

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

产能拟进一步扩充，利好长期发展

2023 年 02 月 09 日

事件：天润乳业公布对外投资及发行可转债公告。2 月 8 日，公司公布公告，计划发行规模不超过 9.9 亿元的 A 股可转债，募集资金拟用于年产 20 万吨乳制品加工项目和补充流动资金。同日，公司公布子公司对外投资公告，公司将以控股子公司天润科技为实施主体，在乌鲁木齐市五一新区投资建设年产 20 万吨乳制品加工项目，预计投资金额为 8.5 亿元。

点评：

- **计划产能大幅扩张，利好长期发展。**公司当前拥有产能约 27 万吨，叠加唐王城项目和齐河项目规划的产能后，原计划产能为 49 万吨。此次新增 20 万吨乳制品加工项目，公司整体计划产能有望提升至 69 万吨。假设产能利用率不变、产品结构不变，我们估计公司营收有望达到 63 亿的体量，进一步接近我们在先前深度报告中预计的百亿长期营收空间。另一方面，本次选址在乌鲁木齐市，也将为利用好疆内及新疆周边奶源，保持天润疆奶特色及品牌，提供积极作用。尽管项目竣工投产试运营时间为 2024 年 12 月，并不对近两年业绩形成实质性影响，但将打开公司长期的发展空间。
- **盈利预测与投资评级：业绩预期平稳，估值有望提升。**此次公告着重于公司长远发展而非近两年业绩，因此我们维持当前的盈利预测。估值方面，考虑到公司计划产能的提升和疆外的不断拓展，我们给予公司 23 年 PE=27.2，对应目标价 19 元，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，本次募投扩产不及预期**

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%	24.5%	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	29.39	24.49	20.19
市净率 P/B(倍)	2.50	1.91	2.28	2.08	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 02 月 08 日收盘价

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

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	1,438	1,640	2,069
货币资金	370	901	826	980	1,261
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	78	67	108	126	148
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	2,390	2,449	2,454
长期股权投	3	3	3	4	4
固定资产	1,060	1,302	1,331	1,359	1,375
无形资产	33	38	44	51	59
其他	703	720	1,012	1,035	1,015
资产总计	2,590	3,472	3,829	4,089	4,523
流动负债	699	822	985	1,013	1,166
短期借款	100	138	200	100	100
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	1,334	1,361	1,514
少数股东权 益	155	83	89	96	104
归属母公司	1,568	2,219	2,406	2,632	2,904
负债和股东 权益	2,590	3,472	3,829	4,089	4,523

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%	24.5%	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	29.39	24.49	20.19
P/B	2.50	1.91	2.28	2.08	1.89
EV/EBITDA	12.48	11.61	17.32	14.23	11.44

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	-6	-7	
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	25	29	
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	288	332	389	
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
经营活动现金流	218	359	294	424	405
净利润	154	161	192	231	280
折旧摊销	94	118	94	101	107
财务费用	6	7	1	1	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-69	54	-2	80	5
其它	34	18	9	11	12
投资活动现金流	-365	-474	-430	-169	-123
资本支出	-365	-387	-429	-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	61	-101	-1
吸收投资	437	556	0	0	0
借款	100	238	62	-100	0
支付利息或股息	-50	-49	-1	-1	-1
现金流净增加额	230	531	-75	154	281

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。

姜青丰，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	hanqiuyue@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	jjiali@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。