



2019-08-25

公司点评报告

增持/维持

天润乳业(600419)

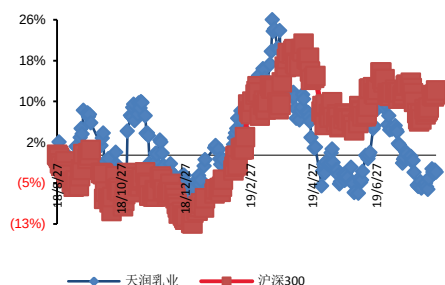
目标价: 17.92

昨收盘: 13.86

日常消费 食品、饮料与烟草

天润乳业：积极布局上游，疆外市场改革迎机遇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	207/207
总市值/流通(百万元)	2,871/2,871
12 个月最高/最低(元)	18.20/13.13

相关研究报告：

天润乳业(600419)《天润乳业中报点评：疆外高增长持续，新品上市利于长期发展》--2017/08/25

天润乳业(600419)《天润乳业跟踪点评：省外市场持续发力，新品投放利于长期增长》--2017/06/13

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119011720015

事件：

公司 2019H1 实现营业收入 8.23 亿元，同比增长 13.52%；归母净利润 7,756.33 万元，同比增长 11.32%。其中 Q2 实现营业收入 4.75 亿元，同比增长 11.79%，归母净利润 4664.23 万元，同比增长 12.07%。

疆内实现快速增长，疆外市场垂直化调整

今年上半年，公司根据对各销售区域的不同侧重，调整形成北疆、南疆、北方、华东、华南五大营销中心的管理构架，各中心针对市场现状进行布局调整，实现垂直管理和精细化营销。并针对重点推广品类，成立独立运营的奶啤部进行专业化操作。

随着改革的深入，疆内市场实现快速增长，上半年疆内市场实现销售收入 5.31 亿元，10%+ 的增长推动销售收入连续两个季度在双位数增长。疆外市场实现销售收入 2.89 亿元，疆外市场增速同比有回落，主要是疆外市场上半年对营销组织架构进行调整带来的影响。

成本上行，毛利率保持稳定

今年上半年原奶价格呈现上涨趋势，公司原奶成本上涨 5% 左右。但是公司毛利率保持稳定，或与产品结构提升有关。2019H1 公司毛利率 27.44%，基本与去年同期持平，较 2018 年全年略增长 0.18 个百分点。同时，新品上市也助推毛利率上行。2019H1 公司推出“苹果叉了”酸奶、炭烧玻璃瓶酸奶、花颜巧遇牛奶等十余款新产品，市场反响较好。

2019Q2 公司期间费用率 13.63%，较去年同期下降 0.43 个百分点，环比下降 1.45 个百分点，主要是销售费用率从 2019Q1 的 11.03% 下降到 10.05%，管理费用率从 2019Q1 的 3.97% 下降到 3.91%。

布局上游，保证原奶供给

2019 年上半年，公司实现乳制品销量 9.33 万吨，较上年同期增长 16.40%。目前公司自有奶源 60%，2019 年上半年，公司优化组织架构，稳步推进牧场建设运营，截至 2019 年 6 月末，公司拥有 16 个规模化奶牛养殖场，拥有规模化养殖奶牛约 2.31 万头，生产优质鲜奶 5.30 万吨。

今年 7 月公司完成对新疆天润烽火台奶牛养殖股权收购，近期公司对其进行现金增资 7000 万元，公司进一步去做上游奶源布局。

盈利预测

公司前期公告配股融资预案，拟募集资金总额不超过 4.50 亿元，扣除发行费用后将分别用于日产 40 吨奶啤改造项目、3000 头规模化奶牛示范牧场建设项目和补充流动资金及偿还银行贷款。配资或于今年下半年完成，显示出公司想把奶啤推向全国的战略思路。我们看好公司疆外拓张带来的长期成长能力，以及疆内市场龙头地位进一步巩固，预测 2019 年公司实现营业收入增长 15.5%，归母净利润增长 16.83%，实现 EPS 0.64 元，对应估值 22 倍。给予 28 倍目标估值，目标价 17.92 元，给予增持评级。

风险提示

原材料价格出现大幅上涨，公司疆外拓展不及预期，公司管理出现重大瑕疵，食品安全事故等。

■ 主要财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1462.03	1688.64	1975.71	2291.82
yoy	17.89%	15.50%	17.00%	16.00%
净利润(百万元)	114.18	133.40	159.04	186.78
yoy	15.19%	16.83%	19.22%	17.44%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.64	0.77	0.90
资料来源: Wind, 太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。