

天润乳业 (600419)

公司研究/点评报告

全年增长稳健，疆内常温业务为核心发展动能

—天润乳业 (600419) 2019 年报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 04 月 24 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，报告期内公司实现营业收入 16.27 亿元，同比+11.26%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比+22.25%；基本 EPS 为 0.67 元。拟每股派现金红利 0.157 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 营收增速平稳，非经常性损益提高利润增速

2019 年公司实现营收/归母净利润 16.27/1.40 亿元，同比分别+11.26%/+22.25%。总体看，公司增速保持稳定，主要增长动能仍然核心依托于疆内市场的挖潜及南扩。

公司利润端增速高于营收端，主要是由于资产减值损失、信用减值损失的冲回、资产处置收益提高等非经常性因素所致，毛利率等经营指标平稳。2019 年，公司毛利率 27.13%，同比-0.13ppt，在 2019 年奶价持续走高的大背景下基本保持平稳已实属难得。期间费用率 15.72%，同比-0.04ppt；销售费用率 11.71%，同比-0.24ppt；管理费用率 3.91%，同比-0.05ppt；财务费用率 0.10%，同比+0.25ppt。总体看期间费用率基本保持平稳。

2019Q4 单季度营收/净利润分别为 4.09/0.22 亿元，同比+14.64%/+121.76%。Q4 单季度毛利率 26.38%，同比+0.39ppt；期间费用率 19.52%，同比+0.40ppt；销售费用率 14.73%，同比+0.07ppt；管理费用率 4.61%，同比-0.01ppt；财务费用率 0.18%，同比+0.34ppt。

➤ 乳制品规模稳步增长，原奶自给率维持高位

2019 年，公司销售乳制品 18.92 万吨，同比+12.57%；其中常温/低温乳制品分别销售 9.24/9.25 万吨，同比分别+27.24%/+2.38%，常温业务增速显著高于低温业务。经过 18-19 年的快速增长，公司常温业务规模已基本追平低温业务，这主要得益于公司在疆内市场品牌力持续提升以及疆内营销推广重心的变化。2019 年公司乳制品销售均价为 8590 元/吨，同比-2.15%，主要原因是吨价较低的常温产品占比提升较快所致。其中，常温/低温乳制品均价分别为 7025/10153 元/吨，同比分别+0.79%/-0.77%。

➤ 渠道开拓顺利，疆内疆外市场齐发力

2019 年公司的经销/直营渠道分别完成营收 14.23/2.01 亿元，同比分别+10.25%/+20.29%，公司渠道仍以经销模式为主，经销渠道占比为 87.61%保持稳定。公司疆内/疆外市场分别完成营收 10.41/5.84 亿元，同比分别+15.48%/+4.80%。疆内市场开拓方面，公司在北疆市场以乌鲁木齐为核心，以南疆为未来开拓重点，巩固强城市型战略。疆外市场开拓方面，公司已完成北方空白区域布局，打通奶啤、爱克林和常温奶专业化销售渠道建设。随着募资项目的逐步完成建设，预计未来公司将提高对疆外市场的开拓力度，疆外市场营收增速将有望逐步回升。

2019 年，公司完成了芳草天润、天润北亭两个现代化牧场的建设。目前公司奶源自给率高达 60%，优质奶源保证了过硬的产品质量。

推荐

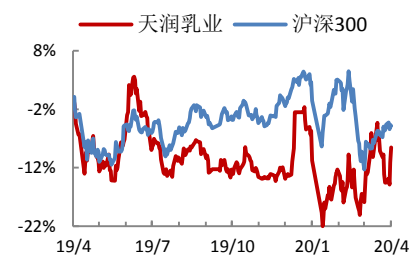
维持评级

当前价格：12.47 元

交易数据 2020-04-23

近 12 个月最高/最低(元)	14.04/10.64
总股本(百万股)	268.60
流通股本(百万股)	268.60
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	33.49
流通市值(亿元)	33.49

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 20-22 年公司实现营业收入 17.75/20.39/22.88 亿元，同比 +9.1%/+14.9%/+12.2%；实现归母净利润 1.48/1.74/2.01 亿元，同比 +6.0%/+17.9%/+15.2%，对应 EPS 为 0.55/0.65/0.75 元，目前股价对应 PE 为 23/19/17 倍。公司目前估值低于乳制品行业 26 倍的整体估值水平，公司长期成长性良好，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情冲击超预期，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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,627	1,775	2,039	2,288
增长率（%）	11.3%	9.1%	14.9%	12.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	140	148	174	201
增长率（%）	22.2%	6.0%	17.9%	15.2%
每股收益（元）	0.67	0.55	0.65	0.75
PE（现价）	18.6	22.7	19.2	16.7
PB	2.5	3.0	2.7	2.4

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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,627	1,775	2,039	2,288
营业成本	1,185	1,290	1,478	1,654
营业税金及附加	13	14	16	18
销售费用	191	216	250	283
管理费用	64	67	78	88
研发费用	3	3	4	4
EBIT	171	184	213	240
财务费用	2	1	1	1
资产减值损失	(3)	4	4	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	185	195	225	256
营业外收支	(25)	0	0	0
利润总额	159	171	200	231
所得税	17	18	22	25
净利润	142	152	179	206
归属于母公司净利润	140	148	174	201
EBITDA	253	279	325	368
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	143	206	154	377
应收账款及票据	48	53	60	68
预付款项	26	28	32	36
存货	212	181	292	232
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	464	468	578	710
长期股权投资	3	3	4	5
固定资产	1413	1705	1959	2232
无形资产	30	32	36	39
非流动资产合计	1561	1744	1838	1953
资产合计	2025	2211	2416	2662
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	402	468	519	590
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	704	788	868	967
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	136	136	136	136
非流动负债合计	143	143	143	143
负债合计	847	930	1010	1110
股本	207	269	269	269
少数股东权益	152	156	160	166
股东权益合计	1178	1281	1406	1553
负债和股东权益合计	2025	2211	2416	2662

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.3%	9.1%	14.9%	12.2%
EBIT 增长率	10.6%	7.6%	15.7%	13.0%
净利润增长率	22.2%	6.0%	17.9%	15.2%
盈利能力				
毛利率	27.1%	27.3%	27.5%	27.7%
净利润率	8.6%	8.3%	8.6%	8.8%
总资产收益率 ROA	6.9%	6.7%	7.2%	7.6%
净资产收益率 ROE	13.6%	13.2%	14.0%	14.5%
偿债能力				
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.5
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.4
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	10.2	9.9	10.0	10.0
存货周转天数	57.9	54.2	56.1	55.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.5	0.6	0.7
每股净资产	5.0	4.2	4.6	5.2
每股经营现金流	1.1	1.5	0.9	2.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	18.6	22.7	19.2	16.7
PB	2.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	13.0	11.5	10.1	8.3
股息收益率	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	142	152	179	206
折旧和摊销	85	99	116	128
营运资金变动	(14)	138	(86)	190
经营活动现金流	237	414	234	549
资本开支	314	301	231	266
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(323)	(301)	(231)	(266)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	110	0	0	0
筹资活动现金流	67	(50)	(55)	(61)
现金净流量	(19)	63	(52)	222

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。