

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

19 年业绩表现靓丽，疫情短期冲击不改基本面长期向好

——燕塘乳业 (002732) 2019 年报点评报告

点评报告/食品饮料行业

2020 年 4 月 20 日

一、事件概述

4 月 17 日，公司发布 2019 年报，全年实现营业收入 14.71 亿元，同比+13.38%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比+193.71%；基本 EPS 为 0.79 元。公司拟每股派现金红利 0.40 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 利润增速同比大幅提高，期间费用率全面下降

2019 年公司实现营收/归母净利润 14.71/1.24 亿元，同比分别+13.38%/+193.71%。总体看，公司收入端增速符合我们此前预期，主要原因是 2019 年老工厂搬迁工作基本完成，新工厂产能顺利释放，公司在解决产能瓶颈之后出货量、营收出现显著增长。利润端，受营收增长、毛利率上升、2018 年工厂搬迁造成基数较低等因素的共同影响，同比出现大幅度增长。2019 年，公司毛利率 35.19%，同比+3.34 个百分点，主要原因是 2018 年新工厂产能较低，但直接人工和折旧摊销有所上升，毛利率受到压制；2019 年新工厂产能释放顺利，毛利率恢复明显。期间费用率 24.64%，同比-1.55 个百分点；销售费用率 18.09%，同比-0.98 个百分点；管理费用率 6.15%，同比-0.45 个百分点；财务费用率 0.40%，同比-0.12 个百分点。销售费用率下降的主要原因是销售收入提高较好地摊薄了员工薪酬及产品配送费用；财务费用率同比下降的主要原因是公司经营现金流良好，且提前偿还了部分银行贷款。

2019Q4 单季度营收/净利润分别为 3.79/0.13 亿元，同比+14.16%/+159.28%。Q4 单季度毛利率 34.57%，同比+5.10 个百分点；期间费用率 28.93%，同比-4.81 个百分点；销售费用率 19.82%，同比-2.19 个百分点；管理费用率 8.86%，同比-1.62 个百分点；财务费用率 0.25%，同比-0.37 个百分点。

➤ 新工厂稳定放量，部分品类保持快速增长

2019 年，公司共销售乳制品 16.05 万吨，同比+11.74%，主要原因是黄埔新工厂稳定放量，管理升级，生产效益逐步显现；公司乳制品平均销售吨价为 9069 元，同比+1.38%，主要是高毛利产品占比提升，显示公司主要产品仍保持较强的竞争力。细分品类方面，乳酸菌饮料收入 5.35 亿元，同比+16.71%；液体乳收入 4.93 亿元，同比+21.21%，成为带动营收增长的主要原因。具体产品方面，2019 年公司推出无蔗糖“老广州”酸奶、杨枝甘露牛奶饮品、常温果粒酸奶等新品，并有效加强了低温产品、新品、次新品的精准营销，其中“老广州”系列酸奶销在促销收紧的情况下销量同比翻番。此外，公司成功入选低温学生奶饮用试点企业，成为广东地区首批入选的试点乳企。

➤ 疫情拖累 20Q1 业绩表现，公司基本面长期向好趋势不变

2020Q1 受疫情冲击，公司净利润损失在 800 万元左右，归母净利润同比下滑 90%左右。疫情对公司短期生产经营的冲击主要体现在：1) 消费者出行意愿下降、学校延迟上课造成的动销影响；2) 道路交通管制、劳动力的短缺、社区加强管控等造成的供应链影响。我们认为上述因素造成的负面影响是局部的、短期的，并不影响公司的产品竞争力和品牌认知力。相反，公司在疫情期间向“疫症定点医院”捐赠牛奶产品、稳定奶源收购、坚持社区定点送奶等措施将有效加强公司的产品影响力，利好公司长远的品牌形象。

推荐

维持评级

当前价格：

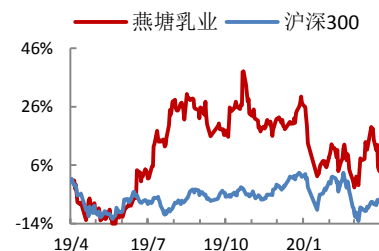
19.00

交易数据

2020-4-17

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）	155.49
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	29.90
流通市值（亿元）	29.54

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

1. 燕塘乳业 (002732) 2019 年一季报预告点评：疫情冲击拖累 20Q1 业绩，生产经营稳步复苏

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 16.72/19.25/22.09 亿元，同比 +13.7%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润 1.39/1.59/1.80 亿元，同比 +12.3%/+13.9%/+13.8%，对应 EPS 为 0.88/1.01/1.15 元，目前股价对应 PE 为 22/19/17 倍。公司目前估值略低于乳制品行业可比公司 26 倍 PE（按 Wind 一致预期 2020 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

疫情负面影响超预期，产能释放速度不及预期，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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,471	1,672	1,925	2,209
增长率（%）	13.4%	13.7%	15.1%	14.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	124	139	159	180
增长率（%）	193.7%	12.3%	13.9%	13.8%
每股收益（元）	0.79	0.88	1.01	1.15
PE（现价）	24.1	21.5	18.8	16.6
PB	3.0	2.7	2.5	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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,471	1,672	1,925	2,209
营业成本	953	1,063	1,223	1,404
营业税金及附加	9	10	11	13
销售费用	266	311	375	415
管理费用	79	94	106	133
研发费用	11	12	14	16
EBIT	152	182	194	228
财务费用	6	1	1	1
资产减值损失	(1)	6	1	5
投资收益	1	1	1	1
营业利润	150	180	198	228
营业外收支	(4)	(9)	(6)	(8)
利润总额	146	171	191	220
所得税	19	24	26	30
净利润	127	147	166	190
归属于母公司净利润	124	139	159	180
EBITDA	226	247	263	295
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	96	260	418	623
应收账款及票据	79	82	99	111
预付款项	17	29	27	35
存货	109	125	155	168
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	304	497	696	933
长期股权投资	0	1	3	4
固定资产	915	933	926	932
无形资产	29	27	25	24
非流动资产合计	1021	1005	930	864
资产合计	1325	1502	1627	1797
短期借款	22	22	22	22
应付账款及票据	126	169	178	214
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	265	318	346	400
长期借款	15	15	15	15
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	33	33	33	33
负债合计	298	351	380	434
股本	157	157	157	157
少数股东权益	21	29	36	45
股东权益合计	1027	1151	1247	1364
负债和股东权益合计	1325	1502	1627	1797

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.4%	13.7%	15.1%	14.8%
EBIT 增长率	111.6%	19.2%	6.9%	17.3%
净利润增长率	193.7%	12.3%	13.9%	13.8%
盈利能力				
毛利率	35.2%	36.4%	36.4%	36.5%
净利率	8.4%	8.3%	8.2%	8.2%
总资产收益率 ROA	9.4%	9.3%	9.7%	10.0%
净资产收益率 ROE	12.3%	12.4%	13.1%	13.7%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.6	2.0	2.3
速动比率	0.7	1.2	1.6	1.9
现金比率	0.4	0.8	1.2	1.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	16.7	15.6	16.2	15.9
存货周转天数	39.9	38.6	39.2	38.9
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.9	1.0	1.1
每股净资产	6.4	7.1	7.7	8.4
每股经营现金流	1.4	1.6	1.5	1.8
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	24.1	21.5	18.8	16.6
PB	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	12.5	10.7	9.5	7.8
股息收益率	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	127	147	166	190
折旧和摊销	74	71	70	72
营运资金变动	6	18	(14)	17
经营活动现金流	216	245	229	286
资本开支	97	14	(0)	7
投资	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(99)	(14)	0	(7)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(73)	0	0	0
筹资活动现金流	(106)	(67)	(71)	(74)
现金净流量	11	164	158	205

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。