

2023年03月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2022年顺利收官，2023年改善望加速

—燕塘乳业（002732.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023年03月30日，燕塘乳业发布2022年年报。

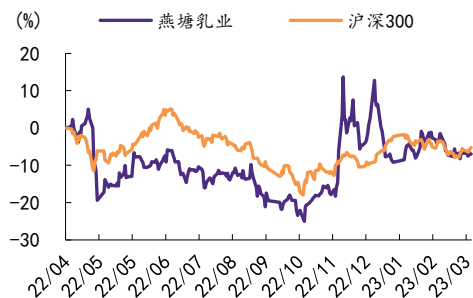
投资要点

基本数据

2023-03-31

当前股价（元）	19.85
总市值（亿元）	31
总股本（百万股）	157
流通股本（百万股）	156
52周价格范围（元）	15.8-23.96
日均成交额（百万元）	51.32

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2022年顺利收官，2023年改善可期

2022年营收18.75亿元（同减5.5%），归母净利润0.99亿元（同减37%）。其中2022Q4营收4.66亿元（同减4%），归母净利润0.15亿元（同增9755%），全年业绩下滑主要系公司业务集中广东省所致，2023年疫情全面放开后公司业绩将迎来持续放量。疫情期间，公司过期产品报废损失同比+68.42%，或带来被动式打折促销措施，疫后毛利率水平将得到持续修正。目前正在推进全资子公司燕塘冷冻清算注销，完成后预计2023年管理费用率及运营效率将得到优化，叠加疫后营收提升带动盈利水平向上。盈利端，2022年毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率分别为23.5%/5.4%/10.8%/6.5%，同比-4/-2/-1/+0.6pct；其中对应2022Q4分别为21.7%/3.7%/11.7%/8.8%，同比+0.01/+4/-3/+1pct。

销售渠道全面扩张，坚持“迈向全国”战略

分渠道看，线上/线下营收2.62/16.13亿元（同比+29%/-9%），占比14%/86%（同比+36%/-4%）。分产品看，1）线下经销商渠道中花式奶/乳酸菌乳饮料类/液体乳类营收2.99/5.46/3.86亿元（同减17%/3%/6%）；占比分别为15.97%/29.13%/20.56%（同比-12%/+3%/-0.8%）；2）线上直销中花式奶/乳酸菌乳饮料类/液体乳类营收0.43/1.0/1.2亿元（同增12%/27%/37%）；占比分别为2.30%/5.32%/6.38%（同增19%/35%/45%）。2022年公司销售渠道全面开拓：1）线上业务加速布局，实现高双位数增长，乳酸菌乳饮料类及液体乳类产品线上增速亮眼，2023年毛利率修复后盈利可期；2）2022年新零售业务营收1.29亿元（同增58%），借助新零售渠道推动向三四线城市下沉，提高周边省份市场份额，澳门终端零售点扩至75家；3）省内2022年新增门店专属渠道、直营店、加盟店各3间。分区域看，省内珠三角/广东省内珠三角外/省外地区营收13.79/4.65/0.32亿元（同减6%/2%/18%），占比74%/25%/2%（同比-0.8%/4%/-14%）。量价拆分来看，2022总销量20.66万吨（同减1%），吨价9075元（同减1%），其中花式奶/乳酸菌乳饮料类/液体乳类销量4.26/9.23/7.17万吨（同减14%/0.4%/1.2%，吨价

7038/5915/5374 元（同减 2.7%/1.9%/5%）。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 1.03/1.51/1.98 元，当前股价对应 PE 分别为 19/13/10 倍，首次覆盖，给予“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、乳酸菌饮料增长不及预期、竞争进一步加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	1,875	2,186	2,510	2,818
增长率（%）	-5.5%	16.6%	14.8%	12.3%
归母净利润（百万元）	99	162	238	311
增长率（%）	-37.0%	63.3%	46.5%	30.9%
摊薄每股收益（元）	0.63	1.03	1.51	1.98
ROE（%）	7.8%	11.7%	15.4%	17.8%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	266	452	680	949
应收款	103	108	110	116
存货	180	201	206	211
其他流动资产	21	22	23	24
流动资产合计	570	782	1,019	1,300
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	842	795	745	697
在建工程	14	6	2	1
无形资产	27	25	24	23
长期股权投资	69	69	69	69
其他非流动资产	371	371	371	371
非流动资产合计	1,324	1,267	1,212	1,161
资产总计	1,894	2,049	2,231	2,462
流动负债:				
短期借款	177	197	212	222
应付账款、票据	226	251	258	268
其他流动负债	141	141	141	141
流动负债合计	561	606	630	651
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	621	667	690	712
所有者权益				
股本	157	157	157	157
股东权益	1,273	1,382	1,541	1,750
负债和所有者权益	1,894	2,049	2,231	2,462

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	101	166	243	318
少数股东权益	2	3	5	6
折旧摊销	92	57	54	51
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-5	0	0	0
经营活动现金净流量	190	226	301	375
投资活动现金净流量	-236	56	53	50
筹资活动现金净流量	232	-37	-68	-99
现金流量净额	186	245	286	325

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,875	2,186	2,510	2,818
营业成本	1,434	1,654	1,871	2,069
营业税金及附加	11	12	13	14
销售费用	202	219	226	240
管理费用	105	114	126	138
财务费用	4	-5	-11	-18
研发费用	18	22	25	28
费用合计	329	349	366	388
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	117	187	274	358
加:营业外收入	0	5	4	3
减:营业外支出	2	4	3	2
利润总额	115	188	275	359
所得税费用	14	22	32	41
净利润	101	166	243	318
少数股东损益	2	3	5	6
归母净利润	99	162	238	311

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-5.5%	16.6%	14.8%	12.3%
归母净利润增长率	-37.0%	63.3%	46.5%	30.9%
盈利能力				
毛利率	23.5%	24.4%	25.5%	26.6%
四项费用/营收	17.5%	16.0%	14.6%	13.8%
净利率	5.4%	7.6%	9.7%	11.3%
ROE	7.8%	11.7%	15.4%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	32.5%	30.9%	28.9%
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	18.1	20.3	22.8	24.3
存货周转率	7.9	8.3	9.1	9.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.63	1.03	1.51	1.98
P/E	31.4	19.2	13.1	10.0
P/S	1.7	1.4	1.2	1.1
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8

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，5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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。