

2024 年 08 月 29 日

证券研究报告•2024 年半年报点评

天润乳业（600419）食品饮料

当前价：7.33 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

疆外市场持续开拓，牧业板块拖累利润

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 14.4 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润-0.3 亿元。其中 24Q2 实现营业收入 8 亿元，同比增长 5.9%；实现归母净利润-0.3 亿元。
- **疆外收入比例持续提升。**1、分品类看，上半年常温乳制品、低温乳制品、畜牧业产品分别实现收入 7.8 亿元（持平）、5.8 亿元（+3.5%）、0.6 亿元（+42.7%）。2、分区域看，上半年疆内、疆外分别实现收入 7.3 亿元（-5.6%）、7 亿元（+12.9%）。公司以乌鲁木齐市场为核心，实现疆内县级市场全覆盖；稳健开拓疆外市场，收入占比持续提升。
- **牧业板块拖累，利润端承压。**1、上半年实现毛利率 17.3%，同比下降 3.3pp。2、费用率方面，销售费用率 6%，同比增加 0.6pp；管理费用率 3.5%，同比增加 0.5pp；研发费用率 0.8%，同比下降 0.1pp；财务费用率 1.3%，同比增加 0.5pp。3、养殖成本高企且原料奶价格走低，牧业板块拖累业绩：1) 加大对低产奶牛及公牛的处置力度，2) 计提存货减值准备、生物性生物资产减值准备及坏账准备，3) 合并新农乳业增加亏损。
- **产品力行业领先，疆内外扩张有序推进。**1、产品端：公司乳牧一体化运作，2023 年奶源自给率 92.4%，奶源优势明显且难以复制。依托于得天独厚的奶源优势和公司优秀的新品研发能力，公司已形成完善的产品矩阵。产品口味独特，消费者复购率高，可支撑后续高增长。2、公司坚持疆内、疆外并重的市场策略，通过渠道下沉和开拓南疆市场，进一步巩固疆内优势，从而为向疆外扩张打下坚实基础；以酸奶、白奶等优势产品为抓手，加速向疆外市场扩张。疆内拓展广度+深度结合；疆外市场明晰层级，聚焦重点市场、通过专卖店等差异化渠道避开和乳业巨头的直接竞争，持续加大对于疆外的扩张力度。
- **盈利预测：**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.1 亿元、0.7 亿元、1.3 亿元，EPS 分别为 0.04 元、0.23 元、0.42 元，对应动态 PE 分别为 164 倍、32 倍、18 倍。
- **风险提示：**外购原奶价格大幅上涨的风险；奶牛养殖成本大幅上涨的风险；全国化拓展不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2714.00	2808.40	2935.99	3105.35
增长率	12.62%	3.48%	4.54%	5.77%
归属母公司净利润（百万元）	142.03	14.28	72.32	133.84
增长率	-27.74%	-89.94%	406.38%	85.05%
每股收益 EPS（元）	0.44	0.04	0.23	0.42
净资产收益率 ROE	5.28%	0.55%	2.71%	4.87%
PE	17	164	32	18
PB	0.98	1.02	0.99	0.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：夏霁

执业证号：S1250523070006

电话：021-68415380

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.20
流通 A 股(亿股)	3.20
52 周内股价区间(元)	7.18-14.01
总市值(亿元)	23.47
总资产(亿元)	58.60
每股净资产(元)	7.25

相关研究

目 录

1 兵团乳业平台，乳牧一体化发展.....	1
2 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线.....	3
2.1 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间.....	3
2.2 原奶供给稳健增长.....	4
2.3 饲料价格高涨后逐步回落.....	4
2.4 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落.....	5
3 新疆乳制品龙头，发展稳健特色鲜明.....	6
3.1 产品力领先，新品储备丰富.....	6
3.2 疆内精耕抢占份额，疆外渠道加速开拓.....	7
4 盈利预测.....	7
5 风险提示.....	8

图 目 录

图 1：天润乳业历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构.....	1
图 3：公司营业收入及增速.....	2
图 4：公司归母净利润及增速.....	2
图 5：公司毛利率、净利率情况.....	2
图 6：公司四费率情况.....	2
图 7：生鲜乳价格波动历程（元/kg）.....	3
图 8：全国居民人均可支配收入.....	4
图 9：全国居民人均奶类消费量.....	4
图 10：全国奶牛数量（万头）.....	4
图 11：奶牛平均单产（kg）.....	4
图 12：玉米现货平均价（元/吨）.....	5
图 13：豆粕现货平均价（元/吨）.....	5
图 14：大包粉进口数量情况.....	5
图 15：大包粉进口金额情况.....	5
图 16：公司 2015 年以来疆内、疆外收入及增速.....	7
图 17：公司 2015 年以来疆内、疆外收入占比.....	7

表 目 录

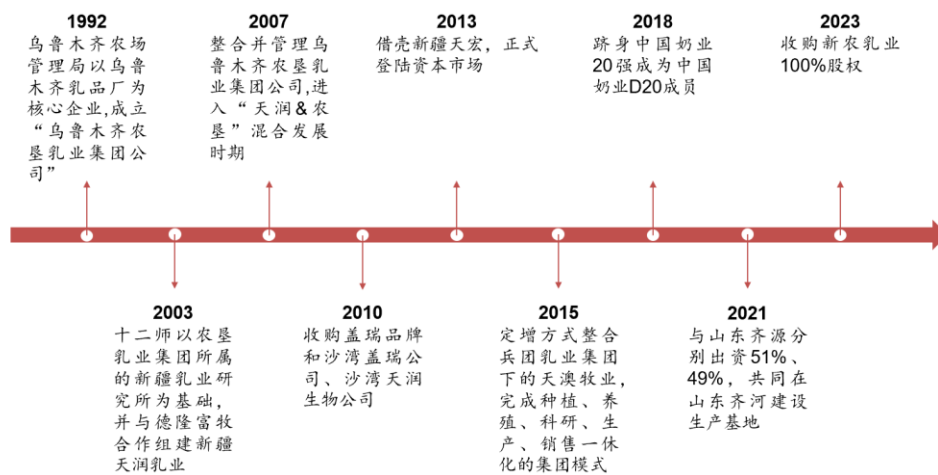
表 1：公司产品矩阵.....	6
表 2：分业务收入及毛利率.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 兵团乳业平台，乳牧一体化发展

天润乳业是集奶牛养殖、乳品生产、科研开发、市场营销为一体的新疆乳制品龙头公司。拥有天润、盖瑞、佳丽等品牌，销售酸奶、常温奶、乳饮料（奶啤）等主要产品，为疆内第一大乳企。

公司成立于 1992 年，2007 年整合乌鲁木齐乳业集团，2010 年收购盖瑞和沙湾发展壮大，2013 年 11 月在上交所借壳上市，2015 年收购天澳牧业并成立天润烽火台，成为乳制品一体化企业，2018 年跻身中国奶业 20 强。2021 年公司与山东齐源分别出资 51%、49%，共同在山东齐河建设生产基地，利于进一步开拓疆外市场；2023 年公司收购新农乳业，完善南疆市场。

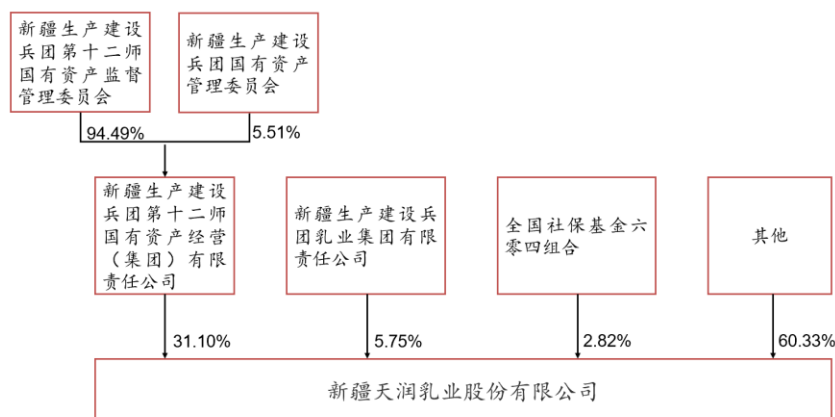
图 1：天润乳业历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

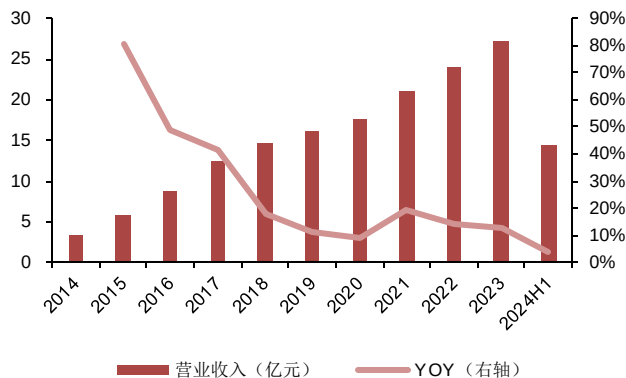
股权结构：公司实际控制人为新疆兵团十二师，持股 31.10%，同时新疆建设兵团乳业集团持股 5.75%。公司旗下有天润科技、沙湾盖瑞、天润唐王城、天润齐源、新农乳业 5 家乳品生产企业和 26 个规模化养殖牧场，为优质产品提供原料和产能保障。

图 2：公司股权结构

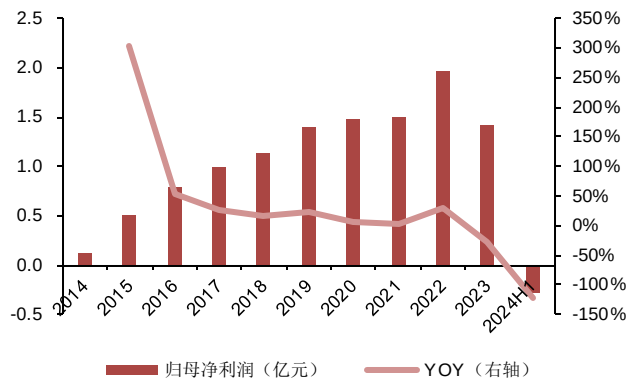


数据来源：公司官网，西南证券整理

疆外收入比例持续提升。2024H1 公司分别实现收入、归母净利润 14.4 亿元 (+3.9%)、-0.3 亿元；其中 24Q2 分别实现收入、归母净利润 8 亿元 (+5.9%)、-0.3 亿元。1) 分品类看，上半年常温乳制品、低温乳制品、畜牧业产品分别实现收入 7.8 亿元 (持平)、5.8 亿元 (+3.5%)、0.6 亿元 (+42.7%)。2) 分区域看，上半年疆内、疆外分别实现收入 7.3 亿元 (-5.6%)、7 亿元 (+12.9%)。公司以乌鲁木齐市场为核心，实现疆内县级市场全覆盖；稳健开拓疆外市场，收入占比持续提升。

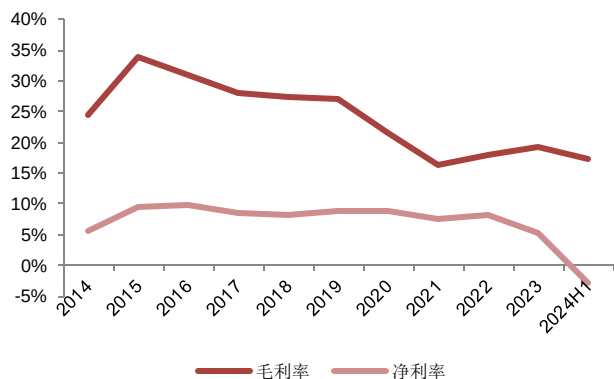
图 3：公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

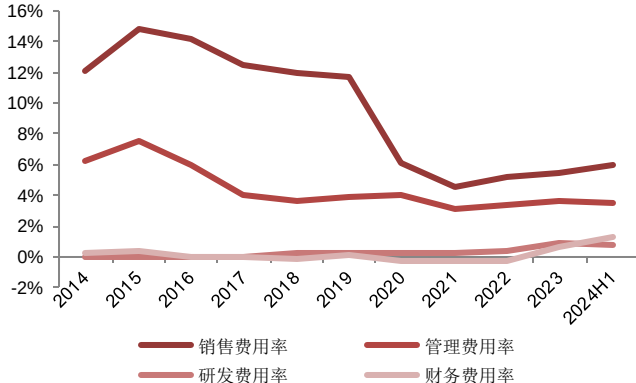
图 4：公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

牧业板块拖累，利润端承压。1) 上半年实现毛利率 17.3%，同比下降 3.3pp。2) 费用率方面，销售费用率 6%，同比增加 0.6pp；管理费用率 3.5%，同比增加 0.5pp；研发费用率 0.8%，同比下降 0.1pp；财务费用率 1.3%，同比增加 0.5pp。3) 养殖成本高企且原料奶价格走低，牧业板块拖累业绩：①加大对低产奶牛及公牛的处置力度，②计提存货减值准备、生物性生物资产减值准备及坏账准备，③合并新农乳业增加亏损。

图 5：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

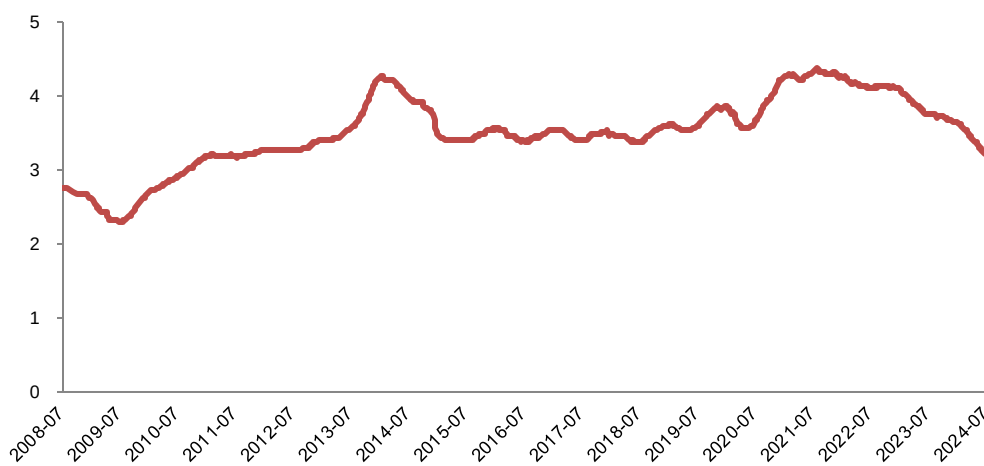
图 6：公司四费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

近年来，奶牛养殖行业产能集中释放带来原奶供给端快速增加，同时下游需求较疲软，生鲜乳价格持续下降，处于奶源过剩阶段。中长期看，乳制品板块整体盈利有望持续向上：1) 牧业规模化程度加大，供给端非理性行为引起原奶价格波动的因素逐渐消退，原奶价格有望企稳。2) 乳制品消费升级仍有空间，随着消费逐渐复苏，高端白奶、高端鲜奶等产品更受消费者欢迎，产品结构将持续改善。3) 乳制品企业普遍对费用管控力度加大，多数企业提出利润率提升的目标，长期盈利能力将稳步提高。

图 7：生鲜乳价格波动历程（元/kg）



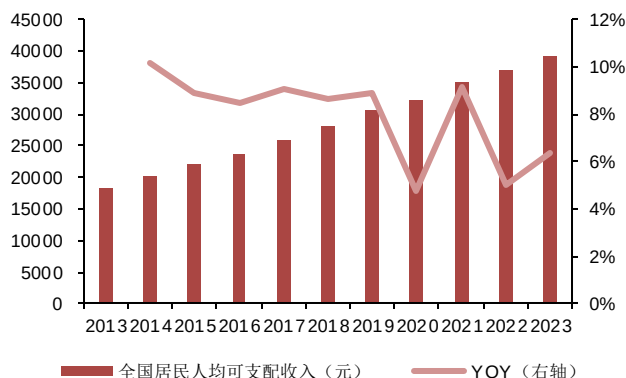
数据来源：农业部，西南证券整理

2.1 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间

人口基数保障乳制品需求空间。我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量较为稳定，对乳制品的需求空间广阔。此外，2023 年人均可支配收入达到 3.9 万元，近五年人均可支配收入复合增速为 6.8%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。

乳制品需求韧性强，长期仍将持续增长。2022 年，我国居民人均奶类消费量 12.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的大约一半，增长空间巨大。此外，《中国居民膳食指南 2022》将每人每天乳制品摄入量提高至 300-500g，长期看仍有增长空间。2023 年以来乳制品行业需求复苏偏弱，白奶消费韧性相对较强。

图 8：全国居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：全国居民人均奶类消费量



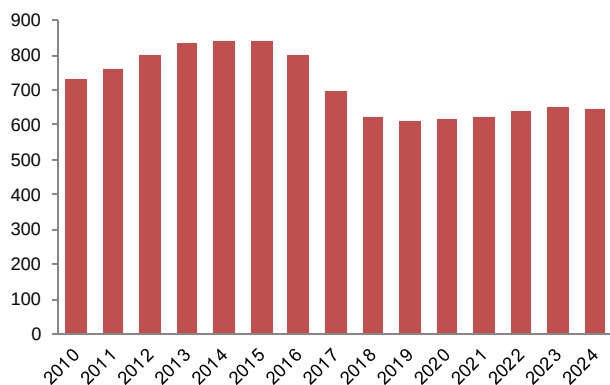
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 原奶供给稳健增长

奶牛数量下降后稳中有升。国内奶牛数量自 2015 年起下降，由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019 年下降至最低点 610 万头，2024 年奶牛数量约为 645 万头，基本保持稳中有升。

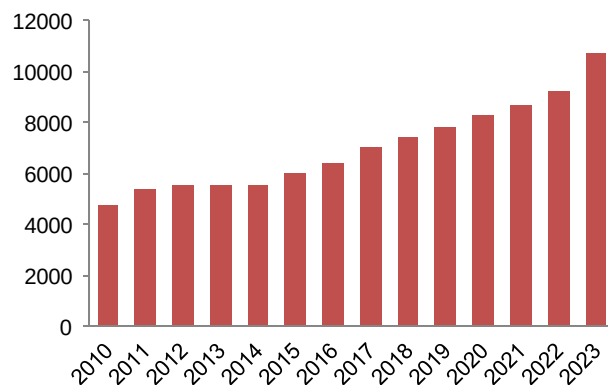
奶牛单产提升。随着中小牧场退出和奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从 2010 年的不到 5 吨/年提升至 2023 年的 10.7 吨/年。2023 年全国牛奶产量达 4197 万吨，同比增长 6.7%，供给量充足。

图 10：全国奶牛数量（万头）



数据来源：USDA，西南证券整理

图 11：奶牛平均单产（kg）



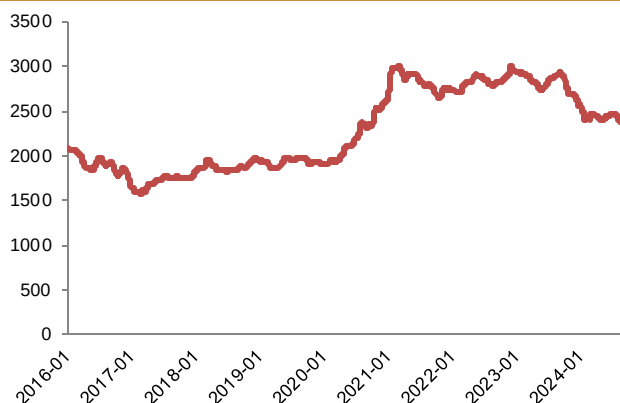
数据来源：农业部，西南证券整理

2.3 饲料价格高涨后逐步回落

玉米、豆粕价格有所回落。奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的 40%-50%。2020 年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格保持高位后有所回落。截至 2024 年 8 月末，玉米、豆粕现货价分别为 2.4 元/kg、3.0 元/kg，饲料价格对原奶价格形成一定支撑。

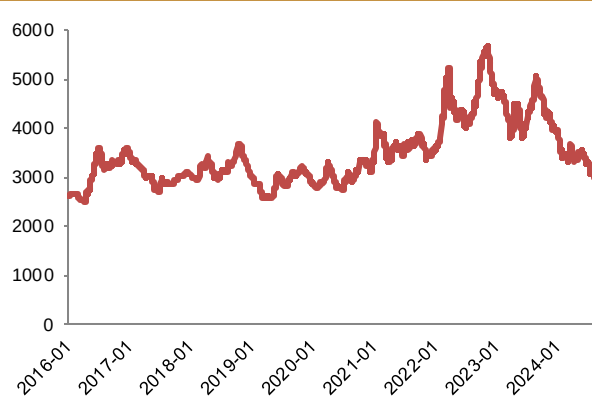
高品质苜蓿进口为主。苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。我国优质苜蓿生产得到有效发展，苜蓿种植面积增加，但目前仍无法满足需求，需要大量进口。2022 年苜蓿价格高涨，2023 年起缓慢回落。2024 年 1-7 月我国进口苜蓿干草 73.5 万吨，同比增长 23.7%；平均到岸价 378 美元/吨，同比下降 33.4%。

图 12：玉米现货平均价（元/吨）



数据来源：汇易网，西南证券整理

图 13：豆粕现货平均价（元/吨）

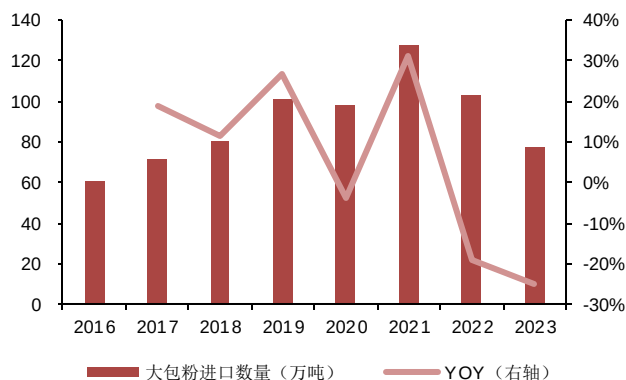


数据来源：汇易网，西南证券整理

2.4 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落

我国减少进口，国际奶价低位。除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。2023 年进口量 77.7 万吨，同比下降 24.9%，价格为 3762 美元/吨，同比下降 12.1%。2023 年对新西兰、欧盟、澳大利亚、美国大包粉进口量分别下降 27.3%、7.1%、4.6%、41.6%。根据 CLAL 预测，2024 年全球牛奶产量增长 0.4%，总体供给基本稳定。GDT 拍卖价格大幅下降，2024 年 7 月大包粉拍卖价格仅 3639 美元/吨，在我国进口需求没有较大提升的情况下，预计国际奶价仍将保持低位。

图 14：大包粉进口数量情况



数据来源：奶业经济观察，西南证券整理

图 15：大包粉进口金额情况



数据来源：奶业经济观察，西南证券整理

3 新疆乳制品龙头，发展稳健特色鲜明

3.1 产品力领先，新品储备丰富

公司拥有“天润”、“盖瑞”、“佳丽”等品牌，产品包括低温酸奶、低温鲜奶、常温白奶、乳饮料等全线产品。

（1）酸奶：爱克林酸奶奠定基础，桶装酸奶提供新增长点。2024H1 公司酸奶品类在行业整体下滑的背景下增长 3.5%。公司 2015 年推出爱克林包装酸奶，依托优质奶源和德国进口的先进工艺，天润酸奶口感出众，带动公司收入、业绩快速增长。酸奶的强势爆发极大提升公司知名度，也助力公司一举超越西域春成为疆内乳企霸主。此外，公司推出阿尔泰酸奶、桶装酸奶、零蔗糖酸奶等新品，酸奶产品矩阵丰富。其中桶装酸奶凭借凝固型口感、可重复利用的包装盒、适合家庭共同饮用的大容量形成差异化优势，为酸奶业务提供新增长点。

（2）白奶：产品力领先，优势难以复制。公司乳牧一体化运作，2023 年奶源自给率 92.4%，奶源优势明显且难以复制。天润牛奶凭借产自新疆的优质奶源和先进的生产工艺在同质化严重的白奶品类中成为差异化产品，奶味浓郁，深受消费者喜爱。高毛利的利乐砖白奶占比逐渐提升，带动公司整体盈利能力提高。

（3）乳饮料：天润奶啤优势突出，打造乳饮料大单品。天润是奶啤品类的创立者和领导者，使用独特采集的菌种自然发酵，在不采用注入二氧化碳气体情况下，使得奶啤兼顾牛奶与啤酒的口感，生牛乳含量约 30%，产品力领先竞品。此外，新疆是中国奶啤接受度和普及度最高的地区，天润奶啤目前在新疆区域已经建立起较高的知名度和品牌影响力，市占率远高于其他；疆外方面，公司在重点区域投放奶啤试饮罐，加快全国化进程。

表 1：公司产品矩阵

产品系列	部分代表产品	产品展示
低温酸奶	浓缩酸牛乳 HELLO 酸奶 润康酸奶	
纯奶	盖瑞纯牛奶 天润 M 纯牛奶 疆小白纯牛奶	
乳饮料	天润奶啤 佳丽奶啤	

数据来源：公司官网，西南证券整理

谋求差异化创新，爆款产品有序推出。在乳制品激烈的竞争环境下，公司充分发挥自身特点和优势，坚定走差异化之路，多款差异化的新品获得市场的高度认可。2015 年率先推出爱克林包装酸奶，突出的品质和新颖的外观获得消费者高度认可，公司在疆内一举成为行业龙头，并顺势扩张疆外市场，取得突出成效。公司重视新品研发，长期和中国农业大学、江苏大学等高校开展产学研合作。2024 年上半年推出零添加蔗糖润康酸奶、有机润康酸奶新品，适应消费者需求变化。

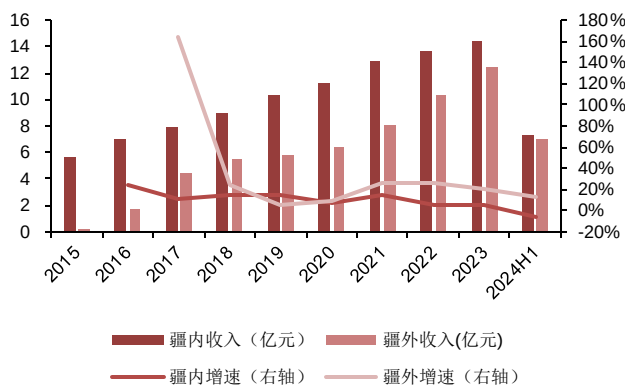
3.2 疆内精耕抢占份额，疆外渠道加速开拓

公司坚持疆内、疆外并重的市场策略，一方面，通过渠道下沉和开拓南疆市场，进一步巩固了疆内优势，从而为向疆外扩张打下坚实基础；另一方面，公司以酸奶、白奶等优势产品为抓手，加速向疆外市场扩张。2024H1 疆内、疆外区域分别实现收入 7.3 亿元、7 亿元，分别占公司营收比例 51%、49%。

巩固疆内领导地位：受地理位置、消费习惯等因素影响，新疆乳制品市场相对独立，外部品牌难以进入。天润为新疆乳制品绝对龙头，在品牌、渠道、产能布局等方面优势稳固。1) 公司以乌鲁木齐为核心，持续推动下沉渗透，把市场的重心向乡镇、团场转移，提高市场占有率。2) 近年来公司重点挖掘人口众多的南疆市场的消费潜能，天润唐王城、新农乳业等产能保障南疆市场供应。

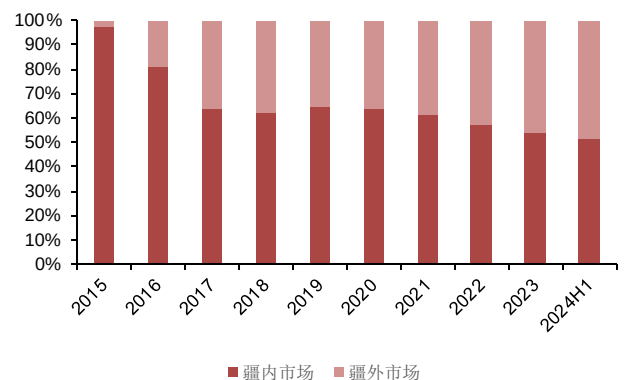
扎实推进疆外扩张：公司持续加大对于疆外的扩张力度，远期疆外收入占比将超过疆内：1) 以酸奶、奶啤等拳头产品为突破口，开拓省外市场。2) 把疆外市场分为重点市场、培育市场、潜力市场三个层级，将人力及费用资源聚焦于重点市场。对不同市场采取有针对性地销售策略，充分发挥当地经销商的优势，有选择性地进入 KA、便利店、专卖店等渠道；加速疆外专卖店扩张，将公司乳制品与天润优品新疆特色产品资源联动，截至 2024H1 末，共开设 944 家专卖店。3) 充分发挥齐源工厂 15 万吨乳制品加工项目及山东销售分公司的辐射带动作用。

图 16：公司 2015 年以来疆内、疆外收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司 2015 年以来疆内、疆外收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

1) 随着山东工厂落地释放产能，加快疆外扩张，预计 2024-2026 年常温乳制品收入增速分别为 2%、3%、5%。原奶价格下行叠加规模效应逐渐显现，预计 2024-2026 年毛利率分别为 18%、19%、20%。

2) 公司的酸奶口味创新能力强，随着爱克林酸奶新品、桶装酸奶等贡献新增量，低温乳制品保持平稳增长，预计 2024-2026 年低温乳制品收入增速分别为 4%、5%、5%；预计 2024-2026 年毛利率分别为 21%、20%、21%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
常温乳制品	收入	1530	1561	1607	1688
	YOY	18.7%	2.0%	3.0%	5.0%
	成本	1242	1280	1302	1350
	毛利率	18.8%	18.0%	19.0%	20.0%
低温乳制品	收入	1080	1124	1180	1239
	YOY	7.6%	4.0%	5.0%	5.0%
	成本	848	888	944	979
	毛利率	21.5%	21.0%	20.0%	21.0%
畜牧业产品	收入	80	99	119	142
	YOY	-10.1%	23.0%	20.0%	20.0%
	成本	83	103	122	142
	毛利率	-3.4%	-4.5%	-3.0%	0.0%
其他主营业务	收入	9.3	9.3	9.3	9.3
	YOY	-50.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	7.3	7.5	7.5	7.5
	毛利率	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	14.0	16.1	20.9	27.1
	YOY	81.1%	15.0%	30.0%	30.0%
	成本	15.1	14.5	18.8	24.4
	毛利率	-8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	2714	2808	2936	3105
	YOY	12.6%	3.5%	4.5%	5.8%
	成本	2195	2293	2394	2503
	毛利率	19.1%	18.4%	18.5%	19.4%

数据来源：公司公告，西南证券

5 风险提示

- 1) 外购原奶价格大幅上涨的风险
- 2) 奶牛养殖成本大幅上涨的风险
- 3) 全国化拓展不及预期的风险

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2714.00	2808.40	2935.99	3105.35	净利润	140.09	14.09	71.34	132.01
营业成本	2195.24	2292.53	2394.25	2503.09	折旧与摊销	181.79	196.47	213.35	232.01
营业税金及附加	13.21	13.96	14.62	15.40	财务费用	18.26	58.41	59.02	58.84
销售费用	146.69	168.50	176.16	186.32	资产减值损失	-49.30	75.00	45.00	30.00
管理费用	96.89	112.34	117.44	130.42	经营营运资本变动	93.12	-213.60	15.91	11.31
财务费用	18.26	58.41	59.02	58.84	其他	-39.62	-102.24	-56.55	-19.04
资产减值损失	-49.30	75.00	45.00	30.00	经营活动现金流净额	344.34	28.12	348.07	445.13
投资收益	0.73	0.64	0.69	0.68	资本支出	-1051.88	-200.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.96	0.64	0.69	0.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1068.84	-199.36	-249.31	-249.32
营业利润	245.06	88.29	130.19	181.96	短期借款	206.49	2.49	-23.36	-77.88
其他非经营损益	-72.01	-72.00	-47.00	-27.00	长期借款	842.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.04	16.29	83.19	154.96	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.95	2.21	11.85	22.95	支付股利	-58.98	-99.42	-10.00	-50.63
净利润	140.09	14.09	71.34	132.01	其他	-459.00	-102.17	-59.02	-58.84
少数股东损益	-1.94	-0.19	-0.99	-1.82	筹资活动现金流净额	530.91	-199.10	-92.38	-187.34
归属母公司股东净利润	142.03	14.28	72.32	133.84	现金流量净额	-193.59	-370.33	6.38	8.47
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	510.75	140.42	146.80	155.27	成长能力				
应收和预付款项	185.43	175.15	186.71	199.21	销售收入增长率	12.62%	3.48%	4.54%	5.77%
存货	811.83	861.24	915.36	947.47	营业利润增长率	5.49%	-63.97%	47.45%	39.76%
其他流动资产	47.81	49.47	51.72	54.70	净利润增长率	-30.23%	-89.94%	406.38%	85.05%
长期股权投资	19.41	19.41	19.41	19.41	EBITDA 增长率	24.02%	-22.90%	17.31%	17.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2748.43	2754.63	2793.95	2814.60	毛利率	19.11%	18.37%	18.45%	19.39%
无形资产和开发支出	64.21	62.21	60.21	58.21	三费率	9.65%	12.08%	12.01%	12.09%
其他非流动资产	1312.29	1311.62	1310.96	1310.29	净利率	5.16%	0.50%	2.43%	4.25%
资产总计	5700.16	5374.16	5485.11	5559.17	ROE	5.28%	0.55%	2.71%	4.87%
短期借款	475.67	478.16	454.80	376.92	ROA	2.46%	0.26%	1.30%	2.37%
应付和预收款项	937.83	780.14	843.10	902.94	ROIC	11.15%	5.20%	6.28%	7.88%
长期借款	842.39	842.39	842.39	842.39	EBITDA/销售收入	16.40%	12.22%	13.71%	15.23%
其他负债	791.39	705.91	715.93	726.64	营运能力				
负债合计	3047.28	2806.61	2856.22	2848.89	总资产周转率	0.56	0.51	0.54	0.56
股本	320.19	320.19	320.19	320.19	固定资产周转率	1.53	1.24	1.26	1.29
资本公积	1372.24	1372.24	1372.24	1372.24	应收账款周转率	19.67	18.00	19.47	19.04
留存收益	759.77	674.63	736.96	820.17	存货周转率	3.25	2.67	2.67	2.67
归属母公司股东权益	2390.87	2305.73	2368.06	2451.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.03%	—	—	—
少数股东权益	262.01	261.82	260.83	259.01	资本结构				
股东权益合计	2652.88	2567.55	2628.89	2710.27	资产负债率	53.46%	52.22%	52.07%	51.25%
负债和股东权益合计	5700.16	5374.16	5485.11	5559.17	带息债务/总负债	43.25%	47.05%	45.42%	42.80%
					流动比率	0.90	0.83	0.85	0.89
					速动比率	0.43	0.25	0.25	0.27
					股利支付率	41.53%	696.09%	13.82%	37.83%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	445.10	343.17	402.56	472.80	每股收益	0.44	0.04	0.23	0.42
PE	16.52	164.33	32.45	17.54	每股净资产	7.47	7.20	7.40	7.66
PB	0.98	1.02	0.99	0.96	每股经营现金	1.08	0.09	1.09	1.39
PS	0.86	0.84	0.80	0.76	每股股利	0.18	0.31	0.03	0.16
EV/EBITDA	4.25	6.47	5.44	4.45					
股息率	2.51%	4.24%	0.43%	2.16%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

广 深	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn