

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

利润超预期，并购再扩张

2023年04月21日

事件: 天润乳业公布2023年一季度报并拟以现金方式收购新农乳业100%股权。23Q1, 公司实现营业收入6.31亿元, 同比+16.26%; 归母净利润5498万元, 同比+55.58%; 实现扣非归母净利润4891万元, 同比+53.37%。公司同时宣布, 拟以3.26亿元的价格现金收购新农乳业100%股权。

点评:

- **复苏快于行业，营收持续增长。** 乳制品行业Q1虽有复苏，但整体速度偏慢，1-3月全国乳制品产量同比+4.60%，而公司营收增速持续超越行业，Q1同比达16.26%。分产品看，常温乳制品/低温乳制品增速维持原有趋势，同比分别达22.8%/5.0%。分地域看，公司疆内外营收增速同样稳健，疆内/疆外同比分别达8.1%/30.2%，疆外销售占比较去年同期进一步提升，达40.6%。
- **毛利率大幅提升，利润超预期。** 毛利率方面，公司Q1毛利率达20.05%，同比提升2.83pct。考虑到Q1国内生鲜乳价格同比下跌4.5%，我们推测毛利率的提升部分来自于公司外购生鲜乳的成本下降。此外，我们推测产品结构的提升也为毛利率提升做出部分贡献。费用率方面，Q1公司表现平稳，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为5.57%/2.98%/0.82%/0.64%，较去年同期-0.64pct/-0.34pct/+0.50pct/+0.75pct。因此，公司净利率在毛利率大幅提升的带动下，上升至9.04%，同比+2.25pct，使得归母净利润同比+55.58%。
- **拟现金收购新农乳业，业务规模及品类有望进一步扩张。** 公司同日公告，拟以3.26亿元的价格现金收购新农乳业100%股权。新农乳业是上市公司新农开发控股企业，与天润乳业同属兵团下属优质乳业资产。新农乳业当前拥有1座液态奶加工厂、1座奶粉加工厂和8个自有及租赁牧场，拥有共计14400头荷斯坦奶牛，可年产常温乳制品60000吨、低温乳制品40000吨和全脂奶粉8000吨，原料奶年处理能力达10万吨以上。2022年，新农乳业录得3.06亿元营收和2939万元归母净利润。此次收购，有望使公司在牧场端和产能端规模进一步扩充，产品品类也将丰富至奶粉端，使公司进一步做大做强乳制品业务。
- **盈利预测与投资评级：长短皆有期待，把握投资良机。** 短期看，高端乳制品受疫情冲击较小，增速仍快，公司在需求端增速持续稳定，今年有望在乳制品行业中表现突出。长期看，公司采用外延+内生方式持续推进产能建设，除本次拟收购的新农乳业外，公司唐王城二期、山东工厂及疆内20万吨乳制品加工项目等均有序开展，为公司长期成长

打开空间。基于 Q1 公司的表现和市场奶价的情况，我们略微上调今年的利润端预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.77/0.92/1.07 元，分别对应 2023-2025 年 22X/19X/16X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,109	2,410	2,795	3,281	3,877
增长率 YoY %	19.3%	14.2%	16.0%	17.4%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	150	197	248	294	344
增长率 YoY%	1.5%	31.3%	26.0%	18.6%	16.9%
毛利率%	16.3%	17.9%	18.7%	18.8%	18.9%
净资产收益率 ROE%	6.7%	8.5%	9.7%	10.3%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.77	0.92	1.07
市盈率 P/E(倍)	23.74	25.23	22.49	18.96	16.21
市净率 P/B(倍)	1.91	2.17	2.18	1.95	1.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 20 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,409	1,359	1,563	1,870	2,417	
货币资金	901	704	882	1,131	1,504	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	67	98	123	144	170	
预付账款	13	31	17	19	23	
存货	401	502	517	547	689	
其他	27	24	26	28	31	
非流动资产	2,063	2,574	2,758	2,805	2,798	
长期股权投资	3	3	4	4	5	
固定资产	1,302	1,314	1,388	1,448	1,486	
无形资产	38	42	48	55	63	
其他	720	1,214	1,318	1,298	1,243	
资产总计	3,472	3,933	4,321	4,676	5,214	
流动负债	822	1,053	1,185	1,234	1,417	
短期借款	138	269	200	100	100	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	450	400	579	679	801	
其他	233	384	406	455	517	
非流动负债	348	342	342	342	342	
长期借款	100	0	0	0	0	
其他	248	342	342	342	342	
负债合计	1,170	1,395	1,526	1,575	1,759	
少数股东权益	83	230	237	246	257	
归属母公司	2,219	2,309	2,558	2,854	3,198	
负债和股东权益	3,472	3,933	4,321	4,676	5,214	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,109	2,410	2,795	3,281	3,877	
同比	19.3%	14.2%	16.0%	17.4%	18.2%	
归属母公司净利润	150	197	248	294	344	
同比	1.5%	31.3%	26.0%	18.6%	16.9%	
毛利率(%)	16.3%	17.9%	18.7%	18.8%	18.9%	
ROE%	6.7%	8.5%	9.7%	10.3%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.62	0.77	0.92	1.07	
P/E	23.74	25.23	22.49	18.96	16.21	
P/B	1.91	2.17	2.18	1.95	1.74	
EV/EBITDA	11.61	12.87	14.26	11.53	9.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,109	2,410	2,795	3,281	3,877	
营业成本	1,764	1,979	2,273	2,663	3,143	
营业税金及	10	13	13	16	19	
销售费用	97	125	162	194	233	
管理费用	65	81	84	98	116	
研发费用	6	10	8	10	12	
财务费用	-5	-5	-2	-7	-8	
减值损失合	-12	-13	-1	-2	-1	
投资净收益	0	1	0	0	0	
其他	26	37	28	33	39	
营业利润	186	232	283	338	400	
营业外收支	-6	-17	-8	-9	-11	
利润总额	180	215	275	329	389	
所得税	19	15	19	26	35	
净利润	161	201	255	303	354	
少数股东损	11	4	8	9	11	
归属母公司	150	197	248	294	344	
EBITDA	311	373	358	412	474	
EPS(当	0.56	0.62	0.77	0.92	1.07	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	359	301	542	518	495	
净利润	161	201	255	303	354	
折旧摊销	118	141	104	112	119	
财务费用	7	14	0	0	0	
投资损失	0	-1	0	0	0	
营运资金变	54	-87	174	92	9	
其它	18	33	9	11	12	
投资活动现金流	-474	-643	-296	-169	-123	
资本支出	-387	-643	-295	-168	-122	
长期投资	-87	0	-1	-1	-1	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	646	146	-69	-100	0	
吸收投资	556	147	0	0	0	
借款	238	269	-69	-100	0	
支付利息或股息	-49	-57	0	0	0	
现金流净增加额	531	-196	177	250	372	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com

华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。