

2023年04月21日  
 天润乳业(600419.SH)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

乳制品

## 业绩持续超预期，收购新农全力做大做强

### 事件：

公司公布2023年一季报，实现营收6.31亿元，同比+16.26%，实现归母净利润0.55亿元，同比+55.58%，实现扣非归母净利润0.49亿元，同比+53.37%。

同时披露现金收购新农乳业公告，拟以3.26亿元现金收购新农乳业100%股权，交易完成后，新农乳业将成为公司的全资子公司。

### 疆内回归常态化增速，疆外延续高增长趋势：

天润乳业23Q1实现营收6.31亿元，同比+16.26%。其中疆内实现营收3.74亿元，同比+8.06%，在春节错期影响下，持续达成稳步增长。疆外实现营收2.56亿元，同比+30.21%，延续21Q4后高增长趋势，疆外划分三级市场梯队，聚焦核心市场，以新疆资源禀赋拓展疆外市场空间。分产品看，常温实现营收3.53亿元，同比+22.67%，纯牛奶以新疆奶源结合浓缩工艺，持续拓展消费客群，奶啤即将进入消费旺季，新推沙棘口味，后续有望发力。低温实现营收2.46亿元，同比+8.06%，预计为桶酸、巴氏奶等新品放量推动。拆分量价，23Q1实现乳制品销量6.79万吨，量增11.86%，测算价增3.77%，产品结构升级趋势明确。

### 原奶价格下降、产品结构提升充分释放利润空间：

公司23Q1毛利率20.05%，同比+2.84pct，主要来自于原奶价格下降、产品结构提升及疆外占比提升，印证原奶价格下降充分释放利润弹性。23Q1销售费用率5.57%，同比-0.64pct，环比+0.40pct，天润正处疆外市场扩张关键阶段，预计后续进入酸奶及乳饮料夏季旺季，线下活动增加，费用率略有上行。23Q1达成净利率9.04%，同比+2.25%，带动归母净利润同比+55.58%，利润弹性释放主要来自于成本及结构双向驱动，此外22Q1具备一定低基数。

### 疆外扩张正当时，利润弹性正释放：

天润在疆外市场依然具备充足市场空间，聚焦重点市场，发展专卖店等特色渠道，找到适合发展路径，有望延续向上势能。据公司公告，山东工厂预计23H2投产，就近覆盖周边区域，探索异地生产模式，有望打开疆外扩张新阶段。原奶价格持续下行，天润自身低毛利低费用，成本下降有望直接释放利润空间。

### 收购新农整合疆内乳制品资源，全力做大做强：

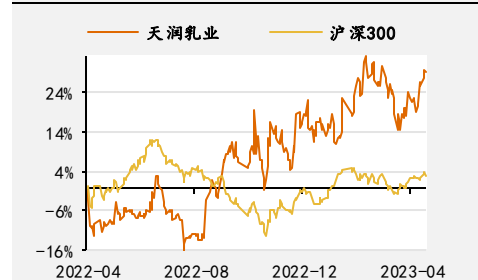
公司公告拟以3.26亿元现金收购新农乳业100%股权，交易完成后，新农乳业将成为公司全资子公司，纳入合并报表。2022年新农实现3.06亿元营收，0.29亿元归母净利润，归母净利率9.60%，高于天润同期8.16%，对标新农2022年业绩，天润以11X PE收购，预计在财务上将形成一定拉动作用。新农乳业为南疆阿克苏地区乳制品企

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6个月目标价	21.73元
股价(2023-04-20)	17.40元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,571.31
流通市值(百万元)	5,292.13
总股本(百万股)	320.19
流通股本(百万股)	304.15
12个月价格区间	11.34/17.99元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.1	7.0	20.9
绝对收益	12.5	5.4	21.9

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶 联系人

wangly1@essence.com.cn

### 相关报告

Q4 经营短期承压，疆外扩张持续进行中	2023-03-31
天润乳业(600419.SH)：转债募资扩建产能，奠定长期发展基石	2023-02-13
新疆优势乳企，疆外改革再出发	2022-11-01

业，南疆为天润较为薄弱、正重点发展市场，预期能在区域及渠道方面与天润达成协同，加码天润南疆市场拓展，减少区域乳企间内耗。天润本身为兵团旗下乳蓄整合平台，此次收购进一步整合疆内乳制品资源，扩大天润规模体量，全力做大做强，未来成长空间可期。

#### 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的收入增速分别为 21.9%、20.4%、18.7%，净利润增速分别为 26.4%、22.8%、19.2%，未来成长空间充足；给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 21.73 元，对应 23 年 28X PE。

风险提示：新农乳业协同不及预期，山东工厂产品推广不及预期，原奶价格大幅上涨。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,109.3	2,409.8	2,936.9	3,536.1	4,197.4
净利润	149.7	196.6	248.5	305.1	363.7
每股收益(元)	0.47	0.61	0.78	0.95	1.14
每股净资产(元)	6.93	7.21	8.02	8.82	9.81

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	37.2	28.3	22.4	18.3	15.3
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
净利润率	7.1%	8.2%	8.5%	8.6%	8.7%
净资产收益率	6.7%	8.5%	9.7%	10.8%	11.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.9%	0.9%	0.8%
ROIC	11.3%	13.4%	12.5%	19.0%	18.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,109.3	2,409.8	2,936.9	3,536.1	4,197.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,764.4	1,978.7	2,367.2	2,825.6	3,341.4	营业收入增长率	19.3%	14.2%	21.9%	20.4%	18.7%
营业税费	10.1	12.6	15.5	18.0	21.8	营业利润增长率	-4.3%	24.8%	26.9%	22.5%	18.2%
销售费用	96.5	124.6	183.6	251.4	316.9	净利润增长率	1.5%	31.3%	26.4%	22.8%	19.2%
管理费用	64.7	80.8	91.0	106.1	123.8	EBITDA 增长率	2.0%	19.0%	16.9%	13.5%	12.1%
研发费用	6.5	10.3	11.2	12.7	15.5	EBIT 增长率	-7.5%	21.0%	29.2%	19.5%	16.6%
财务费用	-5.1	-5.0	-14.5	-26.1	-36.1	NOPLAT 增长率	-3.7%	30.8%	21.1%	19.3%	16.5%
资产减值损失	-12.2	-13.3	-11.5	-12.3	-12.4	投资资本增长率	10.1%	30.2%	-21.6%	20.4%	-30.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	33.6%	10.3%	10.7%	9.5%	10.8%
投资和汇兑收益	0.1	0.8	0.4	0.4	0.5						
营业利润	186.1	232.3	294.8	361.2	426.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-6.3	-16.9	-10.8	-11.3	-13.0	毛利率	16.3%	17.9%	19.4%	20.1%	20.4%
利润总额	179.9	215.4	284.0	349.9	413.9	营业利润率	8.8%	9.6%	10.0%	10.2%	10.2%
减:所得税	18.9	14.6	24.1	30.4	36.4	净利润率	7.1%	8.2%	8.5%	8.6%	8.7%
净利润	149.7	196.6	248.5	305.1	363.7	EBITDA/营业收入	13.8%	14.4%	13.8%	13.0%	12.3%
						EBIT/营业收入	8.5%	9.0%	9.5%	9.5%	9.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	288	285	236	183	144
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-29	-14	-27	-19	-15
货币资金	900.7	704.3	1,156.5	1,089.3	2,011.6	流动资产周转天数	188	207	193	194	213
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	16	14	16	15	15
应收帐款	77.5	111.9	155.2	148.1	209.1	存货周转天数	58	67	58	60	61
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	517	553	496	430	403
预付帐款	12.9	31.4	17.3	35.5	33.1	投资资本周转天数	258	272	225	181	142
存货	401.1	501.6	446.5	726.1	690.3						
其他流动资产	17.0	10.2	15.7	14.3	13.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.7%	8.5%	9.7%	10.8%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	5.1%	6.2%	7.5%	7.4%
长期股权投资	2.7	3.5	3.5	3.5	3.5	ROIC	11.3%	13.4%	12.5%	19.0%	18.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,837.5	1,983.4	1,860.0	1,736.6	1,613.3	销售费用率	4.6%	5.2%	6.3%	7.1%	7.6%
在建工程	117.6	389.3	389.3	389.3	389.3	管理费用率	3.1%	3.4%	3.1%	3.0%	3.0%
无形资产	38.2	42.4	40.1	37.8	35.4	研发费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	66.9	155.5	82.6	99.8	110.4	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.9%
资产总额	3,472.1	3,933.5	4,166.6	4,280.3	5,109.5	四费/营业收入	7.7%	8.7%	9.2%	9.7%	10.0%
短期债务	138.0	269.2	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	552.9	519.6	895.2	725.1	1,183.1	资产负债率	33.7%	35.5%	32.6%	28.1%	33.3%
应付票据	-	-	17.3	3.4	7.4	负债权益比	50.8%	54.9%	48.3%	39.1%	49.8%
其他流动负债	130.9	264.4	192.3	193.5	217.4	流动比率	1.71	1.29	1.62	2.18	2.10
长期借款	100.0	-	-	-	-	速动比率	1.23	0.81	1.22	1.40	1.61
其他非流动负债	248.3	341.5	252.3	280.7	291.5	利息保障倍数	-35.04	-43.14	-19.39	-12.82	-10.83
负债总额	1,170.1	1,394.8	1,357.2	1,202.8	1,699.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	83.1	229.7	240.5	254.7	268.2	DPS(元)	0.14	-	0.16	0.16	0.14
股本	320.2	320.2	320.2	320.2	320.2	分红比率	30.2%	0.0%	20.1%	16.7%	12.3%
留存收益	1,898.8	2,050.1	2,248.7	2,502.7	2,821.7	股息收益率	0.8%	0.0%	0.9%	0.9%	0.8%
股东权益	2,302.1	2,538.7	2,809.4	3,077.5	3,410.1						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	161.0	200.8	248.5	305.1	363.7
						加:折旧和摊销	113.7	131.6	125.7	125.7	125.7
						资产减值准备	10.9	13.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	7.2	13.6	-14.5	-26.1	-36.1
						投资收益	-0.1	-0.8	-0.4	-0.4	-0.5
						少数股东损益	11.3	4.2	11.4	14.4	13.8
						营运资金的变动	98.2	-47.9	397.4	-474.0	448.6
						经营活动产生现金流量	358.8	301.0	768.1	-55.4	915.1
						投资活动产生现金流量	-473.8	-642.9	0.4	0.4	0.5
						融资活动产生现金流量	645.6	145.6	-316.4	-12.2	6.6
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.47	0.61	0.78	0.95	1.14
						BVPS(元)	6.93	7.21	8.02	8.82	9.81
						PE(X)	37.2	28.3	22.4	18.3	15.3
						PB(X)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
						P/FCF	39.5	-37.7	15.6	-426.4	5.8
						P/S	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3
						EV/EBITDA	12.3	13.7	11.4	10.2	7.3
						CAGR(%)	25.7%	23.4%	19.2%	25.7%	23.4%
						PEG	1.5	1.2	1.2	0.7	0.7
						ROIC/WACC	1.1	1.3	1.2	1.8	1.8
						REP	2.1	1.8	2.4	1.3	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034