民生证券 MINSHENG SECURITIES

燕塘乳业（002732）

公司研究/点评报告

新工厂产能释放顺利，市外扩张可期

——燕塘乳业（002732）2019 年前三季度业绩预告点评

点评报告/食品饮料行业　　2019 年 10 月 11 日

一、事件概述

公司发布 2019 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 1.04~1.16 亿元，同比+60.00%~80.00%；其中 Q3 单季度实现归母净利润 0.37~0.50 亿元，同比+65.58%~123.46%。

二、分析与判断

➢ **Q3 利润增速环比 H1 显著提速**

19Q3 单季度归母净利润折合 0.37~0.5 亿元，同比+65.58%~123.46%，环比 19H1 的净利润增速（+57%）显著提速，主要是公司 18H2 产能搬迁后初期摊销造成业绩基数较低，因此预计 19Q4 利润高增大概率将持续。按照历史经验，公司 Q4 利润规模通常较 Q2/Q3 低，不过结合前三季度 1.04~1.16 亿元的利润区间，预计我们前期中报点评中给出的全年归母净利润 1.21 亿元预测实现难度不大，全年业绩超我们此前预期的可能性仍然存在。

➢ **新工厂产能准备充分，产量平稳释放**

2019 年以来，黄埔新工厂磨合更为充分，产量逐步释放。我们预计黄埔工厂 19.8 万吨/年的设计产能已准备就绪，折合日产能为 600 吨左右，结合湛江工厂产能，公司远期产能有望达到 25 万吨/年。以 18 年乳制品出厂均价计算，上半年公司约产乳制品 7.7 万吨左右，全年有望超过 16 万吨。中长期看，公司产能准备充足，产量仍有扩张空间。

➢ **“老广州”酸奶初具大单品潜质，公司广州市外扩张可期**

2019 年前三季度，公司低温产品、养生膳食等产品均实现较好增长，其中“老广州”系列酸奶上半年销量翻番。19 年 4 月，公司推出无蔗糖“老广州”酸奶，进一步丰富产品种类，“老广州”酸奶初步具备大单品潜质。市外扩张方面，经实地调研，深圳市部分便利店渠道已有“老广州”、燕塘产品铺货，早餐、生鲜店等渠道仍在铺货中，公司产品未来向粤港澳大湾区扩张可期。

三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 14.92/17.45/20.77 亿元，同比+15%/+17%/+19%；实现归属上市公司净利润 1.21/1.39/1.62 亿元，同比+187.5%/+14.2%/+17.2%，对应 EPS 为 0.77/0.88/1.03 元，目前股价对应 PE 为 29/25/21 倍。公司目前估值低于乳制品板块 30 倍左右 PE 水平，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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,297	1,492	1,745	2,077
增长率（%）	4.7%	15.0%	17.0%	19.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	42	121	139	162
增长率（%）	-65.1%	187.5%	14.2%	17.2%
每股收益（元）	0.27	0.77	0.88	1.03
PE（现价）	81.6	28.6	25.0	21.3
PB	3.9	3.5	3.1	2.7

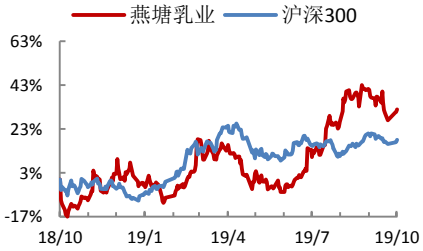
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　22.03

交易数据	2019-10-10
近 12 个月最高/最低	23.88/14.29
总股本（百万股）	157.35
流通股本（百万股）	155.58
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	34.66
流通市值（亿元）	34.27

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

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,297	1,492	1,745	2,077
营业成本	884	955	1,108	1,315
营业税金及附加	8	11	12	15
销售费用	247	282	331	405
管理费用	76	83	100	125
研发费用	10	5	10	10
EBIT	72	156	185	208
财务费用	7	4	5	3
资产减值损失	3	4	3	3
投资收益	1	1	1	1
营业利润	68	157	185	211
营业外收支	(14)	(8)	(11)	(10)
利润总额	53	148	174	201
所得税	8	20	25	28
净利润	45	128	149	173
归属于母公司净利润	42	121	139	162
EBITDA	129	220	265	300

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	83	86	148	279
应收账款及票据	58	62	75	88
预付款项	33	41	45	55
存货	103	91	145	136
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	288	293	418	566
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	947	1251	1437	1682
无形资产	29	27	25	23
非流动资产合计	1032	1183	1225	1303
资产合计	1320	1476	1643	1869
短期借款	33	33	33	33
应付账款及票据	165	191	214	258
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	309	353	389	460
长期借款	69	69	69	69
其他长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	403	448	483	554
股本	157	157	157	157
少数股东权益	19	27	37	47
股东权益合计	917	1029	1160	1315
负债和股东权益合计	1320	1476	1643	1869

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	4.7%	15.0%	17.0%	19.0%
EBIT 增长率	-45.8%	116.2%	18.5%	12.7%
净利润增长率	-65.1%	187.5%	14.2%	17.2%
盈利能力				
毛利率	31.9%	36.0%	36.5%	36.7%
净利润率	3.3%	8.1%	7.9%	7.8%
总资产收益率 ROA	3.2%	8.2%	8.4%	8.7%
净资产收益率 ROE	4.7%	12.1%	12.3%	12.8%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.8	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	1.0
现金比率	0.3	0.2	0.4	0.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	14.6	14.0	14.3	14.2
存货周转天数	37.2	35.7	36.4	36.1
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.8	0.9	1.0
每股净资产	5.7	6.4	7.1	8.1
每股经营现金流	0.9	1.6	1.4	2.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	81.6	28.6	25.0	21.3
PB	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	25.4	15.5	12.5	10.7
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	45	128	149	173
折旧和摊销	60	69	83	95
营运资金变动	24	39	(31)	50
经营活动现金流	139	248	217	332
资本开支	126	223	133	178
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(125)	(223)	(133)	(178)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	47	0	0	0
筹资活动现金流	(59)	(21)	(23)	(23)
现金净流量	(45)	4	61	131

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。