

燕塘乳业 (002732)

公司研究/点评报告

主业业绩超越疫情前水平，核心单品保持高速增长

——燕塘乳业 (002732) 2020 年报及 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 23 日

一、事件概述

4 月 22 日，公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，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。2021Q1 实现营收 3.98 亿元，同比+54.11%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比+3891.88%，基本 EPS 为 0.22 元。2020 年度拟每股派发现金红利 0.15 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 2020 年疫情对经营冲击明显，2021Q1 动销超越疫情前水平

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 Q4 单季度实现营收/归母净利润 4.43/0.09 亿元，同比分别+16.94%/-34.35%。2020 年疫情对公司经营的冲击仍然明显，20H1 疫情对动销影响较大，业绩同比下滑；20H2 下游需求超预期释放，导致上游奶源较为紧张，直接提升生产成本，拉低业绩表现。

2021Q1 公司实现营收/归母净利润 3.98/0.34 亿元，同比分别+54.11%/+3891.88%。业绩保持高速增长，与疫情前的 2019Q1 比较，营收/归母净利润分别+41.59%/+211.88%，疫情负面影响基本消退。业绩高增的主要原因包括（1）疫情缓解后，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。（2）公司深耕传统渠道，加大力度开拓新渠道、新市场；同时优化产品结构，降低买赠促销，进一步提升公司综合盈利水平。（3）去年疫情导致的超低基数是 21Q1 利润高速增长的原因之一。

分产品看，2020 年液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕分别实现营收 5.80/4.05/6.31/0.08 亿元，同比分别+17.63%/-2.10%/+18.02%/-40.39%。公司主要增长动力来自于液体乳和乳酸菌饮料，液体白奶、低温巴氏白奶、老广州酸奶、原味酸奶饮品等核心单品均取得较好的销售成绩。

从销量及均价看，2020 年液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕分别销售 5.81/4.64/7.87/0.06 万吨，同比分别+20.11%/-0.04%/+20.83%/-0.80%；分别实现销售均价 9981/8739/8020/13943（元/吨），同比分别-2.06%/-2.06%/-2.33%/-39.91%。液体乳和乳酸菌饮料销量大增，主要产品销售均价同比小幅下滑。

分地区看，2020 年广东珠三角地区/广东珠三角以外地区/广东省外分别实现收入 12.07/3.99/0.31 亿元，同比分别+11.54%/+10.33%/+14.93%，珠三角地区为核心销售市场，各区域市场收入保持稳健增长。渠道看，2020 年末广东珠三角地区/广东珠三角以外地区/广东省外分别拥有经销商 347/163/53 家，同比+8.78%/-3.55%/+39.47%。

➤ 新收入准则拉低毛利率水平，期间费用率略有改善

20 全年/20Q4/21Q1 公司毛利率分别为 28.42%/9.29%/29.54%，同比分别-6.77ppt/-25.28ppt/-2.32ppt。其中 20 年毛利率下滑的主要原因是（1）新收入准则导致运输费用计入营业成本；（2）20H2 原奶成本上升导致毛利率下滑。21Q1 毛利率下滑主要受新收入准则影响，毛销差同比改善明显。2020 年液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕毛利率分别为 18.82%/26.10%/39.17%/-23.46%，同比分别-8.94ppt/-5.54ppt/-6.12ppt/-54.50ppt。

推荐

维持评级

当前价格：

23.40

交易数据

2021-4-22

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）	36.82
流通市值（亿元）	36.47

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 年一季报
点评：疫情冲击拖累 20Q1 业绩，生产经营稳步复苏

20 全年/20Q4/21Q1 期间费用率分别为 19.22%/4.71%/18.87%，同比分别-5.41ppt/-24.22ppt/-10.75ppt。其中销售费用率分别为 13.29%/-2.35%/13.34%，同比分别-4.80ppt/-22.17ppt/-9.13ppt，原因是(1) 新收入准则执行；(2) 薪酬及促销费用增加。管理费用率为 5.01%/6.07%/4.64%，同比分别-0.04ppt/-0.47ppt/-1.99ppt。研发费用率为 0.76%/0.92%/0.67%，同比分别+0.01ppt/-1.40ppt/+0.39ppt。财务费用率为 0.17%/0.07%/0.23%，同比分别-0.23ppt/-0.18ppt/-0.02ppt，原因是租赁融资利息费用增加。

➤ 单品放量及产能建设保证中长期成长性

2020 年，公司推出“新广州”鲜牛奶、“岭南真果乐”酸奶饮品、“鼓粒”谷物组合风味发酵乳等新品，丰富公司产品线。单品方面，“老广州”系列产品收入同比+30%，成为首个收入突破 1 亿元的低温单品；最大单品 250ml 原味酸奶饮品销售达到 3.2 亿元，同比+20%；180ml 原味酸奶饮品收入同比+150%；白奶系列产品收入同比+30%。

产能方面，2020 年广州旗舰工厂设计产能 19.80 万吨，在建产能 3.05 万吨，实际产量 14.46 万吨；湛江生产基地设计产能 5.5 万吨，实际产量 3.04 万吨。目前公司产能储备充足，中长期成长空间较大。

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现收入 18.43/21.16/24.38 亿元，同比+12.6%/+14.8%/15.2%；实现归母净利润 1.56/1.80/2.10 亿元，同比+48.5%/+15.5%/+16.7%，对应 EPS 为 0.99/1.14/1.33 元，对应 PE 为 24/21/18 倍。公司目前估值显著低于乳制品行业可比公司 32 倍的平均 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），公司单品及产能储备丰富，中长期成长性较强，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	1,843	2,116	2,438
增长率（%）	11.3%	12.6%	14.8%	15.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	105	156	180	210
增长率（%）	-15.4%	48.5%	15.5%	16.7%
每股收益（元）	0.67	0.99	1.14	1.33
PE（现价）	34.9	23.6	20.5	17.5
PB	3.5	3.0	2.7	2.4

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	1,843	2,116	2,438
营业成本	1,172	1,305	1,472	1,695
营业税金及附加	10	11	13	15
销售费用	218	233	296	333
管理费用	82	87	102	115
研发费用	12	14	16	18
EBIT	143	194	217	261
财务费用	3	(0)	(1)	(1)
资产减值损失	(6)	8	(0)	9
投资收益	2	2	2	2
营业利润	136	193	225	260
营业外收支	(9)	(7)	(8)	(7)
利润总额	127	187	217	252
所得税	19	26	32	36
净利润	107	160	185	216
归属于母公司净利润	105	156	180	210
EBITDA	222	268	291	333
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	133	370	623	881
应收账款及票据	102	107	128	144
预付款项	14	19	20	24
存货	124	158	158	217
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	377	650	925	1255
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	1611	1797	2039
短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	112	148	154	185
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	301	347	374	427
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	361	388	441
股本	157	157	157	157
少数股东权益	24	29	34	40
股东权益合计	1072	1250	1409	1598
负债和股东权益合计	1386	1611	1797	2039

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.3%	12.6%	14.8%	15.2%
EBIT 增长率	-6.3%	35.7%	12.1%	20.0%
净利润增长率	-15.4%	48.5%	15.5%	16.7%
盈利能力				
毛利率	28.4%	29.2%	30.4%	30.5%
净利润率	6.4%	8.5%	8.5%	8.6%
总资产收益率 ROA	7.6%	9.7%	10.0%	10.3%
净资产收益率 ROE	10.0%	12.8%	13.1%	13.5%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.9	2.5	2.9
速动比率	0.8	1.4	2.1	2.5
现金比率	0.4	1.1	1.7	2.1
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	1.2	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.0	1.1	1.3
每股净资产	6.7	7.8	8.7	9.9
每股经营现金流	1.3	1.6	1.7	1.7
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	34.9	23.6	20.5	17.5
PB	3.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	15.3	11.9	10.1	8.1
股息收益率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	107	160	185	216
折旧和摊销	85	81	74	81
营运资金变动	8	3	5	(27)
经营活动现金流	207	249	271	275
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	237	253	258

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。