

# 燕塘乳业 (002732)

证券研究报告

2020 年 05 月 29 日

## 产能优化释放红利，结构升级争做区域乳企典范

### 乳业品类发展趋势分化，区域乳企迎来新机

我国乳制品市场目前已较为成熟，主要乳制品液体乳产量的增速保持在低个位数，同时液体乳市场增速同步放缓，行业高速增长的时期已过，新的机遇在孕育。液体奶行业中占比最大的常温液态奶市场格局已相对稳定，2018 年伊利蒙牛 CR2 达到 65%，未来行业将迎来产品结构调整的时代，竞争格局还未明晰的品类赛道将成为行业发展的驱动力。

对于快消品行业，产品多样化十分关键，同时主力产品、新品是否占据良好的品类赛道将成为企业发展关键因素，故行业产品结构调整将带来一定程度的乳制品行业竞争格局调整。我们认为，乳制品行业整体呈现出健康化、低温化趋势。

### 华南区域乳企龙头，顺势而为寻求机遇

公司顺应行业健康化、低温化趋势，推出低温产品充分享受低温行业快速增长红利，发展低温酸奶、开创新品，陆续推出营养与风味兼具的希腊酸酪乳产品、定位营养代餐的可咀嚼谷物酸奶系列产品、全国首创的泡泡果系列酸奶饮品、秉承传统工艺的“老广州”系列发酵乳产品等，2020 年推出“新广州”低温巴氏奶新品，燕塘乳业目前常温产品和低温产品的占比为均衡，未来“常温+低温”两条腿走路。

### 公司产能释放，扩张瓶颈得以突破

公司拥有上游牧场和加工厂产业链，上游牧场产出原奶供给加工厂，加工厂利用原奶生产成品奶。过去公司长期受制于产能不足，无法充分满足市场需求。2019 年上半年新工厂产能逐步释放，产量的提升是业绩增长的主要逻辑。未来新工厂产能将进一步完善，公司在产量上仍有进一步的增长空间，同时新澳牧场顺利完工增大上游奶源供应，同时公司产能利用率或将有所提高，产能瓶颈得以解除，随着空白市场的开拓，公司业绩表现有望进一步向好。

### 立足广东不断深耕，省内市场空间大

广东仍是公司最主要的销售市场，2014-2019 燕塘乳业在广东省营收占比超 97%，公司稳稳占据广东省的乳制品消费市场，无疑具有很大的增长空间，尤其是在深圳等薄弱地区市场还具有较大的深挖潜能。

**投资建议：**公司未来产能释放业绩值得期待，华南地区龙头地位将进一步稳固。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 16.65、19.28、22.02 亿元，同比增长 13%/16%/14%，2020-2022 年归母净利润 1.36、1.54、1.75 亿元，同比增长 10%/13%/14%，对应 EPS 分别为 0.87、0.98 和 1.11 元。我们给予公司 2020 年 35X 估值，对应目标价 30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**省内市场拓展不及预期、产能扩建不及预期、新品推广不及预期、上游原奶价格大幅增长。

| 财务数据和估值     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,297.20 | 1,470.76 | 1,665.16 | 1,928.46 | 2,201.54 |
| 增长率(%)      | 4.68     | 13.38    | 13.22    | 15.81    | 14.16    |
| EBITDA(百万元) | 136.44   | 238.59   | 218.06   | 245.18   | 270.42   |
| 净利润(百万元)    | 42.20    | 123.95   | 136.18   | 153.88   | 175.13   |
| 增长率(%)      | (65.06)  | 193.71   | 9.87     | 13.00    | 13.81    |
| EPS(元/股)    | 0.27     | 0.79     | 0.87     | 0.98     | 1.11     |
| 市盈率(P/E)    | 76.47    | 26.04    | 23.70    | 20.97    | 18.43    |
| 市净率(P/B)    | 3.60     | 3.21     | 2.96     | 2.68     | 2.40     |
| 市销率(P/S)    | 2.49     | 2.19     | 1.94     | 1.67     | 1.47     |
| EV/EBITDA   | 19.17    | 13.76    | 13.23    | 11.53    | 9.64     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 食品饮料/食品加工 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级）  |
| 当前价格   | 20.85 元   |
| 目标价格   | 30 元      |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 157.35      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 155.49      |
| A 股总市值(百万元)   | 3,280.75    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,241.90    |
| 每股净资产(元)      | 6.39        |
| 资产负债率(%)      | 23.38       |
| 一年内最高/最低(元)   | 25.48/15.71 |

### 作者

刘畅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 乳业品类发展趋势分化，区域乳企迎来新机         | 4  |
| 1.1. 行业发展源于内部结构调整，品类增长趋势逐渐分化   | 4  |
| 1.2. 低温行业迎来快速增长，各地区的竞争格局并不稳定   | 5  |
| 1.3. 区域乳企有机会凭借低温趋势迎来历史性机遇      | 6  |
| 2. 华南区域乳企龙头，顺势而为寻求突破           | 7  |
| 2.1. 迎合趋势优化产品结构，以低温奶、乳酸菌饮料为突破点 | 7  |
| 2.1.1. 公司始终在探索新方向，产品结构清晰       | 7  |
| 2.1.2. 顺势而为推新品，享受行业健康化、低温化红利   | 8  |
| 2.1.3. 与卡士、简爱相比，公司后续产品升级空间广阔   | 10 |
| 2.2. 新工厂产能释放，扩张瓶颈得以突破          | 11 |
| 2.2.1. 新工厂产能释放，突破产能瓶颈          | 11 |
| 2.2.2. 自有牧场+战略合作牧场，保证奶源供给稳定充足  | 12 |
| 2.2.3. 产能释放助力业绩高增，进一步增长空间仍存    | 13 |
| 3. 省内市场空间大，成就珠三角乳企             | 14 |
| 3.1. 立足广东不断深耕，珠三角地区空间较大        | 14 |
| 3.2. 国资背景，员工持股动力足              | 15 |
| 4. 投资建议                        | 16 |
| 5. 风险提示                        | 17 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：我国液体奶产量维持低个位数增长（单位：千吨）      | 4  |
| 图 2：我国液体奶市场规模增速较低（单位：亿元）        | 4  |
| 图 3：乳酸菌饮料市场规模快速增长               | 4  |
| 图 4：植物蛋白饮料中豆奶的增速较高              | 4  |
| 图 5：含乳饮料及植物蛋白饮料销售费用率低于整体水平      | 5  |
| 图 6：含乳饮料和植物蛋白饮料净利率高于乳制品整体       | 5  |
| 图 7：酸奶、巴氏奶行业销售额增速较高             | 5  |
| 图 8：国内低温巴氏奶产量企稳回升（单位：万吨）        | 5  |
| 图 9：低温奶占比快速提升，常温酸奶贡献常温增量        | 6  |
| 图 10：低温奶行业集中度较低，区域龙头空间仍存        | 6  |
| 图 11：从伊利蒙牛的收购合作情况看乳业双寡头的差异化竞争之路 | 6  |
| 图 12：国内各地区区域性乳企分布（伊利、蒙牛为全国性乳企）  | 7  |
| 图 13：燕塘乳业发展历程                   | 7  |
| 图 14：液体乳、乳酸菌乳饮料营收占比逐年上升         | 8  |
| 图 15：燕塘 2014-2020 优秀新产品         | 9  |
| 图 16：优势形成，区域行业壁垒建立              | 10 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 17: 工厂产能释放节奏 .....              | 12 |
| 图 18: 2019 年产能释放, 产量高增 .....      | 13 |
| 图 19: 燕塘乳业营业总收入连年增长, 提升未来预期 ..... | 13 |
| 图 20: 广东省是公司主要销售市场 .....          | 14 |
| 图 21: 广东省人均可支配收入及增长较高 .....       | 14 |
| 图 22: 广东省人均食品烟酒消费支出及增长较高 .....    | 14 |
| 图 23: 广东省农村人均全年乳制品消费量增长迅速 .....   | 15 |
| 图 24: 燕塘乳业股权结构 .....              | 15 |
| <br>                              |    |
| 表 1: 燕塘乳业产品系列介绍 .....             | 8  |
| 表 2: 区域性乳企冷链资源比较 .....            | 10 |
| 表 3: 广东诸多网红品牌售价较高, 燕塘高端化有空间 ..... | 11 |
| 表 4: 燕塘乳业产品 .....                 | 12 |
| 表 5: 公司自有牧场产能良好 .....             | 12 |
| 表 6: 公司营收关键假设 .....               | 16 |
| 表 7: 可比公司估值情况 .....               | 16 |

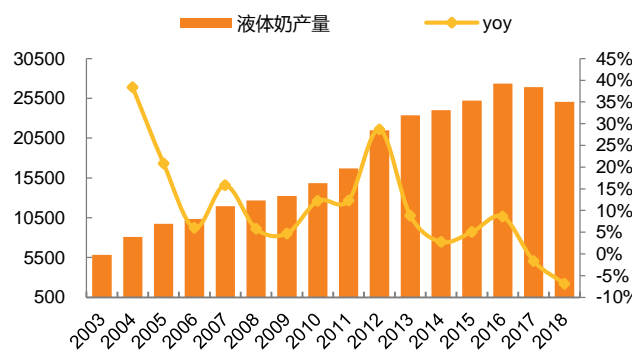
## 1. 乳业品类发展趋势分化，区域乳企迎来新机

### 1.1. 行业发展源于内部结构调整，品类增长趋势逐渐分化

我国乳制品市场目前已较为成熟，主要乳制品液体乳产量的增速保持在低个位数，同时液体乳市场增速同步放缓，行业高速增长的时期已过，新的机遇在孕育。液体奶行业中占比最大的常温液态奶市场格局已相对稳定，2018 年伊利蒙牛 CR2 达到 65%，未来行业将迎来产品结构调整的时代，竞争格局还未明晰的品类赛道将成为行业发展的驱动力。

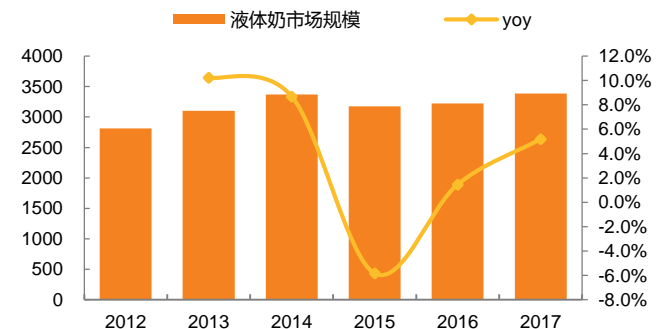
在快消品行业中，产品多样化十分关键，同时主力产品、新品是否占据良好的品类赛道将成为企业发展关键因素，故行业产品结构调整将带来一定程度的乳制品行业竞争格局调整。我们认为，乳制品行业整体呈现出健康化、低温化趋势。

图 1：我国液体奶产量维持低个位数增长（单位：千吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

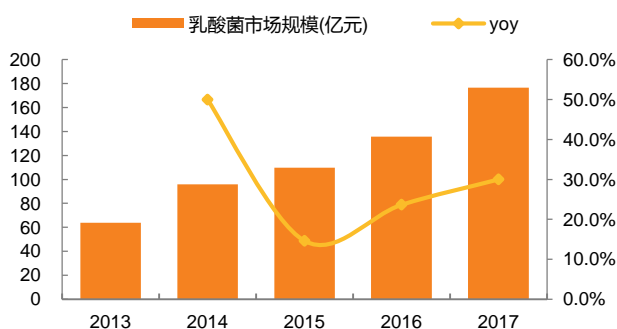
图 2：我国液体奶市场规模增速较低（单位：亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

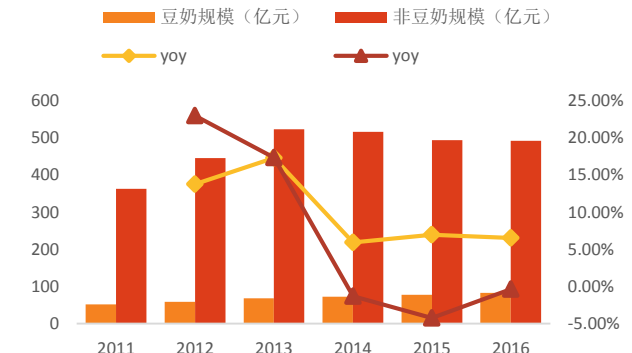
行业整体增速放缓，但是依然存在结构性机会。从品类上来说，根据尼尔森数据，我国乳酸菌饮料的市场从 2013 年开始就表现出快速增长的状态。2015 年乳酸菌饮料市场规模突破百亿大关，达到 109.81 亿元，2013-2017 年年均复合增长率达到 28.9%。在健康化趋势下，被“消费者抛弃”的品类开始寻求转型和出路，如植物蛋白饮料行业就以豆奶为突破点，克服早期植物蛋白产品的弊端，近年来豆乳类饮料年复合增长率维持在 10% 左右。

图 3：乳酸菌饮料市场规模快速增长



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

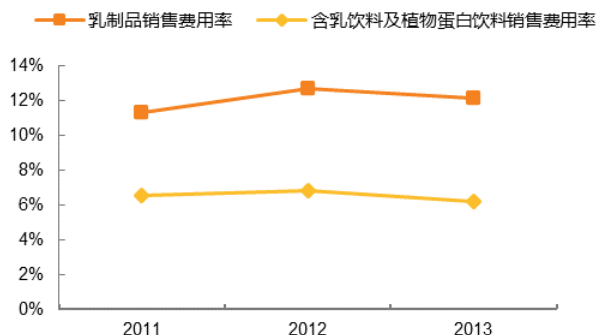
图 4：植物蛋白饮料中豆奶的增速较高



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

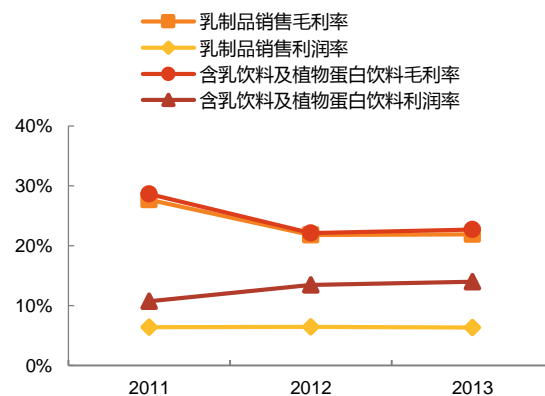
含乳饮料与植物蛋白饮料的销售费用率较乳制品整体低，利润率相对较高，将更容易打开新市场，该两种品类在产品升级、消费升级趋势下快速发展。且两种品类更加符合健康化趋势，如乳酸菌饮料主打“益生菌”“促消化”等营销元素，植物蛋白饮料则以更高的蛋白质含量为特点。

图 5：含乳饮料及植物蛋白饮料销售费用率低于整体水平



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 6：含乳饮料和植物蛋白饮料净利率高于乳制品整体

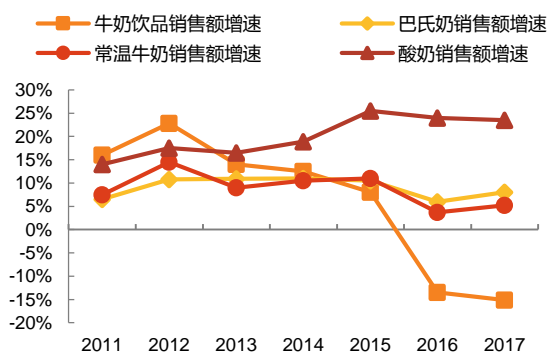


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

## 1.2. 低温行业迎来快速增长，各地区的竞争格局并不稳定

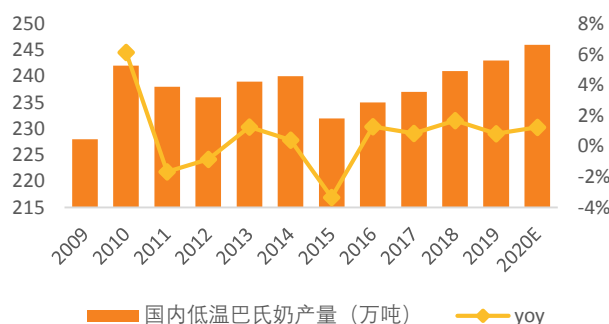
低温奶产品营养成分更加丰富，符合产品健康化、高端化趋势，且在冷链物流逐渐成熟的背景下，低温奶领域迅速发展。目前，低温奶（低温酸奶+低温巴氏奶）占比与常温奶（常温酸奶+常温牛奶）相比仍较低。但是从增速来看，低温酸奶、巴氏奶增速比常温奶高很多。在牧场奶源供给、销售半径、终端分销三个方面，低温奶行业发展的条件逐渐成熟，预计未来低温行业份额将提升。

图 7：酸奶、巴氏奶行业销售额增速较高



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

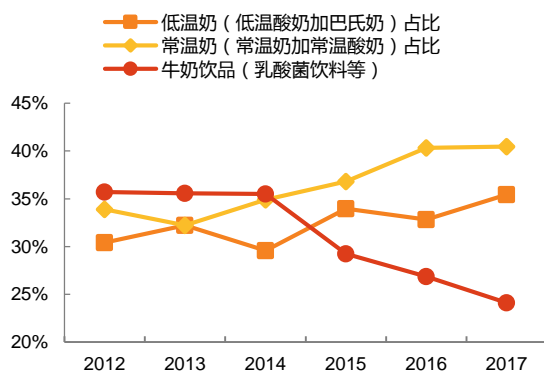
图 8：国内低温巴氏奶产量企稳回升（单位：万吨）



资料来源：中国产业发展研究网、中国产业信息网，天风证券研究所

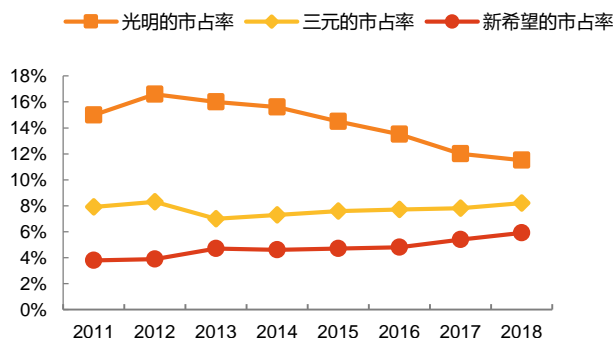
巴氏奶由于保质期短，运输半径短，发展受制于牧场奶源，加工厂、终端冷柜配置以及物流成本效益等因素，市占率较高的依然是老牌地方区域性乳企，根据欧睿国际预测，2018 年三大低温龙头及其市占率分别是：光明（11.50%）、三元（8.20%）、新希望（5.90%），低温巴氏奶市场集中度并未出现明显的集中化。但未来随着上游牧场的规模化淘汰中小牧场，同时低温龙头抢占优质牧场资源，我们预计牧场资源将进一步向低温龙头集中，同时牧场借品牌力、冷链物流资源从优势区域向周遭区域市场辐射，将占领中小乳企市场，加速行业集中。我们认为，未来拥有更优质上游资源和供应链的区域乳企，能够在低温趋势下获益更多。

图 9：低温奶占比快速提升，常温酸奶贡献常温增量



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 10：低温奶行业集中度较低，区域龙头空间仍存

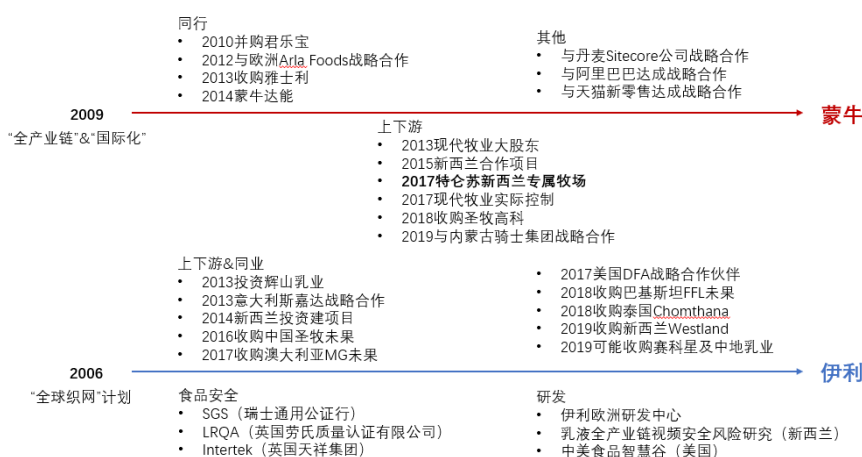


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 1.3. 区域乳企有机会凭借低温趋势迎来历史性机遇

乳制品行业集中度较高，以伊利、蒙牛为头部的双寡头格局形成已久，双寡头借常温奶之势得以全国化扩张。与双寡头共存的还有众多区域性企业，深耕自身所在优势地区市场。未来乳业格局或难以出现颠覆性变化，双寡头在竞争中进行品类扩充、结构化调整。伊利将巩固自身在常温领域的优势，进军饮料等领域；蒙牛大力布局上游牧场，发展低温领域，双寡头竞争短期或将持续，长期将走向差异化道路。

图 11：从伊利蒙牛的收购合作情况看乳业双寡头的差异化竞争之路



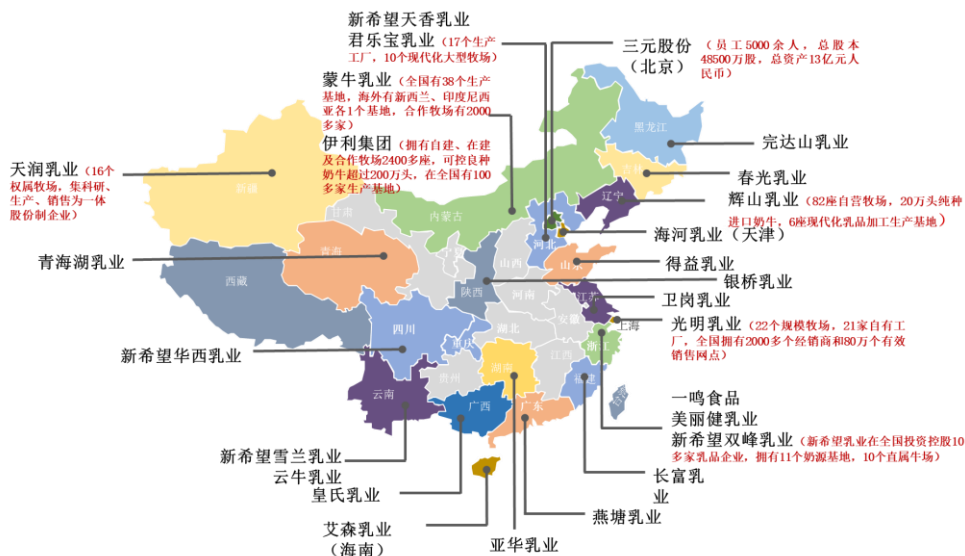
资料来源：网易财经、新浪财经、人民网、服务外包杂志、新华网、浙江在线、第1财经、财新网、中国网、环球食品博览网、公司公告及官网，天风证券研究所

低温奶的发展为区域性乳企带来新机遇，城市居民在考虑选择低温奶产品时，会略偏爱本地品牌，主要是因为本地品牌产品更新鲜、质量也有保证。低温产品尤其是巴氏奶保质期较短，运输半径、销售半径有限，因此乳企想要在空白区域发展低温奶，在建设低温供应链物流的同时，还需要对区域性乳企资源进行整合，保障地区奶源供给，发挥奶源和低温渠道的协同优势，才能在低温市场建立新的壁垒。

区域性企业深耕自身优势区域，垄断区域内优质牧场和冷链资源，适合在自己的区域市场进行低温奶的深耕，相对于大企业来说，他们是有资源壁垒和区域的先发优势的。低温行业快速发展，或将成为区域性乳企的新机遇。



图 12：国内各地区区域性乳企分布（伊利、蒙牛为全国性乳企）



资料来源：各公司官网、年报、新浪财经网、中国网、中国消费网、投资界、奇点咨询、中广网、中国纸业网、食品商务网、凤凰咨询、天风证券研究所

注：地图中只展示需体现的部分重点省市，非全部领土

## 2. 华南区域乳企龙头，顺势而为寻求突破

作为华南地区规模最大的乳制品生产企业，燕塘乳业自身覆盖乳业整个产业链，包括上游牧场生产原奶、产品研发及加工、下游销售，公司深耕广东市场逾 60 年，在广州等地品牌认可度较高，是华南市场具备影响力的区域乳企。

图 13：燕塘乳业发展历程



资料来源：公司官网，wind，中国奶业协会等，天风证券研究所

### 2.1. 迎合趋势优化产品结构，以低温奶、乳酸菌饮料为突破点

#### 2.1.1. 公司始终在探索新方向，产品结构清晰

燕塘乳业的主要产品包括液体乳、花式奶、乳酸菌乳饮料、冰淇淋雪糕。其中液体乳、花式奶及乳酸菌乳饮料类产品三分天下，在 2019 的营收分别占总营收的 33.54%、28.16%、36.34%。

表 1: 燕塘乳业产品系列介绍

| 名称     | 简介   | 图片  | 营收占比                               |
|--------|--|---|------------------------------------|
| 液体乳类   | 常温产品包括“燕塘纯牛奶”以及子品牌“法氏爱牧”系列等产品。燕塘纯牛奶主要是保质期 180 天的全脂纯牛奶。“法式爱牧”是公司于 2018 年推出的高端子品牌，法国进口奶系列新产品，包括火山纯牛奶和高原纯牛奶。  |    | 2019 营收占比<br>33.54%，同比增长<br>21.18% |
|        | 低温产品种类较多，燕塘“鲜牛奶”是主打巴氏杀菌技术的生态牧场纯鲜牛奶，保质期为 15 天；2015 年公司推出定位营养代餐的可咀嚼“谷物酸奶”系列产品；2016 年推出了“岁月臻典”系列——老广州酸奶和希腊风味酸酪乳，以及华南地区独创的、主张轻新主义的“益生君”系列产品；2018 年推出了海盐芝士酸酪乳液态奶新品。“老广州”酸奶为畅销品。 |    |                                    |
| 花式奶    | 包括“食膳养生”和“谷元”系列产品。2005 年在国内率先推出“养生食膳”概念，产品包括红枣枸杞风味奶、木瓜牛奶饮品等；后续还新推出的“谷元”系列黑米牛奶饮品和燕麦牛奶饮品等。   |    | 2019 营收占比<br>28.16%，同比增加<br>1.14%  |
| 乳酸菌乳饮料 | 该品类已成为公司主要产品之一，包括“健菌多”、“甜小酸”、“酸奶饮品”等。2014 年推出乳酸菌饮料燕塘健菌多，2018 年公司为电商平台研发推出渠道专属产品“甜小酸”系列酸奶饮品，实现差异化营销   |   | 2019 营收占比<br>36.34%，同比增加<br>16.60% |
| 冰淇淋雪糕  | 2016 年推出的“诗华诺”高端冰淇淋系列产品，包括甜筒冰淇淋、海盐芝士雪糕、炼乳夹心雪糕、老广州酸奶雪糕等，占比较小。   |  | 2019 营收占比<br>0.93%，同比增长<br>37.77%  |

资料来源：公司公告，京东官网，淘宝网，天风证券研究所

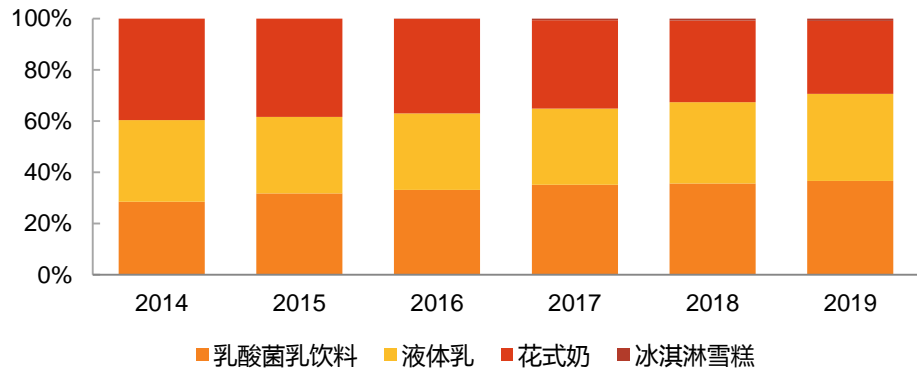
### 2.1.2. 顺势而为推新品，享受行业健康化、低温化红利

2015 年前后，消费者在选择乳制品时注意力从口感转移到产品本身的营养成分、健康程度，消费者需求成为行业发展主导，低温酸奶、巴氏奶增速较高，常温奶领域表现平平，进入存量竞争时代。

在存量竞争背景下，即使是作为华南市场的区域性行业龙头，燕塘乳业仍免不了在常温领域受到双寡头的挤压。为寻求突破，燕塘乳业一方面顺应趋势，利用区域性企业在牧场资源、冷链运输上的优势大力发展低温产业；另一方面坚持产品系列化、差异化、高端化的布局，优化丰富公司的产品矩阵，持续推出新鲜、健康、时尚的新产品，满足细分市场下消费者的多元化消费需求，从而不断提高公司产品市场占有率

图 14: 液体乳、乳酸菌乳饮料营收占比逐年上升

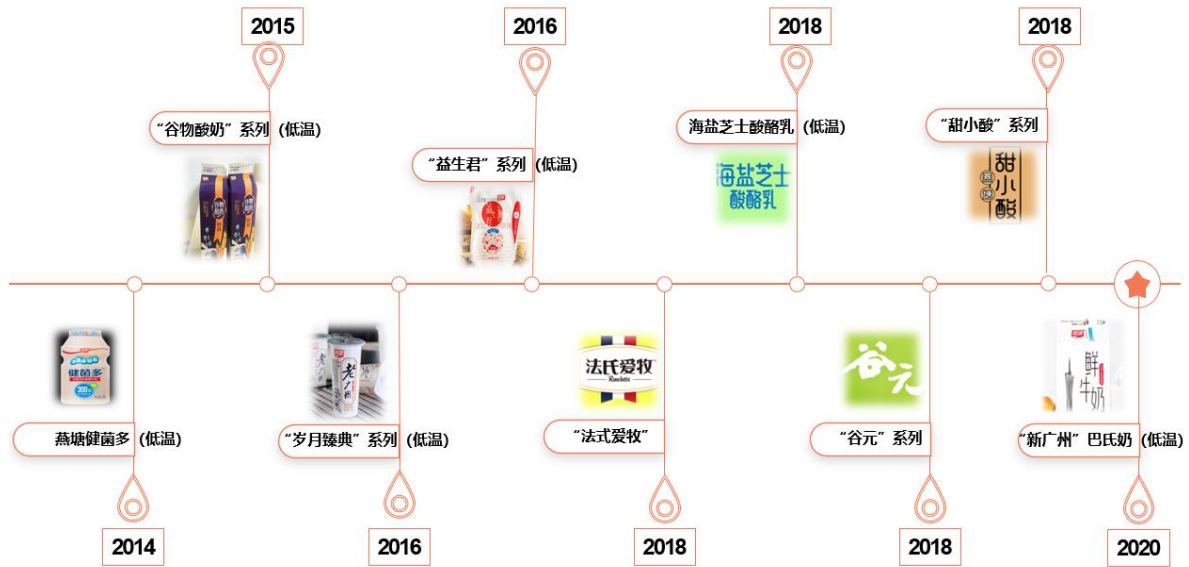




资料来源：Wind，天风证券研究所

公司顺应行业健康化、低温化趋势，推出低温产品充分享受低温行业快速增长红利，发展低温酸奶、开创新品，陆续推出营养与风味兼具的希腊酸酪乳产品、定位营养代餐的可咀嚼谷物酸奶系列产品、全国首创的泡泡果系列酸奶饮品、秉承传统工艺的“老广州”系列发酵乳产品等，2020年推出“新广州”低温巴氏奶新品，燕塘乳业目前常温产品和低温产品的占比较为均衡，未来“常温+低温”两条腿走路。

图 15：燕塘 2014-2020 优秀新产品

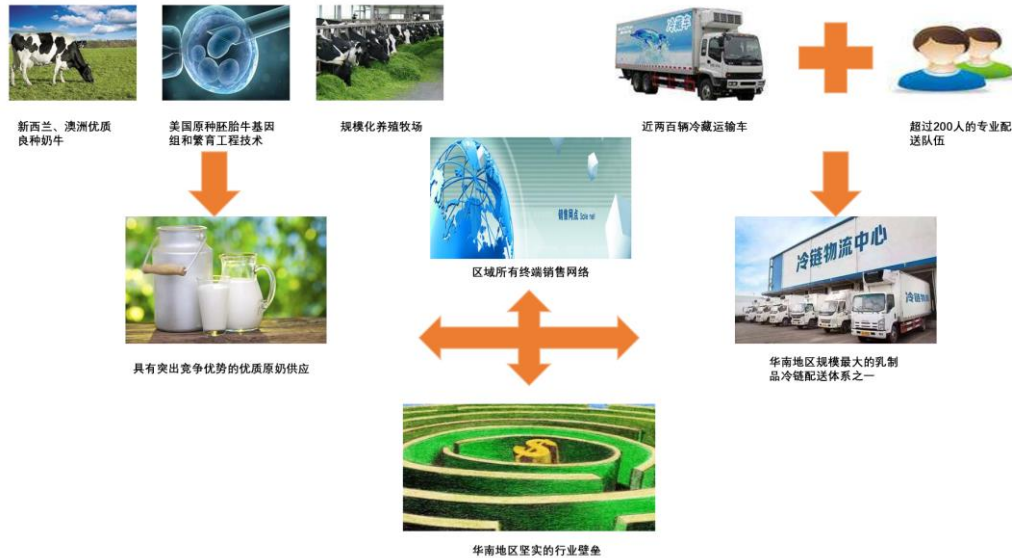


资料来源：wind，中国奶业协会，天风证券研究所

公司充分运用自身的冷链运输及牧场资源发展低温，低温产品增长喜人，包括“老广州”、“酸酪乳”、“益生君”、“味嚼”等多款低温新品很受消费者喜爱，销售增长超过预期，其中“老广州”系列酸奶在促销收紧的同时仍实现了销量翻番。同时，公司成功入选低温学生奶饮用试点企业，成为广东地区首批入选低温学生奶饮用试点的乳制品企业，为后续深耕低温奶市场奠定基础。

在牧场上，燕塘乳业公司的原料奶主要来源于自有奶源基地和战略合作奶源基地。从 2009 年建设现代化的高端牧场阳江牧场，并成功从新西兰及澳洲引进了优质良种奶牛。在奶源品质方面，采用全球领先的美国原种胚胎牛基因组和繁育工程技术，使得公司自产原料奶质量显著高于普通规模化养殖牧场。在战略合作奶源基地的管理方面，首先合作牧场均为规模化养殖牧场，奶牛养殖规模普遍在 1,000 头以上，公司在原料奶供应上，具有十分突出的竞争优势。

图 16：优势形成，区域行业壁垒建立



资料来源：公司官网、公司公告，天风证券研究所

在运输与配送上，公司拥有近两百辆冷藏运输车、超过 200 人的专业配送队伍，构建了广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系之一。拥有极高的低温控制能力，有效避免了业务外包造成的配送风险。由于公司产品主要由公司自行配送，公司直接掌握区域所有终端销售网络的销售过程、销售网点的铺设状况，同时独立的配送体系也构建了封闭的渠道，让其他乳制品企业无法在广东省获取配送资源，提高了其他品牌攫取销售客户的难度，形成了行业壁垒。

表 2：区域性乳企冷链资源比较

| 名称    | 冷链资源介绍  |
|-------|---|
| 燕塘乳业  | 拥有近两百辆冷藏运输车、超过 200 人的专业配送队伍，构建了广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系之一  |
| 三元乳业  | 三元建立起完善的冷链系统，做到了从奶牛挤奶到收奶、贮奶、生产、冷藏、运输、销售的全过程管控。  |
| 光明乳业  | 拥有先进的全程冷链保鲜系统，公司先后引入先进的 WMS 仓库管理系统、TMS 运输管理系统、DPS 电子标签拣货系统、GPS 全球定位系统及北斗卫星监控系统，对产品贮存、运输、交接等过程中的实时情况进行有效监控，确保全过程冷链管控的有效性 |
| 新希望乳业 | 针对乳制品的城区及外埠两种销售市场特点，公司制定了不同的销售模式。在城区市场上，受完善的销售网络以及冷链技术的影响，公司产品送达终端消费者所需的环节相对较少；而在外埠市场上，受地理因素、冷链技术以及物流因素的影响，公司的销售链条相对较长  |
| 天润乳业  | 新疆具有发展奶业得天独厚的自然条件。公司通过冷链乳制品近距离配送，使其有着较稳定的消费市场和较大的消费群体   |
| 科迪乳业  | 科迪乳业的战略产品“小白奶”属于常温奶，不需冷链运输。2016 年公司投资 3.42 亿元进行低温乳品改扩建及冷链物流建设项目建设，其低温产品的营收占比已从 2016 年的 22.6% 增加到 2018 年的 51.56%         |
| 庄园牧场  | 巴氏杀菌奶产品由于保质期短、需要冷链配送，采取严格的以销定产生产模式，生产事业部根据销售计划编制生产计划并组织生产   |

资料来源：公司公告、wind、中国奶业协会、中国冷链物流网、食品互联，天风证券研究所

### 2.1.3. 与卡士、简爱相比，公司后续产品升级空间广阔

在广东省，新品低温酸奶适应性良好，颇受居民欢迎。这类新品定位特定人群，具有单价高、利润空间大等特点。目前在广东省低温酸奶市场上卡士和简爱表现较好。二者虽标价远高于酸奶均价，但在广东省颇受欢迎。与这些品类相比，公司目前的低温产品售价仍较低，故未来公司的产品升级之路大有可为。

表 3：广东诸多网红品牌售价较高，燕塘高端化有空间

| 品牌 | 产品名称    | 产品定位  | 图片  | 售价             |
|----|---------|---|---|----------------|
| 简爱 | 低蔗糖酸奶系列 | 0 添加糖，零负担，大胆吃，还补充丰富的蛋白质、钙、乳酸菌等营养。适合高血糖人群、健身减肥人士、孕期妈妈、1-3 岁宝宝  |    | 16.45 元 /135 克 |
|    | 高蛋白裸酸奶  | 2 倍高钙，更易吸收；适用于 3-12 岁小朋友、哺乳期妈妈                                |    | 10 元/100ml     |
|    | 酸奶滑滑系列  | 仅含 3 种原料，全牛乳发酵，奶香浓郁，口感细致顺滑；含益生菌，改善消化不良，缓解便秘                   |    | 4.5 元/100g     |
| 卡士 | YO KEEP | 一款专注型体管理的酸奶。像奶酪一样高营养，高蛋白；像苹果一样低热量，好口感不怕胖；天然纯净，带来绵密好口感         |    | 14.5 元/80g     |
|    | 原态酪乳    | 一款吃了回到好心情的酪乳。表面平滑细腻，让人食欲大开；口感柔滑，意犹未尽；入口即融，醇香绵长；一万次搅拌融合，浓稠度刚刚好 |   | 9.6 元/125g     |
|    | 餐后一小时   | 餐后一小时是补充益生菌的黄金时间；专属定制，每瓶含有 100 亿卡士双歧杆菌 C-I；无添加香精、色素           |  | 12.3 元 /250g   |
|    | 双倍蛋白    | 亲子乐享，双倍的爱呵护家人；工作补给，对抗小饥饿元气满满                                  |  | 7.5 元/138g     |

资料来源：京东，天风证券研究所

## 2.2. 新工厂产能释放，扩张瓶颈得以突破

### 2.2.1. 新工厂产能释放，突破产能瓶颈

公司拥有上游牧场和加工厂产业链，上游牧场产出原奶供给加工厂，加工厂利用原奶生产成品奶。过去公司长期受制于产能不足，无法充分满足市场需求。公司打造并推动工牧一体化的全产业链升级，从下表中信息来看，2018 年 5 月，公司建设历时两年多、总投资超过 6 亿元的广州开发区旗舰工厂正式投产，原广州天河工厂年 2018 年开始逐步停产，搬迁至广州黄埔新工厂，新厂在原有产能上增加一倍，日均产能高达 600 吨以上，按照一年生产 330 天测算，年产能可为 19.8 万吨。

新工厂自动化、集约化程度高，区位条件与天河区工厂差异较大，人员、设备、流程都需要一定时间的调整与磨合。经历工厂磨合期，2019 年实现放量，2019 年公司产量达到 16.1 万吨，增速高达 10%。目前公司共有两大加工厂，除广州新工厂外，湛江工厂有年产 3 万吨的产能，目前湛江工厂二期工程正在扩建中，作为公司未来市场进一步扩张的储备产能。当前来看，公司年产能超过 20 万吨。

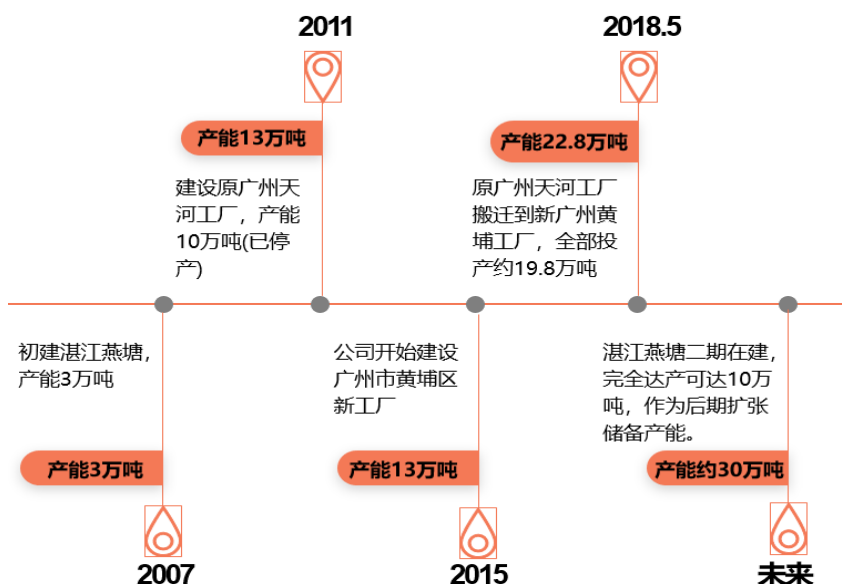
表 4：燕塘乳业产品

| 加工厂名称         | 加工厂与公司关系 | 加工厂建设情况  | 加工厂估计年产能                      |
|---------------|----------|--|-------------------------------|
| 燕塘乳业（原广州天河工厂） | 公司本部     | 2018 年内停产，搬迁至黄埔新工厂，天河工厂日产 300 吨  | 约 10 万吨（已停产）                  |
| 燕隆乳业（新广州黄埔工厂） | 全资子公司    | 2015 年开始建设，2017 年转固数占预算数 88%，2018 年 5 月正式投产，全部投产后日产将达 600 吨（在建工程预算数 5.92 亿元，工程进度 100%）         | 按照一年生产 330 天测算，年产能可为 19.8 万吨。 |
| 湛江燕塘          | 全资子公司    | 2007 年建设，初建产能约 3 万吨，目前二期扩建工程在建，预算数 3.91 亿元，截至 2017H1 工程进度仅 0.71%，预计 2020 年建设完成，全部投产后日产将达 300 吨 | 保守预计目前 3 万吨，二期扩建全部投产将达约 10 万吨 |

资料来源：wind，公司公告，公司官网，21 世纪经济报道，新浪财经，天风证券研究所

注：产品绝大多数是由自己的加工厂生产，有极少部分代加工项目对外招标（按照广州老工厂 10 万吨、湛江燕塘 3 万吨初始年产能，预计 2018 年自产 13 万吨，占总产量 14.4 万吨的 90%）

图 17：工厂产能释放节奏



资料来源：wind，公司公告，公司官网，21 世纪经济报道，新浪财经，天风证券研究所

## 2.2.2. 自有牧场+战略合作牧场，保证奶源供给稳定充足

公司上游牧场奶源供给稳定，自有牧场和战略合作牧场可满足公司需求。公司自有牧场的自产生鲜乳占比为 1/3，我们分析公司旗下三个自有牧场的年产能分别为：阳江牧场测算约 2.12 万吨，澳新牧业测算目前约 0.75 万吨，二期达产后可达 1.5 万吨，新澳牧业达产后年产能约 2.5 万吨，未来公司或将进一步加强上游牧场的布局，抢占优质牧场资源。未来，陆丰牧场产能逐步释放后，公司上游奶源供给将更加充足，进一步突破产能瓶颈，提升公司业绩增长持续性。

表 5：公司自有牧场产能良好

| 牧场名称     | 牧场与公司关系    | 牧场建设时间     | 牧场估计年产能                      |
|----------|------------|------------|------------------------------|
| 阳江牧场     | 五月良种奶牛场分公司 | 2009 年开始建设 | 测算约 2.12 万吨                  |
| 澳新牧业（湛江） | 全资子公司      | 2013 年收购   | 测算目前约 0.75 万吨，二期达产后可达 1.5 万吨 |
| 新澳牧场（陆丰） | 全资子公司      | -          | 测算达产后年产能约 2.5 万吨             |

资料来源：新浪财经头条、凤凰网财经、金羊网，天风证券研究所

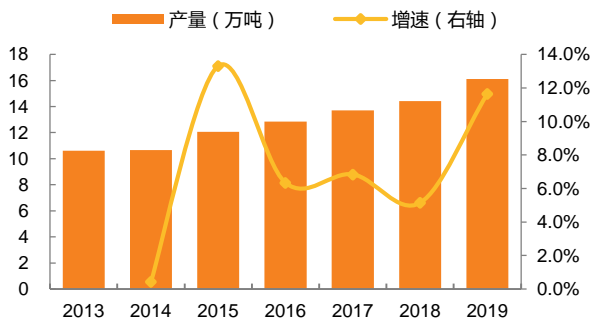
注：公司上游牧场分为自有牧场和战略合作牧场两种模式，其中自有牧场生产的生鲜乳占比 1/3

### 2.2.3. 产能释放助力业绩高增，进一步增长空间仍存

2019 年燕塘乳业实现营业收入约 14.71 亿元，同比增长 13.38%；归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比增长 193.71%。燕塘乳业 2019 年净利整体大幅上涨，得益于新工厂生产链条的逐渐理顺以及优化管理方针的有效执行。2019 年，新工厂产能逐步释放，产量的提升是业绩增长的主要逻辑。未来，随着新工厂经营逐步完善、新澳牧场顺利完工增大上游奶源供应，公司产能利用率有所提高，产量将进一步上升，推动业绩增长。

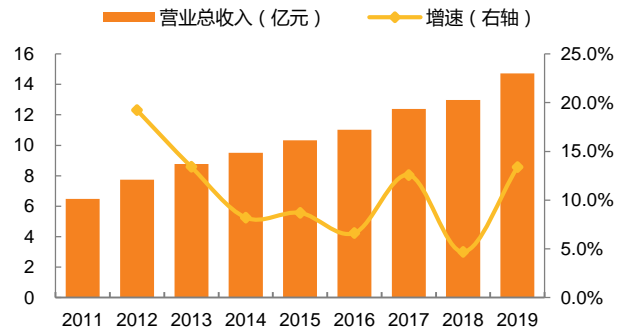
公司 2020Q1 业绩受疫情和行业季节性影响，表现不佳。营业收入 2.6 亿元，同比下降 8.1%，归母净利润 85.5 万元，同比下降 92.2%，预计 2 季度以来公司销售恢复情况良好，公司长期发展战略稳步落地。

图 18：2019 年产能释放，产量高增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：燕塘乳业营业总收入连年增长，提升未来预期



资料来源：Wind，天风证券研究所



### 3. 省内市场空间大，成就珠三角乳企

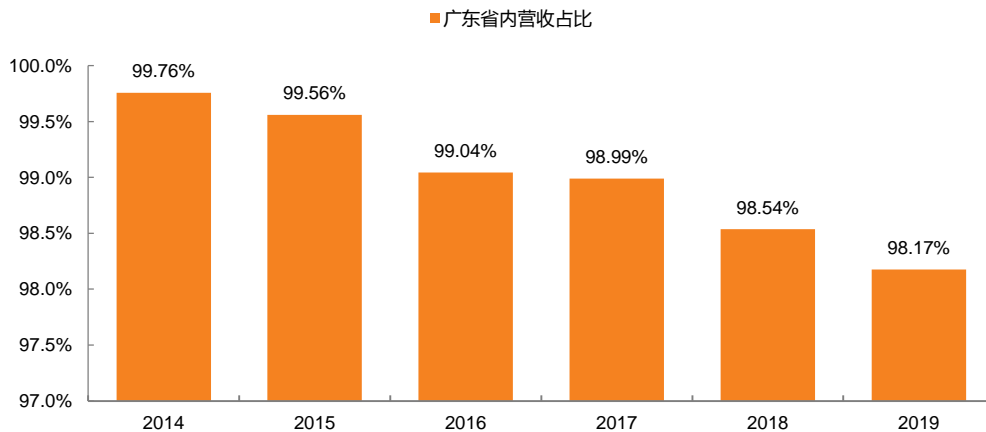
#### 3.1. 立足广东不断深耕，珠三角地区空间较大

燕塘乳业于 1956 年从一间牛奶加工室起步，现已成立六十余载，目前成为华南地区规模最大的区域性乳企之一，形成“上游牧场+加工厂+冷链体系+销售网络”的全产业链，拥有稳定安全的奶源基地、一定的区域品牌影响力、完善封闭的冷链体系和渠道覆盖率高的立体销售网络。

公司线下产品销售主要集中于华南市场，重点在广东省内，正在不断拓展周边省市。随着公司新工厂产能的逐步释放，公司除了深挖省内薄弱地区市场潜能意外，省外的销售业务已在广东省周边省份逐步展开，特别是在海南市场已取得较好的市场销量，并在 2019 年正式登陆澳门市场。

目前，广东仍是公司最主要的销售市场。2014-2019 年，燕塘乳业在广东省营收占比超 97%，公司稳稳占据广东省的乳制品消费市场，无疑具有很大的增长空间，尤其是在深圳等薄弱地区市场还具有较大的深挖潜能。

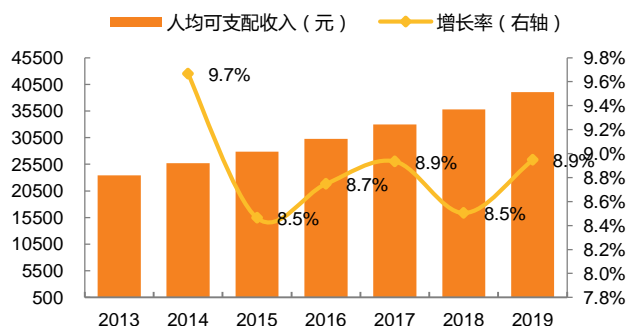
图 20：广东省是公司主要销售市场



资料来源：Wind，天风证券研究所

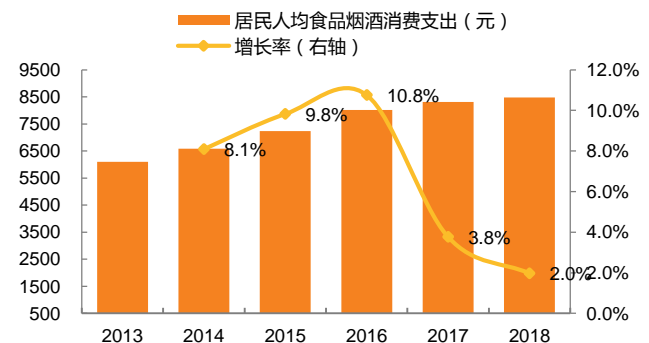
广东省是我国的消费大省，消费市场较有潜力。据国家统计局公布的数据显示，2019 年前三季度广东省人均消费额以 20997 元排在 31 省份人均消费支出第五的位置；全年人均可支配收入 39014 元，位居全国第六。而在餐饮业领域，根据《中国餐饮业年度报告》数据，作为传统“美食大省”的广东在 2018 年餐饮收入达 3885 亿元，高居全国第二。

图 21：广东省人均可支配收入及增长较高



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

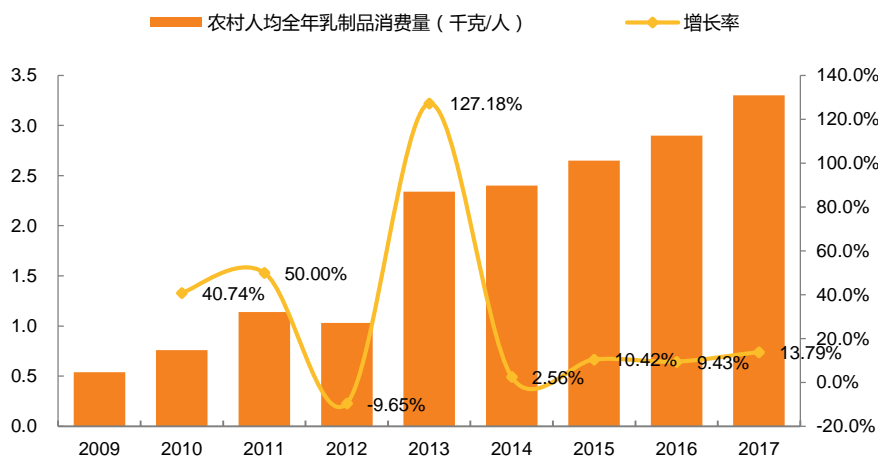
图 22：广东省人均食品烟酒消费支出及增长较高



资料来源：中国统计年鉴，天风证券研究所

随着乡村振兴、乳制品业振兴政策的实施和市场经济健康管理机制、乳制品上下游监管体系的逐渐完善，国内奶业建立起了政府主导、行业自律、企业自控、社会监督“四位一体”的社会多元自治结构。广东省的农村人均乳制品消费量由 2009 年的 0.54kg/人增长到 2017 年 3.3kg/人。

图 23：广东省农村人均全年乳制品消费量增长迅速



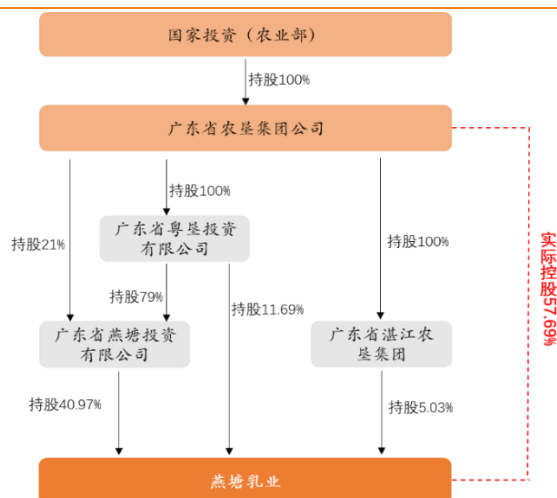
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 国资背景，员工持股动力足

公司实际控制人为农业部国家投资全部持股的广东省农垦集团公司，间接控股燕塘乳业 57.69%股份。直接持股的第一大股东为广东省燕塘投资有限公司，持股比例为 40.97%。公司高层持股人数共六人，持股比例占公司总股本 1.26%。

公司总经理冯立科在 2002 年加入广东燕塘乳业股份有限公司，历任技术员，生产部部长，总经理助理，副总经理，对公司大小环节有着深刻的理解。同时，冯立科先生曾任广东省食品学会益生菌与乳制品委员会副秘书长，中国乳制品工业协会技术委员会委员，广东省食品学会理事，广东省乳业协会第六届理事会副会长，对乳业趋势有着敏锐的认知。

图 24：燕塘乳业股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 投资建议

**关键假设：**我们通过拆分公司产品结构，对营收情况进行预测，预计未来液态奶及乳酸菌饮料在营收中的占比将逐步提升。①假设乳酸菌饮料 2020-2022 年销售额增速为 16%/19%/17%，在营收中的占比逐渐提升，2020-2022 年分别为 37%/38%/39%；②假设液体乳 2020-2022 年销售额增速分别为 20%/22%/18%，在营收中的占比为 36%/38%/39%；③假设花式奶 2020-2022 年营收增速为 1%/2%/2%，冰淇淋雪糕营收增速为 25%/35%/35%，其他业务营收增速为 18%/5%/6%。

表 6：公司营收关键假设

|         | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入（元） | 1,470,757,199 | 1,665,155,428 | 1,928,461,832 | 2,201,540,222 |
| YOY     | 13.4%         | 13.2%         | 15.8%         | 14.2%         |
| 乳酸菌乳饮料  | 534,516,320   | 620,038,931   | 737,846,328   | 863,280,204   |
| YOY     | 16.6%         | 16.0%         | 19.0%         | 17.0%         |
| 占比      | 36.3%         | 37.2%         | 38.3%         | 39.2%         |
| 液体乳     | 493,327,207   | 591,992,648   | 722,231,031   | 852,232,617   |
| YOY     | 21.2%         | 20.0%         | 22.0%         | 18.0%         |
| 占比      | 33.5%         | 35.6%         | 37.5%         | 38.7%         |
| 花式奶     | 414,161,042   | 418,302,652   | 426,668,705   | 435,202,080   |
| YOY     | 1.1%          | 1.0%          | 2.0%          | 2.0%          |
| 占比      | 28.2%         | 25.1%         | 22.1%         | 19.8%         |
| 冰淇淋雪糕   | 13,695,044    | 17,118,805    | 23,110,387    | 31,199,022    |
| YOY     | 37.8%         | 25.0%         | 35.0%         | 35.0%         |
| 占比      | 0.9%          | 1.0%          | 1.2%          | 1.4%          |
| 其他业务    | 15,057,586    | 17,702,391    | 18,605,381    | 19,626,300    |
| YOY     | 23.3%         | 17.6%         | 5.1%          | 5.5%          |
| 占比      | 1.0%          | 1.1%          | 1.0%          | 0.9%          |

资料来源：Wind，天风证券研究所

**可比公司选择：**我们选择新乳业、光明乳业、三元股份、天润乳业作为可比公司，原因：①从业务上看，四家可比公司与燕塘均以液态奶为主要产品，且均涉及低温奶业务；②从销售区域上看，五家公司均为区域性企业，均有自己优势的区域；③从产业链上来看，五家公司均布局上游牧场、中游加工、下游销售三个环节的完整产业链。综上，我们认为新乳业、光明乳业、三元股份、天润乳业与燕塘乳业具备可比性。

表 7：可比公司估值情况

|      |        | PE    |       | PEG   |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|
|      | 市值（亿元） | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 新乳业  | 157.77 | 54.18 | 41.59 | 2.78  | 1.37  |
| 光明乳业 | 195.18 | 35.45 | 30.28 | 3.39  | 1.77  |
| 三元股份 | 79.52  | 42.75 | 36.31 | 1.11  | 2.05  |
| 天润乳业 | 39.97  | 27.39 | 23.96 | 6.02  | 1.67  |
| 平均值  | -      | 39.94 | 33.04 | 3.33  | 1.72  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营收 16.65、19.28、22.02 亿元，同比增长 13%/16%/14%，2020-2022 年归母净利润 1.36、1.54、1.75 亿元，同比增长 10%/13%/14%，对应 EPS 分别为 0.87、0.98 和 1.11 元。我们认为 PE 估值更能体现公司价值，根据行业平均 PE 估值水平 40X，考虑到公司目前营收体量稍小，我们给予公司 2020 年 35X 估值，对应目标价 30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**省内市场拓展不及预期：**公司主要市场位于广东省内，目前深圳等地市场拓展相对薄弱，未来深圳等市场渗透率提升不及预期，将会影响公司业绩增速。

**产能扩建不及预期：**公司广州黄埔新工厂尚未完全达产，湛江工厂二期也仍在建设中，产能扩建不及预期将影响公司销售情况。

**新品推广不及预期：**公司近年来推出多款新品，新品在营销、渠道推广等方面效果不及预期将会影响其销售额。

**上游原奶价格大幅增长：**疫情之前我国原奶供给偏紧，整体处于温和上涨的大趋势中，若原奶价格大幅上涨，将会造成公司的成本压力，影响公司盈利能力。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 82.62           | 95.93           | 269.59          | 331.58          | 547.66          |
| 应收票据及应收账款       | 57.59           | 78.63           | 59.10           | 28.88           | 37.06           |
| 预付账款            | 33.13           | 16.65           | 67.00           | 21.11           | 72.81           |
| 存货              | 102.87          | 108.66          | 119.14          | 146.99          | 148.05          |
| 其他              | 11.94           | 4.44            | 19.95           | 10.56           | 15.06           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>288.15</b>   | <b>304.30</b>   | <b>534.77</b>   | <b>539.12</b>   | <b>820.63</b>   |
| 长期股权投资          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产            | 853.18          | 813.00          | 802.73          | 808.20          | 810.12          |
| 在建工程            | 10.93           | 25.25           | 51.15           | 78.69           | 77.21           |
| 无形资产            | 29.08           | 28.52           | 27.51           | 26.50           | 25.50           |
| 其他              | 138.57          | 153.84          | 115.41          | 122.53          | 130.56          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,031.76</b> | <b>1,020.59</b> | <b>996.80</b>   | <b>1,035.92</b> | <b>1,043.39</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,319.91</b> | <b>1,324.89</b> | <b>1,531.57</b> | <b>1,575.04</b> | <b>1,864.02</b> |
| 短期借款            | 32.80           | 21.90           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款       | 164.74          | 125.70          | 247.29          | 181.05          | 285.21          |
| 其他              | 111.31          | 117.29          | 145.86          | 133.75          | 175.13          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>308.85</b>   | <b>264.89</b>   | <b>393.15</b>   | <b>314.80</b>   | <b>460.33</b>   |
| 长期借款            | 68.96           | 15.38           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 25.45           | 18.01           | 22.35           | 21.94           | 20.76           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>94.41</b>    | <b>33.39</b>    | <b>22.35</b>    | <b>21.94</b>    | <b>20.76</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>403.25</b>   | <b>298.28</b>   | <b>415.50</b>   | <b>336.73</b>   | <b>481.10</b>   |
| 少数股东权益          | 19.50           | 21.23           | 26.92           | 34.15           | 40.84           |
| 股本              | 157.35          | 157.35          | 157.35          | 157.35          | 157.35          |
| 资本公积            | 319.41          | 319.41          | 319.41          | 319.41          | 319.41          |
| 留存收益            | 739.82          | 848.03          | 931.80          | 1,046.81        | 1,184.73        |
| 其他              | (319.41)        | (319.41)        | (319.41)        | (319.41)        | (319.41)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>916.66</b>   | <b>1,026.61</b> | <b>1,116.07</b> | <b>1,238.31</b> | <b>1,382.92</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,319.91</b> | <b>1,324.89</b> | <b>1,531.57</b> | <b>1,575.04</b> | <b>1,864.02</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018            | 2019            | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 45.33           | 127.18          | 136.18         | 153.88         | 175.13         |
| 折旧摊销           | 56.74           | 73.16           | 45.37          | 47.99          | 50.57          |
| 财务费用           | 6.95            | 5.85            | 3.11           | 4.04           | 4.93           |
| 投资损失           | (1.17)          | (1.26)          | (0.96)         | (1.13)         | (1.12)         |
| 营运资金变动         | 25.40           | (43.73)         | 135.61         | (30.56)        | 72.61          |
| 其它             | 6.20            | 56.96           | 5.69           | 7.23           | 6.69           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>139.45</b>   | <b>218.15</b>   | <b>325.00</b>  | <b>181.46</b>  | <b>308.82</b>  |
| 资本支出           | 74.71           | 54.08           | 55.66          | 80.41          | 51.17          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (200.05)        | (153.10)        | (114.70)       | (159.28)       | (100.05)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(125.33)</b> | <b>(99.01)</b>  | <b>(59.04)</b> | <b>(78.87)</b> | <b>(48.88)</b> |
| 债权融资           | 124.94          | 52.53           | 15.75          | 18.06          | 16.35          |
| 股权融资           | (6.73)          | (5.85)          | (3.11)         | (4.04)         | (4.93)         |
| 其他             | (177.32)        | (152.68)        | (104.94)       | (54.62)        | (55.27)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(59.11)</b>  | <b>(106.00)</b> | <b>(92.30)</b> | <b>(40.59)</b> | <b>(43.85)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(45.00)</b>  | <b>13.14</b>    | <b>173.66</b>  | <b>61.99</b>   | <b>216.08</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,297.20</b> | <b>1,470.76</b> | <b>1,665.16</b> | <b>1,928.46</b> | <b>2,201.54</b> |
| 营业成本             | 884.03          | 953.24          | 1,104.32        | 1,258.04        | 1,423.07        |
| 营业税金及附加          | 8.10            | 8.54            | 10.04           | 11.41           | 13.15           |
| 营业费用             | 247.41          | 266.09          | 283.08          | 345.19          | 398.48          |
| 管理费用             | 76.04           | 79.46           | 83.26           | 104.14          | 127.69          |
| 研发费用             | 9.56            | 10.98           | 11.66           | 13.50           | 19.81           |
| 财务费用             | 6.73            | 5.85            | 3.11            | 4.04            | 4.93            |
| 资产减值损失           | 3.00            | (0.84)          | 1.08            | 0.12            | 0.60            |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 1.17            | 1.26            | 0.96            | 1.13            | 1.12            |
| 其他               | (6.59)          | (3.56)          | (1.93)          | (2.26)          | (2.23)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>67.76</b>    | <b>149.73</b>   | <b>169.58</b>   | <b>193.15</b>   | <b>214.92</b>   |
| 营业外收入            | 0.36            | 2.11            | 1.48            | 1.32            | 1.64            |
| 营业外支出            | 14.63           | 5.91            | 8.29            | 9.61            | 7.94            |
| <b>利润总额</b>      | <b>53.48</b>    | <b>145.93</b>   | <b>162.78</b>   | <b>184.85</b>   | <b>208.62</b>   |
| 所得税              | 8.15            | 18.75           | 20.91           | 23.75           | 26.80           |
| <b>净利润</b>       | <b>45.33</b>    | <b>127.18</b>   | <b>141.87</b>   | <b>161.11</b>   | <b>181.82</b>   |
| 少数股东损益           | 3.13            | 3.23            | 5.69            | 7.23            | 6.69            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>42.20</b>    | <b>123.95</b>   | <b>136.18</b>   | <b>153.88</b>   | <b>175.13</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.27            | 0.79            | 0.87            | 0.98            | 1.11            |

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 4.68%   | 13.38%  | 13.22%  | 15.81%  | 14.16%  |
| 营业利润           | -52.49% | 120.99% | 13.26%  | 13.90%  | 11.27%  |
| 归属于母公司净利润      | -65.06% | 193.71% | 9.87%   | 13.00%  | 13.81%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 31.85%  | 35.19%  | 33.68%  | 34.76%  | 35.36%  |
| 净利率            | 3.25%   | 8.43%   | 8.18%   | 7.98%   | 7.96%   |
| ROE            | 4.70%   | 12.33%  | 12.50%  | 12.78%  | 13.05%  |
| ROIC           | 8.06%   | 16.52%  | 18.14%  | 23.00%  | 23.87%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 30.55%  | 22.51%  | 27.13%  | 21.38%  | 25.81%  |
| 净负债率           | 4.62%   | -4.23%  | -22.74% | -25.32% | -38.42% |
| 流动比率           | 0.93    | 1.15    | 1.36    | 1.71    | 1.78    |
| 速动比率           | 0.60    | 0.74    | 1.06    | 1.25    | 1.46    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 24.63   | 21.59   | 24.18   | 43.84   | 66.77   |
| 存货周转率          | 14.22   | 13.91   | 14.62   | 14.49   | 14.92   |
| 总资产周转率         | 0.98    | 1.11    | 1.17    | 1.24    | 1.28    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.27    | 0.79    | 0.87    | 0.98    | 1.11    |
| 每股经营现金流        | 0.89    | 1.39    | 2.07    | 1.15    | 1.96    |
| 每股净资产          | 5.70    | 6.39    | 6.92    | 7.65    | 8.53    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 76.47   | 26.04   | 23.70   | 20.97   | 18.43   |
| 市净率            | 3.60    | 3.21    | 2.96    | 2.68    | 2.40    |
| EV/EBITDA      | 19.17   | 13.76   | 13.23   | 11.53   | 9.64    |
| EV/EBIT        | 32.79   | 19.83   | 16.71   | 14.33   | 11.86   |



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |