

并表拖累短期业绩，疆外扩张稳步推进

2024 年 04 月 17 日

➤ **事件：**4 月 16 日公司发布 2023 年年报，23 年全年实现营收 27.14 亿元，同增 12.62%；实现归母净利润 1.42 亿元，同减 27.71%。单季度看，23 年第四季度公司实现营收 6.31 亿元，同增 13.04%；实现归母净利润-47.34 万元，同减 101.11%。

➤ **奶价下行影响畜牧业表现，疆外扩张稳步推进。**公司 23 年实现乳制品销量 28.45 万吨，较上年同期增长 6.21%。**分产品看**，公司 23Q4 常温产品实现收入 3.60 亿元，产品占比 57.48%，同增 13.01%；低温产品实现收入 2.52 亿元，产品占比 40.21%，同增 18.61%。23 年全年公司常温、低温产品占比分别为 56.67%、40.01%，增速分别为 18.65%、7.57%。短期行业上游奶价持续下行，公司畜牧业产品 23Q4 实现收入 1.12 亿元，同减 41.61%，拖累整体增速。**分渠道看**，23Q4 疆内市场实现营收 3.19 亿元，同增 1.65%；疆外市场持续发力，实现营收 3.07 亿元，同增 28.57%，增速表现亮眼。23 全年疆内、疆外市场占比分别为 53.73%、46.27%，增速分别为 6.03%、20.84%，疆外市场贡献不断提升。

➤ **专卖店持续扩张，奶源自给率不断提升。经销商方面**，23Q4 疆内/疆外市场环比增加 6 家/46 家，期末经销商合计 930 家。公司疆外销售重要渠道为专卖店，实行数字化统一管理，打造稳定的会员销售体系。截至 23 年末，公司专卖店数量达 1000 家。**产能方面**，公司拥有天澳牧业、沙湾天润、新农乳业牧业分公司等九家奶牛养殖企业共计 26 个牧场，牛只总存栏数约 6.5 万头，23 年末公司自有奶源率达到 92.36%。23 年天润山东齐源年产 15 万吨乳制品加工项目一期建成投产试运营；天润科技 20 万吨产能建设推进，保障长期增长需求。

➤ **扩张期费用支出增加，新农并表及处置牛只影响公司业绩。**公司 23Q4 实现毛利率 17.58%，同减 0.07pcts。23Q4 销售费用率 5.21%，同增 1.89pcts；管理费用率 5.99%，同增 0.69pcts，扩张期费用支出增加；公司 23Q4 净利率为-0.88%，同减 8.52pcts。公司收购新农乳业并表，造成资产减值损失，2023 年新农乳业对公司利润影响为-9,535 万元；如剔除新农影响，公司全年利润总额应为 2.68 亿元，同增 24.65%。此外，公司淘汰部分生物性资产，增加非流动性资产处置损益 7558.55 万元，拖累短期利润表现。

➤ **投资建议：**公司为疆内龙头乳企，仍处于疆外扩张阶段，畜牧业板块伴随奶价回升有望恢复增长，同时加速整合新农乳业，成长红利有望释放。公司经营计划：2024 年实现乳制品销量 32 万吨，同增 12.48%；预计实现营收 30 亿元，同增 10.54%。我们预计公司 24~26 年营收分别为 30.22/33.98/38.26 亿元，归母净利润分别为 1.86/2.26/2.62 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 16/13/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**上游奶源供应风险；疆外扩张竞争加剧；食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,714	3,022	3,398	3,826
增长率 (%)	12.6	11.3	12.4	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	142	186	226	262
增长率 (%)	-27.7	31.2	21.0	16.0
每股收益 (元)	0.44	0.58	0.70	0.82
PE	21	16	13	11
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.23 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.天润乳业 (600419.SH) 2023 年三季报点评：收购新农影响短期业绩，静待整合优化-2023/10/25
- 2.天润乳业 (600419.SH) 2023 年中报点评：养殖压力影响短期业绩，长期扩张趋势延续-2023/08/25
- 3.天润乳业 (600419.SH) 2023 年一季报点评：疆外扩张维持强劲势能，收购新农扩张乳业板块-2023/04/21
- 4.天润乳业 (600419.SH) 2022 年年报点评：常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间-2023/03/31
- 5.天润乳业 (600419.SH) 2022 年三季报点评：渠道变革成效显著，疆外引擎势能充足-2022/10/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,714	3,022	3,398	3,826
营业成本	2,195	2,450	2,753	3,102
营业税金及附加	13	15	19	22
销售费用	147	166	187	211
管理费用	97	115	119	130
研发费用	25	27	26	29
EBIT	283	290	341	385
财务费用	18	55	56	54
资产减值损失	-49	-5	-6	-7
投资收益	1	1	1	2
营业利润	245	231	282	327
营业外收支	-72	-8	-12	-13
利润总额	173	223	271	315
所得税	33	27	32	38
净利润	140	197	238	277
归属于母公司净利润	142	186	226	262
EBITDA	482	494	557	611

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	511	491	589	489
应收账款及票据	143	99	112	126
预付款项	21	21	24	28
存货	812	530	598	675
其他流动资产	69	65	67	48
流动资产合计	1,556	1,207	1,390	1,366
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	2,239	2,359	2,469	2,569
无形资产	62	62	62	62
非流动资产合计	4,144	4,264	4,374	4,474
资产合计	5,700	5,471	5,764	5,840
短期借款	476	506	516	516
应付账款及票据	868	495	558	629
其他流动负债	381	341	379	176
流动负债合计	1,725	1,342	1,453	1,320
长期借款	842	842	842	842
其他长期负债	480	480	480	480
非流动负债合计	1,323	1,323	1,323	1,323
负债合计	3,047	2,665	2,775	2,643
股本	320	320	320	320
少数股东权益	262	272	285	300
股东权益合计	2,653	2,807	2,988	3,197
负债和股东权益合计	5,700	5,471	5,764	5,840

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.62	11.33	12.45	12.59
EBIT 增长率	21.99	2.33	17.68	12.78
净利润增长率	-27.71	31.18	21.05	16.03
盈利能力 (%)				
毛利率	19.11	18.92	18.96	18.91
净利润率	5.23	6.17	6.64	6.84
总资产收益率 ROA	2.49	3.41	3.91	4.48
净资产收益率 ROE	5.94	7.35	8.34	9.03
偿债能力				
流动比率	0.90	0.90	0.96	1.03
速动比率	0.39	0.45	0.50	0.47
现金比率	0.30	0.37	0.41	0.37
资产负债率 (%)	53.46	48.70	48.15	45.25
经营效率				
应收账款周转天数	15.98	14.44	11.19	11.21
存货周转天数	107.69	98.61	73.75	73.86
总资产周转率	0.56	0.54	0.60	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.58	0.70	0.82
每股净资产	7.47	7.91	8.44	9.05
每股经营现金流	1.08	1.22	1.70	1.16
每股股利	0.14	0.18	0.21	0.25
估值分析				
PE	21	16	13	11
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.11	7.90	7.01	6.39
股息收益率 (%)	1.47	1.90	2.30	2.67

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	140	197	238	277
折旧和摊销	199	205	216	227
营运资金变动	-154	-90	8	-217
经营活动现金流	344	391	545	372
资本开支	-789	-315	-319	-320
投资	-280	0	0	0
投资活动现金流	-1,069	-314	-317	-319
股权募资	0	0	0	0
债务募资	617	30	10	0
筹资活动现金流	531	-96	-131	-153
现金净流量	-194	-19	97	-100

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026