

2024年03月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023年顺利收官，固本拓新成长可期

—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

2024年03月29日，燕塘乳业发布2023年年报。

投资要点

基本数据

2024-03-29

当前股价（元）	18.42
总市值（亿元）	29
总股本（百万股）	157
流通股本（百万股）	157
52周价格范围（元）	15.23-24.21
日均成交额（百万元）	44.32

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）：业绩符合预期，2024年可期》2024-01-21
- 2、《燕塘乳业（002732）：业绩符合预期，高端化趋势不变》2023-11-01
- 3、《燕塘乳业（002732）：规划指明方向，未来加快步伐》2023-09-21

■ 营收稳健增长，费用端优化提升盈利能力

公司2023年总营收19.50亿元（+4%），归母净利润1.80亿元（+82%），营收增长主要系原料价格下行和消费需求回暖所致。2023Q4公司总营收4.69亿元（+1%），归母净利润0.37亿元（+143%）。得益于产品结构优化，公司2023年毛利率增长至26.04%（+2pcts），同时由于公司持续推进精细化管理、完成子公司燕塘冷冻的注销，2023年公司销售/管理费率分别为10.24%/4.73%，分别同减1pct/1pct，叠加享受高新技术企业所得税优惠税率，公司净利率实现9.17%（+4pcts）。

■ 省内基本盘持续稳固，线上营收增速亮眼

分产品看，液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料类/其他的营收分别为7.50/3.87/7.93/0.20亿元，分别同比+4%/+0.3%/+8%/-31%，2023年公司推出13款新品，同时巩固老品份额，带动业绩稳步增长。拆分量价看，液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料类销量分别为7.50/4.33/10.03万吨，同增5%/2%/9%，预计主要系公司通过布局新区域/开拓新渠道/引入零食概念推动市场精耕所致；产品对应吨价分别为1.00/0.89/0.79万元/吨，分别同降1%/1%/1%。分销售模式看，公司线下/线上营收分别为16.36/3.14亿元，分别同增1%/20%，线上营收增速亮眼。分区域看，2023年珠三角地区营收14.65亿元（+6%），毛利率为26.12%（+3pcts），基地市场持续夯实；省内非珠三角地区营收4.45亿元（-4%）；省外市场营收0.40亿元（+26%），毛利率16.71%（-3pcts），省外处于开拓阶段且物流费用高致毛利承压，但增长显著，随着规模效应释放和冷链技术改善，省外盈利端有望改善。

■ 盈利预测

我们看好公司稳固业绩基本盘，聚焦大湾区、借力线上渠道拓展外埠市场、低温奶市场培育有望为公司带来新的利润增长点。根据年报，预计2024-2026年EPS分别为1.31/1.61/1.92元，当前股价对应PE分别为14/11/10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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,950	2,195	2,419	2,622
增长率（%）	4.0%	12.6%	10.2%	8.4%
归母净利润（百万元）	180	207	253	302
增长率（%）	81.6%	14.6%	22.5%	19.1%
摊薄每股收益（元）	1.15	1.31	1.61	1.92
ROE（%）	12.7%	13.3%	14.8%	15.8%

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	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	1,950	2,195	2,419	2,622
现金及现金等价物	357	393	633	890	营业成本	1,442	1,612	1,761	1,894
应收款	115	108	106	108	营业税金及附加	13	15	16	17
存货	132	196	195	194	销售费用	200	224	244	262
其他流动资产	8	22	22	22	管理费用	92	101	109	115
流动资产合计	612	719	956	1,214	财务费用	4	-11	-17	-24
非流动资产:					研发费用	21	22	24	26
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	317	336	361	380
固定资产	861	806	753	703	资产减值损失	-3	0	0	0
在建工程	3	1	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	27	25	24	23	投资收益	-3	-2	-1	0
长期股权投资	75	75	75	75	营业利润	204	231	280	332
其他非流动资产	362	362	362	362	加:营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	1,328	1,269	1,214	1,163	减:营业外支出	6	4	3	2
资产总计	1,940	1,988	2,170	2,377	利润总额	199	228	279	333
流动负债:					所得税费用	21	23	28	33
短期借款	90	3	23	33	净利润	179	205	251	299
应付账款、票据	245	245	244	246	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
其他流动负债	118	118	118	118	归母净利润	180	207	253	302
流动负债合计	467	383	402	415					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	55	55	55	55	营业收入增长率	4.0%	12.6%	10.2%	8.4%
非流动负债合计	55	55	55	55	归母净利润增长率	81.6%	14.6%	22.5%	19.1%
负债合计	523	438	457	470	盈利能力				
所有者权益					毛利率	26.0%	26.6%	27.2%	27.8%
股本	157	157	157	157	四项费用/营收	16.2%	15.3%	14.9%	14.5%
股东权益	1,417	1,550	1,713	1,906	净利率	9.2%	9.3%	10.4%	11.4%
负债和所有者权益	1,940	1,988	2,170	2,377	ROE	12.7%	13.3%	14.8%	15.8%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	26.9%	22.0%	21.1%	19.8%
净利润	179	205	251	299	营运能力				
少数股东权益	-2	-2	-2	-2	总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
折旧摊销	103	59	55	51	应收账款周转率	17.0	20.3	22.8	24.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	10.9	8.3	9.1	9.9
营运资金变动	36	-69	2	2	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	317	193	307	350	EPS	1.15	1.31	1.61	1.92
投资活动现金净流量	-87	57	54	50	P/E	16.1	14.0	11.4	9.6
筹资活动现金净流量	-194	-159	-69	-96	P/S	1.5	1.3	1.2	1.1
现金流量净额	36	91	292	305	P/B	2.1	1.9	1.7	1.5

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：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

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。