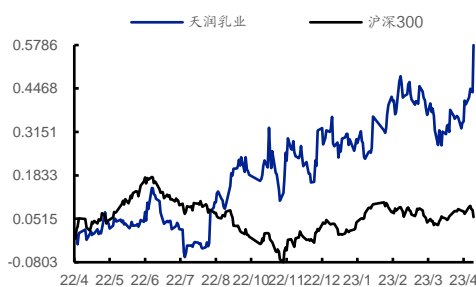


研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：秦一方 S0350121120034  
 qinyf@ghzq.com.cn

## 一季度业绩再超预期，关注疆外改革进展 ——天润乳业（600419）2023年一季度报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天润乳业	19.6%	15.9%	42.3%
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%

### 市场数据

市场数据	2023/04/21
当前价格(元)	19.14
52周价格区间(元)	11.34-19.14
总市值(百万)	6,128.44
流通市值(百万)	5,821.34
总股本(万股)	32,019.02
流通股本(万股)	30,414.55
日均成交额(百万)	364.94
近一月换手(%)	1.67

《——天润乳业(600419)2022年年报点评: 2022 平稳收官, 2023 疆内疆外皆可期(买入)\*饮料乳品\*薛玉虎, 刘洁铭》——2023-04-03

《——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 2023 年一季度报, 实现营业收入 6.31 亿元, 同比+16.26%; 归母净利润 0.55 亿元, 同比+55.58%; 扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比+53.37%。

### 投资要点:

- **疆外收入再超预期。**2023 年一季度公司实现疆内营收 3.74 亿元, 同比+8.06%; 疆外营收 2.56 亿元, 同比+30.21%, 疆内实现较好的恢复, 疆外增速亮眼。公司在疆外划分重点、培育、潜力市场, 持续推进改革, 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 10 月投入试运营, 目前山东销售分公司已组建完成, 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。
- **常温表现亮眼, 低温旺季可期。**一季度常温乳制品营收 3.53 亿元, 同比+22.67%, 低温乳制品营收 2.46 亿元, 同比+4.95%。常温业务的高速增长预计主要受益于疆外的顺利拓展, 同时春节礼赠场景增加及奶啤餐饮渠道的修复也有所贡献, 随着天气转热, 低温奶旺季即将来临, 我们预计公司传统强势品类爱克林、桶酸等也会有不错的表现。产品方面, 公司推出沙棘风味奶啤、125ML 有机纯奶方砖、零蔗糖酸奶、冰淇淋酸奶等新品, 拓宽产品矩阵。
- **原奶价格回落带来利润率改善。**一季度公司实现毛利率 20.05%, 同比提升 2.83pct, 预计主要由于原奶价格的下移带来的, 2023 年 1 月至 4 月 12 日, 原料奶采购均价为 4.03 元, 同比下移 4.5%。2023 年 Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 5.57%/2.98%/0.98%, 同比-0.64pct/-0.34pct/0.66pct, 研发费用率的提升预计主要由于公司加大对新品的研发投入。
- **收购疆内优质资产。**公司公告拟现金收购新农开发、沙河建融持有的新农乳业的 100% 的股权, 新农乳业拥有 1 个乳制品加工厂及 8 个自有及租赁牧场, 现有 6 大系列和 40 余种产品, 2022 年实现收入 3.06 亿元, 归母净利 0.29 亿元, 交易对价 3.26 亿元, 对应 11.09 倍估值。我们认为新农乳业净利率水平较高, 交易对价合理, 以 2022

年报表测算，并表后公司净利率水平将实现小幅提升。

- **盈利预测和投资评级:** 基于谨慎性原则，拟现金收购股权事项未纳入盈利预测，我们预计公司 2023~2025 年 EPS 为 0.80/0.96/1.15 元，对应 PE 分别为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。
- **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；6) 拟现金收购股权事项的不确定性。

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	258	308	368
增长率 (%)	31	31	20	19
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.80	0.96	1.15
ROE (%)	9	10	11	11
P/E	25.23	23.79	19.88	16.67
P/B	2.17	2.39	2.13	1.89
P/S	2.08	2.09	1.75	1.46
EV/EBITDA	12.87	14.16	12.28	10.78

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（暂不考虑本次拟现金收购股权事项）

证券代码:	600419		股价:	19.14	投资评级:	买入	日期:	2023/04/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	10%	11%	11%	EPS	0.62	0.80	0.96	1.15
毛利率	18%	19%	19%	19%	BVPS	7.21	8.02	8.98	10.13
期间费率	8%	9%	9%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	25.23	23.79	19.88	16.67
<b>成长能力</b>					P/B	2.17	2.39	2.13	1.89
收入增长率	14%	22%	19%	19%	P/S	2.08	2.09	1.75	1.46
利润增长率	31%	31%	20%	19%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
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	2378	2835	3375
存货周转率	4.80	6.83	9.81	9.74	营业税金及附加	13	15	18	22
<b>偿债能力</b>					销售费用	125	164	205	251
资产负债率	35%	38%	38%	39%	管理费用	81	99	123	151
流动比	1.29	0.96	0.84	0.78	财务费用	-5	-1	1	3
速动比	0.77	0.62	0.58	0.53	其他费用/（-收入）	10	15	18	21
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	232	304	358	415
现金及现金等价物	704	736	772	832	营业外净收支	-17	-9	-8	1
应收款项	98	91	104	150	利润总额	215	295	350	416
存货净额	502	430	358	430	所得税费用	15	26	30	35
其他流动资产	56	57	69	78	净利润	201	269	321	381
<b>流动资产合计</b>	<b>1359</b>	<b>1314</b>	<b>1302</b>	<b>1491</b>	少数股东损益	4	11	13	14
固定资产	1314	1602	1777	1951	归属于母公司净利润	197	258	308	368
在建工程	389	470	571	681	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	868	1125	1365	1611	经营活动现金流	301	725	621	664
长期股权投资	3	8	13	19	净利润	197	258	308	368
<b>资产总计</b>	<b>3933</b>	<b>4520</b>	<b>5029</b>	<b>5754</b>	少数股东权益	4	11	13	14
短期借款	269	347	437	529	折旧摊销	141	116	130	142
应付款项	400	587	628	804	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	317	147	123
其他流动负债	384	437	495	570	投资活动现金流	-643	-759	-659	-678
<b>流动负债合计</b>	<b>1053</b>	<b>1371</b>	<b>1559</b>	<b>1903</b>	资本支出	-643	-754	-655	-673
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
<b>长期负债合计</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	筹资活动现金流	146	65	74	74
<b>负债合计</b>	<b>1395</b>	<b>1713</b>	<b>1901</b>	<b>2245</b>	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	2807	3128	3509	其它	-132	-13	-15	-18
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3933</b>	<b>4520</b>	<b>5029</b>	<b>5754</b>	现金净增加额	-196	32	36	60

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、休闲零食、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。