

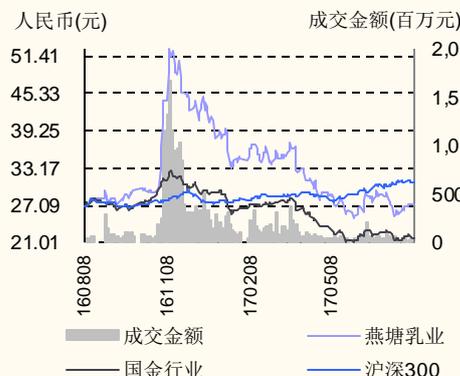
市场价格(人民币)：27.18元

长期竞争力评级：高于行业均值

Q2 毛利率环比提升， 期待年底新工厂投产释放产能

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.88
总市值(百万元)	4,276.77
年内股价最高最低(元)	52.56/24.96
沪深 300 指数	3726.79
深证成指	10451.08



相关报告

- 《低基数利润高增长，定增继续推动中-燕塘乳业公司点评》，2017.4.12
- 《差异化经营华南市场，定增解决产能瓶颈-燕塘乳业公司研究》，2017.3.6
- 《定增扩产能、增渠道，员工持股提动力-燕塘乳业公司点评》，2016.8.31

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjq.com.cn

于杰

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

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.610	0.674	0.769	0.985	1.200
每股净资产(元)	4.99	5.42	8.09	8.76	9.58
每股经营性现金流(元)	0.66	0.86	0.78	1.21	1.46
市盈率(倍)	58.64	56.54	35.33	27.59	22.65
行业优化市盈率(倍)	123.42	99.47	78.11	78.11	78.11
净利润增长率(%)	21.50%	10.44%	14.12%	28.05%	21.79%
净资产收益率(%)	12.23%	12.45%	8.45%	9.99%	11.12%
总股本(百万股)	157.35	157.35	157.35	157.35	157.35

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017H1 公司共录得收入 5.73 亿元，同比+15.4%，录得归母净利 6,021 万元，同比+23.8%，增速略低于市场 25% 的预期。扣非后净利 5,315 万元，同比+14.84%，主要是由于上半年政府补助达 1,033 万元（研发经费、高新技术企业培育金等）相比去年 448 万元增幅较大。公司预计 2017 年前三季度公司净利润在 9,415 万元-1.3 亿元之间，同比+5-50%。
- 其中 Q2 单季录得收入 3.36 亿元，同比+7.97%，相较 Q1 同比+27.8% 的增速有所下滑，Q2 单季录得净利 4,817 万元，同比+21.5%，主要得益于公司 2016 年度获得高新技术企业认定，本期税率按 15% 计算而去年同期按 25% 税率计算所致。

经营分析

- **Q2 单季收入增速环比下滑，或因提价经销商提前备货所致：**公司 Q1 收入高增长，我们分析主要是由于以下两个因素（1）**新品的推出，营销活动的加强。**2016 年是燕塘成立 60 周年，推出了较多的新品，配合这些新品的推出，燕塘加快了地推和广告宣传的步伐：春节前后在“迎春花市”和“广府庙会”中开展各项营销活动，并举行了两次经销商推广活动；（2）**提价的因素：**2 月始，由于原奶、包材价格、运输价格的上涨，燕塘对旗下 30% 的产品进行了调价，涵盖纯牛奶、酸奶、礼品装红枣装枸杞奶（保质期 180 天）等 10 多种产品，提价幅度 2-3%，助推了收入的增长。
- **Q2 单季录得收入 3.36 亿元，同比增速近 8%，虽然较 Q1 的高增速出现了下滑，我们认为是一个还较为正常的增速，主要是由于（1）去年同期基数较高：**去年 Q2 收入 3.12 亿元，同比+11.7%，这个增速对于一个地方乳企来说属于一个较高的水平；（2）**部分经销商提前备货：**公司 2 月份对旗下 10 多种产品提价，包括部分常温产品如大单品红枣枸杞奶等，料部分经销商提前备货，造成了 Q2 收入增速环比下滑；（3）**各大乳企酸奶营销活动加强：**今年以来各大乳企对于酸奶市场的份额争夺较为激烈，我们认为或部分影响了燕塘的差异化经营产品低温酸奶的销售水平。
- **受花式奶和乳酸菌乳饮料产品拖累，毛利率下滑：**分产品收入方面，液体乳收入同比+12.25%至 1.7 亿，花式奶收入同比+7.4%至 1.95 亿，乳酸菌饮料

收入同比+22.4%至 1.92 亿，此品类收入增速超预期。公司 17H1 毛利率录得 34.73%，同比-1.6ppt，其中 Q2 毛利率 36.3%，同比-4.77ppt/环比+3.6ppt。毛利率分产品看，今年上半年液体乳受益于新品推出，毛利率同比+3.4ppt 至 34.98%，而花式奶和乳酸菌饮料毛利率分别同比-5.82ppt/-2.68ppt，我们认为主要是由于花式奶和乳酸菌饮料原料中多有大包粉和糖，这两种原料约占生产成本的 20%和 5%，影响了这两个品类的毛利，同时包材价格的上涨亦影响了 Q1 的毛利，拖累了 H1 整体的毛利率水平。其次乳酸菌饮料收入的增速水平超市场平均增速，我们预计有部分促销活动带动了收入的增长，从而影响了此品类的毛利水平。

- **费用率基本稳定：**公司上半年销售费用率同比基本持平，维持在 18.1-18.2%之间，其中 Q1 宣传活动较多，销售费用率同比上升 1.2ppt，而 Q2 销售费用率同比-0.7ppt，燕塘一般销售费用的投放集中在 Q4，且公司计划加快入手周边省市，加大对华南区域的市场开拓，我们预计今年整体销售费用率将维持小幅上升的水平。公司上半年管理费用率同比下滑约 0.4ppt，基本保持稳定。
- **期待今年下半年新厂投产释放产能：**IPO 募集的日产 600 吨湛江新厂区预计今年下半年有望投产，生产线将陆续搬往新工厂，由于生产衔接问题，我们预计产能开始释放还得等待至 2018 年。同时湛江二期扩建日产 300 吨产能也将于 2019 年达产，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 35%/50%/60%，则产量有望分别达到 15.3 万吨/19.5 万吨/23.3 万吨。

投资建议

- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 12.86 亿元/16.52 亿元/19.81 亿元，净利润分别为 1.21 亿元/1.55 亿元/1.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.769 元/0.985 元/1.200 元，目前股价对应 2017/2018 年 PE 分别为 35X/27X，我们维持“增持”评级。

风险提示

- 新建产能投产不达预期/市场竞争加剧/搬迁影响生产

图表 1: 财务预测

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
主营业务收入	950	1,032	1,101	1,286	1,652	1,981	货币资金	489	135	251	423	571	712
增长率	8.7%	6.6%	16.9%	28.4%	19.9%		应收款项	15	35	48	64	73	77
主营业务成本	-649	-661	-693	-825	-1,054	-1,253	存货	58	64	73	97	124	148
% 销售收入	68.4%	64.0%	62.9%	64.2%	63.8%	63.3%	其他流动资产	17	235	81	204	101	109
毛利	300	372	408	461	598	728	流动资产	579	469	453	789	869	1,046
% 销售收入	31.6%	36.0%	37.1%	35.8%	36.2%	36.7%	% 总资产	60.2%	45.5%	39.3%	45.8%	45.4%	49.1%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-12	-16	-19	长期投资	0	60	60	60	60	60
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	332	419	527	690	795	822
营业费用	-146	-197	-212	-249	-324	-392	% 总资产	34.6%	40.7%	45.7%	40.1%	41.5%	38.6%
% 销售收入	15.4%	19.1%	19.3%	19.4%	19.6%	19.8%	无形资产	33	32	31	41	50	59
管理费用	-45	-52	-59	-67	-88	-107	非流动资产	382	561	699	933	1,047	1,083
% 销售收入	4.7%	5.1%	5.3%	5.2%	5.3%	5.4%	% 总资产	39.8%	54.5%	60.7%	54.2%	54.6%	50.9%
息税前利润 (EBIT)	104	114	127	133	171	210	资产总计	961	1,030	1,152	1,722	1,916	2,129
% 销售收入	10.9%	11.1%	11.5%	10.3%	10.4%	10.6%	短期借款	65	70	70	0	0	0
财务费用	-2	4	1	3	5	6	应付款项	118	127	182	209	269	321
% 销售收入	0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	31	22	24	56	72	87
资产减值损失	0	-2	-2	0	0	0	流动负债	214	219	276	265	341	408
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	3	4	4	4	其他长期负债	7	8	9	9	9	9
% 税前利润	0.0%	4.9%	2.5%	2.8%	2.2%	1.8%	负债	221	226	285	275	350	417
营业利润	101	123	128	140	180	220	普通股股东权益	721	785	852	1,433	1,552	1,697
营业利润率	10.7%	11.9%	11.7%	10.9%	10.9%	11.1%	少数股东权益	19	18	15	15	14	14
营业外收支	-1	-1	2	2	2	2	负债股东权益合计	961	1,030	1,152	1,722	1,916	2,129
税前利润	100	122	130	142	182	222							
利润率	10.6%	11.8%	11.8%	11.1%	11.0%	11.2%	比率分析						
所得税	-21	-26	-24	-21	-27	-33		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	21.4%	21.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	79	96	106	121	155	189	每股收益	0.502	0.610	0.674	0.769	0.985	1.200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.581	4.992	5.416	8.090	8.764	9.585
归属于母公司的净利润	79	96	106	121	155	189	每股经营现金净流	0.646	0.658	0.860	0.782	1.215	1.461
净利率	8.3%	9.3%	9.6%	9.4%	9.4%	9.5%	每股股利	0.200	0.250	0.150	0.157	0.201	0.245
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.97%	12.23%	12.45%	8.45%	9.99%	11.12%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	8.23%	9.33%	9.21%	7.03%	8.09%	8.87%
净利润	79	96	106	121	155	189	投入资本收益率	10.15%	10.28%	11.02%	7.82%	9.30%	10.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	27	33	36	37	46	54	主营业务收入增长率	8.21%	8.69%	6.62%	16.87%	28.44%	19.88%
非经营收益	5	5	6	-4	-6	-6	EBIT增长率	13.67%	10.11%	10.89%	4.88%	28.72%	22.32%
营运资金变动	-9	-30	-12	-15	20	23	净利润增长率	13.38%	21.50%	10.44%	14.12%	28.05%	21.79%
经营活动现金净流	102	103	135	138	215	259	总资产增长率	65.63%	7.17%	11.88%	49.49%	11.28%	11.09%
资本开支	-75	-159	-192	-269	-158	-88	资产管理能力						
投资	0	-273	188	-117	115	2	应收账款周转天数	4.8	8.2	12.9	17.0	15.0	13.0
其他	0	6	3	4	4	4	存货周转天数	31.1	33.6	35.9	43.0	43.0	43.0
投资活动现金净流	-75	-426	0	-382	-39	-82	应付账款周转天数	48.0	41.4	43.9	45.0	45.0	45.0
股权募资	357	0	0	487	0	0	固定资产周转天数	126.5	122.1	112.4	114.2	101.0	83.8
债权募资	-5	5	0	-70	0	0	偿债能力						
其他	-46	-36	-19	-2	-28	-36	净负债/股东权益	-57.29%	-8.12%	-20.93%	-37.32%	-36.60%	-41.61%
筹资活动现金净流	306	-31	-19	416	-28	-36	EBIT利息保障倍数	45.8	-27.8	-209.4	-40.2	-34.5	-32.7
现金净流量	332	-354	116	172	148	141	资产负债率	22.99%	21.99%	24.74%	15.95%	18.26%	19.61%

来源: 公司公告, 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	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

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

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
4	2017-03-06	增持	34.78	35.00~37.00
5	2017-04-12	增持	31.29	N/A

来源：国金证券研究所



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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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