



2020-10-25

公司点评报告

增持/维持

天润乳业(600419)

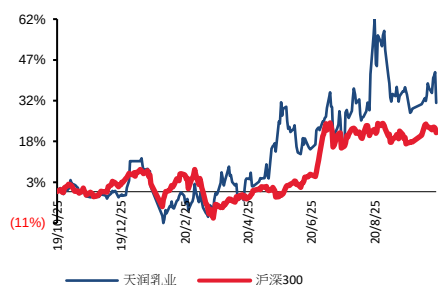
目标价: 20.00

昨收盘: 15.60

日常消费 食品、饮料与烟草

天润乳业三季报点评：疆内稳健强于预期，疆外快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	269/269
总市值/流通(百万元)	4,190/4,190
12 个月最高/最低(元)	19.14/10.64

相关研究报告：

天润乳业(600419)《天润乳业：积极布局上游，疆外市场改革迎机遇》
--2019/08/25

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：蔡雪显

电话：010-88695133

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

点评事件：公司公告三季报，前三季度公司营收 13.19 亿元，增长 8.34%；归母净利润 1.2 亿元，增长 2.17%；扣非后净利 1.28 亿元，增长 3.83%。其中，Q3 营收 4.36 亿元，增长 10.68%；归母净利润 0.4 亿元，下降 0.04%；扣非后净利 0.39 亿元，同比增长 0.8%。前三季度销售毛利率 29.69%，同比上升 2.3pct；销售净利率 9.24%，同比下降 0.77pct。其中，Q3 销售毛利率 28.97%，同比上升 1.69pct；销售净利率 9.46%，同比下降 1.17pct。

一、疫情背景下疆内稳健增长强于预期，疆外快速增长

单三季度收入同比增长 10.68%，增速环比 Q2 仅小幅回落，其中疆内同比增长 3.87%、疆外同比增长 23.04%。考虑新疆省内受疫情封城的影响，单三季度疆内收入录得稳健正增长实属不易，强于预期；同时，疆外随着疫情影响的减退，加速恢复和增长，并受益疆外改革扩张的推进，增速明显提升。分产品类别来看，单三季度畜牧业产品、常温乳制品、低温乳制品分别同比增长 35.66%、23.27%、0.48%。畜牧业产品在单二季度大幅下滑后实现快速反弹；常温乳制品增速和上半年整体保持一致，延续强劲增长的势头；低温乳制品在疆内受明显影响的情况下仍然保持小幅正增长。分销售模式来看，单三季度经销/直销分别+15.09%/-23.58%，同样主要是受疆内疫情的影响。结合三季度末预收款+合同负债 0.40 亿元，环比/同比分别增加 0.09/0.18 亿元来看，需求表现不错，随着疆内疫情影响的消退，四季度有望保持良好增长。

二、产品结构带来毛利率提升，运费导致销售费用增加

单三季度销售毛利率 28.97%，同比上升 1.69pct，判断主要是受产品结构变化的影响。单三季度乳制品营收增长 9.64%，其中销量 4.79 吨、同比增长 6.68%，据此测算价格对收入的贡献为 2.77%左右，相比于 Q2 的-1.38%开始转正。在原奶价格明显上升的行业背景下，产品结构变化带来综合价格提升，使得毛利率同比改善。

单三季度销售费用 0.56 亿元，同比增加 0.12 亿元，销售费用率同比上升 1.76pct 至 12.96%，主要是运费增加导致的。在疆内增长稳健，疆外快速增长的背景下，远距离配送占比提升，销售费用率上升属于

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

正常。单三季度管理费用率 4.21%，同比上升 0.2pct，相对保持稳定。费用率整体上升的幅度略高于销售毛利率上升的幅度，导致单三季度销售净利率同比出现下降。

三、存货和应收有所增加，经营现金流整体健康

三季度末存货 2.44 亿元，同比增长 43.78%；应收账款 0.87 亿元，同比增长 48.09%。存货和应收有所增加，其中应收账款增加是学生奶和哺育工程牛奶货款延期回款所致。单三季度现金回款 4.83 亿元，同比增长 9.50%，基本与主营业务和主营产品收入增速接近。经营现金流净额 0.11 亿元，相比于去年同期的-0.23 亿元实现转正。经营现金流整体健康。

盈利预测与评级：

公司单三季度收入两位数增长，疆内稳健、疆外快速提升，强于预期。考虑疫情影响逐渐消退、去年四季度费用较高业绩低基数，判断今年四季度收入、利润可能实现良好的提升。全年整体来看，达成年度的收入和利润指引确定性非常大。

预测公司 2020-2022 年收入增速分别为 9%、15%、12%；归母净利增速分别为 5%、17%、15%。今明两年 EPS 分别为 0.55 和 0.64。考虑行业整体恢复情况较好，公司业绩具备持续改善的预期，给予目标价 20 元，对应今年和明年的 PE 分别为 36 倍和 31 倍左右，“增持”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原奶价格波动；市场策略调整不及预期等；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1626.59	1772.98	2038.93	2283.60
净利润(百万元)	139.58	146.56	171.47	197.20
摊薄每股收益(元)	0.52	0.55	0.64	0.73

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。