

天润乳业（600419）

2024H1 业绩点评：疆外稳健扩张，牧业拖累盈利

增持（维持）

2024年08月25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

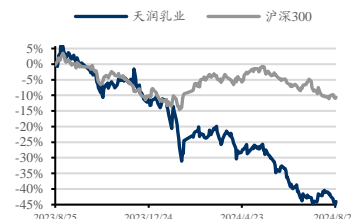
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2410	2714	2760	2906	3087
同比（%）	14.25	12.62	1.70	5.27	6.23
归母净利润（百万元）	196.47	142.03	9.10	79.66	135.83
同比（%）	31.27	(27.71)	(93.59)	774.93	70.52
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.44	0.03	0.25	0.42
P/E（现价&最新摊薄）	11.91	16.48	257.09	29.38	17.23

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司发布 2024H1 业绩**：2024H1 公司实现营收 14.43 亿元，同比+3.89%；实现归母净利润-0.28 亿元，去年同期 1.26 亿元；实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比-79.55%。单 Q2 公司实现营收 8.03 亿元，同比+5.9%；实现归母净利润-0.32 亿元，去年同期 0.71 亿元；实现扣非归母净利润 0.01 亿元，同比-98.14%。24H1 公司业绩位于此前预告中枢。
- **常温业务疲软，低温业务稳健增长**。2024Q2 公司常温/低温/畜牧业/其他业务收入分别同比-2.3%/+7.97%/+116.7%/-56.6%。我们预计 2024Q2 公司常温业务承压主要乳制品消费疲软+原奶供大于求下行业竞争加剧，低温业务增长稳健预计主因公司差异化酸奶产品表现较好。
- **疆外业务快速扩张，经销商网络逐步完善**。2024Q2 公司疆内/疆外收入分别同比-10.1%/+19%，疆外收入占比同比+5.9pct 至 53.57%。公司聚焦开发疆外市场潜力，持续拓展线下和线上销售渠道，截止到 24Q2 末，公司疆内/疆外经销商数量环比 24Q1 分别+2/+15 个，疆外经销商网络逐步完善。
- **成本承压，费投力度加大**。2024H1/2024Q2 公司毛利率同比-3.3/-3pct，毛利率同比下降预计主因公司并表新农乳业后原奶自给率较高，养殖成本较高背景下成本承压。24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+1/0/-0.13/+0.67pct，预计销售费用率提升主因需求疲软、行业竞争激烈导致公司加大费用投放。
- **减值损失增加，盈利能力下降**。2024H1 公司资产减值损失占收入比重同比+6.96pct，主因公司计提奶粉存货减值和生物性资产减值。2024H1 公司营业外支出占收入比重同比+5.45pct，主因公司牛只处置造成损失。我们认为公司 24H1 减值损失增加主因行业原奶供大于求，公司主动淘汰牛只加速产能出清。综合来看 24Q2 公司归母净利率/扣非归母净利率同比-13.4/-8.8pct，盈利能力承压。
- **盈利预测与投资评级**：2024H1 公司受减值损失影响，盈利能力承压，我们下调 24-26 年收入预期为 27.6/29.1/30.9 亿元（此前预期 28.65/31.13/33.79 亿元），同比+2%/+5%/+6%，下调归母净利润预期至 0.09/0.8/1.36 亿元（此前预期为 1.3/1.6/1.8 亿元），同比-94%/+775%/+71%，对应 PE 分别为 257/29/17x。考虑到公司 24H1 业绩符合此前预告，看好公司疆外市场扩张，维持“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)	7.31
一年最低/最高价	7.02/14.42
市净率(倍)	1.01
流通 A 股市值(百万元)	2,340.59
总市值(百万元)	2,340.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.25
资产负债率(% ,LF)	56.19
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)：2024 年一季报点评：疆外持续扩张，新农并表短期承压》

2024-05-05

《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》

2024-04-16

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
流动资产	1,556	1,181	1,147	1,004	营业总收入	2,714	2,760	2,906	3,087
货币资金及交易性金融资产	511	281	332	237	营业成本(含金融类)	2,195	2,296	2,410	2,555
经营性应收款项	164	150	147	145	税金及附加	13	14	15	15
存货	812	685	605	561	销售费用	147	153	160	168
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	104	108	115
其他流动资产	69	65	63	62	研发费用	25	25	26	27
非流动资产	4,144	4,481	4,650	4,962	财务费用	18	17	22	22
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	80	69	58	56
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	0	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)	(113)	(76)	(44)
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	营业利润	245	108	147	197
其他非流动资产	1,170	1,487	1,687	1,887	营业外净收支	(72)	(98)	(48)	(28)
资产总计	5,700	5,662	5,798	5,967	利润总额	173	10	99	169
流动负债	1,725	1,704	1,780	1,831	减:所得税	33	1	19	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	519	624	724	724	净利润	140	9	80	137
经营性应付款项	868	765	736	781	减:少数股东损益	(2)	0	1	1
合同负债	51	55	58	62	归属母公司净利润	142	9	80	136
其他流动负债	286	259	261	264	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.03	0.25	0.42
非流动负债	1,323	1,296	1,276	1,256	EBIT	283	27	121	191
长期借款	842	792	742	692	EBITDA	482	213	316	218
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.11	16.83	17.06	17.23
租赁负债	100	130	160	190	归母净利率(%)	5.23	0.33	2.74	4.40
其他非流动负债	380	373	373	373	收入增长率(%)	12.62	1.70	5.27	6.23
负债合计	3,047	3,000	3,055	3,087	归母净利润增长率(%)	(27.71)	(93.59)	774.93	70.52
归属母公司股东权益	2,391	2,400	2,480	2,615					
少数股东权益	262	262	263	264					
所有者权益合计	2,653	2,662	2,743	2,880					
负债和股东权益	5,700	5,662	5,798	5,967					

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	358	432	342	每股净资产(元)	7.47	7.50	7.74	8.17
投资活动现金流	(1,069)	(640)	(434)	(389)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	531	52	54	(47)	ROIC(%)	6.43	0.59	2.29	3.50
现金净增加额	(194)	(230)	51	(94)	ROE-摊薄(%)	5.94	0.38	3.21	5.19
折旧和摊销	199	186	194	27	资产负债率(%)	53.46	52.98	52.70	51.74
资本开支	(789)	(634)	(434)	(389)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.48	257.09	29.38	17.23
营运资本变动	(154)	(64)	6	79	P/B(现价)	0.98	0.98	0.94	0.89

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>