

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

赵丹晨 食品饮料行业分析师  
执业编号: S1500523080005  
联系电话: 13806086406  
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

## 上游拖累业绩，期待奶价拐点

2024年8月25日

**事件：**天润乳业公布2024年半年报。24H1，公司实现营业收入14.43亿元，同比+3.89%；归母净利润-2791万元，同比-122.18%；实现扣非归母净利润2395万元，同比-79.55%。其中，24Q2公司实现营业收入8.03亿元，同比+5.90%；归母净利润-3245万元，同比-145.82%；实现扣非归母净利润127万元，同比-98.14%。

### 点评：

- **收入表现稳健，疆外增速亮眼。**在Q2消费整体表现依然偏弱的情况下，公司Q2收入表现稳健。分产品看，常温乳制品、低温乳制品和畜牧业产品分别实现收入4.17亿元、3.40亿元和2697万元，同比分别-2.22%、+7.97%和+116.82%。分区域看，疆内和疆外分别实现收入3.55亿元和4.30亿元，同比分别-10.11%和+19.00%，疆外增速表现亮眼。
- **上游拖累业绩，Q2利润承压。**毛利端看，公司Q2毛利率为17.99%，同比-2.98pct，我们推测系新农乳业并表所致。公司Q2整体费用率略有上升，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别+0.99pct、+0pct、-0.13pct和+0.67pct。拖累业绩的主要部分来自于资产减值损失和营业外支出，其占收入比例同比分别-6.96pct和+5.45pct。其中，资产减值损失主要来自于原材料奶粉的存货减值和生产性生物资产（奶牛）的减值，而营业外支出则是生产性生物资产（奶牛）的处置损失，这均与上游原奶价格下跌息息相关。当前原奶供过于求，使得原奶价格持续下跌，最新价格已达3.21元/公斤，击穿上轮奶价低点。奶价的下跌造成相关存货和资产的减值，同时推动公司优化牛群结构，处置低产奶牛，使得Q2利润阶段性承压。
- **渠道拓张开源，牧业优化节流。**经营方面，公司上半年成效显著。渠道拓展上看，公司持续拓展疆外多个渠道，包括与朴朴超市、华润万家等大型渠道开展合作，同时对仓储折扣和量贩零食渠道进行专项调研，筹备后续渠道开发。此外，公司也积极推动专卖店渠道的销售与新增，Q2专卖店门店数已达944家。牧业板块上看，公司积极降本增效，一方面优化牛群结构，Q2末存栏奶牛5.73万头，同比-11.85%；另一方面专注提升养牛技术，在奶牛营养代谢、消化疾病、饲料转化效率等方面进行细节管控，确保牛只健康。
- **盈利预测与投资评级：关注奶价拐点，把握低估机遇。**考虑到传统收草季已经来临，我们预计公司牛群优化已进入尾声，生物资产处置损失有望边际改善。此外，全行业供给侧的优化也有望逐步扭转奶价的下跌趋势。公司当前PB估值已达1，处于近十年低点，在公司充分整合新农乳业，供需重新平衡后，公司有望进一步展现强劲增长。我们

预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.02/0.33/0.58 元，分别对应 2024-2026 年 330X/22X/13X 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            | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E |
|-------------------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 营业总收入(百万元)        | 2,410 | 2,714  | 2,863  | 3,175   | 3,572 |
| 增长率 YoY %         | 14.2% | 12.6%  | 5.5%   | 10.9%   | 12.5% |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 196   | 142    | 7      | 106     | 186   |
| 增长率 YoY%          | 31.3% | -27.7% | -95.0% | 1390.2% | 75.9% |
| 毛利率%              | 17.9% | 19.1%  | 17.7%  | 18.7%   | 19.4% |
| 净资产收益率 ROE%       | 8.5%  | 5.9%   | 0.3%   | 4.1%    | 6.6%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.62  | 0.45   | 0.02   | 0.33    | 0.58  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 25.25 | 26.05  | 329.51 | 22.11   | 12.57 |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.18  | 1.57   | 0.95   | 0.90    | 0.83  |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>流动资产</b>    | 1,359 | 1,556  | 1,472 | 1,788 | 2,313 |  |
| 货币资金           | 704   | 511    | 300   | 499   | 874   |  |
| 应收票据           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 应收账款           | 98    | 143    | 178   | 198   | 223   |  |
| 预付账款           | 31    | 21     | 35    | 39    | 43    |  |
| 存货             | 502   | 812    | 839   | 919   | 1,026 |  |
| 其他             | 24    | 69     | 119   | 133   | 147   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 2,577 | 4,144  | 4,539 | 4,495 | 4,398 |  |
| 长期股权投资         | 3     | 19     | 20    | 20    | 21    |  |
| 固定资产(合计)       | 1,314 | 2,239  | 2,904 | 2,811 | 2,710 |  |
| 无形资产           | 42    | 62     | 68    | 75    | 83    |  |
| 其他             | 1,217 | 1,824  | 1,547 | 1,588 | 1,584 |  |
| <b>资产总计</b>    | 3,936 | 5,700  | 6,012 | 6,283 | 6,711 |  |
| <b>流动负债</b>    | 1,053 | 1,725  | 1,734 | 1,856 | 2,062 |  |
| 短期借款           | 269   | 476    | 286   | 273   | 300   |  |
| 应付票据           | 0     | 0      | 90    | 99    | 110   |  |
| 应付账款           | 400   | 868    | 904   | 990   | 1,105 |  |
| 其他             | 384   | 381    | 454   | 493   | 547   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 345   | 1,323  | 1,553 | 1,553 | 1,563 |  |
| 长期借款           | 0     | 842    | 1,042 | 1,042 | 1,042 |  |
| 其他             | 345   | 480    | 510   | 510   | 520   |  |
| <b>负债合计</b>    | 1,398 | 3,047  | 3,286 | 3,408 | 3,625 |  |
| 少数股东权益         | 230   | 262    | 262   | 265   | 271   |  |
| 归属母公司股东权益      | 2,308 | 2,391  | 2,463 | 2,609 | 2,815 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,936 | 5,700  | 6,012 | 6,283 | 6,711 |  |

| 重要财务指标     |       | 单位:百万元 |        |         |       |  |
|------------|-------|--------|--------|---------|-------|--|
| 会计年度       | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E |  |
| 营业总收入      | 2,410 | 2,714  | 2,863  | 3,175   | 3,572 |  |
| 同比(%)      | 14.2% | 12.6%  | 5.5%   | 10.9%   | 12.5% |  |
| 归属母公司净利润   | 196   | 142    | 7      | 106     | 186   |  |
| 同比         | 31.3% | -27.7% | -95.0% | 1390.2% | 75.9% |  |
| 毛利率(%)     | 17.9% | 19.1%  | 17.7%  | 18.7%   | 19.4% |  |
| ROE%       | 8.5%  | 5.9%   | 0.3%   | 4.1%    | 6.6%  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.62  | 0.45   | 0.02   | 0.33    | 0.58  |  |
| P/E        | 25.25 | 26.05  | 329.51 | 22.11   | 12.57 |  |
| P/B        | 2.18  | 1.57   | 0.95   | 0.90    | 0.83  |  |
| EV/EBITDA  | 12.87 | 9.77   | 8.11   | 7.26    | 5.80  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>营业总收入</b>    | 2,410 | 2,714  | 2,863 | 3,175 | 3,572 |  |
| 营业成本            | 1,979 | 2,195  | 2,357 | 2,581 | 2,880 |  |
| 营业税金及附加         | 13    | 13     | 15    | 16    | 18    |  |
| 销售费用            | 125   | 147    | 172   | 191   | 214   |  |
| 管理费用            | 81    | 97     | 97    | 108   | 121   |  |
| 研发费用            | 10    | 25     | 20    | 25    | 32    |  |
| 财务费用            | -5    | 18     | 74    | 78    | 78    |  |
| 减值损失合计          | -13   | -49    | -65   | -40   | -20   |  |
| 投资净收益           | 1     | 1      | 1     | 0     | 0     |  |
| 其他              | 37    | 75     | 35    | 39    | 44    |  |
| <b>营业利润</b>     | 232   | 245    | 100   | 175   | 252   |  |
| 营业外收支           | -17   | -72    | -92   | -47   | -26   |  |
| <b>利润总额</b>     | 215   | 173    | 8     | 128   | 226   |  |
| 所得税             | 15    | 33     | 0     | 19    | 34    |  |
| <b>净利润</b>      | 201   | 140    | 7     | 109   | 192   |  |
| 少数股东损益          | 4     | -2     | 0     | 3     | 6     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 196   | 142    | 7     | 106   | 186   |  |
| EBITDA          | 373   | 482    | 437   | 459   | 516   |  |
| EPS(当年)(元)      | 0.62  | 0.45   | 0.02  | 0.33  | 0.58  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 301   | 344    | 545   | 502   | 561   |  |
| 净利润            | 201   | 140    | 7     | 109   | 192   |  |
| 折旧摊销           | 141   | 199    | 235   | 205   | 210   |  |
| 财务费用           | 14    | 32     | 75    | 83    | 83    |  |
| 投资损失           | -1    | -1     | -1    | 0     | 0     |  |
| 营运资金变动         | -87   | -154   | 70    | 16    | 27    |  |
| 其它             | 34    | 128    | 159   | 89    | 48    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -643  | -1,069 | -720  | -208  | -140  |  |
| 资本支出           | -643  | -789   | -721  | -206  | -137  |  |
| 长期投资           | 0     | -280   | -1    | -1    | -1    |  |
| 其他             | 0     | 0      | 1     | -1    | -2    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 146   | 531    | -35   | -96   | -47   |  |
| 吸收投资           | 147   | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 借款             | 31    | 1,049  | 10    | -12   | 27    |  |
| 支付利息或股息        | -57   | -81    | -75   | -83   | -83   |  |
| <b>现金流净增加额</b> | -196  | -194   | -211  | 199   | 375   |  |

## 研究团队简介

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**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、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

**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）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；  | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。