

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩相对承压，静待增速回升

2023年08月27日

事件：天润乳业公布2023年半年报。23H1，公司实现营业收入13.89亿元，同比+12.62%；归母净利润1.26亿元，同比+16.55%；实现扣非归母净利润1.17亿元，同比+21.05%。其中，23Q2公司实现营业收入7.58亿元，同比+9.77%；归母净利润7083万元，同比-2.45%；实现扣非归母净利润6819万元，同比+5.16%。

点评：

- **乳制品消费复苏偏弱，疆外表现低于预期。**Q2乳制品行业整体复苏偏弱，国内奶源供给过剩使得奶价在Q2同比下降6.81%，环比下降4.26%。在此背景下，公司收入端表现稳健，23Q2实现营收7.58亿元，同比+9.77%。分产品看，常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品分别实现营收4.27亿元/3.15亿元/1244万元，同比+18.54%/+4.96%/-53.25%。此外，从报表端看，6月新并表的新农乳业实现营收3246万元。分区域看，Q2公司疆内/疆外实现营收3.95亿元/3.61亿元，同比+5.86%/+14.03%，疆外表现受行业整体形势影响低于预期。
- **营业利润同比提升，牛只处置扰动归母净利润增速。**成本端看，公司23Q2实现毛利率20.97%，同比+2.11pct，我们推测主要系当前低奶价所带来的红利及砖类产品所带来的结构提升。费用端看，公司表现良好，23Q2销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为5.18%、3.05%、0.83%、0.34%，同比分别+0.13pct、+0.41pct、+0.61pct、+0.53pct，使得营业利润率达12.31%，同比+0.36pct，Q2营业利润同比+13.06%。归母净利润的同比下降受营业外收支的影响，Q2营业外支出达1293万元，主要系公司子公司处置牛只损失。
- **上半年经营积极主动，亮点颇多。**23H1，公司积极求变。并购端看，公司成功收购新农乳业100%股权。新农乳业作为一家全产业链公司，有望在奶源、成人奶粉等方面与天润形成互补，加强公司在疆内及浙江的市场影响力。上游养殖方面，公司投资参股优牧草业，布局饲草种植业务，补齐饲草供应短板，保障牛只科学饲喂。产品端看，公司上半年推出多达16款新品。品宣方面，公司重点推广沙棘奶啤和天润有机纯牛奶，市场曝光度较高。市场方面，公司进一步细分市场，提升福建为重点市场，京津冀为培育市场。
- **盈利预测与投资评级：安全边际已现，静待收入增速回升。**公司近期的股价回撤已使其市盈率估值重回历史区间底部。尽管当前乳制品市场消费环境偏弱，但约6000亿元的市场规模对于2022年营收24亿元的天润而言仍大有可为。另一方面，公司近年来的新品开发能力及市场开拓能力的提升有目共睹，有望在产能及品类不断扩张的情况下走出独立于行业的出色表现。基于公司当前的表现和新农并表的情

况，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.75/0.88/1.01 元，分别对应 2023-2025 年 18X/15X/13X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,109	2,410	2,786	3,261	3,758
增长率 YoY %	19.3%	14.2%	15.6%	17.0%	15.2%
归属母公司净利润 (百万元)	150	197	240	282	324
增长率 YoY%	1.5%	31.3%	21.9%	17.8%	14.9%
毛利率%	16.3%	17.9%	18.7%	18.6%	18.7%
净资产收益率 ROE%	6.7%	8.5%	9.4%	10.0%	10.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.75	0.88	1.01
市盈率 P/E(倍)	23.74	25.23	17.66	14.99	13.04
市净率 P/B(倍)	1.91	2.17	1.66	1.49	1.34

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,409	1,359	1,552	1,847	2,343	
货币资金	901	704	873	1,111	1,456	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	67	98	122	143	165	
预付账款	13	31	17	19	22	
存货	401	502	515	546	670	
其他	27	24	25	28	31	
非流动资产	2,063	2,574	2,758	2,805	2,798	
长期股权投资	3	3	4	4	5	
固定资产(合计)	1,302	1,314	1,388	1,448	1,486	
无形资产	38	42	48	55	63	
其他	720	1,214	1,318	1,298	1,243	
资产总计	3,472	3,933	4,310	4,652	5,141	
流动负债	822	1,053	1,182	1,231	1,384	
短期借款	138	269	200	100	100	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	450	400	577	677	779	
其他	233	384	405	454	506	
非流动负债	348	342	342	342	342	
长期借款	100	0	0	0	0	
其他	248	342	342	342	342	
负债合计	1,170	1,395	1,524	1,572	1,726	
少数股东权益	83	230	237	246	256	
归属母公司股东权益	2,219	2,309	2,549	2,834	3,159	
负债和股东权益	3,472	3,933	4,310	4,652	5,141	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,109	2,410	2,786	3,261	3,758	
同比(%)	19.3%	14.2%	15.6%	17.0%	15.2%	
归属母公司净利润	150	197	240	282	324	
同比	1.5%	31.3%	21.9%	17.8%	14.9%	
毛利率(%)	16.3%	17.9%	18.7%	18.6%	18.7%	
ROE%	6.7%	8.5%	9.4%	10.0%	10.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.75	0.88	1.01	
P/E	23.74	25.23	17.66	14.99	13.04	
P/B	1.91	2.17	1.66	1.49	1.34	
EV/EBITDA	11.61	12.87	10.81	8.60	6.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,109	2,410	2,786	3,261	3,758	
营业成本	1,764	1,979	2,266	2,655	3,057	
营业税金及附加	10	13	13	15	18	
销售费用	97	125	162	196	225	
管理费用	65	81	84	98	113	
研发费用	6	10	17	10	11	
财务费用	-5	-5	-2	-8	-8	
减值损失合计	-12	-13	-1	-2	-1	
投资净收益	0	1	0	0	0	
其他	26	37	28	33	38	
营业利润	186	232	274	325	378	
营业外收支	-6	-17	-8	-9	-11	
利润总额	180	215	266	316	367	
所得税	19	15	19	25	33	
净利润	161	201	247	291	334	
少数股东损益	11	4	7	9	10	
归属母公司净利润	150	197	240	282	324	
EBITDA	311	373	349	399	453	
EPS(当年)(元)	0.56	0.62	0.75	0.88	1.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	359	301	533	506	467	
净利润	161	201	247	291	334	
折旧摊销	118	141	104	112	119	
财务费用	7	14	0	0	0	
投资损失	0	-1	0	0	0	
营运资金变动	54	-87	174	92	2	
其它	18	33	9	11	12	
投资活动现金流	-474	-643	-296	-169	-123	
资本支出	-387	-643	-295	-168	-122	
长期投资	-87	0	-1	-1	-1	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	646	146	-69	-100	0	
吸收投资	556	147	0	0	0	
借款	238	269	-69	-100	0	
支付利息或股息	-49	-57	0	0	0	
现金流净增加额	531	-196	168	238	345	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。