

常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间

2023 年 03 月 31 日

► **事件:**公司 2023 年 3 月 20 日发布 2022 年年报,22 年全年实现营收 24.10 亿元,同增 14.25%;实现归母净利润 1.97 亿元,同增 31.33%;扣非归母净利润 1.79 亿元,同增 34.05%。22 年第四季度公司实现营收 5.58 亿元,同增 3.90%;实现归母净利润 0.43 亿元,同增 15.76%;扣非归母净利润 0.40 亿元,同增 40.84%。

► **常温产品驱动增长，疆外扩张稳步推进。**公司全年实现营收 24.10 亿元,同增 14.25%,单四季度实现营收 5.58 亿元,同增 3.90%。**分产品看**,公司 22Q4 常温产品实现收入 3.18 亿元,产品占比 57.62%,同增 44.95%,增速表现亮眼;低温产品受季节性需求变动及疫情影响实现收入 2.12 亿元,产品占比 38.41%,同减 28.06%。22 年全年公司常温、低温产品占比分别为 53.68%、41.81%,增速分别为 17.43%、7.81%。**分渠道看**,22Q4 疆内市场实现营收 3.14 亿元,同增 2.29%;疆外市场持续发力,实现营收 2.39 亿元,同增 5.51%,增速同比略微下滑。22 年全年公司疆内、疆外市场占比分别为 56.96%、43.04%,增速分别为 6.24%、26.93%,疆外市场贡献不断提升。

► **差异化探索渠道模式，推进产能扩张计划。**经销商方面,22Q4 疆内/疆外市场环比减少 19 家/增加 3 家,期末经销商合计 726 家。公司与经销商合作设立“天润乳业生活馆”专卖店,打造品牌宣传和产品销售阵地,截至 22 年末,全国共有专卖店 764 家,覆盖福建、江苏、山东、广东、川渝等地近百个市县。公司疆内核心市场维持稳定,疆外划分重点市场、培育市场、潜力市场、营销中心四大主体。同时公司不断推进产能扩张计划,22 年 10 月天润齐源 15 万吨乳制品加工项目开工,并计划于 23 年 10 月投入试运营,同时 23 年 2 月新增 20 万吨乳制品加工产能项目计划,有望覆盖长期产能需求,为未来扩张空间提供保障。

► **成本端原奶价格回落，利润弹性持续释放。**22 年疆内原奶成本持续下滑,利润空间得到充分释放,公司 22 年实现毛利率 17.89%,同增 1.54pcts;22Q4 实现毛利率 17.65%,同增 3.85pcts。全年费用投放节奏保持稳定,销售费用率 5.17%,同增 0.59pcts;管理费用率 3.35%,同增 0.28pcts;公司 22 年净利率为 8.33%,同增 0.70pcts;22Q4 净利率 7.64%,同增 0.54pcts。公司常温产品贡献增加,提价后毛利率明显提升,提升全年成本端原奶价格回落,受 21 年同期低基数影响,盈利水平有所改善。

► **投资建议:**公司为疆内龙头乳企,常温产品势头良好,疆外市场稳步扩张,产能建设持续补充,成长红利有望持续释放。基于 22 年业绩,我们预计公司 23~25 年营收分别为 28.1/33.1/39.6 亿元,归母净利润分别为 2.4/3.0/3.5 亿元,当前股价对应 P/E 分别为 21/17/15X,维持“推荐”评级。

► **风险提示:**上游奶源供应风险;疆外扩张竞争加剧;食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2410	2807	3310	3961
增长率 (%)	14.2	16.5	17.9	19.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	197	242	295	351
增长率 (%)	31.3	23.2	21.8	19.1
每股收益 (元)	0.61	0.76	0.92	1.10
PE	26	21	17	15
PB	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

15.94 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

相关研究

1.天润乳业 (600419.SH) 2022 年三季报点评: 渠道变革成效显著, 疆外引擎势能充足-2022/10/21

2.天润乳业 (600419.SH) 2022 年半年报点评: 利润弹性释放, 疆外明显提速-2022/08/26

3.天润乳业 (600419.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 业绩持续向好发展, 疆外重回高增速通道-2022/04/28

4.天润乳业 (600419.SH) 事件点评: 定增落地, 迈出重大跨越关键一步-2021/12/29

5.【民生食品饮料】天润乳业 (600419.SH) 2021 年三季报点评: 原奶成本压制短期利润, 疆外市场扩张未来可期-2021/10/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2410	2807	3310	3961
营业成本	1979	2273	2652	3151
营业税金及附加	13	14	18	21
销售费用	125	149	199	273
管理费用	81	93	103	116
研发费用	10	9	10	11
EBIT	232	299	364	433
财务费用	-5	15	15	15
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	232	287	351	421
营业外收支	-17	-7	-8	-12
利润总额	215	281	343	409
所得税	15	25	31	37
净利润	201	255	312	372
归属于母公司净利润	197	242	295	351
EBITDA	373	450	529	612

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	704	1162	1468	1828
应收账款及票据	98	99	118	138
预付款项	31	22	23	28
存货	502	481	572	681
其他流动资产	24	43	44	49
流动资产合计	1359	1807	2224	2724
长期股权投资	3	4	4	5
固定资产	1314	1304	1291	1276
无形资产	42	42	42	42
非流动资产合计	2574	2567	2554	2539
资产合计	3933	4375	4778	5263
短期借款	269	346	376	376
应付账款及票据	400	621	707	841
其他流动负债	384	331	380	447
流动负债合计	1053	1298	1463	1664
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	342	341	341	341
非流动负债合计	342	341	341	341
负债合计	1395	1640	1804	2006
股本	320	320	320	320
少数股东权益	230	243	260	281
股东权益合计	2539	2735	2974	3258
负债和股东权益合计	3933	4375	4778	5263

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.25	16.49	17.92	19.66
EBIT 增长率	20.59	28.88	21.75	18.88
净利润增长率	31.33	23.23	21.80	19.06
盈利能力 (%)				
毛利率	17.89	19.04	19.88	20.46
净利率	8.16	8.63	8.91	8.87
总资产收益率 ROA	5.00	5.54	6.17	6.67
净资产收益率 ROE	8.51	9.72	10.87	11.80
偿债能力				
流动比率	1.29	1.39	1.52	1.64
速动比率	0.77	1.00	1.11	1.20
现金比率	0.67	0.90	1.00	1.10
资产负债率 (%)	35.46	37.48	37.75	38.10
经营效率				
应收账款周转天数	14.81	12.92	13.00	12.74
存货周转天数	92.52	77.24	78.72	78.94
总资产周转率	0.65	0.68	0.72	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.76	0.92	1.10
每股净资产	7.21	7.78	8.48	9.30
每股经营现金流	0.94	2.23	1.64	2.01
每股股利	0.19	0.23	0.28	0.33
估值分析				
PE	26	21	17	15
PB	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.09	9.76	7.78	6.13
股息收益率 (%)	1.17	1.43	1.74	2.08

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	201	255	312	372
折旧和摊销	141	151	164	179
营运资金变动	-87	287	23	62
经营活动现金流	301	714	525	643
资本开支	-643	-139	-147	-164
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-643	-139	-147	-164
股权募资	147	0	0	0
债务募资	131	-32	30	0
筹资活动现金流	146	-118	-72	-118
现金净流量	-196	458	306	360

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。	公司评级	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