

天润乳业 (600419.SH)

并表压力不改增长趋势，疆外扩张持续进行中

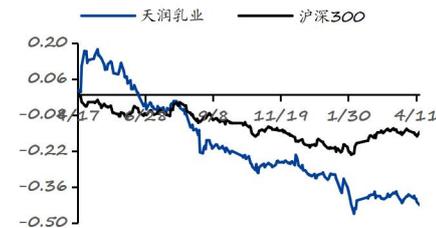
买入 (维持评级)

当前价格: 9.70 元
 目标价格: 12.3 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	320.19/320.19
流通 A 股市值(百万元)	3,105.85
每股净资产(元)	7.47
资产负债率(%)	53.46
一年内最高/最低价(元)	20.64/8.88

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

1、天润乳业(600419.SH): 疆外扩张大有可为, 产能扩建助力盈利向上——2024.01.04

➤ **事件:** 公司发布 2023 年年度报告, 营业总收入为 27.14 亿元, 同比增长 12.6%; 归母净利润 1.42 亿元, 同比下降 27.7%。单四季度来看, 2023Q4 营业收入 6.31 亿元, 同比增长 13%; 归母净利润亏损 47 万元, 由盈转亏。2023 年 6 月 1 日, 公司合并新农乳业, 剔除合并新农影响, 公司 2023 年营收 25.09 亿元, 同比增长 4.1%; 剔除并表新农影响后公司归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 20.8%。

➤ **线上线下双管齐下, 疆内疆外两翼齐飞。**公司出疆进程持续推进, 2023 年公司疆内/疆外营收分别为 14.51/12.49 亿元, 同比上升 6.0%/20.8%; 毛利率 17.9%/20.9%, 同比增长 3.0/-1.1pcts。此外, 公司数字营销实现从 0 到 1 快速发展, 深度融合推广和销售。报告期内, 经销/直销的营收分别为 24.01/2.99 亿元, 同比上升 12.2%/13.9%; 毛利率 19.7%/16.1%, 同比增长 1.4/1.1pcts。其中直销渠道营收增长主要因为公司在运营京东、天猫、社区团购等传统电商平台的基础上, 扩展短视频、直播、私域运营等数字营销方式。

➤ **产品矩阵不断优化, 研发创新提高核心竞争力。**报告期内, 公司持续深耕产品创新, 研发投入同比增长 141.9%, 秉承以市场为导向的理念, 推出了零蔗糖酸奶、沙棘奶啤和杏运棘了酸奶等 70 余款口味各异的新产品。受益于公司巩固疆内竞争优势以及出疆通道的进一步开放, 常温乳制品和低温乳制品营收和毛利实现双增。其中常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品营收分别为 15.30/10.80/0.80 亿元, 同比增长 18.7%/7.6%/-10.1%, 毛利率分别为 18.8%/21.5%/-3.4%, 同比增长 2.7/0.6/-14.3pcts。

➤ **弱需求及并表新农压缩盈利空间, 未来或将得到改善。**受消费偏弱、乳制品行业增速放缓影响, 以及上游仍在新建牧场, 导致供需关系失衡, 原料奶阶段性过剩。同时, 报告期内公司收购新农乳业导致公司利润减少 0.95 亿元、淘汰牛损失 0.7 亿元、以及公司出疆战略以及研发创新拉高整体费用水平, 均影响公司盈利水平。费用端来看, 2023 年公司销售费用率/管理费用率分别为 5.4%/3.6%, 同比增长 0.2/0.2pcts, 销售费用率增长主因产品推广, 管理费用率增长则主因战略规划。但毛利率同比增长 1.2pcts, 为 19.1%。未来盈利空间或将得到释放。

➤ **盈利预测与投资建议。**考虑到需求端复苏偏弱以及并表影响短期, 我们预计公司 2024-2026 年收入 29.98/33.74/37.67 亿元(2024 年/2025 年前值分别为 32.09/36.88 亿元), 归母净利润 1.79/2.03/2.42 亿元(2024 年/2025 年前值分别为 2.21/2.61 亿元)。但天润此轮出疆战略清晰, 疆外市场拓展仍稳步进行中, 预计未来发展仍有增长空间。因此我们给予公司 2024 年 22X PE, 对应目标价为 12.30 元/股, 维持买入评级。

➤ **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。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,410	2,714	2,998	3,374	3,767
增长率	14%	13%	10%	13%	12%
净利润(百万元)	197	142	179	203	242
增长率	31%	-28%	26%	13%	19%
EPS(元/股)	0.61	0.44	0.56	0.63	0.75
市盈率(P/E)	15.8	21.9	17.4	15.3	12.9
市净率(P/B)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	511	670	662	821	营业收入	2,714	2,998	3,374	3,767
应收票据及账款	143	134	124	127	营业成本	2,195	2,412	2,699	2,998
预付账款	21	36	40	45	税金及附加	13	15	17	19
存货	812	909	1,011	1,121	销售费用	147	168	192	218
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	107	127	150
其他流动资产	69	30	34	38	研发费用	25	24	27	30
流动资产合计	1,556	1,779	1,871	2,152	财务费用	18	48	59	67
长期股权投资	19	11	15	13	信用减值损失	-4	-3	-4	-3
固定资产	2,239	2,815	2,934	3,141	资产减值损失	-49	-31	-40	-36
在建工程	510	610	610	510	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	62	71	83	91	投资收益	1	1	1	1
商誉	2	2	2	2	其他收益	80	40	46	51
其他非流动资产	1,312	1,070	1,194	1,135	营业利润	245	229	254	296
非流动资产合计	4,144	4,580	4,838	4,893	营业外收入	3	3	3	3
资产合计	5,700	6,358	6,709	7,045	营业外支出	75	40	40	40
短期借款	476	476	476	476	利润总额	173	192	217	259
应付票据及账款	868	953	1,067	1,185	所得税	33	15	17	21
预收款项	0	0	0	0	净利润	140	177	200	238
合同负债	51	63	67	77	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
其他应付款	193	213	240	268	归属母公司净利润	142	179	203	242
其他流动负债	137	175	220	227	EPS (按最新股本摊薄)	0.44	0.56	0.63	0.75
流动负债合计	1,725	1,880	2,070	2,232					
长期借款	842	1,214	1,214	1,214					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	480	436	522	599					
非流动负债合计	1,323	1,650	1,735	1,812					
负债合计	3,047	3,529	3,805	4,045					
归属母公司所有者权益	2,391	2,570	2,647	2,747					
少数股东权益	262	260	257	254					
所有者权益合计	2,653	2,829	2,904	3,000					
负债和股东权益	5,700	6,358	6,709	7,045					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	344	517	606	659
现金收益	340	456	548	608
存货影响	-310	-97	-102	-110
经营性应收影响	14	25	46	28
经营性应付影响	541	106	140	146
其他影响	-241	27	-26	-15
投资活动现金流	-1,069	-667	-546	-357
资本支出	-1,247	-916	-421	-419
股权投资	-16	8	-4	2
其他长期资产变化	194	241	-122	60
融资活动现金流	531	310	-68	-143
借款增加	983	392	29	-11
股利及利息支付	-81	-177	-200	-227
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-372	94	104	96

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.6%	10.5%	12.5%	11.7%
EBIT 增长率	-9.1%	25.6%	14.9%	18.0%
归母公司净利润增长率	-27.7%	26.0%	13.2%	19.2%
获利能力				
毛利率	19.1%	19.5%	20.0%	20.4%
净利率	5.2%	5.9%	5.9%	6.3%
ROE	5.4%	6.3%	7.0%	8.0%
ROIC	8.3%	7.0%	7.8%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	53.5%	55.5%	56.7%	57.4%
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	16	17	14	12
存货周转天数	108	128	128	128
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.56	0.63	0.75
每股经营现金流	1.08	1.61	1.89	2.06
每股净资产	7.47	8.03	8.27	8.58
估值比率				
P/E	22	17	15	13
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	688	545	454	408

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：hfjys@hfzq.com.cn