

天润乳业 (600419)

2024 年三季报点评: 经营底部已现, 业绩超预期

增持 (维持)

2024 年 10 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

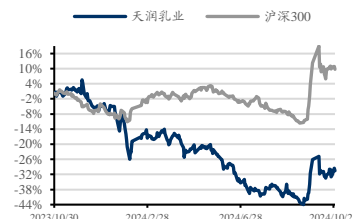
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2410	2714	2795	2942	3124
同比 (%)	14.25	12.62	2.99	5.27	6.19
归母净利润 (百万元)	196.47	142.03	50.84	100.29	166.31
同比 (%)	31.27	(27.71)	(64.20)	97.27	65.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.44	0.16	0.31	0.52
P/E (现价&最新摊薄)	13.72	18.98	53.03	26.88	16.21

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司发布 2024 年三季报业绩:** 2024 年前三季度公司实现总营收 21.56 亿元, 同比+3.5%; 实现归母净利润 0.22 亿元, 同比-84.4%; 实现扣非归母净利润 0.74 亿元, 同比-48.5%。2024Q3 公司实现营收 7.13 亿元, 同比+2.7%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+200.5%; 实现扣非归母净利润 0.5 亿元, 同比+85.6%。业绩超出我们此前预期。
- **常温业务承压, 低温业务稳健增长。** 2024 年前三季度公司常温/低温/畜牧业/其他业务收入分别同比-1.6%/+3.9%/+8%/+22%; 2024Q3 常温/低温/畜牧业/其他业务收入分别同比-4.7%/+4.8%/-40.6%/+45%。公司常温业务疲软预计主因行业原奶供大于求导致常温奶竞争加剧, 低温业务增长稳健主因公司西梅酸奶、西域烽火台牧场鲜牛奶等新品拉动需求。2024 年前三季度公司乳制品销量 23.38 万吨, 同比+5.8%, 销量稳步扩张。
- **疆外市场开拓顺利, 疆内积极探索渠道新模式。** 2024Q3 公司疆内/疆外分别收入分别同比-10%/+6.8%, 疆外收入占营业总收入比重同比+1.8pct 至 48.7%; 2024Q3 公司疆内经销商数量环比持平, 疆外经销商数量环比减少 20 家。公司聚焦疆外零食渠道开发, 积极入驻连锁超市, 打造区域核心样板, 疆外市场持续扩容。疆内业务承压预计主因行业需求疲软、疆内学生奶业务受损、牧业业务下滑较多, 公司积极探索本地自有渠道新模式, 已在乌鲁木齐市开设 14 家天润乳业工厂店, 未来随着新农乳业协同效应释放+新模式逐步跑通, 公司疆内业务有望改善。
- **成本红利+淘牛力度减弱, 盈利能力改善显著。** 24Q3 公司毛利率 19.87%, 同比+2.25pct, 预计主因原奶价格下行, 公司成本红利延续。2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.7/+0.2/+0.2/+0.5pct, 销售费用率同比略有提升预计主因行业竞争加剧, 公司加大费投力度。2024Q3 公司营业外支出占收入比重同比-2.2pct, 24H1 公司加大力度处置低产奶牛及公牛, 有效改善牛群结构, 24Q3 回归常规淘汰水平后, 淘牛损失同比减少。综合来看 24Q3 公司归母净利率同比+4.6pct, 盈利能力提升。
- **盈利预测与投资评级:** 2024Q3 公司业绩超预期, 我们上调 24-26 年收入预期为 28/29.4/31.2 亿元 (此前预期 27.6/29.1/30.9 亿元), 同比+3%/+5%/+6%, 上调归母净利润预期至 0.5/1.0/1.7 亿元 (此前预期为 0.09/0.8/1.36 亿元), 同比-64%/+97%/+66%, 对应 PE 分别为 53/27/16x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 渠道建设不及预期, 原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧, 牧业业务持续承压, 并购整合不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.42
一年最低/最高价	6.74/13.35
市净率(倍)	1.14
流通 A 股市值(百万元)	2,696.00
总市值(百万元)	2,696.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.40
资产负债率(% LF)	55.21
总股本(百万股)	320.19
流通 A 股(百万股)	320.19

相关研究

- 《天润乳业(600419): 2024H1 业绩点评: 疆外稳健扩张, 牧业拖累盈利》  
2024-08-26
- 《天润乳业(600419): 2024 年一季报点评: 疆外持续扩张, 新农并表短期承压》  
2024-05-05

## 天润乳业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,556</b>	<b>1,193</b>	<b>1,180</b>	<b>1,067</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,714</b>	<b>2,795</b>	<b>2,942</b>	<b>3,124</b>
货币资金及交易性金融资产	511	294	367	304	营业成本(含金融类)	2,195	2,289	2,402	2,545
经营性应收款项	164	152	148	146	税金及附加	13	14	15	16
存货	812	681	601	555	销售费用	147	167	174	184
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	109	114	121
其他流动资产	69	65	63	62	研发费用	25	25	26	27
<b>非流动资产</b>	<b>4,144</b>	<b>4,478</b>	<b>4,648</b>	<b>4,960</b>	财务费用	18	17	22	21
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	80	73	62	59
固定资产及使用权资产	2,374	2,452	2,479	2,639	投资净收益	1	1	0	0
在建工程	510	448	386	338	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	62	65	68	68	减值损失	(54)	(115)	(77)	(44)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	7	8	9	10	<b>营业利润</b>	<b>245</b>	<b>131</b>	<b>173</b>	<b>225</b>
其他非流动资产	1,170	1,484	1,684	1,884	营业外净收支	(72)	(98)	(48)	(18)
<b>资产总计</b>	<b>5,700</b>	<b>5,671</b>	<b>5,828</b>	<b>6,026</b>	<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>33</b>	<b>125</b>	<b>207</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,725</b>	<b>1,699</b>	<b>1,775</b>	<b>1,826</b>	减:所得税	33	5	24	39
短期借款及一年内到期的非流动负债	519	622	722	722	<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>28</b>	<b>101</b>	<b>168</b>
经营性应付款项	868	763	734	778	减:少数股东损益	(2)	(23)	1	2
合同负债	51	56	59	62	<b>归属母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>51</b>	<b>100</b>	<b>166</b>
其他流动负债	286	259	260	264	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.16	0.31	0.52
非流动负债	1,323	1,290	1,270	1,250	EBIT	283	50	147	229
长期借款	842	792	742	692	EBITDA	482	236	341	256
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.11	18.10	18.35	18.53
租赁负债	100	130	160	190	归母净利率(%)	5.23	1.82	3.41	5.32
其他非流动负债	380	368	368	368	收入增长率(%)	12.62	2.99	5.27	6.19
<b>负债合计</b>	<b>3,047</b>	<b>2,990</b>	<b>3,045</b>	<b>3,076</b>	归母净利润增长率(%)	(27.71)	(64.20)	97.27	65.83
归属母公司股东权益	2,391	2,442	2,542	2,708					
少数股东权益	262	239	240	242					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,653</b>	<b>2,681</b>	<b>2,782</b>	<b>2,950</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,700</b>	<b>5,671</b>	<b>5,828</b>	<b>6,026</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	344	377	453	363	每股净资产(元)	7.47	7.63	7.94	8.46
投资活动现金流	(1,069)	(638)	(434)	(379)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	531	45	54	(47)	ROIC(%)	6.43	1.02	2.76	4.14
现金净增加额	(194)	(216)	73	(63)	ROE-摊薄(%)	5.94	2.08	3.95	6.14
折旧和摊销	199	186	194	27	资产负债率(%)	53.46	52.72	52.25	51.04
资本开支	(789)	(634)	(434)	(379)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.98	53.03	26.88	16.21
营运资本变动	(154)	(66)	6	79	P/B(现价)	1.13	1.10	1.06	1.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>