

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

Q2 经营基本恢复正常，下半年有望持续向好改善

——燕塘乳业 (002732) 2020 年半年报点评报告

点评报告/食品饮料行业

2020 年 7 月 29 日

一、事件概述

7 月 28 日，公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 7.03 亿元，同比 +0.53%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比 -9.61%，基本 EPS 为 0.38 元。

二、分析与判断

➤ Q2 营收快速恢复，疫情负面影响逐步消退

2020H1，公司实现营收/归母净利润 7.03/0.60 亿元，同比分别 +0.53%/-9.61%，合 20Q2 单季度实现营收/归母净利润 4.44/0.59 亿元，同比 +6.36%/+6.64%。总体看，公司 Q2 动销逐步恢复正常，扭转了 Q1 营收/净利润双下滑的不利局面。受疫情影响，4 月份公司动销基本恢复正常；5~6 月负面影响完全消散，营收同比大幅度增长，预计 5~6 月收入增速上看双位数。如下半年疫情不出现大幅度反弹，我们预计公司 Q3、Q4 的营收/净利润增速将较 Q2 更为乐观。

20H1 整体毛利率为 35.70%，同比 +0.51%，主要原因是部分单品毛利率水平较高，并保持快速增长，增厚整体毛利率水平。期间费用率 24.33%，同比 +0.67 个百分点，其中销售费用率 18.55%，同比 +0.70 个百分点；管理费用率 5.55%，同比 +0.21 个百分点；财务费用率 0.24%，同比 -0.25 个百分点。销售费用率及管理费用率同比上行的主要原因预计是：1) 营收低速增长，销售及管理费用无法得到有效摊薄；2) 公司适当增加销售投入，拉高销售费用率。财务费用率同比下降的原因是长期借款减少，相应利息支出减少。20Q2 整体毛利率为 37.94%，同比 +0.85%。期间费用率 21.25%，同比 -0.19 个百分点，其中销售费用率 16.26%，同比 -0.22 个百分点；管理费用率 4.76%，同比 +0.21 个百分点；财务费用率 0.23%，同比 -0.18 个百分点。

➤ 乳酸菌饮料、液体乳营收保持增长，花式奶营收下滑明显，整体毛利率上行

2020H1，公司液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕产品分别实现营收 2.42/1.82/2.67/0.07 亿元，同比分别 +6.87%/-11.05%/+8.10%/-37.34%。受益于低温白奶、老广州酸奶、“小蓝盒”等单品营收快速增长，液体乳及乳酸菌饮料营收保持平稳增长；花式奶同比下滑明显，拖累整体营收增速。

毛利率方面，公司整体毛利率水平为 35.70%，同比 +0.51 个百分点，其中液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕产品毛利率水平分别为 27.47%/31.26%/47.07%/-0.96%，同比分别 -3.54%/+1.24%/+2.78%/-32.65 个百分点。冰淇淋业务毛利率出现负值主要是收入大幅下滑但成本支出相对刚性。

➤ 老广州等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广

2020H1 公司主要在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收保持高速增长，营收增速同比超过 80%。上半年，公司推出采用 75℃ 低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款 75℃ 新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳（奇亚籽）”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得 2019 年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。

推荐

维持评级

当前价格：

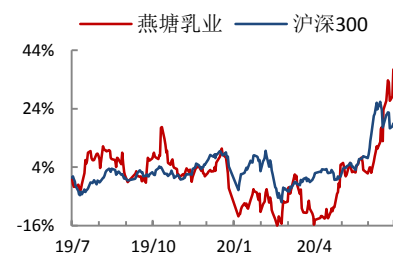
29.00

交易数据

2020-7-28

近 12 个月最高/最低	29.00/18.56
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）	45.63
流通市值（亿元）	45.09

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) 2020 年一季报
 点评：疫情冲击拖累 20Q1 业绩，生产经营稳步复苏
2. 燕塘乳业 (002732) 2019 年业绩快报
 点评：19 年业绩靓丽，疫情对基本面冲击相对有限

三、盈利预测与投资建议

根据上半年经营业绩，我们小幅调降此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 15.91/18.32/21.02 亿元，同比+8.2%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润 1.31/1.56/1.81 亿元，同比+6.0%/+18.6%/+16.2%，对应 EPS 为 0.83/0.99/1.15 元，对应 PE 为 35/29/25 倍。公司目前估值低于乳制品行业可比公司 38 倍 PE（按 Wind 一致预期）的平均值，考虑到疫情负面影响逐步消退，公司中长期成长性依然乐观，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	1,591	1,832	2,102
增长率（%）	13.4%	8.2%	15.1%	14.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	124	131	156	181
增长率（%）	193.7%	6.0%	18.6%	16.2%
每股收益（元）	0.79	0.83	0.99	1.15
PE（现价）	36.7	34.7	29.3	25.2
PB	4.5	4.1	3.8	3.5

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	1,591	1,832	2,102
营业成本	953	1,015	1,164	1,336
营业税金及附加	9	10	11	13
销售费用	266	294	351	384
管理费用	79	90	101	126
研发费用	11	12	14	16
EBIT	152	171	191	228
财务费用	6	1	1	1
资产减值损失	(1)	5	2	4
投资收益	1	1	1	1
营业利润	150	171	194	228
营业外收支	(4)	(9)	(6)	(8)
利润总额	146	162	188	221
所得税	19	23	25	30
净利润	127	139	163	190
归属于母公司净利润	124	131	156	181
EBITDA	226	236	260	295
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	96	255	400	614
应收账款及票据	79	78	94	105
预付款项	17	28	26	33
存货	109	114	152	155
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	304	476	670	905
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	1481	1600	1768
短期借款	22	22	22	22
应付账款及票据	126	162	169	203
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	265	305	331	382
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	339	365	415
股本	157	157	157	157
少数股东权益	21	29	36	45
股东权益合计	1027	1143	1236	1353
负债和股东权益合计	1325	1481	1600	1768

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%	8.2%	15.1%	14.8%
EBIT 增长率	111.6%	12.5%	11.5%	19.1%
净利润增长率	193.7%	6.0%	18.6%	16.2%
盈利能力				
毛利率	35.2%	36.2%	36.4%	36.5%
净利率	8.4%	8.3%	8.5%	8.6%
总资产收益率 ROA	9.4%	8.9%	9.7%	10.2%
净资产收益率 ROE	12.3%	11.8%	13.0%	13.8%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.6	2.0	2.4
速动比率	0.7	1.2	1.6	2.0
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	1.1	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.8	1.0	1.2
每股净资产	6.4	7.1	7.6	8.3
每股经营现金流	1.4	1.5	1.4	1.9
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	36.7	34.7	29.3	25.2
PB	4.5	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	19.1	17.6	15.4	12.9
股息收益率	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	127	139	163	190
折旧和摊销	74	70	71	71
营运资金变动	6	22	(24)	25
经营活动现金流	216	240	216	295
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	159	146	214

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。