

2023 年 08 月 25 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，疆外加速开拓

—天润乳业（600419.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

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

2023 年 8 月 24 日，天润乳业发布 2023 年半年度报告。

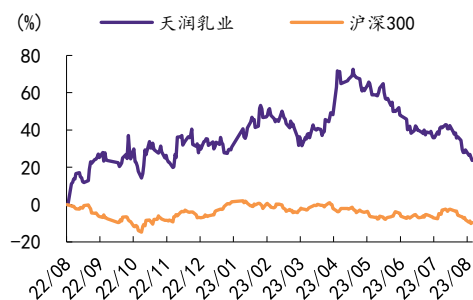
投资要点

基本数据

2023-08-24

| | |
|-------------|-------------|
| 当前股价（元） | 14.68 |
| 总市值（亿元） | 47 |
| 总股本（百万股） | 320 |
| 流通股本（百万股） | 320 |
| 52 周价格范围（元） | 11.85-20.26 |
| 日均成交额（百万元） | 105.44 |

市场表现



相关研究

- 1、《天润乳业（600419）：产品结构持续优化，疆外扩张有序推进》2023-06-28
- 2、《天润乳业（600419）：一季度业绩超预期，关注疆外开拓进度》2023-04-21
- 3、《天润乳业（600419）：业绩符合预期，高端化趋势不变》2023-03-31

业绩符合预期，新农并表拖累 Q2 利润

2023H1 营收 13.89 亿元（同增 13%），归母净利润 1.26 亿元（同增 17%），业绩符合预期。上半年毛利率 20.55%（同增 2pct）；净利率 9.41%（同增 0.4pct）；销售费用率 5.36%（同减 0.2pct）；管理费用率 3.02%（同增 0.1pct）；营业税金及附加占比 0.56%（同增 0.1pct）；经营活动现金流净额 1 亿元（同减 34%），系学生奶业务回款减少、饲草储备增加。其中 2023Q2 营收 7.58 亿元（同增 10%），归母净利润 0.71 亿元（同减 2%），新农乳业于 2023 年 6 月并表拖累利润端。毛利率 20.97%（同增 2pct），净利率 9.72%（同减 1pct），销售费用率 5.18%（同增 0.1pct），管理费用率 3.05%（同增 0.4pct），营业税金及附加占比 0.55%（同增 0.1pct）。

疆外加速开拓，全国化持续扩张

分产品看，2023H1 常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他产品营收为 7.8/5.61/0.41/0.04 亿元，同比+20%/+5%/-7%/-34%；其中 2023Q2 营收分别为 4.27/3.15/0.12/0.02 亿元，同比+19%/+5%/-53%/-42%。分渠道看，2023H1 经销/直销营收分别为 12.14/1.72 亿元，同增 11%/24%；其中 2023Q2 营收为 6.74/0.83 亿元，同增 10%/8%。分区域看，2023H1 疆内/疆外地区营收为 7.69/6.17 亿元，同增 7%/20%；其中 2023Q2 营收为 3.95/3.61 亿元，同增 6%/14%。截至 2023H1 末，经销商总计 865 家，净增加 139 家。公司现金收购新农乳业 100%股权，扩大公司自有奶源比例和乳制品加工产能，同时填补奶粉业务空白，巩固疆内优势基础上扩大疆外市场占有率。

盈利预测

我们看公司疆内市场乳制品龙头巩固地位，疆外扩张持续进行中。根据中报，我们略调整 2023-2025 年 EPS 为 0.80/0.96/1.15 元（前值为 0.78/0.94/1.12 元），当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 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 | 2,681 | 3,125 | 3,624 |
| 增长率（%） | 14.2% | 11.2% | 16.6% | 16.0% |
| 归母净利润（百万元） | 197 | 255 | 307 | 368 |
| 增长率（%） | 31.3% | 29.9% | 20.1% | 20.0% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.61 | 0.80 | 0.96 | 1.15 |
| ROE（%） | 7.7% | 9.3% | 10.3% | 11.3% |

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 | 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产： | | | | | 营业收入 | 2,410 | 2,681 | 3,125 | 3,624 |
| 现金及现金等价物 | 704 | 1,002 | 1,346 | 1,711 | 营业成本 | 1,979 | 2,159 | 2,503 | 2,886 |
| 应收款 | 112 | 118 | 120 | 129 | 营业税金及附加 | 13 | 14 | 16 | 18 |
| 存货 | 502 | 506 | 518 | 557 | 销售费用 | 125 | 142 | 169 | 199 |
| 其他流动资产 | 42 | 43 | 47 | 51 | 管理费用 | 81 | 94 | 112 | 134 |
| 流动资产合计 | 1,359 | 1,668 | 2,031 | 2,448 | 财务费用 | -5 | -16 | -26 | -35 |
| 非流动资产： | | | | | 研发费用 | 10 | 8 | 9 | 11 |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 费用合计 | 211 | 227 | 265 | 309 |
| 固定资产 | 1,314 | 1,460 | 1,456 | 1,396 | 资产减值损失 | -13 | -10 | -9 | -7 |
| 在建工程 | 389 | 156 | 62 | 25 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 42 | 40 | 38 | 36 | 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 营业利润 | 232 | 306 | 363 | 433 |
| 其他非流动资产 | 825 | 825 | 825 | 825 | 加：营业外收入 | 3 | 5 | 4 | 2 |
| 非流动资产合计 | 2,574 | 2,484 | 2,385 | 2,286 | 减：营业外支出 | 19 | 15 | 12 | 10 |
| 资产总计 | 3,933 | 4,153 | 4,415 | 4,734 | 利润总额 | 215 | 296 | 355 | 425 |
| 流动负债： | | | | | 所得税费用 | 15 | 30 | 35 | 42 |
| 短期借款 | 269 | 289 | 304 | 314 | 净利润 | 201 | 266 | 320 | 383 |
| 应付账款、票据 | 400 | 405 | 414 | 438 | 少数股东损益 | 4 | 11 | 13 | 15 |
| 其他流动负债 | 329 | 329 | 329 | 329 | 归母净利润 | 197 | 255 | 307 | 368 |
| 流动负债合计 | 1,053 | 1,078 | 1,107 | 1,145 | | | | | |
| 非流动负债： | | | | | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 342 | 342 | 342 | 342 | 营业收入增长率 | 14.2% | 11.2% | 16.6% | 16.0% |
| 非流动负债合计 | 342 | 342 | 342 | 342 | 归母净利润增长率 | 31.3% | 29.9% | 20.1% | 20.0% |
| 负债合计 | 1,395 | 1,420 | 1,449 | 1,487 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 17.9% | 19.4% | 19.9% | 20.4% |
| 股本 | 320 | 320 | 320 | 320 | 四项费用/营收 | 8.7% | 8.5% | 8.5% | 8.5% |
| 股东权益 | 2,539 | 2,733 | 2,967 | 3,247 | 净利率 | 8.3% | 9.9% | 10.2% | 10.6% |
| 负债和所有者权益 | 3,933 | 4,153 | 4,415 | 4,734 | ROE | 7.7% | 9.3% | 10.3% | 11.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 35.5% | 34.2% | 32.8% | 31.4% |
| 净利润 | 201 | 266 | 320 | 383 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 11 | 13 | 15 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 折旧摊销 | 130 | 90 | 99 | 99 | 应收账款周转率 | 21.5 | 22.8 | 26.1 | 28.1 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 3.9 | 4.3 | 4.9 | 5.2 |
| 营运资金变动 | -35 | -7 | -4 | -24 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 301 | 360 | 428 | 473 | EPS | 0.61 | 0.80 | 0.96 | 1.15 |
| 投资活动现金净流量 | -643 | 88 | 97 | 97 | P/E | 23.9 | 18.4 | 15.3 | 12.8 |
| 筹资活动现金净流量 | 639 | -51 | -71 | -93 | P/S | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 现金流量净额 | 297 | 396 | 454 | 477 | P/B | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

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。