

2024年04月16日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 利润端承压，疆外市场增长可期

—天润乳业（600419.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

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

2024年04月15日，天润乳业发布2023年年报。

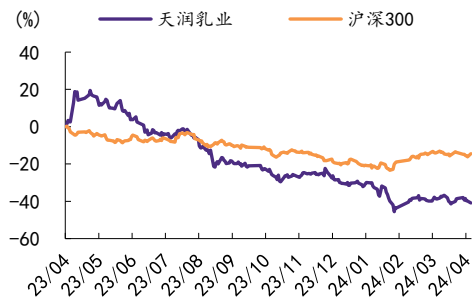
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-15

当前股价(元)	9.7
总市值(亿元)	31
总股本(百万股)	320
流通股本(百万股)	320
52周价格范围(元)	9.14-20.26
日均成交额(百万元)	72.27

### 市场表现



### 相关研究

- 《天润乳业（600419）：业绩符合预期，并表影响有望减弱》2023-10-25
- 《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

### 营收稳健增长，利润端受并表影响短期承压

公司2023年总营收27.14亿元(+13%)，主要得益于疆外市场顺利拓展/乳制品销量提升。归母净利润1.42亿元(-28%)；2023Q4公司总营收6.31亿元(+13%)，归母净利润-47.34万元(2022年同期为0.43亿元)，利润端短期承压，系新农乳业并表拖累所致。由于公司通过控制运营成本/各工厂产能协调直发/供应商评选与承运商招标等多措并举推进降本增效，公司2023年毛利率增长1pct至19.11%；2023Q4毛利率17.58%(-0.1pct)。2023年销售/管理费用率分别为5.41%/3.57%，分别同增0.2pct/0.2pct，同时受新农乳业并表及收购新农乳业致使筹资费用增加的影响，2023年财务费用增至1825.58万元(2022年同期-502.89万元)，综合导致公司净利率为5.16%(-3pcts)。2024年，公司计划实现乳制品销量32万吨，预计实现总营收30亿元。

### 乳制品基本盘稳固，疆外市场增速亮眼

分产品看，2023年常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他产品营收分别为15.30/10.80/0.80/0.09亿元，分别同比+19%/+8%/-10%/-51%。2023年公司完成70余款新品开发并陆续推新，实现乳制品销量28.45万吨(+6%)。其他产品营收同比腰斩，主要系子公司天润优品销售新疆特色产品减少所致。分销售模式看，2023年经销/直营的营收分别为24.01/2.99亿元，分别同增12%/14%。2023Q4末，专卖店数量达1000家，2023年全面推进专卖店数字化建设及会员销售体系的搭建，预计利好整体运营效率及消费者购物体验，从而增强市场竞争力。分区域看，2023年疆内/疆外营收分别为14.51/12.49亿元，分别同增6%/21%，疆外增速亮眼，得益于公司持续在供应/销售/渠道端多元布局，未来增长仍可期：供应端，天润齐源于2023年11月投产试运营，天润唐王城二期3万吨乳制品加工项目基本完成，为进一步拓展疆外市场提供供应保障；销售端，2023年公司设立山东销售分公司，通过市场网络体系构建为未来销售布局奠基；渠道端，截至2023年末，公司总经销商930家，净增加204家，

其中疆内/疆外净增加 33/171 家，重点发力疆外经销网络建设。

## ■ 盈利预测

我们看好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。根据年报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55/0.68/0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 18/14/12 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、产能建设进度不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,714	3,039	3,357	3,675
增长率（%）	12.6%	12.0%	10.5%	9.5%
归母净利润（百万元）	142	176	217	256
增长率（%）	-27.7%	23.9%	23.1%	18.2%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.55	0.68	0.80
ROE（%）	5.4%	6.3%	7.4%	8.2%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	511	1,640	2,544	3,124
应收款	164	133	129	131
存货	812	572	555	565
其他流动资产	69	49	50	51
流动资产合计	1,556	2,394	3,278	3,870
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	2,239	2,395	2,358	2,250
在建工程	510	204	82	33
无形资产	62	59	56	53
长期股权投资	19	19	19	19
其他非流动资产	1,314	1,314	1,314	1,314
非流动资产合计	4,144	3,992	3,829	3,669
资产总计	5,700	6,386	7,108	7,540
<b>流动负债:</b>				
短期借款	476	616	696	746
应付账款、票据	868	458	444	444
其他流动负债	330	330	330	330
流动负债合计	1,725	1,466	1,534	1,585
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	842	1,662	2,162	2,362
其他非流动负债	480	480	480	480
非流动负债合计	1,323	2,143	2,643	2,843
负债合计	3,047	3,609	4,177	4,427
<b>所有者权益</b>				
股本	320	320	320	320
股东权益	2,653	2,777	2,931	3,112
负债和所有者权益	5,700	6,386	7,108	7,540

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	140	174	214	253
少数股东权益	-2	-2	-3	-3
折旧摊销	181	152	163	160
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	26	-108	8	-12
经营活动现金净流量	344	216	382	398
投资活动现金净流量	-1069	149	160	157
筹资活动现金净流量	1854	911	519	178
现金流量净额	1,129	1,276	1,061	734

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,714</b>	<b>3,039</b>	<b>3,357</b>	<b>3,675</b>
营业成本	2,195	2,442	2,685	2,925
营业税金及附加	13	16	17	18
销售费用	147	161	181	202
管理费用	97	106	114	121
财务费用	18	54	54	49
研发费用	25	27	30	33
费用合计	287	348	380	405
资产减值损失	-49	-30	-20	-15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>245</b>	<b>261</b>	<b>299</b>	<b>336</b>
加:营业外收入	3	2	3	4
减:营业外支出	75	50	40	30
<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>213</b>	<b>262</b>	<b>310</b>
所得税费用	33	39	48	57
<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>174</b>	<b>214</b>	<b>253</b>
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
<b>归母净利润</b>	<b>142</b>	<b>176</b>	<b>217</b>	<b>256</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.6%	12.0%	10.5%	9.5%
归母净利润增长率	-27.7%	23.9%	23.1%	18.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	19.1%	19.7%	20.0%	20.4%
四项费用/营收	10.6%	11.5%	11.3%	11.0%
净利率	5.2%	5.7%	6.4%	6.9%
ROE	5.4%	6.3%	7.4%	8.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.5%	56.5%	58.8%	58.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	16.5	22.8	26.1	28.1
存货周转率	2.7	4.3	4.9	5.2
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.44	0.55	0.68	0.80
P/E	21.9	17.6	14.3	12.1
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1

## ■ 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 年金麒麟新锐分析师称号。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：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。