

天润乳业 (600419.SH) 买入 (维持评级)

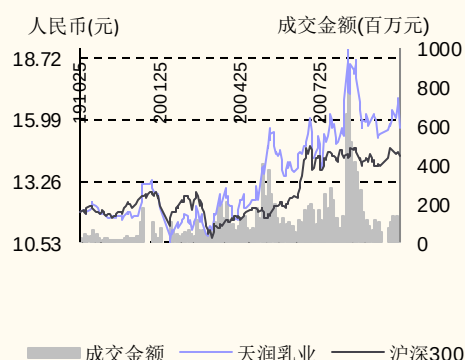
公司点评

市场价格 (人民币): 15.60 元

Q3 毛利率下滑, 疆外扩张较快

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.69
已上市流通 A 股(亿股)	2.69
总市值(亿元)	41.90
年内股价最高最低(元)	16.90/15.18
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



公司基本情况(人民币)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,462	1,627	1,768	2,039	2,256
营业收入增长率	17.89%	11.26%	8.69%	15.33%	10.64%
归母净利润(百万元)	114	140	146	175	201
归母净利润增长率	15.19%	22.25%	4.80%	19.29%	15.09%
摊薄每股收益(元)	0.551	0.674	0.545	0.650	0.748
每股经营性现金流净额	1.06	1.15	1.46	1.70	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.39%	13.60%	13.13%	14.32%	15.00%
P/E	24.96	20.48	28.64	24.01	20.86
P/B	3.09	2.78	3.76	3.44	3.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年三季报, 2020 年 1-9 月公司实现营业收入 13.19 亿元, 同比+8.34%, 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比+2.17%; 其中, Q3 公司实现营业收入 4.36 亿元, 同比+10.68%, 实现归母净利润 0.40 亿元, 同比-0.04%。

经营分析

- 营收端延续复苏态势, 常温奶持续发力。公司 2020Q1/Q2/Q3 营收增速分别为-0.07%/12.55%/10.68%。Q1 受疫情影响, 收入下滑严重; Q2 以来公司销售端复苏较好, Q2、Q3 均实现双位数增长。分业务来看, 前三季度公司常温和低温乳制品业务分别实现收入 5.69 亿元和 7.20 亿元, 同比+23.27%、-1.12%。常温奶持续增长, 低温奶承压, 我们认为主要系目前许多头部品牌开始在低温奶领域发力, 竞争加剧。
- Q3 毛利率下降, 导致利润端承压。公司 2020Q1/Q2/Q3 归母净利增速分别为-36.17%/29.50%/-0.04%。Q3 利润端下滑较为严重, 我们认为主要系毛利率下滑导致, Q3 销售毛利率为 28.97%, 相比 2020H1 下降 1.08pcts 至 28.97%。
- 持续开拓疆外区域。公司重视疆外市场的开拓, 着重发力华东、华南和北方空白区域, 今年以来疆外区域增速保持在双位数以上。2020 年 1-9 月疆内实现收入 8.38 亿元, 同比+6.86%; 疆外实现收入 4.79 亿元, 同比+11.09%; Q3 单季度疆内实现收入 2.63 亿元, 同比+3.87%, 疆外实现收入 1.74 亿元, 同比+23.28%。

投资建议

- 2020Q1 业绩承压, 但 Q2 以来恢复明显, 预计 Q4 回归常态。由于疆外拓展较快, 上调 2021 年预期。预计 2020-2022 年归母净利润为 1.46 亿元、1.75 亿元和 2.01 亿元, 20、21 年分别较上次预测上调了 0%、6.7%, 同比+4.80%/+19.29%/+15.09%, 对应 EPS 分别为 0.55 元/0.65 元/0.75 元, 目前股价对应 20/21/22 年 PE 分别为 29X/24X/21X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原奶价格过高; 行业竞争加剧; 疆外拓展不达预期; 食品安全问题。

相关报告

- 1.《Q3 收入增速放缓, 疆外市场仍待进一步打开-天润乳业 2019 年...》, 2019.10.29

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,240	1,462	1,627	1,768	2,039	2,256
增长率		17.9%	11.3%	8.7%	15.3%	10.6%
主营业务成本	-893	-1,063	-1,185	-1,255	-1,448	-1,602
%销售收入	72.0%	72.7%	72.9%	71.0%	71.0%	71.0%
毛利	347	399	441	513	591	654
%销售收入	28.0%	27.3%	27.1%	29.0%	29.0%	29.0%
营业税金及附加	-8	-11	-13	-13	-15	-17
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-156	-175	-191	-248	-285	-316
%销售收入	12.5%	12.0%	11.7%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-49	-54	-64	-66	-76	-85
%销售收入	4.0%	3.7%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	0	-4	-3	-4	-4	-5
%销售收入	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	134	154	171	182	210	232
%销售收入	10.8%	10.6%	10.5%	10.3%	10.3%	10.3%
财务费用	0	2	-2	-5	-1	6
%销售收入	0.0%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.3%
资产减值损失	-9	-11	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	137	157	185	189	221	251
营业利润率	11.0%	10.8%	11.3%	10.7%	10.8%	11.1%
营业外收支	-16	-23	-25	-25	-25	-25
税前利润	121	135	159	164	196	226
利润率	9.8%	9.2%	9.8%	9.3%	9.6%	10.0%
所得税	-16	-17	-17	-18	-22	-25
所得税率	13.0%	12.4%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	105	118	142	146	175	201
少数股东损益	6	4	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	99	114	140	146	175	201
净利率	8.0%	7.8%	8.6%	8.3%	8.6%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	105	118	142	146	175	201
少数股东损益	6	4	2	0	0	0
非现金支出	61	75	85	91	97	100
非经营收益	17	29	25	35	28	25
营运资金变动	13	-3	-14	30	53	38
经营活动现金净流	197	219	237	302	352	363
资本开支	-136	-338	-314	-160	-76	-45
投资	-3	-11	-9	-1	0	0
其他	-66	94	0	1	1	1
投资活动现金净流	-205	-255	-323	-161	-76	-45
股权募资	58	74	0	0	0	0
债权募资	13	-20	110	-143	-118	0
其他	-14	-31	-43	-66	-74	-80
筹资活动现金净流	57	22	67	-209	-192	-80
现金净流量	49	-15	-19	-68	85	238

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	172	157	143	76	160	399
应收款项	42	55	81	97	112	124
存货	130	169	212	172	198	219
其他流动资产	110	26	28	34	32	35
流动资产	453	407	464	379	502	777
%总资产	31.7%	22.5%	22.9%	19.1%	24.4%	34.5%
长期投资	0	2	3	4	4	4
固定资产	924	1,346	1,472	1,554	1,509	1,431
%总资产	64.7%	74.5%	72.7%	78.4%	73.3%	63.5%
无形资产	46	35	43	46	45	43
非流动资产	976	1,400	1,561	1,604	1,558	1,478
%总资产	68.3%	77.5%	77.1%	80.9%	75.6%	65.5%
资产总计	1,429	1,807	2,025	1,982	2,061	2,255
短期借款	28	9	119	118	0	0
应付款项	273	505	503	520	600	664
其他流动负债	60	71	82	78	90	100
流动资产	361	585	704	716	690	764
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	134	142	143	0	0	0
负债	495	728	847	716	690	764
普通股股东权益	837	921	1,026	1,114	1,219	1,339
其中：股本	104	207	207	207	207	207
未分配利润	105	179	284	372	476	597
少数股东权益	97	158	152	152	152	152
负债股东权益合计	1,429	1,807	2,025	1,982	2,061	2,255

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.957	0.551	0.674	0.545	0.650	0.748
每股净资产	8.083	4.448	4.955	4.148	4.538	4.986
每股经营现金净流	1.901	1.055	1.146	1.458	1.701	1.754
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.283	0.337	0.388
回报率						
净资产收益率	11.84%	12.39%	13.60%	13.13%	14.32%	15.00%
总资产收益率	6.93%	6.32%	6.89%	7.38%	8.47%	8.91%
投入资本收益率	12.10%	12.44%	11.75%	11.71%	13.64%	13.87%
增长率						
主营业务收入增长率	41.71%	17.89%	11.26%	8.69%	15.33%	10.64%
EBIT增长率	49.29%	15.41%	10.60%	6.57%	15.33%	10.64%
净利润增长率	26.64%	15.19%	22.25%	4.80%	19.29%	15.09%
总资产增长率	23.00%	26.39%	12.07%	-2.10%	3.95%	9.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.2	9.8	10.3	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	51.4	51.3	58.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	64.7	104.5	120.5	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	244.2	298.8	317.2	298.3	256.1	223.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.39%	-13.77%	-2.08%	3.38%	-11.70%	-26.74%
EBIT利息保障倍数	-338.4	-69.2	109.5	34.8	145.0	-40.2
资产负债率	34.66%	40.27%	41.82%	36.14%	33.48%	33.87%

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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