

## 天润乳业 (600419)

公司研究/点评报告

# 收入稳健增长，再融资着眼长远发展

—天润乳业 (600419) 2019 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 08 月 26 日

### 一、事件概述

公司发布 2019 年半年报,报告期内公司实现营业收入 8.23 亿元,同比+13.52%;归母净利润 7756 万元,同比+11.32%;扣非后归母净利润为 8493 万元,同比+16.35%,基本每股收益 0.37 元。单二季度,公司实现营业收入 4.76 亿元,同比+11.79%;归母净利润 4664 万元,同比+12.08%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 二季度收入增速环比小幅降速,疆内白奶业务扩张是收入增长主因

19H1, 公司收入保持两位数以上增长态势,不过 19Q2 收入增速+11.79%低于 19Q1 的+15.97%,主要原因是一季度吨价相对较低的白奶贡献增量较多,也导致一季度产品平均吨价有预计中个位数的下滑(预计为 6-7%)。不过伴随天气逐渐转暖,低温产品收入占比大幅提升,白奶增量贡献减弱,导致 19Q1 收入增速环比 19Q1 有所下降。19H1 乳制品销量 9.33 万吨,同比去年同期的 8.02 万吨同比增长 16.40%。从吨价看,19H1 乳制品吨价约 0.88 万元/吨,相比去年同期的 0.86 万元/吨预计仅有小个位数下滑(预计约 2%),19Q2 吨价相对较高的低温奶业务的占比提升发挥了重要作用。

分区域来看,疆内实现 5.31 亿元收入,疆外实现 2.90 亿元收入。疆外收入占整体收入比重为 35.3%,相较于 18 年的 38.2%有一定下滑。因此可以判断,19H1 疆内收入增速快于疆外,主要是依托于疆内白奶业务的扩张,疆外渠道仍处于调整中,我们认为趋势的改变需待新产能建设及再融资的落地。

#### ➤ 原奶自给率提升利好成本项总体稳定,毛销差小幅改善

19H1 毛利率 27.44%,同比小幅提升 0.04 个百分点,总体保持稳定,说明 19H1 行业原奶成本向上的大背景下,公司成本稳定性相对较好。成本端保持稳定的原因我们分析核心有两点:(1)由于公司原奶自给率高于行业可比公司,叠加年初以来包材和辅料成本有小幅下降,因此原奶成本得到一定程度的对冲;(2)行业整体竞争加剧,但是公司销售策略未发生较大变化,搭赠促销力度未有显著变化,因此收入摊销压力也较小。

19H1 期间费用率 14.24%,同比下降 0.12 百分点,总体看也保持了相对稳定,主要贡献来自于销售费用率的下降(-0.27ppt),而其下降主要体现在 19Q2 (-0.50ppt)。因此,19Q2 收入的环比降速大概率与当期费用投放略保守有一定关系。不过叠加毛利率的微幅提升,19H1 公司毛销差有约 0.3ppt 的小幅改善。

#### ➤ 配股融资方案顺利推进,产能、营销两端有望进一步加码

公司前期公告了配股融资预案,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。配股再融资对于天润二次腾飞意义深远,除进一步提升奶源自给率外,加码奶啤项目也意味着公司对疆外市场扩张雄心仍在。这一融资方案目前已经获得公司大股东批复,预计今年下半年融资将最终落地。

我们预计公司融资后将大概率加码疆外营销端,持续推进渠道精细化以及转型工作持续推进;同时,补充流动资金也有助于保障未来公司需要产能扩张时的资金充裕性。因此,我们认为,再融资项目有望在产销两端保障天润未来 2-3 年甚至更长远时间的发展。

### 推荐

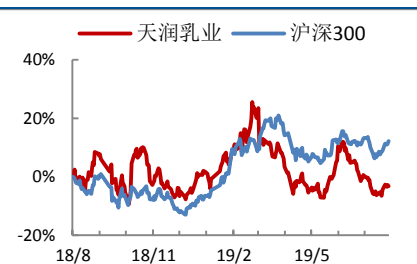
维持评级

当前价格: 13.86 元

### 交易数据 2019-8-23

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 17.97/12.97 |
| 总股本(百万股)        | 207.11      |
| 流通股本(百万股)       | 207.11      |
| 流通股比例(%)        | 100%        |
| 总市值(亿元)         | 28.71       |
| 流通市值(亿元)        | 28.71       |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

电话: 010-85127513

邮箱: yujie@mszq.com

### 相关研究

1.天润乳业(600419)2018 年年报点评:  
Q4 业绩不及预期,配股融资预案意义深远

2.天润乳业中报点评:疆外市场发力,  
高速增长可持续

### 三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 17.25/20.70/24.45 亿元,同比+18%/+20%/+18%;实现归母净利润 1.31/1.56/1.89 亿元,同比+15%/+19%/+21%,对应 EPS 为 0.63/0.75/0.91 元,目前股价对应 PE 为 22/18/15 倍。维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

业务扩张速度不及预期,核心 SKU 产品周期向下,食品安全问题等

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 1,462 | 1,725 | 2,070 | 2,445 |
| 增长率(%)          | 17.9% | 18.0% | 20.0% | 18.1% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 114   | 131   | 156   | 189   |
| 增长率(%)          | 15.2% | 14.9% | 18.7% | 21.0% |
| 每股收益(元)         | 0.55  | 0.63  | 0.75  | 0.91  |
| PE(现价)          | 25.2  | 21.9  | 18.4  | 15.2  |
| PB              | 3.1   | 2.8   | 2.5   | 2.2   |

资料来源:公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 1,462 | 1,725 | 2,070 | 2,445 |
| 营业成本        | 1,063 | 1,240 | 1,505 | 1,774 |
| 营业税金及附加     | 11    | 12    | 16    | 18    |
| 销售费用        | 175   | 208   | 295   | 295   |
| 管理费用        | 54    | 66    | 78    | 93    |
| 研发费用        | 4     | 2     | 4     | 4     |
| EBIT        | 154   | 196   | 173   | 261   |
| 财务费用        | (2)   | (0)   | (0)   | 0     |
| 资产减值损失      | 11    | 27    | (24)  | 23    |
| 投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润        | 157   | 181   | 209   | 249   |
| 营业外收支       | (23)  | (23)  | (23)  | (23)  |
| 利润总额        | 135   | 159   | 187   | 227   |
| 所得税         | 17    | 20    | 23    | 29    |
| 净利润         | 118   | 138   | 163   | 198   |
| 归属于母公司净利润   | 114   | 131   | 156   | 189   |
| EBITDA      | 218   | 278   | 270   | 376   |
|             |       |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金        | 157   | 19    | (3)   | 11    |
| 应收账款及票据     | 44    | 50    | 61    | 71    |
| 预付款项        | 23    | 29    | 34    | 40    |
| 存货          | 169   | 206   | 246   | 281   |
| 其他流动资产      | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 流动资产合计      | 407   | 293   | 353   | 400   |
| 长期股权投资      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 固定资产        | 1197  | 1438  | 1742  | 2014  |
| 无形资产        | 22    | 20    | 18    | 17    |
| 非流动资产合计     | 1400  | 1607  | 1860  | 2065  |
| 资产合计        | 1807  | 1900  | 2213  | 2465  |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 411   | 377   | 520   | 576   |
| 其他流动负债      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 585   | 576   | 764   | 857   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 135   | 135   | 135   | 135   |
| 非流动负债合计     | 142   | 142   | 142   | 142   |
| 负债合计        | 728   | 718   | 906   | 1000  |
| 股本          | 207   | 207   | 207   | 207   |
| 少数股东权益      | 158   | 165   | 172   | 182   |
| 股东权益合计      | 1079  | 1182  | 1307  | 1465  |
| 负债和股东权益合计   | 1807  | 1900  | 2213  | 2465  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |       |
| 营业收入增长率         | 17.9% | 18.0% | 20.0%  | 18.1% |
| EBIT 增长率        | 15.4% | 27.1% | -11.9% | 50.8% |
| 净利润增长率          | 15.2% | 14.9% | 18.7%  | 21.0% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |        |       |
| 毛利率             | 27.3% | 28.2% | 27.3%  | 27.5% |
| 净利率             | 7.8%  | 7.6%  | 7.5%   | 7.7%  |
| 总资产收益率 ROA      | 6.3%  | 6.9%  | 7.0%   | 7.7%  |
| 净资产收益率 ROE      | 12.4% | 12.9% | 13.7%  | 14.7% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |       |
| 流动比率            | 0.7   | 0.5   | 0.5    | 0.5   |
| 速动比率            | 0.4   | 0.2   | 0.1    | 0.2   |
| 现金比率            | 0.3   | 0.0   | (0.0)  | 0.0   |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.4   | 0.4    | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |        |       |
| 应收账款周转天数        | 9.6   | 9.4   | 9.5    | 9.4   |
| 存货周转天数          | 50.6  | 50.6  | 50.6   | 50.6  |
| 总资产周转率          | 0.9   | 0.9   | 1.0    | 1.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |       |
| 每股收益            | 0.6   | 0.6   | 0.8    | 0.9   |
| 每股净资产           | 4.4   | 4.9   | 5.5    | 6.2   |
| 每股经营现金流         | 1.1   | 1.0   | 1.9    | 1.9   |
| 每股股利            | 0.2   | 0.2   | 0.2    | 0.2   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |        |       |
| PE              | 25.2  | 21.9  | 18.4   | 15.2  |
| PB              | 3.1   | 2.8   | 2.5    | 2.2   |
| EV/EBITDA       | 12.3  | 10.2  | 10.5   | 7.5   |
| 股息收益率           | 1.2%  | 1.3%  | 1.3%   | 1.4%  |
|                 |       |       |        |       |
| 现金流量表 (百万元)     | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E |
| 净利润             | 118   | 138   | 163    | 198   |
| 折旧和摊销           | 75    | 109   | 73     | 138   |
| 营运资金变动          | (3)   | (60)  | 131    | 37    |
| 经营活动现金流         | 219   | 209   | 389    | 396   |
| 资本开支            | 338   | 312   | 373    | 342   |
| 投资              | (11)  | 0     | 0      | 0     |
| 投资活动现金流         | (255) | (312) | (373)  | (342) |
| 股权募资            | 74    | 0     | 0      | 0     |
| 债务募资            | (20)  | 0     | 0      | 0     |
| 筹资活动现金流         | 22    | (36)  | (38)   | (40)  |
| 现金净流量           | (15)  | (139) | (22)   | 14    |

## 分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。