

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

并表扰动利润，不改长期价值

2023 年 10 月 25 日

事件：天润乳业公布 2023 年三季报。23Q1-3，公司实现营业收入 20.83 亿元，同比+12.50%；归母净利润 1.43 亿元，同比-7.44%；实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比+3.92%。其中，23Q3 公司实现营业收入 6.94 亿元，同比+12.25%；归母净利润 1670 万元，同比-63.71%；实现扣非归母净利润 2708 万元，同比-35.52%。

点评：

- **消费复苏偏弱态势下，公司收入表现突出。**Q3 乳制品消费复苏依然偏弱，奶价持续下行，同比-9.1%，环比-3.1%。在此背景下，公司收入仍然录得同比双位数增幅。分产品看，常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品分别实现营收 3.90 亿元/2.68 亿元/2851 万元，同比+20.65%/+3.90%/+8.03%。分区域看，Q3 公司疆内/疆外实现营收 3.63 亿元/3.25 亿元，同比+8.23%/+15.41%。
- **毛利率同比稳健，利润受新农并表及淘汰牛价格影响下滑。**成本端看，公司 Q3 毛利率为 17.62%，同比+0.01pct，环比-3.35pct。今年奶价同比下跌，毛利率有上调空间。Q3 毛利率的环比下跌，我们推测系新农并表后生鲜乳外采减少所致。费用端看，23Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.68%、3.62%、0.77%、1.07%，同比分别-0.39pct、+0.41pct、+0.43pct、+1.07pct。费用率整体保持稳定，仅财务费用受收购新农形成的贷款影响略有上升。公司归母净利润的下降，同时还受到营业外支出同比上升及所得税率变化的影响。从经营角度看，利润主要是受到淘汰牛价格下跌和新农并表的影响而下滑。
- **经营积极进取，进度多点开花。**2023 年第三季度，公司多项工作不断推进。新农牧业方面，公司积极推进并购后协作，公司领导前往新农详细调研，新农也在双节期间专门组织人员支援生产，满足市场需求。山东工厂方面，项目建设如火如荼，销售团队已开始采用佳丽品牌产品进行推广和铺市，为工厂投产打好市场基础。20 万吨乳制品加工项目方面，8 月 25 日，天润乳业年产 20 万吨乳制品加工项目的液奶生产车间单体工程完成封顶工作，公司预计，项目整体 2024 年 10 月底建成投产。
- **盈利预测与投资评级：安全边际充分，关注中长期价值。**公司股价 Q3 持续回撤，市盈率估值当前已位于历史底部，安全边际充分。尽管短期公司利润受新农并表和淘汰牛价格下降的影响同比下滑，但一方面这些因素并非长期，另一方面我们应当关注到在当前整体消费需求较弱的情况下，公司营收仍然保持良好增速，表明公司在市场竞争中优势明显。中长期看，伴随新农并表所形成的短期冲击消散，奶价未来

有望重回正轨，叠加公司新增产能的不断投产和疆外市场建设的不断推进，公司利润有望重回增长轨道。基于公司和新农并表的情况，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.58/0.67/0.79 元，分别对应 2023-2025 年 21X/18X/16X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,109	2,410	2,699	3,068	3,527
增长率 YoY %	19.3%	14.2%	12.0%	13.7%	15.0%
归属母公司净利润 (百万元)	150	197	187	213	251
增长率 YoY%	1.5%	31.3%	-4.8%	14.0%	17.5%
毛利率%	16.3%	17.9%	19.2%	18.6%	18.8%
净资产收益率 ROE%	6.7%	8.5%	7.5%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.58	0.67	0.78
市盈率 P/E(倍)	23.74	25.23	21.24	18.63	15.86
市净率 P/B(倍)	1.91	2.17	1.59	1.47	1.34

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,409	1,359	1,996	2,246	2,720
货币资金	901	704	882	969	1,255
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	67	98	185	210	242
预付账款	13	31	65	75	86
存货	401	502	777	890	1,020
其他	27	24	87	102	119
非流动资产	2,063	2,574	3,256	3,277	3,243
长期股权投资	3	3	4	4	5
固定资产(合计)	1,302	1,314	1,886	1,918	1,929
无形资产	38	42	48	55	63
其他	720	1,214	1,318	1,299	1,246
资产总计	3,472	3,933	5,252	5,523	5,964
流动负债	822	1,053	1,330	1,378	1,550
短期借款	138	269	200	100	100
应付票据	0	0	84	96	110
应付账款	450	400	556	637	729
其他	233	384	490	546	611
非流动负债	348	342	1,192	1,192	1,202
长期借款	100	0	820	820	820
其他	248	342	372	372	382
负债合计	1,170	1,395	2,521	2,570	2,751
少数股东权益	83	230	234	240	248
归属母公司股东权益	2,219	2,309	2,497	2,713	2,964
负债和股东权益	3,472	3,933	5,252	5,523	5,964

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,109	2,410	2,699	3,068	3,527
同比(%)	19.3%	14.2%	12.0%	13.7%	15.0%
归属母公司净利润	150	197	187	213	251
同比	1.5%	31.3%	-4.8%	14.0%	17.5%
毛利率(%)	16.3%	17.9%	19.2%	18.6%	18.8%
ROE%	6.7%	8.5%	7.5%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.58	0.67	0.78
P/E	23.74	25.23	21.24	18.63	15.86
P/B	1.91	2.17	1.59	1.47	1.34
EV/EBITDA	11.61	12.87	10.56	9.83	8.05

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,109	2,410	2,699	3,068	3,527
营业成本	1,764	1,979	2,180	2,499	2,863
营业税金及附加	10	13	14	15	17
销售费用	97	125	148	163	187
管理费用	65	81	81	92	106
研发费用	6	10	19	15	18
财务费用	-5	-5	23	42	42
减值损失合计	-12	-13	-1	-2	-1
投资净收益	0	1	1	0	0
其他	26	37	38	46	35
营业利润	186	232	272	287	330
营业外收支	-6	-17	-47	-37	-36
利润总额	180	215	225	250	294
所得税	19	15	34	30	35
净利润	161	201	191	220	258
少数股东损益	11	4	4	7	8
归属母公司净利润	150	197	187	213	251
EBITDA	311	373	413	424	484
EPS(当年)(元)	0.56	0.62	0.58	0.67	0.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	359	301	305	434	475
净利润	161	201	191	220	258
折旧摊销	118	141	156	140	147
财务费用	7	14	25	49	49
投资损失	0	-1	-1	0	0
营运资金变动	54	-87	-113	-14	-17
其它	18	33	48	39	37
投资活动现金流	-474	-643	-884	-198	-150
资本支出	-387	-643	-884	-196	-147
长期投资	-87	0	-1	-1	-1
其他	0	0	1	-1	-2
筹资活动现金流	646	146	756	-149	-39
吸收投资	556	147	0	0	0
借款	238	269	751	-100	0
支付利息或股息	-49	-57	-25	-49	-49
现金流净增加额	531	-196	178	87	286



研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15 年的快消品行业经验，10 年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。