

2025年04月03日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩短期承压，期待新品发力

—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  
联系人：肖燕南 S1050123060024  
xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年3月30日，燕塘乳业发布2024年年报。

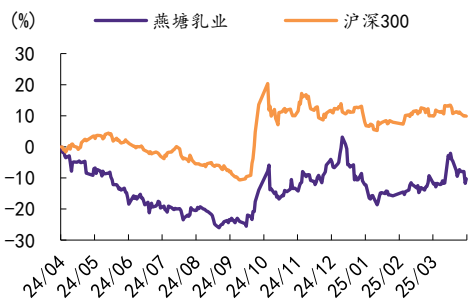
## 投资要点

### 基本数据

2025-04-02

当前股价(元)	15.99
总市值(亿元)	25
总股本(百万股)	157
流通股本(百万股)	157
52周价格范围(元)	13.23-18.45
日均成交额(百万元)	30.52

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《燕塘乳业（002732）：盈利同比下降，新项目有望提振竞争力》2024-04-29
- 《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

### 受消费环境影响，利润表现承压

业绩略不及预期，利润承压明显。2024年总营收/归母净利润分别为17.32/1.03亿元，分别同比-11%/-43%。其中，2024Q4总营收/归母净利润分别为4.29/0.22亿元，分别同比-9%/-42%。Q4产品结构提升，全年毛利率表现稳定。2024年毛利率/净利率分别为25.31%/5.95%，分别同比-0.7/-3.2pcts；2024Q4毛利率/净利率分别为23.97%/5.06%，分别同比+2.2/-2.9pcts。营收规模下滑致销售费用率提升，管理费用率基本稳定。2024年销售/管理费用率分别为11.56%/5.12%，分别同比+1.3/+0.4pcts；2024Q4销售/管理费用率分别为11.33%/5.25%，分别同比+0.5/-0.2pcts。经营净现金流承压，销售回款与收入表现一致。2024年经营净现金流/销售回款为1.50/18.97亿元，同比-53%/-10%。截至2024年年末，公司合同负债0.14亿元（环比-0.11亿元）。

### 新品开发力度较大，持续扩充产品矩阵

2024年液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料类营收分别为6.46/3.32/7.37亿元，分别同比-14%/-14%/-7%；销量增速分别为-10%/-12%/-3%，均价增速分别为-4%/-2%/-4%；毛利率分别为14.98%/26.10%/33.68%，分别同比-1/-0.4/-1pcts。主品方面，蓝盒乳酸菌产品表现较好，代表性单品老广州系列体量逐步扩大。新品方面，公司结合岭南文化与健康概念推出陈皮酸奶、晚安牛奶、鲜奶布丁、“杨枝甘露”等新品，打造差异化产品矩阵；其中鲜奶布丁表现较好。

### 深耕大湾区市场，新渠道拓展稳步推进

分渠道看，2024年线下/线上营收分别为14.26/3.06亿元，分别同比-13%/-3%。经销渠道稳步增长，公司目前拥有648家经销商，主要集中于珠三角地区，净增加43家经销商；同时积极拓展新渠道，2024年零食连锁系统增量超1200万，学校、机团渠道促进学生奶开发与增长。分区域看，2024年广东省内珠三角/广东省内珠三角以外/广东省外地区营收为12.92/4.02/0.38亿元，分别同比-12%/-10%/-6%。业绩期内，公司积极布局港澳市场新区域，通过铺市和渠道建设推

进大湾区的全覆盖渗透。

## ■ 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。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.84/0.97/1.10，当前股价对应 PE 分别为 19/16/15 倍，我们认为下半年随着促消费政策逐步落地，消费力预计持续复苏，公司业绩预计回暖，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	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入（百万元）	1,732	1,844	1,995	2,195
增长率（%）	-11.2%	6.5%	8.2%	10.0%
归母净利润（百万元）	103	133	153	173
增长率（%）	-43.0%	29.0%	15.5%	13.0%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.84	0.97	1.10
ROE（%）	6.9%	8.4%	9.0%	9.5%

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	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	348	472	657	841
应收款	101	91	87	90
存货	125	167	164	166
其他流动资产	16	18	18	19
流动资产合计	590	748	926	1,116
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	870	816	763	713
在建工程	6	2	1	0
无形资产	32	31	29	27
长期股权投资	70	70	70	70
其他非流动资产	375	375	375	375
非流动资产合计	1,354	1,294	1,238	1,186
资产总计	1,944	2,042	2,164	2,301
<b>流动负债:</b>				
短期借款	59	39	59	69
应付账款、票据	182	208	204	211
其他流动负债	111	111	111	111
流动负债合计	366	372	388	406
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	448	455	471	488
<b>所有者权益</b>				
股本	157	157	157	157
股东权益	1,495	1,587	1,693	1,813
负债和所有者权益	1,944	2,042	2,164	2,301

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	103	132	152	172
少数股东权益	0	-1	-1	-1
折旧摊销	106	60	56	52
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-59	-8	3	1
经营活动现金净流量	150	182	210	224
投资活动现金净流量	-79	58	54	51
筹资活动现金净流量	53	-60	-26	-42
现金流量净额	124	181	238	233

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,732	1,844	1,995	2,195
营业成本	1,294	1,370	1,479	1,624
营业税金及附加	12	13	14	14
销售费用	200	203	217	237
管理费用	89	92	98	108
财务费用	1	-12	-13	-11
研发费用	17	18	20	22
费用合计	307	302	322	356
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	-2	-1	0
营业利润	129	158	181	201
加:营业外收入	1	1	2	3
减:营业外支出	9	10	11	10
利润总额	120	149	172	194
所得税费用	17	18	20	22
净利润	103	132	152	172
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归母净利润	103	133	153	173

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-11.2%	6.5%	8.2%	10.0%
归母净利润增长率	-43.0%	29.0%	15.5%	13.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	25.3%	25.7%	25.9%	26.0%
四项费用/营收	17.7%	16.4%	16.1%	16.2%
净利率	5.9%	7.1%	7.6%	7.8%
ROE	6.9%	8.4%	9.0%	9.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.1%	22.3%	21.8%	21.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	17.2	20.3	22.8	24.3
存货周转率	10.3	8.3	9.1	9.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.65	0.84	0.97	1.10
P/E	24.5	19.0	16.4	14.5
P/S	1.5	1.4	1.3	1.1
P/B	1.7	1.6	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，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 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。