此大单品实现收入年平均增长率高达 26.25%，已成为推动公司销售收入增长的主要产品。

### 1.1 广东地区低温奶市占率高

在广东市场，龙头伊利、蒙牛依然是常温奶的销售霸主，由于华南地区奶源不及北方丰富，本地牧场资源有限，大多被本土企业所有，为有效避免与全国性龙头乳品企业的优势产品激烈竞争，燕塘乳业采取了以低温奶作为传统优势产品，并大力发展特色产品养生食膳奶，同时兼营其他特色含乳饮料的协调发展产品策略。

**市场份额：**按照商超销售额来看，根据中国乳业统计摘要统计数据及发行人液体乳销量计算，公司约占 2013 年广东省液体乳市场份额的 5.68%，据初步估算，燕塘低温鲜奶广东市场市占率约为 25-30%；若按广东省整体液态乳的产量看，2015 年燕塘产量约为广东省的 18%。

**区域竞争者：**广东地区主要区域乳企有燕塘乳业，广州风行牛奶，广美香满楼，深圳晨光乳业和绿雪生物，目前燕塘的产量和产值最高。

图表 3: 燕塘产量占比约为广东省 18%



来源: 奶业年鉴, 国金证券研究所

图表 4: 广东省区域性乳企比较

地区	企业名称	公司简介	产品特征
广州市	燕塘乳业	集种植、牧场、研发、加工、销售于一体。三家自有牧场，供给 25% 的奶源。2015 年产量 12 万吨，销售额 10 亿元。	低温奶、常温奶等 90 多种产品品类。特色是养生膳食花式奶系列。
广州市	广州风行	广东省首家牧工一体化，三个奶源基地，2015 年存栏牛 8,000 头，原奶 3 万吨，加工基地产能 10 万吨。2014 年销售额约为 4 亿人民币，省内 600 多家专卖店。	主打专卖店模式，70 多种产品品类。特色是甜品系列和炼乳产品。
广州市	广美香满楼	港资公司，隶属于广美香满楼畜牧。1998 年市占率曾占 50%，老字号，群众基础牢固。	有“香满楼”和“鲜健”两个品牌以满足不同客户要求。产品只在广州和珠江三角洲销售，保证新鲜度。
深圳市	晨光牛奶	总部在深圳，年产量 10 万吨左右，在香港有较高的市占率。	有茶饮品类（如柠檬茶）。
深圳市	绿雪生物工程	集研发、生产、销售、冷链物流于一体，只做高端发酵乳。无自有牧场。	活均奶、佐餐奶、木瓜奶、原态酪乳等 11 种发酵乳产品。

来源: 公司网站, 网上资料, 国金证券研究所

图表 5: 本土奶企中燕塘定位较高端

品牌	类型	品名	规格 (ml)	价格 (元)	每 100ml 价格
燕塘	常温鲜奶	纯牛奶 早餐奶 全脂纯牛奶	200ml*12 盒*2 箱	72	1.50
			250ml*16 盒	58	1.45
	常温酸奶	原味常温酸牛奶	200ml*12 盒*2 箱	72	1.50
			250ml*12 盒	45	1.50
	低温鲜奶	瓶装纯鲜牛奶	210	4.5	2.14
		屋型纯鲜奶	236	4.5	1.91
风行	低温酸奶	大口瓶老广州酸奶	200g	4.8	2.64
		屋型 大麦橙谷物酸奶	220	5	2.27
	常温鲜奶	礼盒纯牛奶	200ml*12 盒*4 箱	109	1.14
	常温酸奶	礼品装酸味牛奶	200ML*12 盒	34	1.42
	低温鲜奶	236ml 屋型鲜牛奶	236ml	4.6	1.95
		210ml 瓶装鲜牛奶	210ml	4.3	2.05

		195mL 袋鲜牛奶	195mL	3.2	1.64
香满楼	常温鲜奶	纯牛奶 早餐奶全脂纯牛奶	250ml*16 盒	59	1.48
	常温酸奶	原味酸牛奶	2kg	28	1.54

来源：天猫旗舰店，公司网站，国金证券研究所

### 1.2 创新不断，推出符合本地消费者差异化产品

公司一直秉持着“研发一代、储备一代、推出一代”的准则，往更加新鲜、高端化、产品细分、本土化方向来走。燕塘乳业在 2005 年推出“养生食膳”花式奶系列，即“优质果汁+新鲜牛奶”，来迎合广东市场消费者养生的需求，花式奶特别是红枣枸杞牛奶饮品成为燕塘乳业的明星大单品。2016H1 花式奶的销售收入占比 37%，远高于液体乳和乳酸菌饮料的占比，是名副其实的主打产品。

图表 6：公司新品上市时间表

时间	产品名称	规格	产品特点
2016	优仕曼活菌酸奶	236ml	源自燕塘自有生态牧场
	岁月臻典老广州酸奶	200g	“老广州味道”，传统酸奶工艺发酵，含有四种活性益生菌群
	岁月臻典希腊风味酸酪乳	100g	蛋白质≥3.4%，比普通酸奶高 30%，添加双歧杆菌，
	味嚼蓝莓燕麦谷物酸奶	200g	“可以咀嚼的酸奶”
	益生君低脂无糖发酵乳	180g	生牛乳含量超 80%，添加水解胶原蛋白粉
2015	味嚼青稞、大麦谷物酸奶	200g	“可以咀嚼的酸奶”，独有的粗粮型颗粒
	泡泡果酸奶饮品	220ml	国内首创在酸奶中添加泡泡果
	山楂酸奶饮品	180ml	添加山楂果汁双歧因子低聚果糖 (FOS)
	健菌多乳酸菌饮料	360ml	零脂肪，每 100ml 含 300 亿个活性益生菌，72 小时长效发酵
2014	冰糖雪梨酸奶饮品	200ml	添加冰糖、雪梨汁以及低聚果糖
	香蕉牛奶饮品	200ml	添加香蕉浆及低聚果糖
	优裔纯牛奶、裔智奶	250ml	高端奶，来自燕塘红五月奶牛场，乳脂 4.5%、蛋白质含量 3.3%
	红枣风味发酵乳	200g	添加红枣浆、双歧杆菌低聚果糖，含 100 亿个活性乳酸菌
	麦香早餐奶	210ml	添加麦精，适合早餐饮用
2013	五谷牛奶饮品	250ml	“五谷养生”概念，添加五种谷物粉、益生元、双歧因子低聚果糖

来源：公司网站，国金证券研究所

2016 年是燕塘成立 60 周年，燕塘乳业在新品研发上更是全力爆发。除了进一步丰富“味嚼”系列的蓝莓燕麦谷物酸奶外，还推出了“岁月臻典”系列--老广州酸奶和希腊风味酸酪乳，以及“益生君”系列产品。我们认为在竞争激烈的广东市场，老牌乳企在继续坚持产品品质的同时，需要不断的推陈出新，才能在众多的竞争者中获得更多的关注，保持市场份额的稳定，并在消费者的转换消费中获得增量。

### 1.3 加强上游奶源建设，形成低温奶天然进入壁垒

公司所在地华南地区由于气候原因，历史上奶牛的产量较低且牧场较少，燕塘乳业目前原料奶来源于自有奶源基地和战略合作奶源基地，未来还将参股牧场保持原料奶的质量和供应。

#### ■ 自有牧场：引进奶牛保证新增产能自有奶源供给率

目前公司共有三座自有牧场完全投产，2014 上半年产奶量约占总需求量的 25%，预计 14 年自有牧场原料奶供应量超 12,000 吨。公司新设立的新澳养殖，目前正在积极开展建设工作，设计存栏量为 5,000 头。按照未来新增 5000 头存栏、50% 的成母牛比例，牛均产 8 吨来算，未来新增原料奶供应量约增加 2 万吨。2019 年新建产能投产后预计总乳制品产量可达 27 万吨，若假设产品结构不变，预计所需原奶量约为 12-14 万吨，公司自有奶源比例预计可保持 25% 不变。

公司还将通过参股或其他方式增加 2 个大型合作牧场，合作牧场奶牛存栏规模将达到 0.5 万头以上，项目达产后有望为公司提供超过 1 万吨/年的原料奶供应量。

#### ■ 合作牧场：“公司+牧场”合作模式，加强利益共享模式

目前，乳制品加工企业较为普遍采用的供应模式为北方的“公司+奶站（基地）+农户”，该模式下中间环节多，产奶季节的波动性大和乳企大量收奶对原料奶质量的忽视时有发生。而广东省采取“公司+牧场”的牧场合作模式，供给合同一年一签，减少中间流通环节，加强上下游的联动性和稳固利益共享机制。牧场将原料奶直接供应给本公司，无需为奶牛产奶量的季节性波动担忧销路，也不必担心乳企的恶性竞争而受到利益损害，能更专心地投入到牧场规模化养殖及提高奶源质量上来。

燕塘现有 10 多个大型合作规模牧场（部分在天津），奶牛存栏超 2 万头，2014 年供给大约 3 万吨的原奶。未来燕塘将为合作牧场提供技术和资金支持，以提高养殖规模和牛单产，预计可供给 5.5 万吨以上的原料奶，约占未来扩产后奶源供给的 44% 左右。

#### ■ 部分奶源来于天津，占比较大

公司原合作牧场主要集中在广东省及周边南方省份，通常南方牧场夏季产奶量少，而冬天产奶量大，会出现夏季时部分液体乳产能不足的情况。而天津属于我国北方产区，该地区产奶高峰期与南方牧场产奶高峰期形成互补，公司与天津牧场建立合作关系后，将使公司原料奶需求得到均衡供应，2014 年上半年来自于天津牧场的原料奶占当期公司原料奶采购总额的 12.94%。从天津牧场运输原料奶到公司距离约为 2000 公里，路上运输时间约 30 小时，考虑到冷链运输成本，天津的原料奶价格与华南地区的价格基本接近。

#### ■ 收奶价格基本稳定

由于公司和上游牧场采取供给合同一年一签的形式，奶价基本稳定在 5 元/kg 以上，2013 年的最高点与相对的低点波动幅度约为 7-8% 左右，而从天津运输过来的原料奶由于也采取一年一签，不能及时反映年中奶价波动，加上运输成本后，和华南地区的收奶价格相当。所以公司毛利率的提升主要来源于售价的提高，受原料奶价格的波动影响较小。

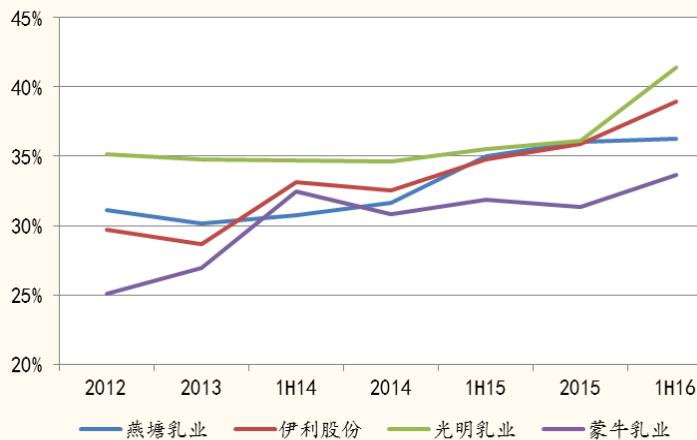
**图表 7：毛利率敏感性分析**

		2011	2012	2013	14H1
销售价格变动	10%	43.22%	45.51%	44.41%	45.32%
	5%	36.01%	38.19%	37.14%	38.01%
	-5%	23.08%	25.05%	24.10%	24.89%
	-10%	17.36%	19.23%	18.33%	19.08%
原料奶及奶粉价格变动	10%	25.66%	27.96%	26.77%	27.44%
	5%	27.48%	29.66%	28.57%	29.32%
	-5%	31.11%	33.07%	32.17%	33.09%
	-10%	32.92%	34.78%	33.97%	34.97%

来源：招股说明书，国金证券研究所

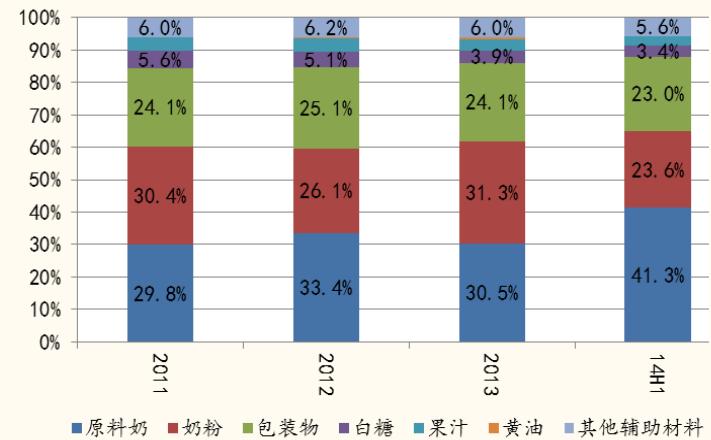
**终端提价：**公司自 2 月 1 日起已对旗下 30% 的产品进行调价，涵盖纯牛奶、高钙奶、酸奶和礼品装红枣枸杞奶等 10 多款产品，调价幅度 2%-3%，考虑到华南地区收奶价格长期高位，我们认为提价的主要原因主要是由于包装辅材（利乐包、康美包等）、运输费用的增长。

图表 8：燕塘毛利相对稳定



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 9：直接材料中原奶、包材占比



来源：Wind, 国金证券研究所

## 二、传统渠道是优势，继续拓展扩展专营店、送奶上门渠道

燕塘乳业在传统渠道上优势明显，品牌形象在广东地区深入人心，公司的优势渠道在于传统专营店、送奶渠道，既能避免商超激烈的价格战，同时进场费用、维护费用较低，授信周期短，利于公司的财务周转，目前公司在产能有限的情况下把货更多的发给毛利率较高的经销商。未来随着产能的逐年释放，公司会逐步拓展商超渠道。

### 2.1 经销商渠道：主要的收入来源

燕塘主要采用经销为主、直销为辅的销售模式。公司销售渠道包括五大销售通路：经销、商超、机团、送奶服务部、专营店，其中经销商渠道占比较高，>80%的收入来源于此，未来依然会是主要的渠道收入来源。

### 2.2 特色渠道专营店和送奶上门服务

图表 10：专营店、送奶服务部数量

地区	专营店		送奶服务部	
	原有	新增	原有	新增
广州市	232	200	71	50
揭阳市	75	10	-	-
汕头市	37	15	6	-
茂名市	35	10	-	-
佛山市	33	30	-	-
湛江市	30	20	-	-
广东其他地区	107	245	-	-
广东周边省区	7	20	-	-
合计	556	550	77	50

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 专营店渠道是南方最近盛行的新型渠道模式，为客户提供一站式的燕塘产品全覆盖的体验，由于专营店一般靠近居民区，网点较多，有利于企业形象推广和产品优势的宣传。燕塘乳业近年来加大了专营店渠道的发展力度，销售收入占比三年间基本翻倍，复合增速接近 25%。据 IPO 招股书披露，IPO 募集的资金除了建设日产 600 吨的生产基地外，还将在广东及周边省区新增 550 间专营店，预计于 2018 年建设完成。

**图表 11: 燕塘专营店**


来源: 大众点评, 国金证券研究所

**图表 12: 燕塘订奶卡**


来源: 大众点评, 国金证券研究所

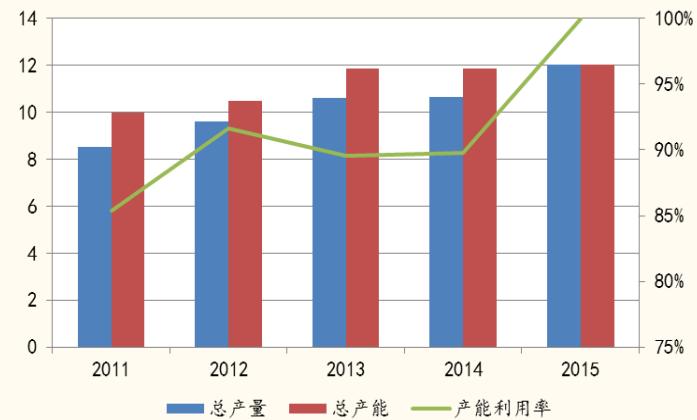
- 送奶服务是乳制品特别是区域巴氏乳企的传统渠道, 具有较高的壁垒性, 客户群较为固定, 是稳定的收入来源。目前燕塘乳业的送奶服务部数目较为稳定, 保持在 77 家, 最近随着专营店渠道的开启, 部分订奶客户转至专卖店购买, 收入占比有所下降。

### 三、融资扩产能, 有利于多方位拓展渠道

受制于产能的限制, 燕塘的产能利用率一直接近饱和, 在销售旺季, 还需一部分 OEM 补足生产需求。也由于产能的限制, 而未能更好的开拓现代渠道 (商超、电商等) 以及省外渠道。

**图表 13: 公司产品分类数量 (万吨)**


来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 14: 产能利用率 (万吨)**


来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 3.1 IPO 募投

燕塘乳业 2014 年 12 月公开发行 3,935 万股, 募集资金净额为 3.45 亿元, 将投资于 (1) “日产 600 吨乳品生产基地工程”: 2019 年预计建成后, 总产能可达 19.8 万吨, 其中预计液态乳 10.89 万吨/年, 花式奶 5.35 万吨/年, 乳酸菌乳饮料 3.56 万吨/年, 具体产能可根据市场需求灵活调节, 各个产品生产线转化便捷。公司现有产能 10 万吨, 剩余由 2 万吨产量由 OEM 补充; 和 (2) “营销网络建设项目”: 用来建设专营店和送奶服务部, 在广东地区及周边省份原有 556 间专营店的基础上新增 550 家专营店, 在原有 77 间送奶服务部的基础上新增 50 间。

### 3.2 定增项目

2017 年年初，公司发布公告拟公开发行不超过 1,975 万股（占现有股本的 11.15%），募集不超过 4.87 亿元，用于“湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程”、“OAO 电商平台建设项目”和“广东省乳业工程技术研究中心建设项目”三个项目。此湛江二期扩建工程预计总投资 3.9 亿元，预计 2019 年完全达产后，新增产能约为 9 万吨。

IPO 开发的湛江新厂区是 2015 年 10 月份开始建设，预计今年开始打产，定增湛江二期工程还在报批过程中，预计 2019 年前后也会达产。我们按照投产期第 1 年（2017 年）达产率为 50%，投产期第 2 年（2018 年）达产率为 80%，投产期第 3 年（2019 年）以后达产率为 100% 计算，预计 2017-2019 年总产能为 21.4 万吨/27.0 万吨/30.8 万吨。假设新增总产能利用率 2017-2019 年分别为 40%/60%/80%，则产量有望分别达到 15.8 万吨/21.0 万吨/27.0 万吨。

图表 21：未来产能预估（吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>销量（吨）</b>								
花式奶	37,327	43,107	43,602	48,160	49,993	58,312	75,686	94,640
液体乳	32,067	32,053	32,968	36,120	39,738	53,584	75,686	102,752
乳酸菌乳饮料	26,394	30,109	30,841	36,120	38,456	45,704	58,867	73,008
<b>总销量（吨）</b>	<b>95,789</b>	<b>105,269</b>	<b>106,347</b>	<b>120,401</b>	<b>128,188</b>	<b>157,600</b>	<b>210,240</b>	<b>270,400</b>
总产能（吨）	105,000	118,500	118,500	120,000	120,000	214,000	270,400	308,000
累计新增产能（吨）						94,000	150,400	188,000
新增产能利用率						40.0%	60.0%	80.0%
总产能利用率	91.2%	88.8%	89.7%	100.3%	105.0%	73.6%	77.8%	87.8%
<b>销量占比</b>								
花式奶	39%	41%	41%	40%	39%	37%	36%	35%
液体乳	33%	30%	31%	30%	31%	34%	36%	38%
乳酸菌乳饮料	28%	29%	29%	30%	30%	29%	28%	27%

注释：1. 总产能包括部分外包产能，公司现有产能约为 10 万吨；2. 新增产能假设继续使用 2 万吨 OEM；3. 新增产能利用率为总共累计新增产能利用率。  
来源：国金证券研究所

### 3.3 未来多渠道、多区域发展

产能瓶颈一直是困扰燕塘的问题，受制于产能的困扰，未能充分的发展现代渠道以及扩张省外市场。在产能到位后，燕塘将有能力多渠道、多区域发展。

#### ■ 拓展电商、商超渠道

**电商：**公司定增中将有 1.45 亿元用于“OAO 电商平台建设项目”建设，公司通过电商平台，将延伸现有客群覆盖面，同时发挥线上线下资源协同效应。不仅为传统线下渠道提供客源补充，摊薄周期性销售下行阶段线下渠道的运营成本；而且利用线下渠道的以及送奶到户服务，为网购习惯客群提供全新的品牌消费体验。

和一般的电商平台不同，燕塘所特有的是它的线下渠道。燕塘目前拥有上千家专营店，及覆盖面广的送奶上门站点，将保证产品的及时快速送达，这就决定了未来燕塘电商的产品优势将在低温产品。

图表 15：公司在线平台



来源：公司网站，国金证券研究所

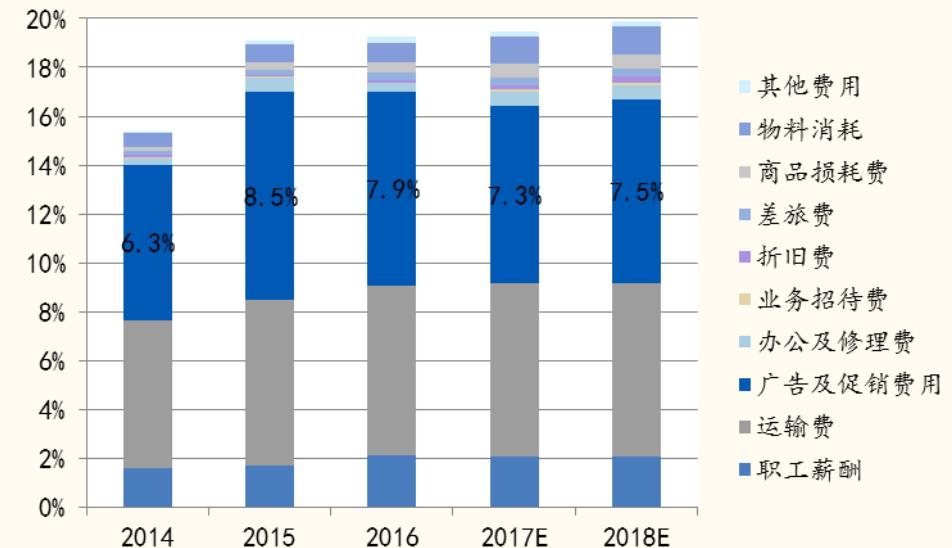
图表 16：公司微信低温奶订购页面



来源：公司网站，国金证券研究所

**商超：**燕塘先前由于产能限制，将产品优先发给维护费用低，授信周期短的经销商，未来产能扩大后，将会加强对于现代渠道的建设，同时不可避免的带来入场费、堆头费以及维护费用的上升。我们预计未来燕塘若要打开现代渠道，拓展省外市场，销售费用会稍有提升，作为前期拓展市场的费用。

图表 17：销售费用率略有上升



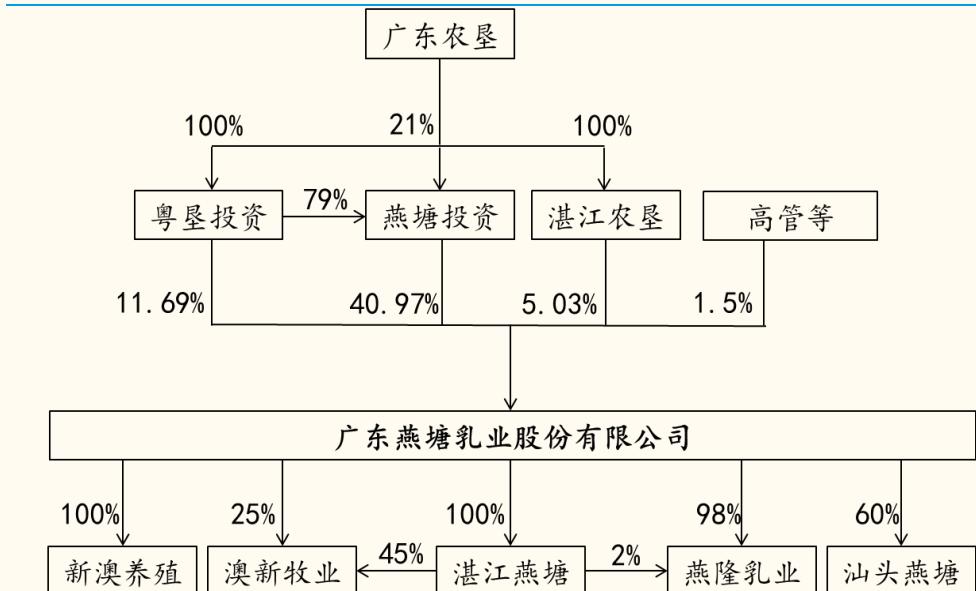
来源：Wind, 国金证券研究所

■ **省外区域发展：**由于华南市场的气候原因，一直以来，区域乳企由于产能、原奶供给的限制，很多市场并未覆盖，特别是低温鲜奶产品，鲜有当地乳企供给，未来燕塘将逐步扩张广西、福建及海南等省外市场，进一步夯实华南地区的市场地位。

### 3.4 股权结构分析

广东农垦通过粤垦投资、燕塘投资和湛江农垦控制燕塘乳业 57.69%股权。广东农垦为农业部直属的全民所有制企业，是农业部两大直属农垦企业之一。公司上市时中科白云、长金投资、中远轻工、中科招商及公司管理层持有的合计 2,328 万股限售股（当时占公司总股份的 14.8%）于 2015 年 12 月解禁上市。目前广东中科招商已经减持完毕，中科白云的持股数量不足总股本的 1%。

图表 18：股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

2017 年 1 月底，燕塘乳业修改定增方案，向 6 名特定投资者非公开发行股票数量不超过 1,975 万股，募集资金总额不超过 4.87 亿元。发行价格为 24.68 元/股，锁定期 36 个月。所有发行对象均以现金方式认购本次非公开发行的股票。本次发行对象中，粤垦投资和湛江农垦为公司关联方，长城国融、现代种业为国资背景，共同认购 71.2% 的定增股份，剩余由温氏股份和沈汉标（好莱客董事长）认购。

图表 19：定增前后持股比例

	定增前		定增后	
	持股数 (万)	持股比例	持股数 (万)	持股比例
<b>实际控制人</b>	<b>9,078</b>	<b>57.7%</b>	<b>9,514</b>	<b>53.7%</b>
燕塘投资	6,447	41.0%	6,447	36.4%
粤垦投资	1,840	11.7%	2,154	12.2%
湛江农垦	792	5.0%	913	5.2%
<b>募集新增投资人</b>				
长城国融			729	4.1%
温氏投资			405	2.3%
现代种业			243	1.4%
沈汉标			162	0.9%
<b>流通股总计</b>	<b>6,071</b>	<b>38.6%</b>	<b>6,071</b>	<b>34.3%</b>
<b>总股本</b>	<b>15,735</b>	<b>100%</b>	<b>17,710</b>	<b>100.0%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

此次修改的定增方案和 2016 年 8 月份的相比，取消了员工持股计划，按照本次非公开发行股票数量上限 19,752,817 股测算，本次发行完成后，公司总股本将增加至 17,710 万股，其中，燕塘投资持有本公司 36.4% 的股份，广东农垦通过燕塘投资、粤垦投资及湛江农垦间接控制公司 53.7% 的股份。增发完成后，广东农垦仍为公司实际控制人。

图表 20：高管现仍持有 1.5% 的股权

	持股数 (万)	持股比例
黄宣	48.88	0.3%
谢立民	48.82	0.3%
冯立科	23.16	0.1%
李春锋	12.86	0.1%
吴乘云	27.00	0.2%
刘世坤	36.02	0.2%
余保宁	23.01	0.1%
其他高管	22.96	0.3%
<b>高管小计</b>	<b>236.96</b>	<b>1.5%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、财务预测

我们预计 2017-2019 年收入分别为 13.68 亿元/18.86 亿元/25.12 亿元，对应销量分别为 15.8 万吨/21.0 万吨/27.0 万吨，由于公司得到高新技术企业认证，我们假设未来对应税率为 15%，则净利润分别为 1.32 亿/1.81 亿/2.43 亿。若不考虑增发，则 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84 元/1.15 元/1.55 元，若考虑增发，则 2017-2019 年 EPS 分别为 0.75 元/1.02 元/1.37 元。目前燕塘股价对应增发后 2017/18 年 PE 45X/33X，维持“增持”评级。

图表 21：公司销售收入预测

人民币百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>649</b>	<b>774</b>	<b>878</b>	<b>950</b>	<b>1,032</b>	<b>1,101</b>	<b>1,368</b>	<b>1,886</b>	<b>2,512</b>
主营业务收入	643	767	872	942	1,023	1,085	1,359	1,877	2,502
花式奶	252	306	362	373	393	401	491	669	878
液体乳	248	267	280	299	305	323	457	678	966
乳酸菌乳饮料	143	194	230	269	325	361	411	530	657
<b>毛利率</b>	<b>29.10%</b>	<b>31.10%</b>	<b>30.20%</b>	<b>31.60%</b>	<b>36.00%</b>	<b>37.07%</b>	<b>36.55%</b>	<b>36.81%</b>	<b>37.20%</b>
花式奶	29.30%	32.50%	29.50%	29.70%	36.20%	37.55%	36.80%	37.50%	38.00%
液体乳	23.90%	22.90%	22.00%	26.40%	26.50%	28.91%	29.40%	30.40%	31.80%
乳酸菌乳饮料	38.60%	41.20%	41.90%	41.00%	46.90%	44.30%	44.00%	44.00%	44.00%
<b>销量(吨)</b>	<b>84,974</b>	<b>95,789</b>	<b>105,269</b>	<b>106,347</b>	<b>120,401</b>	<b>128,188</b>	<b>157,600</b>	<b>210,240</b>	<b>270,400</b>
花式奶	32,097	37,327	43,107	42,539	48,160	49,993	58,312	75,686	94,640
液体乳	32,075	32,067	32,053	31,904	33,712	39,738	53,584	75,686	102,752
乳酸菌乳饮料	20,802	26,394	30,109	31,904	38,528	38,456	45,704	58,867	73,008
<b>销售单价(元/kg)</b>	<b>7.57</b>	<b>8.01</b>	<b>8.28</b>	<b>8.86</b>	<b>8.50</b>	<b>8.47</b>	<b>8.62</b>	<b>8.93</b>	<b>9.25</b>
花式奶	7.86	8.19	8.40	8.56	8.15	8.02	8.42	8.84	9.28
液体乳	7.72	8.34	8.74	9.08	8.45	8.12	8.53	8.96	9.40
乳酸菌乳饮料	6.88	7.36	7.63	8.73	9.01	9.38	9.00	9.00	9.00

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要（考虑定增）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>950</b>	<b>1,032</b>	<b>1,101</b>	<b>1,368</b>	<b>1,886</b>	<b>2,512</b>							
增长率	8.7%	6.6%	24.3%	37.8%	33.2%		货币资金	489	135	251	628	717	807
主营业务成本	-649	-661	-693	-868	-1,191	-1,577	应收账款	15	35	48	53	68	84
%销售收入	68.4%	64.0%	62.9%	63.4%	63.2%	62.8%	存货	58	64	73	86	118	156
<b>毛利</b>	<b>300</b>	<b>372</b>	<b>408</b>	<b>500</b>	<b>694</b>	<b>934</b>	其他流动资产	17	235	81	160	62	79
%销售收入	31.6%	36.0%	37.1%	36.6%	36.8%	37.2%	<b>流动资产</b>	579	469	453	927	964	1,125
营业税金及附加	-6	-8	-10	-13	-18	-24	%总资产	60.2%	45.5%	39.3%	53.1%	49.5%	49.8%
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	0	60	60	60	60	60
营业费用	-146	-197	-212	-265	-370	-497	固定资产	332	419	527	640	795	940
%销售收入	15.4%	19.1%	19.3%	19.4%	19.6%	19.8%	%总资产	34.6%	40.7%	45.7%	36.7%	40.9%	41.6%
管理费用	-45	-52	-59	-73	-100	-133	无形资产	33	32	31	40	49	58
%销售收入	4.7%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	非流动资产	382	561	699	818	982	1,136
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>127</b>	<b>149</b>	<b>207</b>	<b>280</b>	%总资产	39.8%	54.5%	60.7%	46.9%	50.5%	50.2%
%销售收入	10.9%	11.1%	11.5%	10.9%	11.0%	11.1%	<b>资产总计</b>	<b>961</b>	<b>1,030</b>	<b>1,152</b>	<b>1,746</b>	<b>1,946</b>	<b>2,261</b>
财务费用	-2	4	1	0	0	0	短期借款	65	70	70	0	0	0
%销售收入	0.2%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	应付款项	118	127	182	221	304	405
资产减值损失	0	-2	-2	0	0	0	其他流动负债	31	22	24	60	83	110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	214	219	276	281	387	515
投资收益	0	6	3	4	4	4	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	4.9%	2.5%	2.6%	1.9%	1.4%	其他长期负债	7	8	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>123</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>211</b>	<b>284</b>	<b>负债总计</b>	<b>221</b>	<b>226</b>	<b>285</b>	<b>290</b>	<b>396</b>	<b>525</b>
营业利润率	10.7%	11.9%	11.7%	11.2%	11.2%	11.3%	<b>普通股股东权益</b>	721	785	852	1,441	1,535	1,723
营业外收支	-1	-1	2	2	2	2	少数股东权益	19	18	15	15	14	14
<b>税前利润</b>	<b>100</b>	<b>122</b>	<b>130</b>	<b>155</b>	<b>213</b>	<b>286</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>961</b>	<b>1,030</b>	<b>1,152</b>	<b>1,746</b>	<b>1,946</b>	<b>2,261</b>
利润率	10.6%	11.8%	11.8%	11.3%	11.3%	11.4%	<b>比率分析</b>						
所得税	-21	-26	-24	-23	-32	-43							
所得税率	21.4%	21.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	79	96	106	132	181	243	每股收益	0.502	0.610	0.674	0.745	1.022	1.374
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.581	4.992	5.416	8.137	8.669	9.727
非现金支出	27	33	36	37	46	56	每股经营现金净流	0.646	0.658	0.860	1.299	1.429	1.885
非经营收益	5	5	6	-2	-6	-6	每股股利	0.000	0.200	0.150	0.171	0.235	0.316
营运资金变动	-9	-30	-12	64	32	41	<b>回报率</b>						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>135</b>	<b>230</b>	<b>253</b>	<b>334</b>	净资产收益率	10.97%	12.23%	12.45%	9.15%	11.79%	14.12%
资本开支	-75	-159	-192	-158	-208	-208	总资产收益率	8.23%	9.33%	9.21%	7.56%	9.30%	10.76%
投资	0	-273	188	-117	115	2	投入资本收益率	10.15%	10.28%	11.02%	8.71%	11.34%	13.70%
其他	0	6	3	4	4	4	<b>增长率</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-75</b>	<b>-426</b>	<b>0</b>	<b>-271</b>	<b>-89</b>	<b>-202</b>	主营业务收入增长率	8.21%	8.69%	6.62%	24.30%	37.81%	33.20%
股权募资	357	0	0	487	-45	0	EBIT 增长率	13.67%	10.11%	10.89%	17.55%	38.59%	35.43%
债权募资	-5	5	0	-70	0	0	净利润增长率	13.38%	21.50%	10.44%	24.36%	37.15%	34.46%
其他	-46	-36	-19	0	-30	-42	总资产增长率	65.63%	7.17%	11.88%	51.57%	11.46%	16.21%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>306</b>	<b>-31</b>	<b>-19</b>	<b>417</b>	<b>-75</b>	<b>-42</b>	<b>资产管能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>332</b>	<b>-354</b>	<b>116</b>	<b>377</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	应收账款周转天数	4.8	8.2	12.9	13.0	12.0	11.0
							存货周转天数	31.1	33.6	35.9	36.0	36.0	36.0
							应付账款周转天数	48.0	41.4	43.9	45.0	45.0	45.0
							固定资产周转天数	126.5	122.1	112.4	107.4	88.5	73.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-57.29%	-8.12%	-20.93%	-51.20%	-46.38%	-46.46%
							EBIT 利息保障倍数	45.8	-27.8	-209.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
							资产负债率	22.99%	21.99%	24.74%	16.63%	20.37%	23.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-11	增持	23.49	28.00~32.00
2	2015-10-23	增持	29.15	33.00~35.00
3	2016-08-31	增持	28.30	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD