



Research and
Development Center

天山好奶，润康中国

—天润乳业(600419)公司深度报告

2023 年 1 月 12 日

马铮 食品饮料行业首席分析师

S1500520110001

13392190215

mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 表现超预期，疆外正前进

证券研究报告

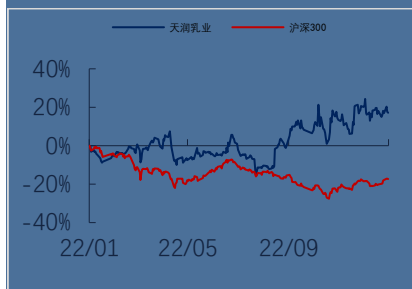
公司研究

公司深度报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 15.54
52 周内股价波动区间(元) 16.50-11.34

最近一月涨跌幅(%) -2.33
总股本(亿股) 3.20
流通 A 股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 49.76

资料来源：万得，信达证券研发中心

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

天山好奶，润康中国

2023 年 01 月 12 日

本期内容提要:

◆**乳制品行业：稳步增长，子品类机会众多。**乳制品行业体量达 6000 亿，年化增速约 5%，其中无论是常温液奶、酸奶还是乳饮料，市场规模均在 600 亿以上，并不断有新产品因满足消费者的多元化需求而突出重围，市占率获得提升。

◆**天润乳业：崛起于新疆，差异化竞争。**公司是新疆第一乳企，2013 年通过重大重组后，在奶源端不断扩张，当前原奶供给率高达 65%；在产品端持续创新，形成 UHT 奶、酸奶和奶啤三大特色产品系列；在销售端成立销售公司，以高渠道利润为推力，以多渠道发展因地制宜，逐步推进全国化市场布局；在品牌端则利用新疆奶品牌优势，通过专卖店及互联网积极品宣。

◆**未来看点：疆内外不断拓展，长期空间逾百亿。**产能端看，2021 年，公司在南疆首个生产基地投产；2023 年，公司在疆外首个生产基地将投产，不断扩充的产能将有力满足疆内外需求。渠道端看，公司一方面细化市场体系，不同类型市场予以不同政策支持；另一方面成立专卖店项目组，进一步推进专有渠道建设。中期看，伴随公司产能不断落地，体量翻倍可期；长期看，公司在产品、品牌上均实力突出，在渠道端不断积累经验，有望冲击百亿体量，成为全国化乳企。

◆**投资建议：增长持续性强，把握低估机遇。**特色乳制品需求长期旺盛，公司在不断夯实产品及品牌基础的同时，大力拓展疆外市场，叠加国内奶价有望下降，公司业绩释放将有弹性。相较于食品饮料行业内的成长型公司，我们认为公司当前估值偏低，我们预计 2022-2024 年 EPS 增速为 24.6%/20.0%/21.3%，给予 2022 年 26X PE，目标价 17.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**渠道拓展超预期，投产节奏超预期，奶价下跌超预期

◆**风险因素：**食品安全问题，行业竞争加剧。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,768	2,109	2,455	2,870	3,375
增长率 YoY %	8.7%	19.3%	16.4%	16.9%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	147	150	186	224	271
增长率 YoY%	5.6%	1.5%	24.6%	20.0%	21.3%
毛利率%	21.4%	16.3%	17.7%	17.9%	18.3%
净资产收益率 ROE%	9.4%	6.7%	7.7%	8.5%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.56	0.58	0.70	0.85
市盈率 P/E(倍)	26.07	23.74	26.93	22.44	18.50
市净率 P/B(倍)	2.50	1.91	2.09	1.91	1.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 01 月 11 日收盘价

目录

1.投资逻辑	5
2.乳制品行业：体量庞大，机会多元	6
2.1 行业稳步增长，子品类机会多元	6
2.2 新疆奶业：奶源丰富，本土化竞争	10
3.天润乳业：崛起于新疆，差异化竞争	12
3.1 机制之变：能者上位	12
3.2 多管齐下，差异化竞争	14
3.3 盈利分析：毛销差占优，向上空间仍大	22
4.看未来：疆外正拓展，利润弹性大	24
4.1 需求端：地域、渠道、产品共拓展，未来有望冲击百亿	24
4.2 成本端：奶价中期有望下行，疆外拓展有望提升毛利率	28
5.估值与投资评级	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值	31
6.风险因素	32

表目录

表 1: 董事长刘让专家掌舵	13
表 2: 回购方案已完成	14
表 3: 天润酸奶营养丰富且价格适中	15
表 4: 生鲜乳发酵打造天润奶啤极致品质	16
表 5: 天润浓缩纯牛奶可与伊利蒙牛高端产品媲美	16
表 6: 货币资金增加来源于近年来的两次募资	24
表 7: 典型天润门店营收及利润测算	26
表 8: 天润乳业营收及毛利预测（单位：百万）	31
表 9: 可比公司估值表	31

图目录

图 1: 6000 亿乳制品行业迈向中个位数增长阶段	6
图 2: 消费量增速放缓拖累整体增速	6
图 3: 多个子品类零售端体量庞大	6
图 4: UHT 奶行业增速稳定	7
图 5: UHT 奶市场呈现寡头竞争格局	7
图 6: 特色 UHT 奶倍受市场青睐	7
图 7: 酸奶行业受疫情影响下滑	8
图 8: 伊利蒙牛在酸奶品类中市占率领先	8
图 9: 乐纯、天润等特色酸奶市占率上升	8
图 10: 乳饮料市场率先经历收缩过程	9
图 11: 伊利蒙牛采用多品牌策略，而旺仔成为单品之王	9
图 12: 伊利谷粒多和燕塘持续增长	9
图 13: 2021 年新疆奶牛存栏量高居全国第三	10
图 14: 新疆年产牛奶 212 万吨，位居全国第 7	10
图 15: 新疆乳制品市场规模不断攀升	10
图 16: 新疆人均乳制品消费量位列全国第 4	10
图 17: 天润领衔新疆乳企	11
图 18: 天润乳业发展历程	12
图 19: 天润乳业股权及公司结构（截止 2022 年三季报）	13
图 20: 员工价值不断被发掘	14
图 21: 天润酸奶在包装、口味与文案大胆创新	14
图 22: 差异化产品推动营收不断上升（单位：百万）	15
图 23: 125ml 小包装浓缩纯牛奶适合不同消费人群	17
图 24: 公司大力增加上游牧场建设	17
图 25: 公司成母牛单产水平媲美全国前十大牧场	17
图 26: 奶源自给率不断提升	18
图 27: 畜牧业收入不断增高	18
图 28: 天润奶源自给率很高	18
图 29: 扩产前产能接近满产	19
图 30: 疆内外产能不断扩张	19
图 31: 天润疆内收入遥遥领先	19

图 32: 天润疆外收入增长显著.....	19
图 33: 公司专卖店数量快速增长.....	20
图 34: 专卖店遍布全国.....	20
图 35: 天润生活馆内外景.....	20
图 36: 乳制品线上销售占比不断提升.....	21
图 37: 公司在多个电商平台进行品宣和销售.....	21
图 38: 天润疆外渠道利润率高于可比公司.....	21
图 39: 公司销售费用率远低于竞争对手.....	21
图 40: 疆外市场分级体系.....	22
图 41: 天润毛利率与疆内外企业的对比.....	22
图 42: 产品结构是毛利率偏低主因.....	22
图 43: 公司销售费用率远低于竞争对手.....	23
图 44: 净利率处中高水平.....	23
图 45: 募资拉低公司近两年 ROE 水平.....	23
图 46: 募资前的 ROE 水平在行业排名靠前.....	23
图 47: 南疆市场市占率有望随产能扩产而上升.....	24
图 48: 南疆增速快于疆内整体.....	24
图 49: 公司在疆外的拓展历程.....	25
图 50: 专卖店渠道利润远高于一批商渠道利润.....	25
图 51: 后期门店数量有望持续上升.....	25
图 52: 啤酒出厂端销售额在即饮渠道占比超一半（2021 年）.....	26
图 53: 同为新疆出身的乌苏啤酒增长迅猛.....	26
图 54: 公司营收中期有望翻倍.....	27
图 55: 公司长期有望跻身头部区域乳企.....	27
图 56: 我国前十大乳企 2021 年营收.....	27
图 57: 我国奶源长期供不应求.....	28
图 58: 饲料价格在中长期决定奶价走势.....	28
图 59: 国内和大洋洲奶价均从高位开始回落.....	28
图 60: 欧美奶价持续上升.....	28
图 61: 欧美通胀水平远高于中国.....	29
图 62: 美联储加息周期仍在持续.....	29
图 63: 2020 年新疆奶价相对澳亚牧场略贵.....	30

1. 投资逻辑

天润乳业作为新疆第一乳企，当下因乳制品行业增速偏慢、公司先前出疆历程平淡而被投资者所担忧。我们通过对乳制品行业和公司自身变化进行深入研究，认为天润乳业成长空间仍然巨大，理由如下。

首先，庞大的乳制品市场空间对天润非常友好。尽管乳制品行业存在伊利、蒙牛这样的寡头，但庞大的市场空间孕育出各式各样多元化的需求，这对于天润这样富有新疆地域特色、产品创新能力突出的公司十分友好，我们也看到其不断有主力产品在相应的子品类当中获得市占率的提升，包括天润酸奶、天润浓缩纯牛奶等。相较于 6000 亿的市场规模和伊利蒙牛大单品 200 亿以上的体量，天润 2021 年营收仅 20 亿上下，消费者的认可将有望助推天润体量向上一个台阶。

其次，公司再次出疆，信心满满。相较于 2015 年，公司在近几年不断完善整个经营体系，产品端看，支柱产品由先前单一的酸奶转变为三足鼎立的 UHT 奶、酸奶和奶啤产品系列。牧场端看，公司不断扩大养殖规模，奶源自给率达 68%。销售端看，公司于 2018 年独立出销售板块并建立销售公司，将销售市场体系不断细化，形成了疆外三级市场体系，有针对性地发展市场。品牌端看，公司更利用日渐丰富的专卖店渠道和线上渠道进行品宣。多方位的不断调整与进步是公司再次出疆的基础与底气。

第三，公司接下来看点丰富。从产品端看，奶啤作为公司重点培育的产品，将重点切入现饮渠道，公司已成立奶啤项目组进行推进。从渠道端看，专卖店作为公司自有渠道，过去几年数量大幅增长，公司成立专门项目组，计划进一步为专卖店赋能。从产能端看，公司在南疆和山东接下来均有产能释放，公司在疆外及南疆的发展有望进一步获得有利支撑。此外，大宗商品价格持续的高位也将有望伴随美联储的持续加息而得到遏制，奶价的下跌也有望为公司的利润增长提供更大的弹性。

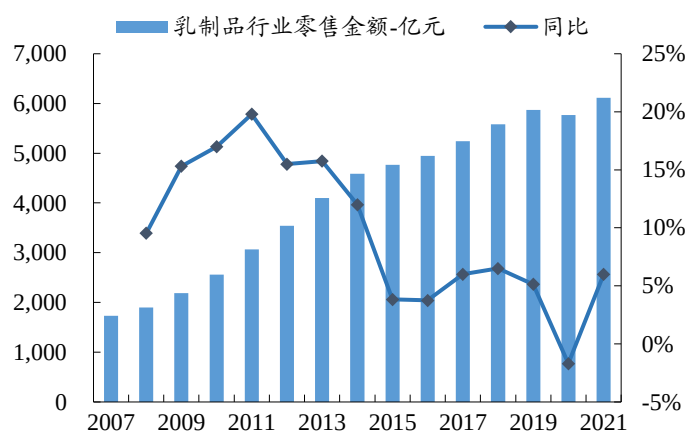
因此，我们认为公司是乳制品行业中难得的成长型公司，未来空间可达百亿，同时利润增速快且持续性强，相较于食品饮料行业中的成长型公司存在明显的估值折价，因此我们首次覆盖并给予“买入”评级。

2. 乳制品行业：体量庞大，机会多元

2.1 行业稳步增长，子品类机会多元

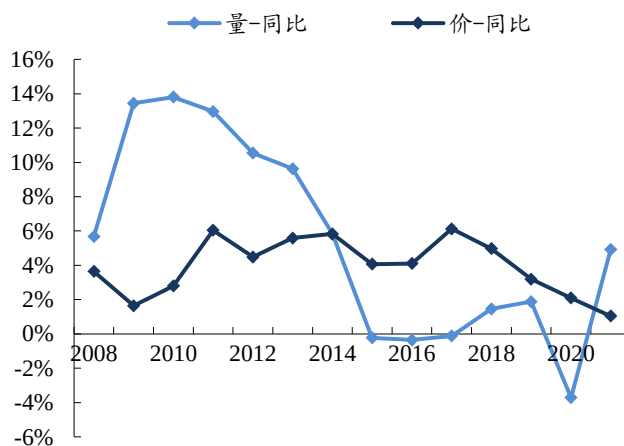
6000 亿体量行业，整体迈向稳定增长阶段。从绝对体量上看，乳制品行业体量庞大，2021 年零售端市场体量达 6115 亿元。具体到子品类，婴配粉/酸奶/常温牛奶/风味乳饮料/低温鲜奶零售端市场体量分别达 1725/1401/1111/646/452 亿元。我国乳制品的消费结构仍以液态乳制品为主，干乳制品占比仍然较低。增速上看，我国乳制品行业已迈入慢速增长阶段，行业零售金额增速由 2015 年前的双位数逐步滑落至 2015 年后的中个位数。从量价拆分来看，价的增速保持相对稳定，而消费量增速的放缓是整体增速放缓的主要原因。

图 1: 6000 亿乳制品行业迈向中个位数增长阶段



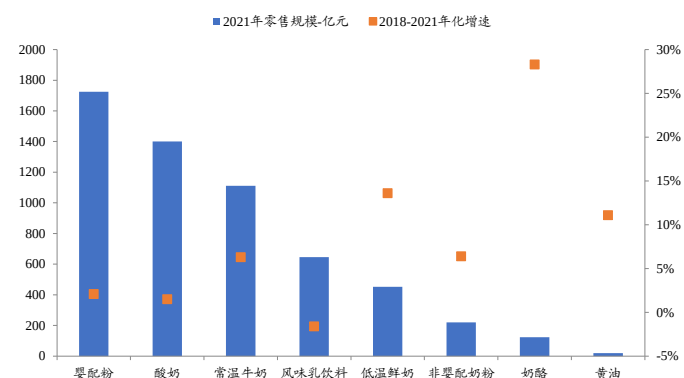
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 2: 消费量增速放缓拖累整体增速



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

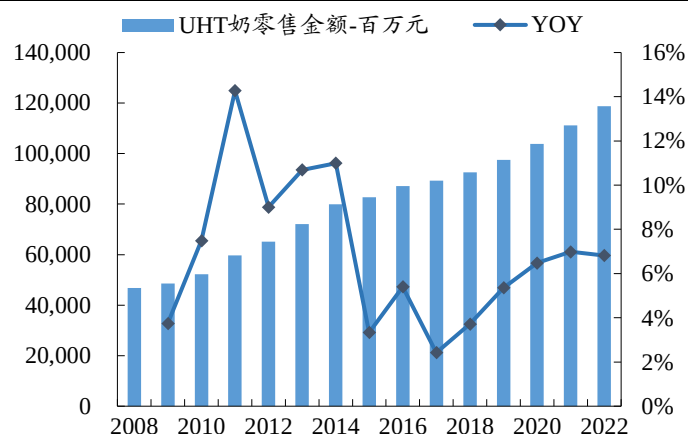
图 3: 多个子品类零售端体量庞大



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

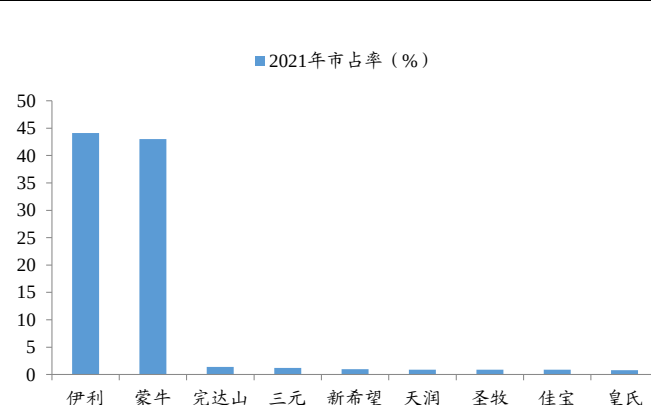
UHT 奶：健康属性突出，需求更加多元。UHT 奶自 1997 年在我国问世后，现已成为我国奶制品消费的主力品类，行业零售端规模近 1200 亿元。从价格带上看，当下 UHT 奶已形成基础和高端两条价格带，基础产品对应大众对于蛋白质和钙的刚性需求，而高端产品则对应于送礼场景和高端人群的消费需求。增速上看，疫情之下，尽管乳制品行业中多数品类受到影响，但 UHT 奶因其偏刚需的属性，增速依然维持在 6%-8% 之间。竞争格局上看，UHT 奶是典型的寡头垄断格局，伊利、蒙牛依靠其先发优势、奶源优势、渠道优势及产品结构升级，占据了当前全市场合计超 80% 的份额。尽管如此，消费者对于 UHT 奶的需求多种多样，仍然没有得到完全的满足，近年来，部分具有地域特色的乳企，如天润乳业和皇氏乳业，市场份额不断创出新高。

图 4: UHT 奶行业增速稳定



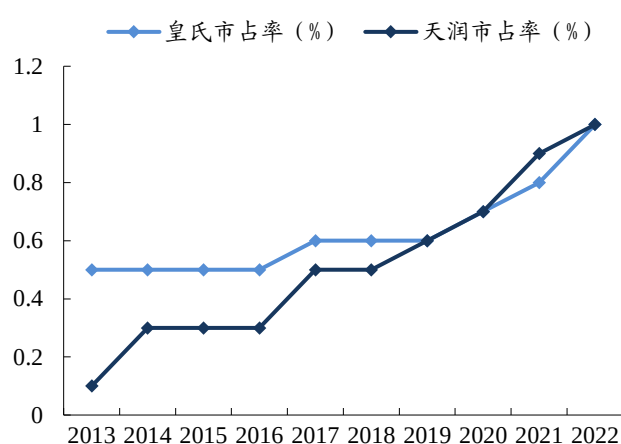
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 5: UHT 奶市场呈现寡头竞争格局



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

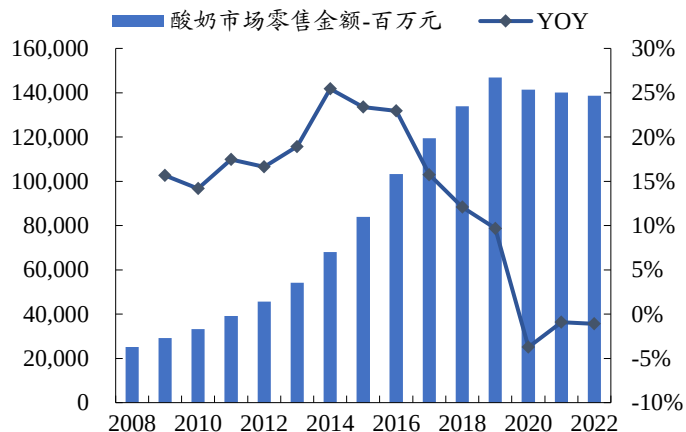
图 6: 特色 UHT 奶倍受市场青睐



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

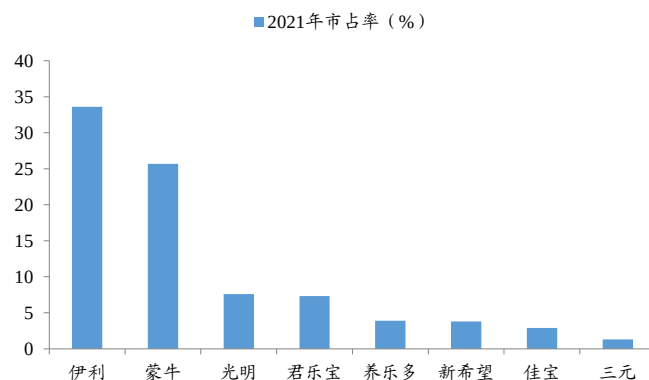
酸奶：娱乐化、饮料化属性偏重，疫情影响行业增速。酸奶品类原先特指低温酸奶，2009年后伴随常温酸奶莫斯利安的诞生，常温酸奶当前已占据整个酸奶市场的近一半体量。2020年疫情发生以来，由于酸奶饮料化、娱乐化属性偏重，整体消费属性更偏可选，叠加消费者购买场景（商超）和常温酸奶送礼场景的缺失，导致整体行业呈现下滑趋势，2021年市场零售端体量近1400亿元。与UHT奶类似，由于酸奶保质期较长、奶源需求量大等特点，伊利蒙牛占据市场约半数份额，而消费者对于酸奶的多样化需求则催生出近年来诸如乐纯和天润等品牌市占率的上升。

图 7: 酸奶行业受疫情影响下滑



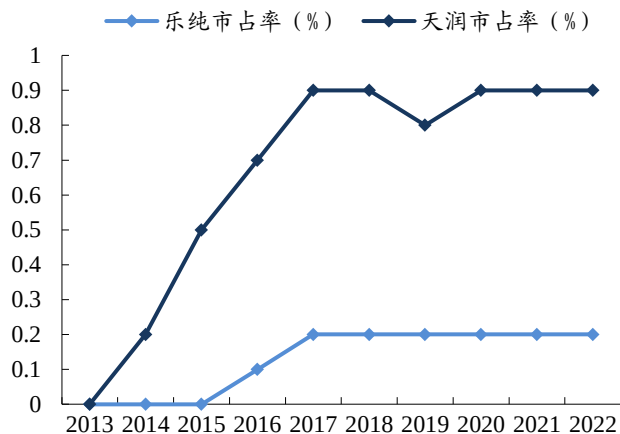
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 8: 伊利蒙牛在酸奶品类中市占率领先



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

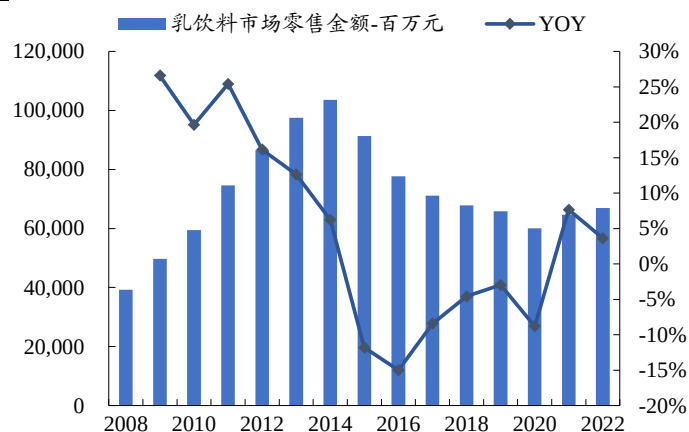
图 9: 乐纯、天润等特色酸奶市占率上升



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

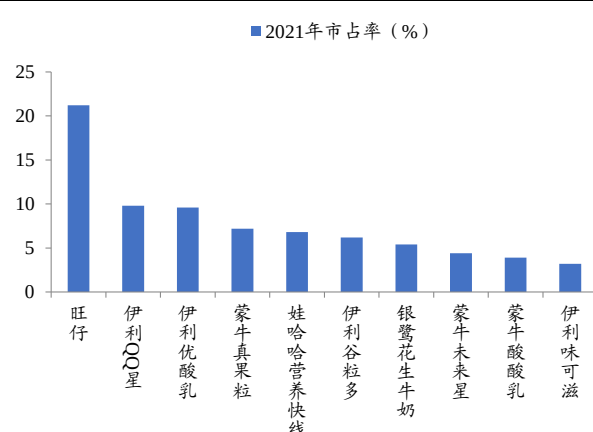
乳饮料：行业收缩，开环竞争。从成分上看，由于国标中并未标明乳饮料中乳的添加量，所以其饮料属性很强，配方及原料更为丰富，竞争更为激烈，消费者的选择也更加多元。因此，作为乳制品行业中可选性强的品类，乳饮料率先经历了行业收缩的过程，零售端体量由2014年的1036亿元回落至当前的670亿元。竞争格局上看，由于上游奶源不再是束缚产品开发的关键因素，尽管伊利和蒙牛仍然在市场上通过渠道优势和多品牌策略获得较高份额，旺旺也依靠其王牌产品旺仔牛奶占据排名第一的位置。在行业多数品牌零售端销售额伴随市场下滑的情况下，仍有如伊利谷粒多和燕塘等品牌持续增长。

图 10: 乳饮料市场率先经历收缩过程



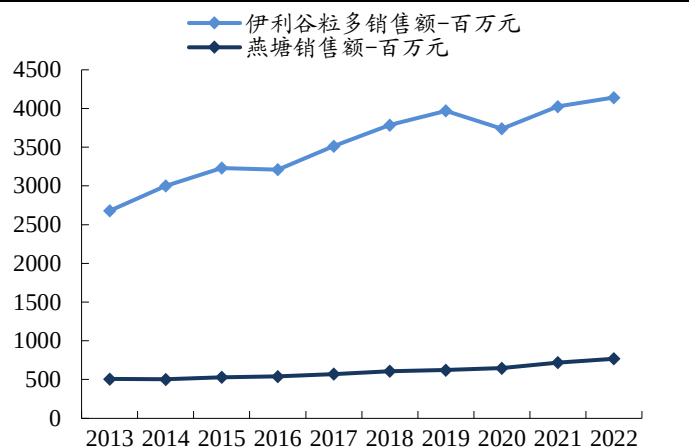
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 11: 伊利蒙牛采用多品牌策略，而旺仔成为单品之王



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 12: 伊利谷粒多和燕塘持续增长

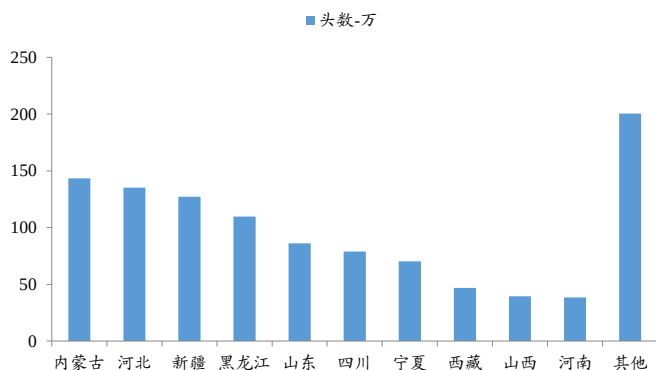


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2.2 新疆奶业：奶源丰富，本土化竞争

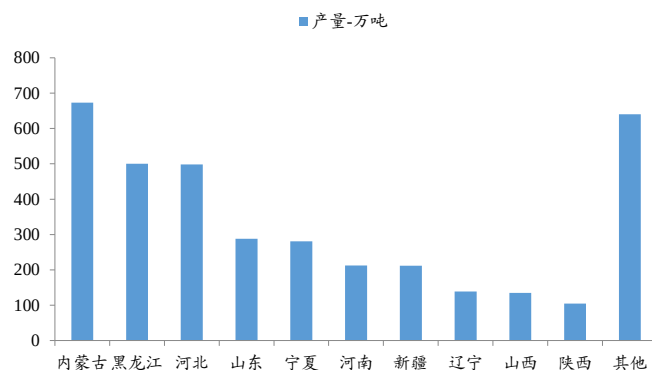
地大物博，奶源丰富。从供给端看，新疆作为中国最大陆地面积的省级行政区，地大物博，2021 年奶牛存栏量高居全国第三，坐拥约 127 万头奶牛，占全国 11.8%。新疆年产牛奶约 212 万吨，位居全国第 7，占全国总量的 5.7%。

图 13: 2021 年新疆奶牛存栏量高居全国第三



资料来源：中国奶业统计资料 2022，信达证券研发中心

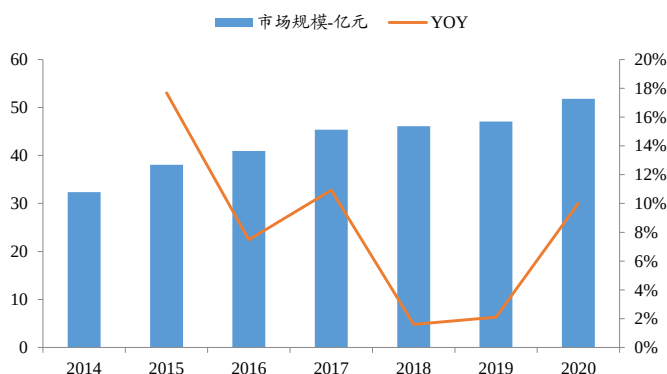
图 14: 新疆年产牛奶 212 万吨，位居全国第 7



资料来源：中国奶业统计资料 2022，信达证券研发中心

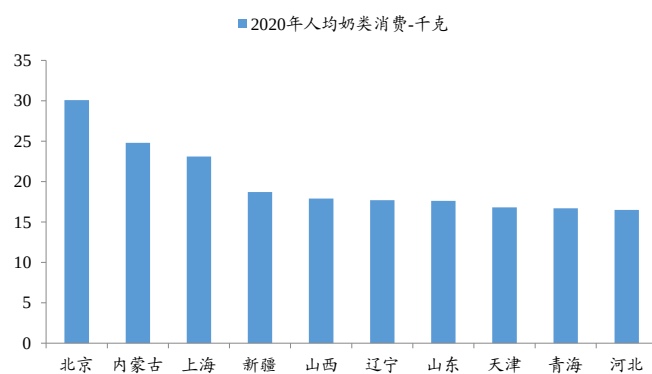
地广人稀，人均乳制品消费量高。从需求端看，新疆居民则享受着丰富的奶源。2020 年，新疆居民总数仅 2590 万人，位列全国各省市自治区第 21 位。根据历年新疆统计年鉴测算，2020 年，新疆乳制品消费市场达 51.8 亿元，过去 5 年年化增速为 6.36%。2020 年，新疆乳制品人均消费量为 18.7kg，位列全国第 4，高于全国平均的 13.0kg。

图 15: 新疆乳制品市场规模不断攀升



资料来源：新疆统计年鉴，信达证券研发中心

图 16: 新疆人均乳制品消费量位列全国第 4

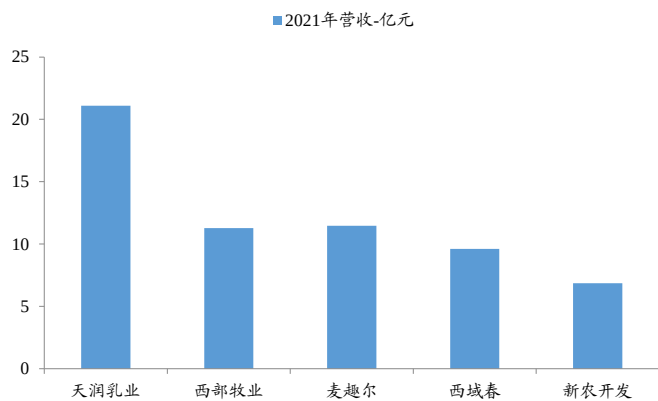


资料来源：中国奶业统计资料 2022，信达证券研发中心

本地化市场，天润市占率约 40%。相较于内地市场，新疆乳制品市场本地化色彩突出，市场参与者主要为新疆本土乳企，主要因其地理位置远离内地，同时新疆本身地广人稀所致。2020 年，新疆拥有年销售额 10 亿以上的企业 1 家，年销售额 3 亿以上的企业 4 家和年销售额 1 亿以上的企业 6 家。其中，天润乳业是新疆第一乳企和第一品牌，此外还包括西域春、

新农、花园、麦趣尔、瑞源、金绿成、南达等多个品牌。新疆共有四家乳企在 A 股上市，包括天润乳业、西部牧业、麦趣尔和新农开发。根据公司数据，公司在疆内市占率已达 40%。

图 17: 天润领衔新疆乳企



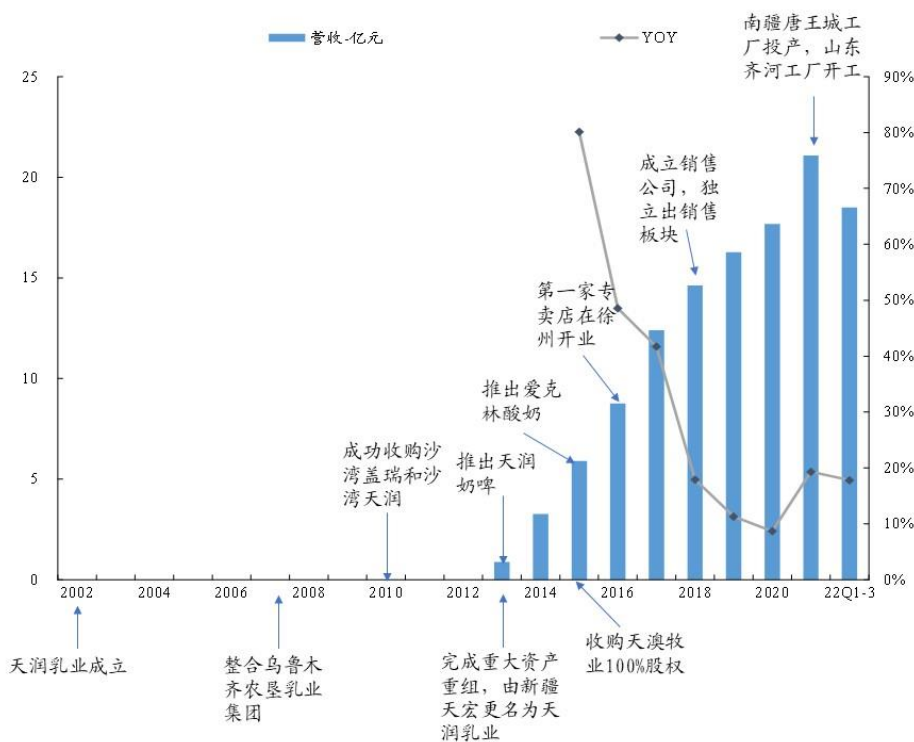
资料来源：WIND，中国乳业统计资料 2022，信达证券研发中心
 注：西部牧业中乳制品收入为 8.65 亿，麦趣尔中乳制品收入为 7.33 亿，新农开发中乳制品收入为 3.14 亿。

3. 天润乳业：崛起于新疆，差异化竞争

3.1 机制之变：能者上位

历史沿革：从天宏纸业到新疆第一乳企。天润乳业成立于 2002 年，于 2007 年整合了乌鲁木齐农垦乳业集团，并于 2010 年成功收购了沙湾盖瑞和沙湾天润生物两家企业。2013 年，上市公司新疆天宏进行重大资产重组，置出新疆天宏全部资产与负债，置入新疆天润生物科技股份有限公司 96.80% 股权，更名为天润乳业，正式转变为乳制品加工企业。公司在开展乳制品加工的同时，逐步向上游牧业延伸，于 2015 年收购天澳牧业 100% 股权；同时积极拓展销售网络，于 2018 年正式设立销售公司，独立出销售板块，形成牧业、乳业和销售三大板块进行经营管理。在重组完成后，公司发展迅速，于 2015 年推出网红产品爱克林酸奶，叠加 UHT 浓缩奶和奶啤的畅销，公司完成从 2014 年 3.26 亿元营收到 2021 年 21.09 亿元营收的跨越，成为当前新疆第一乳企，并成为中国奶业 20 强（D20）企业联盟成员单位。

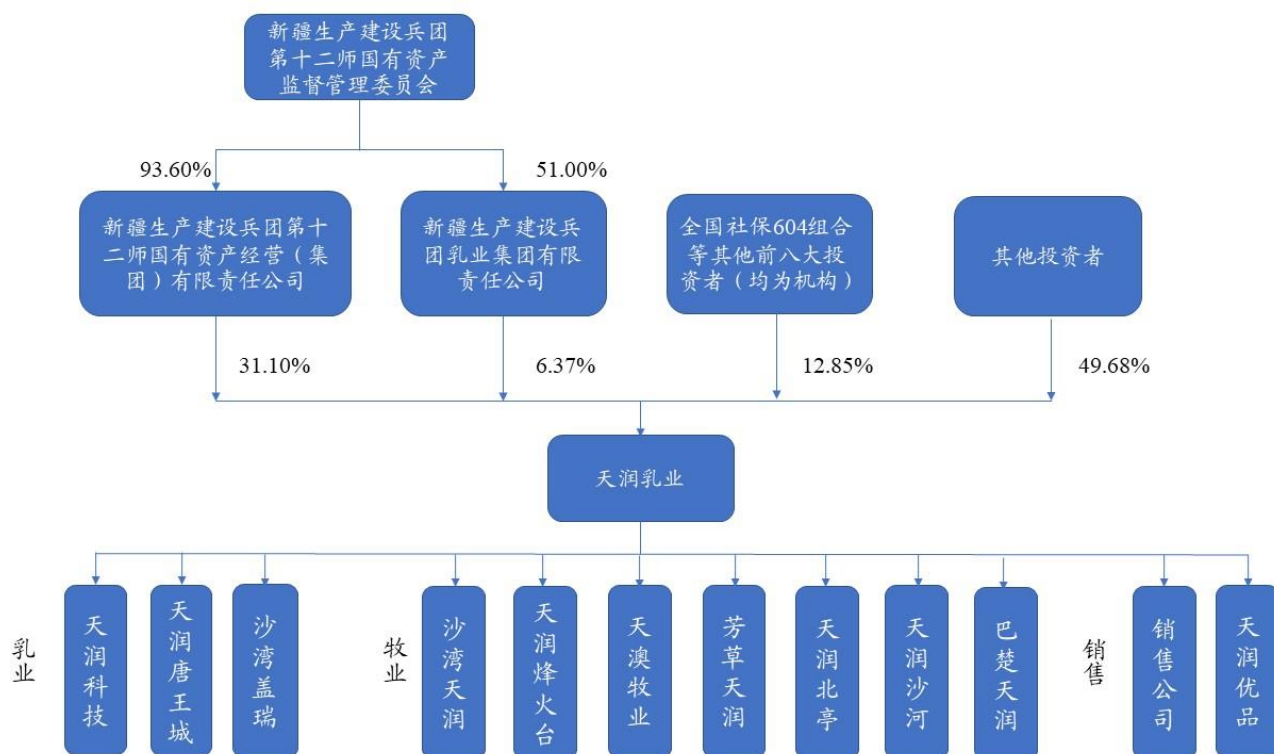
图 18: 天润乳业发展历程



资料来源：公司公告，公司公众号，企查查，信达证券研发中心

股权与管理层：国资控股，专家掌舵。公司股权结构相对简单，自 2013 年重组后，实控人为新疆生产建设兵团第十二师国资委。董事长刘让自 2013 年重大资产重组后进入公司，领导公司工作至今。刘让生于兵团，长于兵团，对兵团情况非常熟悉。1986 年参加工作后，刘让长期在新疆生产建设兵团畜牧兽医工作总站工作，2008 年起担任总站站长，享受国务院特殊津贴，是名副其实的畜牧专家。上任至今，公司在其创新和差异化的方针下，业绩不断取得突破，刘让也先后获评中国证监会系统金牛创富领袖、中国奶业突出贡献人才、风云人物和全国优秀企业家等称号。

图 19: 天润乳业股权及公司结构 (截止 2022 年三季度)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

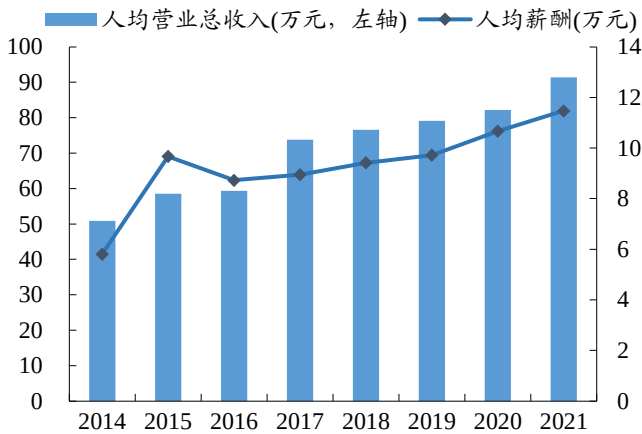
表 1: 董事长刘让专家掌舵

时间	学习/任职
1983-1985 年	解放军部队服役
1986-2013 年	新疆生产建设兵团畜牧兽医工作总站工作
2008-2013 年	任新疆生产建设兵团畜牧兽医工作总站站长
2013 年至今	任天润乳业董事长

资料来源: 信达证券研发中心整理

创收不断提升, 股权激励在途。在重大重组后, 公司在新一任领导带领下发展迅速, 员工价值被不断发掘, 人均营收和人均薪酬均获得显著提升。2022 年 2 月 23 日, 公司首次发布股份回购方案, 计划以不高于 15.00 元/股的价格, 以自有资金回购 320 万到 480 万股公司股份, 全部用于员工持股计划或股权激励。2022 年 6 月 7 日, 公司宣布已完成先前计划的回购。若激励得以顺利实施, 公司员工的能动性将再上一个台阶。

图 20: 员工价值不断被发掘



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

表 2: 回购方案已完成

回购时间	回购股份数	回购价格	回购用途	状态
2022 年 2 月 23 日-2022 年 6 月 7 日	480 万 (占总股本 1.50%)	12.78 元/股	全部用于员工持股计划或股权激励	已完成

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

3.2 多管齐下，差异化竞争

产品差异化：酸奶、奶啤和浓缩纯牛奶富有特色

包装+配方+文案，网红酸奶率先出圈。公司率先在市场上打响名号的是 2015 年推出的爱克林酸奶。相对于传统低温酸奶，**爱克林酸奶从包装、配方和文案上大胆创新，也因此成为网红产品。**从包装上，传统酸奶普遍使用杯装或利乐砖包装，而爱克林酸奶创新使用瑞典爱克林公司的包装，使用方便且耳目一新。从配方上，公司采用浓缩技术，部分产品蛋白质含量高达 3.4g/100g，营养丰富且高于竞争对手。从口味和文案方面，公司开发了多种酸奶口味，并以诙谐幽默的方式向消费者传达，包括“冰淇淋化了”、“草莓完了”、“蜂芒毕露”、“巧克力碎了”等口味，打上了网红酸奶的标签，酸奶销售额也由 2014 年的 9620 万攀升至 2017 年的 8.30 亿。此外，公司近年来还推出桶装酸奶，以更大包装打开家庭端消费场景，推动酸奶与其他食物的融合。

图 21: 天润酸奶在包装、口味与文案大胆创新



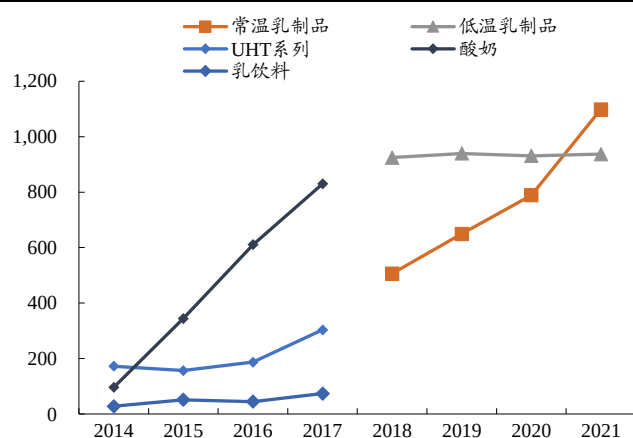
资料来源: 京东, 淘宝, 信达证券研发中心

表 3: 天润酸奶营养丰富且价格适中

	产品	价格 (元)	规格 (克)	每克价格	每 100g 蛋白质含量 (克)
低温酸奶	天润 浓缩风味发酵乳 (爱克林包装)	5.17	180	0.029	3.3
	天润 浓缩风味发酵乳 (爱克林包装)	3.00 (疆内)	180	0.017	3.3
	天润 润康桶酸	34.00	1000	0.034	3.4
	冰淇淋化了 (爱克林包装)	5.67	180	0.032	2.7
	冰淇淋化了 (爱克林包装)	3.50 (疆内)	180	0.019	2.7
	爱克林包装 伊利 0 蔗糖酸奶	4.80	180	0.027	3.0
	爱克林包装 光明 咕浓酸奶好浓	4.99	180	0.028	3.3
	爱克林包装 三元 简卡酸奶	4.74	180	0.025	3.3
	爱克林包装 君乐宝 简醇酸奶	3.91	180	0.022	3.3
	非爱克林包装 伊利 畅轻燕麦黄桃酸奶	7.50	250	0.030	2.9
常温酸奶	非爱克林包装 蒙牛 冠益乳燕麦黄桃酸奶	8.05	250	0.034	2.9
	非爱克林包装 光明 如实	8.23	135	0.061	4.1
	非爱克林包装 君乐宝 简醇 (小白袋)	2.99	150	0.020	3.0
	伊利 安慕希	4.40	205	0.021	3.1
	蒙牛 纯甄	3.12	200	0.015	2.8
	光明 莫斯利安	3.54	200	0.018	2.8

资料来源: 京东, 美团, 信达证券研发中心

图 22: 差异化产品推动营收不断上升 (单位: 百万)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

注: 公司自 2018 年起产品分类口径有所调整。

生鲜乳+二次发酵, 打造天润奶啤。奶啤是一种富有新疆特色的产品, 最早的起源可追溯至游牧民族的奶酒, 兼具酒香与奶香, 当前主要指加入部分生牛乳/乳粉的含汽乳味饮料。该赛道主要由多家新疆乳企参与, 包括天润、西域春、新农、麦趣尔等品牌, 近年来也有越来越多参与者加入, 包括啤酒企业燕京、乳企新希望和创业品牌缪可等。相较于竞争对手委托代工方加工、采用复原乳及人工添加二氧化碳等方法生产, 公司在奶啤中添加超过 30% 的鲜牛乳, 并采用乳酸菌和特有的马克斯克鲁维酵母发酵, 自然产气而几乎不产酒精, 酒精含量控制在 0.5% 以下。2021 年, 公司奶啤占乳制品营收比例达 10%, 毛利率因耗奶量相对纯牛奶更少而达 37%。

表 4: 生鲜乳发酵打造天润奶啤极致品质

产品	每瓶价格	规格 (毫升)	每毫升价格	代工企业	乳源	二氧化碳
天润奶啤	6.08	300	0.020	自产	鲜牛乳 (≥30%)	天然发酵产生
天润奶啤	5.00 (疆内)	300	0.020	自产	鲜牛乳 (≥30%)	天然发酵产生
(天润) 佳丽奶啤	6.38	300	0.021	自产	鲜牛乳 (≥30%)	天然发酵产生
西域春新疆奶啤	4.15	300	0.014	委托台山市得力道食品有限公司	全脂乳粉	添加二氧化碳
新农新疆奶啤	4.99	300	0.017	委托台山市得力道食品有限公司	全脂乳粉	添加二氧化碳
瑞缘新疆奶啤	4.99	300	0.017	委托青岛天惠乳业有限公司	全脂乳粉	添加二氧化碳
新希望雪兰奶啤	5.24	300	0.017	委托台山市得力道食品有限公司	全脂乳粉	添加二氧化碳
海伦司奶啤	6.45	300	0.017	委托青岛天惠乳业有限公司	全脂乳粉、脱脂奶粉	添加二氧化碳
金河奶啤	4.58	300	0.015	无相关信息	全脂乳粉、脱脂奶粉	添加二氧化碳
青世家奶啤	4.98	300	0.017	委托青岛天惠乳业有限公司	全脂乳粉、脱脂奶粉	添加二氧化碳

资料来源: 京东, 小红书, 美团, 信达证券研发中心

浓缩纯牛奶是公司另一大特色产品。采用同样的手法, 公司从配方及包装革新了白奶产品。从配方上看, 天润通过物理方法去除原奶中的部分水分, 耗奶比为 1:1.1, 使得其蛋白质高达 3.3%, 乳脂含量高达 3.5%, 口感也较原奶更为醇厚。在包装方面, 公司采用多种方案, 其中特别推出小尺寸的 125ml 利乐砖, 既便于消费者携带, 也提升了产品毛利。2018-2021 年, 公司常温乳制品从 5.06 亿增长至 10.98 亿, 年化增速达 29%。

表 5: 天润浓缩纯牛奶可与伊利蒙牛高端产品媲美

产品	每瓶价格	规格 (毫升)	每毫升价格	每 100mL 蛋白质含量 (克)	每 100mL 脂肪含量 (克)
金典纯牛奶 (利乐砖)	4.58	250	0.018	3.6	4.4
伊利纯牛奶 (利乐砖)	2.63	250	0.012	3.2	3.8
伊利臻浓牛奶 (利乐砖)	4.09	250	0.016	3.3	4.6
特仑苏 (利乐砖)	5.42	250	0.022	3.6	4.4
蒙牛纯牛奶 (利乐砖)	2.49	250	0.010	3.2	4.0
天润浓缩纯牛奶-125ml (利乐砖)	2.75	125	0.022	3.6	4.4
天润浓缩纯牛奶-180ml (利乐砖)	4.58	180	0.025	3.6	4.4
天润浓缩纯牛奶-180ml (利乐砖)	3.20 (疆内)	180	0.018		
天润浓缩纯牛奶-200ml (利乐枕)	4.00	200	0.020	3.3	3.5
天润浓缩纯牛奶-200ml (利乐枕)	2.20 (疆内)	200	0.011		

资料来源: 京东, 美团, 信达证券研发中心

图 23: 125ml 小包装浓缩纯牛奶适合不同消费人群

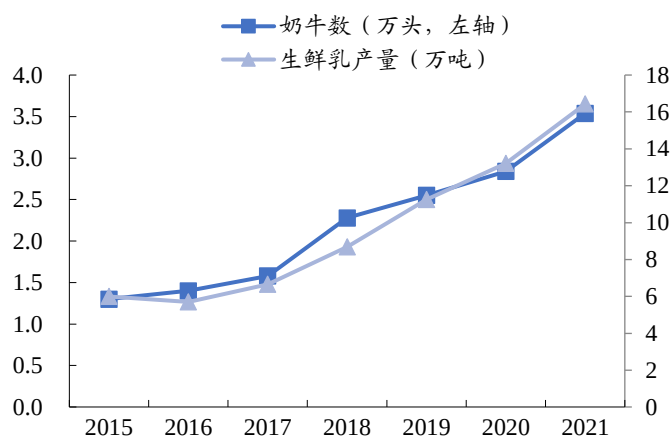


资料来源：京东，信达证券研发中心

奶源及产能：自有奶源比例高，产能不断扩张

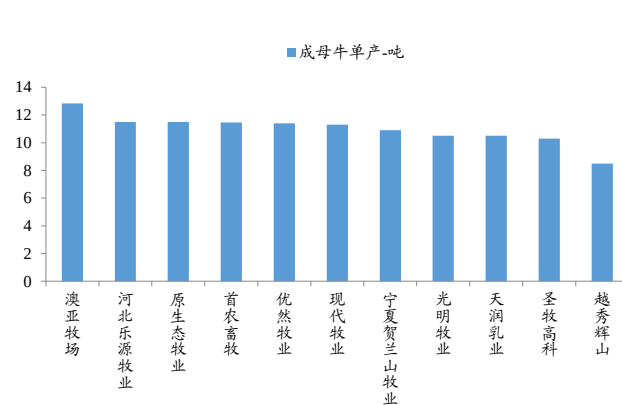
产业一体化向上延伸。好的奶源孕育好的产品。新疆地处北纬 45 度附近，位于北半球黄金奶源带，拥有 8.6 亿亩优质草场，非常适合奶牛养殖。2020 年牛奶产量位居全国第七，奶源品质在全国名列前茅。自 2013 年重组以来，公司十分重视自有奶源的建设，于 2015 年通过增发收购天澳牧业 100% 股权，并随后投资设立多家养殖企业，截止 2022 年上半年，公司共拥有天澳牧业、沙湾天润、天润烽火台、天润沙河、天润北亭、芳草天润、巴楚天润七家奶牛养殖企业，共 18 个牧场和 3.76 万头存栏奶牛，单产约 10.5 吨。2021 年，公司年产生鲜乳 16.44 万吨，奶源自给率 68%。此外，公司 2021 年通过定增，募集资金 5.67 亿元，用于 222 团万头规模化奶牛养殖场项目；同时，巴楚县 5000 头标准化奶牛养殖示范项目也在有序推进中。

图 24: 公司大力增加上游牧场建设

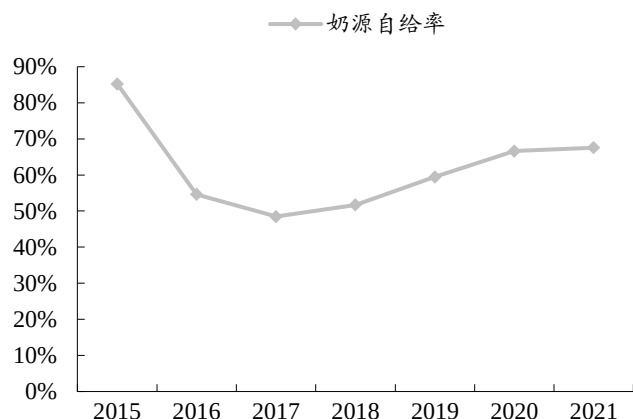


资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 25: 公司成母牛单产水平媲美全国前十大牧场

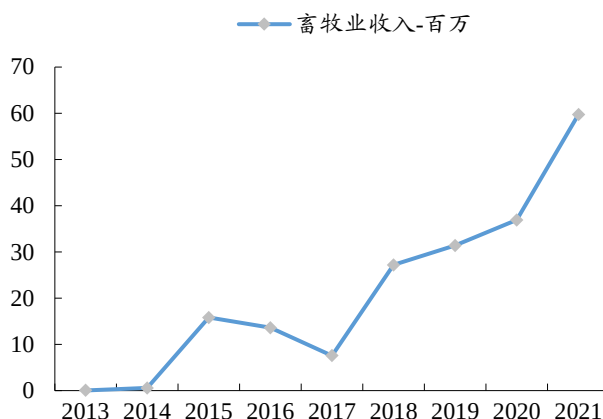


资料来源：中国奶业统计资料 2022，信达证券研发中心

图 26: 奶源自给率不断提升


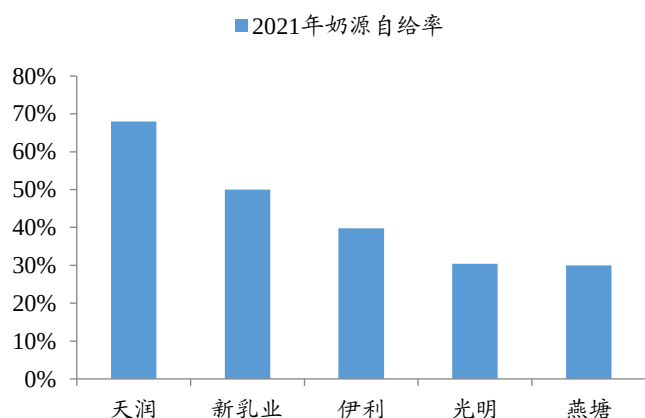
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

注: 2015 年奶源自给率较高因基数较小所致

图 27: 畜牧业收入不断增高


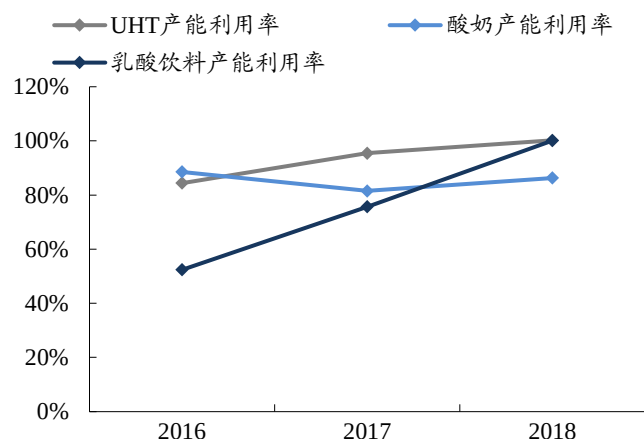
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

注: 生鲜乳收入内部冲抵, 畜牧业收入主要为出售奶牛所得

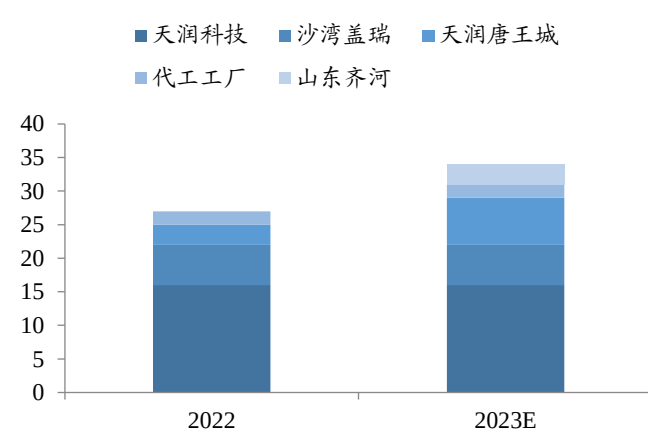
图 28: 天润奶源自给率很高


资料来源: WIND, 中国奶业统计资料 2022, 信达证券研发中心

产能不断扩张, 疆内外前景广阔。公司当前共有 4 处生产基地, 包括北疆的天润科技、沙湾盖瑞和南疆的唐王城工厂及一处代工厂, 产能合计约 28 万吨。其中, 南疆唐王城为新建生产基地, 于 2021 年 3 月投产, 规划 10 万吨产能, 一期年产能 3 万吨, 二期产能 3 万吨目前接近完成。在唐王城基地投产前, 公司产能常年处于接近满产的状态, 产能资源紧张。2019 年起, 公司为拓展南疆和疆外市场, 分别开工建设南疆唐王城生产基地和山东齐河生产基地, 其中山东齐河工厂将于 2023 年年底投产, 是公司首个疆外生产基地, 设计产能 15 万吨, 一期 10.5 万吨, 今年有望实现首批 3 万吨产能。不断扩张的产能将为公司疆内外的发展奠定坚实的基础。

图 29: 扩产前产能接近满产


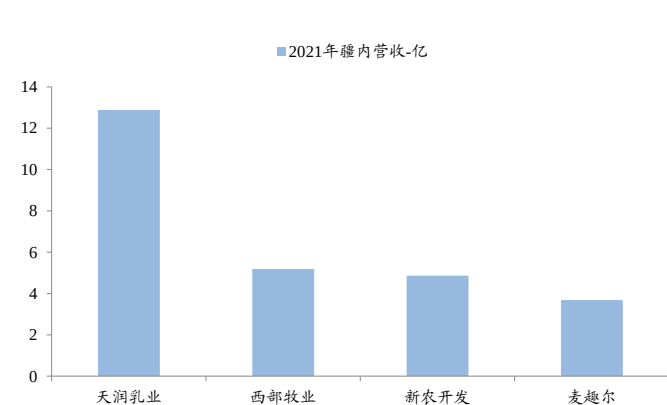
资料来源: WIND, 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 疆内外产能不断扩张


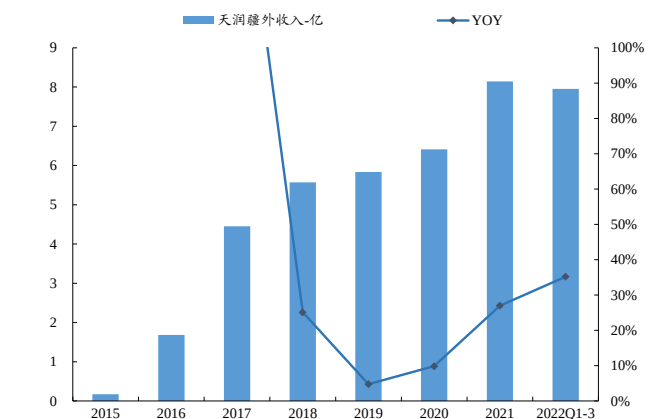
资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

渠道差异化: 不一样的渠道, 不一样的利润

疆内渠道优势明显, 疆外渠道差异化发展。在疆内, 公司作为第一乳企, 占据主流渠道, 如商超、流通等, 实现疆内县级市场全覆盖, 无论是在收入上还是经销商数量上均遥遥领先竞争对手。在疆外, 公司则采用差异化战略, 避开在商超和流通渠道与乳业巨头的正面对抗, 选择通过专卖店、社区夫妻店、线上和特渠等打开市场, 营收增长显著。

图 31: 天润疆内收入遥遥领先


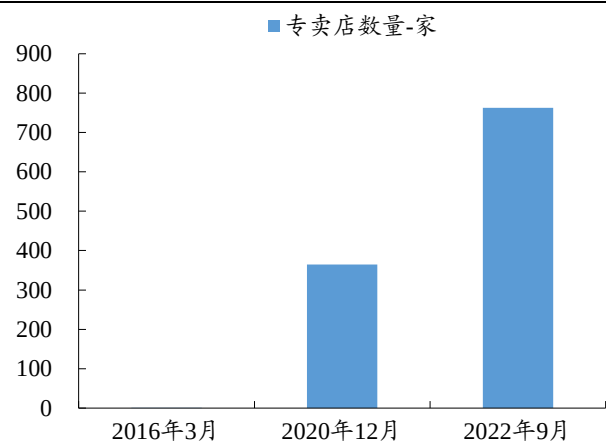
资料来源: WIND, 公司公告, 信达证券研发中心

图 32: 天润疆外收入增长显著


资料来源: WIND, 公司公告, 信达证券研发中心

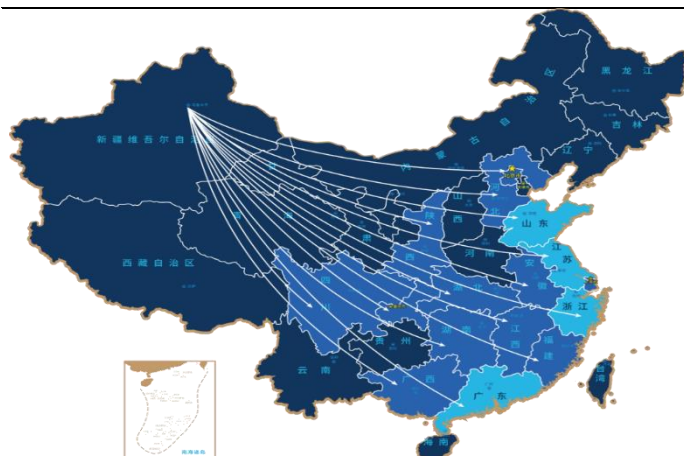
独有的专卖店渠道, 创新的销售模式。有别于多数传统乳制品厂商所采用的经销商-商超或经销商-流通的模式, 公司鼓励经销商自设天润乳品专卖店, 用以销售天润乳制品和新疆特产。公司的第一家专卖店于 2016 年在江苏徐州开业, 截止 2022 年三季度, 公司在全国已拥有 760 家专卖店。2021 年, 公司将部分专卖店形象进一步升级, 优选出 300 多家门店, 打造天润乳业生活馆, 为消费者提供更优美的售卖环境。

图 33: 公司专卖店数量快速增长



资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

图 34: 专卖店遍布全国



资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

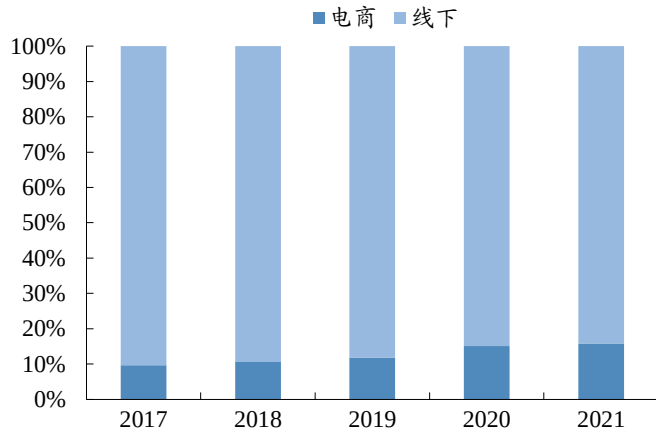
图 35: 天润生活馆内外景



资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

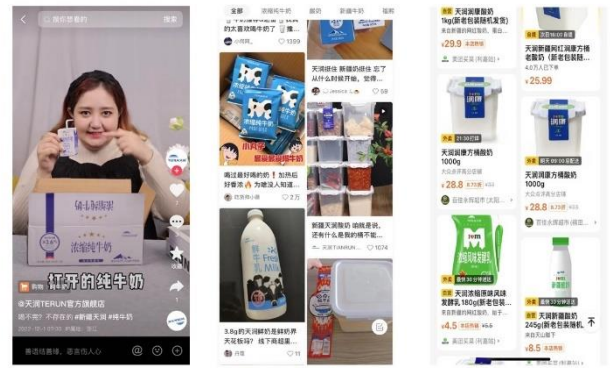
品宣与销售交融，多平台把握线上机遇。近年来，除传统电商的持续强势外，社交类电商和社区团购电商的兴起给予了许多传统渠道渗透率低的品牌更多的竞争机会。公司积极把握线上机遇，一方面在抖音、小红书等社交类电商中积极推进品牌宣传，另一方面在京东、天猫、抖音、小红书和美团买菜等不同类型电商中进驻销售，触达更多消费者人群。

图 36: 乳制品线上销售占比不断提升



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

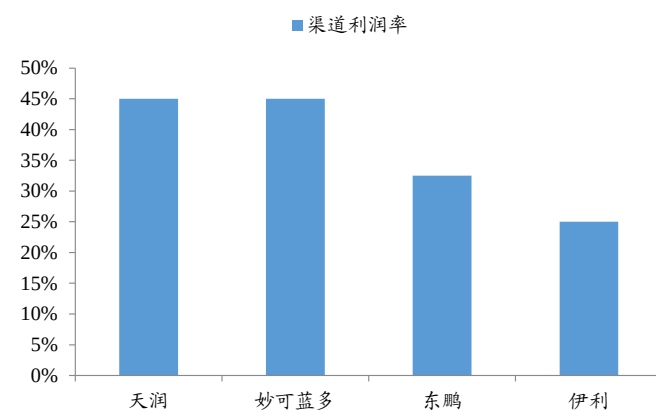
图 37: 公司在多个电商平台进行品宣和销售



资料来源: 抖音, 小红书, 美团, 信达证券研发中心

高渠道利润下的自然动销。渠道利润方面, 公司通过高于竞争对手的渠道利润率来推动经销商销售。据我们了解, 公司在疆外的渠道利润率可达 45%以上, 高于行业竞争对手的渠道利润率水平。事实上, 从疆内和疆外产品零售端近一倍的差价也可见其渠道利润之高。因此, 公司并未投入高额销售费用, 销售费用率远低于竞争对手。

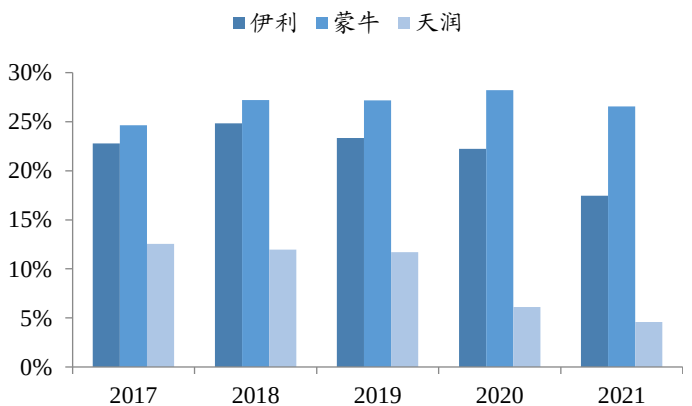
图 38: 天润疆外渠道利润率高于可比公司



资料来源: 信达证券研发中心整理

注: 不同品项、不同地区及不同渠道的数据会存在差异

图 39: 公司销售费用率远低于竞争对手

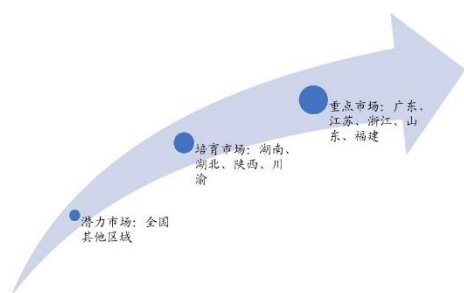


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

注: 伊利和天润分别于 2021 年和 2020 年调整会计政策, 将销售费用中的运输费计入营业成本

优化资源配置, 市场分级管理。公司市场管理体系历经变革, 从 2015 年刚出疆时的广撒网布局逐步转换到当前有侧重点式的布局。2018 年, 公司成立销售板块, 确立了以乌鲁木齐为核心、新疆为基础、疆外为重点的全国市场规划, 以乌昌、北疆、南疆、南方、北方五大营销中心为第二层管理架构的市场管理模式。此后, 公司进一步细化疆外市场, 将疆外市场分为重点市场、培育市场和潜力市场三级体系, 重点市场包括广东、江苏、浙江、山东、福建等省, 培育市场包括湖南、湖北、陕西、川渝等地区, 潜力市场为全国其他区域。公司根据区域的不同等级, 给予销售费用上的支持。

图 40: 疆外市场分级体系

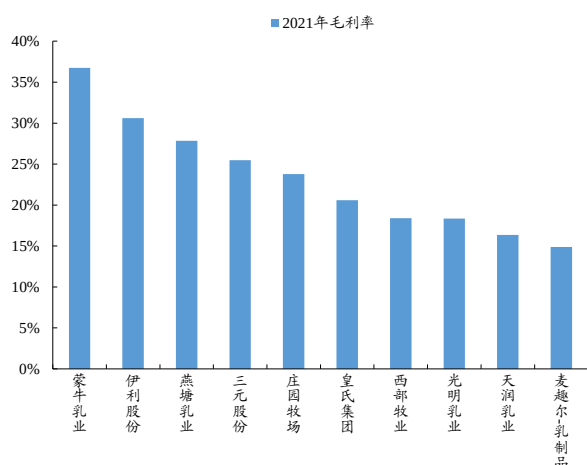


资料来源: 信达证券研发中心

3.3 盈利分析: 净利润率占优, 向上空间仍大

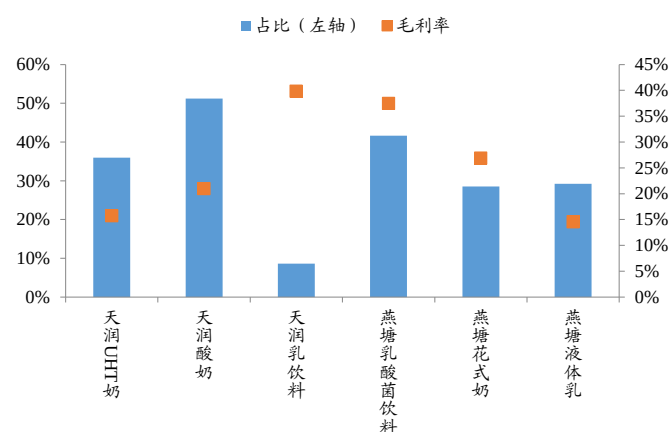
毛利率因产品结构受限, 存在向上提升空间。公司 2021 年毛利率在疆外可比公司中排名靠后, 与疆内企业水平相仿, 主要是受制于产品结构。根据 2020 年数据, 公司产品毛利率为乳饮料 (39.82%) > 酸奶 (20.97%) > UHT 奶 (15.73%), 而产品销售占比为酸奶 (51.21%) > UHT 奶 (35.94%) > 乳饮料 (8.64%), 低毛利率的产品占比大而高毛利率的产品占比小。而 UHT 奶和酸奶之所以毛利率低, 也与其部分产品的浓缩工艺 (耗奶比 1.1:1) 紧密相关。相较之下, 燕塘乳业毛利率最高的乳酸菌乳饮料 (37.46%) 则贡献了 41.61% 的收入, 毛利率 26.88% 的花式奶则贡献了 28.56% 的收入。考虑到公司主力产品疆内外差价较大, 当前疆外收入占比正持续提升, 同时高毛利产品如奶啤是公司重点培育产品, 公司毛利率存在向上提升的空间。

图 41: 天润毛利率与疆内外企业的对比



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

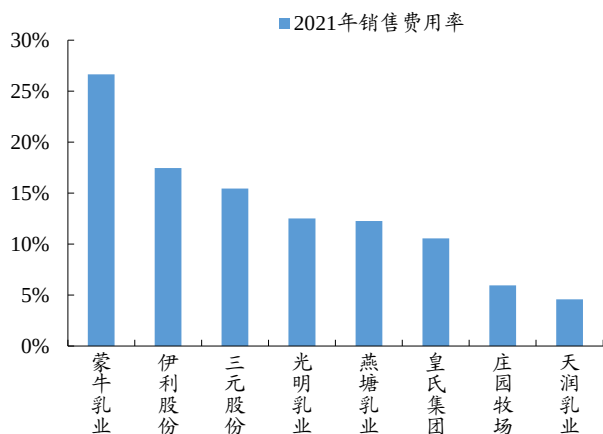
图 42: 产品结构是毛利率偏低主因



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

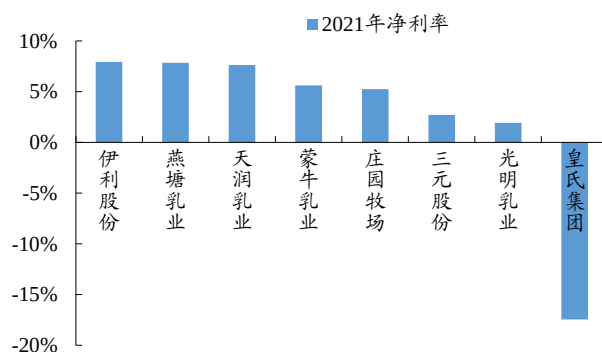
费用控制得当，净利润率处中高水平。尽管毛利率当前并未领先，但公司在渠道端形成差异化竞争，销售费用率远低于竞争对手，叠加其他费用控制得当，公司 2021 年净利率达 7.63%，在竞争对手中处中高水平。

图 43: 公司销售费用率远低于竞争对手



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

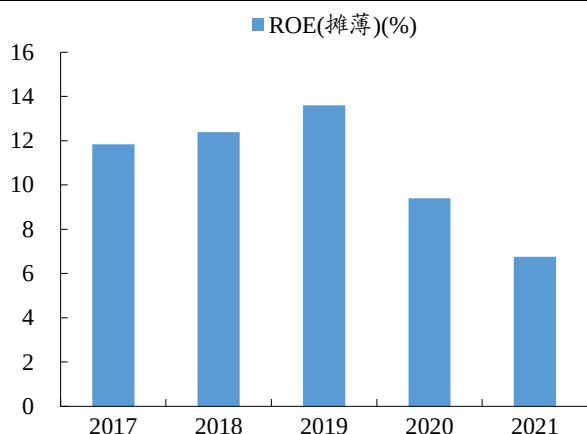
图 44: 净利润率处中高水平



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

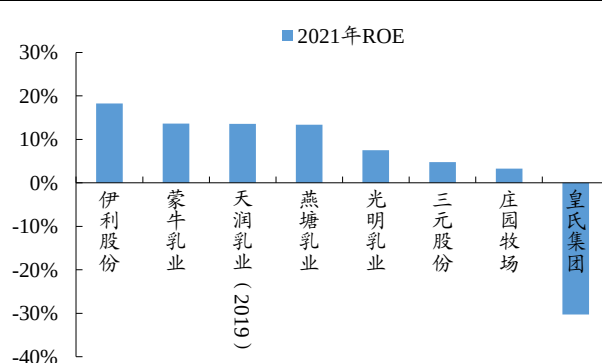
募资拉低 ROE，未来回升趋势可期。回顾公司过往的 ROE 水平，ROE 由 2019 年的峰值 14.33% 下降至 2021 年的 7.90%。从杜邦分析来看，除去净利润率水平近两年来的小幅波动外，ROE 下降的核心原因来自于公司 2019 年和 2021 年两次募资所带来的货币资金增加。待募集资金逐步转化为公司真正的经营动能后，公司 ROE 有望回升至先前高位。事实上，若取募资前的 ROE 水平，公司在行业排名靠前，这还是在公司资产中拥有多达 22% 生产性生物资产的情况下。

图 45: 募资拉低公司近两年 ROE 水平



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 46: 募资前的 ROE 水平在行业排名靠前



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

表 6: 货币资金增加来源于近年来的两次募资

上市日	方式	募集资金	用途
2020/1/23	配股	不超过 4.5 亿元	用于日产 40 吨奶啤改造项目、3000 头规模化奶牛示范牧场建设项目和补充流动资金及偿还银行贷款。
2022/1/4	定向增发	不超过 5.68 亿	用于 10000 头规模化奶牛示范牧场建设项目和补充流动资金

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

4. 看未来: 疆外正拓展, 利润弹性大

4.1 需求端: 地域、渠道、产品共拓展, 未来有望冲击百亿

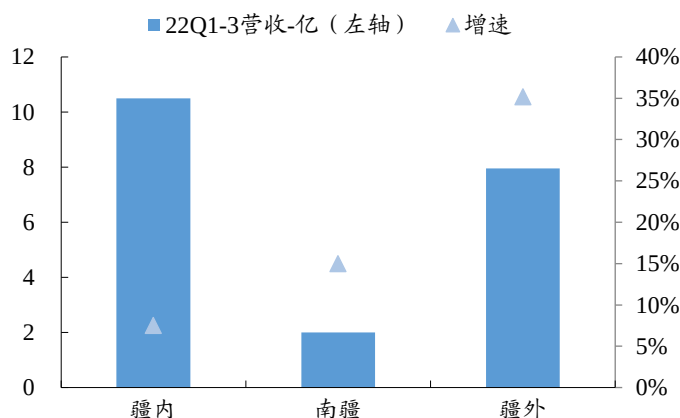
南疆产能释放, 市场不断拓展。新疆地域宽广, 土地面积约 166 万平方公里, 占全国约 1/6。以天山为界, 被划为北疆和南疆。此前, 公司主要生产基地均集中于北疆, 受制于天山南北交通不便的障碍, 公司向南疆区域渗透有限。南疆区域经济发展较北疆相对落后, 2019 年乳制品市场规模在 8-9 亿元体量, 彼时公司在南疆体量不足一亿。2019 年, 公司开工建设南疆图木舒克市唐王城项目, 2021 年首期 3 万吨乳制品加工项目投产, 当前二期 3 万吨技改项目也接近完成。十四五末, 唐王城项目将达到 10 万吨产能。公司在疆内已实现覆盖商超、流通等主要渠道的全县级覆盖, 伴随南疆产能的不断释放, 公司在南疆市场的市占率有望大幅提升。

图 47: 南疆市场市占率有望随产能扩产而上升



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 48: 南疆增速快于疆内整体



资料来源: 信达证券研发中心整理

疆外投建产能, 市场将进一步打开。公司 2015 年起开始出疆, 凭借爱克林酸奶打响名气, 同时在渠道方面积极渗透社区夫妻店和水果店, 完成第一次疆外布局。2018 年, 公司正式独立出销售板块, 逐步细化疆外市场, 形成了以重点市场、培育市场和潜力市场为主的三级市场体系。2021 年, 公司首个疆外生产基地正式落子山东齐河, 建设 15 万吨液态奶项目, 2023 年年底有望实现一期 3 万吨产能。山东省是人口大省, 2020 年拥有 1.02 亿人口, 人均乳制品消费量 17.6 千克, 位列全国第 7, 2021 年市场体量约 160 亿。在如此庞大的市场体量下, 公司有望顺利消化产能, 提升营业收入。

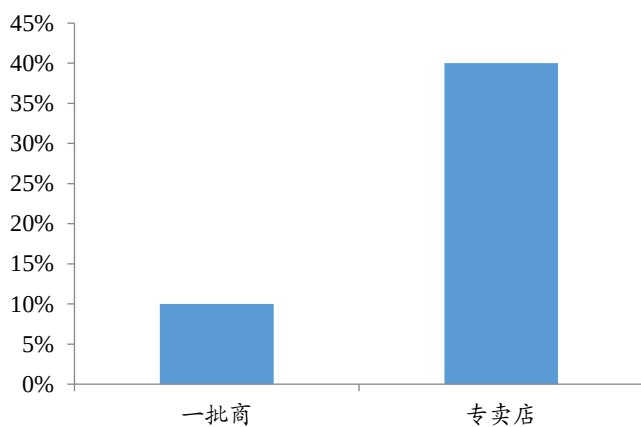
图 49:公司在疆外的拓展历程



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

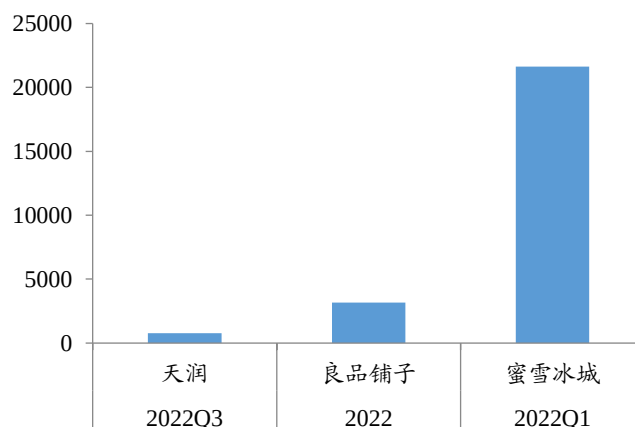
专卖店助力疆外拓展。如前文所述，在各个乳企中，公司开创了特有的专卖店模式，用于宣传和销售天润产品和新疆特产。有别于经销商-终端的模式，专卖店模式更有助于经销商留存利润，进一步提升盈利。考虑到一线城市固定成本相对较高的情况，公司专卖店当前主要分布于二三四线城市。该模式与连锁加盟模式类似，尽管当前仍处于发展初期，公司已成立专卖店项目组，为专卖店赋能，后期门店数量有望持续上升。

图 50: 专卖店渠道利润远高于一批商渠道利润



资料来源：信达证券研发中心整理

图 51: 后期门店数量有望持续上升



资料来源：信达证券研发中心整理

表 7: 典型天润门店营收及利润测算

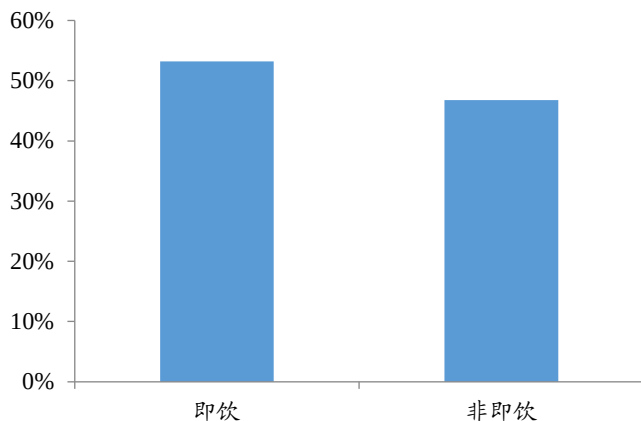
	天润门店	备注
选址	居民社区周边	
单店面积-平米	20-50	
门店日销额-元/日	4000	
客单价-元/人/天	100	
门店月销额-元/月	120000	1-20 万+
毛利-元/月	48000	
毛利率	40%	
租金-元/月	10000	
人工-元/月	15000	3 人
水电等杂费-元/月	5000	
净利润-元/月	18000	
净利率	15%	
前期投资	50000	装修 3 万, 备货 2 万

资料来源: 信达证券研发中心整理

注: 对于不同地域, 模型会存在偏差

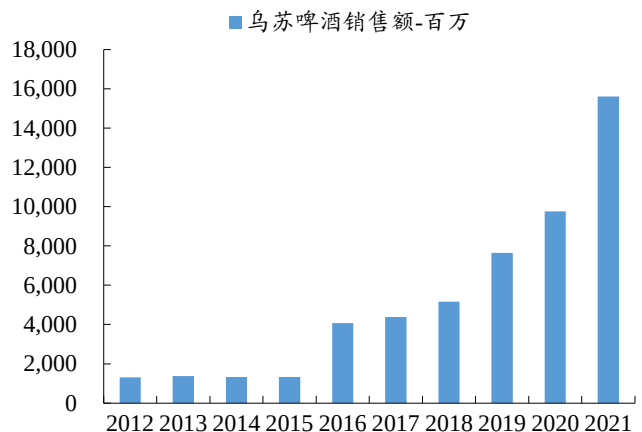
奶啤独立运营, 拓展餐饮渠道。奶啤兼具乳饮料和啤酒双重特性, 是公司重点推广的品类。公司成立独立运营的奶啤部, 招募奶啤专营经销商, 在卖场统一专属陈列形象, 同时在近期加大对餐饮渠道的开发。考虑到饮料类产品更加可选, 同时餐饮场景疫情期间受到限制, 在疫情防控政策调整后, 奶啤有望迎来新一轮的增长。此外, 由于奶啤毛利率较高, 其在营收中占比的增加也将带动公司整体毛利率水平的升高。

图 52: 啤酒出厂端销售额在即饮渠道占比超一半 (2021 年)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 53: 同为新疆出身的乌苏啤酒增长迅猛



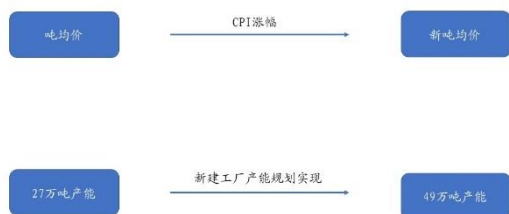
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

展望中长期空间: 中期有望翻倍, 长期有望冲击百亿体量。中期来看, 公司在南疆唐王城及山东齐河规划产能共 25 万吨 (已投产 3 万吨), 而公司当前产能约 28 万吨, 假设吨价在现有基础上每年按 CPI 增幅提升, 伴随未来数年两处产能的逐步释放, 公司营收在中期有望实现翻倍。从长期来看, 当前我国乳制品行业内公司主要分为两类, 一类是以伊利、蒙牛为代表的全国性乳企, 营收规模接近或超过千亿; 另一类则是以光明、三元为代表的区域性乳企, 营收规模接近或超过百亿。天润 2021 年营收为 21 亿, 我们认为公司有望冲击

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

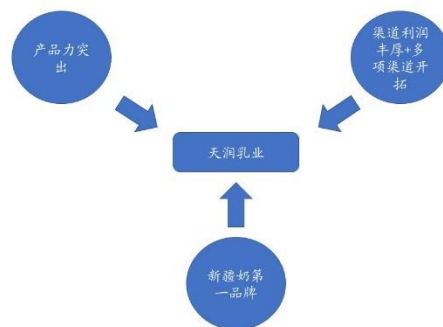
百亿体量。产品方面看，公司当前已形成较为丰富的产品矩阵，核心产品覆盖白奶、酸奶和乳饮料，这三者保质期均相对较长，运输半径大，同时市场空间庞大。如前所述，公司三款产品在各自品类中均富有特色，产品力很强，是冲击百亿体量的基础。事实上，无论是在饮用奶（白奶+乳饮料）还是在酸奶领域，均有伊利蒙牛以外的企业实现接近或超过 5% 的市场份额（饮用奶：旺旺 5.4%，光明 4.3%；酸奶：君乐宝 7.3%）。整个液体乳市场（饮用奶+酸奶）体量为 4000 亿，5% 的市场份额相当于 200 亿元，因此，依照现有的市场竞争格局，公司即有望冲击百亿体量。品牌方面看，新疆奶因其地域特色深受消费者喜爱，公司是新疆奶第一品牌，自带品牌溢价，未来在公司线上线下的联合推广下，有望被更多消费者所熟知。渠道方面，相较于其他公司，天润仍处发展初期，但公司汲取第一轮出疆的经验，于 2018 年独立出销售板块，进一步细化市场体系，有侧重地发展各个区域市场，同时进一步推动专卖店模式的发展。凭借其优于竞争对手的渠道利润，我们有理由相信其渠道在未来有望逐步实现全国化。

图 54: 公司营收中期有望翻倍



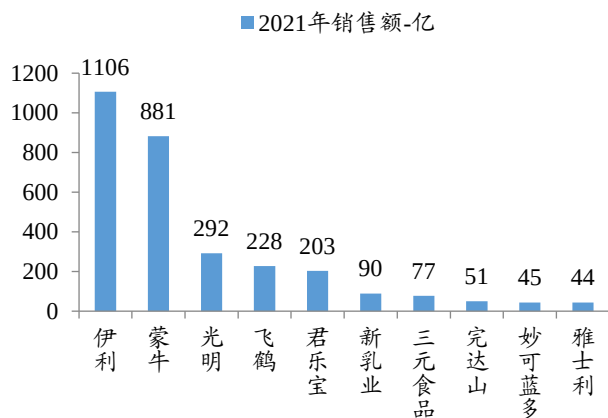
资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

图 55: 公司长期有望跻身头部区域乳企



资料来源: 信达证券研发中心

图 56: 我国前十大乳企 2021 年营收

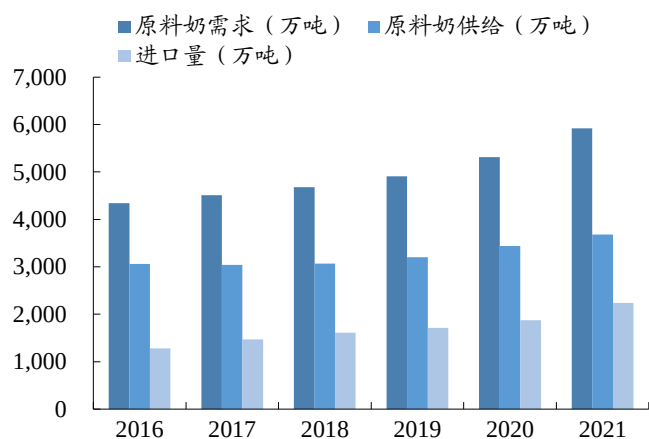


资料来源: 中国奶业统计资料 2022, 信达证券研发中心

4.2 成本端：奶价中期有望下行，疆外拓展有望提升毛利率

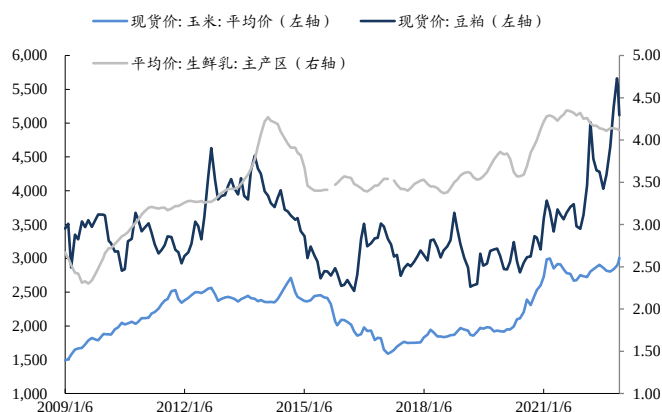
奶价受供需和成本影响，今年下跌更多与国内需求较弱相关。奶价主要受到供需和成本两方面的影响。从供需角度上看，我国奶源长期处于供不应求的状态，缺口主要由海外大包粉进口补充。中长期来看，我国奶价的波动与成本（奶牛饲料的价格）关系更为密切，玉米和豆粕的价格走势基本上决定了奶价的走势。对比今年海内外的奶价，走势主要分为两派，一派是欧盟27国平均奶价和美国平均奶价持续上升，欧盟27国均价由年初的同比19.7%的增幅提升至10月同比42.7%的增幅，美国均价则在年初就已超越同比30%的增幅；另一派是国内生鲜乳平均价格出现小幅下跌，同比跌幅在1%-5%之间，大洋洲GDT全脂奶粉Q1同比涨幅18%，而Q2-3同比基本持平。造成这一差别的核心原因在于国内通胀水平显著低于欧美通胀水平。事实上，今年前三季度，我国牛奶产量同比增长7.7%，而乳制品产量同比增长仅2.6%，进口各类乳制品同比下降18.6%。需求端的疲软使国内奶价和以中国作为第一大出口国的大洋洲GDT奶价均出现走弱。

图 57: 我国奶源长期供不应求



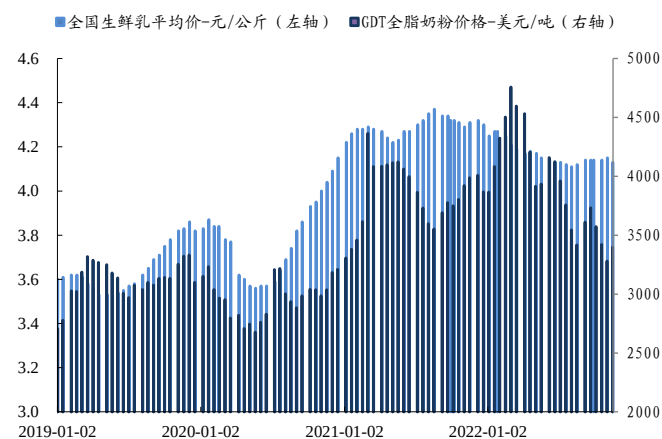
资料来源：澳亚招股说明书，信达证券研发中心

图 58: 饲料价格在中长期决定奶价走势



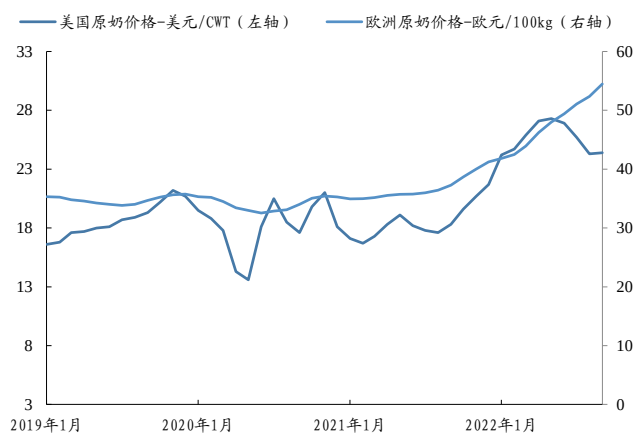
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 59: 国内和大洋洲奶价均从高位开始回落



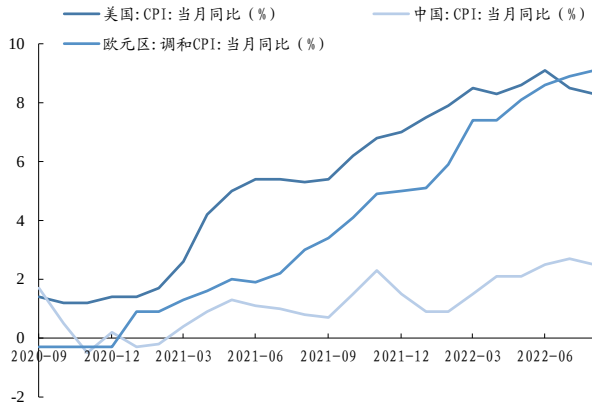
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 60: 欧美奶价持续上升



资料来源：CLAL，信达证券研发中心

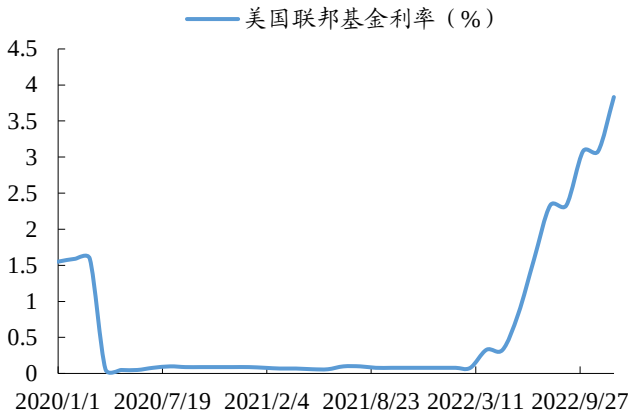
图 61:欧美通胀水平远高于中国



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

美联储加息周期仍在持续, 奶价中期有望下行。影响明年国内奶价的主要因素有两个, 一个是国内需求端的恢复, 另一个是饲料价格的下跌。考虑到当前疫情防控政策刚刚调整, 我们预计需求端恢复或将受疫情反复的干扰和消费者信心的影响, 整体恢复速度偏慢。另一方面, 美联储加息周期仍在持续, 大宗商品价格易跌难涨, 奶价在成本端也将受益。具体而言, 奶牛饲料品种中, 豆粕 90%依赖进口, 玉米 10%依赖进口, 苜蓿草 30%依赖进口。此外, 大宗商品如原油价格的高企也抬高了国内奶牛饲料的生产成本。因此, 从当前奶价处于历史高位的情况下展望, 明年及后年奶价均有望继续下行。

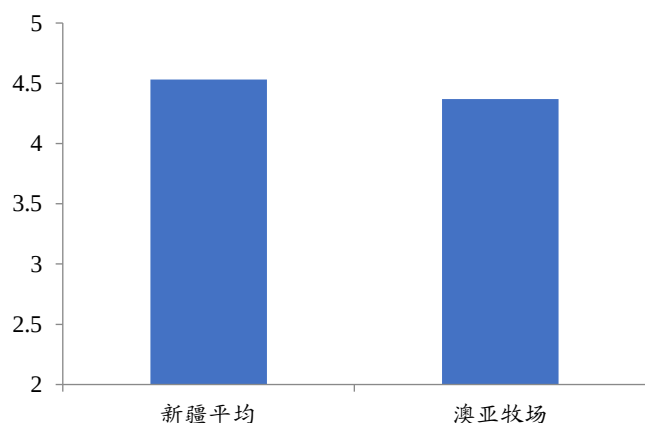
图 62: 美联储加息周期仍在持续



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

疆外建厂有望提升毛利率。原辅材料方面, 山东齐河工厂计划采用澳亚牧场的生鲜乳。根据 2020 年的数据, 澳亚牧场原料奶对外平均售价为 4.37 元/公斤, 而新疆奶价则为 4.53 元/公斤。另一方面, 相较于澳亚山东牧场, 新疆生鲜乳运费也由于运输距离更远而更贵。此外, 山东区域的包材和辅料价格叠加运费后也会较新疆更有优势。产品品类方面, 考虑到疆内外奶源口感上的差异, 工厂将侧重酸奶及奶啤两类产品的生产, 其占比的提升有望拉高整体的毛利率水平。

图 63: 2020 年新疆奶价相对澳亚牧场略贵



资料来源：澳亚招股书，《2019-2020 年新疆奶业监测分析报告》，
信达证券研发中心

5. 估值与投资评级

5.1 盈利预测

收入端：公司今年前三季度表现优异，考虑到其疆外拓展仍处发展前期，但其产品及市场打法已逐步成型，同时疆外已开始建厂布局，我们认为公司营收端接下来有望持续维持较高增速，2022/2023/2024 年营收预计为 24.55/28.70/33.75 亿元，增速为 16.4%/16.9%/17.6%。

毛利端：公司 2019/2020/2021 年毛利率分别为 27.1%/21.4%/16.4%，其中，2020 年毛利率下降主要由于会计政策调整，运输费用计入销售成本所致；2021 年毛利率下降则由于全年奶价创出新高所致。2022 年前三季度奶价已开始同比下跌，毛利率呈缓步回升态势。展望未来，我们预计奶价有进一步下降的空间，同时公司在疆外的拓展（高毛利产品销售占比的提升）及建厂也有望进一步提升其毛利率，2022/2023/2024 年毛利率预计为 17.7%/17.9%/18.3%。

表 8：天润乳业营收及毛利预测（单位：百万）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	1,768	2,109	2,455	2,870	3,375
yoy	8.7%	19.3%	16.4%	16.9%	17.6%
总毛利率	21.4%	16.3%	17.7%	17.9%	18.3%
常温乳制品	789	1,098	1,318	1,607	1,961
yoy	21.5%	39.2%	20.0%	22.0%	22.0%
毛利率	20.5%	13.8%	15.1%	15.5%	16.1%
低温乳制品	931	937	1,026	1,129	1,253
yoy	-0.9%	0.7%	9.5%	10.0%	11.0%
毛利率	21.5%	18.8%	20.1%	20.6%	21.1%
畜牧业产品	37	60	93	111	133
yoy	17.6%	61.7%	55.0%	20.0%	20.0%
毛利率	36.9%	24.9%	26.0%	25.0%	24.0%
其他	7	8	19	23	27
yoy	72.9%	1.7%	150.0%	20.0%	20.0%
毛利率	24.4%	21.0%	23.0%	23.6%	24.3%

资料来源：WIND，信达证券研发中心

费用端：销售费用方面，我们预计公司在疆外拓展的战略实施过程中，销售费用率将略微上升，预计 2022/2023/2024 年销售费用率为 6.0%/6.1%/6.2%。**管理费用方面**，公司近两年管理费用率较为稳定，同时股权激励计划尚未实施，我们预计 2022/2023/2024 年管理费用率为 3.0%/3.0%/3.0%。**研发费用方面**，公司投入较为稳定，过去几年均在 0.3%上下，预计 2022/2023/2024 年研发费用率为 0.3%/0.3%/0.3%。**财务费用方面**，公司当前账上资金充裕，财务费用率 2022/2023/2024 年预计为 0%/0%/0%。

综上，预计公司在 2022/2023/2024 年营收预计为 24.55/28.70/33.75 亿元，增速为 16.4%/16.9%/17.6%，归母净利润为 1.86/2.24/2.71 亿元，增速为 24.6%/20.0%/21.3%。

5.2 估值

我们采用 PEG 法进行估值测算。

我们选取食品饮料行业成长性较好的三家公司作为参照，23 年 PEG 均值为 1.28，参照该值，那么天润 2023 年 PE=25.6，对应 23 年目标价为 17.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

	PE			净利润增速			PEG		
	22	23	24	22	23	24	22	23	24
百润股份	90.15	60.69	47.34	-27.59%	48.53%	28.22%	-3.27	1.25	1.68
东鹏饮料	51.23	39.78	31.98	16.63%	28.77%	24.41%	3.08	1.38	1.31
安井食品	44.91	34.94	27.90	51.94%	28.53%	25.24%	0.86	1.22	1.11
均值	62.10	45.14	35.74	13.66%	35.28%	25.96%	0.22	1.28	1.37

资料来源：WIND，信达证券研发中心 注：数据均来自 WIND 一致预期，股价截止时间为 2023 年 1 月 11 日

6. 风险因素

食品安全问题。公司所处乳制品产业链较长，且参与者众多，具有食品安全事件爆发的可能性。公司作为区域内龙头企业，易受行业内部负面新闻影响，导致营收不及预期。

行业竞争加剧。公司所处乳制品行业拥有双寡头格局，竞争十分激烈。若寡头间竞争进一步加剧，公司市占率空间可能受到挤压，长期拓展空间或受影响。

附:公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	792	1,409	1,398	1,697	2,124
货币资金	370	901	812	1,069	1,353
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	78	67	81	94	111
预付账款	10	13	15	17	20
存货	284	401	460	484	604
其他	50	27	30	33	36
非流动资产	1,799	2,063	2,231	2,292	2,299
长期股权投资	3	3	3	4	4
固定资产(合计)	1,060	1,302	1,286	1,316	1,335
无形资产	33	38	44	51	59
其他	703	720	898	921	901
资产总计	2,590	3,472	3,629	3,989	4,423
流动负债	699	822	785	913	1,066
短期借款	100	138	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	372	450	515	600	702
其他	227	233	270	313	364
非流动负债	167	348	348	348	348
长期借款	0	100	100	100	100
其他	167	248	248	248	248
负债合计	867	1,170	1,134	1,261	1,414
少数股东权益	155	83	89	96	104
归属母公司股东权益	1,568	2,219	2,406	2,632	2,904
负债和股东权益	2,590	3,472	3,629	3,989	4,423

重要财务指标

单位:百万					
元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,768	2,109	2,455	2,870	3,375
同比(%)	8.7%	19.3%	16.4%	16.9%	17.6%
归属母公司净利润	147	150	186	224	271
同比(%)	5.6%	1.5%	24.6%	20.0%	21.3%
毛利率(%)	21.4%	16.3%	17.7%	17.9%	18.3%
ROE%	9.4%	6.7%	7.7%	8.5%	9.3%
EPS (摊薄)(元)	0.56	0.56	0.58	0.70	0.85
P/E	26.07	23.74	26.93	22.44	18.50
P/B	2.50	1.91	2.09	1.91	1.73
EV/EBITDA	12.48	11.61	15.34	12.39	9.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,768	2,109	2,455	2,870	3,375
营业成本	1,389	1,764	2,022	2,355	2,756
营业税金及附加	10	10	12	14	16
销售费用	108	97	147	175	209
管理费用	71	65	74	86	101
研发费用	5	6	7	9	10
财务费用	-4	-5	-1	-3	-2
减值损失合计	-9	-12	-1	-2	-1
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	14	26	25	29	34
营业利润	195	186	218	261	317
营业外收支	-21	-6	-8	-9	-11
利润总额	174	180	210	252	306
所得税	20	19	18	21	26
净利润	154	161	192	231	280
少数股东损益	6	11	6	7	8
归属母公司净利润	147	150	186	224	271
EBITDA	293	311	283	330	386
EPS (当年)(元)	0.56	0.56	0.58	0.70	0.85

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	218	359	315	425	407
净利润	154	161	192	231	280
折旧摊销	94	118	89	98	104
财务费用	6	7	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-69	54	24	85	11
其它	34	18	9	11	12
投资活动现金流	-365	-474	-266	-169	-123
资本支出	-365	-387	-265	-168	-122
长期投资	0	-87	-1	-1	-1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	377	646	-138	0	0
吸收投资	437	556	0	0	0
借款	100	238	-138	0	0
支付利息或股息	-50	-49	0	0	0
现金流净增加额	230	531	-88	257	284

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，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

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。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

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、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

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）等。

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。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com

华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

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。