

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

19 年业绩靓丽，疫情对基本面冲击相对有限

——燕塘乳业 (002732) 2019 年业绩预告点评报告

点评报告/食品饮料行业

2020 年 3 月 2 日

一、事件概述

2 月 28 日公司发布 2019 年度业绩快报，预计全年实现营业收入 14.81 亿元，同比+14.19%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比+190.25%；基本 EPS 为 0.78 元。

二、分析与判断

➤ Q4 同比扭亏，全年业绩表现靓丽

2019 年公司分别实现营业收入/归母净利润 14.81/1.22 亿元，同比分别+14.19%/+190.25%；合 Q4 单季度营业收入/归母净利润 3.89/0.11 亿元，同比分别+17.17%/+147.83%，较 18Q4 实现扭亏；Q4 营收占全年比重 26.27%，与过去 5 年平均水平相当，全年 4 个季度生产平稳度较高。总体看，新工厂生产链条理顺，产能稳步释放是 19 全年业绩表现靓丽的核心原因。公司“降本、提质、增效”等优化管理方针得到有效贯彻；奶源体系升级、精准营销和深度营销工作的展开促使公司经营效率不断提升，公司销量及经营业绩同比增长。

➤ 春节及疫情期间维持生产保障市场供应，节后产能将逐步恢复至正常水平

今年春节以来，公司生产端基本维持正常运行状态，实行 24 小时倒班制度，以保证正常市场供应。节后受物流不畅等因素影响，部分原材料运输有所延迟；部分员工受疫情影响复工较以往推迟。目前，上述负面因素已得到有效缓解，公司生产经营恢复良好，预计短期内将恢复至正常水平。结合公司奶源供应稳定性较高，判断此次疫情对公司一季度整体经营情况的负面冲击相对较小。

➤ 线下及线上备货充足，配送服务逐步恢复

目前疫情对乳制品动销影响主要存在于礼品属性较强的高端产品，用于日常消费饮用的乳制品消费刚性较强，因此影响较为有限。目前公司产品在自有门店及各大超市备货均较为充足；同时公司加大线上渠道推广，纯牛奶、原味酸奶等重点产品均有优惠活动。作为广东本地乳企，公司主要市场在广东省内，而省内物流受影响相对较小；同时，随着电商平台配送业务逐步恢复，运输最后一公里问题得到基本解决，公司动销情况将逐步接近日常水平。

➤ 产能加码与渠道拓展逻辑不变，短期影响不改长期看好

2019 年公司新工厂全面投产，过往限制公司发展的产能瓶颈得到彻底解决；同时，公司大力推进广州市场渠道下沉并发力拓展深圳等大湾区市场。随着全国性复工复产的持续推进，原料物流运输、人员复工进度、产品端物流配送等制约因素正逐步消失。疫情短期影响不改我们对公司长期成长性的看好。

三、盈利预测与投资建议

考虑到疫情影响，我们对盈利预测做出小幅调整。预计 19-21 年公司实现营业收入 14.81/16.72/19.25 亿元，同比+14%/+13%/+15%；实现归属上市公司净利润 1.22/1.47/1.68 亿元，同比+190.3%/+20.3%/+14.2%，对应 EPS 为 0.78/0.93/1.07 元，目前股价对应 PE 为 25/20/18 倍。公司目前估值略低于乳制品行业可比公司 27 倍 PE（按 Wind 一致预期 2019 年业绩）的平均水平，短期疫情影响不改我们对公司中长期成长性的乐观，维持“推荐”评级。

四、风险提示

产能释放速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

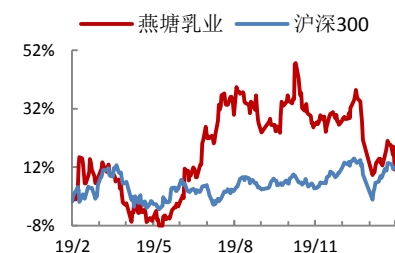
19.04

交易数据

2020-2-28

近 12 个月最高/最低	25.3/15.96
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）	29.96
流通市值（亿元）	29.62

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

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	1,481	1,672	1,925
增长率 (%)	4.7%	14.2%	12.9%	15.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	42	122	147	168
增长率 (%)	-65.1%	190.3%	20.3%	14.2%
每股收益 (元)	0.27	0.78	0.93	1.07
PE (现价)	70.5	24.5	20.4	17.9
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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	1,481	1,672	1,925
营业成本	884	948	1,055	1,211
营业税金及附加	8	11	12	14
销售费用	247	278	306	362
管理费用	76	82	95	115
研发费用	10	5	9	9
EBIT	72	157	195	214
财务费用	7	4	5	2
资产减值损失	3	4	2	3
投资收益	1	1	1	1
营业利润	68	158	195	217
营业外收支	(14)	(8)	(11)	(10)
利润总额	53	149	184	207
所得税	8	20	26	29
净利润	45	129	158	179
归属于母公司净利润	42	122	147	168
EBITDA	129	221	275	306
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	83	87	156	284
应收账款及票据	58	61	72	81
预付款项	33	41	43	51
存货	103	90	135	123
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	288	292	411	549
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	1475	1637	1852
短期借款	33	33	33	33
应付账款及票据	165	189	204	238
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	309	351	373	427
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	446	467	522
股本	157	157	157	157
少数股东权益	19	27	37	48
股东权益合计	917	1029	1170	1330
负债和股东权益合计	1320	1475	1637	1852

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%	14.2%	12.9%	15.1%
EBIT 增长率	-45.8%	117.4%	24.2%	10.0%
净利润增长率	-65.1%	189.4%	20.3%	14.2%
盈利能力				
毛利率	31.9%	36.0%	36.9%	37.1%
净利润率	3.3%	8.2%	8.8%	8.7%
总资产收益率 ROA	3.2%	8.3%	9.0%	9.1%
净资产收益率 ROE	4.7%	12.2%	13.0%	13.1%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.8	1.1	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.3	0.2	0.4	0.7
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	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.8	0.9	1.1
每股净资产	5.7	6.4	7.2	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	70.5	24.5	20.4	17.9
PB	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.0	13.4	10.4	9.0
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	45	129	158	179
折旧和摊销	60	69	83	95
营运资金变动	24	39	(32)	42
经营活动现金流	139	249	224	329
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)	5	69	128

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。