


分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

➤ **天润乳业 2021 年年报及 2022 年一季报：**2021 年公司实现营收 21.1 亿元，同比 +19.3%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比 +1.5%，实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比 -8.6%。拟每 10 股分红 1.65 元。

2022Q1 实现营收 5.4 亿元，同比 +17.3%，实现归母净利润 0.4 亿元，同比 +5.7%，实现扣非归母净利润 0.3 亿元，同比 +6.3%。

➤ **收入保持较快增长 疆外市场开拓成为核心亮点。**2021 年公司实现营收 21.1 亿元，同比 +19.3%，折合 21Q4 实现营收 5.4 亿元，同比 +19.7%，乳制品需求稳健增长及疆外市场的拓张推动公司业绩持续向好发展。2021 年常温/低温乳制品分别实现营收 11.0/9.4 亿元，分别同比 +39.2%/+0.7%，常温实现高速增长主因疫情影响下消费者对于牛奶营养价值认知明显提升，以及奶啤快速成长补充一定增量。而低温酸奶依然是公司核心优势产品，预计伴随疆外市场的开拓未来增速将明显提升。从区域市场角度看，疆内/疆外分别实现营收 12.9/8.1 亿元，分别同比 +14.7%/+27.0%，疆内伴随唐王城工厂投产，逐步拓展南疆市场，疆外进行渠道变革，细分营销团队并给予核心省份政策支持，增速环比明显提升，21Q4 已提速至 39.0%，疆外市场的开拓成为未来核心亮点。

22Q1 公司实现营收 5.4 亿元，同比 +17.3%，其中常温/低温产品分别同比 +21.9%/+8.8%，低温增速环比明显提升，疆内/疆外分别同比 +11.4%/+29.2%，疆外保持快速增长。

➤ **全年利润表现超预期，预计后续原奶价格边际回落将释放利润空间。**2021 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比 +1.5%，折合 21Q4 实现 0.4 亿元，同比 +35.3%。全年利润正增长略超预期，收入高增背景下利润基本持平，主因原奶价格仍处高位，成本高企挤压利润空间，Q4 主动压缩费用释放利润空间。扣非归母净利润与归母净利润之间的差异主要来自于政府补助、非流动资产处置及其他营业外收支的变动。22Q1 实现归母净利润 0.3 亿元，同比 +6.3%，预计未来伴随原奶价格边际回落，进一步释放利润弹性。

毛利率：2021 年公司实现毛利率 16.35%，同比 -5.1pct，主因原奶价格上涨，成本压力加大，2021 年 12 月公司对疆内白奶提价 5%，同时未来新品将以产品升级的方式拉升毛利率。销售费用率：2021 年公司销售费用率为 7.7%，同比 -2.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.6%/3.1%/0.3%/-0.2%，分别同比 -1.5%/-0.9%/+0.01%/+0.0pct。净利率：2021 年净利率为 7.6%，同比 -1.1pct。22Q1 毛利率为 17.2%，同比 -1.8pct，期间费用率为 9.8%，同比 -1.0pct，净利率为 6.8%，同比 -1.0pct。

➤ **疆外渠道变革，推动疆外开启新一轮拓张。**下游渠道层面，公司在 2020 年末对疆外市场重新划分重点市场（山东、广东、浙江、江苏）、潜力市场（川渝、两湖）培育市场，聚焦力量拓展核心省份，细化销售团队，并给予政策倾斜与费用支持，推动疆外重回高增速。疆内天润市占率已达 40%，为疆内绝对龙头乳企，未来将伴随唐王城工厂的扩产进一步覆盖南疆市场。

推荐
维持评级
当前价格：
12.27 元

相关研究

1. 天润乳业 (600419.SH) 事件点评：定增落地，迈出重大跨越关键一步
2. 【民生饮食】天润乳业 (600419.SH) 2021 年三季报点评：原奶成本压制短期利润，疆外市场扩张未来可期
3. 天润乳业 (600419.SH) 事件点评报告：山东产能协议落地，疆外产能扩张迈出关键一步
4. 天润乳业 (600419.SH) 2021 年半年报点评：利润短期承压，疆外市场重回快速增长通道
5. 天润乳业 (600419) 2021 年一季报点评：21Q1 业绩显著提速，产能释放+疆外拓张可期

➤ **唐王城投产布局南疆市场，山东产能规划建设就近覆盖疆外市场。** 中游产能层面，唐王城工厂投产一方面缓解产能压力，另一方面也推动南疆市场布局，唐王城预留产能在未来仍将弹性补充公司需求，保障未来1-2年产能需求。山东工厂目前已在可研阶段，预计将在今年开工建设，23H2投产，此次山东产能的拓张标志着公司疆外扩张迈出关键一步，未来将基于此近距离覆盖疆外市场，推动疆外市场布局扩张。

➤ **持续建设上游牧场，保持高位原奶自给率。** 上游原奶层面，公司目前已拥有18个牛场，3.54万头存栏，全年自产鲜奶16.4万吨，奶源自给率达67%，在保障奶源稳定性及品质化的同时，也在目前高位奶价背景下平滑成本端波动。目前南疆与巴楚县合作的5000头牛场已具备养殖条件，2021年公司也定增募集5.67亿元用于建设天润北亭万头牧场，未来伴随山东产能的建设，也将在山东规划自有牧场，保持高位原奶自控率。

➤ **投资建议：**预计2022-2024年公司实现营业收入25.0/30.0/36.2亿元，同比+18.5%/+20.1%/+20.5%；实现归母净利润1.7/2.2/2.9亿元，同比+10.3%/+33.4%/+30.3%，EPS分别为0.52/0.69/0.90元，对应PE为24X/18X/14X。考虑到公司稳固的疆内市场地位以及产能加码、渠道拓张动作，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**渠道扩张不及预期，原奶价格大幅上涨，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,109	2,499	3,002	3,617
增长率（%）	19.3	18.5	20.1	20.5
归属母公司股东净利润（百万元）	150	165	220	287
增长率（%）	1.5	10.3	33.4	30.3
每股收益（元）	0.47	0.52	0.69	0.90
PE	26	24	18	14
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年4月27日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,109	2,499	3,002	3,617
营业成本	1,764	2,070	2,432	2,862
营业税金及附加	10	14	16	19
销售费用	97	150	212	297
管理费用	65	75	86	106
研发费用	6	6	9	10
EBIT	167	185	248	323
财务费用	-5	10	12	12
资产减值损失	-12	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	186	202	269	353
营业外收支	-6	-7	-8	-12
利润总额	180	195	262	341
所得税	19	21	29	37
净利润	161	174	233	304
归属于母公司净利润	150	165	220	287
EBITDA	285	291	367	453

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	901	1,042	1,116	1,263
应收账款及票据	67	89	107	126
预付款项	13	20	21	25
存货	401	438	524	619
其他流动资产	27	46	48	52
流动资产合计	1,409	1,634	1,816	2,085
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	1,302	1,493	1,650	1,782
无形资产	38	43	48	53
非流动资产合计	2,063	2,218	2,367	2,504
资产合计	3,472	3,852	4,183	4,589
短期借款	138	215	245	245
应付账款及票据	450	566	648	764
其他流动负债	233	300	345	401
流动负债合计	822	1,081	1,238	1,410
长期借款	100	100	100	100
其他长期负债	248	248	248	248
非流动负债合计	348	348	348	348
负债合计	1,170	1,429	1,587	1,758
股本	320	320	320	320
少数股东权益	83	92	105	122
股东权益合计	2,302	2,423	2,596	2,831
负债和股东权益合计	3,472	3,852	4,183	4,589

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.32	18.50	20.10	20.50
EBIT 增长率	-9.61	10.54	34.37	30.19
净利润增长率	1.52	10.34	33.39	30.26
盈利能力 (%)				
毛利率	16.35	17.20	19.00	20.88
净利润率	7.63	6.96	7.77	8.41
总资产收益率 ROA	4.31	4.29	5.27	6.25
净资产收益率 ROE	6.75	7.08	8.84	10.59
偿债能力				
流动比率	1.71	1.51	1.47	1.48
速动比率	1.21	1.09	1.03	1.02
现金比率	1.10	0.96	0.90	0.90
资产负债率 (%)	33.70	37.10	37.93	38.32
经营效率				
应收账款周转天数	11.61	12.92	13.00	12.74
存货周转天数	82.98	77.24	78.72	78.94
总资产周转率	0.61	0.65	0.72	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.52	0.69	0.90
每股净资产	7.19	7.57	8.11	8.84
每股经营现金流	1.12	1.24	1.23	1.59
每股股利	0.15	0.17	0.19	0.22
估值分析				
PE	26	24	18	14
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.57	11.14	8.71	6.72
股息收益率 (%)	1.22	1.35	1.53	1.78
现金流量表 (百万元)				
净利润	161	174	233	304
折旧和摊销	118	106	119	130
营运资金变动	54	98	20	49
经营活动现金流	359	397	395	510
资本开支	-387	-267	-275	-278
投资	-87	-0	-0	-0
投资活动现金流	-474	-267	-274	-277
股权募资	556	0	0	0
债务募资	138	77	30	0
筹资活动现金流	646	11	-46	-86
现金净流量	531	141	75	147

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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