

研究所
 证券分析师: 薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师: 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人: 秦一方 S0350121120034
 qinyf@ghzq.com.cn

2022 平稳收官，2023 疆内疆外皆可期

——天润乳业（600419）2022 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天润乳业	-6.2%	8.4%	20.8%
沪深 300	-1.0%	5.2%	-4.3%

市场数据

市场数据	2023/04/03
当前价格(元)	16.53
52 周价格区间(元)	11.34-18.28
总市值(百万)	5,292.74
流通市值(百万)	5,027.52
总股本(万股)	32,019.02
流通股本(万股)	30,414.55
日均成交额(百万)	89.57
近一月换手(%)	1.35

《——天润乳业（600419）2022 年三季报点评：业绩表现亮眼，疆外市场持续推进（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-23

事件:

天润乳业发布 2022 年年报，全年实现营收 24.10 亿元，同比+14.25%；归母净利润 1.97 亿元，同比+31.33%；扣非归母净利润 1.79 亿元，同比+34.05%。2022 年 Q4 实现营收 5.58 亿元，同比+3.90%；归母净利润 0.43 亿元，同比+15.76%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比+40.84%。

投资要点:

- **2022Q4 受疫情影响，疆内疆外增速均有所下滑。**2022Q4 公司疆内营收 3.14 亿元，同比+2.29%；疆外营收 2.39 亿元，同比+5.51%。受疫情影响，疆内疆外增速环比前三季度有所下滑。全年看，公司疆内实现营收 13.68 亿元，同比+6.24%；疆外实现营收 10.34 亿元，同比+26.93%，在疫情扰动下交出亮眼成绩单。
- **常温表现亮眼，低温增速远高于行业平均。**分产品看，2022 年公司常温乳制品实现营收 12.89 亿元，同比+17.43%；低温乳制品实现营收 10.04 亿元，同比+7.18%；畜牧业产品营收 0.89 亿元，同比+49.79%。疫情期间居民饮奶意识提升，加大了对乳制品尤其是常温乳制品的需求，公司积极推广 125ML 小方砖，使得公司常温奶收入取得较快增长，低温方面，2022 年由于外部环境的影响商超和动销，行业整体下滑，公司在积极推广爱克林酸奶、桶装酸奶、杯装酸奶的同时，陆续推出草莓炼乳冰淇淋酸奶、卡拉苏提纯牛奶、零蔗糖阿尔泰酸奶等 6 款新品上市，优秀的产品力及创新推动公司 2022 年低温乳制品的增速远超行业。
- **外购原奶价格下跌改善公司盈利能力。**2022 年公司实现归母净利率 8.16%，同比提升 1.06pct，盈利能力的改善主要由于：1) 2021 年公司受原料奶成本端压力较大，影响盈利水平，而 2022 年外购原料奶价格同比有所下降；2) 公司调整产品结构，加大高毛利产品的占比。展望 2023 年，我们预计原奶价格的持续下行继续增厚公司盈利端，随着消费场景的恢复，公司较高毛利的常温乳饮料及低温酸奶的增速有望得到提升，助力公司产品结构的持续优化。
- **疆内积极向南发展，疆外渠道扩张与产能建设并举。**在疆内，公司积极响应“向南发展”战略，加大南疆渠道覆盖密度，构建疆内新增长极。在疆外，公司坚持“用新疆资源，做全国市场”的理念，将疆外

市场板块细分为重点市场、培育市场、潜力市场，对重点区域做重点支持，截至 2022 年末，公司疆外专卖店 764 家。2022 年 10 月，公司在疆外布局的天润齐源 15 万吨乳制品加工项目正式开工建设，并计划于 2023 年四季度投入试运营，疆外建厂能够缩短运输配送距离，辐射到京津冀等周边地区，并且能够减少运输成本，为公司全国化扩张打下基础。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2023~2025 年 EPS 为 0.76/0.92/1.14 元，对应 PE 分别为 22/18/15 倍，鉴于公司在乳制品行业具有较高成长性，当前估值水平具有一定性价比，我们将公司评级上调至“买入”。
- **风险提示：**1) 新品推广不及预期；2) 疆外市场竞争加剧；3) 产能建设不及预期；4) 原材料价格超预期上行；5) 食品安全问题。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2410	2936	3508	4188
增长率（%）	14	22	19	19
归母净利润（百万元）	197	243	295	365
增长率（%）	31	24	21	24
摊薄每股收益（元）	0.61	0.76	0.92	1.14
ROE（%）	9	10	10	11
P/E	25.23	21.77	17.95	14.51
P/B	2.17	2.07	1.86	1.65
P/S	2.08	1.80	1.51	1.26
EV/EBITDA	12.87	12.70	10.93	9.36

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天润乳业盈利预测表

证券代码:	600419				股价:	16.53		投资评级:	买入		日期:	2023/04/03	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	9%	10%	10%	11%	EPS	0.62	0.76	0.92	1.14				
毛利率	18%	18%	19%	19%	BVPS	7.21	7.97	8.89	10.03				
期间费率	8%	9%	9%	9%	估值								
销售净利率	8%	8%	8%	9%	P/E	25.23	21.77	17.95	14.51				
成长能力					P/B	2.17	2.07	1.86	1.65				
收入增长率	14%	22%	19%	19%	P/S	2.08	1.80	1.51	1.26				
利润增长率	31%	24%	21%	24%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.61	0.65	0.70	0.73	营业收入	2410	2936	3508	4188				
应收账款周转率	24.64	32.20	33.82	27.88	营业成本	1979	2396	2856	3400				
存货周转率	4.80	6.72	9.84	9.59	营业税金及附加	13	15	18	22				
偿债能力					销售费用	125	167	205	251				
资产负债率	35%	38%	38%	39%	管理费用	81	99	121	143				
流动比	1.29	0.95	0.82	0.78	财务费用	-5	-1	1	3				
速动比	0.77	0.60	0.57	0.52	其他费用/(-收入)	10	11	13	16				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	232	287	343	412				
现金及现金等价物	704	724	758	820	营业外净收支	-17	-9	-8	1				
应收款项	98	91	104	150	利润总额	215	278	335	413				
存货净额	502	437	357	437	所得税费用	15	25	28	34				
其他流动资产	56	58	69	79	净利润	201	253	307	379				
流动资产合计	1359	1309	1287	1486	少数股东损益	4	10	12	14				
固定资产	1314	1602	1777	1951	归属于母公司净利润	197	243	295	365				
在建工程	389	470	571	681	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	868	1125	1355	1596	经营活动现金流	301	712	610	661				
长期股权投资	3	8	13	19	净利润	197	243	295	365				
资产总计	3933	4515	5004	5734	少数股东权益	4	10	12	14				
短期借款	269	347	437	529	折旧摊销	141	116	130	142				
应付款项	400	594	630	813	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-87	319	150	123				
其他流动负债	384	439	497	573	投资活动现金流	-643	-759	-649	-673				
流动负债合计	1053	1381	1564	1915	资本支出	-643	-754	-645	-668				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	-5	-5	-6				
其他长期负债	342	342	342	342	其他	0	1	1	1				
长期负债合计	342	342	342	342	筹资活动现金流	146	65	74	74				
负债合计	1395	1722	1905	2257	债务融资	131	78	89	93				
股本	320	320	320	320	权益融资	147	0	0	0				
股东权益	2539	2792	3099	3478	其它	-132	-13	-15	-18				
负债和股东权益总计	3933	4515	5004	5734	现金净增加额	-196	19	35	62				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、保健品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。