

2023年10月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

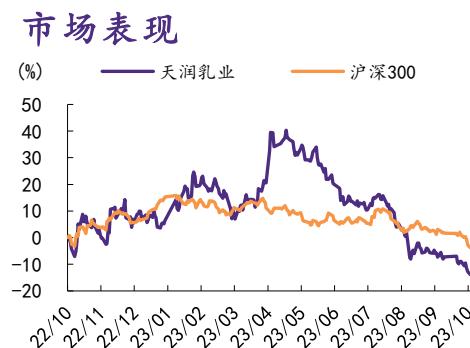
# 业绩符合预期，并表影响有望减弱

## —天润乳业(600419.SH)公司事件点评报告

### 买入(维持)

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

基本数据		2023-10-24
当前股价(元)		12.42
总市值(亿元)		40
总股本(百万股)		320
流通股本(百万股)		320
52周价格范围(元)		12.04-20.26
日均成交额(百万元)		89.52



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《天润乳业(600419)：业绩符合预期，高端化趋势不变》 2023-08-25
- 《天润乳业(600419)：产品结构持续优化，疆外扩张有序推进》 2023-06-28
- 《天润乳业(600419)：一季度业绩超预期，关注疆外开拓进度》 2023-04-21

2023年10月24日，天润乳业发布2023年三季度报告。

### 投资要点

#### ■ 业绩符合预期，新农并表拖累利润

2023Q1-Q3 总营收 20.83 亿元（同增 12%），归母净利润 1.43 亿元（同减 7%），其中 2023Q3 营收 6.94 亿元（同增 12%），归母净利润 0.17 亿元（同减 64%），利润短期承压，系市场淘汰牛价格下降及新农乳业并表拖累所致。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率 19.58% (+2pct)，净利率 6.99% (-2pct)；2023Q3 毛利率 17.62% (+0.01pct)，净利率 2.15% (-6pct)。费用端，2023Q3 销售费用率为 5.68% (-0.4pct)，管理费用率为 3.62% (+0.4pct)，营业税金及附加占比为 0.43% (-0.1pct)。现金流端，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 0.38 亿元（同减 68%），2023Q3 经营活动现金流净额为 -0.62 亿元（2022Q3 为 -0.31 亿元），系增加原材料采购量所致。截至 2023Q3 末，合同负债 0.52 亿元（环比+17%）。

#### ■ 常温品类表现亮眼，疆外市场稳步扩张

分产品看，2023Q3 常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他产品营收为 3.9/2.68/0.29/0.02 亿元，同比+104%/+16%/-3%/-83%，常温乳制品增速亮眼，其中利乐砖产品增长良好，低温产品中桶装酸奶小幅增长。新品方面，公司今年将加快新品的开发的推广，2023H1 合计推出 16 款新品，公司重点推广沙棘奶啤和天润有机纯牛奶，未来将加大推广力度，新品望带来新增量。分渠道看，2023Q3 经销/直销营收分别为 6.17/0.71 亿元，同增 47%/65%。分区域看，2023Q3 疆内/疆外地区营收为 3.63/3.25 亿元，同增 27%/83%，疆外地区稳步扩张。截至 2023Q3 末，经销商总计 878 家，净增加 152 家。专卖店方面，公司未来将利用专卖店高粘性客群大力推动老年奶粉业务，目前已有产品储备，并且陆续在合适地区布局开设。原奶方面，新农乳业并入后公司原奶自给率有望进一步提升，同时填补奶粉业务，助力聚焦中老年奶粉。

#### ■ 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，新农并表影响有望逐步减弱。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.62/0.84/1.03 元（前值分别为 0.80/0.96/1.15 元），当前股价对应 PE 分别为 20/15/12

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	2,688	3,183	3,709
增长率（%）	14.2%	11.5%	18.4%	16.5%
归母净利润（百万元）	197	198	268	330
增长率（%）	31.3%	0.7%	35.2%	23.4%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.62	0.84	1.03
ROE（%）	7.7%	7.4%	9.3%	10.6%

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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,410</b>	<b>2,688</b>	<b>3,183</b>	<b>3,709</b>
现金及现金等价物	704	1,893	2,763	3,330	营业成本	1,979	2,172	2,558	2,964
应收款项	112	118	122	132	营业税金及附加	13	14	16	19
存货	502	509	529	572	销售费用	125	142	172	204
其他流动资产	42	43	48	52	管理费用	81	89	108	130
流动资产合计	1,359	2,563	3,462	4,086	财务费用	-5	0	2	-3
<b>非流动资产:</b>					研发费用	10	8	10	11
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	211	239	291	342
固定资产	1,314	1,460	1,456	1,396	资产减值损失	-13	0	0	0
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	<b>营业利润</b>	<b>232</b>	<b>290</b>	<b>343</b>	<b>408</b>
其他非流动资产	825	825	825	825	加: 营业外收入	3	2	3	4
非流动资产合计	2,574	2,484	2,385	2,286	减: 营业外支出	19	50	20	10
资产总计	3,933	5,047	5,847	6,372	<b>利润总额</b>	<b>215</b>	<b>242</b>	<b>326</b>	<b>402</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	15	40	54	65
短期借款	269	409	489	539	<b>净利润</b>	<b>201</b>	<b>202</b>	<b>273</b>	<b>336</b>
应付账款、票据	400	407	423	449	少数股东损益	4	4	5	6
其他流动负债	329	329	329	329	<b>归母净利润</b>	<b>197</b>	<b>198</b>	<b>268</b>	<b>330</b>
流动负债合计	1,053	1,201	1,302	1,383					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	820	1,320	1,520					
其他非流动负债	342	342	342	342					
非流动负债合计	342	1,162	1,662	1,862					
负债合计	1,395	2,362	2,964	3,245					
<b>所有者权益</b>									
股本	320	320	320	320					
股东权益	2,539	2,685	2,883	3,127					
负债和所有者权益	3,933	5,047	5,847	6,372					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	201	202	273	336					
少数股东权益	4	4	5	6					
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	-8	-7	-26					
经营活动现金净流量	301	288	370	415					
投资活动现金净流量	-643	88	97	97					
筹资活动现金净流量	1531	905	505	158					
现金流量净额	1,189	1,280	973	670					
<b>主要财务指标</b>									
<b>成长性</b>									
营业收入增长率									
14.2%									
归母净利润增长率									
31.3%									
<b>盈利能力</b>									
毛利率									
17.9%									
四项费用/营收									
8.7%									
净利润率									
8.3%									
ROE									
7.7%									
<b>偿债能力</b>									
资产负债率									
35.5%									
<b>营运能力</b>									
总资产周转率									
0.6									
应收账款周转率									
21.5									
存货周转率									
3.9									
<b>每股数据(元/股)</b>									
EPS									
0.61									
P/E									
20.2									
P/S									
1.7									
P/B									
1.7									

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年金融新锐分析师称号。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。

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。

## ■ 免责条款

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。

请阅读最后一页重要免责声明

5