

# 天润乳业 (600419)

## 2023 年报点评: 新农并表拖累业绩, 疆外工厂顺利投产

增持 (下调)

2024 年 04 月 16 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,410	2,714	2,986	3,348	3,738
同比	14.25%	12.62%	10.03%	12.13%	11.64%
归母净利润 (百万元)	196.47	142.03	178.55	219.57	267.79
同比	31.27%	-27.71%	25.71%	22.98%	21.96%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.44	0.56	0.69	0.84
P/E (现价&最新摊薄)	15.04	20.81	16.55	13.46	11.04

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **公司发布 23 年年报:** 2023 年公司营收 27.14 亿元, 同比+12.6%; 归母净利润 1.42 亿元, 同比-27.7%; 扣非归母净利润 1.4 亿元, 同比-21.5%。单 Q4 公司收入 6.31 亿元, 同比+13.04%; 归母净亏损 47 万元 (22Q4 归母净利润 0.43 亿元); 扣非归母净亏损 0.04 亿元 (22Q4 扣非归母净利润 0.4 亿元)。剔除新农并表影响, 23 年公司内生收入 25 亿元, 同比+4.13%, 净利润 1.97 亿元, 同比-1.9%。收入符合预期, 利润低于预期。
- **新农并表下常温高增, 低温稳健增长:** 23 年公司畜牧业/常温/低温业务收入分别同比-10.1%/+18.7%/+7.6%, 23Q4 畜牧业/常温/低温业务收入同比-42%/+13%/+19%。受上游原奶供大于求影响, 公司畜牧业业务承压。新农并表下 23 年公司常温业务增速较快, 细分品类中预计以常温砖为代表的 UHT 奶增速较快, 奶啤相对疲软。23 年低温业务稳健增长, 细分品类中预计桶酸收入增速表现好于爱克林。
- **深化渠道改革, 疆外市场持续高增:** 23 年公司疆内/疆外收入分别同比+6.03%/+20.84%, 疆内收入占比达到 46%, 同比+3.13pct; 23Q4 疆内/疆外收入分别同比+1.7%/+28.6%, 23Q4 疆外加速扩张。2020 年底公司开启二次出疆, 在疆外集中资源发展重点市场和专卖店渠道, 2023 年公司持续推进专卖店数字化建设, 疆外市场持续高增, 截止到 2023 年末, 公司专卖店数量达到 1000 家, 环比 23H1 增加 141 家。
- **成本红利+结构升级下毛利率改善, 新农并表压制盈利能力:** 23 年公司毛利率同比+1.2pct, 毛利率优化预计主因奶价下行+高毛利的常温砖放量后产品结构优化。23 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.2/+0.22/+0.5/+0.88pct; 研发费用率提升预计主因公司增加新品研发投入及畜牧养殖技术提升投入, 23 年公司共完成 70 余款新产品开发; 新农并表下财务费用率提升。综合看 23 年公司归母净利率同比-2.9pct; 剔除新农并表影响, 23 年公司内生净利率同比-0.48pct, 盈利能力承压。
- **山东工厂规划清晰, 疆外扩张潜力可期:** 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, 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 23 年业绩低于预期, 我们调整 24-26 年收入预期为 30/33.5/37.4 亿元 (此前 24-25 年预期 30.54/34.4 亿元), 同比+10%/+12%/+12%, 下调归母净利润预期至 1.8/2.2/2.7 亿元 (此前 24-25 年预期为 2.11/2.54 亿元), 同比+26%/+23%/+22%, 对应 PE 分别为 17/13/11x, 下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.23
一年最低/最高价	8.88/20.64
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	2,955.36
总市值(百万元)	2,955.36

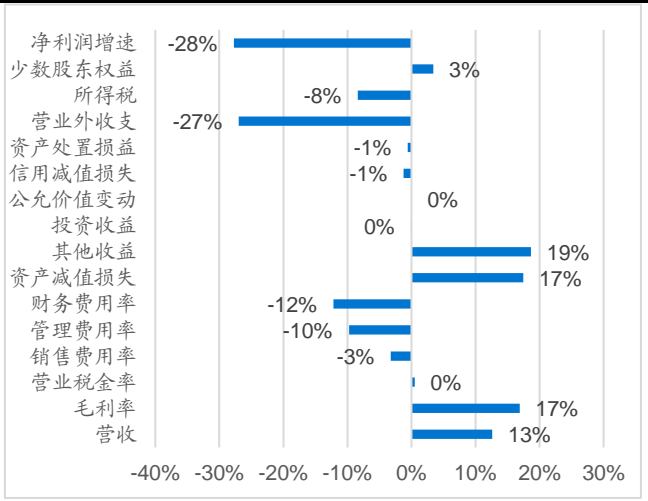
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.47
资产负债率(% ,LF)	53.46
总股本(百万股)	320.19
流通 A 股(百万股)	320.19

### 相关研究

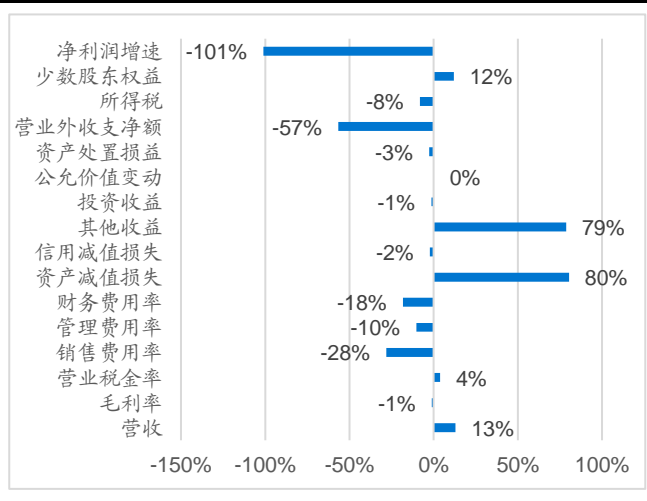
- 《天润乳业(600419): 疆内龙头乳企, 全国化扩张进行时》  
2023-12-22
- 《天润乳业(600419): 天润乳业: 爱克林带动业绩高速增长, 未来低温产品省外扩张渠道和管理是关键》  
2016-07-19

图1: 天润乳业 2023 年利润增速拆分贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 天润乳业 2023Q4 利润增速拆分贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 天润乳业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,556</b>	<b>1,422</b>	<b>1,599</b>	<b>1,656</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,714</b>	<b>2,986</b>	<b>3,348</b>	<b>3,738</b>
货币资金及交易性金融资产	511	408	581	642	营业成本(含金融类)	2,195	2,401	2,682	2,983
经营性应收款项	164	162	169	175	税金及附加	13	15	17	19
存货	812	786	783	773	销售费用	147	163	182	203
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	105	118	131
其他流动资产	69	67	66	66	研发费用	25	27	29	33
<b>非流动资产</b>	<b>4,144</b>	<b>4,465</b>	<b>4,634</b>	<b>4,946</b>	财务费用	18	17	20	18
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	80	45	47	49
固定资产及使用权资产	2,374	2,452	2,479	2,639	投资净收益	1	1	1	0
在建工程	510	448	386	338	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	62	65	68	68	减值损失	(54)	(48)	(47)	(45)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	7	8	9	10	<b>营业利润</b>	<b>245</b>	<b>256</b>	<b>300</b>	<b>354</b>
其他非流动资产	1,170	1,470	1,670	1,870	营业外净收支	(72)	(33)	(26)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>5,700</b>	<b>5,887</b>	<b>6,234</b>	<b>6,602</b>	<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>223</b>	<b>274</b>	<b>334</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,725</b>	<b>1,751</b>	<b>1,896</b>	<b>2,014</b>	减:所得税	33	42	52	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	519	619	719	719	<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>180</b>	<b>222</b>	<b>270</b>
经营性应付款项	868	800	820	912	减:少数股东损益	(2)	2	2	3
合同负债	51	60	67	75	<b>归属母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>179</b>	<b>220</b>	<b>268</b>
其他流动负债	286	271	290	308	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.56	0.69	0.84
非流动负债	1,323	1,303	1,283	1,263	EBIT	283	239	294	352
长期借款	842	792	742	692	EBITDA	482	425	488	379
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.11	19.59	19.89	20.19
租赁负债	100	130	160	190	归母净利率(%)	5.23	5.98	6.56	7.16
其他非流动负债	380	380	380	380	收入增长率(%)	12.62	10.03	12.13	11.64
<b>负债合计</b>	<b>3,047</b>	<b>3,053</b>	<b>3,179</b>	<b>3,276</b>	归母净利润增长率(%)	(27.71)	25.71	22.98	21.96
归属母公司股东权益	2,391	2,569	2,789	3,057					
少数股东权益	262	264	266	269					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,653</b>	<b>2,833</b>	<b>3,055</b>	<b>3,326</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,700</b>	<b>5,887</b>	<b>6,234</b>	<b>6,602</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	344	411	531	489	每股净资产(元)	7.47	8.02	8.71	9.55
投资活动现金流	(1,069)	(569)	(412)	(381)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	531	55	54	(47)	ROIC(%)	6.43	4.57	5.26	5.94
现金净增加额	(194)	(103)	173	61	ROE-摊薄(%)	5.94	6.95	7.87	8.76
折旧和摊销	199	186	194	27	资产负债率(%)	53.46	51.87	50.99	49.63
资本开支	(789)	(569)	(412)	(381)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.81	16.55	13.46	11.04
营运资本变动	(154)	(61)	16	99	P/B (现价)	1.24	1.15	1.06	0.97

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。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>