

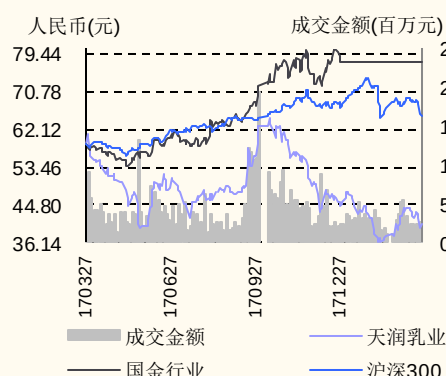
天润乳业 (600419.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 40.24 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	89.50
总市值(百万元)	4,167.14
年内股价最高最低(元)	64.90/36.14
沪深 300 指数	3879.89
上证指数	3133.72



相关报告

- 1.《资产托管解决同业竞争问题，18 年疆外战略或步伐更大-天润乳...》，2017.12.12
- 2.《收入增长基本符合预期，成长逻辑持续-天润乳业公司点评》，2017.10.24
- 3.《成长不降速，Q3 大概率延续高增长态势-天润乳业公司点评》，2017.9.18
- 4.《疆外高速扩张态势不改，Q3 仍值得期待-天润乳业公司点评》，2017.8.25
- 5.《收入高增速如期而至，三季度增长值得期待-天润乳业公司点评》，2017.7.27

17 年如期实现高增长，18 年疆外扩展空间仍然巨大

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.756	0.844	1.488	1.899	2.318
每股净资产(元)	7.12	8.08	9.57	11.47	13.79
每股经营性现金流(元)	1.50	1.88	2.09	2.78	4.10
市盈率(倍)	75.43	53.88	27.16	21.19	17.36
行业优化市盈率(倍)	30.99	30.99	30.99	30.99	30.99
净利润增长率(%)	53.90%	11.72%	76.25%	27.62%	22.05%
净资产收益率(%)	10.61%	10.45%	15.55%	16.56%	16.81%
总股本(百万股)	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 天润乳业 2017 年实现营业收入 12.4 亿元，同比+41.7%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比+26.6%。公司拟每 10 股派发红利 2.90 元（含税），同时拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

经营分析

- 疆内收入仍保持两位数增长、疆外收入保持 160%以上高增长：2017 年公司共计实现乳制品销售 13.7 万吨，同比+31.6%。同时吨价提升约 7.6%。疆内收入仍保持约两位数增长，预计销量增长约为 5-6%。疆外销售增长达 164.5%，预计销量增长在 150%附近。
- 酸奶/UHT 两翼齐飞、奶啤重拾增长，18 年新品仍可期：收入占比最高的核心酸奶业务仍保持约 36%的高速增长，收入规模首次超 8 亿元，新品表现出色。在酸奶业务的带动下，UHT 白奶业务在疆外实现快速增长，实现 62%的超高增速。而奶啤业务 17 年贡献惊喜，同比增长 94%、这源自于公司去年对奶啤业务的重视程度加强。
- 成本上涨拖累毛利率、费用端表现好于预期，净利率下滑主要受营业外收支净额拖累：公司整体毛利率-3.01ppt 至 27.97%，这主要源自于成本端尤其是辅料及包材成本的上升，而原奶成本则基本保持稳定。费用端表现则好于预期，销售费用率-1.59ppt 至 12.55%，管理费用率下降 2.03ppt。
- 18 年高成长仍可期，疆外市场挖掘潜力仍然巨大：疆内市场增长目标 18 年仍维持在两位数。疆外市场增长目标在 70%左右。18 年疆外市场重心将围绕核心市场渠道扩张，公司 18 年也将对重点区域市场&潜力 KA 渠道做出针对性费用支持以保障销售任务目标达成。

投资建议

- 预计公司 2018-2020 年实现收入 16.7 亿元/20.8 亿元/25.0 亿元，同比+34%/25%/20%；实现归母净利 1.54 亿元/1.97 亿元/2.40 亿元，同比+55%/28%/22%，不考虑股本摊薄折合 EPS 分别为 1.49 元/1.90 元/2.32 元，目前股价对应 PE 为 27X/21X/17X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疆外市场扩张不及预期：公司目前拓展的华东、华南市场竞争激烈，品牌众多；疆内市场不达预期：疆内人口净流出，会导致疆内市场表现不达预期。

申晟

分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

天润乳业公布 2017 年年报，报告期内公司实现营业收入 12.40 亿元，同比 +41.71%；实现归属上市公司业绩 0.99 亿元，同比 +26.64%，折合 EPS0.96 元，扣非后归母净利润同比 +50.11%。公司拟每 10 股派发红利 2.90 元（含税），同时拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。公司计划 2018 年实现乳制品销售 15 万吨（同比 +9%），营业收入实现 14 亿元（同比 +13%）。

■ 17 年业绩完美收官，疆内收入仍保持两位数增长、疆外收入保持 160%以上高增长

2017 年，公司共计实现乳制品销售 13.74 万吨，同比增长 31.58%，同我们前期预计的“13.5 万吨以上”预测符合。同时，整体平均吨价提升约 7.6%。收入及平均吨价的双重增长共同推动公司 17 年收入同比 +41.71%，再次实现高速增长。疆内收入仍保持约两位数增长，达 11.6%，预计销量增长约为 5-6%。疆外销售增长达 164.5%，预计销量增长在 150%附近。疆内、疆外收入及销量基本符合我们此前草根调研情况。

图表 1：公司各季度数据拆分

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017	2018E
销量（万吨）	2.73	3.93	3.51	3.57	13.74	18.00
yoy	22.4%	35.1%	38.7%	28.9%	31.6%	31.0%
疆内（万吨）	2.12	2.61	2.18	2.14	9.05	9.60
yoy	5%	6%	6%	5%	6%	6%
疆外（万吨）	0.61	1.32	1.33	1.43	4.69	8.40
yoy	177%	200%	190%	93%	147%	79%
单价（元/吨）	8908	9132	8808	9213	9025	9250
yoy	5.5%	8.3%	3.9%	12.5%	7.6%	2.5%
收入（亿元）	2.43	3.59	3.09	3.29	12.40	16.65
yoy	28.5%	46.8%	44.1%	45.0%	41.7%	34.3%

注：吨价计算为营业收入/吨数

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 酸奶/UHT 两翼齐飞、奶啤重拾增长，18 年新品仍可期

分业务来看，收入占比最高的核心业务——酸奶业务（65%+）仍保持约 36% 的高速增长，收入规模首次超过 8 亿元（8.3 亿元），新品如柠檬海盐杯酸、爱克林系列的百果香了、山楂恋爱了以及利乐三角包新品芝士力量等均表现出色。在酸奶业务的带动下，UHT 白奶业务在疆外实现快速增长，实现 62% 的超高增速，收入规模首次突破 3 亿元大关。酸奶/UHT 两项核心业务已超过公司总收入的 90%。而奶啤业务 17 年贡献惊喜，同比增长 94%、收入达 0.74 亿元，这源自于公司去年对奶啤业务的重视程度有所加强。

18 年公司仍将积极实施产品创新，目前一季度已有爱克林系列低温酸奶——被柚惑了（柚子味）、杯装酸奶——爆料（橙子味）以及爱克林系列花色奶——妙趣横生（曲奇牛奶）等多款新品面世，预计二季度仍将有系列新品上市。新品战略对公司生产端提出了更高的要求，不过也能够最大限度的保障公司产品的新鲜度和曝光度。

■ 成本上涨拖累毛利率、费用端表现好于预期，净利率下滑主要受营业外收支净额拖累

公司整体毛利率下滑 3.01 个百分点至 27.97%，乳制品业务毛利率基本表现同向（下滑 3.11 个百分点至 28.16%），这主要源自于成本端尤其是辅料及包材成本的上升，而原奶成本则基本保持稳定。尽管平均吨价有小幅提升，不过对平均吨价提升贡献最大的酸奶业务也并非高毛利业务单元（与整体毛利率相近），因此吨价的小幅提升并未有效对冲掉成本端的上涨。

费用端表现则好于预期，整体期间费用率 16.48%，同比下降 3.72 个百分点。其中，销售费用率下降 1.59 个百分点至 12.55%，管理费用率下降 2.03 个百分点至 3.97%（预计主要是 17 年管理层计提绩效奖金规模小于 16 年），财务费用则小幅下降 0.08 个百分点至 -0.03%。

综合看，毛利率的下滑和费用率的向好基本对冲大部分，不过由于 17 年公司营业外收支净额同比减少近 2700 万（主要是政府补贴及生物性资产处置利得减少以及生物性资产减值额增加等叠加所致），仍导致公司整体净利率同比下滑 1.19 个百分点至 8.69%。因此，只看扣非后归母净利润的话，公司 17 年扣非归母净利润同比增加 50.11%，也好于收入端增速。

■ 18 年高成长仍可期，疆外市场挖掘潜力仍然巨大

疆内市场增长目标 18 年仍维持在两位数。尽管全额完成仍面临疆内人口净流出的客观压力，但完成 10% 左右增长的难度不大。

疆外市场增长目标在 70% 左右。18 年疆外市场重心将围绕核心市场渠道扩张（尤其是 KA 渠道扩张）& 下沉 & 空白区域继续铺设（包括区域细分拆分，如广东市场省代模式改为一般经销模式），公司 18 年也将对重点区域市场 & 潜力 KA 渠道做出针对性费用支持以保障销售任务目标达成。如果疆外 18 年目标顺利实现，则 18 年底疆外销售占比将有望接近 50%。

根据草根调研来看，18 年疆外经销商价格体系仍然保持稳定，净利率水平相比 17 年基本保持稳定，净利率仍在 15-30% 区间（各地区价格、渠道、破损情况有所不同造成差距较大，但下限水平也显著高于一般乳业经销商的高个位数水平），同时由于低温产品占比高，因此周转速度也较快。总结来说，天润疆外经销商运营资金年收益率显著高于一般乳业经销商，疆外经销商销售动力依然强劲。

盈利预测：预计公司 2018-2020 年实现收入 16.65 亿元、20.80 亿元、25.00 亿元，同比增长 34%、25%、20%；实现归属母公司利润 1.54 亿元、1.97 亿元、2.40 亿元，同比增长 55%、28%、22%，不考虑股本摊薄折合 EPS 分别为 1.49 元、1.90 元、2.32 元，目前股价对应 PE 为 27X、21X、17X，再次强调“买入”评级。

风险提示：疆外市场扩张不及预期：公司目前拓展的华东、华南市场竞争激烈，品牌众多；疆内市场不达预期：疆内人口净流出，会导致疆内市场表现不达预期；产能扩张低于预期：若明年配套新产能不能及时到位，将影响生产。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	589	875	1,240	1,669	2,083	2,541
增长率		48.7%	41.7%	34.6%	24.8%	22.0%
主营业务成本	-390	-604	-893	-1,198	-1,483	-1,791
%销售收入	66.2%	69.0%	72.0%	71.8%	71.2%	70.5%
毛利	199	271	347	471	600	750
%销售收入	33.8%	31.0%	28.0%	28.2%	28.8%	29.5%
营业税金及附加	-3	-5	-8	-11	-14	-17
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-87	-124	-156	-214	-271	-342
%销售收入	14.8%	14.1%	12.5%	12.8%	13.0%	13.4%
管理费用	-44	-53	-49	-67	-87	-113
%销售收入	7.5%	6.0%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	65	90	134	179	228	278
%销售收入	11.0%	10.2%	10.8%	10.7%	11.0%	11.0%
财务费用	-2	0	0	0	1	2
%销售收入	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-5	0	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	89	125	180	230	281
营业利润率	9.8%	10.2%	10.1%	10.8%	11.0%	11.0%
营业外收支	7	11	-16	10	10	10
税前利润	64	101	109	190	240	291
利润率	11.0%	11.5%	8.8%	11.4%	11.5%	11.4%
所得税	-9	-16	-16	-28	-36	-44
所得税率	13.4%	15.7%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	85	94	161	204	247
少数股东损益	5	6	6	7	7	7
归属于母公司的净利润	51	78	87	154	197	240
净利率	8.6%	8.9%	7.1%	9.2%	9.4%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	56	85	105	161	204	247
非现金支出	37	41	59	58	67	78
非经营收益	1	7	17	-7	-10	-10
营运资金变动	5	22	13	5	27	110
经营活动现金净流	100	155	195	217	288	425
资本开支	-88	-198	-136	-127	-178	-209
投资	0	0	-3	-1	0	0
其他	75	37	-66	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-161	-205	-128	-178	-209
股权募资	85	10	58	0	0	0
债权募资	-69	-55	13	-37	0	1
其他	-23	-4	-14	-11	0	0
筹资活动现金净流	-6	-50	57	-48	0	1
现金净流量	80	-56	47	41	110	216

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177	122	172	213	323	539
应收账款	48	39	42	56	70	86
存货	132	122	130	210	256	304
其他流动资产	59	26	110	92	101	112
流动资产	416	310	453	571	750	1,041
%总资产	38.7%	26.7%	31.7%	35.2%	39.0%	44.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	613	776	924	1,016	1,130	1,262
%总资产	57.0%	66.8%	64.7%	62.6%	58.7%	53.6%
无形资产	46	46	46	35	44	53
非流动资产	660	852	976	1,053	1,174	1,315
%总资产	61.3%	73.3%	68.3%	64.8%	61.0%	55.8%
资产总计	1,076	1,162	1,429	1,624	1,924	2,356
短期借款	69	15	28	0	0	0
应付款项	151	190	287	355	441	534
其他流动负债	42	42	45	48	59	150
流动负债	261	247	361	403	500	684
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	123	132	134	125	125	125
负债	384	379	495	528	625	810
普通股股东权益	660	738	837	991	1,188	1,428
少数股东权益	32	46	97	104	111	118
负债股东权益合计	1,076	1,162	1,429	1,624	1,924	2,356

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.491	0.756	0.844	1.488	1.899	2.318
每股净资产	6.370	7.123	8.083	9.571	11.471	13.789
每股经营现金净流	0.963	1.496	1.881	2.092	2.784	4.102
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.71%	10.61%	10.45%	15.55%	16.56%	16.81%
总资产收益率	4.73%	6.74%	6.12%	9.49%	10.22%	10.19%
投入资本收益率	7.36%	9.47%	11.90%	13.91%	14.94%	15.30%
增长率						
主营业务收入增长率	80.26%	48.70%	41.71%	34.58%	24.81%	21.99%
EBIT增长率	235.90%	38.87%	49.29%	33.90%	27.36%	21.99%
净利润增长率	304.94%	53.90%	11.72%	76.25%	27.62%	22.05%
总资产增长率	118.75%	8.05%	23.00%	13.59%	18.51%	22.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	12.4	9.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	73.8	76.6	51.4	64.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	57.6	58.5	64.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	377.4	298.3	244.2	195.1	170.9	154.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.64%	-13.72%	-15.39%	-19.43%	-24.84%	-34.80%
EBIT利息保障倍数	26.0	197.5	-338.4	-588.4	-170.5	-129.3
资产负债率	35.72%	32.59%	34.66%	32.55%	32.50%	34.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	6
增持	0	0	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.67	1.67	1.64

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-20	买入	53.09	65.00~65.00
2	2017-06-01	买入	39.75	52.00~52.00
3	2017-07-24	买入	45.48	52.00~52.00
4	2017-07-27	买入	46.03	52.00~52.00
5	2017-08-25	买入	47.71	52.00~52.00
6	2017-09-18	买入	49.26	N/A
7	2017-10-24	买入	62.70	N/A
8	2017-12-12	买入	48.21	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH