

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Q1 利润承压，期待后续修复

2024 年 5 月 7 日

事件：天润乳业公布 2024 年一季报。24Q1，公司实现营业收入 6.41 亿元，同比+1.47%；归母净利润 454 万元，同比-91.74%；实现扣非归母净利润 2268 万元，同比-53.64%。

点评：

- **消费复苏较弱，收入保持稳健。**在 Q1 整体消费环境表现较弱的背景下，公司 Q1 收入表现稳健。分产品看，常温乳制品、低温乳制品和畜牧业产品分别实现收入 3.63 亿元、2.40 亿元和 3108 万元，同比分别+2.49%、-2.27%和+10.02%。分区域看，疆内和疆外分别实现收入 3.71 亿元和 2.67 亿元，同比分别-0.75%和+4.22%。
- **受新农并表及淘汰牛只影响，利润出现下滑。**从新农并表角度看，首先，我们推测毛利率受到负面影响，同比-3.62pct。其次，管理费用率因合并而受到影响，同比+1.16pct。第三，财务费用率因公司为收购新农乳业筹资费用增加，同比+0.96pct。从淘汰牛只角度看，Q1 营业外支出占比受此影响，同比+3.85pct。因此，公司 Q1 归母净利润率为 0.71%，同比-8.00pct，利润出现下滑。
- **加强经营管理，穿越行业周期。**一方面，市场需求持续承压；另一方面，上游奶源依然过剩。在此局面下，公司采取多种措施，提升经营效率，穿越行业周期。从销售板块看，公司在线上和线下采取多种方式，进行品牌推广，同时在山东齐源大力拓展市场，树立佳丽品牌形象。从乳业板块看，公司严把质量安全底线，研发沙漠有机系列奶、成人奶粉等新产品，同时继续推进天润科技年产 20 万吨乳制品加工项目。从牧业板块看，公司加快淘汰牛只，优化牛群结构，通过多种手段控制成本。
- **盈利预测与投资评级：关注供需两端变化，拉长投资视角。**受下游需求较弱及上游奶源过剩影响，我们预计公司利润端今年增速或较收入端增速偏低。拉长视角看，在公司充分整合新农乳业，供需重新平衡后，公司有望进一步展现强劲增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.44/0.50/0.71 元，分别对应 2024-2026 年 22X/19X/14X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,410	2,714	3,067	3,514	4,017
增长率 YoY %	14.2%	12.6%	13.0%	14.6%	14.3%
归属母公司净利润 (百万元)	196	142	140	160	229
增长率 YoY%	31.3%	-27.7%	-1.8%	14.6%	43.0%
毛利率%	17.9%	19.1%	19.2%	18.8%	19.2%
净资产收益率 ROE%	8.5%	5.9%	5.4%	5.7%	7.5%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.45	0.44	0.50	0.71
市盈率 P/E(倍)	25.25	26.05	22.24	19.41	13.58
市净率 P/B(倍)	2.18	1.57	1.20	1.11	1.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,359	1,556	1,600	1,842	2,357
货币资金	704	511	304	354	665
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	98	143	210	241	275
预付账款	31	21	74	86	97
存货	502	812	882	1,016	1,157
其他	24	69	130	146	163
非流动资产	2,577	4,144	4,539	4,495	4,398
长期股权投资	3	19	20	20	21
固定资产(合计)	1,314	2,239	2,904	2,811	2,710
无形资产	42	62	68	75	83
其他	1,217	1,824	1,547	1,588	1,584
资产总计	3,936	5,700	6,140	6,337	6,756
流动负债	1,053	1,725	1,742	1,729	1,862
短期借款	269	476	541	353	300
应付票据	0	0	95	109	125
应付账款	400	868	631	727	828
其他	384	381	475	540	610
非流动负债	345	1,323	1,553	1,553	1,563
长期借款	0	842	1,042	1,042	1,042
其他	345	480	510	510	520
负债合计	1,398	3,047	3,294	3,282	3,425
少数股东权益	230	262	265	270	277
归属母公司股东权益	2,308	2,391	2,580	2,785	3,054
负债和股东权益	3,936	5,700	6,140	6,337	6,756

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,410	2,714	3,067	3,514	4,017
同比(%)	14.2%	12.6%	13.0%	14.6%	14.3%
归属母公司净利润	196	142	140	160	229
同比	31.3%	-27.7%	-1.8%	14.6%	43.0%
毛利率(%)	17.9%	19.1%	19.2%	18.8%	19.2%
ROE%	8.5%	5.9%	5.4%	5.7%	7.5%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.45	0.44	0.50	0.71
P/E	25.25	26.05	22.24	19.41	13.58
P/B	2.18	1.57	1.20	1.11	1.02
EV/EBITDA	12.87	9.77	8.77	8.48	6.99

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,410	2,714	3,067	3,514	4,017
营业成本	1,979	2,195	2,477	2,852	3,248
营业税金及附加	13	13	16	17	19
销售费用	125	147	164	193	221
管理费用	81	97	104	119	137
研发费用	10	25	21	28	36
财务费用	-5	18	74	79	79
减值损失合计	-13	-49	-50	-45	-40
投资净收益	1	1	1	0	0
其他	37	75	77	70	80
营业利润	232	245	238	251	318
营业外收支	-17	-72	-71	-57	-41
利润总额	215	173	167	194	277
所得税	15	33	25	29	42
净利润	201	140	142	165	236
少数股东损益	4	-2	3	5	7
归属母公司净利润	196	142	140	160	229
EBITDA	373	482	519	509	567
EPS(当年)(元)	0.62	0.45	0.44	0.50	0.71

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	301	344	273	539	592
净利润	201	140	142	165	236
折旧摊销	141	199	235	205	210
财务费用	14	32	75	83	83
投资损失	-1	-1	-1	0	0
营运资金变动	-87	-154	-299	-16	-18
其它	34	128	121	102	81
投资活动现金流	-643	-1,069	-699	-218	-155
资本支出	-643	-789	-700	-216	-152
长期投资	0	-280	-1	-1	-1
其他	0	0	1	-1	-2
筹资活动现金流	146	531	220	-271	-126
吸收投资	147	0	0	0	0
借款	269	1,134	265	-188	-53
支付利息或股息	-57	-81	-75	-83	-83
现金流净增加额	-196	-194	-207	50	311

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。