

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

21H1 主业积极扩张推动业绩高增

——燕塘乳业 (002732) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 7 月 30 日

一、事件概述

7 月 29 日, 公司发布 2021 年半年报, 21H1 实现营收 9.48 亿元, 同比+34.88%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同比+85.42%; 实现基本 EPS 为 0.71 元。

二、分析与判断

➤ 21H1 主业积极扩张推动业绩实现高速增长

21H1 公司实现营收/归母净利润 9.48/1.11 亿元, 同比分别+34.88%/+85.42%; 合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 5.49/0.77 亿元, 同比分别+23.69%/+30.52%。总体看, 公司上半年坚持“精耕”与“开拓”并重, 在做足终端延展、渠道下沉、市场渗透的同时, 探索新型营销模式, 不断扩大市场版图, 推动公司业绩实现高速增长。

分产品看, 21H1 液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕业务实现营业收入 3.57/2.28/3.47/0.06 亿元, 同比分别+47.51%/+24.92%/+30.08%/-8.26%。液体乳等核心品类收入保持较高增速, 推动公司主业整体收入规模实现快速增长。

分渠道看, 经销商/线上直销渠道分别实现收入 6.50/0.84 亿元, 同比分别+27.94%/+83.91%。线上渠道实现快速扩张, 同时商超渠道实现 30% 的收入增长。

分区域看, 珠三角/珠三角以外/广东省外地区分别实现收入 7.07/2.20/0.20 亿元, 同比分别+36.12%/+29.07%/+62.72%。珠三角市场高增原因是公司加大深圳、东莞等广州以外市场投入。广东省外高增长的原因是线上渠道的快速扩张。截至上半年末, 公司珠三角地区/珠三角以外地区/广东省外分别拥有经销商 340/168/52 家, 较年初分别-7/+5/-1 家, 经销商队伍保持稳定。

➤ 新收入准则拉低毛利率水平, 21H1 毛销差同比改善

21H1 公司毛利率为 30.74%, 同比-4.97ppt, 主要原因是新收入准则运输费用计入营业成本, 拉低毛利率水平。21H1 毛销差为 18.90%, 同比+1.75ppt, 改善明显。

21H1 期间费用率为 16.79%, 同比-7.54ppt。其中销售费用率为 11.83%, 同比-6.71ppt 原因是: (1) 新收入准则执行; (2) 促销费用投入随收入增长有所增加。管理费用率为 4.17%, 同比 -0.59ppt。研发费用率为 0.59%, 同比-0.20ppt。财务费用率为 0.20%, 同比-0.04ppt。主业竞争力强化导致毛销差改善、公司收入高速增长有效摊薄各项费用是利润端增速大幅高于收入端的主要原因。此外, 21H1 公司获得 790 万元非经常性损益 (去年同期为-106 万元), 也一定程度提高了上半年净利润表现。

➤ 新产能积极扩建, 新产品持续推出

产能方面, 21H1 由于下游需求旺盛, 公司现有产能利用率较高。广州旗舰工厂/湛江生产基地分别实现产量 7.29/1.67 万吨, 产能利用率分别为 73.61%/60.56%。广州旗舰工厂 3 万吨产能扩建正积极推进。

委托加工方面, 21H1 花式奶/乳酸菌乳饮料/液体乳/冰淇淋雪糕分别委托生产 5026/1467/5976/572 吨, 同比分别+192.89%/+7.49%/+78.65%/+2.07%。主要原因是部分产品需求旺盛, 公司相关生产线短期无法满足需求量。

21H1 公司推出了“原生基因·天然亲和”A2 β -酪蛋白鲜牛奶、鲜牛乳含量高达 80% 的全新休闲零食“鲜奶布丁”、“鲜致牧场”ESL 牛奶等新品, 不断丰富公司产品线, 提升客群跨度和消费粘度。同时, 公司对新品、次新品及核心产品开展精准营销, 新品鲜奶布丁、A2 β -酪蛋白鲜牛奶和次新品谷物组合风味发酵乳“鼓粒”产品获得消费者的认可。

推荐

维持评级

当前价格:

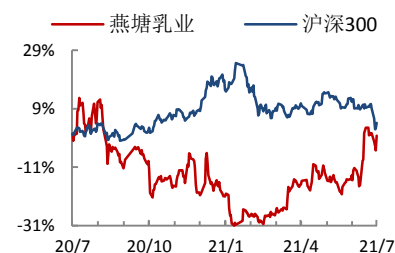
27.56

交易数据

2021-7-29

近 12 个月最高/最低	30.4/19.02
总股本 (百万股)	157.35
流通股本 (百万股)	155.73
流通股比例 (%)	99%
总市值 (亿元)	43.37
流通市值 (亿元)	42.92

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

邮箱: yujie@mszq.com

分析师: 熊航

执业证号: S0100520080003

电话: 0755-22662016

邮箱: xionghang@mszq.com

相关研究

1. 燕塘乳业 (002732) 2020 年报及 2021 年一季报点评: 主业业绩超越疫情前水平, 核心单品保持高速增长

三、盈利预测与投资建议

基于公司半年报表现，我们上调此前盈利预测。预计 21-23 年公司实现收入 18.91/21.16/24.38 亿元，同比+15.5%/+11.9%/+15.2%；实现归母净利润 1.71/2.02/2.30 亿元，同比+62.9%/+18.0%/+13.9%，对应 EPS 为 1.09/1.28/1.46 元，对应 PE 为 25/22/19 倍。公司估值与乳制品行业可比公司 24 倍的平均 PE 水平（Wind 一致预期，算术平均法，扣除部分以非液态奶主业公司）大体相当，考虑到公司未来将持续秉持积极的市场扩张策略，维持“推荐”评级。

四、风险提示

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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,637	1,891	2,116	2,438
增长率（%）	11.3%	15.5%	11.9%	15.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	105	171	202	230
增长率（%）	-15.4%	62.9%	18.0%	13.9%
每股收益（元）	0.67	1.09	1.28	1.46
PE（现价）	41.1	25.4	21.5	18.9
PB	4.1	3.5	3.1	2.7

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,637	1,891	2,116	2,438
营业成本	1,172	1,325	1,447	1,671
营业税金及附加	10	12	13	15
销售费用	218	239	296	333
管理费用	82	89	102	115
研发费用	12	14	16	18
EBIT	143	212	243	285
财务费用	3	(0)	(1)	(1)
资产减值损失	(6)	8	(1)	9
投资收益	2	2	2	2
营业利润	136	211	251	283
营业外收支	(9)	(7)	(8)	(7)
利润总额	127	205	243	276
所得税	19	29	36	40
净利润	107	176	207	236
归属于母公司净利润	105	171	202	230
EBITDA	222	286	317	357
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	133	383	666	931
应收账款及票据	102	110	128	144
预付款项	14	20	19	24
存货	124	162	148	222
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	377	670	958	1308
长期股权投资	0	2	3	5
固定资产	909	890	878	862
无形资产	28	27	26	25
非流动资产合计	1009	961	872	784
资产合计	1386	1631	1830	2092
短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	112	151	151	183
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	301	352	370	423
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	13	13	13	13
负债合计	314	366	383	436
股本	157	157	157	157
少数股东权益	24	29	35	42
股东权益合计	1072	1266	1447	1656
负债和股东权益合计	1386	1631	1830	2092

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.3%	15.5%	11.9%	15.2%
EBIT 增长率	-6.3%	48.5%	14.4%	17.5%
净利润增长率	-15.4%	62.9%	18.0%	13.9%
盈利能力				
毛利率	28.4%	29.9%	31.6%	31.5%
净利润率	6.4%	9.0%	9.5%	9.4%
总资产收益率 ROA	7.6%	10.5%	11.0%	11.0%
净资产收益率 ROE	10.0%	13.8%	14.3%	14.2%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.9	2.6	3.1
速动比率	0.8	1.5	2.2	2.6
现金比率	0.4	1.1	1.8	2.2
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	19.9	18.3	19.1	18.7
存货周转天数	35.7	37.8	36.8	37.3
总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.1	1.3	1.5
每股净资产	6.7	7.9	9.0	10.3
每股经营现金流	1.3	1.7	1.9	1.8
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	41.1	25.4	21.5	18.9
PB	4.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	18.1	13.3	11.2	9.2
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	107	176	207	236
折旧和摊销	85	82	73	82
营运资金变动	8	(0)	14	(42)
经营活动现金流	207	262	301	281
资本开支	99	(12)	(9)	(10)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(98)	12	9	10
股权募资	2	0	0	0
债务募资	(8)	0	0	0
筹资活动现金流	(77)	(25)	(26)	(27)
现金净流量	32	250	284	264

分析师简介

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，食品饮料行业分析师。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。