



2020-11-02

公司点评报告

买入/调高

燕塘乳业(002732)

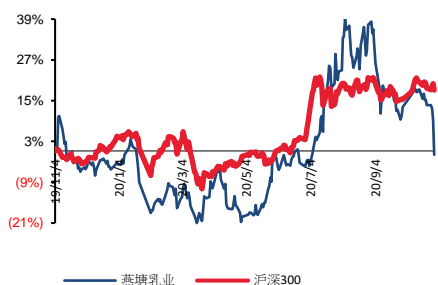
目标价: 30.00

昨收盘: 22.25

日常消费 食品、饮料与烟草

燕塘乳业三季度报点评：收入高增长，市场投入加大

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	157/156
总市值/流通(百万元)	3,501/3,468
12 个月最高/最低(元)	31.33/18.02

相关研究报告：

燕塘乳业(002732)《2017 年中报点评：业绩延续高增长，毛利率环比提升》
--2017/08/08

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

点评事件：公司前三季度营收 11.94 亿元，增长 9.35%；归母净利润 0.96 亿元，下滑 13.08%；扣非后净利 0.99 亿元，下滑 9.97%。其中，单三季度营收 4.91 亿元，增长 25.04%；归母净利 0.36 亿元，下降 18.32%；扣非后净利 0.37 亿元，下降 13.83%。前三季度销售毛利率 35.53%，同比上升 0.13pct；销售净利率 8.24%，同比下降 2.18pct。其中，单三季度销售毛利率 35.27%，同比下降 0.51pct；销售净利率 7.49%，同比下降 3.94pct。

一、收入增长超预期，产品推广和市场开发添动力

单三季度营收增长 25.04%，超市场预期。一方面确实受益于疫情后期乳制品行业较好的需求，另一方面公司在产品推广和市场开发等方面也为收入增长增添新的动力。“小蓝盒”、老广州酸奶等大单品持续保持高增长；“新广州”鲜牛奶作为华南地区首款 75°C 新基准乳品，包装上融合了广州塔地标，取得了不错的推广效果，成长快速，未来有望成为新的核心单品。同时，公司今年着力打造样板市场，并正式进入深圳市场。单三季度来看，市场开发进度符合预期，猜测深圳、东莞等市场增速超过 50%。另外，公司在深耕传统营销渠道的基础上，不断探索电商、微信、短视频平台、KA 等新型渠道，开发新的客群。

二、成本上扬、毛利率下降，市场投入加大、销售费用率提升

单三季度销售毛利率 35.27%，同比下降 0.51pct，环比下降 2.67pct，判断既与三季度原奶价格和生产原材料价格上扬有关，又有新市场、新渠道加大力度促销的影响。单三季度销售费用 0.98 亿元，创单季度新高，销售费用率提升至 19.89%，同比提升 3.03pct。随着样本市场的增加以及持续开发，判断市场投入加大会持续一段时间，期间销售费用率和随着规模扩大以及规模效应而逐步小幅改善。单三季度管理费用率 4.41%，同比下降 0.4pct。受毛销差收窄影响，单三季度销售净利率下降 3.94pct 至 7.49%，归母净利润出现一定幅度的下滑。

三、存货和应收有所增加，经营现金流整体健康

三季度末存货 1.41 亿元，同比增加 0.16 亿元；应收账款 1.18 亿元，

执业资格证书编码：S1190518010003

同比增加 0.26 亿元。存货和应收均有所增加，与收入规模和市场拓展相匹配。三季度末预收账款+合同负债 0.31 亿元，相比去年三季度末减少 0.1 亿元。单三季度现金回款 5.64 亿元，同比增长 22.13%，大体与主营业务和主营产品收入增速接近。经营现金流净额 0.68 亿元，基本与去年同期持平，经营现金流整体健康。

盈利预测与评级：

公司单三季度收入超预期，市场投入加大。考虑公司在新工厂投产后，将迎来 2-3 年的产能释放红利，目前公司也在积极拓展渠道和市场，收入增长加快的逻辑也得到充分验证。我们继续看好公司中长期渠道拓展+产品升级，以此带动市场份额和收入规模的快速提升。尽管目前费用投入较大、挤压了净利润，但随着新开发市场逐渐成熟，费效比有望充分改善，净利率未来也有逐步改善提升的空间。

根据前三季度业绩以及公司最新的市场策略，预测公司 2020-2022 年收入增速分别为 12%、20%、17%；归母净利增速分别为-9.5%、25%、20%。今明两年 EPS 分别为 0.71 和 0.89。考虑行业整体恢复情况较好，公司具备持续改善的预期，给予目标价 30.00 元，对应今年和明年的 PE 分别为 42 倍和 33.7 倍左右，“买入”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原奶价格波动；市场拓展不及预期等；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1470.76	1647.25	1976.70	2312.74
净利润(百万元)	123.95	112.17	140.22	168.26
摊薄每股收益(元)	0.79	0.71	0.89	1.07

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weih@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。