

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

21Q1 利润高增，主业经营大幅超疫情前水平

——燕塘乳业 (002732) 2020 年业绩快报及 21Q1 业绩预告点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 13 日

一、事件概述

4 月 12 日，公司发布 2020 年度业绩快报及 2021 年一季度业绩预告，预计 2020 年实现营收 16.37 亿元，同比+11.30%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比-15.37%，基本 EPS 为 0.67 元；2021 年一季度预计实现归母净利润 0.32~0.35 亿元，同比+3700%~+4000%，较 19Q1 增长约 197%~220%。

二、分析与判断

➤ 2020 年营收稳健增长，受成本上行及销售投入增加影响利润表现

2020 年公司实现营收/归母净利润 16.37/1.05 亿元，同比分别+11.30%/-15.37%；合 20Q4 单季度实现营收/归母净利润 4.43/0.09 亿元，同比+16.94%/-34.30%。总体看，受新冠疫情影响，20Q1 公司动销不畅，业绩同比出现大幅下滑；20Q2 之后疫情得到缓解，下游动销开始恢复，公司业绩恢复增长；20H2 行业下游需求恢复正常，叠加公司实施积极的销售策略，推动下半年营收实现同比+21%的增长，但成本端的压力以及积极的费用投放策略导致利润端同比出现下滑。2020 年公司加大力度开拓新渠道、新市场，导致相关市场促销支持费、劳务成本、广告宣传支出费等增加，在一定程度上拖累了业绩表现。

➤ 21Q1 利润同比大幅增长，主业经营业绩超越疫情前水平

21Q1 公司预计实现归母净利润 0.33~0.35 亿元，同比+3700%~+4000%，较 19Q1 增长约 197%~220%，经营情况显著超越疫情前水平。总体看，疫情缓解后，消费者健康管理意识不断提升，乳制品消费需求改善，同时今年春节前夕国家倡导“就地过年”，并出台相关扶持政策，充分激发了公司核心广深市场的消费活力。在此背景下，公司一方面深耕传统渠道，加大力度开拓新渠道、新市场；另一方面优化产品结构，降低买赠促销，进一步提升公司综合盈利水平。预计 21Q1 公司收入端增速有望上看 40-50% 一线，显著高于此前增长中枢水平，是拉动业绩显著提速的核心原因。此外，因去年疫情导致的超低基数也是 21Q1 利润高速增长的主要原因之一。

➤ 老广州等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广

公司目前在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收端保持高速增长。2020 年公司推出采用 75°C 低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款 75°C 新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳（奇亚籽）”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得 2019 年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 16.37/18.43/21.15 亿元，同比+11.3%/+12.6%/+14.8%；实现归母净利润 1.05/1.56/1.80 亿元，同比-15.4%/+48.4%/+15.6%，对应 EPS 为 0.67/0.99/1.14 元，对应 PE 为 31/21/18X。公司目前估值显著低于乳制品行业可比公司 32X 的平均 PE 水平（Wind 一致预期，对应 2021 年业绩，扣除部分以非液态奶为主营业务的公司），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。

推荐

维持评级

当前价格：

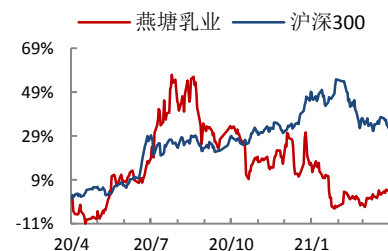
20.69

交易数据

2021-4-12

近 12 个月最高/最低	30.6/18.35
总股本（百万股）	157.35
流通股本（百万股）	155.86
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	32.56
流通市值（亿元）	32.25

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 年三季报
点评：Q3 收入高增提升份额，短期投入加大影响利润
2. 燕塘乳业 (002732) 2020 年一季度报
点评：疫情冲击拖累 20Q1 业绩，生产经营稳步复苏

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,471	1,637	1,843	2,115
增长率 (%)	13.4%	11.3%	12.6%	14.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	124	105	156	180
增长率 (%)	193.7%	-15.4%	48.4%	15.6%
每股收益 (元)	0.79	0.67	0.99	1.14
PE (现价)	26.2	31.0	20.9	18.1
PB	3.2	3.0	2.8	2.5

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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,471	1,637	1,843	2,115
营业成本	953	1,044	1,172	1,344
营业税金及附加	9	10	11	13
销售费用	266	339	355	389
管理费用	79	92	102	127
研发费用	11	12	14	16
EBIT	152	139	191	227
财务费用	6	1	1	1
资产减值损失	(1)	6	1	5
投资收益	1	1	1	1
营业利润	150	138	194	227
营业外收支	(4)	(9)	(6)	(8)
利润总额	146	129	188	219
所得税	19	18	25	30
净利润	127	111	162	189
归属于母公司净利润	124	105	156	180
EBITDA	226	204	260	294
资产负债表 (百万元)				
货币资金	96	227	378	580
应收账款及票据	79	80	94	106
预付款项	17	29	26	34
存货	109	121	147	162
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	304	458	644	878
长期股权投资	0	1	3	4
固定资产	915	933	926	932
无形资产	29	27	25	24
非流动资产合计	1021	1005	930	864
资产合计	1325	1462	1574	1741
短期借款	22	22	22	22
应付账款及票据	126	166	170	205
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	265	315	333	384
长期借款	15	15	15	15
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	33	33	33	33
负债合计	298	348	366	418
股本	157	157	157	157
少数股东权益	21	27	34	43
股东权益合计	1027	1115	1208	1324
负债和股东权益合计	1325	1462	1574	1741

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.4%	11.3%	12.6%	14.8%
EBIT 增长率	111.6%	-8.7%	36.9%	19.1%
净利润增长率	193.7%	-15.4%	48.4%	15.6%
盈利能力				
毛利率	35.2%	36.2%	36.4%	36.5%
净利率	8.4%	6.4%	8.4%	8.5%
总资产收益率 ROA	9.4%	7.2%	9.9%	10.3%
净资产收益率 ROE	12.3%	9.6%	13.3%	14.0%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.5	1.9	2.3
速动比率	0.7	1.1	1.5	1.9
现金比率	0.4	0.7	1.1	1.5
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	16.7	15.6	16.2	15.9
存货周转天数	39.9	38.6	39.2	38.9
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.7	1.0	1.1
每股净资产	6.4	6.9	7.5	8.1
每股经营现金流	1.4	1.3	1.4	1.8
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	26.2	31.0	20.9	18.1
PB	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.6	14.3	10.7	8.8
股息收益率	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
现金流量表 (百万元)				
净利润	127	111	162	189
折旧和摊销	74	71	70	72
营运资金变动	6	21	(17)	14
经营活动现金流	216	212	222	282
资本开支	97	14	(0)	7
投资	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(99)	(14)	0	(7)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(73)	0	0	0
筹资活动现金流	(106)	(67)	(71)	(74)
现金净流量	11	131	152	201

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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，食品饮料行业研究助理。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。