

收购新农影响短期业绩，静待整合优化

2023 年 10 月 25 日

► **事件：**公司于 10 月 24 日发布 2023 年三季报，23Q1-Q3 实现营收 20.83 亿元，同增 12.50%；实现归母净利润 1.43 亿元，同减 7.44%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同增 3.92%。单三季度，公司实现营收 6.94 亿元，同增 12.25%；实现归母净利润 0.17 亿元，同减 63.71%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同减 35.52%。

► **常温产品维持增长，疆外增速同比放缓。**2023 年 1-9 月，公司实现乳品销量 22.09 万吨，同增 7.76%。**分产品看**，公司 23Q3 常温产品实现收入 3.90 亿元，产品占比 56.67%，同增 20.65%；低温产品实现收入 2.68 亿元，产品占比 38.90%，同增 3.90%。**分渠道看**，23Q3 疆内市场实现营收 3.63 亿元，同增 8.23%，公司以乌鲁木齐为核心、以南疆为重点，市场发展重心向乡镇、团场转移，扩大市场供给面，提升市场占有率，巩固疆内市场主体地位；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，23Q3 实现营收 3.25 亿元，同增 15.41%，疆外扩张速度受市场竞争加剧影响同比下滑。

► **招商速度放缓，产能持续扩张。**经销商方面，23Q3 疆内/疆外市场环比增加 7 家/增加 6 家，期末经销商合计 878 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 年四季度投入试运营，公司设立山东销售分公司，搭建单独销售团队，将以山东齐河为中心，覆盖周边半径约 500 公里的京津冀地区等市场；差异化使用公司副品牌“佳丽”，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。

► **市场淘汰牛只价格及合并新农影响，短期业绩受损。**23Q1-Q3 公司实现毛利率 19.58%，同增 1.62pcts；23Q3 实现毛利率 17.62%，同增+0.01pcts。公司费用投放节奏保持稳定，23Q3 销售费用率 5.68%，同减 0.38pcts；管理费用率 3.62%，同增 0.41pcts；研发费用率 0.77%，同增 0.44pcts。公司 23Q1-Q3 归母净利率 6.84%，同减 1.47pcts；23Q3 归母净利率 2.41%，同减 5.04pcts，主要系报告期市场淘汰牛价格下降，以及公司合并新农乳业后增加亏损所致。公司增加原材料采购量，23Q3 经营活动现金净流量为-0.62 亿元，同减 100%。

► **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，收购新农乳业短期亏损影响公司业绩，中长期看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 27.0/30.7/35.5 亿元，归母净利润分别为 1.8/2.0/2.4 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 22/20/17X，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。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,410 | 2,697 | 3,068 | 3,548 |
| 增长率 (%) | 14.2 | 11.9 | 13.7 | 15.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 197 | 178 | 202 | 239 |
| 增长率 (%) | 31.3 | -9.4 | 13.6 | 18.0 |
| 每股收益 (元) | 0.61 | 0.56 | 0.63 | 0.75 |
| PE | 20 | 22 | 20 | 17 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.42 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 年中报点评：养殖压力影响短期业绩，长期扩张趋势延续-2023/08/25

2.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

3.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

4.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

5.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

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 | 2,410 | 2,697 | 3,068 | 3,548 |
| 营业成本 | 1,979 | 2,228 | 2,530 | 2,913 |
| 营业税金及附加 | 13 | 13 | 16 | 19 |
| 销售费用 | 125 | 140 | 163 | 195 |
| 管理费用 | 81 | 84 | 95 | 114 |
| 研发费用 | 10 | 20 | 23 | 27 |
| EBIT | 232 | 250 | 283 | 328 |
| 财务费用 | -5 | 20 | 30 | 36 |
| 资产减值损失 | -13 | -5 | -5 | -6 |
| 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 232 | 229 | 250 | 289 |
| 营业外收支 | -17 | -7 | -8 | -12 |
| 利润总额 | 215 | 222 | 242 | 278 |
| 所得税 | 15 | 36 | 29 | 25 |
| 净利润 | 201 | 187 | 213 | 253 |
| 归属于母公司净利润 | 197 | 178 | 202 | 239 |
| EBITDA | 373 | 405 | 461 | 534 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 704 | 1,205 | 980 | 921 |
| 应收账款及票据 | 98 | 94 | 99 | 115 |
| 预付款项 | 31 | 22 | 22 | 26 |
| 存货 | 502 | 483 | 540 | 624 |
| 其他流动资产 | 24 | 25 | 27 | 30 |
| 流动资产合计 | 1,359 | 1,829 | 1,669 | 1,715 |
| 长期股权投资 | 3 | 5 | 6 | 7 |
| 固定资产 | 1,314 | 1,380 | 1,477 | 1,560 |
| 无形资产 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 非流动资产合计 | 2,574 | 3,196 | 3,643 | 3,927 |
| 资产合计 | 3,933 | 5,025 | 5,312 | 5,642 |
| 短期借款 | 269 | 346 | 376 | 386 |
| 应付账款及票据 | 400 | 446 | 505 | 582 |
| 其他流动负债 | 384 | 324 | 362 | 412 |
| 流动负债合计 | 1,053 | 1,116 | 1,242 | 1,380 |
| 长期借款 | 0 | 820 | 820 | 820 |
| 其他长期负债 | 342 | 423 | 423 | 423 |
| 非流动负债合计 | 342 | 1,243 | 1,243 | 1,243 |
| 负债合计 | 1,395 | 2,359 | 2,485 | 2,624 |
| 股本 | 320 | 320 | 320 | 320 |
| 少数股东权益 | 230 | 238 | 249 | 263 |
| 股东权益合计 | 2,539 | 2,666 | 2,826 | 3,018 |
| 负债和股东权益合计 | 3,933 | 5,025 | 5,312 | 5,642 |

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 | 11.93 | 13.73 | 15.65 |
| EBIT 增长率 | 20.59 | 7.85 | 12.95 | 16.09 |
| 净利润增长率 | 31.33 | -9.43 | 13.64 | 18.04 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 17.89 | 17.41 | 17.52 | 17.88 |
| 净利率 | 8.16 | 6.60 | 6.59 | 6.73 |
| 总资产收益率 ROA | 5.00 | 3.54 | 3.81 | 4.23 |
| 净资产收益率 ROE | 8.51 | 7.33 | 7.85 | 8.67 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.29 | 1.64 | 1.34 | 1.24 |
| 速动比率 | 0.77 | 1.18 | 0.88 | 0.76 |
| 现金比率 | 0.67 | 1.08 | 0.79 | 0.67 |
| 资产负债率 (%) | 35.46 | 46.94 | 46.79 | 46.50 |
| 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 | 0.60 | 0.59 | 0.65 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 0.56 | 0.63 | 0.75 |
| 每股净资产 | 7.21 | 7.58 | 8.05 | 8.60 |
| 每股经营现金流 | 0.94 | 1.58 | 1.52 | 1.71 |
| 每股股利 | 0.19 | 0.17 | 0.19 | 0.22 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 20 | 22 | 20 | 17 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 12.76 | 11.74 | 10.31 | 8.90 |
| 股息收益率 (%) | 1.51 | 1.34 | 1.53 | 1.80 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 201 | 187 | 213 | 253 |
| 折旧和摊销 | 141 | 155 | 179 | 206 |
| 营运资金变动 | -87 | 119 | 26 | 15 |
| 经营活动现金流 | 301 | 507 | 488 | 548 |
| 资本开支 | -643 | -766 | -621 | -489 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -643 | -771 | -621 | -489 |
| 股权募资 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 131 | 788 | 30 | 10 |
| 筹资活动现金流 | 146 | 765 | -91 | -119 |
| 现金净流量 | -196 | 501 | -225 | -60 |

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。 | 公司评级 | 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