

2024年04月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利同比下降，新项目有望提振竞争力

—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04月28日，燕塘乳业发布2024年一季度报。

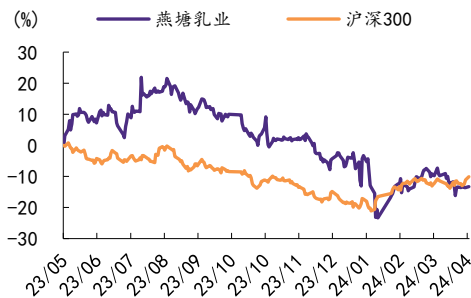
投资要点

基本数据

2024-04-29

当前股价（元）	16.54
总市值（亿元）	26
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）	45.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《燕塘乳业（002732）：2023年顺利收官，固本拓新成长可期》2024-03-30
- 《燕塘乳业（002732）：业绩符合预期，2024年可期》2024-01-21
- 《燕塘乳业（002732）：业绩符合预期，高端化趋势不变》2023-11-01

业绩短期承压，整体符合预算范围

公司2024Q1总营收3.79亿元（同减12%），归母净利润0.16亿元（同减43%）。2024Q1毛利率同减1pct至24.31%。2024Q1销售/管理费用率分别为12.65%/5.13%，分别同增2pcts/0.3pct，预计系行业竞争加剧下公司调整促销力度所致，综合导致2024Q1净利率同减2pcts至4.28%。根据公司2024年财务预算报告，由于公司计划调整产品促销力度/建设品牌形象/加强新品研发，预计费用及成本增加，此外2023年公司转让房产取得的收益为偶发的非经常性事项，预计2024年公司营收同比变动-20%至10%，归母净利润同比变动-50%至10%，2024Q1业绩符合预算范围内。

看好产业集群项目，多方面助推成长动能

公司于2024年4月2日审议通过《关于拟建设都市型乳业优势特色产业集群项目的议案》，项目建设期为2024-2026年。项目目标为：1)提升奶牛养殖数量，鲜奶产量达到8.69万吨以上；2)增加与液态奶高度契合的产品，构建多元化产品结构；3)提升成母牛单产能力，实现科技支撑体系健全完善；4)实现工厂废水、废气达标排放率100%，垫料和沼气资源利用率达95%以上；5)与相关农户建立利益联结机制，增强辐射带动能力。项目建设布局为：围绕粤港澳大湾区，构建“1核2院2片区”的产业空间格局。项目内容为：1)科技支撑：构建科技平台，实现全产业链精细化管理；2)奶源优化：增加优质饲草料供应至5万吨，提升单产水平与原奶质量；3)产业链条：构建现代冷链物流配送体系；4)市场扩展：实施品牌和产品策略，扩大市场影响力；5)农民增收：探索利益联结机制，搭建公共服务平台。该项目的推进有望提升公司的市场竞争力及可持续发展能力，形成具有南方特色的乳业全产业链示范样板。

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。根据一季度报，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 13/10/9 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	14.4	12.6	10.3	8.6
筹资活动现金净流量	-194	-159	-69	-96	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0
现金流量净额	36	91	292	305	P/B	1.9	1.7	1.5	1.4

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。