

2023年12月22日

疆内龙头乳企，全国化扩张进行时

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,410	2,721	3,054	3,442
同比	14%	13%	12%	13%
归属母公司净利润(百万元)	197	176	211	254
同比	31%	-10%	20%	20%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.61	0.55	0.66	0.79
P/E(现价&最新股本摊薄)	19.04	21.22	17.71	14.74

关键词：#产能扩张 #消费升级 #市盈率低于过去十年历史平均

投资要点

- **疆内乳企龙头，疆外市场快速扩张。**公司为兵团第十二师实控公司，2013年兵团确立天润为旗下乳业唯一整合平台，同年公司完成借壳上市。目前公司已形成两大产品矩阵：以UHT奶、奶啤为主的常温产品和以爱克林酸奶、桶酸为主的低温产品。2020年底公司开启二次出疆，疆外收入占比从2017年36%提升到2023H1的44%。
- **核心竞争力：产品、渠道差异化发展，背靠兵团，上游资源丰富。**
- **1)产品端：**低温产品方面，公司坚持产品创新，15年创造性推出爱克林系列酸奶后持续进行产品迭代，近年重点发展桶酸；常温产品方面，公司以新疆奶为主要卖点发展高端白奶，潜力大单品奶啤在不添加啤酒下兼顾牛奶与啤酒口感，产品力强于竞品；产品差异化下公司产品价格带较高，奠定了让利渠道的基础，渠道利润丰厚推动产品全国化扩张。
- **2)渠道端：**2015-2017年公司以爱克林酸奶为主要产品、夫妻店水果店为主要渠道第一次出疆探索。2020年底公司开启二次出疆，首次划分重点市场、培育市场、潜力市场三级体系管理，集中资源发展重点市场和专卖店渠道，渠道建设因地制宜，避免和龙头直接竞争。渠道差异化发展下，公司销售费用率始终低于可比公司，且疆外市场快速发展，2017-2022年公司疆内外收入复合增速分别为11.7%/18.4%。
- **3)奶源端：**公司背靠兵团，牧场资源丰富，2022年原奶自给率达到64%，高于其他乳企。2023年5月公司并购新农乳业，深化兵团乳业资源整合，奶源自给率提升到80%，公司上游竞争力持续提升。
- **成长性：疆内稳步发展，疆外加速全国化扩张。**1)产能：23年11月公司山东工厂一期项目投产，未来随着山东工厂逐步达产、年产20万吨乳制品可转债项目落地，公司疆内外产能有望支撑中长期发展。2)疆内市场：22年公司以23%的市占率领军疆内乳企，未来北疆基本盘维稳、积极拓展南疆市场下，我们预计疆内业务有望稳步发展。3)疆外市场：公司首个疆外生产基地山东工厂规划清晰，未来随着三级市场战略深化、新农乳业疆外协同效应显现、高毛利产品占比提升，公司疆外市场有望实现高质量增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为疆内龙头乳企，背靠兵团上游资源丰富，产品、渠道差异化发展下全国化进程有望加速，预计23-25年营收分别为27.21/30.54/34.4亿元，同比+12.9%/+12.2%/+12.7%，归母净利润分别为1.76/2.11/2.54亿元，同比+10.3%/+19.8%/+20.2%，对应23-25年PE分别为21/18/15x。当前公司23-25年PE略高于可比公司平均值，但考虑到PE TTM分位数位于十年以来的1.9%，处于历史估值低位，未来随着全国化推进，公司估值有望提升，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能渠道建设不及预期，原材料价格大幅波动，行业竞争加剧，牧业养殖恢复不及预期，并购整合不及预期

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.63
一年最低/最高价	11.40/20.64
市净率(倍)	1.56
流通A股市值(百万元)	3,723.81
总市值(百万元)	3,723.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.47
资产负债率(% ,LF)	51.54
总股本(百万股)	320.19
流通A股(百万股)	320.19

相关研究

《天润乳业(600419): 天润乳业：爱克林带动业绩高增长，未来低温产品省外扩张渠道和管理是关键》

2016-07-19

《天润乳业(600419): 天润乳业：疆内第一乳，关注单品爆发增长》

2016-03-15

内容目录

1. 行业：上游原奶供过于求，下游液奶需求新变局	5
1.1. 上游：2022 年起原奶供过于求致奶价下行，板块享受成本红利.....	5
1.2. 下游：乳制品行业进入成熟期，细分品类发展潜力各异.....	6
1.2.1. 常温白奶：疫后需求量提升，高端差异化为未来趋势.....	7
1.2.2. 酸奶：疫后行业需求疲软，创新势在必行.....	8
2. 公司概览：背靠兵团整合创新，2020-2022 年业绩加速.....	9
2.1. 依托兵团崛起，领跑疆内进军全国.....	9
2.2. 兵团控股，持续完善激励机制.....	11
3. 核心竞争力：产品、渠道差异化发展，上游资源丰富	12
3.1. 领先低温、做强常温、突破乳饮，差异化产品助力全国化突围.....	12
3.2. 发展重点市场和专项渠道，二次出疆思路明确.....	16
3.3. 背靠兵团资源丰富，优质奶源自给率高.....	19
4. 成长性：内延外拓，疆内龙头有望加速疆外扩张	20
4.1. 疆内外产能扩张路线清晰，新农并表阵痛期过后有望享受协同效应.....	20
4.2. 疆内乳品消费潜力仍待挖掘，龙头天润有望稳步发展.....	22
4.3. 产能、产品、渠道齐头并进，疆外发展有望进入新阶段.....	24
5. 盈利预测及投资建议	25
5.1. 收入及毛利率预测.....	25
5.2. 盈利预测及投资评级.....	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 2015-2022 年中国奶牛存栏量 (万头)	5
图 2: 2016-2022 年中国牛奶产量及同比	5
图 3: 2019 年到 2023Q1-3 主产区生鲜乳价格走势	5
图 4: 2018 年到 2023Q1-3 豆粕和玉米价格走势 (元/吨)	5
图 5: 2022Q1-2023Q3 主要乳企单季度毛销差同比 (pct)	6
图 6: 2009-2028E 中国乳制品市场规模及同比	6
图 7: 2009-2028E 中国乳制品市场零售量价同比增速	6
图 8: 2009-2028E 中国乳制品市场结构	7
图 9: 2014-2023E 中国乳制品市场格局 (零售额计)	7
图 10: 2009-2028E 中国常温白奶市场规模及同比	7
图 11: 2010-2028E 中国常温白奶零售量价同比增速	7
图 12: 2014-2023E 中国常温白奶市场格局 (零售额计)	8
图 13: 常温白奶产品多元高端化升级	8
图 14: 2009-2028E 中国酸奶市场规模及同比	8
图 15: 2009-2028E 中国酸奶零售量价同比增速	8
图 16: 2014-2023E 中国酸奶市场竞争格局 (以零售额计)	9
图 17: 天润乳业发展历程	10
图 18: 2014-2023Q1-3 公司营收 (亿元) 及增速	10
图 19: 2014-2023Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及增速	10
图 20: 2015-2022 年公司不同阶段收入和归母净利润复合增速	11
图 21: 天润乳业股权架构 (截至 2023Q3)	11
图 22: 2018-2022 年公司人均薪酬及同比增速	12
图 23: 2018-2022 年公司人均创收及同比增速	12
图 24: 2017-2023H1 公司分产品收入占比	13
图 25: 2017-2022 年公司细分品类收入同比增速	13
图 26: 2017-2022 年公司整体和分产品毛利率	13
图 27: 2019-2022 年公司细分品类毛利率	13
图 28: 公司爱克林酸奶产品创新历程	14
图 29: 2014-2023Q1-3 可比公司毛利率对比	16
图 30: 天润浓缩纯奶、特仑苏、金典渠道加价率对比	16
图 31: 天润酸奶、奶啤疆内外终端零售价格对比 (元)	16
图 32: 2021-2022 年疆外各产品收入同比增速	17
图 33: 2015-2022 年公司疆内外毛利率	17
图 34: 2021-2022 年公司疆外市场层级划分	18
图 35: 2019-2022 年公司疆外经销商数量及人均创收	18
图 36: 天润乳业生活馆门店形象	18
图 37: 2020-2023Q3 末公司专卖店数量	18
图 38: 2014-2023Q1-3 主要乳企销售费用率对比	19
图 39: 2020-2023Q1-3 公司费用率及归母净利率	19
图 40: 2017-2022 年公司奶牛存栏和年产奶量	20
图 41: 2022 年主要区域乳企原奶自给率对比	20
图 42: 2020-2023H1 公司产能利用率	21

图 43: 2020-2022 年新农乳业营收、归母净利润（亿元）及归母净利率	22
图 44: 2020-2022 年新农乳业乳制品销量（万吨）	22
图 45: 2022 年全国及各省市人均奶类消费量（千克）	22
图 46: 2012-2022 年新疆和全国城镇化率	23
图 47: 2015-2022 年新疆城乡居民人均奶类消费量	23
图 48: 2022 年疆内上市乳企营收对比（亿元）	23
图 49: 2020-2023H1 疆内外运输费用占乳制品收入比重	24

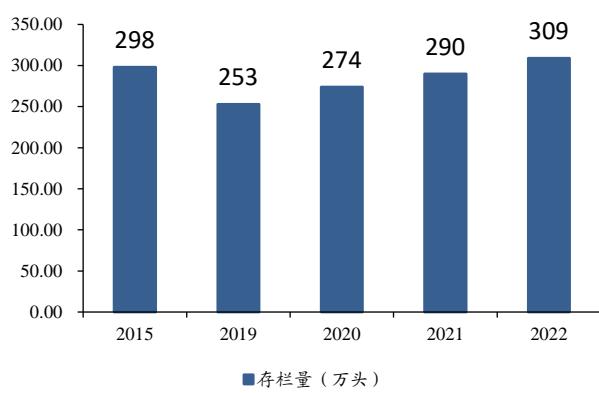
表 1: 2022 年公司主要产品收入体量及占比	12
表 2: 天润、伊利、蒙牛主要 UHT 白奶产品价格对比	14
表 3: 主要奶啤品牌产品参数对比	15
表 4: 2015-2022 年公司渠道发展历程	17
表 5: 2019-2022 年各乳制品企业 ROE 拆分	19
表 6: 公司产能布局及未来规划（截止到 2023 年 11 月）	21
表 7: 公司年产 20 万吨可转债项目各品类规划产能及历史单价	25
表 8: 2021-2025E 公司收入（百万元）及毛利率预测	26
表 9: 2021-2025E 公司费用率及归母净利润（百万元）预测	27
表 10: 可比公司估值对比（截止到 2023 年 12 月 21 日）	28

1. 行业：上游原奶供过于求，下游液奶需求新变局

1.1. 上游：2022 年起原奶供过于求致奶价下行，板块享受成本红利

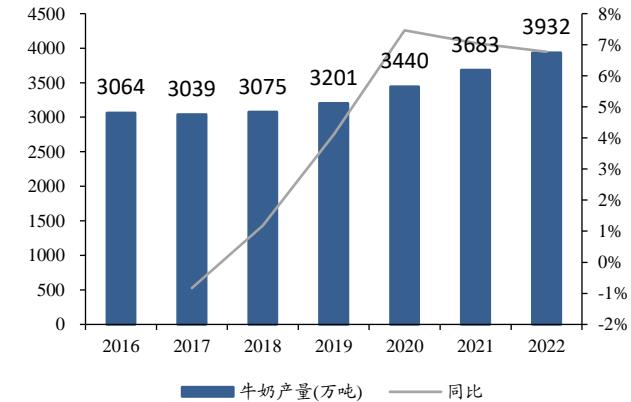
上游牧场扩产，2019 年至今原奶供给加速增长。2015 年后受上游养殖利润低迷、环保政策收紧等因素影响，上游牧场出清，我国奶牛存栏量持续下降至 2019 年低点。而随着原奶价格逐步恢复，上游牧场开始扩产，2020 年起中国奶牛存栏量持续回升，推动上游原奶供给扩张，2019-2022 年中国牛奶产量复合增速 7.1%。

图1：2015-2022 年中国奶牛存栏量（万头）



数据来源：中国奶业统计资料，东吴证券研究所

图2：2016-2022 年中国牛奶产量及同比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2022 年起上游原奶供过于求，推动原奶价格下行，板块享受成本红利。我国原奶价格主要受原奶供需缺口、饲料成本等因素影响。上游牧业饲料原材料主要是豆粕、玉米，2020-2021 年受新冠疫情冲击全球供应链等因素影响，豆粕、玉米价格持续走高，推动原奶价格上涨。但 2022 年豆粕、玉米现货均价分别同比增长 27%/0.4%，同期生鲜乳价格同比下降 3.1%，我们认为饲料成本走势和原奶价格走势背离反映出 2022 年起行业原奶供过于求成为奶价下行主因。23Q1-3 豆粕、玉米现货价分别同比+0.2%/+1.5%，而原奶价格同比下降 6.8%，行业原奶延续供过于求态势，行业竞争略有加剧的同时，板块享受成本红利，23Q1-3 主要乳企毛销差普遍同比改善。

图3：2019 年到 2023Q1-3 主产区生鲜乳价格走势

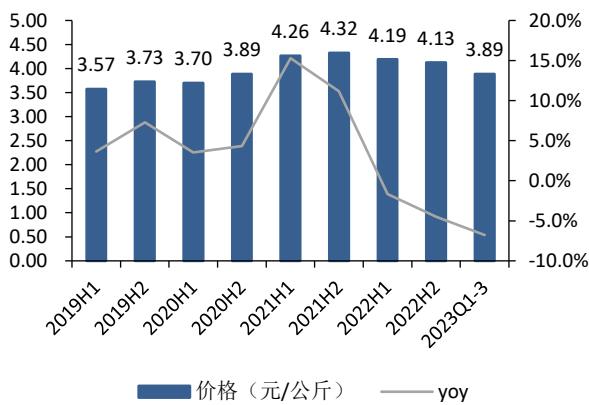


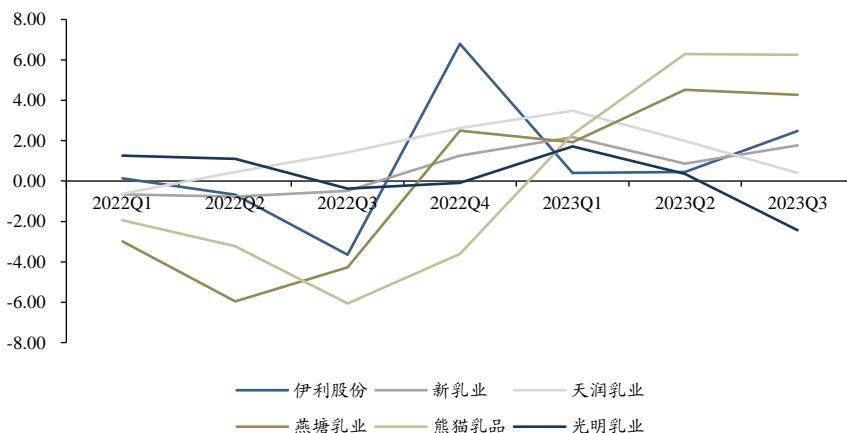
图4：2018 年到 2023Q1-3 豆粕和玉米价格走势(元/吨)



数据来源: Wind, 农业农村部, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 中国汇易, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-2023Q3 主要乳企单季度毛销差同比 (pct)

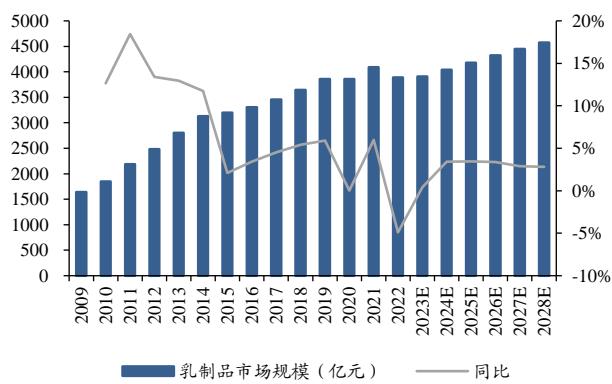


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 下游: 乳制品行业进入成熟期, 细分品类发展潜力各异

乳制品市场迈入成熟期, 价增是行业主要发展动力。我国乳制品市场自 2014 年后增速放缓, 2022 年中国乳制品市场规模 3890 亿元, 受疫情影响同比下降 4.9%, 2016-2022 年 CAGR 为 2.7%, 低于 2009-2015 年 CAGR=11.8%。拆分量价, 2015 年以来我国乳制品零售量增速长期低位徘徊, 价增是行业增长主要动力。

图6: 2009-2028E 中国乳制品市场规模及同比



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

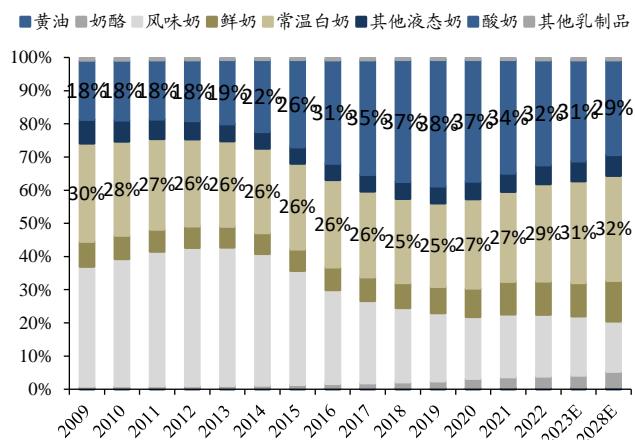
图7: 2009-2028E 中国乳制品市场零售量价同比增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

我国乳制品市场以白奶和酸奶为主要品类, 双寡头格局稳定。我国乳制品市场以液态奶、酸奶为主, 而液态奶又以常温白奶为主, 欧睿数据显示, 2022 年我国乳制品市场中常温白奶/酸奶/风味奶/鲜奶市场规模分别占比 29%/32%/19%/10%。我国乳制品行业集中度高, 伊利、蒙牛双寡头格局稳定, CR2 从 2014 年的 41% 提升到 2022 年的 55.6%。

图8：2009-2028E 中国乳制品市场结构

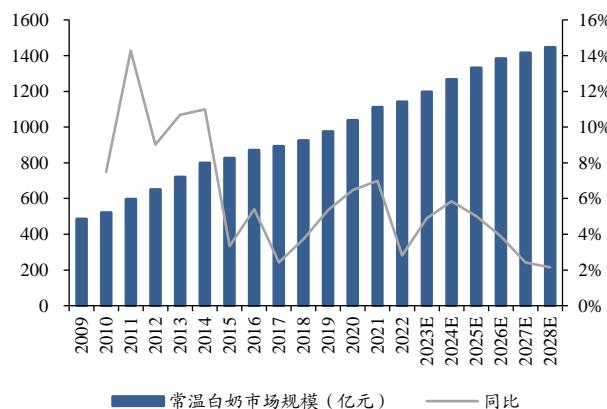


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

1.2.1. 常温白奶：疫后需求量提升，高端差异化为未来趋势

疫情下常温白奶放量，拉升市场规模增速。常温白奶进入我国市场较早，迄今仍占据我国乳制品主要地位，2022年市场规模1142亿元，2016-2022年CAGR=4.6%。2016-2019年常温白奶市场规模增长动力主要源自价增，2020年以来健康需求提升下，符合我国居民饮用习惯的常温白奶产品需求提升，量价齐升推动市场规模扩张。

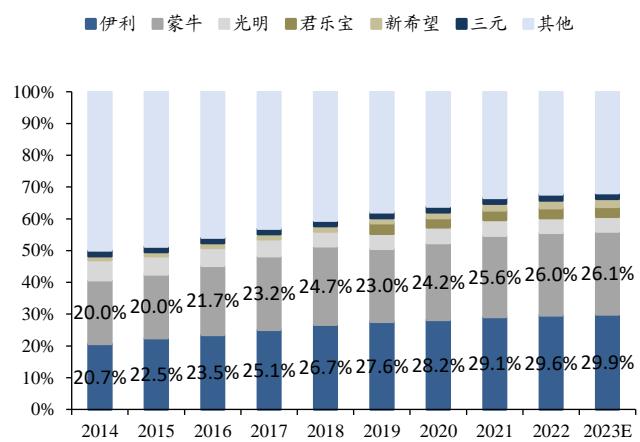
图10：2009-2028E 中国常温白奶市场规模及同比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

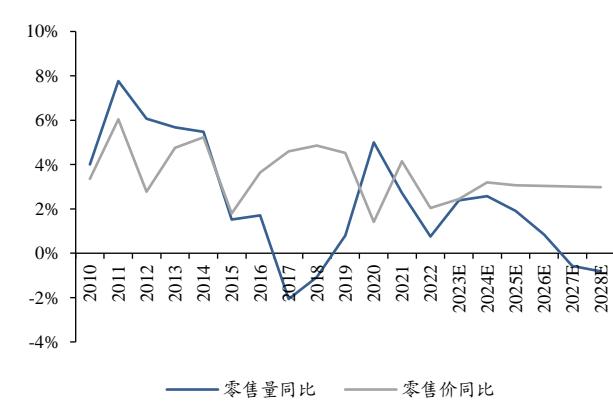
常温白奶市场高度集中，高端差异化是小乳企主要突围策略。UHT奶无须冷藏的优点打破了乳制品运输及销售半径限制，是以伊利、蒙牛两大乳业巨头凭借原奶资源丰富、品牌力强、渠道广布占据绝对竞争优势，2022年常温白奶CR2=87%，市场格局高度集中，差异化发展成为许多小乳企的主要竞争策略，众多乳企现从奶源、功能角度推出高端产品概念，如新疆牛奶、A2牛奶、娟姗牛奶、水牛奶等。

图9：2014-2023E 中国乳制品市场格局（零售额计）



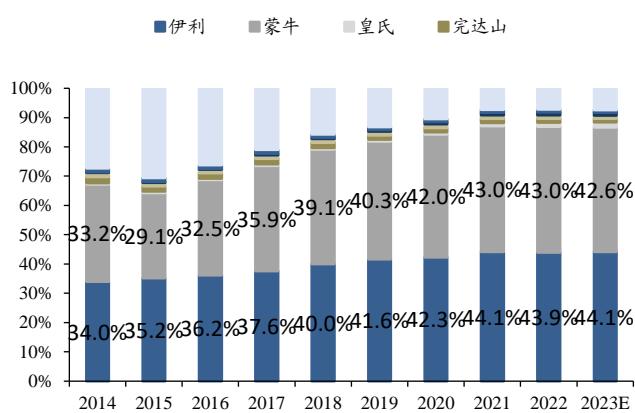
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图11：2010-2028E 中国常温白奶零售量价同比增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图12: 2014-2023E 中国常温白奶市场格局（零售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图13: 常温白奶产品多元高端化升级



数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

1.2.2. 酸奶：疫后行业需求疲软，创新势在必行

疫情后酸奶市场承压。2016-2019年我国酸奶市场规模CAGR=12.5%，疫情期间因其偏休闲属性的产品形象，需求不具刚性，整体规模收缩，2022年我国酸奶市场规模1233亿元，2019-2022年CAGR=-5.7%。

图14: 2009-2028E 中国酸奶市场规模及同比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

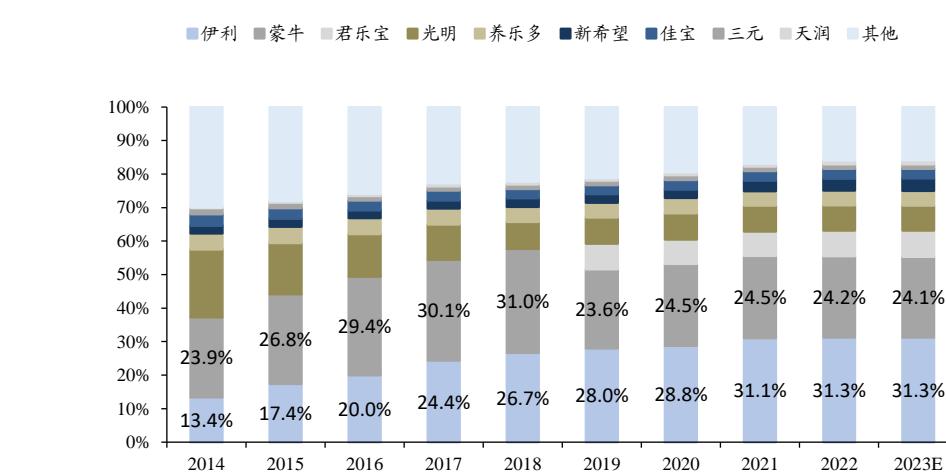
图15: 2009-2028E 中国酸奶零售量价同比增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

双寡头竞争格局稳定，酸奶创新空间大。我国酸奶市场同样呈现双寡头格局，伊利、蒙牛掌握酸奶赛道半数以上份额，集中度略低于常温白奶，2022年我国酸奶市场CR2为55.5%。2009年光明推出我国首款常温酸奶莫斯利安，解决了冷链建设欠成熟这一掣肘酸奶发展的难题，常温即成为带动我国酸奶市场扩张的重点。目前常温、低温市场皆已趋于成熟，乳企着眼从多元化口味产品、新消费场景等角度营销和开发新品，未来酸奶仍可从创新中寻求新的增长点。

图16: 2014-2023E 中国酸奶市场竞争格局 (以零售额计)



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2. 公司概览：背靠兵团整合创新，2020-2022 年业绩加速

2.1. 依托兵团崛起，领跑疆内进军全国

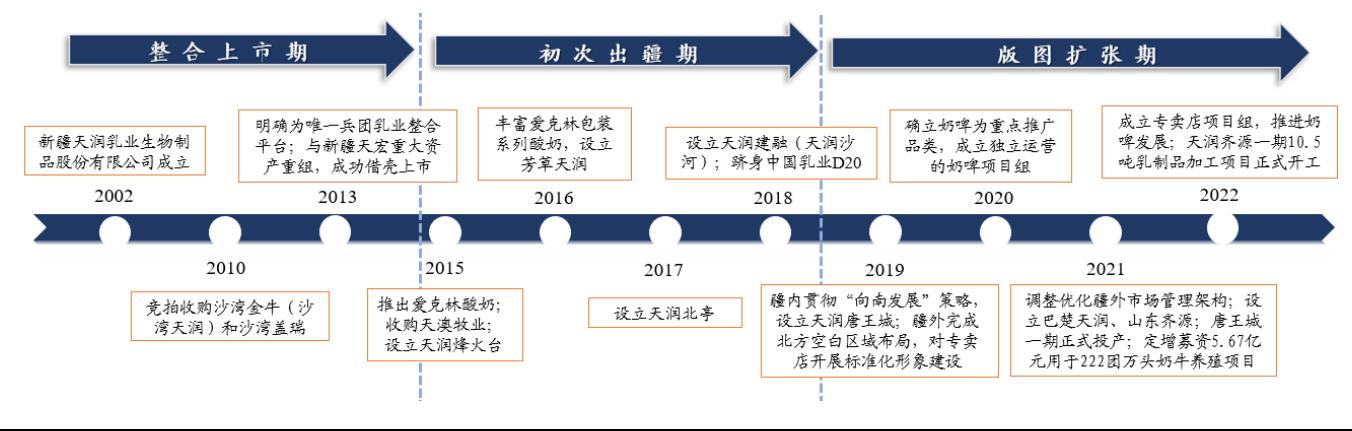
兵团实控，全产业链的疆内领先乳企。新疆天润乳业股份有限公司成立于 2002 年，为兵团第十二师实控上市公司，旗下拥有天润、盖瑞、佳丽等品牌。多年来公司专注发展乳制品产业，逐渐形成集饲草料种植、奶牛养殖、乳制品加工及销售多位一体的全产业链体系，凭借匠心打造的产品、稳步执行的战略布局、兵团资源的支持，天润已成为新疆地区领先乳企，并持续推动疆外布局。公司发展可以分为以下三个阶段。

整合上市期（2002-2014 年）：2002 年天润乳业于新疆乌鲁木齐成立，其前身系乌鲁木齐农垦乳业集团公司。2013 年 3 月兵团确立天润为旗下乳业唯一整合平台，给予天润奶源及其他相关资产支持，同年公司与天宏纸业完成重大资产重组成功借壳上市。

初次出疆期（2015-2018 年）：2015 年公司推出爱克林浓缩酸奶并收获广泛好评，公司借此进行第一次出疆探索，2015-2017 年公司疆外业务快速发展，初步搭建起疆外渠道体系。

版图扩张期（2019 至今）：随着疆内市场成熟，公司开始推动“向南发展”和“全国布局”战略。2020 年底公司改革疆外市场管理框架，开启二次出疆探索，实行三级市场管理，积极建设专卖店，推动山东工厂建设。2021 年公司于南疆投资建设的唐王城 3 万吨乳制品加工项目正式投产，2023 年 5 月公司收购新农乳业，南疆布局进一步完善。目前疆内疆外双循环市场体系正在稳步推进当中。

图17：天润乳业发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

2020-2022 年公司营收和归母净利润加速增长，23 年新农乳业并表带来短期阵痛。

2015-2017 年公司第一次出疆探索，营收和归母净利润均高速增长。2020 年以来公司开启渠道改革，全国化进程加速，营收和归母净利润复合增速回升。2023H1 公司营业收入/归母净利润分别同比增长 13%/17%，在行业消费力疲软背景下依然实现较快发展；2023Q3 受新农乳业并表影响，公司营业收入/归母净利润分别同比+12.25%/-63.7%。

图18：2014-2023Q1-3 公司营收（亿元）及增速



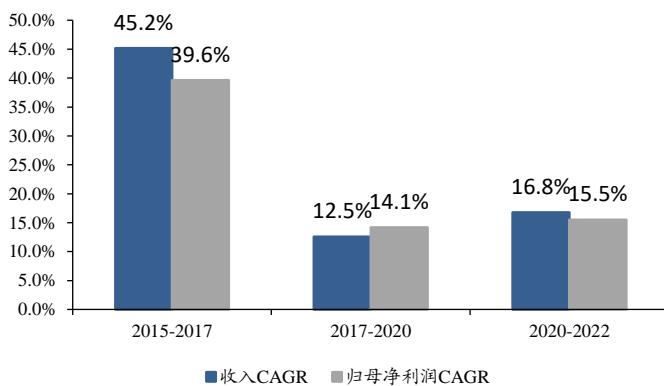
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图19：2014-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图20：2015-2022年公司不同阶段收入和归母净利润复合增速

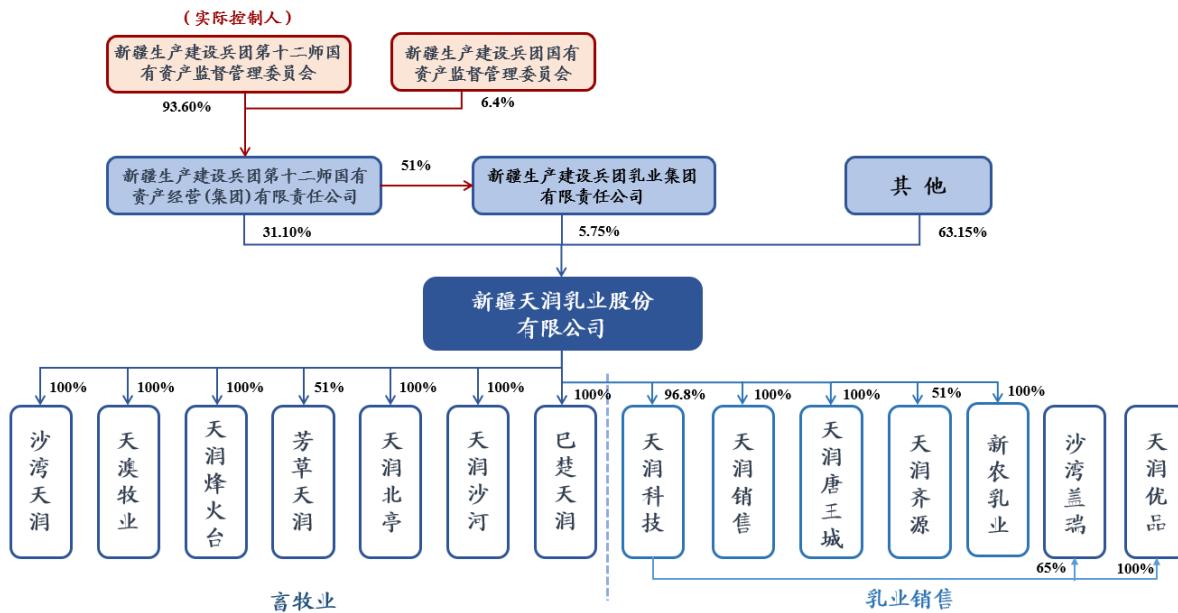


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 兵团控股，持续完善激励机制

兵团实控注入资源，产业链布局完善。天润乳业实控人为新疆生产建设兵团第十二师国有资产监督管理委员会，十二师国资委通过十二师国资经营公司和新疆兵团乳业集团分别间接持有公司股权31.10%和5.75%，股权较为集中。2013年兵团办公厅下发《兵团乳品产业重组整合方案》确立天润为唯一乳品产业整合平台，为公司日后迅速扩大产能、丰富产品内容、强化品牌竞争力奠定基础。公司子公司主营业务覆盖奶牛养殖、乳制品生产加工、市场销售，产业链布局完善。

图21：天润乳业股权架构（截至2023Q3）

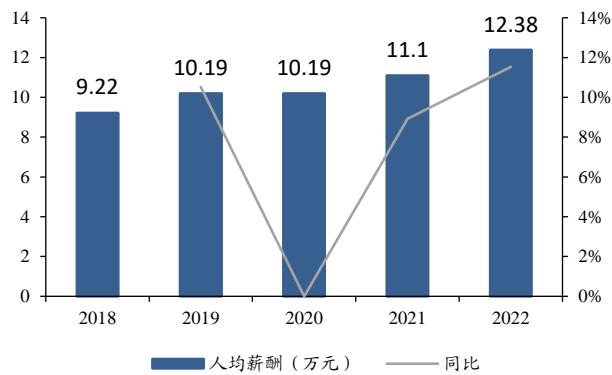


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层稳定，持续完善激励机制。公司拥有行业经验丰富的管理团队，公司董事长刘让先生为享受国务院津贴的畜牧行业专家，深耕行业多年。2020年底公司开启新一轮渠道改革，强化内部人员激励，2021-2022年公司人均薪酬稳步提升，人均创收同比加

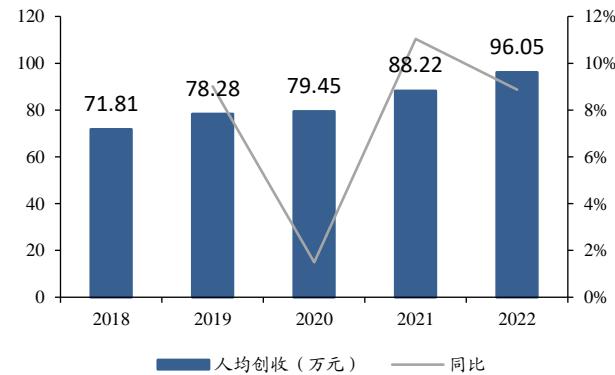
速，员工积极性较强。2022 年 6 月公司公告完成回购 480 万股，占公告日总股本的 1.5%，拟后续用于员工持股计划或股权激励，提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，激励机制有望持续完善。

图22：2018-2022年公司人均薪酬及同比增速



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图23：2018-2022年公司人均创收及同比增速



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3. 核心竞争力：产品、渠道差异化发展，上游资源丰富

3.1. 领先低温、做强常温、突破乳饮，差异化产品助力全国化突围

常低温产品均有布局，常温产品快速发展。公司主要产品分为低温和常温两大系列，其中常温产品以 UHT 奶为主、奶啤等乳饮料为辅，低温产品以爱克林酸奶为主、桶酸为辅。2015 年公司推出爱克林浓缩酸奶后低温产品一跃成为收入中坚，2017 年公司低温产品收入占比达到 68%，随着疆外市场持续开拓，公司常温产品快速发展，2017-2022 年公司常低温产品收入复合增速分别为 27.8%/3.5%，其中 UHT 奶/乳饮料/低温酸奶收入复合增速分别为 29.6%/19%/2.2%，常温成长性较强。

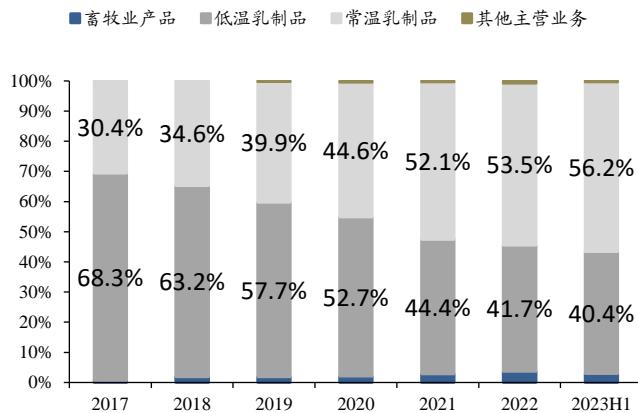
表1：2022年公司主要产品收入体量及占比

	2022年收入体量及占比		产品
	产品类别	收入体量	
低温系列 (10.04亿元, 42%)	低温酸奶	9.23 亿元, 38.3%	爱克林
	其他低温产品	0.81 亿元, 3.4%	桶酸
常温系列 (12.89亿元, 54%)	UHT 奶	11.1 亿元, 46.1%	鲜奶
	乳饮料系列	1.77 亿元, 7.3%	小白袋 利乐砖 利乐枕
			奶啤



数据来源：公司公告，京东，东吴证券研究所

图24：2017-2023H1 公司分产品收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

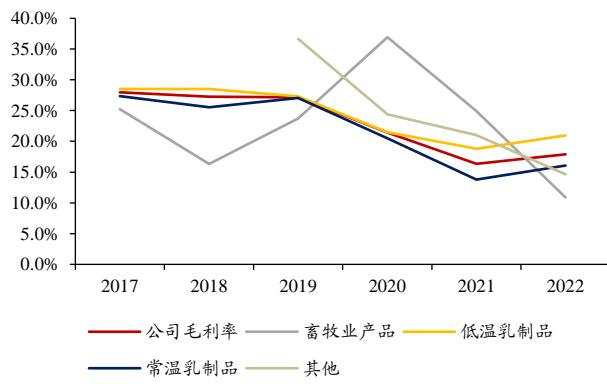
图25：2017-2022 年公司细分品类收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

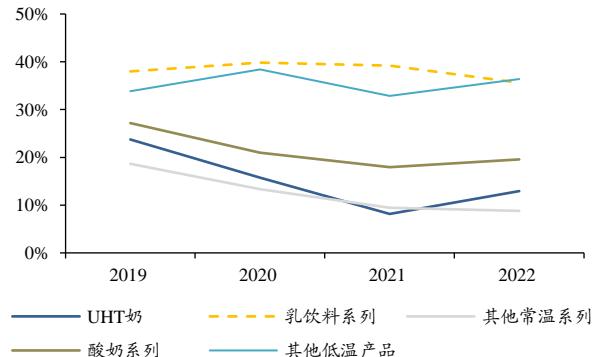
低温产品毛利率较高，奶价下行周期中 UHT 奶毛利率改善显著。2017-2022 年公司常温产品毛利率始终低于低温，其中 2019-2022 年公司主要细分品类毛利率排序为乳饮料（奶啤）> 酸奶系列 > UHT 奶，UHT 奶拖累常温产品盈利能力。我们认为 UHT 奶毛利率较低主因公司 UHT 奶目前以低毛利率的小白袋和利乐枕为主。2022 年随着常温砖奶在 UHT 奶中占比提升、奶价下行，UHT 奶毛利率同比+4.77pct，毛利率显著改善。

图26：2017-2022 年公司整体和分产品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：2019-2022 年公司细分品类毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

爱克林酸奶起家，持续进行产品迭代和创新。2015 年公司创造性地推出爱克林浓缩系列酸奶，此后公司持续推出巧克力碎了、冰淇淋化了等爱克林系列新产品，产品创新助力爱克林酸奶走向全国。相比较传统的盒瓶类、利乐枕类乳制品包装，碳酸钙为主要成分的爱克林包装重量更轻，可以节省物流成本，充气手柄、水壶形状和宽大的包装展示面可以为消费者提供便利体验时呈现较好的创意设计，易于打造产品差异化。我们预

计爱克林酸奶目前仍是公司酸奶业务最重要的产品。除爱克林酸奶外，公司近几年抓住线上营销机会，重点推广高性价比的桶酸产品，为酸奶业务注入新的增长活力，我们预计 2022 年-2023H1 公司桶酸产品收入增速高于公司酸奶业务整体。

图28：公司爱克林酸奶产品创新历程



数据来源：公司公告，公司官方公众号，公司官方小红书，东吴证券研究所；注：资料截止到 2023 年 11 月

以新疆奶为主要卖点，以利乐砖为矛，打造特色高端白奶。新疆拥有 8.6 亿亩优质草场，有大量优良奶牛和全国最大的进口良种牛核心群，奶源品质在全国名列前茅，公司作为新疆本土奶企，以高品质新疆奶源为卖点打造特色高端白奶，横向对比来看，公司 UHT 奶产品价格带和伊利、蒙牛的高端白奶类似，蛋白质和脂肪含量不逊于行业龙头产品。通过打造“新疆奶”的差异化概念，公司持续突围高集中度的 UHT 奶市场，尤其在疆外市场上，公司凭借高毛利的利乐砖产品实现快速发展，我们预计利乐砖产品在公司 UHT 奶收入占比已达三分之一，且成长性快于小白袋和利乐枕产品。

表2：天润、伊利、蒙牛主要 UHT 白奶产品价格对比

		单价(元/100g)	价格	规格	蛋白质含量	脂肪含量
天润	天润浓缩利乐砖	2.8	70	125g*20	3.6g/100g	4.4g/100g
	天润浓缩 M 砖	2.8	60	180g*12	3.6g/100g	4.4g/100g
	天润浓缩 M 枕	2.4	57	200g*12	3.3g/100g	3.5g/100g
	天润新疆纯牛奶	2.2	80	180g*20	3.5g/100g	4.2g/100g
	天润夏牧场梦幻盖	3.9	98	250ml*10	4.0g/100g	4.7g/100g
	佳丽疆小白	2.5	55	180g*12	3.3g/100g	3.5g/100g
	盖瑞利乐砖	2.4	85	200g*18	2.9g/100g	3.1g/100g
	盖瑞利乐枕	2.0	80	200g*20	2.9g/100g	3.1g/100g
伊利	基础白利乐包	1.0	29.9	240ml*12	3.0/100g	3.8g/100g
	基础白盒纯	1.8	72	250ml*16	3.2g/100g	3.8g/100g

	金典盒纯	2.2	87.2	250ml*16	3.6g/100g	4.4g/100g
	金典有机盒纯	2.5	76	250ml*12	3.6g/100g	4.4g/100g
	金典梦幻盖	3.1	78	250mL*10	3.8g/100g	4.6g/100g
	金典有机梦幻盖	3.0	75	250mL*10	3.8g/100g	4.6g/100g
	金典娟姗有机梦幻盖	4.0	99	250ml*10	4.0g/100g	5.5g/100g
蒙牛	基础白利乐包	1.1	31.9	240ml*12	3.2g/100g	4.0g/100g
	基础白盒纯	1.3	59.9	250ml*18	3.2g/100g	4.0g/100g
	特仑苏盒纯	2.2	65.9	250ml*12	3.6g/100g	4.4g/100g
	特仑苏梦幻盖	2.8	69.9	250mL*10	3.8g/100g	4.6g/100g
	特仑苏有机梦幻盖	3.1	78	250mL*10	3.8g/100g	4.6g/100g
	特仑苏沙漠有机梦幻盖	4.7	118	250mL*10	4.0g/100g	4.6g/100g

数据来源：天猫，京东，东吴证券研究所；注：数据截止到2023年11月19日

高产品力+独立运作，打造高毛利的奶啤大单品。天润奶啤由公司自主研发并获得国家专利，相比较其他品牌的奶啤产品，天润自主生产的奶啤使用鲜牛乳和独特采集的菌种自然发酵，在不添加啤酒的情况下获得兼顾牛奶与啤酒的口感，属于差异化、更健康的乳酸菌饮料，高产品力下公司定位较高，对比竞品，天润奶啤单价更高。而在公司产品结构中，奶啤毛利率高于UHT奶、酸奶等其他品类，因此2020年公司确立奶啤为重点推广品类，成立独立运营的奶啤项目组，针对重点卖场持续开展推广活动；2022年公司分领域细化渠道建设标准，疆内增加商超和连锁便利店产品陈列，疆外在重点市场多渠道投放试饮罐，因地制宜加速奶啤全国化。

表3：主要奶啤品牌产品参数对比

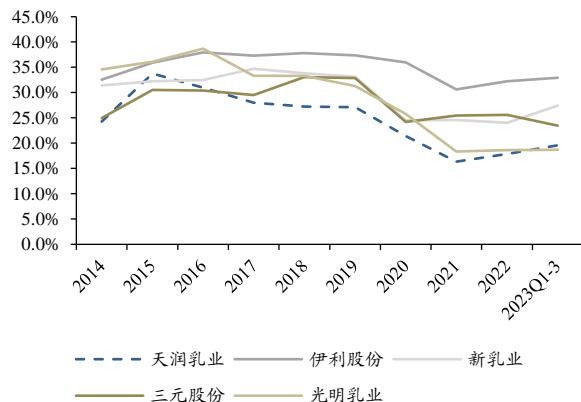
	天润奶啤	西域春奶啤	金河奶啤	海伦司奶啤
单价(元/100ml)	2.22	1.39	1.36	1.74
价格(元)	80	50	48.8	62.8
规格	300ml*12	300ml*12	300ml*12	300ml*12
产品类别	非活菌型乳酸菌饮料	风味饮料	乳味饮料	乳味饮料
品牌所在地	新疆	新疆	宁夏	武汉
产地	新疆乌鲁木齐	广东江门	山东青岛	山东青岛
是否添加啤酒	否	是	是	是（啤酒花）
酒精度数(ovl)		0.2%	0.3%	0.3%
添加乳制品	鲜牛乳≥30%	全脂乳粉	全脂奶粉、脱脂奶粉	全脂奶粉、脱脂奶粉
蛋白质/100g	0.7	0	1.5	0.6
脂肪/100g	0.8	0	1.5	0

数据来源：官方天猫旗舰店，东吴证券研究所；注：数据截止到2023年11月19日

高价格带奠定让利渠道基础，疆内外差异化定价覆盖运输成本。综合前文来看，公司酸奶、UHT奶、奶啤产品力较强，差异化显著，因此能够实现较高定价，但横向对比其他乳企，公司毛利率较低，我们认为除因公司地处疆内运输费用高昂外，还因为公司主动让利渠道以实现可持续发展，渠道调研反馈，天润的浓缩纯奶加价率高于特仑苏、

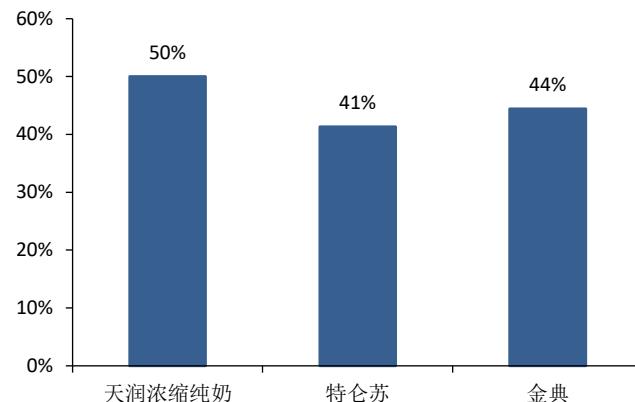
金典，丰厚的渠道利润进一步助推公司产品全国化扩张。此外，目前天润生产基地主要位于疆内，为了覆盖较高的运输成本，公司在疆内外进行差异化产品定价，以爱克林酸奶为例，疆外产品终端价格远高于疆内。

图29：2014-2023Q1-3 可比公司毛利率对比



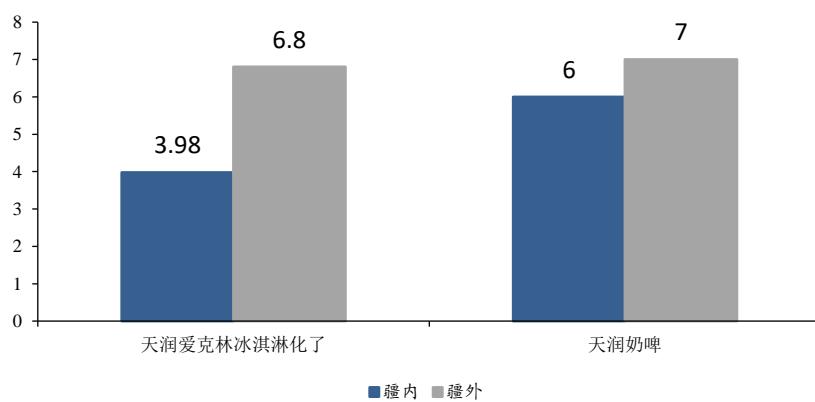
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：天润浓缩纯奶、特仑苏、金典渠道加价率对比



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

图31：天润酸奶、奶啤疆内外终端零售价格对比（元）



数据来源：饿了么，东吴证券研究所；注：疆内外分别选取乌鲁木齐、上海为样本；数据截止到 2023 年 11 月 19 日

3.2. 发展重点市场和专项渠道，二次出疆思路明确

二次出疆思路明确，集中力量发展重点市场。2013 年以来公司共经历两次出疆：2015-2017 年公司凭借爱克林酸奶的网红效应在全国范围内搭建经销团队，以夫妻店、水果店为主要渠道进行全国化扩张。2020 年底公司调整疆外市场销售策略，首次划分重点市场、培育市场、潜力市场的三级体系管理，集中资源发展重点市场，产品方面则以常温砖等高毛利产品为主。我们认为集中资源发展重点市场能够帮助公司解决区域渠道基础不平衡问题，推动疆外市场快速扩张，2017-2022 年公司疆内外收入复合增速分别为 11.7%/18.4%，疆外收入占比从 2017 年的 36% 提升到 2023H1 的 44%，产品结构优化

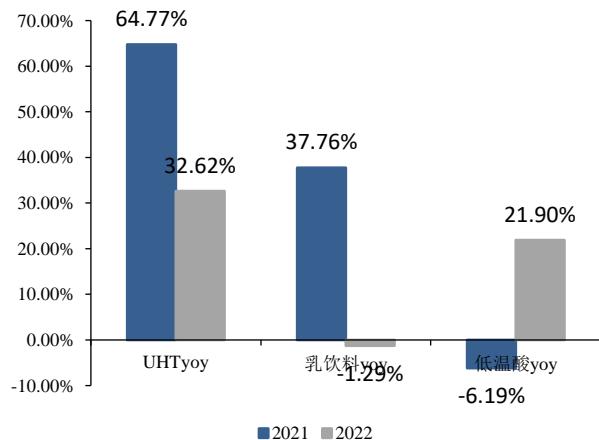
下 2022 年疆外地区毛利率同比+4.8pct 至 21.9%。

表4：2015-2022年公司渠道发展历程

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
公司股价年涨跌幅	70.1%	61.9%	-20.2%	-39.2%	1.5%	21.4%	-8.2%	19.7%
上证指数年涨跌幅	9.4%	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%
疆内收入同比增速	82.6%	24.0%	11.6%	14.5%	15.5%	7.9%	14.7%	6.2%
疆外收入同比增速	131.2%	864.0%	164.5%	25.1%	4.8%	9.9%	27.0%	26.9%
疆外收入占比	3.0%	19.2%	35.9%	38.1%	35.9%	36.3%	38.6%	42.9%
发展阶段	第一次出疆						第二次出疆	
疆外推广产品	爱克林酸奶						砖类为主的高毛利常温产品	
渠道策略	组建专业营销团队，在北上广等20+省市区建立稳定销售渠道	扩充优质经销商团队，疆外重心为华东华南	以产品布局市场渠道	成立销售公司，实现产销分离；市场建设重点向内地转移	形成北疆、南疆、北方、华东、华南五大营销中心	专营、分销、特通和电商多渠道并举，协助经销商设立天润专卖店	划分重点市场、培育市场、潜力市场和营销中心四大主体，重新划分全国9个大区	成立专卖店项目组；提升福建、京津冀市场重要级别
渠道拓展	夫妻店、水果店	开设第一家专卖店	建立电商平台		切入KA渠道	社区便民服务网点、社区微信群等		设立天润生活馆

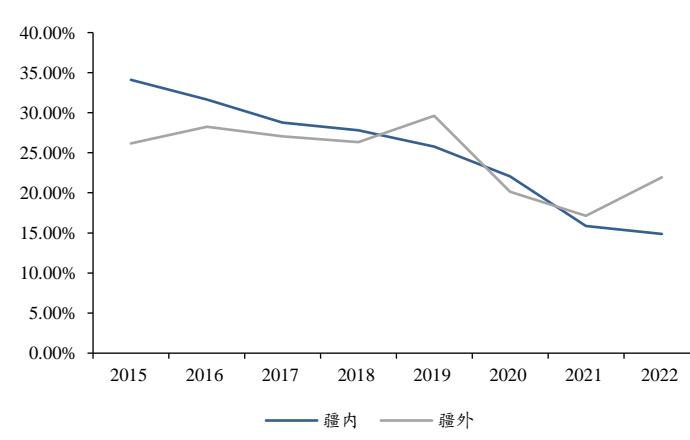
数据来源：Wind, 公司公告, 公司官网, 渠道调研, 东吴证券研究所

图32：2021-2022年疆外各产品收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2015-2022年公司疆内外毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

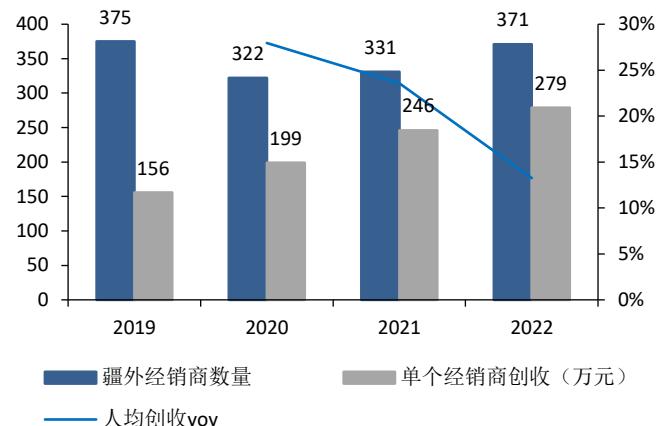
渠道建设因地制宜，疆外经销商质量提升。2022 年公司优化重点市场分类，目前公司重点市场主要包括浙江、广东、山东、江苏、福建，培育市场主要包括两湖、川渝、陕西、上海、京津冀。针对不同大区消费者喜好以及现有销售体系成熟度，公司进行因地制宜的渠道建设，与当地竞品形成差异化竞争。以重点市场为例，广东地区经销商实力较强，公司主攻 KA 渠道；江苏、浙江两地则重点扶持专卖店渠道；山东主要建设专卖店及特渠渠道。我们认为上述渠道政策有望通过规模效应快速突破重点市场，2021-2022 年公司疆外经销商数量及人均创收持续增加，差异化渠道建设卓有成效。

图34：2021-2022年公司疆外市场层级划分

	市场类别	主要省区（市）
2021	重点市场	浙江、广东、山东、江苏
	培育市场	湖南、湖北、四川、重庆、陕西、福建、上海
	潜力市场	其他省区（市）
2022	重点市场	浙江、广东、山东、江苏、福建
	培育市场	湖南、湖北、四川、重庆、陕西、上海、京津冀
	潜力市场	其他省区（市）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：2019-2022年公司疆外经销商数量及人均创收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

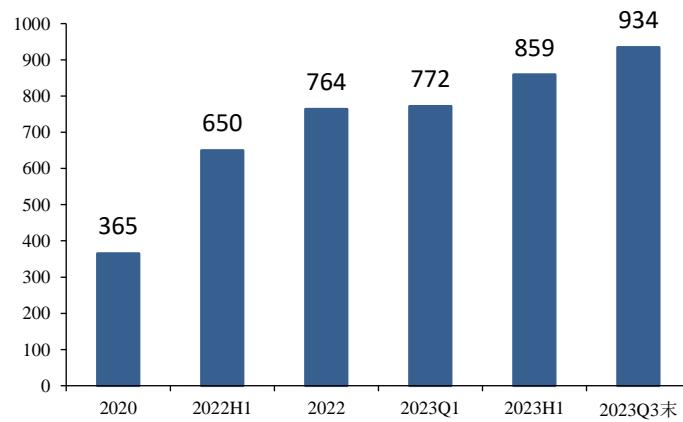
重点发展专卖店渠道，逐步深入主流渠道。2022年公司将天润产品与新疆特产相结合开设天润生活馆，同时成立专卖店项目组重点发展专卖店渠道。截止到2023Q3公司已拥有934家专卖店，覆盖福建、江苏、山东、广东、川渝等地近百个市县。我们认为专卖店是天润当前拓展市场的合理模式：第一，专卖店本身就是很好的宣传途径，还可以兼顾3-5公里内消费群体购买便捷性；第二，渠道调研反馈，30平米天润专卖店月营业额可达5万元，常低温产品毛利率分别为40%/50%，扣除租金和人力成本后，专卖店经销商净利润率可达25%，考虑前期投入（硬装+基础采购2万元，货款5万元），经销商回本周期仅6个月，经销商动力较足。近年来公司也逐步布局大型商超和连锁系统市场等传统市场渠道，未来随着公司与KA客户的战略合作深化，公司渠道发展空间广阔。

图36：天润乳业生活馆门店形象



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图37：2020-2023Q3末公司专卖店数量

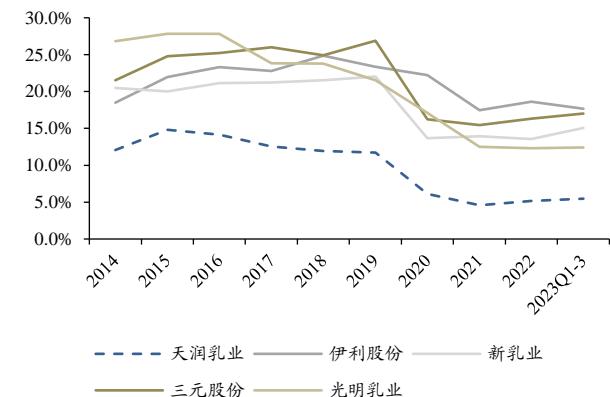


数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

渠道政策聚焦下销售费用率较低，2015-2023H1公司归母净利率稳定。公司渠道政策聚焦，费效比持续提高，剔除运费因素影响，2015-2021年公司销售费用率持续走低，2022年公司促销费用增加下销售费用率略有回升，但成本红利下公司毛销差同比改善。对比可比公司，公司销售费用率始终处于行业较低水平，控费能力较好。叠加管理费用

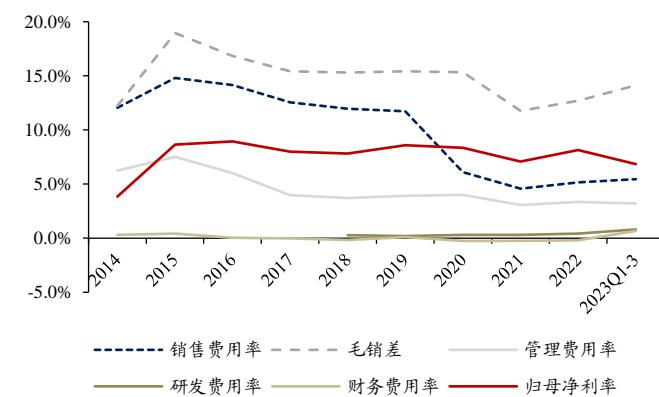
等其他费用率稳定，2015-2022年公司归母净利率始终高于7%。23年5月收购新农乳业后受并表因素影响，2023Q1-3公司盈利能力略有承压。

图38：2014-2023Q1-3 主要乳企销售费用率对比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图39：2020-2023Q1-3 公司费用率及归母净利率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

3.3. 背靠兵团资源丰富，优质奶源自给率高

背靠兵团资源，持续进行上游资源整合。新疆兵团的乳业资产分散于下属各师团，规模效应较弱，公司作为兵团旗下乳业唯一整合平台，肩负兵团乳业资源整合重任。2015年公司通过向兵团乳业发行股份购买天澳牧业100%股权，自有奶牛养殖规模快速提升。2023年5月公司以3.26亿元收购新农开发、沙河建融持有的新农乳业100%股权。新农乳业为兵团第一师下属企业，和公司同为兵团旗下优质乳企，兵团资源整合进一步深化。

原奶自给率较高，呈现低周转、高盈利的商业模式。横向对比来看，2019-2022年公司ROE位于行业中游，拆分来看，公司盈利能力较优，但受高奶源自给率影响，资产周转率低于其他乳企，对ROE有一定拖累。2017-2022年公司奶牛存栏和年产奶量稳步提升，奶源自给率从2018年的54%提升到2022年的64%，23年5月并购新农后，公司奶源自给率进一步上升到80+%。截至2023H1末，公司已拥有26个规模化养殖场，牛只存栏超过6.37万头，上游资源丰富。

表5：2019-2022年各乳制品企业ROE拆分

		2019	2020	2021	2022
Tianrun Milk	ROE	14.3%	11.4%	7.9%	8.7%
	销售净利率	8.6%	8.3%	7.1%	8.2%
	资产周转率	0.85	0.77	0.70	0.65
	权益乘数	1.97	1.78	1.60	1.64
Yili	ROE	25.7%	25.0%	22.3%	19.3%
	销售净利率	7.7%	7.3%	7.9%	7.7%
	资产周转率	1.67	1.47	1.28	1.06
	权益乘数	2.00	2.33	2.22	2.38
Newlact	ROE	14.2%	11.7%	11.8%	14.0%

		销售净利率	4.3%	4.0%	3.5%	3.6%
		资产周转率	1.18	0.97	0.99	1.05
		权益乘数	2.80	3.02	3.42	3.68
光明乳业	ROE	9.0%	10.1%	8.4%	4.5%	
		销售净利率	2.2%	2.4%	2.0%	1.3%
		资产周转率	1.27	1.33	1.33	1.18
		权益乘数	3.22	3.16	3.09	3.02
蒙牛乳业	ROE	15.1%	11.4%	14.4%	13.8%	
		销售净利率	5.2%	4.6%	5.7%	5.7%
		资产周转率	1.09	0.96	0.99	0.86
		权益乘数	2.67	2.55	2.55	2.81

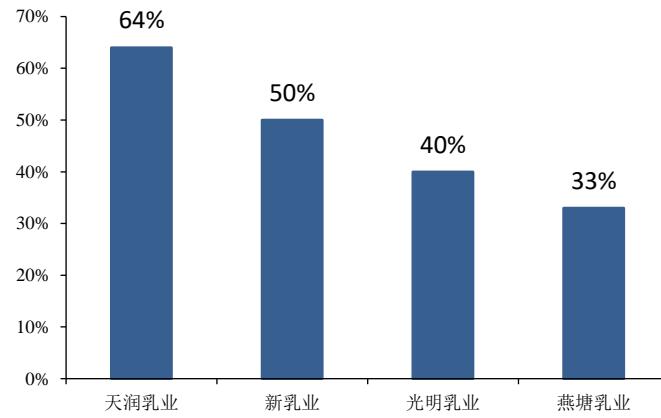
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：2017-2022年公司奶牛存栏和年产奶量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41：2022年主要区域乳企原奶自给率对比



数据来源：各公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

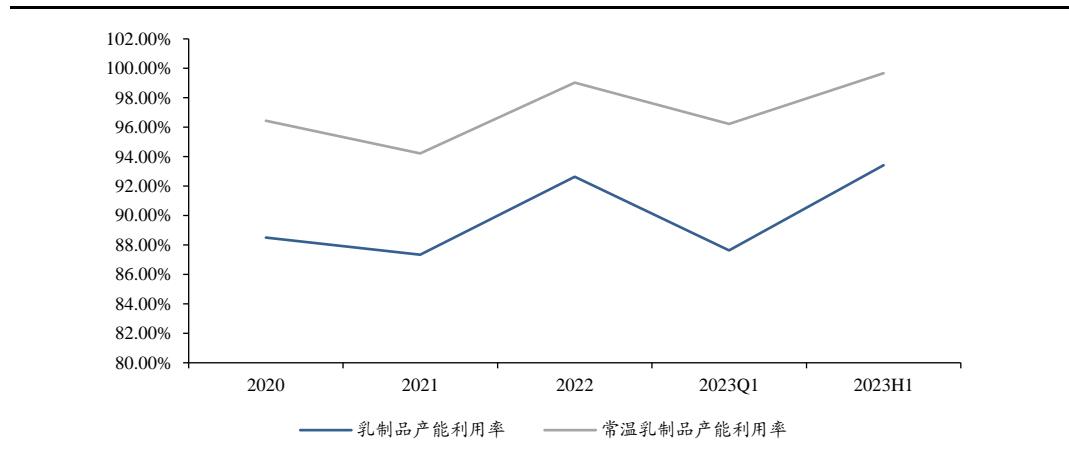
注：光明乳业为2019年数据

4. 成长性：内延外拓，疆内龙头有望加速疆外扩张

4.1. 疆内外产能扩张路线清晰，新农并表阵痛期过后有望享受协同效应

产能利用率高位，产能瓶颈凸显。2020-2022年公司营业收入复合增速16.8%，乳制品业务快速发展下主营业务产能利用率持续高位，其中收入占比最大的常温乳制品产能利用率2023H1已达99.67%，产能瓶颈问题凸显。

图42：2020-2023H1 公司产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

内延外拓，疆内外产能扩张路线清晰。截至 2023Q1 末，公司共有天润科技、沙湾盖瑞、天润唐王城三大自有加工厂和一个代工厂（澳大利亚乳业），年产能 29.03 万吨。2023 年 5 月公司收购约有 10 万吨乳制品产能的新农乳业；2022 年 10 月公司山东齐河工厂正式开工建设，一二期共规划产能 15 万吨，其中一期 10.5 万吨产能已在 23 年 11 月投产，公司产能快速扩张，奠定中长期发展基础。2023 年 2 月公司公告年产 20 万吨乳制品加工项目的可转债预案，拟募资 9.9 亿元用于常温奶产能建设。我们认为公司产能规划路线清晰，疆内外均有布局，在全国化扩张中有望保持充足的奶源供应。

表6：公司产能布局及未来规划（截止到 2023 年 11 月）

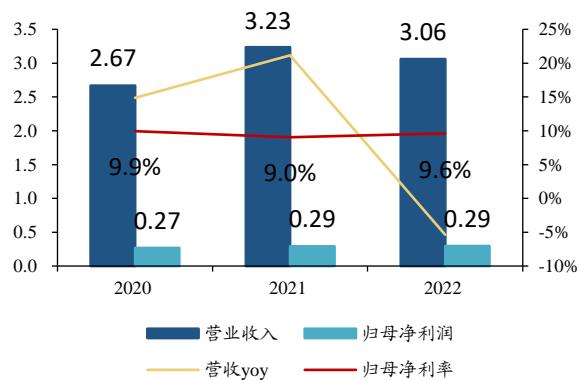
项目/主体名称	产能 (万吨/年)	主要奶源供给来源	主要品牌及渠道
现有产能	天润科技	15+	主要使用“天润”主品牌，辅以
	沙湾盖瑞	5+	“盖瑞”“佳丽”子品牌，同时供
	天润唐王城	6 (含二期)	应疆内和疆外渠道
新增规划产能	新农乳业	10	新农乳业自有“新农”“爱自然”等品牌，主要市场渠道为南疆、浙江、江苏以及线上市场
	天润齐源 15 万吨液态奶项目一期	10.5	拟使用公司子品牌“佳丽”，进行京津冀、山东和江苏市场渠道建设和拓展
新增规划产能	天润齐源 15 万吨液态奶项目二期	4.5 万吨 尚处于规划阶段	拟使用公司子品牌“佳丽”，进行京津冀、山东和江苏市场渠道建设和拓展
	天润科技年产 20 万吨乳制品加工项目	20	使用“天润”主品牌，新增产能主要为常温乳制品产能，增加公司产品销售半径，保证未来疆内和疆外渠道的充分供应

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新农并表带来短期阵痛，未来有望享受协同效应。2023Q3 受新农乳业并表影响，

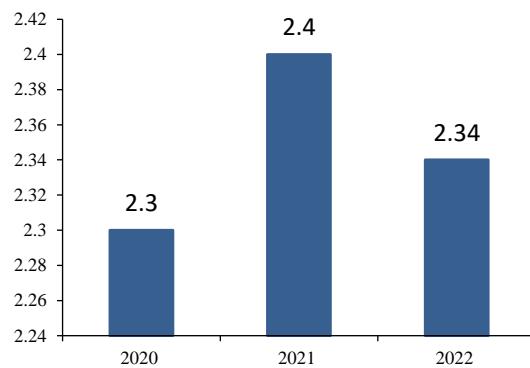
公司归母净利率同比下降 5.04pct。我们认为并购新农带来的业绩波动属于短期阵痛，未来随着并购协同效应深化，公司有望持续享受协同效应：1) 公司有望充分利用新农有机奶资源，发展高端常温白奶和有机奶粉，补充产品线；2) 2022 年新农乳制品产能约为 10 万吨，但销量仅为 2.34 万吨，产能利用率较低主因销售团队建设不足且生产线老化，未来随着天润赋能新农生产和销售资源，新农生产、销售能力有望提升，公司也可以利用新农在南疆和疆外的销售渠道进行扩张。

图43：2020-2022 年新农乳业营收、归母净利润（亿元）及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44：2020-2022 年新农乳业乳制品销量（万吨）

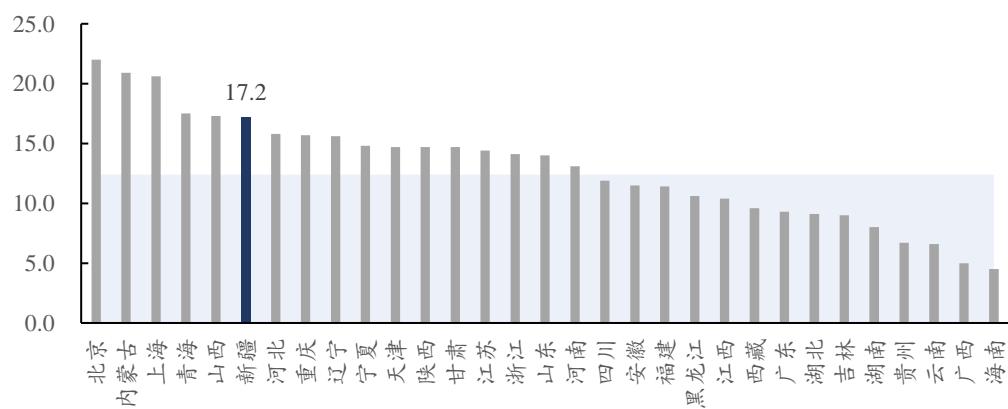


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 疆内乳品消费潜力仍待挖掘，龙头天润有望稳步发展

新疆饮奶文化造就稳定消费力。新疆为多民族聚居地区，游牧民族素有饮用牛奶及其制成品的习惯，当地的奶茶文化也是尤为闻名。在此风俗背景下新疆乳制品需求旺盛，2022 年以人均奶类消费 17.2 千克的水平位列全国第六，明显高于全国人均的 12.4 千克。

图45：2022 年全国及各省市人均奶类消费量（千克）

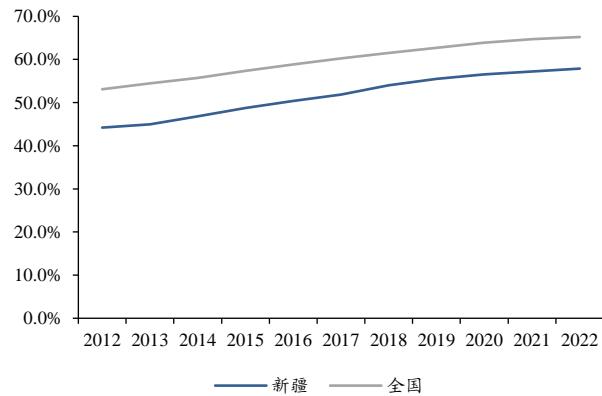


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

城镇化率提升激发疆内乳制品消费增长潜能。新疆城乡奶类消费量呈现分化趋势，

2022 年新疆城镇/农村居民消费奶产品 27.6/7.7 千克，城镇居民消费力较高。2012-2022 年新疆城镇化率稳健提升，逐渐将其与全国差距从 8.9% 缩小至 7.3%，但仍具追赶空间。未来随着对疆内经济发展滞后地区市场的进一步挖掘，乳制品市场量增空间依旧广阔。

图46：2012-2022 年新疆和全国城镇化率



数据来源：国家统计局，聚汇数据，东吴证券研究所

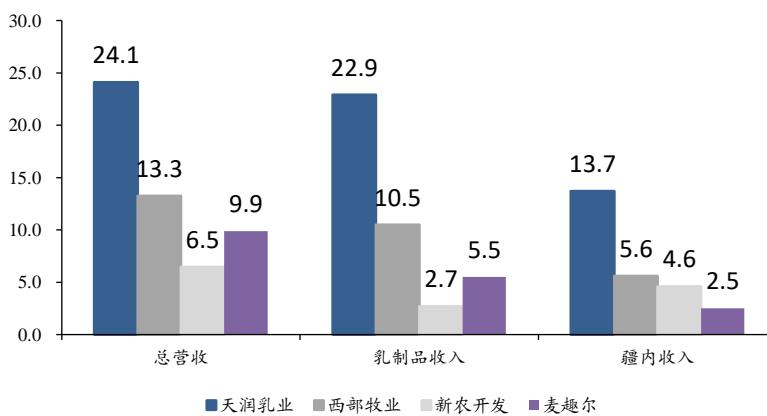
图47：2015-2022 年新疆城乡居民人均奶类消费量



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

天润领军疆内乳企，疆内龙头优势稳固。2022 年天润乳业/西部牧业/新农开发/麦趣尔等新疆四家上市乳企疆内收入分别为 13.7/5.6/4.6/2.5 亿元，公司公告显示，根据《新疆统计年鉴》统计的新疆地区居民人均全年奶类产品消费量估算，2022 年新疆区域内乳制品整体市场规模约为 60 亿元，预计公司 2022 年疆内占有率为 22.8%，位居区域内第一。我们认为新疆地理位置偏远，运输成本高昂，外部乳企进入较为困难，公司作为疆内领军乳企，渠道、品牌优势突出，龙头优势稳固。

图48：2022 年疆内上市乳企营收对比（亿元）



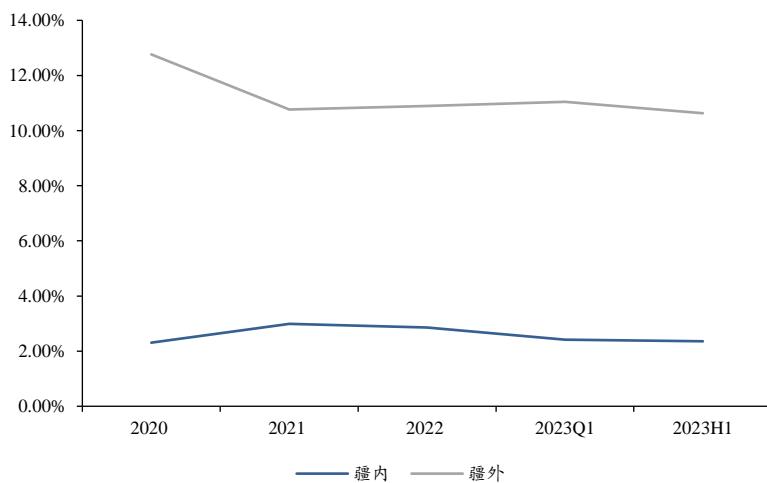
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天润领军疆内乳企，未来疆内市占率有望进一步提升。2022 年公司疆内收入同比增速为 6.24%，但得益于唐王城工厂投产放量、公司南疆覆盖度提升，我们预计南疆市场同比增速高于疆内整体。我们认为公司北疆市场基本盘稳定，未来随着南疆代表乳企新农乳业并购协同效应深化、南疆生产基地唐王城工厂技改后产能扩张，公司疆内业务有望稳步发展，疆内市占率有望进一步提升。

4.3. 产能、产品、渠道齐头并进，疆外发展有望进入新阶段

山东工厂规划清晰，公司疆外竞争力有望增强。渠道端，公司在 2022 年末成立天润销售山东分公司，委派有经验的销售副总经理负责，未来将主要对接当地特渠或 KA 渠道。品牌端，公司将以“佳丽”品牌进行市场开拓，宣传重点从新疆奶源改为兵团品质背书，人员团队、渠道、经销商选择等均和主品牌有区隔。奶源端，公司与当地澳亚牧场签订原料奶优先供应协议，保障奶源供应。产品端，公司将采用柔性生产线根据市场情况进行调整，产品将以低温和乳饮料为主，常温产品为辅。我们认为齐河工厂作为天润首个疆外生产基地，可以以山东为中心辐射半径 500 公里以内的京津冀市场，快速提升公司疆外竞争力。此外，2020-2023H1 公司疆外运输费用占乳制品收入比重始终高于 10%，远高于疆内，考虑到山东工厂临近消费市场，公司疆外运输成本有望边际改善。

图49：2020-2023H1 疆内外运输费用占乳制品收入比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深化疆外三级市场战略，优化专卖店模式，并购新农强化疆外渠道优势。我们认为公司未来有望持续深化三级市场战略，预计广东、江苏等较为成熟的疆外重点市场有望维持稳健增速，培育市场有望实现更快发展。此外，根据公司交流，新农乳业疆外收入占比约为 50%，在浙江、江苏等地有一定基础量，和公司疆外重点市场重合度高，未来公司可以充分利用新农乳业的援疆资源，加速重点市场发展。针对专项渠道，我们认为专卖店渠道契合公司当下差异化发展需求，未来仍是公司渠道建设重点，当前公司对专卖店渠道管理较为粗犷，随着专卖店信息系统建设深化，公司有望加强专卖店铺货率、流程规章等方面的管理，专卖店数量有望持续扩张。

持续推广高毛利产品，疆外产品结构有望持续优化。公司在疆外重点推广常温砖奶、乳饮料等高毛利的常温产品，低温产品则以爱克林和桶酸为主。2023 年 3 月公司发布可转债预案，拟募资扩充常温奶产能，其中 34% 的产能规划均为常温砖奶，考虑到 2020-2022 年常温砖奶产品均价始终高于百利包、常温枕奶，未来随着常温砖奶等高单价产品占比提升，公司常温奶吨价有望提升，毛利率有望改善。

表7：公司年产20万吨可转债项目各品类规划产能及历史单价

产品类别	募投项目达产年 规划产量(吨)	规划新增产能 占比	平均单价(不含税, 元/袋、盒、瓶)			
			三年平均	2020年	2021年	2022年
百利包奶	50,400.00	25.19%	1.21	1.18	1.21	1.23
常温枕奶	50,400.00	25.19%	1.57	1.53	1.59	1.61
常温砖奶	67,200.00	33.59%	2.03	1.96	2.07	2.07
常温酸奶	16,200.00	8.10%	-	-	-	-
高端巴氏奶	15,840.00	7.92%	12.17	12.23	12.23	12.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 收入及毛利率预测

- 1、畜牧业产品：**1) 收入端：公司畜牧业产品主要包括自产性生鲜乳和牛只等，考虑到23年行业原奶供大于求，预计外销生鲜乳等业务承压，24-25年原奶供需企稳后有望逐步恢复增长。2) 毛利率：畜牧业产品成本主要为饲料，23Q1-3大豆等原材料成本同比基本持平，预计23-25年畜牧业产品毛利率较22年持平。
- 2、常温乳制品：**1) 收入端：23年疆外渠道扩张，但行业原奶供大于求下竞争可能加剧，预计23年公司UHT奶同比增速较22年略有回落，24-25年行业原奶供需企稳+山东工厂投产，预计UHT奶有望加速发展；奶啤作为特色乳饮料需要长时间消费者教育，预计随着新品推广和山东工厂投产，2023-2025年公司奶啤有望逐步恢复增长。此外，新农乳业并表有望进一步增厚23年公司收入，综合来看，23年公司常温业务有望加速增长，24-25年常温业务预计稳健增长。2) 毛利率：23年原奶价格下行+高毛利的常温砖占比提升，预计公司23年毛利率同比提升，24-25年产品结构升级有望持续推动公司毛利率改善。
- 3、低温乳制品：**1) 收入端：新品推广叠加消费场景修复，预计23年基本盘爱克林维稳，近年公司重点推广的桶酸增速有望高于爱克林，综合来看23年酸奶业务有望稳健增长；山东工厂投产后公司有望加速疆外低温业务扩张，预计24-25年低温业务有望加速发展。2) 毛利率：预计山东工厂投产后折旧增加可能拖累公司低温业务毛利率，预计23-25年公司低温业务毛利率略有降低。
- 4、营业总收入及毛利率：**1) 收入端：常温产品快速发展，低温产品稳健增长，叠加新农乳业并表影响，我们预计23-25年公司总营收分别为27.21/30.54/34.4亿元，同比+12.9%/+12.2%/+12.7%，其中剔除新农并表因素后，23-25年公司内生营收26.26/29.02/32.7亿元，同比+9%/+10.5%/+12.9%，24-25年收入端有望加速增长。2) 毛利率：综合考虑结构升级、23年底新工厂投产、23-24年成本下行

等影响,预计23-25年公司毛利率分别为18.9%/18.5%/18.7%,毛利率总体稳定。

表8: 2021-2025E 公司收入(百万元)及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、畜牧业产品	59.70	89.42	89.42	89.42	91.21
yoynoy	61.8%	49.8%	0.0%	0.0%	2.0%
/营业收入	2.8%	3.7%	3.3%	2.9%	2.6%
毛利率	24.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
2、常温乳制品	1098.01	1289.44	1560.12	1826.27	2116.51
yoynoy	39.2%	17.4%	21.0%	17.1%	15.9%
/营业收入	52.1%	53.5%	57.3%	59.8%	61.5%
毛利率	13.8%	16.1%	18.4%	19.1%	20.0%
-UHT奶	897.94	1110.32	1287.08	1499.23	1765.33
yoynoy	41.6%	23.7%	15.9%	16.5%	17.7%
毛利率	8.2%	12.9%	16.3%	17.6%	19.0%
-奶啤等乳饮料	197.26	176.74	180.27	183.88	193.65
yoynoy	29.4%	-10.4%	2.0%	2.0%	5.3%
毛利率	39.2%	35.6%	36.6%	35.4%	34.8%
-其他常温产品	2.81	2.39	2.77	3.16	3.54
yoynoy	10.2%	-15.0%	16.0%	14.0%	12.0%
毛利率	27.4%	30.1%	31.0%	30.0%	30.0%
-新农常温			90.00	140.00	154.00
yoynoy			55.6%	10.0%	
毛利率			13.0%	13.3%	13.5%
3、低温乳制品	937.07	1004.32	1054.16	1118.11	1210.08
yoynoy	0.7%	7.2%	5.0%	6.1%	8.2%
/营业收入	44.4%	41.7%	38.7%	36.6%	35.2%
毛利率	18.8%	21.0%	20.5%	18.3%	17.1%
-酸奶系列	883.63	922.91	957.98	1001.25	1076.30
yoynoy	-2.2%	4.4%	3.8%	4.5%	7.5%
毛利率	17.9%	19.6%	19.0%	16.5%	15.0%
-其他低温系列	53.44	81.41	91.18	104.86	120.58
yoynoy	94.8%	52.3%	12.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.9%	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
-新农低温			5.00	12.00	13.20
yoynoy			140.0%	10.0%	
毛利率			14.0%	14.5%	14.8%
4、其他主营业务	7.60	18.89	8.50	10.20	13.26
yoynoy	1.8%	148.5%	-55.0%	20.0%	30.0%
/营业收入	0.4%	0.8%	0.3%	0.3%	0.4%
毛利率	21.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
5、其他业务	6.87	7.71	8.87	9.93	10.92

	97.4%	12.2%	15.0%	12.0%	10.0%
/营业总收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
毛利率	13.4%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
总收入	2109.26	2409.78	2721.07	3053.93	3441.99
	19.3%	14.2%	12.9%	12.2%	12.7%
毛利率	16.3%	17.9%	18.94%	18.5%	18.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

5.2. 盈利预测及投资评级

费用率和净利润假设：

- 1) 费用率：未来随着疆外三级市场战略深化，公司渠道效率有望持续提升，预计23-25年销售费用率略有下降；但受新农乳业并表、公司开发新品等因素，预计23-25年公司研发费用率和财务费用率较2022年均有所提升。
- 2) 归母净利率：综合毛利率和费用率影响，我们预计23-25年公司归母净利率分别为6.48%/6.92%/7.38%，同比-1.67/+0.44/+0.46pct。

疆内龙头乳企加速全国化扩张，首次覆盖给予“买入”评级。公司作为疆内龙头乳企，背靠兵团，上游资源丰富，产品、渠道差异化发展，未来随着产品、渠道、产能齐头并进，全国化进程有望加速，我们预计23-25年公司营收分别为27.2/30.54/34.4亿元，同比+12.9%/+12.2%/+12.7%，归母净利润为1.76/2.1/2.5亿元，同比-10%/+19.8%/+20%，对应23-25年PE分别为21/18/15x。公司是区域乳企，因此选取乳制品龙头伊利股份，区域乳企新乳业、光明乳业、燕塘乳业作为可比公司，公司23-25年PE略高于可比公司平均值，但考虑到当前公司PE TTM分位数位于十年以来的1.9%，处于历史估值低位，我们认为未来随着全国化推进，公司估值有望提升，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：2021-2025E公司费用率及归母净利润（百万元）预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.58%	5.17%	4.96%	4.96%	4.94%
管理费用率	3.07%	3.35%	3.38%	3.38%	3.37%
研发费用率	0.31%	0.43%	0.68%	0.68%	0.66%
财务费用率	-0.24%	-0.21%	0.39%	0.54%	0.41%
归母净利润	149.67	196.56	176.38	211.30	253.91
	1.52%	31.33%	-10.27%	19.80%	20.17%
归母净利率	7.10%	8.16%	6.48%	6.92%	7.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

表10：可比公司估值对比（截止到 2023 年 12 月 21 日）

股票代码	公司名称	市值(百万元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600597.SH	光明乳业	11,951.4	360.7	613	721	843	33.1	19.5	16.6	14.2
600887.SH	伊利股份	163,354.1	9,431.1	10,668	12,156	13,881	17.3	15.3	13.4	11.8
002732.SZ	燕塘乳业	2,981.8	99.4	171	204	236	30.0	17.4	14.6	12.6
002946.SZ	新乳业	9,662.5	361.5	477	634	796	26.7	20.2	15.2	12.1
平均							26.8	18.1	15.0	12.7
600419.SH	天润乳业	3,743.0	196.6	176.38	211.30	253.91	19.0	21.2	17.7	14.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测；注：光明乳业、伊利股份、燕塘乳业、新乳业数据均采用 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 产能渠道建设进度不及预期。**公司在疆外重点发展专卖店等渠道，疆内外产能建设、经销商招募进度如果不及预期，可能会拖累全国化进程。
- 原材料价格大幅波动。**原奶等原材料对公司盈利能力影响较大，原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。
- 行业竞争格局恶化。**公司在疆外主要推广常温砖奶等产品，和龙头高端白奶位于同一价格带，双寡头格局下如果行业竞争加剧，公司疆外市场增长可能会受到冲击。
- 牧业养殖恢复不及预期。**公司奶源自给率高，牧业经营承压可能会拖累业绩。
- 并购整合不及预期。**新农乳业并表带来短期业绩阵痛，若并购整合不及预期，公司业绩可能不及预期。

天润乳业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
	流动资产	1,359	1,606	1,207	1,205	营业收入	2,410	2,721	3,054
货币资金及交易性金融资产	704	788	408	363	营业成本(含金融类)	1,979	2,206	2,488	2,797
经营性应收款项	129	150	129	123	税金及附加	13	15	16	19
存货	502	613	622	676	销售费用	125	135	151	170
合同资产	0	0	0	0	管理费用	81	92	103	116
其他流动资产	24	55	49	42	研发费用	10	19	21	23
非流动资产	2,574	3,934	4,011	4,068	财务费用	(5)	11	16	14
长期股权投资	3	4	5	5	加:其他收益	39	35	34	34
固定资产及使用权资产	1,444	2,165	2,345	2,469	投资净收益	1	1	1	0
在建工程	389	553	422	330	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	42	45	48	51	减值损失	(15)	(22)	(21)	(24)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	5	6	7	营业利润	232	259	271	314
其他非流动资产	689	1,159	1,182	1,203	营业外净收支	(17)	(49)	(26)	(20)
资产总计	3,933	5,539	5,218	5,273	利润总额	215	210	245	294
流动负债	1,053	1,458	1,321	1,337	减:所得税	15	31	29	35
短期借款及一年内到期的非流动负债	378	582	382	332	净利润	201	178	216	259
经营性应付款项	400	551	587	622	减:少数股东损益	4	2	4	5
合同负债	55	63	67	72	归属母公司净利润	197	176	211	254
其他流动负债	220	262	284	311					
非流动负债	342	1,423	1,023	803	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.55	0.66	0.79
长期借款	0	850	550	350	EBIT	232	220	261	308
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	373	387	403	457
租赁负债	103	253	153	133					
其他非流动负债	239	320	320	320					
负债合计	1,395	2,882	2,344	2,140	毛利率(%)	17.89	18.94	18.53	18.73
归属母公司股东权益	2,309	2,426	2,638	2,892	归母净利率(%)	8.16	6.48	6.92	7.38
少数股东权益	230	232	236	241					
所有者权益合计	2,539	2,658	2,873	3,133	收入增长率(%)	14.25	12.92	12.23	12.71
负债和股东权益	3,933	5,539	5,218	5,273	归母净利润增长率(%)	31.33	(10.27)	19.80	20.17

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	301	472	513	493	每股净资产(元)	7.21	7.58	8.24	9.03
投资活动现金流	(643)	(1,590)	(261)	(246)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	146	1,202	(632)	(292)	ROIC(%)	7.73	5.08	5.54	6.87
现金净增加额	(196)	84	(381)	(44)	ROE-摊薄(%)	8.51	7.27	8.01	8.78
折旧和摊销	141	167	141	149	资产负债率(%)	35.46	52.02	44.93	40.59
资本开支	(643)	(1,584)	(261)	(245)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.04	21.22	17.71	14.74
营运资本变动	(87)	32	77	20	P/B(现价)	1.62	1.54	1.42	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数，具体如下：

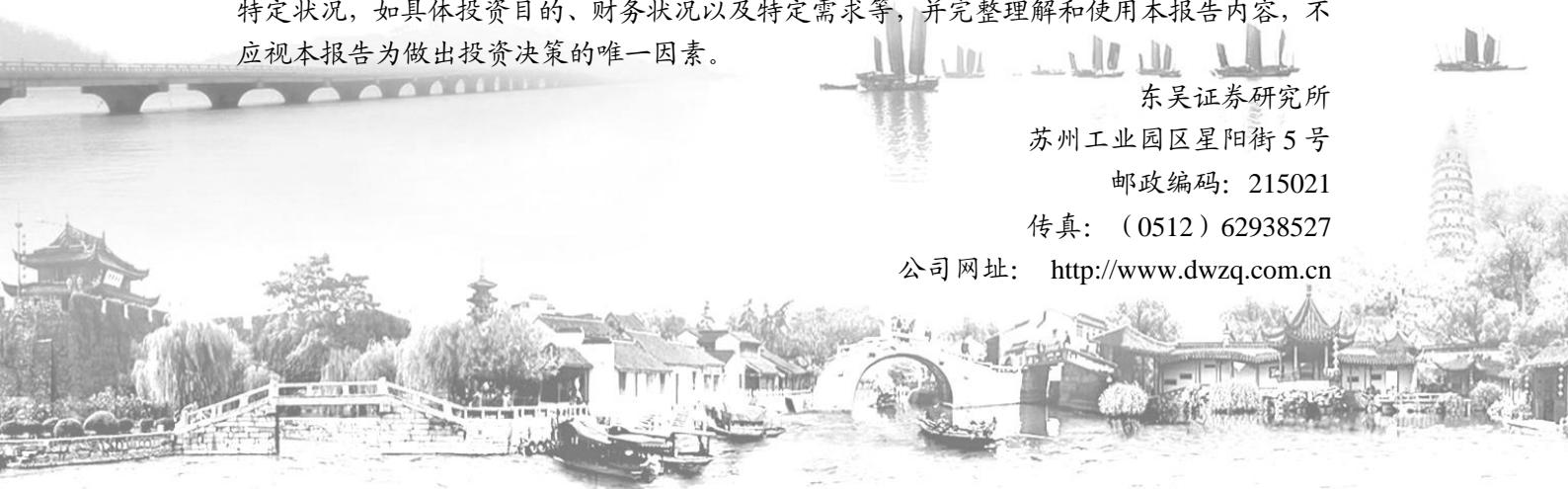
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>