

## 2021年业绩加速 大股东易主开辟新征程

### ——庄园牧场年报点评

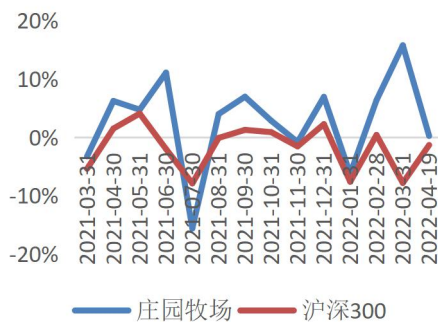
#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

当前价：13.51元/股

（2022年4月19日）

#### 公司指数表现



研究员：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

研究员：龚玮

执业证书编号：S0230521030001

邮箱：gongw@hlzqgs.com

#### 市场数据

总股本(万股)：23,238

总市值(亿元)：29.45

今年最低/最高价：10.38/15.47  
(元/股)

最新年换手率：315%

请认真阅读文后免责条款

#### 事件：

庄园牧场发布2021年度报告。公司实现收入10.21亿元，同比增长38.06%；归母净利润0.54亿元，同比增长412.11%；扣除非经常性损益的归母净利润0.50亿元，同比增长1469.57%；经营活动产生的现金流量净额2.07亿元，同比增长46.13%。

#### 点评：

#### 一、公司业绩迎来稳增长，主要产品量价齐升

公司全年营业收入稳中有升，Q4同比增速明显。2021年公司实现营业收入10.21亿元，同比增加38.06%，其中，调制乳、灭菌乳、巴氏杀菌乳营业收入分别为3.21亿元、3.20亿元、0.83亿元，同比增长19.90%、53.16%、37.05%。Q4单季度营业收入2.86亿元，同比增长33.68%，环比增速12.33%，增速明显。

公司主要产品量价齐升，盈利能力提升。价格方面，占当期营业收入总额10%以上的主要产品销售价格同比增幅超过30%；销量方面，灭菌乳、巴氏杀菌乳、调制乳迅速放量，销量为4.32万吨、0.98万吨、3.55万吨，同比增长45.37%、27.74%、19.55%，公司产品量价齐升。

#### 二、积极布局上游，原奶供应提质提量

公司积极布局黄金奶源带，“金川区万头奶牛循环产业园项目”已达到预定可使用状态。该项目全面达产后，可每年提供优质鲜奶6.8万吨，有效保障上游原奶供给，助力公司应对奶源短缺和成本波动风险。量方面，截至2021年末，公司存栏奶牛总量1.76万头，同比增长9.19%，2021年全年生鲜乳产量8.47万吨，同比增长54.96%。质方面，公司正在全面启动牧场数字化管理系统，优化牛群结构，提高牧场精细化管理水平，同时，公司与甘肃农垦集团下属公司积极开展合作，采购其优质饲草料，对公司自有牧场原奶质量的提升起到积极作用。

### 三、大股东易主甘肃农垦，公司发展开辟新征程

公司的大股东变更为甘肃农垦集团，实际控制人变更为甘肃省人民政府国资委。2021年6月底，公司完成控制权变更，甘肃农垦在全国奶源主产区之一的河西走廊拥有机械化程度较高、质量较优的饲草料种植基地，现已与公司积极开展合作。未来，公司将进一步依托甘肃农垦生态和渠道资源，不断优化资源配置，提升管理能力，持续发力产品研发、奶源建设、渠道渗透、人才储备，开辟公司高质量发展的新征程。

### 四、盈利预测

我们认为，乳制品需求延续稳健水平，农垦集团的入主，为公司带来一定的协同效应。预计公司2022-2024年主营业务收入分别为12.06亿元、14.52亿元、17.75亿元；归母净利润分别为0.60亿元、0.68亿元、0.70亿元；对应PE分别为52X、46X、44X，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表：庄园牧场盈利预测简表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1021.43	1206.32	1451.80	1774.59
增长率（%）	38.06%	18.10%	20.35%	22.23%
归母净利润（百万元）	53.53	59.98	68.37	70.35
增长率（%）	412.11%	12.05%	13.98%	2.90%
EPS（摊薄/元）	0.23	0.26	0.29	0.30
P/E	58	52	46	44

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 五、风险提示

竞争加剧的风险；奶牛养殖发生规模化疫病的风险；产品质量管控与食品安全的风险等。

财务报表预测及比率分析 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	413.74	846.73	403.69	636.51	881.18	953.35	营业收入	813.55	739.82	1021.43	1206.32	1451.80	1774.59
应收票据及账款	29.65	41.59	38.98	46.04	55.41	67.72	营业成本	559.66	532.94	778.50	904.25	1088.39	1340.23
预付账款	16.19	8.00	2.75	8.15	6.86	10.18	营业税金及附加	6.27	7.74	9.51	11.05	13.30	16.26
其他应收款	17.69	20.79	9.13	10.78	12.98	15.86	销售费用	81.58	73.12	60.73	71.73	91.46	117.12
存货	94.83	113.63	176.46	183.66	221.06	272.21	管理费用	77.39	68.82	101.26	119.59	143.92	175.92
其他流动资产	38.01	10.74	2.43	2.87	3.45	4.22	研发费用	9.46	9.10	9.25	12.06	14.52	26.62
<b>流动资产总计</b>	<b>610.11</b>	<b>1041.47</b>	<b>633.44</b>	<b>888.00</b>	<b>1180.93</b>	<b>1323.54</b>	财务费用	22.20	23.89	12.61	18.60	21.12	16.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(57.96)	(75.84)	(0.59)	(0.70)	(0.84)	(1.03)
固定资产	1651.17	1728.01	2049.00	1951.20	1854.25	1957.18	信用减值损失	(0.99)	(1.51)	0.30	(1.20)	(1.44)	(1.76)
在建工程	59.19	152.09	1.98	2.31	1.65	0.99	其他经营损益	(0.00)	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
无形资产	90.61	97.16	97.83	88.04	78.26	68.48	投资收益	(8.82)	(12.93)	(3.34)	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	7.14	4.25	3.50	2.91	2.33	1.75	公允价值变动损益	47.25	74.26	9.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	74.51	57.58	24.64	24.64	24.64	24.64	资产处置收益	(0.00)	0.31	(0.57)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1882.62</b>	<b>2039.09</b>	<b>2176.94</b>	<b>2069.10</b>	<b>1961.13</b>	<b>2053.03</b>	其他收益	7.37	6.50	7.08	6.99	6.99	6.99
<b>资产总计</b>	<b>2492.73</b>	<b>3080.56</b>	<b>2810.38</b>	<b>2957.10</b>	<b>3142.06</b>	<b>3376.57</b>	营业利润	43.84	15.01	62.35	74.14	83.79	86.08
短期借款	315.18	322.34	214.67	200.00	200.00	200.00	营业外收入	24.83	9.01	3.62	3.62	3.62	3.62
应付票据及账款	511.24	645.27	333.38	387.23	466.09	573.94	营业外支出	3.69	11.65	10.84	8.73	8.73	8.73
其他流动负债	133.57	126.18	184.95	243.42	293.60	362.72	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>959.99</b>	<b>1093.78</b>	<b>733.00</b>	<b>830.66</b>	<b>959.69</b>	<b>1136.65</b>	利润总额	64.98	12.36	55.13	69.04	78.69	80.97
长期借款	258.27	351.76	394.39	394.39	394.39	394.39	所得税	13.66	1.91	1.59	9.05	10.32	10.62
其他非流动负债	49.06	43.18	42.30	42.30	42.30	42.30	净利润	51.32	10.45	53.53	59.98	68.37	70.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>307.33</b>	<b>394.95</b>	<b>436.69</b>	<b>436.69</b>	<b>436.69</b>	<b>436.69</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>1267.32</b>	<b>1488.72</b>	<b>1169.69</b>	<b>1267.35</b>	<b>1396.38</b>	<b>1573.34</b>	归属母公司股东净	51.32	10.45	53.53	59.98	68.37	70.35
股本	190.68	233.68	232.38	232.38	232.38	232.38	EBITDA	168.19	136.38	186.09	197.46	209.76	207.61
资本公积	531.12	854.58	846.83	846.83	846.83	846.83	NOPLAT	14.84	(30.17)	63.73	81.25	91.82	89.85
留存收益	503.61	503.57	561.48	610.54	666.46	724.01	EPS(元)	0.22	0.04	0.23	0.26	0.29	0.30
归属母公司权益	1225.41	1591.83	1640.69	1689.76	1745.68	1803.22	<b>主要财务比率</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>股东权益合计</b>	<b>1225.41</b>	<b>1591.83</b>	<b>1640.69</b>	<b>1689.76</b>	<b>1745.68</b>	<b>1803.22</b>	<b>成长能力</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2492.73</b>	<b>3080.56</b>	<b>2810.38</b>	<b>2957.10</b>	<b>3142.06</b>	<b>3376.57</b>	营收增长率	0.24	(0.09)	0.38	0.18	0.20	0.22
<b>现金流量表</b>							营业利润增长率	0.06			0.19		
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	0.01	(0.58)	0.87	0.29	0.14	(0.02)
税后经营利润	51.32	10.45	53.53	58.35	66.74	68.72	EBITDA增长率	0.19	(0.19)	0.36	0.06	0.06	(0.01)
折旧与摊销	81.01	100.13	118.35	109.82	109.95	110.08	归母净利润增长率	(0.19)	(0.80)	4.12	0.12	0.14	0.03
财务费用	22.20	23.89	12.61	18.60	21.12	16.57	经营现金流增长率	0.32	0.01	0.32	0.25	0.00	0.08
投资损失	8.82	12.93	3.34	0.00	0.00	0.00	<b>盈利能力</b>						
营运资金变动	(56.07)	(39.49)	12.06	90.59	80.77	106.52	毛利率	0.31	0.28	0.24	0.25	0.25	0.24
其他经营现金流	32.99	33.74	7.09	0.00	0.00	0.00	净利率	0.06	0.01	0.05	0.05	0.05	0.04
<b>经营性现金净流量</b>	<b>140.28</b>	<b>141.65</b>	<b>206.99</b>	<b>277.36</b>	<b>278.58</b>	<b>301.88</b>	营业利润率	0.05	0.02	0.06	0.06	0.06	0.05
资本支出	454.26	415.67	375.74	1.98	1.98	1.98	ROE	0.04	0.01	0.03	0.04	0.04	0.04
长期投资	(12.36)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
其他投资现金流	(882.97)	(762.62)	(708.59)	(2.32)	(2.32)	(2.32)	ROIC	0.01	(0.02)	0.04	0.04	0.05	0.05
<b>投资性现金净流量</b>	<b>(441.07)</b>	<b>(346.94)</b>	<b>(332.85)</b>	<b>(0.34)</b>	<b>(0.34)</b>	<b>(0.34)</b>	<b>估值倍数</b>						
短期借款	(121.82)	7.15	(107.67)	(214.67)	0.00	(200.00)	P/E	60.67	297.88	58.17	51.91	45.54	44.26
长期借款	218.71	93.49	42.62	0.00	0.00	0.00	P/S	3.83	4.21	3.05	2.58	2.14	1.75
普通股增加	3.34	43.00	(1.30)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.54	1.96	1.90	1.84	1.78	1.73
资本公积增加	22.33	323.46	(7.75)	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	37.65	121.50	(68.70)	(29.52)	(33.57)	(29.37)	EV/EBIT	32.77	85.70	52.02	37.80	31.23	31.88
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>160.22</b>	<b>588.60</b>	<b>(142.79)</b>	<b>(244.19)</b>	<b>(33.57)</b>	<b>(229.37)</b>	EV/EBITDA	16.99	22.78	18.93	16.78	14.86	14.98
<b>现金流量净额</b>	<b>(140.56)</b>	<b>383.33</b>	<b>(268.66)</b>	<b>32.83</b>	<b>244.67</b>	<b>72.16</b>	EV/NOPLAT	192.48	(102.95)	55.29	40.78	33.95	34.61

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

### 分析师声明:

本人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,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市,风险自担。

### 公司声明:

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。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证,本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究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价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙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。引用本报告必须注明出处“华龙证券”,且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

### 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好,行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定,行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡,行业指数落后沪深300指数

### 华龙证券研究所

#### 兰州

地址:兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼  
邮编:730030  
电话:0931-4635761  
邮箱:hlzqyjs2021@163.com

#### 北京

地址:北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座6层  
邮编:100033

#### 上海

地址:上海市普陀区大渡河路168弄31号703室  
邮编:200000