

2024年08月23日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 二季度经营承压，疆外市场开拓顺利

—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08月22日，天润乳业发布2024年半年度报告。

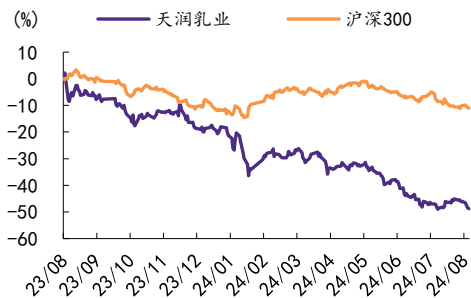
## 投资要点

### 基本数据

2024-08-22

|            |            |
|------------|------------|
| 当前股价(元)    | 7.18       |
| 总市值(亿元)    | 23         |
| 总股本(百万股)   | 320        |
| 流通股本(百万股)  | 320        |
| 52周价格范围(元) | 7.18-14.68 |
| 日均成交额(百万元) | 45.44      |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《天润乳业（600419）：利润端承压，看好后续修复潜力》2024-05-01
- 《天润乳业（600419）：利润端承压，疆外市场增长可期》2024-04-16
- 《天润乳业（600419）：业绩符合预期，并表影响有望减弱》2023-10-25

### 营收稳中有升，供需失衡压制盈利

公司2024H1总营收14.43亿元（同增4%），归母净利润-0.28亿元（同减122%），主要系加大牛只处置力度/计提存货减值准备与生物性资产减值准备/新农乳业亏损所致，扣非归母净利润0.24亿元（同减80%）。其中2024Q2公司营收8.03亿元（同增6%），收入保持稳健，归母净利润-0.32亿元（同减146%），扣非归母净利润0.01亿元（同减98%）。**盈利端**，由于行业供给过剩下喷粉压力大，上游养殖端低迷，牛只毛利倒挂，2024H1毛利率同减3pct至17.30%，销售/管理费用率分别为5.97%/3.53%，分别同增1pct/1pct，费用率保持上行，系宣传促销投入加大/折旧摊销费用增加/融资增加所致，综合来看，2024H1净利率同减-12pct至-2.93%。

### 乳制品量跌价增，疆外市场稳健开发

**分产品看**，2024Q2常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他产品营收分别为4.17/3.40/0.27/0.01亿元，分别同比-2%/+8%/+117%/-57%，低温乳制品表现回暖，2024H1乳制品销量14.90万吨（同增2%），吨价0.91万元/吨（同减0.4%），乳制品量增价跌，主要系公司根据市场需求推出低端产品，通过产品矩阵做市场铺货，现阶段以保销量提份额为主线适当让渡价格带，后续公司借助产品推新维稳利润空间，品牌势能释放后盈利能力将持续回升。**分销售模式看**，2024Q2经销/直销渠道营收分别为6.87/0.98亿元，分别同增2%/18%。**分区域看**，2024Q2疆内/疆外营收分别为3.55/4.30亿元，分别同比-10%/+19%，截至2024H1末，公司总经销商972家，较年初净增加增加42家，其中疆内/疆外经销商数量分别净变化-1/+43家，公司在稳固疆内市场的基础上，梳理疆外KA等渠道挖掘增量，企政联合发挥国企优势做新品推广，推进全国化布局。

### 盈利预测

我们看好公司疆内市场乳制品龙头地位巩固，疆外扩张持续

进行中，新农并表影响有望逐步减弱，新品研发提升长期价值。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.44/0.48/0.51（前值为 0.55/0.68/0.80）元，当前股价对应 PE 分别为 16/15/14 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  | 2,763 | 2,821 | 2,888 |
| 增长率（%）     | 12.6%  | 1.8%  | 2.1%  | 2.4%  |
| 归母净利润（百万元） | 142    | 142   | 154   | 163   |
| 增长率（%）     | -27.7% | -0.1% | 8.5%  | 6.2%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.44   | 0.44  | 0.48  | 0.51  |
| ROE（%）     | 5.4%   | 5.2%  | 5.4%  | 5.5%  |

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   | 1,636 | 2,511 | 3,039 |
| 应收款           | 164   | 121   | 108   | 103   |
| 存货            | 812   | 524   | 471   | 449   |
| 其他流动资产        | 69    | 44    | 42    | 40    |
| 流动资产合计        | 1,556 | 2,325 | 3,132 | 3,632 |
| <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 | 6,317 | 6,962 | 7,301 |
| <b>流动负债:</b>  |       |       |       |       |
| 短期借款          | 476   | 616   | 696   | 746   |
| 应付账款、票据       | 868   | 419   | 377   | 353   |
| 其他流动负债        | 330   | 330   | 330   | 330   |
| 流动负债合计        | 1,725 | 1,422 | 1,457 | 1,480 |
| <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 | 3,564 | 4,099 | 4,323 |
| <b>所有者权益</b>  |       |       |       |       |
| 股本            | 320   | 320   | 320   | 320   |
| 股东权益          | 2,653 | 2,753 | 2,862 | 2,978 |
| 负债和所有者权益      | 5,700 | 6,317 | 6,962 | 7,301 |

| 现金流量表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 140   | 140   | 152   | 162   |
| 少数股东权益    | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 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    | -87   | 23    | 2     |
| 经营活动现金净流量 | 344   | 203   | 336   | 322   |
| 投资活动现金净流量 | -1069 | 149   | 160   | 157   |
| 筹资活动现金净流量 | 1850  | 920   | 537   | 204   |
| 现金流量净额    | 1,125 | 1,273 | 1,032 | 684   |

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>2,763</b> | <b>2,821</b> | <b>2,888</b> |
| 营业成本         | 2,195        | 2,235        | 2,278        | 2,329        |
| 营业税金及附加      | 13           | 15           | 14           | 14           |
| 销售费用         | 147          | 146          | 152          | 159          |
| 管理费用         | 97           | 97           | 96           | 95           |
| 财务费用         | 18           | 54           | 55           | 51           |
| 研发费用         | 25           | 25           | 25           | 26           |
| 费用合计         | 287          | 322          | 328          | 331          |
| 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>220</b>   | <b>223</b>   | <b>224</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>172</b>   | <b>186</b>   | <b>198</b>   |
| 所得税费用        | 33           | 32           | 34           | 36           |
| <b>净利润</b>   | <b>140</b>   | <b>140</b>   | <b>152</b>   | <b>162</b>   |
| 少数股东损益       | -2           | -2           | -2           | -2           |
| <b>归母净利润</b> | <b>142</b>   | <b>142</b>   | <b>154</b>   | <b>163</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%  | 1.8%  | 2.1%  | 2.4%  |
| 归母净利润增长率         | -27.7% | -0.1% | 8.5%  | 6.2%  |
| <b>盈利能力</b>      |        |       |       |       |
| 毛利率              | 19.1%  | 19.1% | 19.2% | 19.4% |
| 四项费用/营收          | 10.6%  | 11.6% | 11.6% | 11.5% |
| 净利率              | 5.2%   | 5.1%  | 5.4%  | 5.6%  |
| ROE              | 5.4%   | 5.2%  | 5.4%  | 5.5%  |
| <b>偿债能力</b>      |        |       |       |       |
| 资产负债率            | 53.5%  | 56.4% | 58.9% | 59.2% |
| <b>营运能力</b>      |        |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 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   | 0.44  | 0.48  | 0.51  |
| P/E              | 16.2   | 16.2  | 14.9  | 14.1  |
| P/S              | 0.8    | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| P/B              | 1.0    | 0.9   | 0.9   | 0.8   |

## 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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。