

燕塘乳业 (002732)

公司研究/深度报告

新厂投产解决产能瓶颈，渠道与新品保证成长空间

深度研究报告/食品饮料行业

2019年8月12日

报告摘要:

● 核心逻辑一：新厂逐步达产，缓解中长期产能瓶颈

(1) 新工厂搬迁完成，产能逐步释放。2017年黄埔新工厂完成建设；2018年新旧工厂进行设备搬迁与产能衔接；2019年新工厂在顺利投产基础上快速释放产量。按照设计规划，2019/2020年新工厂产能将分别达到17.8/19.8万吨，叠加湛江燕塘，公司总产能有望分别达到20.7/22.7万吨。此外，新工厂预留未来技改空间，极限产能可达到900吨/天，约合26.7/29.7万吨/年；湛江燕塘仍有一定技改空间。仅计算新工厂产能，远期产量较2018年提升空间达58%；极限产能提升空间有望达到106%。(2) 自有牧场建设与“公司+牧场”模式保证原奶供应。目前，公司通过自有牧场与“公司+牧场”模式保证原奶供应，公司自有牧场原奶供应比例达到30%左右，高于地方性乳企平均水平。此外，10多家合作牧场均为存栏量1,000头以上的中大型牧场且为公司长期战略合作伙伴，原奶供应稳定性高。自有牧场远期供奶规模为4万吨；合作牧场远期供奶规模为8万吨，基本满足新工厂10.7万吨/年的设计需求。

● 核心逻辑二：加强分销渠道建设，承接产能释放

目前公司共拥有专营店超过500间，送奶服务部70余间。按计划，公司将投入IPO资金3510万元加强营销网络建设，其中重点强化专营店和送奶服务部建设。从远期规划看，专营店/送奶服务部数量有望分别达到1100/120间以上。由于专营店和奶站多以自持或加盟形式由公司直接控制，该渠道扩张有助于渠道下沉和品牌宣传。

● 核心逻辑三：持续新品推广，保持品牌活力

公司坚持“研发一代、储备一代、推出一代”的产品开发策略。上市以来，公司每年都有新产品推出，部分产品获得市场及行业认可。其中2016年推出的老广州酸奶和益生菌产品有望成为大单品，2019H1老广州酸奶销量同比翻番。未来随着产能瓶颈的解决，公司将尝试推出更多新品，产品矩阵得以持续完善。

● 盈利预测与投资建议

预计19-21年公司实现营业收入14.92/17.45/20.77亿元，同比+15%/+17%/+19%；实现归属上市公司净利润1.21/1.39/1.62亿元，同比+187.5%/+14.2%/+17.2%，对应EPS为0.77/0.88/1.03元，目前股价对应PE为27/24/20倍。公司上半年利润增速大幅提高，随着新工厂产能释放和渠道端改善，未来长期成长确定性较高。公司目前估值低于乳制品板块30倍左右PE水平，综上，维持“推荐”评级。

● 风险提示

业务扩张速度不及预期，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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,297	1,492	1,745	2,077
增长率(%)	4.7%	15.0%	17.0%	19.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	42	121	139	162
增长率(%)	-65.1%	187.5%	14.2%	17.2%
每股收益(元)	0.27	0.77	0.88	1.03
PE(现价)	78.1	27.4	24.0	20.4
PB	3.7	3.3	3.0	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

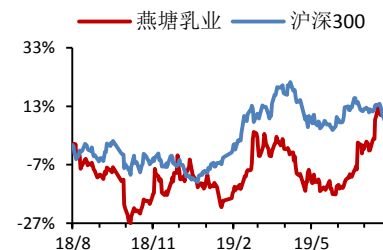
维持评级

当前价格(元): 21.10

交易数据 2019-8-9

近12个月最高/最低	21.09/14.29
总股本(百万股)	157.35
流通股本(百万股)	155.58
流通股比例(%)	99%
总市值(亿元)	33.20
流通市值(亿元)	32.83

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：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

目录

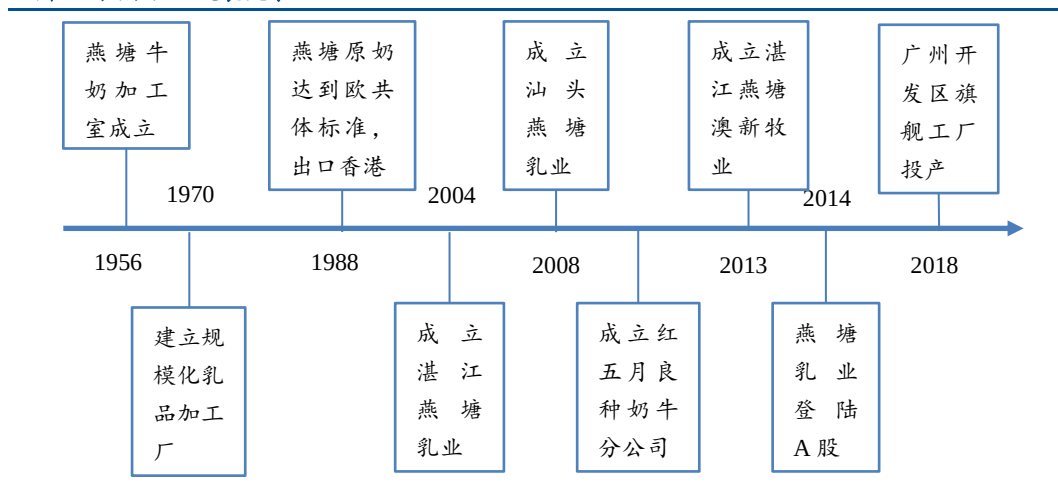
一、公司介绍：老牌岭南乳企，精耕广东市场.....	3
（一）历史悠久，专注乳品，深耕岭南.....	3
（二）品牌形象良好，产品结构完善.....	4
（三）公司治理：广东省老牌国企，股权结构清晰稳定.....	5
二、行业趋势：整体消费量增速较低，地区市场仍有可为.....	5
（一）乳业消费增速趋缓，结构升级成为乳企主要增长点.....	5
（二）广东乳业市场：居民收入较高，消费提升潜力较大.....	7
三、新厂逐步达产，缓解中长期产能瓶颈.....	8
（一）新工厂搬迁完成，产能逐步释放.....	8
（二）自有牧场建设+“公司+牧场”模式保证原奶供应.....	9
（三）新工厂投产后，旧厂区土地开发潜力或构成长期利好因素.....	11
四、加强分销渠道建设，承接产能释放.....	12
（一）销售渠道架构完善，经销商渠道占比较高.....	12
（二）专营店与送奶服务部数量将得到有效扩充，渠道加速下沉.....	13
五、持续新品推广，保持品牌活力.....	14
（一）乳酸菌饮料及液体乳占比上升，产品结构优化明显.....	14
（二）坚持新品研发，未来大单品可期.....	14
六、财务分析与收入拆解.....	15
（一）财务分析：经营总体平稳，财务费用率助推利润表现.....	15
（二）收入拆解：乳酸菌饮料、液体乳增速将快于花式奶，占比持续提升.....	15
（三）成本拆解：直接材料比重下降，制造费用比重上升.....	16
七、盈利预测与风险提示.....	17
（一）盈利预测与估值分析.....	17
（二）风险提示.....	17
插图目录.....	19
表格目录.....	19

一、公司介绍：老牌岭南乳企，精耕广东市场

(一) 历史悠久，专注乳品，深耕岭南

广东燕塘乳业股份有限公司始创于 1956 年，为农业农村部直属广东农垦上市企业，中国奶业协会副会长单位、中国乳制品工业协会副理事长单位、IDF（国际乳品联合会）中国国家委员会成员、中国奶业 20 强（D20）企业联盟成员（华南唯一一家），也是广东第一家一体化全产业链乳制品上市公司。

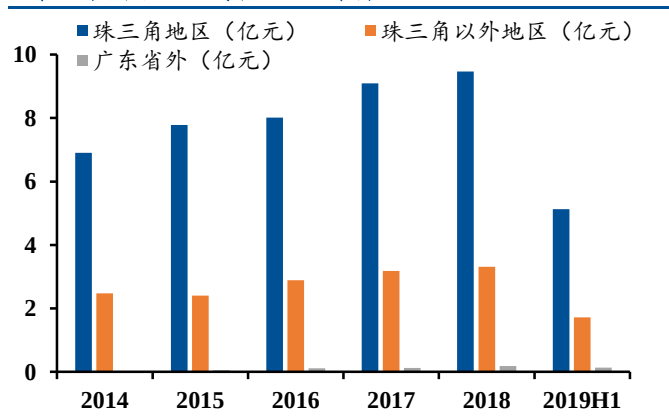
图 1：燕塘乳业发展大事记



资料来源：公司官网，民生证券研究院

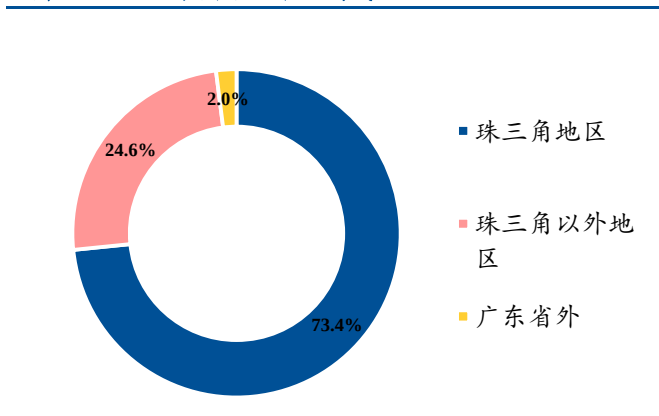
作为华南乳业领军企业，目前公司拥有两个现代化乳品加工基地。其中，广州开发区旗舰工厂具有“智能高效、节能环保、行业示范”突出优势，设有华南地区唯一的国家乳制品加工技术研发专业中心和博士后科研工作站。此外，旗下阳江牧场被评为“优质乳工程示范牧场”、澳新牧业被评为“奶牛标准化示范场”，养殖管理水平居于南方领先水平，是高温高湿地区奶牛养殖典范。经过多年发展，燕塘乳业已形成极具南方特色的一体化全产业链，稳健迈向集团化、多元化，成为南方乳业的头部企业。

图 2：燕塘乳业主要收入地区来源



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：2019H1 燕塘乳业收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

未来燕塘乳业将继续坚持“精耕广东、放眼华南、迈向全国”的发展战略，着力打造“种植饲养、食品加工、营销网络、物流运输、资本运作”五大产业板块，大力推进实施科技兴乳。目前公司主要收入来自于珠三角地区，占比达 73.45%，其中广州市贡献珠三角地区的大部分收入；珠三角以外的广东地区收入占比为 24.5%；广东省外收入占比仅 2%。

(二) 品牌形象良好，产品结构完善

燕塘乳业是华南地区知名乳制品品牌，在珠三角地区有着良好的品牌知名度和美誉度。近年来公司获得多项行业内奖项：品牌认可方面，2011 年，公司被广东省食品行业协会评为“广东省乳制品行业领军品牌”；2014 年，公司被评为广东省著名商标、广东老字号；2016 年，燕塘鲜牛奶被评为广东名奶。生产方面，2014 年，公司旗下牧场被评为全国农垦现代化养殖示范场；2015 年，公司被评为 2011-2014 年度优秀乳品加工企业；2017 年旗下牧场被认定为中国农垦标杆牧场。

产品结构方面，公司产品现已形成了以巴氏奶和养生食膳系列产品为优势产品、包括液态乳制品产品品种规格已近百种。其中鲜牛奶、谷物酸奶、泡泡果酸奶、红枣枸杞牛奶被评为 2015 年优秀名牌产品；百香果泡泡果酸奶饮品、青稞谷物酸奶获 2016 年优秀新产品奖；“燕塘”海盐芝士酸酪乳获第十六届中国国际农产品交易会金奖；燕塘巴氏杀菌乳产品、燕塘发酵乳产品、燕塘花式奶产品、燕塘灭菌乳产品、燕塘乳酸菌乳产品、燕塘调制乳产品被评为 2018 年广东省高新技术产品。

表 1：公司部分产品一览

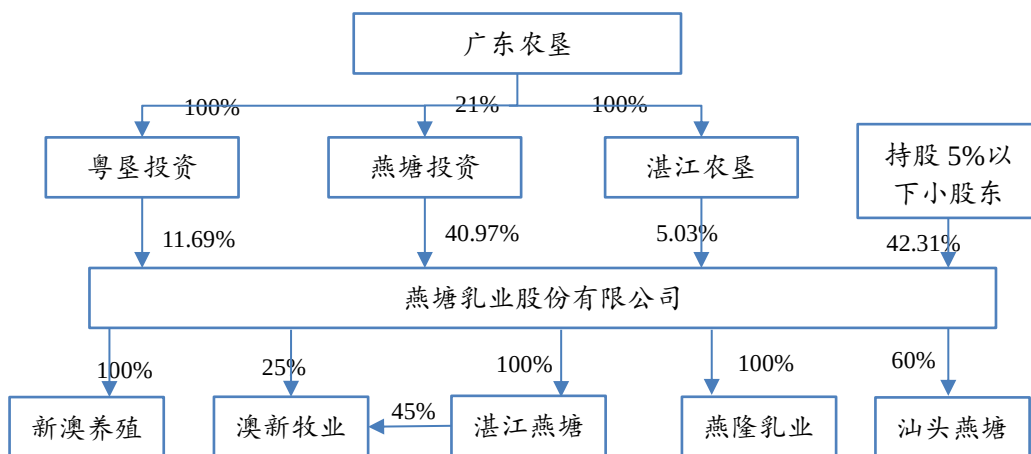
品类	产品	图片
酸奶系列	原味酸奶、草莓味酸奶、桑葚味酸奶等	
纯牛奶系列	燕塘纯牛奶	
养生膳食	花生核桃牛奶、木瓜牛奶、红枣枸杞牛奶等	
乐比儿童系列	燕塘乐比酸牛奶、儿童乳酸菌饮品	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

(三) 公司治理：广东省老牌国企，股权结构清晰稳定

公司实际控制人是广东省农垦集团公司。广东农垦通过燕塘投资、粤垦投资及湛江农垦间接持有本公司 57.69% 的股份，处于绝对控股地位。广东农垦为农业部直属的全民所有制企业，始于 1951 年创建的华南垦殖局，经多次名称和体制变迁后于 1995 年 5 月 11 日注册成立，注册资本为 25.95 亿元，是农业部两大直属农垦企业之一，现直轄湛江、茂名、阳江、揭阳、汕尾 5 个二级农垦集团，主要从事天然橡胶、蔗糖、乳业、剑麻、畜牧、水果、水产、房地产和物业租赁等产业的生产经营和投资。员工持股方面，公司董事、高管持有少量股份。总体看，公司是股权结构和经营风格具有典型的国有企业特征，经营总体稳健，股权结构清晰稳定。

图 4：燕塘乳业持股结构



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

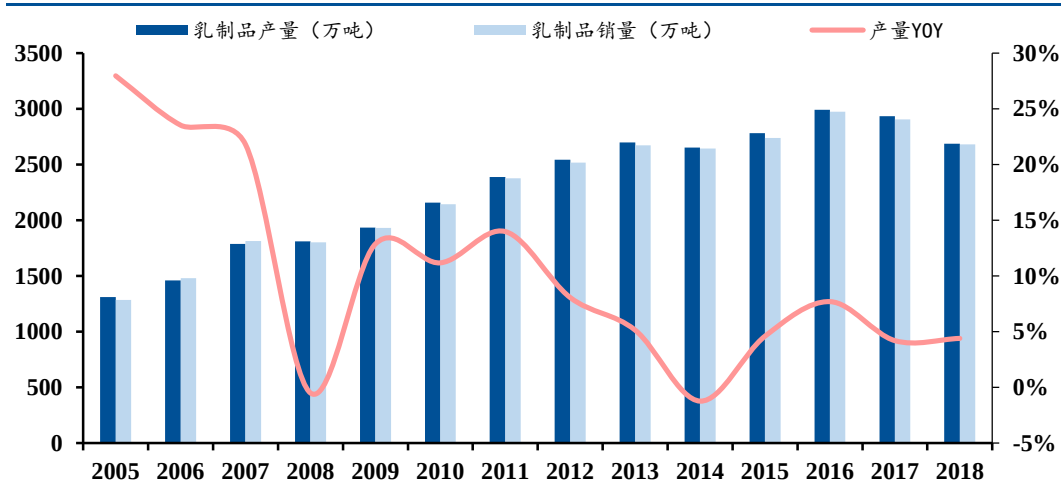
二、行业趋势：整体消费量增速较低，地区市场仍有可为

(一) 乳业消费增速趋缓，结构升级成为乳企主要增长点

1. 乳制品消费量维持低增速，高线城市看结构升级，低线城市看渗透率提高

2018 年全国乳制品产量 2687 万吨，同比+4.4%；销量 2681 万吨，产销总体平衡。2018 年乳制品产量增速较 2017 年的+4.2%出现小幅回暖；2018 年国家统计局公布的乳制品产销率为 100%，同比+0.7 个百分点，因此销量增速应与产量增速大致相同。2018 年产销量绝对数值下滑应是统计口径变更所致。总体看乳制品产、销量增速均维持较低水平，未来中国奶业消费总量增速将趋缓，但产品结构升级及地域消费扩张将持续。

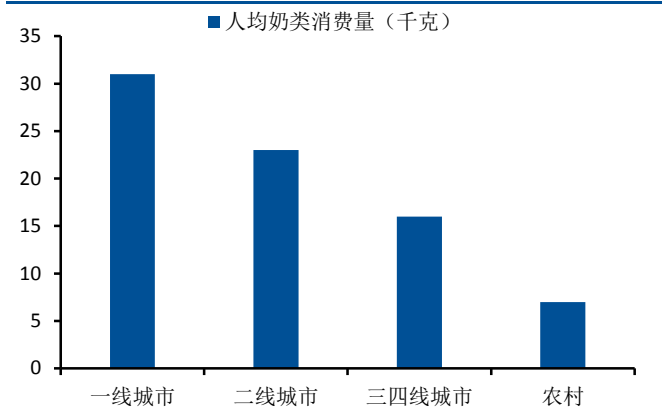
图 5：乳制品行业产销量增速均维持较低水平



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

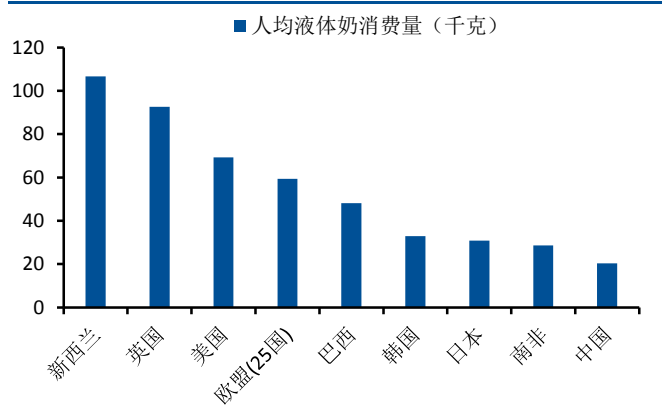
从消费总量看，我国人均奶类消费量与饮食习惯相近的日本/韩国人均消费量相比仍有一定的提升空间。从城市结构看，一线城市人均奶类消费量达到 31 千克左右，消费量与日韩接近；二线城市人均奶类消费量为 23 千克，三四线城市人均奶类消费量为 16 千克，预计仍有一定的上升空间；农村人均奶类消费量为 7 千克，是未来中国乳制品市场挖潜的核心。因此高线城市增长主要看结构提升，低线城市看量增和渗透率。公司主要市场在珠三角地区，居民较为富裕，但受饮食习惯影响，乳制品消费量仍然较低，且粤东、粤西地区仍然存在大量农村地区，因此结构升级与量增需求同时存在。

图 6：各线城市人均奶类消费量



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 7：人均液体奶消费量国际间比较



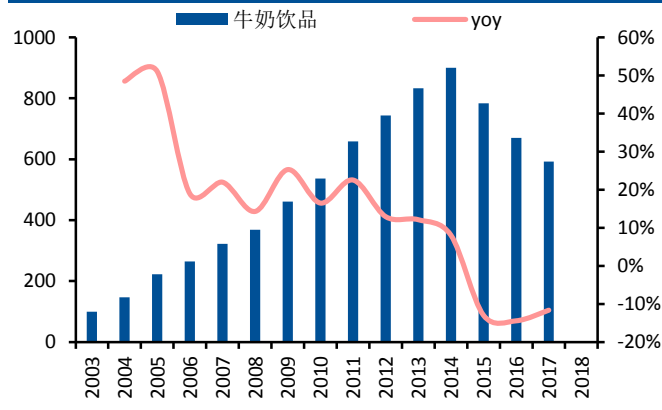
资料来源：中国奶业年鉴，民生证券研究院

2. 产品格局：巴氏奶、酸奶加强渗透，牛奶饮品、常温奶增速低迷

从主要产品的市场规模和增速看，牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品的市场规模较大，巴氏奶市场规模偏小。2017 年牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品市场规模分别达到 592/892/1219 亿元，增速分别为 -11.64%/+2.41%/+18.12%，其中牛奶饮品增速连续三年为负，市场规模从 2014 年高峰时的 900 亿元下滑到 2017 年的 592 亿元。巴氏奶市场规模较小，2017 年为 278 亿元，同比 +9.88%。从增速看，巴氏奶、酸奶保持较高增速，其中

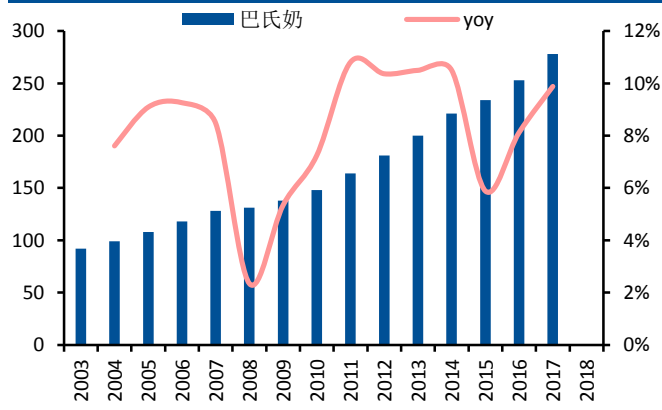
酸奶规模增速已多年保持 20% 左右的高位。常温奶增速自 2014 年开始下滑明显，市场已基本饱和。

图 8：牛奶饮品的市场规模及增速



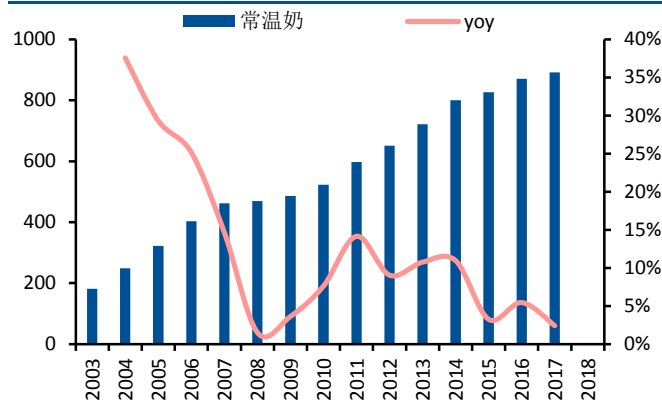
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 9：巴氏奶的市场规模及增速



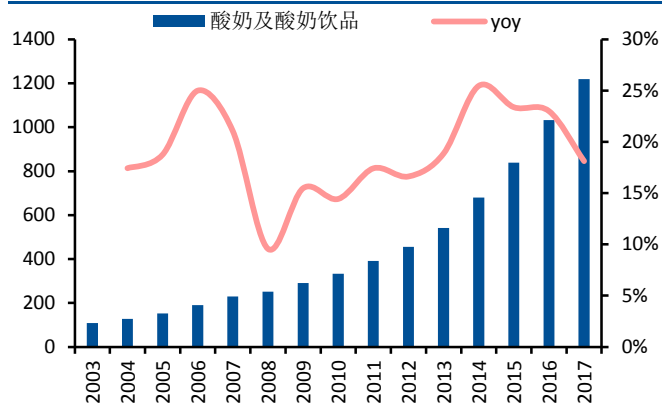
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 10：常温奶的市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 11：酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

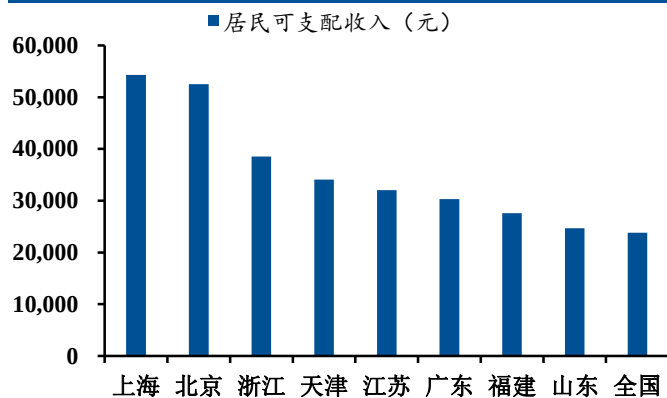
公司作为地方乳企，自有牧场离消费市场较近，搭配专营店、送奶站及冷链运输渠道，能够保证低温奶及时送达消费者手中，因此，能够充分享受巴氏奶的景气度，与全国性乳企进行错位竞争。此外，公司乳酸菌饮品及低温酸奶均有高于整体产品的毛利率，未来有望成为公司业绩的重要支撑。

（二）广东乳业市场：居民收入较高，消费提升潜力较大

1. 居民收入较高，乳制品消费量较低，未来仍有空间

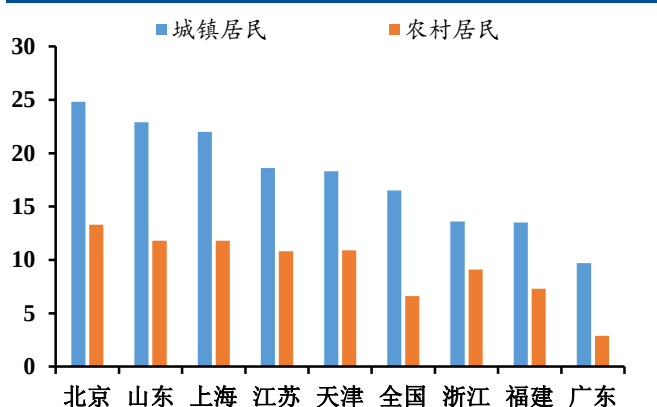
2016 年在东部沿海富裕省份中，广东人均可支配收入为 30295 元，排名第 6，与江苏、浙江、天津相差不大远高于全国平均 23821 元；但广东省城镇/农村居民人均乳制品消费量仅 9.7/2.9kg，在东部沿海省份中排名垫底，也远落后于全国平均水平，显示广东乳制品消费仍有较大的提升潜力。

图 12: 2016 年沿海省份人均可支配收入比较



资料来源: 中国奶业年鉴, 民生证券研究院

图 13: 2016 年沿海省份乳制品消费量



资料来源: 中国奶业年鉴, 民生证券研究院

2. 广东省乳制品行业格局仍以两强+地方乳企为主

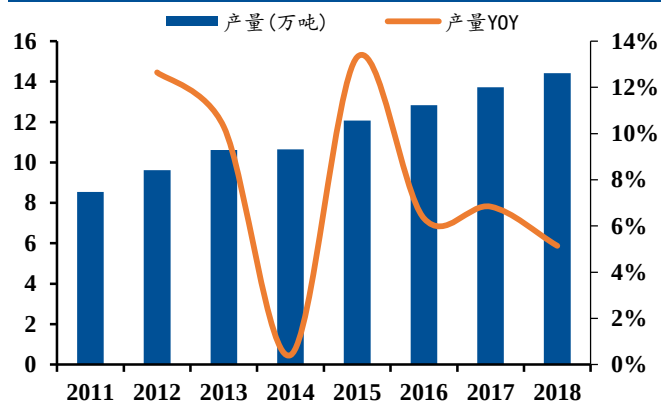
广东省内乳企基本竞争格局与其他省份类似, 均为伊利、蒙牛两强+地方乳企的结构。公司主要竞争对手分为全国性品牌、区域性品牌及本地一些中小型企业等, 其中全国品牌主要以蒙牛乳业、伊利股份为代表, 区域性品牌包括光明乳业等。而本地一些中小型乳制品企业也与本公司构成竞争关系, 如广州风行乳业股份有限公司、广美香满楼畜牧有限公司、深圳市晨光乳业有限公司以及绿雪生物工程(深圳)有限公司等。

三、新厂逐步达产, 缓解中长期产能瓶颈

(一) 新工厂搬迁完成, 产能逐步释放

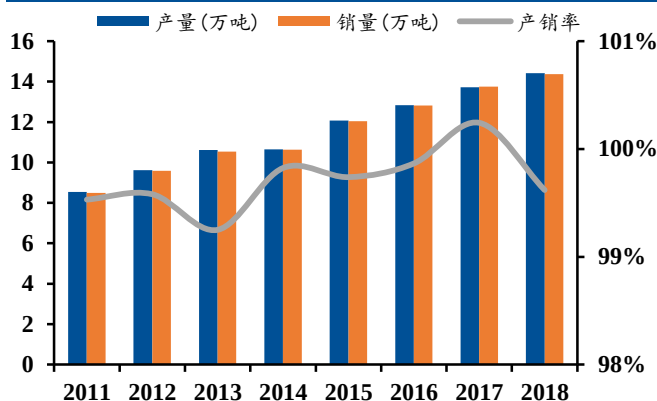
2011 年以来, 燕塘乳业产销两旺, 产量逐年攀升, 但是产能扩张却主要通过燕塘工厂技改和湛江工厂产能投放完成。2011~2013 年公司产能利用率已分别达到 85.40%/91.62%/89.54%。与此同时, 公司产销率常年接近 100%, 2017 年甚至达到 100.24%, 显示产能瓶颈已成为制约公司业绩增长的核心因素。

图 14: 产能瓶颈成为制约产量提升的核心因素



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

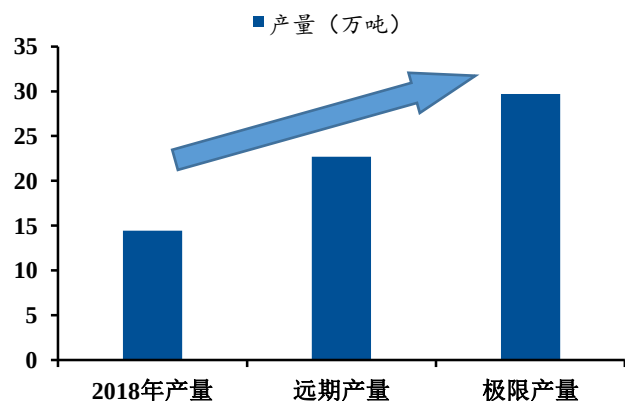
图 15: 2011 年以后产销率常年保持 99% 以上



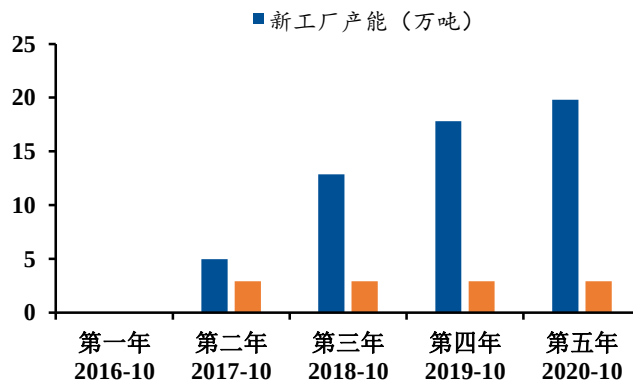
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2014 年公司 IPO 募资项目为“日产 600 吨乳品生产基地工程”, 目标通过黄埔新工

厂建设解决产能瓶颈问题。2015 年 10 月新工厂动工，2017 年底新工厂达到可使用状态；2018 年新旧工厂进行设备搬迁与产能衔接；2019 年新工厂有序释放产能。按照设计规划，2019/2020 年新工厂产能将分别达到 17.8/19.8 万吨，叠加湛江燕塘，总产能有望分别达到 20.7/22.7 万吨。此外，新工厂预留未来技改空间，极限产能可达 900 吨/天，约合 26.7/29.7 万吨/年；湛江燕塘也有一定技改空间。因此，中长期看，黄埔新工厂投产能够彻底结束公司产能瓶颈问题。

图 16：黄埔工厂投产后产能提升明显


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：2011 年以后产销率常年保持 99% 以上


资料来源：公司公告，民生证券研究院

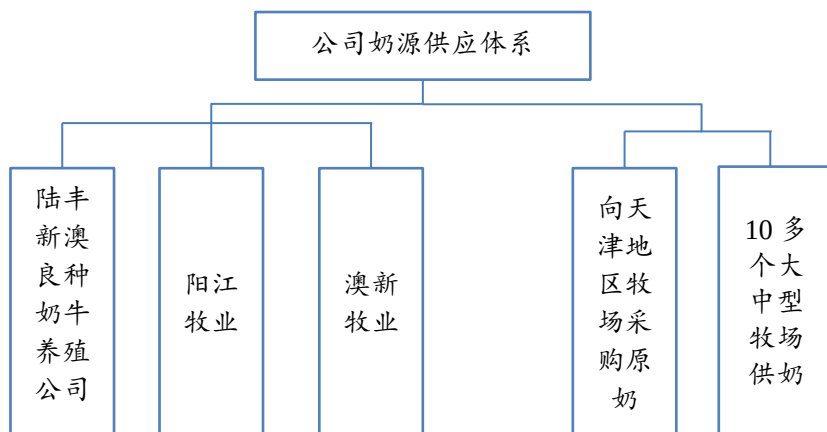
按照建设计划，黄埔新工厂建成后投产期为 2 年，第 1 年达产率为 50%，第 2 年达产率为 80%，投产期第 3 年以后达产率为 100%。新工厂于 2015 年 10 月开工建设，2017 年内完成建设。从放量节奏看，2019 年新工厂整体产能将在 17.82~19.80 万吨之间。

(二) 自有牧场建设+“公司+牧场”模式保证原奶供应

目前，公司通过自有牧场与“公司+牧场”模式保证原奶供应，公司自有牧场原奶供应比例达到 30% 左右，高于地方性乳企平均水平。此外，10 多家合作牧场奶牛养殖规模普遍在 1,000 头以上的中大型牧场且为公司长期战略合作伙伴，原奶供应稳定性高。

公司从 2009 年开始自建牧场并从新西兰和澳洲引进良种奶牛。2013 年，公司控股澳新牧业后成功从澳洲引进良种奶牛；2014 年，公司设立新澳养殖。2015 年，红五月良种奶牛场分公司被农业部确定为农垦系统奶牛高产攻关单位，配套种植的全株玉米青贮已实现大型收割机收割。2017 年，阳江牧场取得“生鲜乳”出口食品生产企业备案证明；澳新牧业原奶产量与盈利水平大幅提升。2018 年，澳新牧业通过原奶出口资格验收，获得“生鲜乳”出口食品生产企业备案证明。

图 18：燕塘乳业奶源供应体系

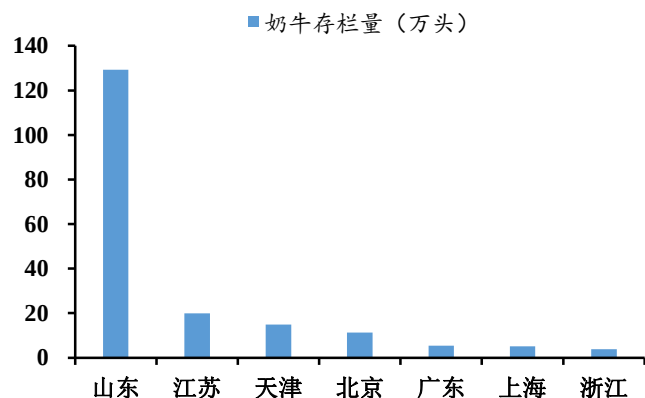


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

地方乳企的优势产品在低温奶产品，该品类特征决定奶源地必须尽可能靠近消费地，从沿海各省奶牛存栏量看，广东省自有奶源相对缺乏，而公司实际控制人广东农垦集团掌握大量可供改造为牧场的土地。相对优质、重组且贴近消费地的奶源供给将成为公司长远发展的优势。

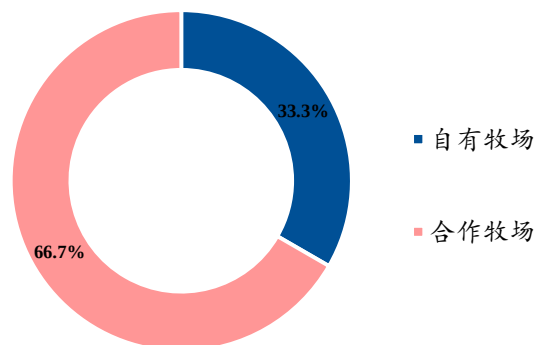
远期原奶供给格局方面，公司黄埔新工厂达产后对原料奶需求为 10.7 万吨/年，公司将通过自有牧场+合作牧场的方式解决。自有牧场方面，2014 年底供奶规模为 1.2 万吨，远期供奶规模为 4 万吨；从 2014 年至今，公司合作牧场奶牛存栏量超过 2 万头，年供奶量超过 5.5 万吨（含天津牧场的供给），远期供奶规模为 8 万吨。未来若乳制品产能进一步扩张，公司还可以通过自建牧场、增加合作牧场、远程采购等方式保证原奶供应。考虑到广东气候较为湿热，奶牛产奶量相对较低，自建牧场经济性不高等因素，预计未来自有牧场供奶比例将维持在 30% 左右。自有牧场在供给体系中的作用主要是保证供给稳定，供应巴氏奶等低温品种的生产。

图 19：2016 年东部沿海各省奶牛存栏量



资料来源：中国奶业年鉴，民生证券研究院

图 20：公司远期原奶供给格局



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

(三) 新工厂投产后，旧厂区土地开发潜力或构成长期利好因素

2019 年，公司新工厂完成整体搬迁并顺利释放产能后，旧厂区多数物业处于闲置状态。公司旧厂区位于广州天河区燕富路，包括自有物业 3 宗，总占地面积为 2972.57 m²，总（共）用地面积为 18937.23 m²，总建筑面积为 15773.52 m²，土地性质均为国有建设用地，土地用途分别为厂房、牛奶工业仓和工业，使用年限分别至 2043 年 11 月、2060 年 3 月和 2061 年 1 月。公司老厂区距广州东站直线距离约 1.5 公里、距珠江新城 CBD 直线距离约 4.5 公里，工厂周边为居民区，商业配套完善，交通便利，潜在开发价值较高。

图 21：燕塘乳业旧厂区地理位置优越，潜在开发价值较高



资料来源：百度地图，民生证券研究院

2019 年 4 月 29 日，公司发布旧厂区将实施“三旧”改造的公告，并于 5 月底通过股东大会审议。股东大会授权董事长行使项目改造相关具体事宜的决策权。从可选方案看，旧厂区开发方式包括自主独立改造、联合其他市场主体合作改造、交由政府收储等；甚至不排除与旧工厂周边属于控股股东广东省燕塘投资有限公司、公司实际控制人广东省农垦集团有限公司在内的其他单位物业共同开发的可能性。目前该项目尚未正式启动，用地规划调整及改造方案也未形成，此事项仍存在较大的不确定性。旧厂区未来的开发利用将构成对上市公司业绩的长期利好因素。

表 2：燕塘旧厂区房产一览

序号	房产位置	建筑面积 (m ²)	房屋所有权 终止日期	产权所有人	用途
1	广州市天河区燕富路 21 号	947.12	2060 年 3 月 9 日	本公司	牛奶工业仓
2	广州市天河区燕富路 19 号	9,340.00	2043 年 11 月 14 日	本公司	厂房
3	广州市天河区燕富路 18 号	5,486.40	2061 年 1 月 6 日	本公司	工业

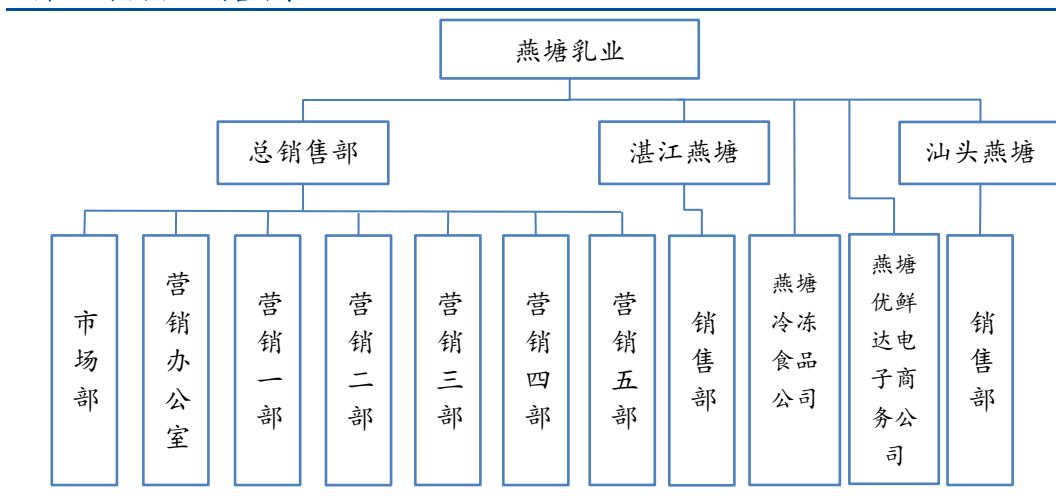
资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

四、加强分销渠道建设，承接产能释放

(一) 销售渠道架构完善，经销商渠道占比较高

燕塘乳业采用的是总公司——总销售部/子公司——各地区/渠道分管部门的三级渠道架构。在现有渠道终端分布中，经销商渠道仍是主要的分销方式。经销商渠道销售额占比达 8 成左右，经销商终端数量占比达 34.2%。根据调研情况，截至 2019 年 H1，各渠道销售额占比结构变动不大，经销商渠道仍为公司第一大渠道收入来源。

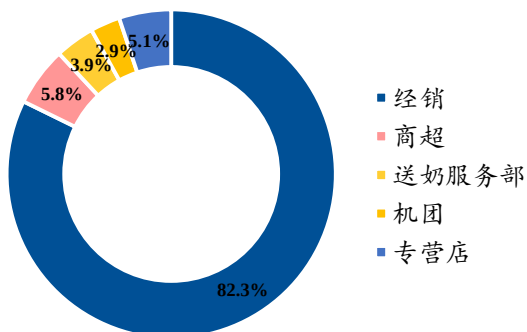
图 22：燕塘乳业销售体系



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

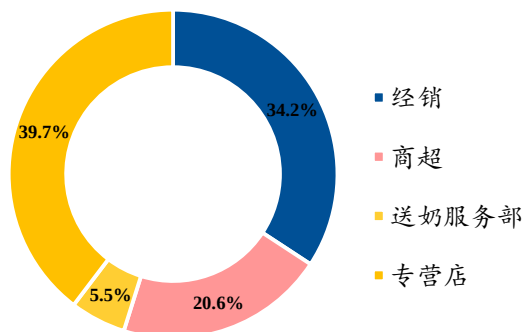
与其他乳企渠道结构略有区别的是，专营店、送奶服务站在公司的渠道中占有重要地位。目前公司旗下的专营店和送奶服务站均以公司自建或加盟的形式经营，尽管销售额占比不高，但是起到了增加客户黏性，提升品牌形象的重要作用。目前公司共拥有专营店超过 500 间，送奶服务部 70 余间。专营店与送奶服务站等公司自有毛细渠道能有效配合公司新品推广、产能释放等行为，有助于加强渠道端对产能端的有效承接。2019 年上半年，公司通过门店形象更新与概念重塑等形式有效提升品牌形象，其中燕侨大厦直营店被评为广州亚洲美食节“推荐餐厅”；此外，公司还能以专营店和送奶站为中心点，有效对接社区生鲜连锁等封闭渠道，实现对社区客户的强力渗透。

图 23：各渠道销售额分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：各渠道终端数量分布



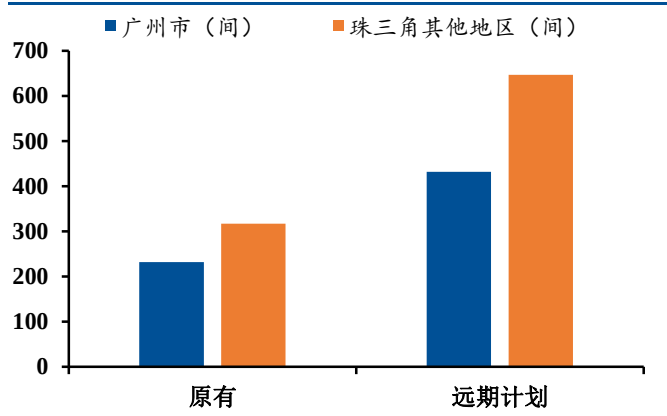
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 专营店与送奶服务部数量将得到有效扩充，渠道加速下沉

按照计划，公司将投入 IPO 资金 3510 万元加强营销网络建设，其中重点强化专营店和送奶服务部建设。从远期规划看，专营店/送奶服务部数量将分别达到 1106/127 间，同比分别+99%/+65%。中期看，专营店和送奶服务部增幅远高于产能增幅；长期看专营店和送奶部增幅与极限产能增幅一致。

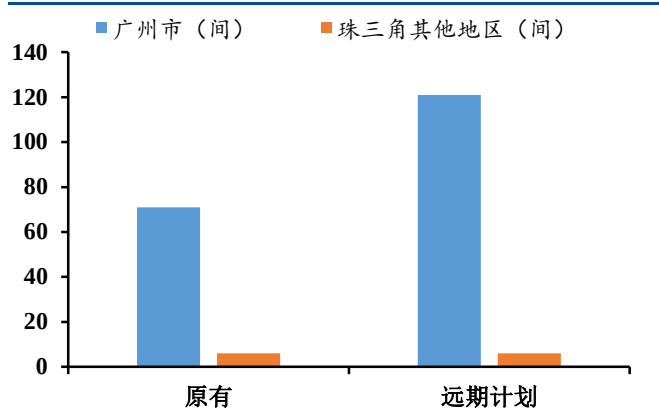
从渠道构成看，专营店和送奶部具有一定的特殊性：一方面，它们以独资或加盟的形式由公司直接控制；另一方面，此类渠道直接面对消费者起到下沉至社区以及品牌宣传的任务，能够直接增加消费粘性。因此，在渠道扩张上，该类渠道的扩张难度和时间是最大的。以外，经销商、商超等渠道均不需要自有资金投入，上述渠道扩张仅需根据产能自主招商即可。未来渠道容量足以容纳新增产能。

图 25：专营店发展规划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

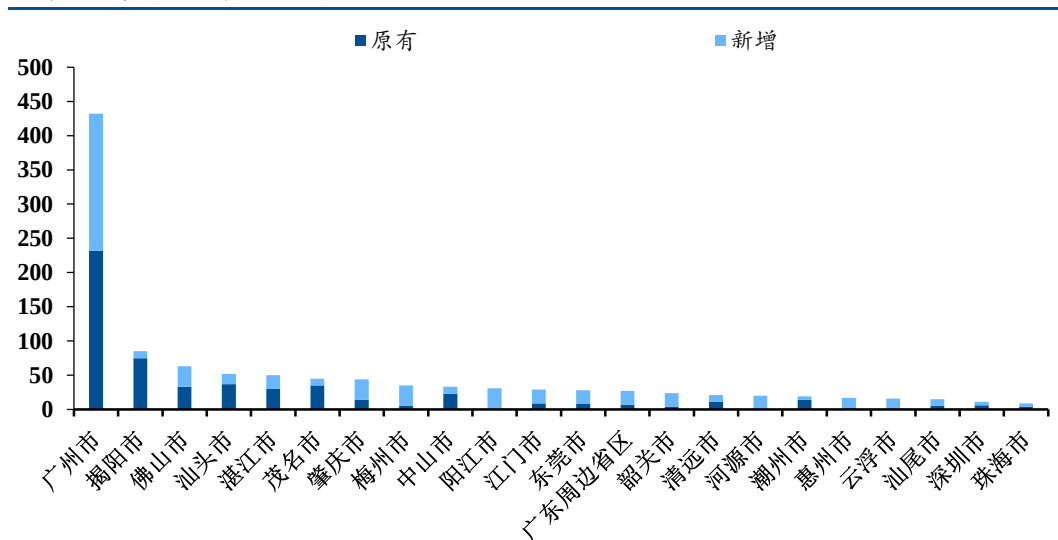
图 26：送奶服务部发展规划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从专营店和送奶站的扩张方向看，广州及佛山仍然是主要扩张方向，其他专营店和奶站主要围绕省内布局，广东周边省份的渠道扩张仍然以经销商为主。

图 27：专营店主要扩张方向



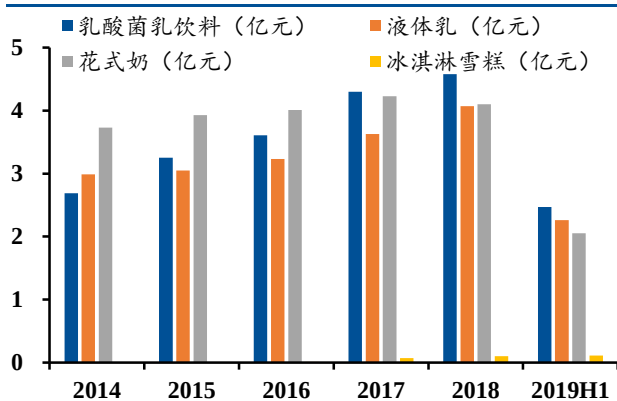
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

五、持续新品推广，保持品牌活力

(一) 乳酸菌饮料及液体乳占比上升，产品结构优化明显

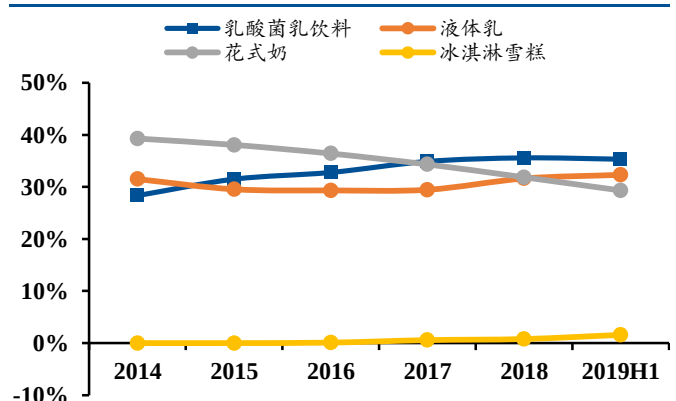
2014 年以来乳酸菌饮料、液体乳营收增速较快，2016 年产品增加冰淇淋雪糕品类。2017 年乳酸菌饮料营收规模已超过液体乳和花式奶，成为最大品类。由于乳酸菌饮料毛利率为各品类最高；液体乳中的低温乳制品依托公司渠道下沉优势，与头部企业展开差异化竞争，上述两大品类占比持续提高显示公司产品结构持续优化。

图 28：乳酸菌饮料收入已超过液体乳和花式奶



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：乳酸菌和液体乳占比上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 坚持新品研发，未来大单品可期

公司坚持“研发一代、储备一代、推出一代”的产品开发策略。上市以来，公司每年都有新产品推出，其中 2016 年推出的老广州酸奶和益生君产品有望成为大单品。2019 年老广州酸奶推出无蔗糖型产品，2019H1 老广州酸奶销量同比翻番。未来随着产能瓶颈的解决，公司将尝试推出更多新品，产品矩阵得到进一步完善。

表 3：公司在研及上市新品一览

年份	上市新品	备注
2014	在研产品：抗过敏酸牛奶，副干酪乳杆菌酸奶饮品，红枣等果汁、果酱凝固型发酵乳。 上市产品：燕塘优裔，冰糖雪梨奶，香蕉牛奶，健菌多。	
2015	谷物酸奶、泡泡果酸奶、180ml 单杯酸奶、学童奶、煊青奶、山楂酸奶、乳酸菌褐饮。	
2016	“味嚼 2016”、“岁月臻典”（老广州酸奶、希腊酸酪乳）、益生君。 “诗华诺”系列鲜奶冰淇淋产品。	公司史上最大规模的新品群、“益生君”系列产品属华南地区首创
2017	黄桃大麦、青稞、蓝莓燕麦等谷物酸奶、车厘子味酸酪乳。	“老广州”酸奶在 2017 年荣获“中国乳业优秀新产品奖”。
2018	海盐芝士、咸味酸酪乳、谷元（燕麦、黑米）牛奶饮品、透明袋小白奶等多款液态奶新品。 6 个口味、9 个包装规格的冰淇淋新品。 电商渠道专属“甜小酸”系列酸奶饮品。	“益生君”系列产品及“青稞风味可咀嚼酸奶”产品被评为“中国乳业优秀新产品奖”。海盐芝士酸酪乳获“第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖”。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

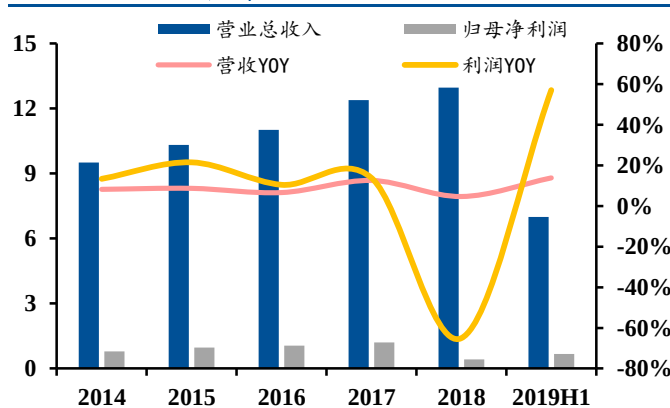
六、财务分析与收入拆解

(一) 财务分析：经营总体平稳，财务费用率助推利润表现

营收端，2014~2018 年公司营收规模逐年扩大，2018 年营业总收入 12.97 亿元，19H1 营收规模 6.99 亿元，结合 Q2 以后的产能释放，营收规模有望突破 14 亿元。利润端，2018 年受新工厂搬迁过程中产能衔接、折旧摊销及人工费用上升等因素影响，归母净利润同比 -65.06%。2019 年公司搬迁完成，新增产能逐步释放，利润增速快速修复，2019H1 同比 +57.06%。长期看，我们看好公司产能释放、渠道扩张及新品推出带来的基本面改善。

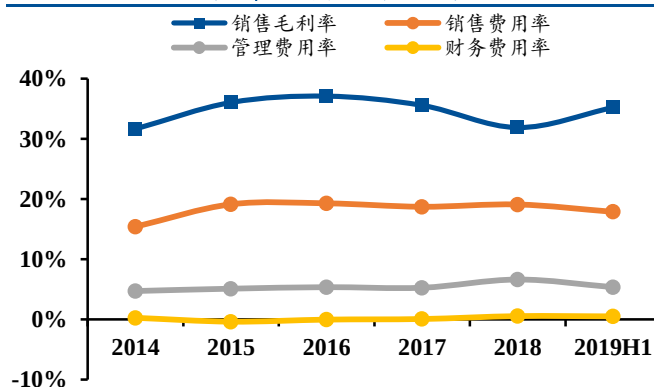
毛利率方面，2018 年受新工厂搬迁影响，毛利率水平降至 31.85%；2019H1 新工厂搬迁完成，毛利率水平恢复至 35.19%，低于 2016 年 37.07% 峰值，毛利率仍有上升空间。费用率方面，2014~2018 年平均销售费用率为 18.3%，年度波动较为平稳。以往公司主要瓶颈在产能，2019H1 产能释放后，渠道承接良好，销售费用率反而有所摊薄，同比下降 0.61 个百分点。除 2018 年受新厂搬迁导致管理费用率上升外，管理费用率和财务费用率总体平稳。总体看，公司经营较为稳健，费用率控制较好。

图 30：营收增速平稳，净利润增速较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：经营总体平稳，财务费用率正面影响业绩



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 收入拆解：乳酸菌饮料、液体乳增速将快于花式奶，占比继续提升

从收入看，我们预计公司未来产能会向毛利率更高的乳酸菌饮料和具备配送优势的液体乳两个品类倾斜，上述两个品类的规模将高于花式奶。冰淇淋雪糕的营收仍然将保持较快增速，但是由于其规模尚小，对整体营收增速的贡献度不高。

表 4：燕塘乳业营收拆分与未来收入及增速测算（亿元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
收入情况				
整体收入	12.97	14.92	17.45	20.77
其中乳制品收入拆分：				
乳酸菌饮料	4.58	5.27	6.07	7.12
液体乳	4.07	4.83	5.83	6.90
花式奶	4.10	4.38	5.04	5.90

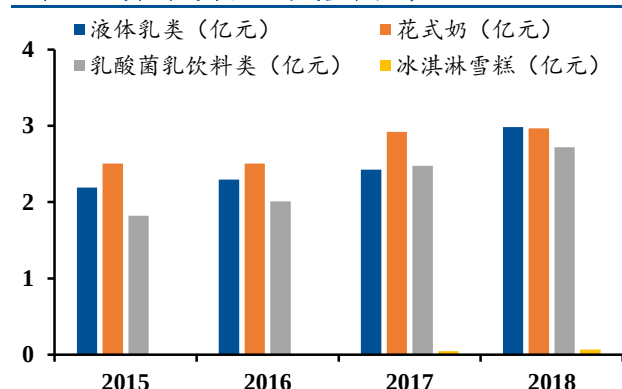
冰淇淋雪糕	0.10	0.23	0.27	0.45
乳制品合计	12.85	14.71	17.21	20.37
收入增速				
整体收入	-	15.93%	16.96%	19.03%
乳酸菌饮料	-	15.03%	15.30%	17.21%
液体乳	-	18.77%	20.57%	18.39%
花式奶	-	6.81%	15.00%	17.15%
冰淇淋雪糕	-	132.75%	16.96%	65.31%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

(三) 成本拆解：直接材料比重下降，制造费用比重上升

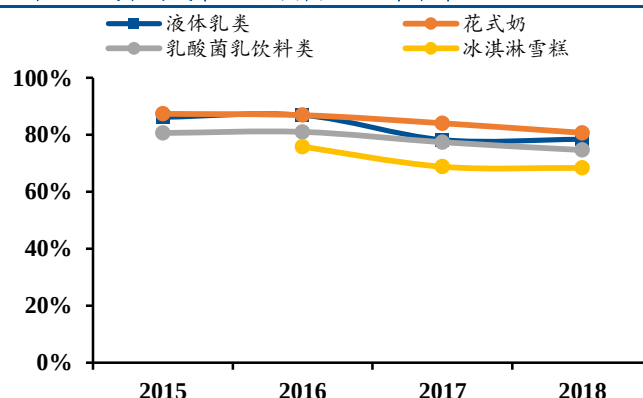
从成本端看，液体乳及乳酸菌饮料随着收入的较快增长，直接成本也出现同步上升。从直接成本构成占比看，直接材料占比从 2016 年的平均 82.66% 下降至 2018 年的平均 75.53%；受人工成本上升影响，直接人工占比小幅提升，从 2016 年的平均 2.24% 上升至 2018 年的平均 2.46%；受新工厂折旧摊销加大影响，制造费用占比上升较快，从 2016 年的平均 8.03% 上升至 2018 年的平均 12.04%。

图 32：成本构成与收入构成基本相同



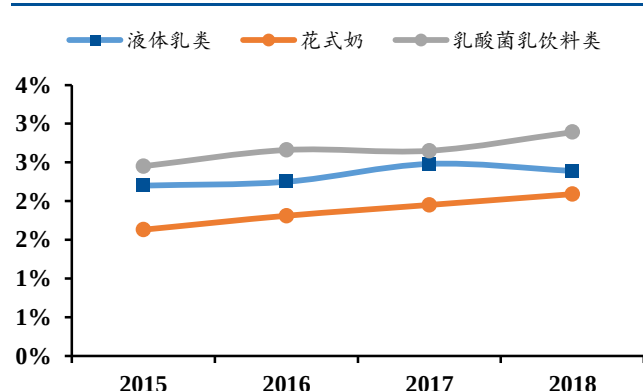
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：成本构成中直接材料占比逐年下降



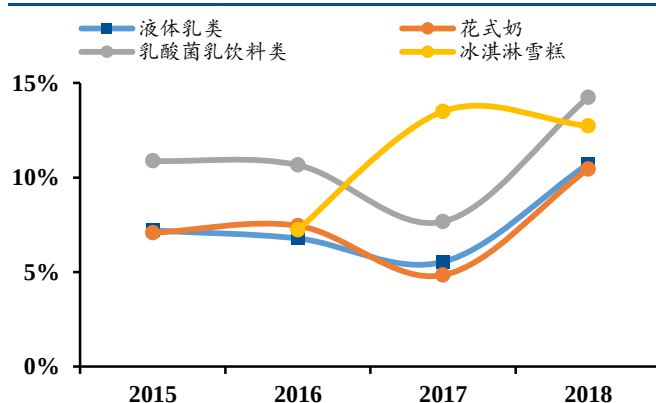
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：成本构成中直接人工占比缓慢上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：成本构成中制造费用占比快速上升



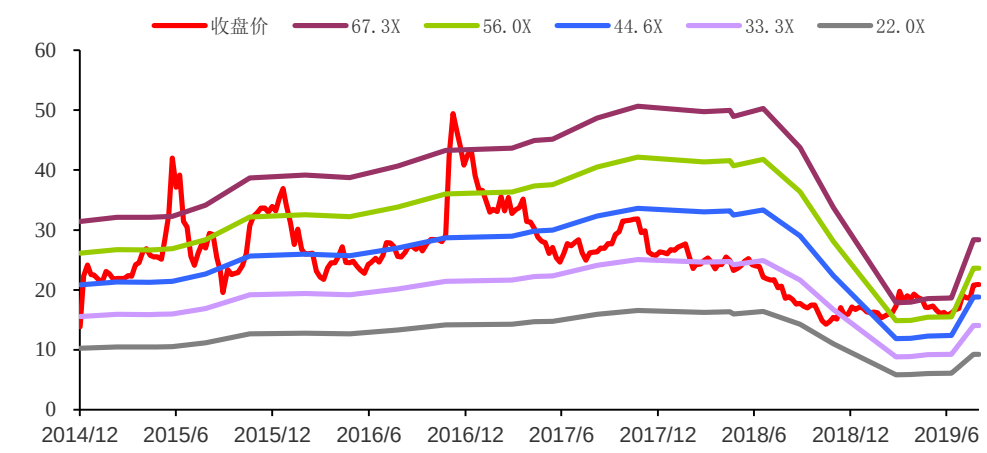
资料来源：Wind，民生证券研究院

七、盈利预测与风险提示

(一) 盈利预测与估值分析

预计 19-21 年公司实现营业收入 14.92/17.45/20.77 亿元，同比+15%/+17%/+19%；实现归属上市公司净利润 1.21/1.39/1.62 亿元，同比+187.5%/+14.2%/+17.2%，对应 EPS 为 0.77/0.88/1.03 元，目前股价对应 PE 为 27/24/20 倍。公司上半年利润增速大幅提高，随着新工厂产能释放和渠道端改善，未来长期成长确定性较高。公司目前估值低于乳制品板块 30 倍左右 PE 水平；PE-band 图中估值带处于低位。综上，维持公司的“推荐”评级。

图 36：燕塘乳业 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 风险提示

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,297	1,492	1,745	2,077
营业成本	884	955	1,108	1,315
营业税金及附加	8	11	12	15
销售费用	247	282	331	405
管理费用	76	83	100	125
研发费用	10	5	10	10
EBIT	72	156	185	208
财务费用	7	4	5	3
资产减值损失	3	4	3	3
投资收益	1	1	1	1
营业利润	68	157	185	211
营业外收支	(14)	(8)	(11)	(10)
利润总额	53	148	174	201
所得税	8	20	25	28
净利润	45	128	149	173
归属于母公司净利润	42	121	139	162
EBITDA	129	220	265	300

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	83	86	148	279
应收账款及票据	58	62	75	88
预付款项	33	41	45	55
存货	103	91	145	136
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	288	293	418	566
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	947	1251	1437	1682
无形资产	29	27	25	23
非流动资产合计	1032	1183	1225	1303
资产合计	1320	1476	1643	1869
短期借款	33	33	33	33
应付账款及票据	165	191	214	258
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	309	353	389	460
长期借款	69	69	69	69
其他长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	403	448	483	554
股本	157	157	157	157
少数股东权益	19	27	37	47
股东权益合计	917	1029	1160	1315
负债和股东权益合计	1320	1476	1643	1869

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	4.7%	15.0%	17.0%	19.0%
EBIT 增长率	-45.8%	116.2%	18.5%	12.7%
净利润增长率	-65.1%	187.5%	14.2%	17.2%
盈利能力				
毛利率	31.9%	36.0%	36.5%	36.7%
净利率	3.3%	8.1%	7.9%	7.8%
总资产收益率 ROA	3.2%	8.2%	8.4%	8.7%
净资产收益率 ROE	4.7%	12.1%	12.3%	12.8%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.8	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	1.0
现金比率	0.3	0.2	0.4	0.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	14.6	14.0	14.3	14.2
存货周转天数	37.2	35.7	36.4	36.1
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.8	0.9	1.0
每股净资产	5.7	6.4	7.1	8.1
每股经营现金流	0.9	1.6	1.4	2.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	78.1	27.4	24.0	20.4
PB	3.7	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.3	14.9	12.0	10.2
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	45	128	149	173
折旧和摊销	60	69	83	95
营运资金变动	24	39	(31)	50
经营活动现金流	139	248	217	332
资本开支	126	223	133	178
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(125)	(223)	(133)	(178)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	47	0	0	0
筹资活动现金流	(59)	(21)	(23)	(23)
现金净流量	(45)	4	61	131

插图目录

图 1: 燕塘乳业发展大事记.....	3
图 2: 燕塘乳业主要收入地区来源.....	3
图 3: 2019H1 燕塘乳业收入构成.....	3
图 4: 燕塘乳业持股结构.....	5
图 5: 乳制品行业产销量增速均维持较低水平.....	6
图 6: 各线城市人均奶类消费量.....	6
图 7: 人均液体奶消费量国际间比较.....	6
图 8: 牛奶饮品的市场规模及增速.....	7
图 9: 巴氏奶的市场规模及增速.....	7
图 10: 常温奶的市场规模及增速.....	7
图 11: 酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速.....	7
图 12: 2016 年沿海省份人均可支配收入比较.....	8
图 13: 2016 年沿海省份乳制品消费量.....	8
图 14: 产能瓶颈成为制约产量提升的核心因素.....	8
图 15: 2011 年以后产销率常年保持 99% 以上.....	8
图 16: 黄埔工厂投产后产能提升明显.....	9
图 17: 2011 年以后产销率常年保持 99% 以上.....	9
图 18: 燕塘乳业奶源供应体系.....	10
图 19: 2016 年东部沿海各省奶类产量.....	10
图 20: 公司远期原奶供给格局.....	10
图 21: 燕塘乳业旧厂区地理位置优越, 潜在开发价值较高.....	11
图 22: 燕塘乳业销售体系.....	12
图 23: 2014H1 渠道销售额分布.....	12
图 24: 2014H1 渠道终端数量分布.....	12
图 25: 专营店发展规划.....	13
图 26: 送奶服务部发展规划.....	13
图 27: 专营店主要扩张方向.....	13
图 28: 乳酸菌饮料收入已超过液体乳和花式奶.....	14
图 29: 乳酸菌和液体乳占比上升.....	14
图 30: 营收增速平稳, 净利润增速较高.....	15
图 31: 经营总体平稳, 财务费用率正面影响业绩.....	15
图 32: 成本构成与收入构成基本相同.....	16
图 33: 成本构成中直接材料占比逐年下降.....	16
图 34: 成本构成中直接人工占比缓慢上升.....	16
图 35: 成本构成中制造费用占比快速上升.....	16
图 36: 燕塘乳业 PE-Band.....	17

表格目录

表 1: 公司部分产品一览.....	4
表 2: 燕塘旧厂区房产一览.....	11
表 3: 公司在研及上市新品一览.....	14
表 4: 燕塘乳业营收拆分与未来收入及增速测算 (亿元)	15

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。