

2023 年 11 月 01 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，成本改善释放弹性

—燕塘乳业（002732.SZ）公司事件点评报告

买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 10 月 30 日，燕塘乳业发布 2023 年前三季度报告。

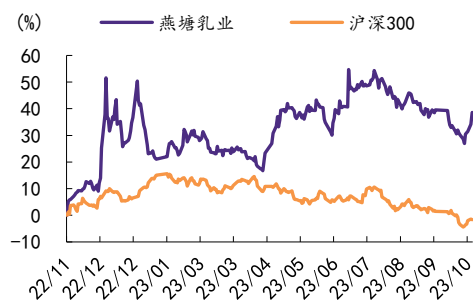
投资要点

基本数据

2023-10-31

当前股价（元）	20.66
总市值（亿元）	33
总股本（百万股）	157
流通股本（百万股）	156
52 周价格范围（元）	16.63-24.21
日均成交额（百万元）	61.32

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《燕塘乳业（002732）：规划指明方向，未来加快步伐》2023-09-21
- 2、《燕塘乳业（002732）：业绩符合预期，享成本改善红利》2023-08-16
- 3、《燕塘乳业（002732）：业绩符合预期，高端化趋势不变》2023-07-11

业绩符合预期，毛利率提升明显

2023Q1-Q3 总营收 14.81 亿元（同增 5%），归母净利润 1.43 亿元（同增 70%），其中 2023Q3 总营收 5.18 亿元（同增 1.6%），归母净利润 0.45 亿元（同增 70%），业绩符合预期。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率 27.38%（+3pct），净利率 9.57%（+4pct）；2023Q3 毛利率 27.58%（+3.5pct），净利率 8.52%（+3pct），系成本改善、费率优化。费用端，2023Q3 销售费用率为 10.56%（-1pct），管理费用率为 4.58%（-1pct），营业税金及附加占比为 0.85%（+0.01pct）。现金流端，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 2.39 亿元（同增 188%），2023Q3 经营活动现金流净额为 0.79 亿元（同减 18%）。截至 2023Q3 末，合同负债 0.22 亿元（环比+69%）。

产品矩阵持续丰富，内生外延持续扩张

公司于 2023 年 9 月发布 2023-2030 年发展规划：产品端，公司着重打造新鲜、优质、安全、营养、健康、时尚的差异化产品，持续丰富产品矩阵，打造“新鲜&时尚”的品牌形象。市场布局以广东、大湾区为核心逐步进行全国扩张。资本运作方面，规范公司运作和治理水平，以信息披露为核心，提升投资者关系管理水平；提高资本运作能力，主动提升环境社会治理（ESG）管理水平。公司深入推进“科技兴乳”战略，构建乳业产业研究院，加快实施一批具有战略性、前瞻性重大科技项目，实现关键技术硬核突破，提升科技创新自立自强能力。内部管理方面，公司加速精细化、规范化管理进程，推进数字化转型，提高全产业链管理水平。

盈利预测

根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 1.15/1.44/1.76 元（前值分别为 1.03/1.51/1.98 元），当前股价对应 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、新品增长不及预期、竞争进一步加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,875	1,973	2,241	2,496
增长率（%）	-5.5%	5.2%	13.6%	11.4%
归母净利润（百万元）	99	180	226	277
增长率（%）	-37.0%	81.4%	25.6%	22.3%
摊薄每股收益（元）	0.63	1.15	1.44	1.76
ROE（%）	7.8%	13.0%	14.7%	16.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	1,875	1,973	2,241	2,496
现金及现金等价物	266	356	577	817	营业成本	1,434	1,433	1,617	1,788
应收款	103	97	98	103	营业税金及附加	11	14	15	16
存货	180	174	179	183	销售费用	202	201	226	250
其他流动资产	21	20	20	21	管理费用	105	109	121	132
流动资产合计	570	648	874	1,124	财务费用	4	-6	-12	-18
非流动资产：					研发费用	18	20	22	25
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	329	323	358	389
固定资产	842	795	745	697	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	14	6	2	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	27	25	24	23	投资收益	1	-2	-1	0
长期股权投资	69	69	69	69	营业利润	117	201	250	303
其他非流动资产	371	371	371	371	加：营业外收入	0	1	2	3
非流动资产合计	1,324	1,267	1,212	1,161	减：营业外支出	2	4	3	2
资产总计	1,894	1,914	2,086	2,285	利润总额	115	198	249	304
流动负债：					所得税费用	14	19	24	29
短期借款	177	90	110	120	净利润	101	179	225	275
应付账款、票据	226	218	224	232	少数股东损益	2	-1	-1	-1
其他流动负债	141	141	141	141	归母净利润	99	180	226	277
流动负债合计	561	465	491	511					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	60	60	60	60	营业收入增长率	-5.5%	5.2%	13.6%	11.4%
非流动负债合计	60	60	60	60	归母净利润增长率	-37.0%	81.4%	25.6%	22.3%
负债合计	621	525	552	571	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.5%	27.4%	27.8%	28.4%
股本	157	157	157	157	四项费用/营收	17.5%	16.4%	16.0%	15.6%
股东权益	1,273	1,389	1,535	1,713	净利率	5.4%	9.1%	10.0%	11.0%
负债和所有者权益	1,894	1,914	2,086	2,285	ROE	7.8%	13.0%	14.7%	16.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.8%	27.4%	26.4%	25.0%
净利润	101	179	225	275	营运能力				
少数股东权益	2	-1	-1	-1	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
折旧摊销	92	57	54	51	应收账款周转率	18.1	20.3	22.8	24.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	7.9	8.3	9.1	9.9
营运资金变动	-5	4	1	0	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	190	239	278	325	EPS	0.63	1.15	1.44	1.76
投资活动现金净流量	-236	56	53	50	P/E	32.7	18.0	14.4	11.7
筹资活动现金净流量	136	-150	-59	-87	P/S	1.7	1.6	1.5	1.3
现金流量净额	91	145	272	288	P/B	2.6	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。