

养殖压力影响短期业绩，长期扩张趋势延续

2023 年 08 月 25 日

► **事件：**公司于 8 月 24 日发布 2023 年半年报，23H1 实现营收 13.89 亿元，同增 12.62%；实现归母净利润 1.26 亿元，同增 16.55%；扣非归母净利润 1.17 亿元，同增 21.05%。单二季度，公司实现营收 7.58 亿元，同增 9.77%；实现归母净利润 0.71 亿元，同减 2.45%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同增 5.16%。

► **常温产品持续增长，疆外增速有所放缓。**公司上半年实现营收 13.89 亿元，同增 12.62%，单二季度实现营收 7.58 亿元，同增 9.77%。**分产品看**，公司 23Q2 常温产品实现收入 4.27 亿元，产品占比 56.44%，同增 16.84%；低温产品实现收入 3.15 亿元，产品占比 41.65%，同增 4.96%。**分渠道看**，23Q2 疆内市场实现营收 3.95 亿元，同增 5.86%；疆外市场持续发力，贡献不断提升，公司聚焦重点市场，将山东、广东、江苏列为聚焦市场，将上海升级为培育市场，23Q2 实现营收 3.61 亿元，同增 14.03%，疆外增速受市场竞争加剧影响同比下滑。

► **山东产能即将落地，京津冀鲁有望贡献新增量。**经销商方面，23Q2 疆内/疆外市场环比增加 27 家/增加 119 家，期末经销商合计 865 家。23 年 H1，公司实现乳制品销量 14.64 万吨，同增 6.71%，截至 23H1 末开设天润专卖店 859 家。公司不断推进产能扩张计划，山东天润齐源乳制品加工项目计划于 23 年 10 月投入试运营，公司设立山东销售分公司，将以山东齐河为中心，覆盖周边京津冀地区等市场；差异化使用公司副品牌“佳丽”，目前已对接山东当地政府、部分国有企业及商超等销售渠道。此外，未来 20 万吨乳制品加工产能项目计划为公司长期扩张空间提供保障。

► **养殖成本压力影响短期业绩，布局上游补齐短板。**疆内原奶成本持续下滑，23 年公司上半年实现毛利率 20.55%，同增 2.42pcts；23Q2 实现毛利率 20.97%，同增+2.11pcts。上半年费用投放节奏保持稳定，销售费用率 5.36%，同减 0.20pcts；管理费用率 3.02%，同增 0.08pcts；公司 23H1 净利率为 9.41%，同增 0.41pcts；23Q2 净利率为 9.72%，同减 1.02pcts。23 年 H1 供给端原奶价格延续下滑趋势，畜牧业饲养成本维持高位，公司投资参股优牧草业，布局牧业养殖上游饲草种植业务，未来有望补齐饲草供应短板，缓解牧业养殖压力。

► **投资建议：**公司为疆内兵团控股的龙头乳企，常温维持增长势头，低温基本盘稳固，收购新农乳业 100% 股权后进一步提高自有奶源比例及乳制品加工产能，产能扩张持续，有望进一步巩固疆内龙头优势地位，提高疆外市场占有率。我们预计公司 23~25 年营收分别为 27.3/31.7/37.6 亿元，归母净利润分别为 2.4/3.0/3.7 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 17/14/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**上游奶源供应风险；疆外扩张竞争加剧；食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

13.21 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

电话：021-80508452

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

1.天润乳业 (600419.SH) 2023 年一季报点评：疆外扩张维持强劲势能，收购新农扩张乳业板块-2023/04/21

2.天润乳业 (600419.SH) 2022 年年报点评：常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间-2023/03/31

3.天润乳业 (600419.SH) 2022 年三季报点评：渠道变革成效显著，疆外引擎势能充足-2022/10/21

4.天润乳业 (600419.SH) 2022 年半年报点评：利润弹性释放，疆外明显提速-2022/08/26

5.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，疆外重回高速增长通道-2022/04/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2410	2733	3170	3756
增长率 (%)	14.2	13.4	16.0	18.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	197	242	298	373
增长率 (%)	31.3	23.3	23.0	25.1
每股收益 (元)	0.61	0.76	0.93	1.16
PE	22	17	14	11
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2410	2733	3170	3756
营业成本	1979	2213	2537	2977
营业税金及附加	13	14	17	20
销售费用	125	145	174	218
管理费用	81	93	111	131
研发费用	10	9	10	11
EBIT	232	287	353	440
财务费用	-5	1	-3	-8
资产减值损失	-13	-5	-5	-6
投资收益	1	0	0	0
营业利润	232	284	353	445
营业外收支	-17	-7	-8	-12
利润总额	215	278	345	434
所得税	15	24	31	39
净利润	201	254	314	395
归属于母公司净利润	197	242	298	373
EBITDA	373	442	532	646

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	704	963	1172	1369
应收账款及票据	98	95	103	122
预付款项	31	22	22	26
存货	502	480	542	637
其他流动资产	24	25	28	31
流动资产合计	1359	1586	1865	2185
长期股权投资	3	4	4	5
固定资产	1314	1380	1477	1560
无形资产	42	42	42	42
非流动资产合计	2574	2681	2777	2860
资产合计	3933	4266	4642	5045
短期借款	269	346	376	326
应付账款及票据	400	443	506	595
其他流动负债	384	322	363	422
流动负债合计	1053	1111	1246	1343
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	342	422	422	422
非流动负债合计	342	422	422	422
负债合计	1395	1533	1667	1765
股本	320	320	320	320
少数股东权益	230	241	258	279
股东权益合计	2539	2734	2975	3280
负债和股东权益合计	3933	4266	4642	5045

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.25	13.42	15.99	18.50
EBIT 增长率	20.59	23.63	23.12	24.66
净利润增长率	31.33	23.26	23.00	25.10
盈利能力 (%)				
毛利率	17.89	19.04	19.97	20.75
净利润率	8.16	8.86	9.40	9.92
总资产收益率 ROA	5.00	5.68	6.42	7.39
净资产收益率 ROE	8.51	9.72	10.97	12.42
偿债能力				
流动比率	1.29	1.43	1.50	1.63
速动比率	0.77	0.97	1.04	1.13
现金比率	0.67	0.87	0.94	1.02
资产负债率 (%)	35.46	35.92	35.91	34.98
经营效率				
应收账款周转天数	14.81	12.92	12.00	12.00
存货周转天数	92.52	80.00	78.72	78.94
总资产周转率	0.65	0.67	0.71	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.76	0.93	1.16
每股净资产	7.21	7.78	8.49	9.37
每股经营现金流	0.94	1.73	1.72	2.04
每股股利	0.19	0.23	0.28	0.35
估值分析				
PE	22	17	14	11
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.87	10.86	9.02	7.42
股息收益率 (%)	1.42	1.72	2.11	2.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	201	254	314	395
折旧和摊销	141	155	179	206
营运资金变动	-87	116	26	17
经营活动现金流	301	553	551	654
资本开支	-643	-219	-271	-289
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-643	-256	-271	-289
股权募资	147	0	0	0
债务募资	131	-32	30	-50
筹资活动现金流	146	-37	-71	-168
现金净流量	-196	259	208	197

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。	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