

利润弹性释放，疆外明显提速

2022 年 08 月 26 日



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

➤ **2022 年天润乳业半年报：**8 月 25 日，公司发布 2022 年半年报，上半年公司实现营收 12.33 亿元，同比+16.86%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比+32.93%，实现扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+25.09%。

➤ **收入延续较快增长，疆外明显提速。**22H1 公司实现营收 12.33 亿元，同比+16.86%，折合 22Q2 实现营收 6.90 亿元，同比+16.50%。H1 实现乳制品销量 13.72 万吨，同比+13.23%。二季度延续一季度较快增长，主要来自于疆外市场发力，H1 疆外同比+35.53%，单 Q2 同比+39.78%，在变革销售团队，细分重点/培育/潜力市场之后，疆外明显提速。同时，H1 疆内营收同比+6.51%，其中单 Q2 同比+2.36%，增速短期下滑主因 4 月底及 5 月底乌鲁木齐两轮疫情影响。产品维度来看，H1 常温/低温分别占比 52.57%/43.37%，分别同比+21.67%/+9.22%，常温产品在国家呼吁增加牛奶摄入量以及行业常温奶普遍扩容的背景下延续快速增长。低温产品通过产品推新及渠道扩张逆势实现正增长。

➤ **毛利率环比提升，利润弹性得以释放。****毛利率：**22H1 公司实现毛利率 18.14%，同比持平，单 Q2 毛利率 18.86%，环比 Q1+1.64pct，伴随疆内原奶价格下滑，公司利润弹性逐步得以释放。**费用率：**22H1 公司期间费用率为 8.61%，同比+0.07pct，基本保持相对稳定。22Q2 公司期间费用率为 7.71%，同比+0.88pct，环比 Q1-2.04pct。**净利率：**22H1 公司净利率为 9.00%，同比+0.63pct。22Q2 净利率 10.52%，环比 Q1 大幅提升 4.01pct，在成本压力缩减后，公司利润水平明显提升。同时公司 H1 实现归母净利润 1.08 亿元，同比+32.93%，折合 22Q2 实现归母净利润 0.73 亿元，同比+51.99%，利润的快速增长来自于原奶价格下滑所释放的利润空间、销量提升、以及去年末对部分白奶提价也贡献部分增量。

➤ **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、福建）、潜力市场（川渝、两湖、京津冀、陕西）、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，22Q2 疆外营收同比+39.78%，较 2020 年调整前个位数增速明显提速。疆内天润市占率已达 40%，为疆内绝对龙头乳企，天润核心市场位于乌昌等北疆核心地区，目前伴随唐王城工厂的开工进一步加快南疆市场的覆盖。

➤ **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。山东工厂目前已开工建设，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。

推荐

当前价格：

维持评级

13.04 元

相关研究

- 1.天润乳业 (600419.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩持续向好发展，疆外重回高增速通道-2022/04/28
- 2.天润乳业 (600419.SH) 事件点评：定增落地，迈出重大跨越关键一步-2021/12/29
- 3.【民生食品饮料】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-2021/10/21
- 4.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-2021/09/09
- 5.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-2021/08/25

➤ **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，3.76 万头存栏，H1 自产鲜奶 8.28 万吨，平均单产达 10.5 吨，原奶自给率及单产水平在业内均处于绝对高位，有力保障奶源品质化及供给稳定性。目前新疆与巴楚县合作的 5000 头标准牛场已投入运营；2021 年公司定增项目天润北亭万头牧场，目前也正有序建设。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 24.8/29.8/35.9 亿元，同比+17.5%/+20.1%/+20.5%；实现归母净利润 1.9/2.4/3.0 亿元，同比+27.1%/+26.0%/+24.3%，EPS 分别为 0.59/0.75/0.93 元，对应 PE 为 22X/17X/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	2,478	2,977	3,587
增长率（%）	19.3	17.5	20.1	20.5
归属母公司股东净利润（百万元）	150	190	240	298
增长率（%）	1.5	27.1	26.0	24.3
每股收益（元）	0.47	0.59	0.75	0.93
PE	28	22	17	14
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 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	2,478	2,977	3,587
营业成本	1,764	2,026	2,411	2,873
营业税金及附加	10	14	16	19
销售费用	97	146	183	243
管理费用	65	71	86	105
研发费用	6	6	9	10
EBIT	192	214	271	336
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	232	292	366
营业外收支	-6	-7	-8	-12
利润总额	180	225	285	354
所得税	19	25	31	38
净利润	161	201	254	316
归属于母公司净利润	150	190	240	298
EBITDA	311	320	390	467

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	901	1,061	1,160	1,324
应收账款及票据	67	88	106	125
预付款项	13	20	21	25
存货	401	429	520	621
其他流动资产	27	46	47	52
流动资产合计	1,409	1,643	1,855	2,148
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	3,861	4,222	4,652
短期借款	138	215	245	245
应付账款及票据	450	554	642	767
其他流动负债	233	294	343	403
流动负债合计	822	1,063	1,230	1,415
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	1,411	1,578	1,763
股本	320	320	320	320
少数股东权益	83	93	108	125
股东权益合计	2,302	2,450	2,643	2,889
负债和股东权益合计	3,472	3,861	4,222	4,652

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	17.50	20.10	20.50
EBIT 增长率	-3.23	11.43	26.45	23.93
净利润增长率	1.52	27.09	25.96	24.30
盈利能力 (%)				
毛利率	16.35	18.24	19.00	19.89
净利率	7.63	8.09	8.52	8.80
总资产收益率 ROA	4.31	4.93	5.68	6.40
净资产收益率 ROE	6.75	8.07	9.45	10.78
偿债能力				
流动比率	1.71	1.55	1.51	1.52
速动比率	1.21	1.12	1.07	1.06
现金比率	1.10	1.00	0.94	0.94
资产负债率 (%)	33.70	36.56	37.39	37.90
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	0.64	0.71	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.59	0.75	0.93
每股净资产	6.93	7.36	7.92	8.63
每股经营现金流	1.12	1.30	1.31	1.65
每股股利	0.14	0.15	0.17	0.18
估值分析				
PE	28	22	17	14
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.41	10.81	8.71	6.92
股息收益率 (%)	1.10	1.15	1.30	1.38

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	161	201	254	316
折旧和摊销	118	106	119	130
营运资金变动	54	91	25	55
经营活动现金流	359	416	420	528
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	160	100	164

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026