

短期业绩承压，疆外扩张趋势延续

2024 年 08 月 23 日

► **事件：**公司于 8 月 22 日发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 14.43 亿元，同增 3.89%；实现归母净利润-0.28 亿元，同减 122.18%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同减 79.55%。单二季度，公司实现营收 8.03 亿元，同增 5.90%；实现归母净利润-0.32 亿元，同减 145.82%；扣非归母净利润 0.01 亿元，同减 98.14%。公司上半年亏损主要由于加大对低产奶牛及公牛的处置力度，计提存货减值准备、生物性生物资产减值准备及坏账准备以及合并新农乳业增加亏损。

► **加速淘汰低产牛只，聚焦疆外市场开发。**今年上半年乳制品市场消费需求延续放缓趋势，公司 24H1 实现乳制品销量 14.90 万吨，同增 1.78%，**分产品看**，24H1 常温乳制品收入 7.80 亿元，同比-0.08%，占比 54.80%；低温乳制品收入 5.81 亿元，同比+3.48%，占比 40.80%；畜牧业产品收入 0.58 亿元，同比+42.66%，占比 4.08%。公司上半年推出有机桶装酸奶、零乳糖牛奶等 11 款新产品，牧业板块淘汰低生产价值牛只，截至 24H1 末，公司牛只存栏 5.73 万头，较上年末减少 11.85%。**分渠道看**，24H1 疆内地区收入 7.26 亿元，同比-5.56%，占比 51.03%；疆外地区收入 6.97 亿元，同比+12.87%，占比 48.97%，疆外扩张趋势延续。公司疆内市场重点聚焦奶啤和常温砖品类，覆盖热门景点，探索景区推广新模式。疆外市场与朴朴超市、华润万家等连锁超市和大型商超开展合作，全渠道终端网点数量同比实现增长，同时筹备后续疆外仓储折扣和量贩零食系统渠道开发。**经销商方面**，24H1 末疆内减少 1 家至 387 家，疆外增加 43 家至 585 家，合计经销商 972 家。截至 24H1 末，天润乳业专卖店数量为 944 家。

► **生鲜乳收购价连续走低，净利率短期承压。**奶牛养殖行业产能集中释放，生鲜乳收购价连续 28 个月同比下降，行业奶源阶段性过剩压力延续。24 年上半年实现毛利率 17.30%，同减 3.26pcts；24Q2 毛利率 17.99%，同减 2.99pcts。上半年公司加大品宣和促销费用投入，销售费用率 5.97%，同增 0.62pcts；管理费用率 3.53%，同增 0.52pcts；公司 24H1 净利率为-1.93%，同减 10.99pcts；24Q2 净利率为-4.04%，同减 13.39 pcts，公司淘汰低生产价值牛只，计提奶粉及牛只减值，24H1 非流动性资产处置损益-0.81 亿元；同时合并新农乳业增加亏损，24H1 新农乳业实现营收 1.82 亿元，净利润-0.46 亿元。公司销售公牛及奶粉收入增加，24H1 经营活动产生的现金流量净额 2.47 亿元，同增 146.25%。

► **投资建议：**公司为疆内兵团控股的龙头乳企，短期内行业奶源阶段性过剩经营承压，建议观察后续生鲜乳成本及公司疆外扩张节奏。我们预计公司 24~26 年营收分别为 28.6/31.6/35.1 亿元，归母净利润分别为 0.4/0.7/1.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 57/33/30X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**上游奶源供应风险；资产损益持续增加；疆外竞争加剧；食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,714	2,855	3,157	3,514
增长率 (%)	12.6	5.2	10.6	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	142	40	71	116
增长率 (%)	-27.7	-71.6	74.9	64.7
每股收益 (元)	0.44	0.13	0.22	0.36
PE	16	57	33	20
PB	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.18 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.天润乳业 (600419.SH) 2023 年年报点评：并表拖累短期业绩，疆外扩张稳步推进-2024/04/17
- 2.天润乳业 (600419.SH) 2023 年三季报点评：收购新农影响短期业绩，静待整合优化-2023/10/25
- 3.天润乳业 (600419.SH) 2023 年中报点评：养殖压力影响短期业绩，长期扩张趋势延续-2023/08/25
- 4.天润乳业 (600419.SH) 2023 年一季报点评：疆外扩张维持强劲势能，收购新农扩张乳业板块-2023/04/21
- 5.天润乳业 (600419.SH) 2022 年年报点评：常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间-2023/03/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,714	2,855	3,157	3,514
营业成本	2,195	2,342	2,576	2,841
营业税金及附加	13	15	17	18
销售费用	147	157	173	190
管理费用	97	103	114	123
研发费用	25	26	28	32
EBIT	283	251	292	359
财务费用	18	51	63	71
资产减值损失	-49	-86	-91	-96
投资收益	1	1	1	1
营业利润	245	115	141	197
营业外收支	-72	-65	-53	-52
利润总额	173	50	88	144
所得税	33	8	13	22
净利润	140	43	75	123
归属于母公司净利润	142	40	71	116
EBITDA	482	470	545	638

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	511	341	416	469
应收账款及票据	143	149	165	184
预付款项	21	28	31	34
存货	812	773	779	797
其他流动资产	69	82	94	106
流动资产合计	1,556	1,372	1,484	1,589
长期股权投资	19	20	20	20
固定资产	2,239	2,619	2,849	3,079
无形资产	62	172	222	272
非流动资产合计	4,144	4,581	4,863	5,146
资产合计	5,700	5,953	6,347	6,735
短期借款	476	656	836	986
应付账款及票据	868	865	880	892
其他流动负债	381	383	430	445
流动负债合计	1,725	1,904	2,146	2,323
长期借款	842	892	952	1,032
其他长期负债	480	503	533	563
非流动负债合计	1,323	1,396	1,486	1,596
负债合计	3,047	3,300	3,632	3,918
股本	320	320	320	320
少数股东权益	262	264	268	275
股东权益合计	2,653	2,653	2,715	2,816
负债和股东权益合计	5,700	5,953	6,347	6,735

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.62	5.19	10.60	11.29
EBIT 增长率	21.99	-11.23	16.28	22.95
净利润增长率	-27.71	-71.56	74.86	64.67
盈利能力 (%)				
毛利率	19.11	17.96	18.40	19.15
净利润率	5.23	1.41	2.24	3.31
总资产收益率 ROA	2.49	0.68	1.11	1.73
净资产收益率 ROE	5.94	1.69	2.89	4.58
偿债能力				
流动比率	0.90	0.72	0.69	0.68
速动比率	0.39	0.27	0.28	0.29
现金比率	0.30	0.18	0.19	0.20
资产负债率 (%)	53.46	55.44	57.22	58.18
经营效率				
应收账款周转天数	15.98	18.39	17.85	17.84
存货周转天数	107.69	121.79	108.45	99.87
总资产周转率	0.56	0.49	0.51	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.13	0.22	0.36
每股净资产	7.47	7.46	7.64	7.94
每股经营现金流	1.08	1.45	1.72	1.82
每股股利	0.14	0.04	0.07	0.11
估值分析				
PE	16	57	33	20
PB	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.98	7.15	6.17	5.27
股息收益率 (%)	1.89	0.53	0.93	1.53

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	140	43	75	123
折旧和摊销	199	219	253	279
营运资金变动	-154	-1	10	-45
经营活动现金流	344	465	550	581
资本开支	-789	-735	-623	-652
投资	-280	0	0	0
投资活动现金流	-1,069	-741	-622	-651
股权募资	0	0	0	0
债务募资	617	235	245	240
筹资活动现金流	531	106	146	123
现金净流量	-194	-170	75	53

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026