

天润乳业（600419）2023年一季报点评

盈利超出预期，整合疆内资源

事项:

❖ 天润乳业发布2023年一季报。23Q1公司实现营收6.31亿元，同比+16.26%；归母净利润5498万元，同比+55.58%；扣非归母净利润4891万元，同比+53.37%；销售回款6.49亿，同增14.37%，经营性现金流净额为5904万元，相比去年同期的-5019万元，实现大幅转正。

评论:

- ❖ **Q1疆外重回高增，驱动营收表现稳健。**分地区看，23Q1疆内/疆外实现收入3.74/2.56亿元，分别同比+8.1%/+30.2%，随着供应链恢复常态，公司营收增速明显改善，疆外市场重回高增，驱动整体营收实现较好增长。分品类看，23Q1常温/低温/畜牧业23Q1分别实现收入3.53/2.46/0.28亿元，分别同比+22.7%/+5.0%/+64.1%，结合渠道反馈，预计主要系疆外扩张以常温为主，且Q1为传统常温奶旺季，UHT奶实现高增，奶啤淡季之下相对稳健。
- ❖ **成本红利充分兑现，Q1业绩超出预期。**23Q1毛利率20.1%，同比+2.84pcts，主要系Q1原奶价格明显回落（主产区奶价显示Q1均价同比下降4.4%）叠加产品结构优化带动。23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为5.57%/2.98%/0.82%/0.64%，同比-0.64pct/-0.34pct/+0.50pct/+0.75pct，整体期间费用率相对平稳。故23Q1净利率为9.04%，同比+2.25pct，超出市场预期。
- ❖ **势能向上，成本护航，年内业绩高增可期。**疫情防控优化后公司经营迅速调整，Q1强渠道、推新品、扩产能等举措加速落地：一是专卖店在扩张的同时，Q1起川渝地区试点信息系统运营，以强化会员管理及精细运营水平；二是4月新品沙棘奶啤上市丰富矩阵，年内基于解腻解辣定位，重点铺设火锅等餐饮渠道，推广锐度预期提升；三是山东工厂将逐步投产，预计疆外扩张势能有力夯实。盈利端，需求弱复苏下预计奶价下行仍是主旋律，成本红利将延续；而山东工厂将于23Q2以代工形式部分投产，23Q4自有品牌进一步投产，且已拿下地方政府餐厅、学校等销售资源，保障生产基本量，预计产能爬坡期对公司盈利扰动相对有限，全年盈利升势延展，测算业绩有望实现30%以上高增。
- ❖ **拟收购新农乳业100%股权，低成本整合疆内优质资源，强化经营基础。**公司公告拟现金收购新农乳业100%股权（其中新农开发、沙河建融分别持有97.4359%和2.5641%），交易价格为32,596.67万元。新农乳业为新疆全产业链布局乳企，拥有1个乳制品加工厂、8个自有及租赁牧场及合计1.44余头荷斯坦牛。22年新农乳业营收、归母净利润分别为3.06亿元、2939万元，资产负债率78.7%，近三年收入复合增速为9.6%，净利率均值为10.1%，经营表现较为稳健。我们认为，收购价对应新农22年业绩仅11.1倍PE，本次收购将以低成本进一步整合新疆优质资源，夯实公司全产业链经营基础及新疆特色。而财务维度看，若以22年报表测算，并表后天润净利率将小幅增厚，而资产负债率仅提升7.7pcts至43.2%，仍处健康水平，且ROE有望得到进一步提振。
- ❖ **投资建议：年内业绩有望高增，并购夯实供应链基础，维持“推荐”评级。**考虑原奶成本回落红利有望延展，且公司产能爬坡扰动可控，我们上调23-25年EPS预测至0.82/1.02/1.25元（原23-25年预测为0.76/0.93/1.15元，且因新农乳业具体并表时间未定，当前盈利预测暂不考虑并表），现价对应PE估值21/17/14倍。考虑年内业绩上修而全产业链基础进一步夯实，我们上调目标价至21元，对应23年PE估值约25倍，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：疫情反复致产销受损；渠道扩展不及预期；原材料价格大幅波动等。**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	2,410	2,880	3,464	4,158
同比增速(%)	14.2%	19.5%	20.3%	20.0%
归母净利润(百万)	197	262	327	400
同比增速(%)	31.3%	33.5%	24.7%	22.3%
每股盈利(元)	0.61	0.82	1.02	1.25
市盈率(倍)	28	21	17	14
市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月20日收盘价

推荐（维持）

目标价：21元

当前价：17.40元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	32,019.02
已上市流通股(万股)	30,414.55
总市值(亿元)	55.71
流通市值(亿元)	52.92
资产负债率(%)	35.46
每股净资产(元)	7.21
12个月内最高/最低价	18.28/11.34

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《天润乳业（600419）2022年报点评：回款表现稳健，盈利延续升势》

2023-03-31

《天润乳业（600419）深度研究报告：疆外突围，势能释放》

2022-12-13

《天润乳业三季报点评：业绩维持高增长，期待KA渠道表现》

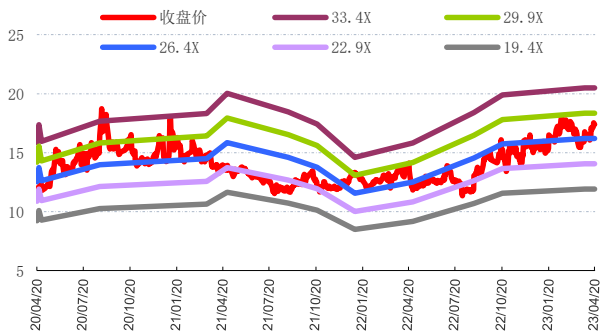
2017-10-26

图表 1 公司分季度财务情况（单位：百万元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	463	593	516	537	543	690	618	558	631
营业总成本	427	533	482	506	505	618	572	522	571
其中：营业成本	375	489	437	463	450	560	509	460	505
营业税金及附加	2	3	2	2	3	3	3	4	4
销售费用	34	24	27	11	34	35	37	19	35
管理费用	15	16	17	17	18	18	20	25	19
财务费用	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-0	-3	4
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	4	4	5	11	6	10	9	14	8
营业利润	39	64	40	44	44	83	55	51	68
加：营业外收入	0	1	1	1	1	1	1	0	1
减：营业外支出	1	3	1	5	3	3	5	9	3
利润总额	39	61	40	39	42	81	51	42	66
减：所得税	3	9	5	1	5	7	4	-1	9
净利润	36	52	34	38	37	74	47	43	57
归母净利润	33	48	32	37	35	73	46	43	55
EPS	0.12	0.18	0.12	0.11	0.11	0.23	0.14	0.13	0.17
毛利率	19.0%	17.5%	15.3%	13.8%	17.2%	18.9%	17.6%	17.7%	20.1%
营业税金率	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	5.6%
销售费用率	7.3%	4.1%	5.2%	2.1%	6.2%	5.0%	6.1%	3.3%	5.6%
管理费用率	3.3%	2.6%	3.3%	3.1%	3.3%	2.6%	3.2%	4.4%	3.0%
营业利润率	8.5%	10.7%	7.7%	8.1%	8.1%	12.0%	8.9%	9.1%	10.8%
实际税率	7.9%	15.2%	13.1%	3.2%	11.5%	8.4%	7.0%	-1.2%	13.4%
净利率	7.8%	8.8%	6.7%	7.1%	6.8%	10.7%	7.63%	7.6%	9.0%
归母净利率	7.2%	8.1%	6.1%	6.8%	6.5%	10.5%	7.4%	7.6%	8.7%
收入增长率	33.2%	10.7%	18.5%	19.7%	17.3%	16.5%	19.7%	3.9%	16.3%
营业利润增长率	34.6%	-17.3%	-24.2%	20.2%	11.3%	29.9%	38.9%	16.8%	54.7%
归母净利润增长率	69.4%	-20.9%	-21.0%	35.3%	5.7%	52.0%	45.3%	15.8%	55.6%

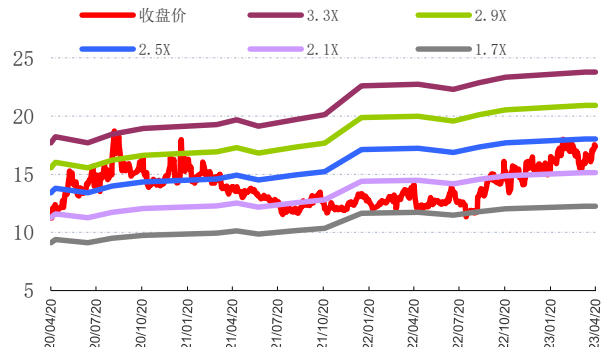
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 天润乳业 PE-Band



资料来源：wind，华创证券

图表 3 天润乳业 PB-Band



资料来源：wind，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	704	708	805	1,100
应收票据	0	0	0	0
应收账款	98	108	134	155
预付账款	31	37	44	52
存货	502	528	652	792
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	24	51	61	61
流动资产合计	1,359	1,432	1,696	2,160
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	1,314	1,365	1,920	2,194
在建工程	389	692	392	278
无形资产	42	38	34	31
其他非流动资产	826	830	833	834
非流动资产合计	2,574	2,928	3,182	3,340
资产合计	3,933	4,360	4,878	5,500
短期借款	269	319	369	419
应付票据	0	0	0	0
应付账款	400	466	557	666
预收款项	0	0	0	0
合同负债	55	66	79	95
其他应付款	120	120	120	120
一年内到期的非流动负债	109	109	109	109
其他流动负债	99	111	126	146
流动负债合计	1,052	1,191	1,360	1,555
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	342	342	342	342
非流动负债合计	342	342	342	342
负债合计	1,394	1,533	1,702	1,897
归属母公司所有者权益	2,309	2,571	2,899	3,299
少数股东权益	230	256	277	304
所有者权益合计	2,539	2,827	3,176	3,603
负债和股东权益	3,933	4,360	4,878	5,500

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	301	409	419	572
现金收益	327	394	465	595
存货影响	-100	-26	-125	-139
经营性应收影响	-36	-7	-24	-19
经营性应付影响	-33	66	90	110
其他影响	143	-18	13	25
投资活动现金流	-643	-462	-379	-333
资本支出	-419	-483	-390	-349
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-223	21	11	16
融资活动现金流	146	57	57	56
借款增加	133	50	50	50
股利及利息支付	-57	-7	-8	-8
股东融资	147	147	147	147
其他影响	-77	-133	-132	-133

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,410	2,880	3,464	4,158
营业成本	1,979	2,305	2,753	3,295
税金及附加	13	15	18	22
销售费用	125	190	232	280
管理费用	81	90	106	125
研发费用	10	12	15	18
财务费用	-5	-8	-8	-6
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-13	-8	-10	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	39	42	42	45
营业利润	232	308	381	458
营业外收入	2	3	2	3
营业外支出	19	22	22	19
利润总额	215	289	361	442
所得税	14	21	27	33
净利润	201	268	334	409
少数股东损益	4	6	7	9
归属母公司净利润	197	262	327	400
NOPLAT	196	260	327	403
EPS(摊薄) (元)	0.61	0.82	1.02	1.25

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	14.2%	19.5%	20.3%	20.0%
EBIT 增长率	20.4%	33.6%	25.7%	23.3%
归母净利润增长率	31.3%	33.5%	24.7%	22.3%
获利能力				
毛利率	17.9%	19.9%	20.5%	20.7%
净利率	8.3%	9.3%	9.6%	9.8%
ROE	8.5%	10.2%	11.3%	12.1%
ROIC	9.3%	10.8%	11.7%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	35.1%	34.9%	34.5%
债务权益比	28.4%	27.2%	25.8%	24.1%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	12	13	13	13
应付账款周转天数	77	68	67	67
存货周转天数	82	80	77	79
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.82	1.02	1.25
每股经营现金流	0.94	1.28	1.31	1.79
每股净资产	7.21	8.03	9.05	10.30
估值比率				
P/E	28	21	17	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	15	13	10

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522