

2023 年 06 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构持续优化，疆外扩张有序推进

—天润乳业（600419.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

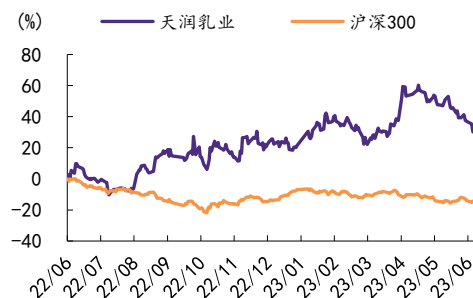
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-27

当前股价（元）	16.37
总市值（亿元）	52
总股本（百万股）	320
流通股本（百万股）	320
52 周价格范围（元）	11.34-20.26
日均成交额（百万元）	105.53

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《天润乳业（600419）：一季度业绩超预期，关注疆外开拓进度》2023-04-21
- 2、《天润乳业（600419）：业绩符合预期，高端化趋势不变》2023-03-31

产品结构不断优化，核心产品持续推进

产品端：1) 奶啤：今年 4 月推出沙棘口味，丰富产品矩阵，满足多元化口味需求，预计未来加大费用投入；2) 近年公司持续提高高毛利产品占比，降低低毛利产品占比，白奶类产品占比不断提升，产品结构持续优化；3) 中期来看，桶装酸奶、爱克林低温系列、利乐装白奶表现能够支撑业绩发展。
成本端：成本持续改善，我们认为二季度继续有所体现。

发力新零售渠道，疆外扩张有序推进

区域布局：1) 疆内市场：公司疆内市占率第一，预计达 40% 左右；2) 疆外聚焦广东、江苏、浙江、山东等地区。3) 疆外开设天润乳业生活馆，主要作为产品展示宣传窗口，加强品牌营销。
产能端：山东工厂预计今年 11 月投产，产能提升速度较快且储备充足。

盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 0.78/0.94/1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/15 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、低温产品增长不及预期、竞争进一步加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,410	2,822	3,294	3,825
增长率（%）	14.2%	17.1%	16.7%	16.1%
归母净利润（百万元）	197	249	300	360
增长率（%）	31.3%	26.5%	20.9%	19.9%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.78	0.94	1.12
ROE（%）	7.7%	9.1%	10.2%	11.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	704	979	1,311	1,661
应收款	112	124	126	136
存货	502	541	554	597
其他流动资产	42	45	49	54
流动资产合计	1,359	1,689	2,041	2,448
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,314	1,460	1,456	1,396
在建工程	389	156	62	25
无形资产	42	40	38	36
长期股权投资	3	3	3	3
其他非流动资产	825	825	825	825
非流动资产合计	2,574	2,484	2,385	2,286
资产总计	3,933	4,173	4,426	4,734
流动负债：				
短期借款	269	289	304	314
应付账款、票据	400	433	443	469
其他流动负债	329	329	329	329
流动负债合计	1,053	1,109	1,139	1,180
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	342	342	342	342
非流动负债合计	342	342	342	342
负债合计	1,395	1,451	1,481	1,522
所有者权益				
股本	320	320	320	320
股东权益	2,539	2,723	2,945	3,212
负债和所有者权益	3,933	4,173	4,426	4,734

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	201	254	307	368
少数股东权益	4	5	6	7
折旧摊销	130	90	99	99
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-35	-19	-4	-26
经营活动现金净流量	301	329	408	448
投资活动现金净流量	-643	88	97	97
筹资活动现金净流量	616	-50	-69	-91
现金流量净额	274	367	436	454

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,410	2,822	3,294	3,825
营业成本	1,979	2,309	2,680	3,094
营业税金及附加	13	15	17	19
销售费用	125	150	178	210
管理费用	81	99	119	142
财务费用	-5	-16	-25	-34
研发费用	10	8	10	11
费用合计	211	241	282	329
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	232	283	338	404
加：营业外收入	3	5	4	2
减：营业外支出	19	15	12	10
利润总额	215	273	330	396
所得税费用	15	19	23	29
净利润	201	254	307	368
少数股东损益	4	5	6	7
归母净利润	197	249	300	360

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	14.2%	17.1%	16.7%	16.1%
归母净利润增长率	31.3%	26.5%	20.9%	19.9%
盈利能力				
毛利率	17.9%	18.2%	18.7%	19.1%
四项费用/营收	8.7%	8.5%	8.6%	8.6%
净利率	8.3%	9.0%	9.3%	9.6%
ROE	7.7%	9.1%	10.2%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	34.8%	33.5%	32.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	21.5	22.8	26.1	28.1
存货周转率	3.9	4.3	4.9	5.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.61	0.78	0.94	1.12
P/E	26.7	21.1	17.4	14.6
P/S	2.2	1.9	1.6	1.4
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。