

天润乳业 (600419.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 11.87元
 目标价格: 15.19元

疆外扩张大有可为, 产能扩建助力盈利向上

投资要点:

行业体量庞大, 需求多元化发展。乳制品行业市场空间超6000亿元, 行业细分品类多样, 消费者需求多样, 中小乳企能够有充分的成长空间。此外, 近年来以新疆奶为代表的小众奶逐渐兴起, 一方面消费者对健康更加重视, 另一方面Z世代逐渐成为消费主力, 小众奶本身具备“稀缺”“小众”等特点, 迎合Z世代对个性和自由的追求, 叠加直播带货、以及小红书等平台的流行, 小众奶迅速出圈。从竞争格局来看, 伊利和蒙牛通过深度渠道分销、品牌力等优势在常温白奶市场合计占有超过80%份额, 面对双寡头竞争, 区域乳企通过差异化营销、低温奶业务、送奶入户渠道以及差异化战略突围。

差异化战略, 助力公司扩张疆外市场。公司在向疆外进行市场扩张时采取差异化战略。产品上除特色的奶啤外, 公司重视润康桶酸大单品, 差异化特征显著; 此外, 由于供应链限制, 白奶上公司以常温白奶作为疆外主要产品, 与上一轮出疆所主打的爱克林低温酸奶不同。在渠道上公司重点发力专卖店渠道, 在社区获取消费者, 专卖店盈利能力相对较高, 经销商加盟意愿大, 从而避开价格竞争激烈的商超和流通渠道。天润此轮出疆战略清晰, 疆外市场拓展仍处于初期, 预计增长空间仍较大。

疆内市场仍有潜力, 产能布局不断加强。新疆整体饮奶习惯较好, 竞争格局呈现一超多强, 公司在疆内市占率达40%, 其中北疆是公司的大本营市场, 而公司在南疆市场渗透率较低, 主要由于南北疆之间道路建设不完善导致原材料运输较难, 而公司生产基地在南疆布局较少, 未来受益于唐王城产能的投放和并购的新农乳业, 公司在南疆市场的竞争力将进一步提高。疆外市场, 山东工厂投产不但有助于打开市场, 也有利于降低运费费用率, 提升公司盈利能力。

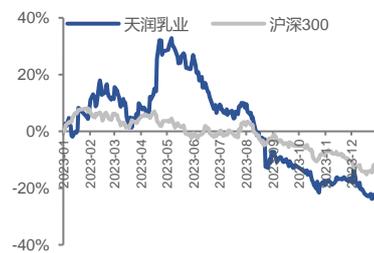
盈利预测与投资建议:我们预计公司2023-2025年可实现归母净利润1.84/2.21/2.61亿元, 同比分别-6.2%/+20.0%/+17.9%, 对应EPS为0.58/0.69/0.81元/股, 参考当前股价对应23-25年PE分别为20.6x/17.2x/14.6x。考虑到天润此轮出疆战略清晰, 疆外市场拓展仍处于初期, 预计仍有增长空间。我们给予公司2024年22X PE, 对应目标价为15.19元。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示:行业促销竞争加剧; 原奶价格大幅波动; 终端需求不及预期;

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	320/320
总市值/流通市值(百万元)	3801/3801
每股净资产(元)	7.47
资产负债率(%)	33.77
一年内最高/最低(元)	20.06/11.15

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号: S0210523060001
 邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,109	2,410	2,792	3,209	3,688
增长率	19%	14%	16%	15%	15%
净利润(百万元)	150	197	184	221	261
增长率	2%	31%	-6%	20%	18%
EPS(元/股)	0.47	0.61	0.58	0.69	0.81
市盈率(P/E)	25.4	19.3	20.6	17.2	14.6
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要点

关键假设

(1) 销售量：公司乳制品主要为低温乳和常温乳两种，考虑到需求逐步复苏、且并购新农乳业将对 2023 年带来一定量增、疆外拓展进程循序渐进将对 2024-2025 年疆外常温乳带来一定放量，因此我们预计 2023-2025 年销售量同比增长 15.0%/14.7%/12.0%。

(2) 吨价：吨价受低温常温产品结构影响，低温产品具有高毛利但销售量较少，常温产品毛利相对低但销售量较高。综合考虑行业需求复苏、公司疆外拓展进程及并购新农等因素影响，我们预计 2023-2025 年吨价同比变动 0.5%/-1.0%/2.0%。

(3) 吨成本：乳制品吨成本受原奶价格、包材等原材料因素影响，我们预计原奶价格下行趋势将持续到 24 年底，不考虑其他因素影响对应吨成本将逐步降低，25 年预计伴随原奶价格上行成本略有增长，2023-2025 年吨成本同比变动-1.2%/-1.2%/1.4%。

我们区别与市场的观点

市场关注公司疆外市场拓展进展，担忧未来疆外市场是否能持续增长。我们认为，公司此次出疆与之前战略上区别较大，业绩具有可持续性，具体体现为：

(1) 渠道上，加大对加盟专卖店渠道的建设力度，以新疆奶源为特色在社区获取消费者，专卖店盈利能力相对较高，经销商加盟意愿大。相比于 14-15 年出疆以 KA、便利店等渠道作为战略重点，专卖店避开了价格竞争最为激烈的主流渠道。

(2) 产品上，除特色的奶啤外，重视润康桶酸大单品，差异化特征显著；除此之外，公司在疆外不具备奶源、工厂距离优势，低温产品对供应链效率要求又极高，故白奶上公司以常温白奶作为疆外主要产品，与上一轮出疆所主打的爱克林包装低温酸奶不同。受疫情影响，消费者对常温基础白奶的需求量上升，天润乳业充分受益。

故我们认为，天润此轮出疆战略清晰，在渠道与产品上与主流乳企差异化明显，目前 KA 等主流渠道的价格竞争对其影响减小，疆外市场拓展仍处于初期，预计增长空间仍较大。

股价上涨的催化因素

(1) 公司疆外专卖店开店数量超预期；(2) 奶啤、润康桶酸等大单品放量超预期；(3) 山东工厂投产后产能利用率提升速度超预期。(4) 原奶价格持续下降。

估值与目标价

我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润 1.84/2.21/2.61 亿元，同比分别-6.2%/20.0%/17.9%，对应 EPS 为 0.58/0.69/0.81 元/股，参考当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 20.6x/17.2x/14.6x。考虑到天润此轮出疆战略清晰，疆外市场拓展仍处于初期，预计仍有增长空间。我们给予公司 2024 年 22X PE，对应目标价为 15.19 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

行业促销竞争加剧；公司疆外拓展进展受阻；原奶价格大幅波动；终端需求不及预期；食品安全事件。

正文目录

1	新疆乳业龙头，再次向全国市场进军	4
2	行业体量庞大，需求多元化发展	5
3	差异化战略，助力公司扩张疆外市场	7
4	疆内仍加强布局，疆外市场开拓进行中	9
5	盈利预测与投资建议	11
6	风险提示	12

图表目录

图表 1：公司两次出疆对比	4
图表 2：国内乳制品零售额超 6000 亿元	6
图表 3：乳制品行业品类众多	6
图表 4：区域乳企通过低温奶、送奶入户渠道以及差异化战略突围	6
图表 5：天润酸奶与竞品对比	7
图表 6：天润奶啤与竞品对比	7
图表 7：天润常温奶与竞品对比	8
图表 8：天润专卖店可以作为品牌宣传窗口	8
图表 9：22 年末专卖店覆盖全国近百个市县	8
图表 10：天润作品数量和获赞数量高于其余乳企，粉丝数量仅低于伊利蒙牛	9
图表 11：新疆全体居民奶类消费金额和消费量	9
图表 12：2022 年前十省份人均奶类消费量	9
图表 13：各新疆乳企销售额（亿元）	9
图表 14：新疆城镇居民和农村居民人均奶类消费量	9
图表 15：各乳企毛利率对比	10
图表 16：盈利预测汇总（单位：亿元）	11
图表 17：可比公司估值	12
图表 18：财务预测摘要	13

1 新疆乳业龙头，再次向全国市场进军

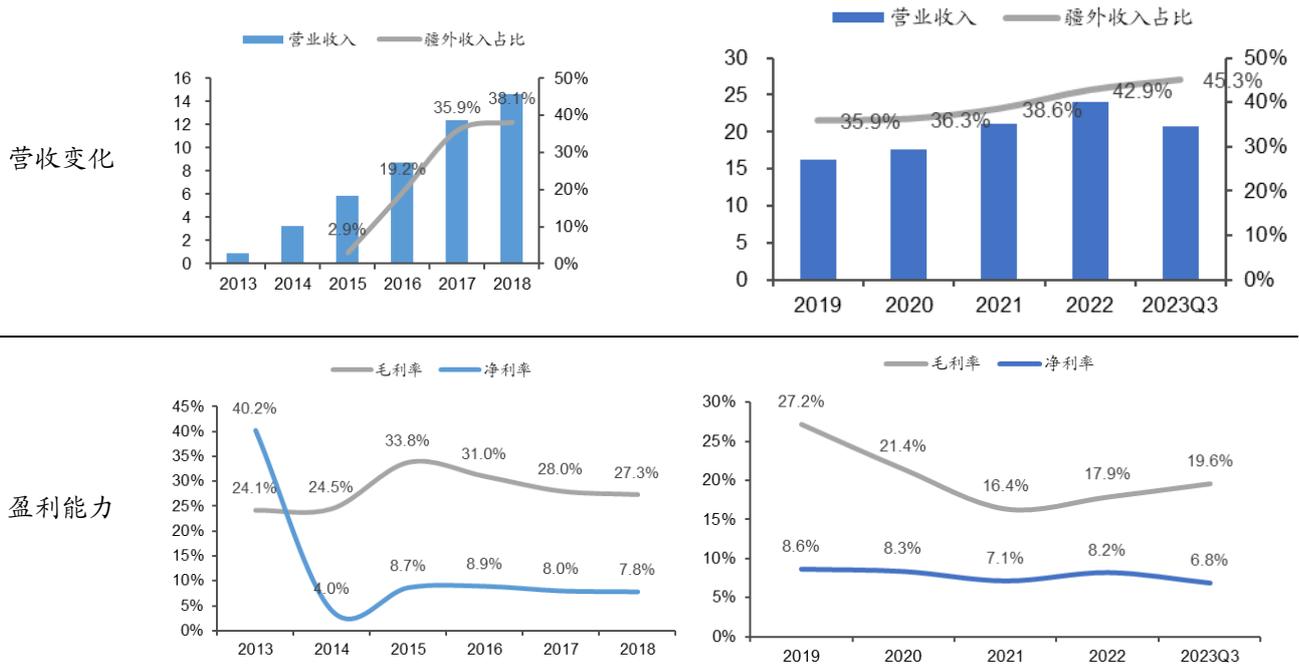
明确“用新疆资源，做全国市场”发展策略，新疆乳业龙头再度向疆外扩张。公司成立于2002年，控股股东为新疆生产建设兵团第十二师国资委，2013年上市。公司采取全产业链布局，坚持差异化原则，初期以低温奶产品为主，后不断完善产品布局，形成了纯牛奶、乳饮、特色酸奶等系列产品。公司实现疆内县级市场全覆盖，疆内市场占有率达到40%，其中北疆市场是公司的大本营，铺货率超80%，南疆相对薄弱，2023年公司收购新疆兵团下属的优质乳业资产新农乳业，有望帮助公司进一步巩固疆内市场。公司确立了“用新疆资源，做全国市场”的市场发展战略，先后开展两轮疆外市场扩张：

➤ **第一次出疆（2014-2015年）：**公司凭借爆款产品爱克林浓酸低温酸奶（如“冰淇淋化了”“巧克力碎了”“蜜了个瓜”“苹果叉了”）顺利破圈疆外市场，叠加2014年原奶价格进入下行周期，成本压力缓解，公司有更多资源投入到市场扩张中，公司营业收入从2015年的5.89亿元增长到2017年的12.4亿元，疆外收入占比从2015年的3%提升到2017年的36%。但伴随品类成熟、相关竞品出现（如2017年君乐宝推出“涨芝士啦”），此外2018年底原奶价格进入上行周期，公司原奶出现紧缺，2017年公司原奶自给率仅有48.5%，公司整体收入增速放缓，2020年公司疆外收入占比维持在36%。

➤ **第二次出疆（2021-2022年）：**本次出疆与上次相同点在于时间点都处于原奶价格下行周期，从而公司有更多资源投入市场扩张，但相比较于上次出疆，公司产品矩阵更加丰富，核心产品由单一的爱克林浓酸低温酸奶变为常温白奶、酸奶和奶啤等多个产品，此外经过多年沉淀，公司在上游牧场端不断布局，打破产能瓶颈，尤其是2021年新建设的山东工厂有望保障疆外奶源，在渠道端加大对加盟专卖店渠道的建设力度，以新疆奶源为特色在社区获取消费者，专卖店盈利能力相对较高，经销商加盟意愿大。相比于14-15年出疆以KA、便利店等渠道作为战略重点，专卖店避开了价格竞争最为激烈的主流渠道。因此产品、上游奶源与渠道共同构成公司新一轮向疆外扩张的底气，2022/23Q3公司疆外营业收入分别同比增长27%/19%，疆外扩张加速，从而带动公司持续成长。

图表 1：公司两次出疆对比

	第一次出疆	第二次出疆
出疆时间	2014-2015年	2021-2022年
主流渠道	KA、便利店等渠道	加大对专卖店渠道的建设投入，避开价格竞争最为激烈的主流渠道
主流产品	爱克林包装低温酸奶	特色奶啤、润康桶酸、常温白奶
原奶周期	下行	下行
原奶产能	原奶稀缺，2017年底原奶自给率仅48.5%，奶牛存栏约1.58万头	2022年底公司共有18个牛场，牛只总存栏数约4.4万头，自给率达65.1%



总结

疆外占比未实现持续增长，第一次出疆因同质化产出竞争以及原奶稀缺而失败

天润此轮出疆战略清晰，在渠道与产品上与主流乳企差异化明显，目前 KA 等主流渠道的价格竞争对其影响减小，疆外市场拓展仍处于初期，预计增长空间仍较大

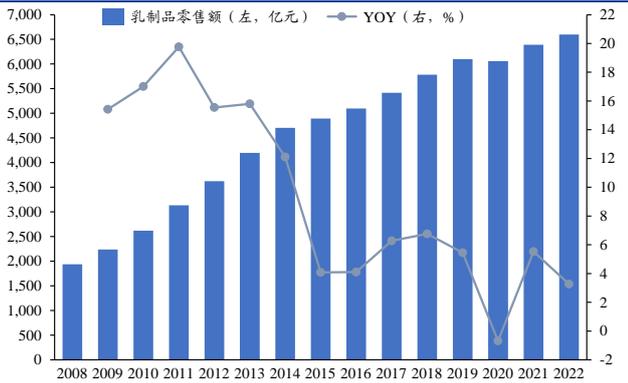
数据来源：Wind，华福证券研究所

2 行业体量庞大，需求多元化发展

乳制品行业市场空间超 6000 亿元，Z 世代消费者需求差异化以及新渠道兴起带动“小众奶”崛起，给予区域乳企更多成长机会。根据 Euromonitor 数据，2022 年中国大陆乳制品零售额为 6599.7 亿元，同比增长 3.27%，近 5 年 CAGR 为 4%，行业增长稳健。此外乳制品行业细分品类多样，消费者需求多样，例如常温白奶迎合消费者对健康的需求，需求相对刚性，特别是疫情之后，受益于消费者健康意识提高，常温白奶景气度提升，而酸奶定位偏休闲场景，具备娱乐化与饮料化属性。

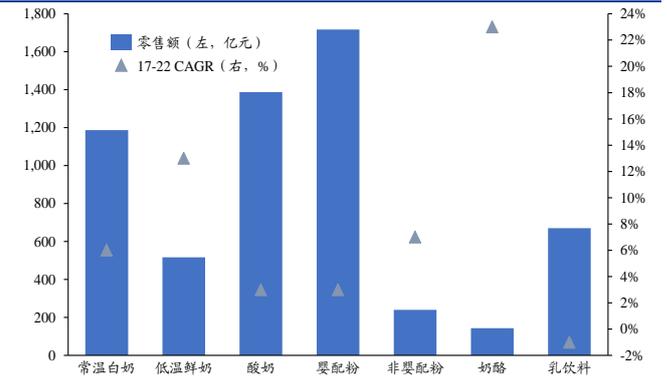
此外，近年来以新疆奶为代表的小众奶逐渐兴起，一方面消费者对健康更加重视，小众奶通过在健康、营养等方面宣传引起消费者兴趣，另一方面小众奶本身具备“稀缺”“小众”等特点，迎合 Z 世代对个性和自由的追求，Z 世代也勇于探索新产品，此外伴随直播带货、以及小红书、抖音等平台的流行，小众奶迅速出圈。美团优选数据显示，大西北本地牛奶品牌 2023 年前 5 个月销量同比增长近 30%。其中，新疆奶销量同比增长 190%，成为销量“黑马”，在搜索“新疆奶”的人群中，25 岁至 30 岁的年轻群体占比最高。乳制品空间广阔，细分品类众多，叠加 Z 世代差异化的需求，区域乳企有望持续成长。

图表 2：国内乳制品零售额超 6000 亿元



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 3：乳制品行业品类众多



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

面对双寡头竞争，区域乳企通过低温奶、送奶入户渠道以及差异化战略突围。

乳制品行业双寡头竞争格局清晰，伊利和蒙牛通过深度渠道分销、品牌力等优势在常温白奶市场合计占有超过 80% 份额，面对双寡头竞争，区域乳企主要从以下方面进行突围：

1) 发力低温奶：低温鲜奶由于保质期短，受限于销售半径，全国乳企由于所控制奶源集中、工厂所在地集中，所以较难进入低温奶领域，因此区域乳企可以通过低温奶占据所在区域市场；

2) 送奶入户渠道：由于巴氏奶家庭自饮居多，且作为日常营养品，具有高频少量的消费特点。送奶入户渠道通过日配（或者一周几次）上门方式，满足消费者高频消费需求，成为巴氏奶消费的主要渠道之一。并且无逾期退损、无中间渠道、独占性等特点保障了入户渠道的高毛利。在常温乳发展趋于成熟的背景下，区域龙头乳企发力送奶入户渠道将成为低温奶市场最有力竞争壁垒。目前光明、新乳业、燕塘、三元等区域乳企都利用其在当地密集的网点、精细化运作的渠道及消费者忠诚度优势，发展了完善的送奶入户业务，客户通过电话订购、小程序或 APP 均可方便快捷订购送奶入户业务。

3) 差异化战略：区域乳企可以根据区位优势打造特色产品，抓住消费者细分需求，在渠道上也可以通过便利店、学校等特殊渠道以及专卖店形式与伊利蒙牛形成差异化竞争。

图表 4：区域乳企通过低温奶、送奶入户渠道以及差异化战略突围

新希望24小时鲜牛乳系列



光明“随心订”



天润的特色产品



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3 差异化战略，助力公司扩张疆外市场

疆外扩张模式已跑通，差异化战略助力公司扩张市场。公司作为区域乳企，在向疆外进行市场扩张时采取差异化战略。产品方面，公司通过新颖的包装、独特的口味打造产品特色，从产品结构上看，低温酸和常温奶是公司收入的基本盘，桶装酸奶和利乐砖是公司当前收入增长的核心驱动力，利润率更高的奶啤则是公司重点培育的品类，采取单独运营模式。在渠道上公司依靠专卖店渠道、特殊渠道以及线上渠道等多元化渠道，尽量避开乳业巨头所擅长的商超和流通渠道。此外，公司积极利用社交电商进行宣传销售，不断提高品牌曝光度。我们认为在 Z 世代逐渐成为消费主力、线上新营销方式兴起以及原奶价格下行背景下，公司有望凭借差异化战略，成功出疆，获得持续成长。公司差异化战略具体表现在：

(1) 产品差异化：乳制品通常较为同质化，包装相似口味相近，而天润通过独特的奶源优势、包装、多种产品品类及价格差打造差异化产品。**包装方面**，天润酸奶使用爱克林包装，与传统酸奶利乐包装相比易于区分、特点鲜明且方便手拿，打开天润酸奶的辨识度。**品类方面**，公司基于新疆奶源特色、不同渠道特点，推出天润奶啤、桶装酸奶、浓缩纯牛奶等品类，公司产品矩阵更加多元化。**价格方面**，横向对比来看，天润酸奶、奶啤系列相比竞品价格定位更贵，但销量上相对更具优势，这说明天润品牌的认可度较高，定价受到了市场认可。而常温奶则走低价路线，目前尚处于扩张推广阶段。

图表 5：天润酸奶与竞品对比

图表 6：天润奶啤与竞品对比

品牌	天猫旗舰店售价	产品	单袋售价	包装图	销量
天润	12包48.5	爱克林酸奶	4.0		1000+
君乐宝	12包44.9	涨芝士啦	3.7		400+
	12包36.9	简醇	3.1		7000+

数据来源：天猫，华福证券研究所，（注：以上数据截至 2024 年 1 月 1 日）

	天润奶啤	西域春奶啤	海伦司奶啤	新农奶啤
价格（元/100ml）	1.81	0.94	1.74	3.31
能量（千焦/100ml）	235	122	141	112
蛋白质（g/100ml）	0.7	0	0.6	0
脂肪（g/100ml）	0.8	0	0	0
是否使用啤酒花	否	是	是	是
保质期	8个月	12个月	9个月	12个月
销量	1万+	2000+	2万+	100+

数据来源：天猫，华福证券研究所（注：以上数据截至 2024 年 1 月 1 日）

图表 7：天润常温奶与竞品对比

品牌	天润			伊利		蒙牛		
	产品	浓缩全脂纯牛奶	浓缩M枕纯牛奶	浓缩纯牛奶M砖	伊利纯牛奶	金典有机奶	蒙牛纯牛奶	特仑苏有机奶
图片								
规格	125g*20	200g*20	180g*12	250ml*24	250ml*16	250ml*24	250ml*12	
折扣价格（元/箱）	70	38	40	62.6	88	52.8	76	
折扣价格（元/100g或100ml）	2.80	0.95	1.85	1.57	2.20	0.88	2.53	
能量（千焦/100g或100ml）	309	271	309	277	309	284	309	
蛋白质（g/100g或100ml）	3.6	3.3	3.6	3.2	3.6	3.2	3.6	
脂肪（g/100g或100ml）	4.4	3.5	4.4	3.8	4.4	4	4.4	
销量	10w	2w	2w	8w	1w	100w	3w	

数据来源：天猫，华福证券研究所（注：以上数据截至 2024 年 1 月 1 日）

(2) 渠道差异化：疆外市场公司避开乳业巨头具备明显优势的商超和流通渠道，选择专卖店、夫妻店、线上和特殊渠道进行多元化布局。专卖店渠道是公司重点发力渠道之一，专卖店数量从 2020 年末的 365 家提升至 2022 年末的 764 家，复合增速达 44.6%。专卖店渠道与送奶入户渠道具备一定相似性，该模式缩短了销售链路，对于消费者来说体验更加即时、便捷，对乳企来说该模式由于无中间渠道，盈利能力较高，有利于吸引经销商加盟。此外专卖店渠道也有利于保证复购率和培养消费者粘性，更便于推广高端产品和推广新品类。同时，公司产品整体终端定价较高，高渠道利润能够给予经销商更好的激励，有助于帮助公司扩张疆外市场，尤其是在竞争激烈的 KA 渠道。

图表 8：天润专卖店可以作为品牌宣传窗口



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 9：22 年末专卖店覆盖全国近百个市县



数据来源：公司官网，华福证券研究所

(3) 营销差异化：近年来社交电商（如小红书、抖音）和直播带货关注度持续上升，相比较传统电商，社交电商和直播带货能够将品牌宣传和销售融为一体，给予新品牌更多机会，公司积极把握机遇，借助抖音等社交媒体，进行品牌宣传，打造网红产品。从抖音数据来看，公司抖音作品数和获赞数高于其余乳企。

图表 10：天润作品数量和获赞数量高于其余乳企，粉丝数量仅低于伊利蒙牛

	天润	伊利	蒙牛	光明	新希望
粉丝（万）	101.2	291.5	197.4	21.2	5.5
作品（个）	3265	2731	1540	532	1271
获赞（万）	573.3	86.9	423.8	70.2	2.3

数据来源：抖音，华福证券研究所，数据截至 2024 年 1 月 2 日

4 疆内仍加强布局，疆外市场开拓进行中

新疆整体饮奶习惯较好，呈现“一超多强”的格局，天润市占率领先明显。新疆饮奶习惯较好，2022 年人均奶类消费量为 17.2 千克，位列全国各省份第六位。根据新疆统计年鉴的人均奶类消费量和人均奶类消费支出测算，2021 年新疆全体居民奶类消费金额约 53 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 3.8%，2021 年奶类消费金额/消费量为 53.09 亿元/47.60 万吨，受疫情影响下滑约 5.6%/11.7%。从格局来看，新疆乳制品行业竞争格局呈现“一超多强”，不同地区有代表性品牌，例如石河子地区的花园乳业，南疆的新农乳业。天润通过爱克林酸奶、利乐枕等产品提升整体品牌形象，疆内市占率达 40%，与西域春、麦趣尔、西部牧业的花园乳业拉开明显差距。

图表 11：新疆全体居民奶类消费金额和消费量



数据来源：国家统计局，wind，华福证券研究所

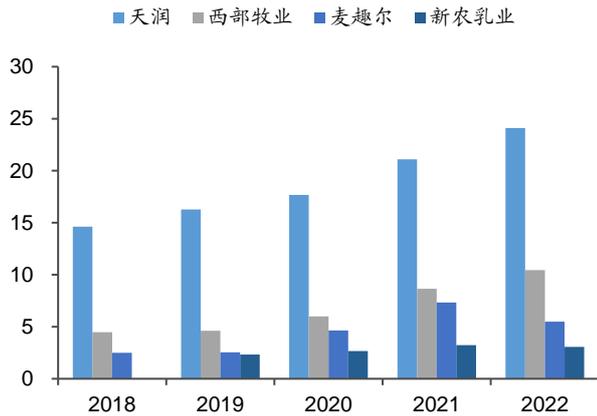
图表 13：各新疆乳企销售额（亿元）

图表 12：2022 年前十省份人均奶类消费量

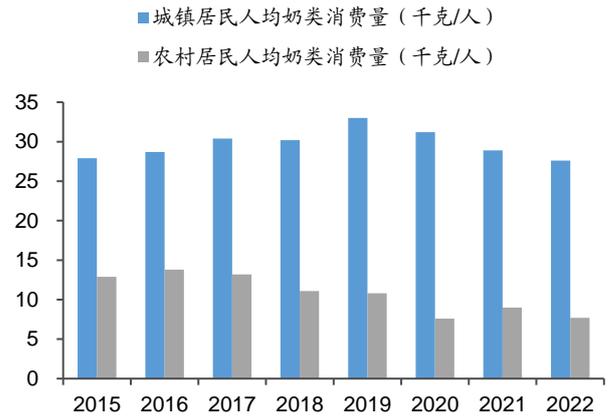


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 14：新疆城镇居民和农村居民人均奶类消费量



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

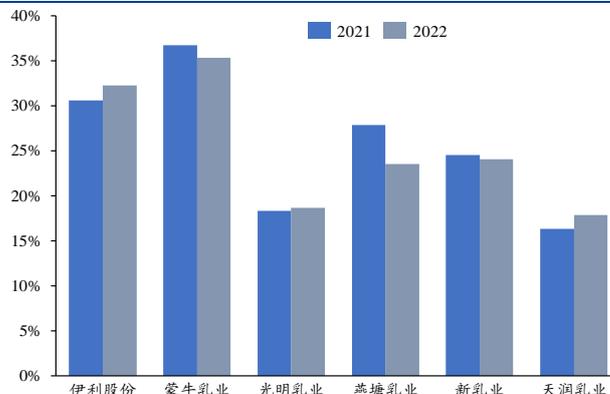


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

立足北疆大本营，南疆份额有望受益并购和产能释放进一步提升。 尽管新疆饮奶习惯较好，但地区之间发展差距较大，新疆城镇居民人均奶类消费量是农村居民消费量的 3-4 倍，南疆相较于北疆，经济相对落后，且南北疆之间道路建设不完善导致原材料运输较难。北疆作为公司大本营，设有主要的工厂天润科技和天润盖瑞，反观南疆产能布局较少，市场渗透率较低，市场空间有待进一步挖掘。公司近年来不断加强对南疆产能的布局，2019 年投入建设位于南疆图木舒克的唐王城项目，规划产能 10 万吨，2021 年已投产 3 万吨，2023Q2 预计投产 3 万吨。2023 年，公司以 3.26 亿元收购新农乳业 100% 股权，新农乳业拥有 1 个乳制品加工厂及 8 个自有及租赁牧场，在疆内主要销往南疆的阿克苏和阿喀尔地区，进一步巩固了公司在南疆市场的竞争力。新农乳业 2022 年收入 3.06 亿元，归母净利润达 0.29 亿元，并表后为公司带来可观增量。

疆外市场山东工厂投产，有助于公司打开市场并提升盈利能力。 过往公司的工厂基本分布在疆内市场，疆外布局较少，造成公司整体运输费用率较高，导致公司整体毛利率相较于同行，也处于较低水平。2023 年 11 月 28 日，公司山东齐河项目一期建成投产，投产后预计将打开山东及周边市场，带动公司收入进一步增长。

图表 15：各乳企毛利率对比



数据来源：iFind，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

(1) 销售量：公司乳制品主要为低温乳和常温乳两种，考虑到需求逐步复苏、且并购新农乳业将对 2023 年带来一定量增、疆外拓展进程循序渐进将对 2024-2025 年疆外常温乳带来一定放量，因此我们预计 2023-2025 年销售量同比增长 15.0%/14.7%/12.0%。

(2) 吨价：吨价受低温常温产品结构影响，低温产品具有高毛利但销售量较少，常温产品毛利相对低但销售量较高。综合考虑行业需求复苏、公司疆外拓展进程及并购新农等因素影响，我们预计 2023-2025 年吨价同比变动 0.5%/-1.0%/2.0%。

(3) 吨成本：乳制品吨成本受原奶价格、包材等原材料因素影响，我们预计原奶价格下行区间预计将持续到 24 年底，不考虑其他因素影响对应吨成本将逐步降低，25 年预计伴随原奶价格上行成本略有增长，2023-2025 年吨成本同比变动-1.2%/-1.2%/1.4%。

费用率方面，(1) 公司在 2014-2015 年第一次疆外扩张时期，销售费用率显著上升，之后销售费用率不断下滑，考虑公司近年来不断向疆外市场扩张，需要投入更多资源建设渠道，销售费用率增加，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 5.6%/5.7%/5.8%；考虑到并购及产能扩张，我们预计 2023-2025 年管理费用率 3.4%/3.6%/3.8%；(2) 我们预计研发费用率保持稳定，维持在 0.8%。

图表 16：盈利预测汇总（单位：亿元）

亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21.09	24.10	27.92	32.09	36.88
YOY	19.3%	14.3%	15.8%	15.0%	14.9%
毛利率	16.3%	17.9%	19.3%	20.1%	20.6%
净利润	1.50	1.97	1.84	2.21	2.61
乳制品	20.35	22.93	26.50	30.10	34.38
YOY	18.3%	12.7%	15.6%	13.6%	14.2%
毛利率	16.1%	18.2%	19.5%	19.6%	20.1%
占比	96.5%	95.1%	94.9%	93.8%	93.2%
畜牧业	0.60	0.89	1.09	1.61	2.04
YOY	61.7%	49.1%	23.0%	47.0%	26.5%
毛利率	24.9%	10.5%	10.5%	25.0%	25.0%
占比	2.8%	3.7%	3.9%	5.0%	5.5%
其他	0.14	0.27	0.32	0.39	0.47
YOY	32.2%	86.5%	19.1%	20.4%	20.1%
占比	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%

数据来源：Wind，华福证券研究所

相对估值：

我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润 1.84/2.21/2.61 亿元，同比分别-6.2%/20.0%/17.9%，对应 EPS 为 0.58/0.69/0.81 元/股，参考当前股价对应 23-25

年 PE 分别为 20.6x/17.2x/14.6x。考虑到天润此轮出疆战略清晰，疆外市场拓展仍处于初期，预计仍有增长空间。我们给予公司 2024 年 22X PE，对应目标价为 15.19 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 17：可比公司估值

可比公司		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
股票代码	公司简称		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600887.SH	伊利股份	1,659.01	94.31	106.86	122.05	138.99	17.59	15.52	13.59	11.94
2319.HK	蒙牛乳业	708.56	51.85	58.832	68.96	80.31	13.67	12.04	10.27	8.82
600597.SH	光明乳业	120.62	3.61	6.03	7.10	8.29	33.44	20.00	16.98	14.56
002732.SZ	燕塘乳业	30.49	0.99	1.71	2.04	2.36	30.69	17.80	14.97	12.92
002946.SZ	新乳业	99.14	3.62	4.77	6.32	7.95	27.42	20.77	15.70	12.47
	平均							17.23	14.30	12.14
600419.sh	天润乳业	38.01	1.97	1.84	2.21	2.61	19.34	20.62	17.19	14.58

数据来源：ifind，华福证券研究所（注：2023-2025 年归母净利润均来自于 ifind 一致预期，总市值截至 2024 年 1 月 3 日）

6 风险提示

(1) 行业促销竞争加剧：若行业促销加剧则公司投放费用增加、收入减少，对公司营收总盘及盈利能力均有影响。

(2) 公司疆外拓展进展受阻：公司目前正处于地二次出疆进程中，二次出境进程受阻将影响公司未来三年营收表现。

(3) 原奶价格大幅波动：原奶价格如有较大变动将会对公司成本、销售费用等方面带来较大影响。

(4) 终端需求不及预期：终端需求将影响乳制品销售额，需求不及预期将会对公司营收端带来不利影响。

(5) 食品安全事件：食品安全事件将对公司乃至行业整体口碑、营收、盈利等各方面带来不利影响。

图表 18: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	704	816	938	1,078	营业收入	2,410	2,792	3,209	3,688
应收票据及账款	98	100	89	91	营业成本	1,979	2,254	2,564	2,929
预付账款	31	34	38	44	税金及附加	13	15	17	19
存货	502	577	655	747	销售费用	125	156	183	214
合同资产	0	0	0	0	管理费用	81	94	114	138
其他流动资产	24	28	32	37	研发费用	10	22	26	30
流动资产合计	1,359	1,555	1,753	1,997	财务费用	-5	6	19	29
长期股权投资	3	3	3	3	信用减值损失	-2	0	-1	-1
固定资产	1,314	1,981	2,185	2,469	资产减值损失	-13	-13	-13	-13
在建工程	389	489	489	389	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	42	45	47	50	投资收益	1	0	0	1
商誉	2	2	2	2	其他收益	39	10	10	10
其他非流动资产	823	713	770	743	营业利润	232	242	283	327
非流动资产合计	2,574	3,234	3,497	3,656	营业外收入	3	3	3	3
资产合计	3,933	4,788	5,250	5,653	营业外支出	19	40	40	40
短期借款	269	952	1,120	1,172	利润总额	215	205	246	289
应付票据及账款	400	470	523	598	所得税	15	16	20	23
预收款项	0	14	4	6	净利润	201	188	226	266
合同负债	55	62	72	83	少数股东损益	4	4	5	6
其他应付款	120	138	159	183	归属母公司净利润	197	184	221	261
其他流动负债	209	161	207	267	EPS (摊薄)	0.61	0.58	0.69	0.81
流动负债合计	1,053	1,798	2,085	2,308					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	342	323	401	470	成长能力				
非流动负债合计	342	323	401	470	营业收入增长率	14.2%	15.8%	15.0%	14.9%
负债合计	1,395	2,121	2,486	2,778	EBIT 增长率	20.4%	0.3%	25.4%	20.1%
归属母公司所有者权益	2,309	2,433	2,525	2,631	归母净利润增长率	31.3%	-6.2%	20.0%	17.9%
少数股东权益	230	234	238	244	获利能力				
所有者权益合计	2,539	2,667	2,764	2,875	毛利率	17.9%	19.3%	20.1%	20.6%
负债和股东权益	3,933	4,788	5,250	5,653	净利率	8.3%	6.7%	7.0%	7.2%
					ROE	7.7%	6.9%	8.0%	9.1%
					ROIC	9.3%	7.5%	8.4%	9.1%
					偿债能力				
					资产负债率	35.5%	44.3%	47.4%	49.1%
					流动比率	1.3	0.9	0.8	0.9
					速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
					应收账款周转天数	12	13	11	9
					存货周转天数	82	86	87	86
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.61	0.58	0.69	0.81
					每股经营现金流	0.94	1.15	1.44	1.70
					每股净资产	7.21	7.60	7.89	8.22
					估值比率				
					P/E	19	21	17	15
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	751	744	553	477

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	301	368	461	544
现金收益	327	328	445	515
存货影响	-100	-75	-78	-92
经营性应收影响	-36	8	19	5
经营性应付影响	-33	103	63	101
其他影响	143	4	13	15
投资活动现金流	-643	-797	-463	-380
资本支出	-419	-904	-406	-406
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-223	107	-57	26
融资活动现金流	146	540	124	-25
借款增加	133	624	189	85
股利及利息支付	-57	-147	-184	-215
股东融资	147	0	0	0
其他影响	-77	63	120	105

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn