

天润乳业 (600419)

公司研究/深度报告

新疆匠心乳企，全国化拓展再次扬帆起航

深度研究报告/食品饮料

2021年03月09日

报告摘要:

● 行业：酸奶市场持续扩容，新疆市场量增速度跑赢全国

中国乳制品市场规模高位微增。我国乳制品市场已超 4000 亿规模，但量增速度在高位渗透率下趋缓，市场规模核心依靠价增驱动。新疆市场受益于人口增长及稳固的消费习惯，乳制品量增速度处于全国高位水平。并且新疆市场是一个高度本地化的市场，疆内形成“一超多强”的市场格局，天润占据新疆乳制品领导地位。

● 产品创新：差异化产品口味，打造独特产品认知

公司正快速发展爱克林酸奶和奶啤，以差异化产品口味建立标志性产品认知，2020Q3 低温/常温产品分别实现公司 55%/43%收入。爱克林酸奶系列持续推出独创性口味，打造大单品，UHT 奶主推浓缩纯牛奶系列，奶啤通过具有味觉记忆的创新口感，快速打开市场空间。在低温酸奶+常温 UHT 奶+常温乳饮料产品体系下，公司持续创新优化，有望建立口碑级产品优势。

● 渠道扩张：多渠道协同布局，疆外以差异化品牌定位拓展市场空间

2020Q3 经销/直营分别占比 88%/12%，公司坚持经销、直营渠道同步快速建设，新晋入驻电商及新零售渠道，协同发力深度覆盖市场空间。疆外市场目前占公司 35%营收，是公司正大力拓展的市场，公司通过终端高溢价率回补远距离运输成本及异地低知名度带来的低周转问题，高渠道溢价更具备高渠道扩张空间。远期来看，在品类创新+渠道改革+包装升级的情况下，有望维持差异化品牌定位，支撑公司高端化发展。

● 产能建设：释放产能压力，进一步布局南疆市场

公司南疆产能投产在即，将有效缓解产能压力，同时加快上游建设，进一步提高原奶自给率。公司目前产能利用率已逼近满产，产能约束日益趋紧。2019 年 6 月公司于南疆图木舒克新建年产 3 万吨乳制品加工项目，投产后将有效缓解产能压力。公司目前原奶自给率达 63%，处行业高位水平，未来仍将积极建设上游牧场，扩大奶源自给率。上游牧场+中游生产基地共同建设，有力支持公司扩大生产规模，保障未来长期发展。

● 投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 17.80/20.50/23.42 亿元，同比+9.4%/+15.2%/+14.2%；实现归母净利润 1.50/1.77/2.04 亿元，同比+7.3%/+18.0%/+15.3%，EPS 分别为 0.56/0.66/0.76 元，对应 PE 为 27X/23X/20X，低于主要可比公司 2021 年预期平均 31X 及乳制品行业预期平均 35X 的估值水平。考虑到公司优秀的产品力及疆内稳固的市场地位，结合产能加码及渠道拓张等动作，我们看好公司有望进入新快速增长阶段，维持“推荐”评级。

● 风险提示

新品推广不及预期，渠道拓张不及预期，原奶价格大幅上升。

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	1,780	2,050	2,342
增长率 (%)	11.3%	9.4%	15.2%	14.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	140	150	177	204
增长率 (%)	22.2%	7.3%	18.0%	15.3%
每股收益 (元)	0.52	0.56	0.66	0.76
PE (现价)	28.9	26.9	22.8	19.8
PB	3.0	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

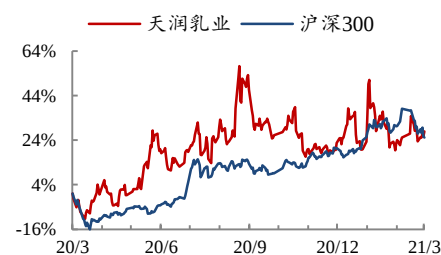
当前价格： 15.02 元

交易数据

2021-3-8

近 12 个月最高/最低 (元)	19.42/10.41
总股本 (百万股)	269
流通股本 (百万股)	269
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	40
流通市值 (亿元)	40

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

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 天润乳业 (600419) 2020 半年报点评：20Q2 实现双位数增长，提价推动盈利明显改善
2. 天润乳业 (600419) 2020 一季报点评：疆内业务保障收入稳定性，费用提升拖累业绩

目录

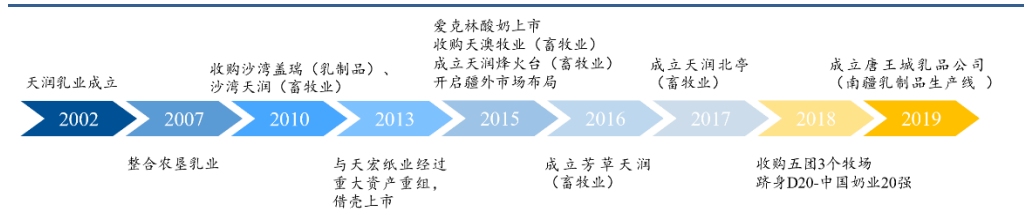
1	新疆龙头乳企，收入利润同步高增	3
1.1	公司为新疆区域市场龙头乳企	3
1.2	收入实现快速增长，盈利能力保持稳定	3
1.2.1	收入、利润双双体现高成长性	3
1.2.2	常温低温全面布局，疆内疆外协同发展	4
1.2.3	盈利能力基本稳定，运费支付方式改变推升费用水平	4
2	行业：乳制品规模高位微增，新疆市场更有看点	6
2.1	产品角度：液体奶规模已达高位，酸奶持续扩容	6
2.1.1	液体奶：渗透率已达高位，行业量增趋缓	7
2.1.2	酸奶：市场规模持续扩容，量价齐升优质“赛道”	7
2.2	竞争格局：全国化双寡头+区域化差异竞争并存	8
2.3	新疆市场：疆内市场形成“一超多强”局面	9
2.3.1	疆内乳制品市场增速处于全国高位水平	9
2.3.2	新疆具备得天独厚的牧场条件	10
2.3.3	疆内形成一超多强的乳制品竞争格局，疆外乳企进驻动力不强	11
3	公司：产品+渠道+产能构筑公司核心竞争力	13
3.1	产品：打造具有味觉记忆的乳制品	13
3.1.1	酸奶：独特口味构筑酸奶拓张动力	13
3.1.2	UHT 奶：量价齐升促成公司第二大增长曲线	14
3.1.3	奶啤：创新味觉记忆，快速打开市场空间	15
3.2	渠道：多渠道同步拓张终端市场	16
3.2.1	经销模式：巩固疆内优势，加快疆外发展	17
3.2.2	直营模式：传统渠道持续优化，线上平台优势加码	18
3.2.3	疆外市场拓展的困境：远距离运输+终端高溢价带来一定挑战	19
3.3	产能：南疆产能投放有望缓解产能瓶颈	21
3.3.1	南疆产能建设：新建图木舒克 3 万吨生产基地，充分布局南疆市场	22
3.3.2	原奶布局：奶源自给率领先同业，持续建设自有牧场	23
4	盈利预测	24
4.1	基本假设与收入拆分	24
4.1.1	收入拆分与假设	24
4.1.2	成本与盈利假设	25
4.1.3	费用投入假设	25
4.2	相对估值	26
4.3	绝对估值	26
4.4	投资建议	27
5	风险提示	27
	插图目录	29
	表格目录	30

1 新疆龙头乳企，收入利润同步高增

1.1 公司为新疆区域市场龙头乳企

天润乳业成立于 2002 年，为新疆生产建设兵团农 12 师旗下公司，2013 年与天宏纸业经过重大资产重组，置入乳制品业务。经过多年整合和布局，公司旗下现有天润科技、沙湾盖瑞及唐王城三家乳品生产企业，天澳牧业、沙湾天润、天润烽火台、芳草天润、天润北亭、天润建融六家畜牧业公司，共拥有 16 个自有牧场。

图1: 天润乳业产品结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

天润目前拥有“天润”、“盖瑞”、“佳丽”三大品牌，是新疆地区唯一位列中国乳业 20 强的企业，在新疆乳制品“一超多强”市场格局中处于绝对龙头地位。主营业务包括低温酸奶、UHT 奶、乳饮料等。

图2: 天润乳业产品结构



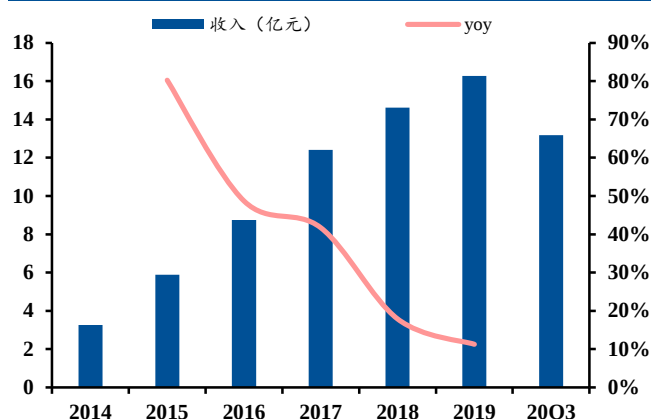
资料来源：terun 天润天猫旗舰店，民生证券研究院

1.2 收入实现快速增长，盈利能力保持稳定

1.2.1 收入、利润双双体现高成长性

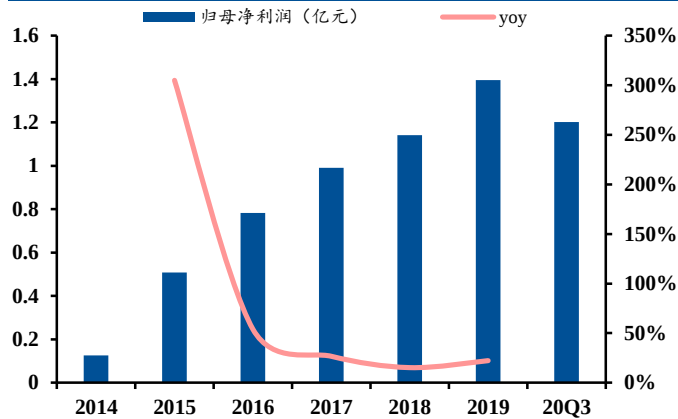
收入、利润高速增长，必选消费韧性稳固。公司收入由 2014 年 3.27 亿元增长至 2019 年 16.27 亿元，5 年 CAGR 近 38%。同期归母净利润由 0.13 亿元增长至 1.40 亿元，CAGR 超 60%。收入与利润实现快速增长得益于公司从上游原奶建设到中游研发生产至下游渠道扩张，全流程着力发展。2020 年疫情年，公司依然保持稳定发展，体现出较强的市场地位。

图3: 2014-2019 年天润乳业收入 CAGR 近 38%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: 2014-2019 年天润乳业归母净利润 CAGR 超 60%



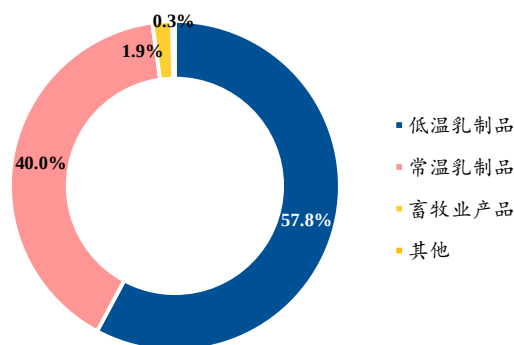
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2.2 常温低温全面布局, 疆内疆外协同发展

分产品看, 公司产品结构以低温为主、常温为辅。2019 年公司低温/常温产品分别实现收入 9.39/6.49 亿元, 分别占收入比重的 58%/40%, 余下 2% 收入来自畜牧产品。公司低温产品主要为低温酸奶; 常温产品以 UHT 奶为主, 其次为公司大力推广的奶啤乳饮料。

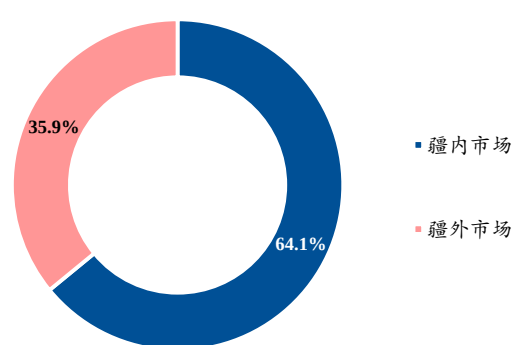
分市场看, 公司以疆内市场为主导, 同时持续布局疆外市场。2019 年疆内/疆外分别实现收入 10.41/5.84 亿元, 占比 64%/36%。公司在疆内实现全渠道布局, 疆外渠道布局从小型流通渠道及电商、微商逐步向大型连锁商超与连锁便利店扩张, 终端市场获客稳定性持续提高。

图5: 天润乳业产品以低温为主, 常温为辅



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 天润乳业市场以疆内为主, 疆外为辅



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

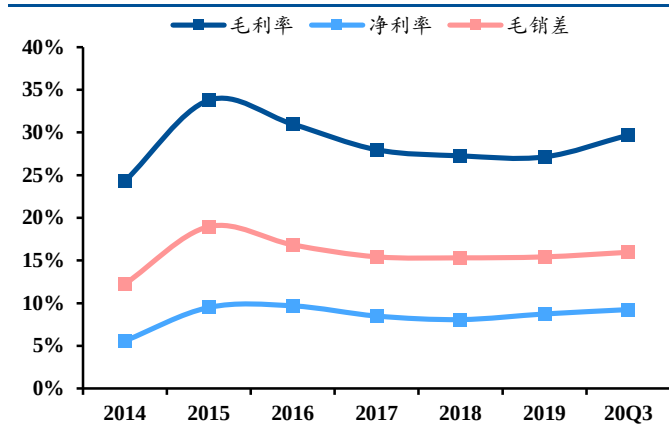
1.2.3 盈利能力基本稳定, 运费支付方式改变推升费用水平

毛利率保持稳定, 疫情后逆势增长。2019 年公司毛利率为 27.13%, 近三年保持稳定水平。2020Q3 毛利率为 29.69%, 同比+2.31ppt。毛利率在疫情与原奶价格上涨背景下逆势增长, 主要在于公司对疆外产品进行小幅提价以及奶啤等高毛利产品放量所推动。

运费支付方式改变, 推升销售费用率上升。长期来看公司各项费用基本保持稳定, 2015 年费用率高增估计是由于新品推广及疆外市场拓张, 2016 年之后公司经营水平趋于稳定, 各项费用率回归正常水平。2019 年公司期间费用率为 15.92%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为

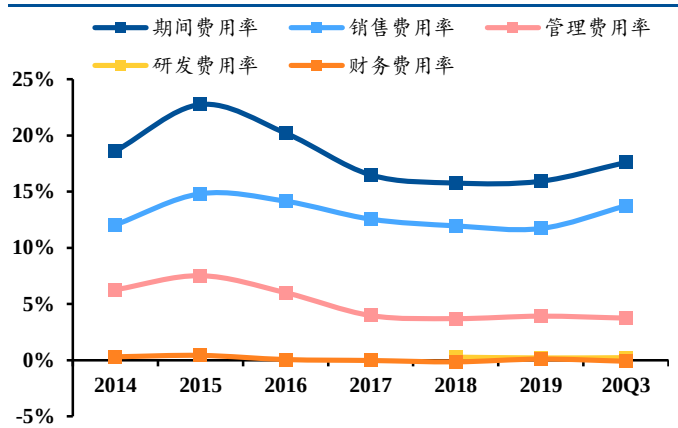
13.73%/3.74%/0.22%/-0.10%，基本保持稳定。2020Q3 期间费用率为 17.59%，同比+2.95ppt，主要受销售费用率+3.03ppt 所影响。销售费用率上涨来源于运费支付方式的变化。之前运费由公司与经销商各担一半，2019Q4 因产品提价更改为公司全额承担。

图7: 天润乳业盈利能力基本保持稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8: 销售费用率上涨推动期间费用率小幅上涨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

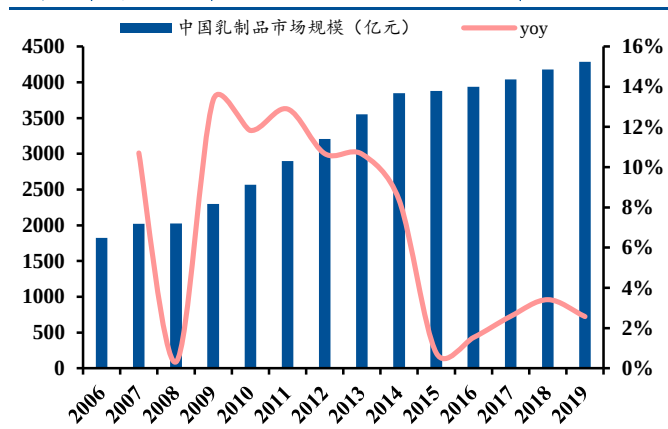
2 行业：乳制品规模高位微增，新疆市场更有看点

2.1 产品角度：液体奶规模已达高位，酸奶持续扩容

乳制品市场超 4000 亿规模，边际增长趋缓。2019 年中国乳制品市场规模达 4284 亿人民币(折合 619 亿美元)，仅次于美国 677 亿美元市场规模，位列全球第二。中国乳制品市场规模由 2006 年 1825 亿元增长至 2019 年 4284 亿元，13 年 CAGR 为 6.78%。其中 2009-2013 年基本保持 10% 以上增速，2014 年之后市场规模增速降为低个位数。

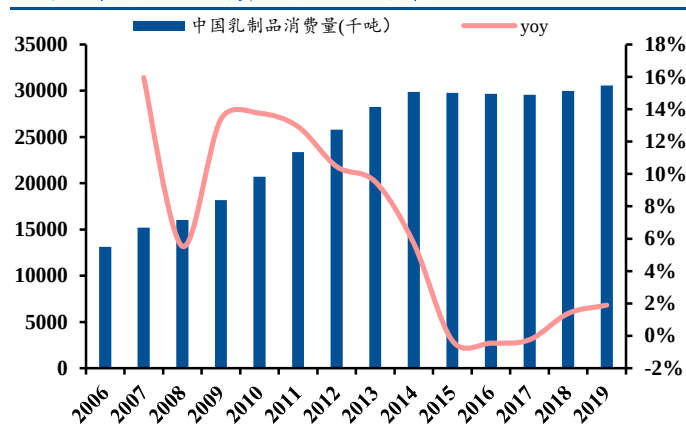
乳制品高渗透率，市场量增长速度趋缓。从消费量角度来看，2019 年中国乳制品消费量达 3.06 万吨，仅次于美国 3.20 万吨年消费量。量增长速度也同样由 2013 年以前 10% 高位增长水平降至 2014 年以后低个位数甚至负增长水平，消费量增长速度趋于平稳，价增驱动更为核心。

图9: 中国乳制品市场规模达 4284 亿元 (2019 年)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

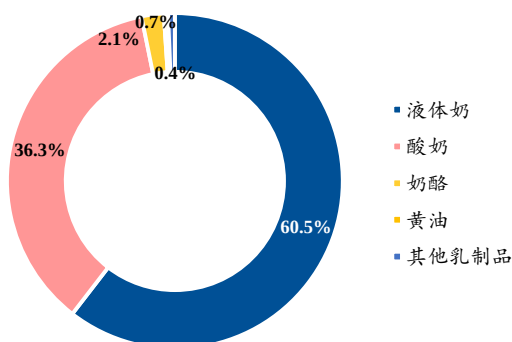
图10: 中国乳制品消费量增长速度趋于平稳



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

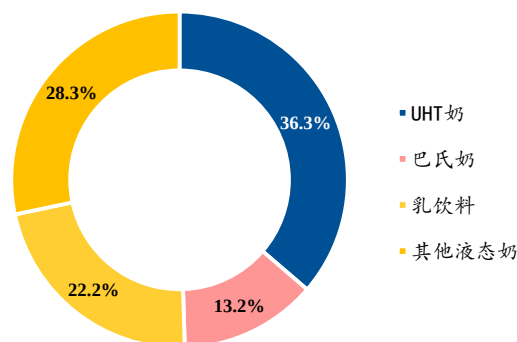
国内乳制品以液体奶、酸奶为主。产品结构角度来看，中国乳制品市场主要由液体奶及酸奶构成。根据 Euromonitor 数据，2020 年中国乳制品市场 60.46% 为液体奶，36.35% 为酸奶，两者合计占比 95% 以上。液体奶中，依然以常温 UHT 奶为主，2019 年液体奶中 UHT 奶/风味奶/低温巴氏奶/其他乳制品分别占比 36.3%/22.2%/13.2%/28.3%。

图11: 中国乳制品市场主要由液体奶及酸奶构成



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图12: 中国液体奶主要由常温 UHT 奶构成



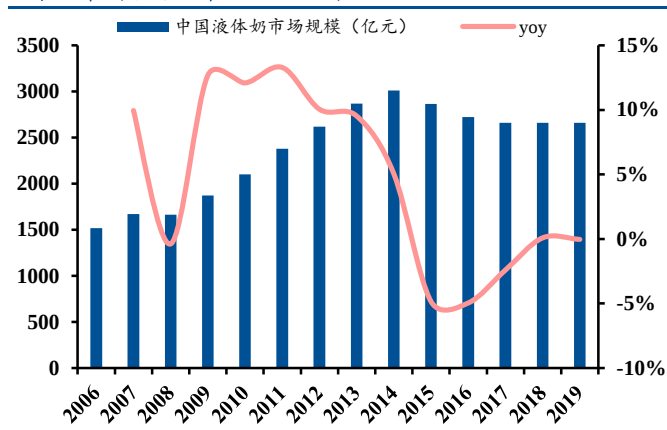
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

2.1.1 液体奶：渗透率已达高位，行业量增趋缓

液体奶市场进入平稳发展阶段。2019 年中国液体奶市场规模达 2659 亿元，占乳制品市场 60% 以上比重，液体奶市场渗透率已达高位水平。2006-2019 年液体奶市场 CAGR 为 4.41%，其中 2006-2014 年 CAGR 为 8.9%，保持较快增速，而 2014-2019 年 CAGR 为 -2.46%，处于负增长状态。液体奶市场在经历了长期扩张阶段后，近期规模扩张动力不足。

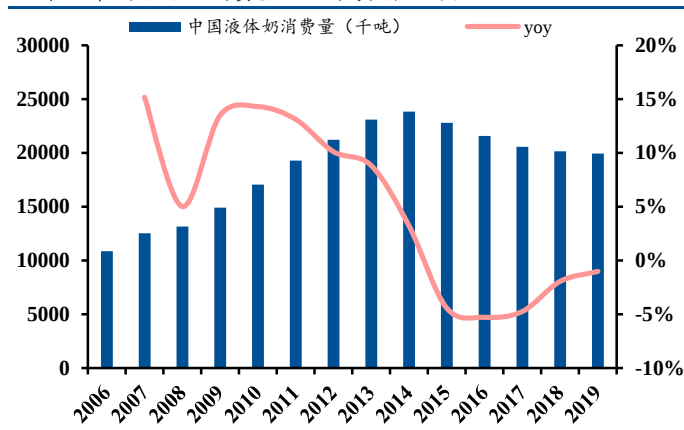
短期来看，液体奶消费量进入负增速阶段。2019 年我国乳制品消费量为 1994.64 万吨，其中 2006-2014 年处于上涨阶段，CAGR 达 10.33%；2014-2019 年处于负增速阶段，CAGR 为 -3.50%。消费量的下滑带动液体奶整体市场规模的下滑，近年液体奶市场主要靠价增驱动。考虑到中国乳制品人均消费较海外发达国家仍存在较大差距，预计长期增量空间仍存。

图13:中国液体奶市场规模达到 2659 亿元



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图14:中国液体奶消费量已处于负增长阶段

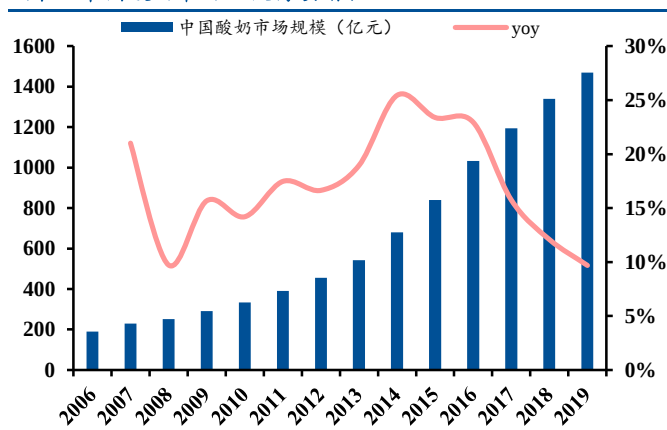


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2.1.2 酸奶：市场规模持续扩容，量价齐升优质“赛道”

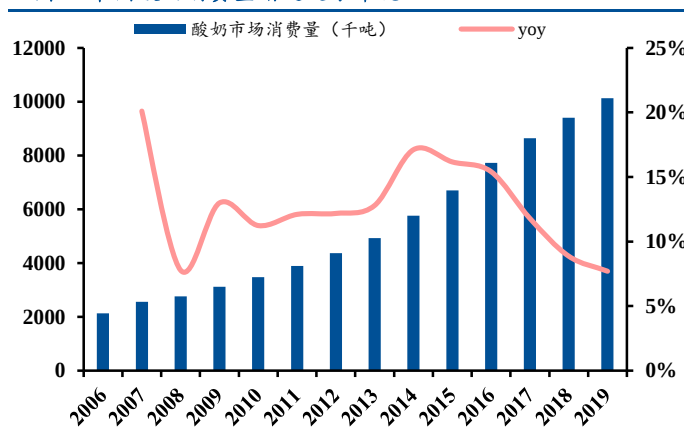
酸奶市场保持较高增速，持续扩容。与液体奶不同，中国酸奶市场持续保持较高增速，酸奶市场规模由 2006 年 189.76 亿元持续增长至 2019 年 1468.88 亿元，13 年 CAGR 达到 17.05%。2016 年以前基本保持 15% 以上高增速，虽然近年增速稍有下滑，也基本保持 10% 以上高增速。整体来看，酸奶市场规模持续扩容，预期未来也将保持较快增长趋势。

图15:中国酸奶市场规模持续增长



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图16:中国酸奶消费量增速趋于平稳



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

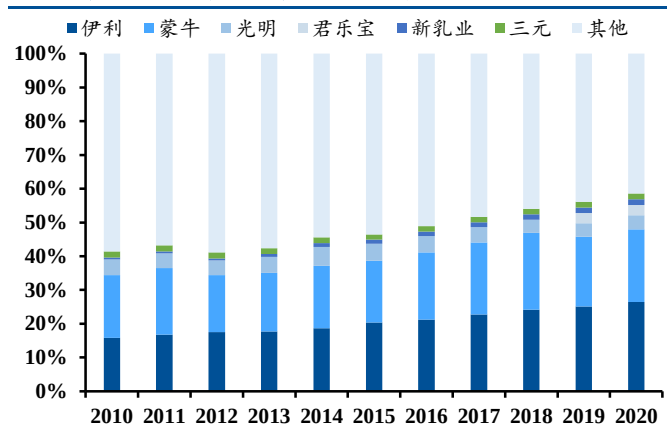
量价齐升,推动酸奶优质“赛道”持续发展。从酸奶消费量角度来看,中国酸奶消费量由 2006 年 213.29 万吨增长至 2019 年 1012.69 万吨,13 年 CAGR 为 12.73%。量增对酸奶市场规模增长起到明确推动作用,同时市场规模增速超过量增速度,说明价增对酸奶同样具有驱动效果。

2.2 竞争格局: 全国化双寡头+区域化差异竞争并存

中国乳制品行业整体呈现出全国化寡头竞争+区域差异化竞争的市场格局。伊利、蒙牛两大全国化乳企占据中国乳制品行业一半的市场空间。同时,光明、三元、新乳业、君乐宝、燕塘、天润等地方型乳企在各自本土市场具备充分竞争实力,在各自优势区域达成可观市场份额。根据 Euromonitor 数据,2020 年伊利、蒙牛合计市占率达 48.0%,分别占据乳制品市场 26.4%/21.6% 市场份额,并且双寡头市场份额提升趋势明显,从 2010 年合计市占率 34.4% 持续提升至 2020 年 48.0%。考虑到 Euromonitor 统计口径包含含乳饮料和豆制品,预计在纯粹乳制品行业中,伊利、蒙牛市占率将更高。地方型乳企光明、新乳业、三元三者合计市占率也保持 7%-8% 稳态水平。君乐宝自 2019 年出表蒙牛之后,目前与光明、新乳业、三元合计占据 10.6% 市场份额。

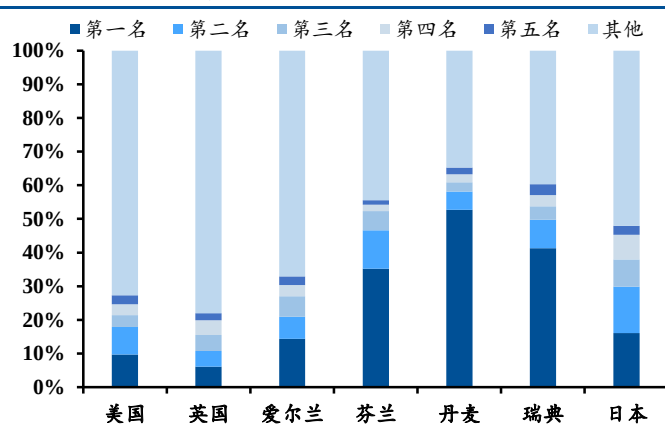
对比海外发达国家,中国乳制品市场寡头竞争格局更为明确。从全球视角来看,各国市场格局差异较大,丹麦、芬兰、瑞典龙头企业市占率处于高位水平,偏向垄断竞争格局,英国、美国前五大企业市占率较为均衡,偏向完全竞争市场。对比之下,中国双寡头市场格局尤为明确,前两大龙头企业体量接近,共同占据中国乳制品市场半壁江山。

图17:中国乳制品市场集中度持续提升



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

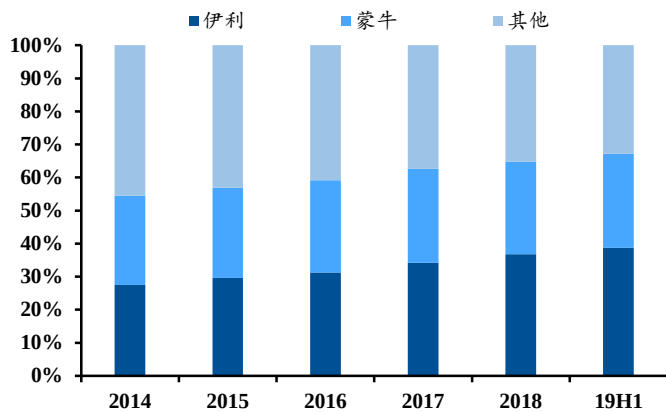
图18:各国乳制品市场竞争格局差异较大 (2019)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

中国乳制品市场呈现双寡头的市场格局与中国乳制品市场产品结构密切相关。中国乳制品以液态奶为主,而其中占比最大的部分为常温 UHT 奶,具有同质化的产品特征,可常温长期储存,具备远距离运输条件,易于全国化营销推广,树立品牌优势。而占比较低低温奶,尤其是低温巴氏奶,受制于短保质期与运输半径限制,易于形成区域化市场格局。中国乳制品市场常温奶以伊利、蒙牛为主,两大寡头在常温奶领域 CR2 达 67%。低温奶以区域化地方型乳企为主,三元在北京独占优势,君乐宝主要覆盖河北区域,光明布局上海及周边城市,新乳业主场在四川成都,同时通过并购外地品牌实现异地扩张,燕塘在广东市场具备充足品牌力,天润在新疆市场具备绝对优势。

图19:常温奶市场以伊利、蒙牛双寡头为主



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

图20:各地方型乳企均具有优势区域



资料来源：民生证券研究院

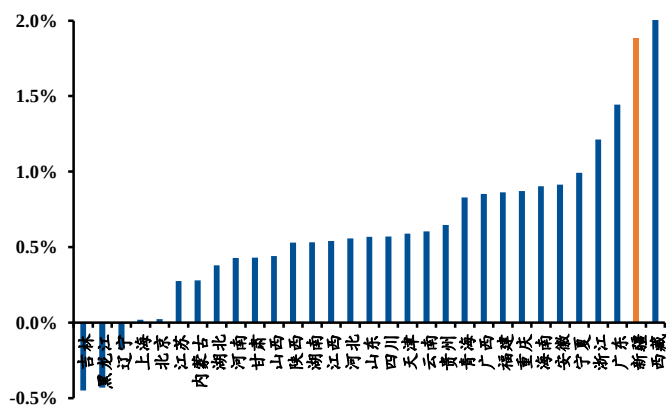
2.3 新疆市场：疆内市场形成“一超多强”局面

2.3.1 疆内乳制品市场增速处于全国高位水平

新疆人均奶类产品消费量高位稳增。新疆地处天然优质牧场，具备长期稳定的乳制品饮用习惯。新疆居民家庭人均奶类消费量达 21.07kg/年，列全国第三，仅次于内蒙古和北京。近年新疆人均奶类消费量处于稳步提升阶段。除 2012-2014 年期间，受国内极端天气及新西兰口蹄疫病影响，原奶价格大幅攀升，终端乳制品价格同步提升，导致人均奶类消费量有所下降，2014 年后人均奶类消费量基本处于稳步提升趋势，2014-2019 年人均奶类消费量增速为 2.55%，基本保持稳定增速，验证了新疆乳制品市场规模在高位水平上仍有稳定向好的增长预期。

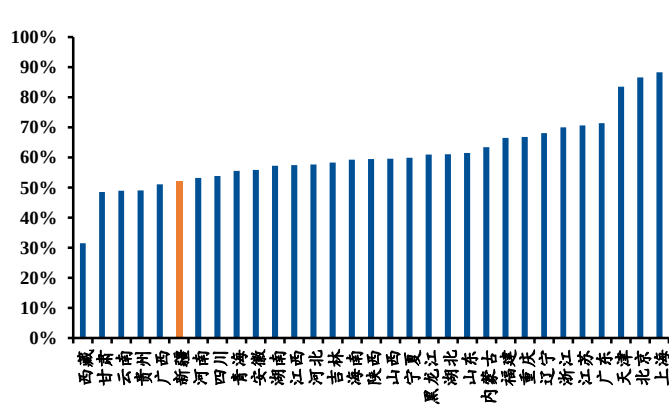
新疆乳制品市场仍具备量增空间，商品化率提升预计将是重要因素。目前全国乳制品市场量增趋缓，由价增驱动整体市场规模增长，而新疆仍具备量增空间。2000-2019 年新疆常住人口年均增速为 1.65%，居全国第四位；2014-2019 年新疆常住人口增速为 1.88%，居全国第二位。2019 年新疆城镇化率为 51.87%，居全国倒数第六位。城镇化率及人均可支配收入的提升不仅将推动城镇居民人均乳制品消费品稳步提升，更将推动过去乳制品商品化率相对较低的南疆地区以及非城镇地区乳制品商品化率进程加速，进而推动疆内乳制品市场规模持续提升。

图21:2014-2019 年新疆常住人口增速为全国第二



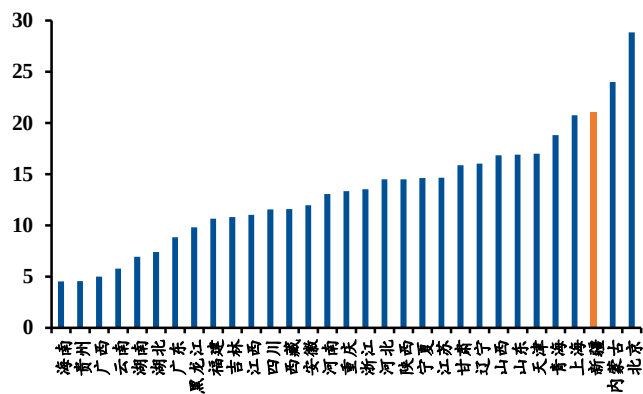
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图22:2019 年新疆城镇化率位列全国倒数第六位



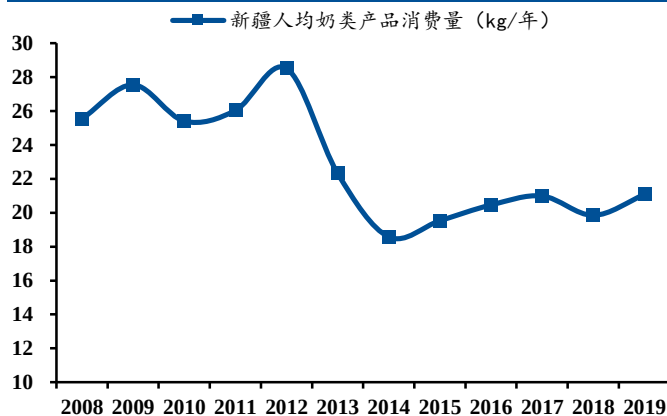
资料来源：《中国统计年鉴 2020》，民生证券研究院

图23:2019 年新疆人均奶制品消费量列全国第三位(公斤)



资料来源:国家统计局,民生证券研究院

图24:2008-2019 年新疆人均奶类产品消费量

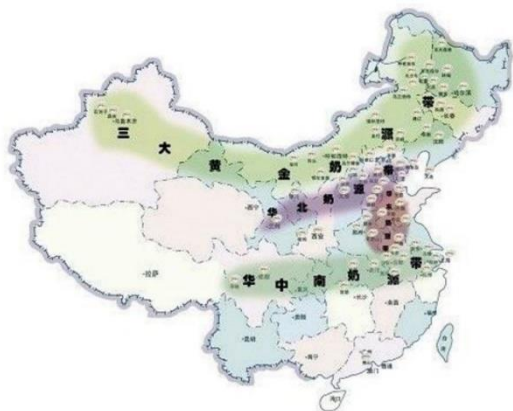


资料来源:《新疆统计年鉴》,民生证券研究院

2.3.2 新疆具备得天独厚的牧场条件

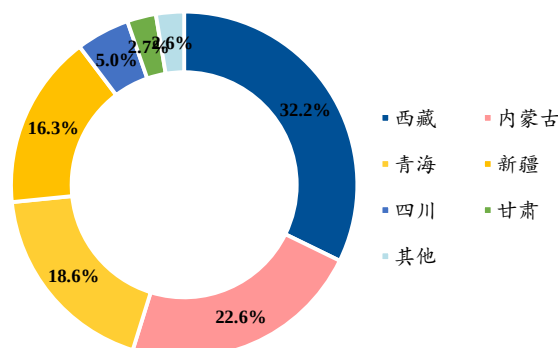
黄金奶源带上优质牧场聚集地。新疆地处北纬 43-48 度,位于北半球黄金奶源带。并且新疆地广人稀,2019 年农林牧可直接利用土地面积达 10.28 亿亩,占全国农林牧可用面积的 10%以上。2017 年牧草地总面积达 5.4 亿亩,占全国牧草地总面积的 16.3%,位列全国第四位,仅次于西藏、内蒙古及青海。

图25:新疆地处黄金奶源带



资料来源:乳业新闻,民生证券研究院

图26:2017 年新疆占全国牧草地总面积的 16.3%

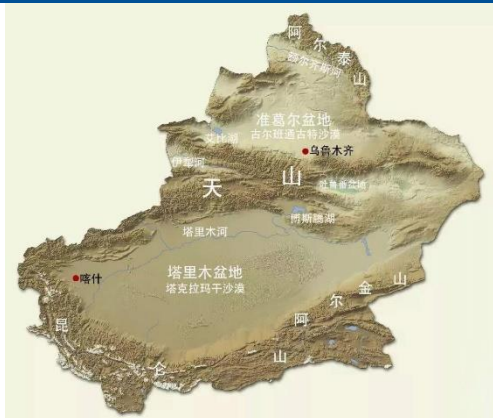


资料来源:国家统计局,民生证券研究院

丰沛降雨、适宜气候打造北疆优质牧区。新疆以天山为区隔分为北疆和南疆,北疆以牧业为主,南疆以农业为主。新疆地形三山两盆,天山山脉横亘于新疆中部,将来自大西洋、地中海的暖湿气流阻隔在天山北面,与准噶尔盆地形成巨大海拔落差,造就了新疆温带大陆性气候。天山牧场全年 500ml 以上降雨量,远高于内蒙古 200ml 降雨量,甚至超过锡林郭勒、呼伦贝尔等优质草原 300ml 的降雨量,同时新疆年日照总数 3200-3300 小时,最长 16 小时/天日照时长,超过内蒙古、山东等牧场所在地,早晚温差大,适宜优质牧草生长。

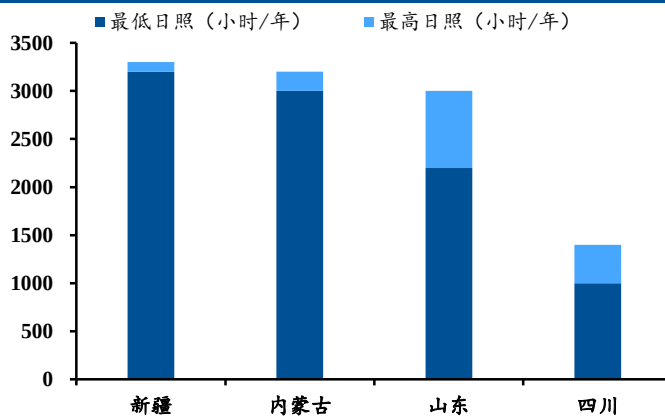
市场普遍缺乏对新疆优质牧场心智认知。大家对于优质牧场的心智认知主要集中在锡林郭勒、呼伦贝尔等地,新疆优质牧场条件长期为大家所忽视。在新疆产品持续拓展向疆外市场,以及新疆旅游业的兴起,更多人将认识到新疆牧场的优质属性以及新疆乳制品的优秀品质。

图27:新疆地形三山两盆



资料来源: 星球研究所, 民生证券研究院

图28:全国各主要牧场所在地日照时长对比



资料来源: 国家气象信息中心, 民生证券研究院

2.3.3 疆内形成一超多强的乳制品竞争格局, 疆外乳企进驻动力不强

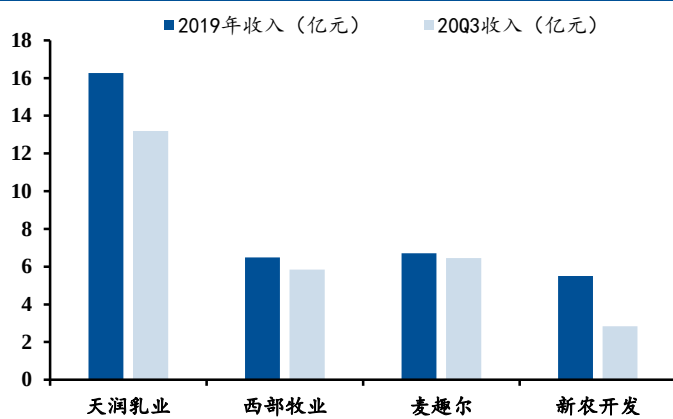
新疆乳制品是一个本地化的市场, 形成一超多强的竞争格局。天润乳业占据疆内优势领导地位, 其次西域春、西部牧业、新农、麦趣尔、瑞缘、伊源等品牌割据发展。从营收角度看, 疆内四家上市乳企天润乳业/麦趣尔/西部牧业/新农开发 2019 年分别实现收入 16.27/6.71/6.49/5.51 亿元, 天润乳业占据四家上市公司营收之和的 60%, 且天润乳业 64% 收入来自于疆内市场, 在疆内龙头地位明确。四家公司中仅天润乳业的业务模式集中于乳制品, 麦趣尔另有 40% 的烘焙业务和 13% 的节日食品业务, 西部牧业有 27% 的饲料业务, 新农开发有 58% 的农业业务, 仅考虑乳制品领域, 天润领先优势更加明确, 预计其在疆内乳制品市场占有率超 30%。

图29:新疆乳企分布图



资料来源: 民生证券研究院

图30:天润乳业占据疆内四家上市公司收入总和的 60%



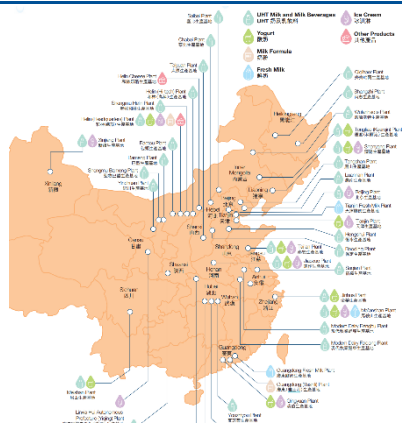
资料来源: Wind, 民生证券研究院

伊利、蒙牛等全国化乳企在新疆市场发力不显著。伊利、蒙牛在新疆各自仅一个生产基地, 伊利新疆生产基地位于乌鲁木齐, 主要生产冷饮、液体奶、冰淇淋产品。蒙牛新疆生产基地同样位于乌鲁木齐, 主产常温奶及冰淇淋, 对比内蒙古 11 个生产基地, 蒙牛在新疆的布局明显偏少。

省外乳企进驻新疆动力不足的原因主要在于新疆地广人稀, 以及市场认知度不足。新疆占地 166 万平方公里, 是中国陆地面积最大的省级行政区, 而常住人口仅 2523 万人, 对比北京 2154 万人占地 1.64 万平方公里, 上海 2418 万人占地 0.63 万平方公里, 新疆地广人稀的特征尤为明显。

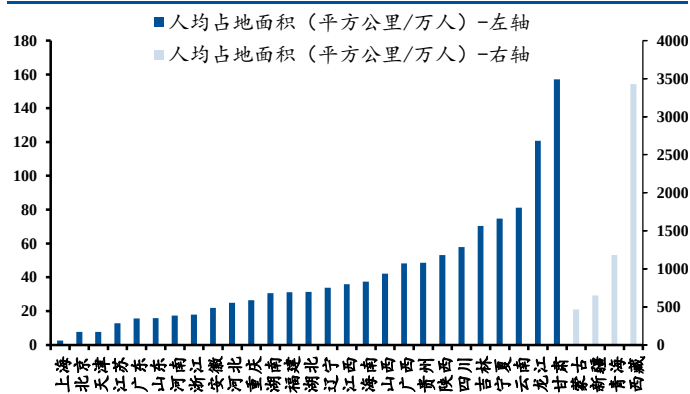
在此发展线下渠道投入高，而收益不明确。在新疆多个乳企已建立长期品牌认知的情况下，挤占新疆市场无法形成足够的品牌优势。新疆地处中国最西北部，与内地牧场及生产基地距离遥远，运输成本远高于内地市场，成本端同样压制省外乳企进驻新疆市场的动力。

图31:蒙牛在新疆仅一个生产基地



资料来源：蒙牛乳业公告，民生证券研究院

图32:各省人均占地面积



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3 公司：产品+渠道+产能构筑公司核心竞争力

产品+渠道+产能构筑天润乳业核心护城河。天润乳业收入规模持续快速扩大，全国化布局脚步持续加快，其背后核心竞争力在于打造了具有市场记忆力的产品、稳固的疆内市场需求及快速拓展的全国化渠道、拓建中的南疆产能。

3.1 产品：打造具有味觉记忆的乳制品

公司产品结构以低温为主，2019 年低温产品实现 9.39 亿元收入，贡献 58% 的总收入；常温产品 2019 年实现收入 6.49 亿元，占比约 40%。根据 2019 年配股说明书，2019H1 低温产品中 98% 为低温酸奶，另有 2% 巴氏奶，常温奶产品中 UHT 奶占比约 75%，奶啤乳饮料占比约 25%。

3.1.1 酸奶：独特口味构筑酸奶拓张动力

酸奶品类同质化程度较高、难以形成强用户黏性，而天润以差异化口味打造具有记忆力的产品。由于酸奶产品同质化程度较高，新品主要以口味创新为主。天润酸奶以差异化口味切入市场，先后推出冰淇淋、蜜瓜、青柠、百香果、柠檬海盐等市场新口味，目前全系列已拥有十余种口味。天润酸奶采用爱克林包装（带充气把手的自立袋装），以“冰淇淋化了”、“巧克力碎了”等具有新鲜感、高认知度的口味名称，结合年轻化的产品设计，快速建立品牌认知。

图33:天润酸奶推新进程

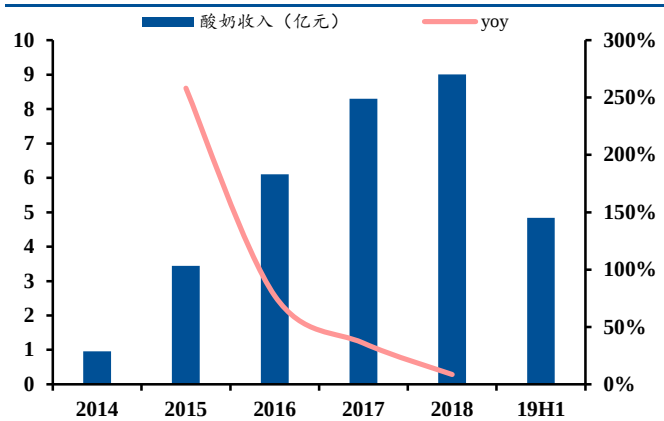


资料来源：公司官网，民生证券研究院

酸奶推新后，实现指数式发展。天润自 2015 年推出爱克林酸奶以来，酸奶产品收入规模快速提升。2015 年推新当年酸奶实现收入 3.45 亿元，同比大幅提升 258%，后续随着冰淇淋、巧克力等热门口味推出以及营销活动跟进，酸奶规模持续快速提升。拆分量价，酸奶增长主要由量增驱动，2016-2018 年销量 CAGR 为 19.83%，而价格基本保持不变。结合酸奶的强大产品力以及公司在疆外市场的大力拓展，我们认为酸奶产品将持续放量。

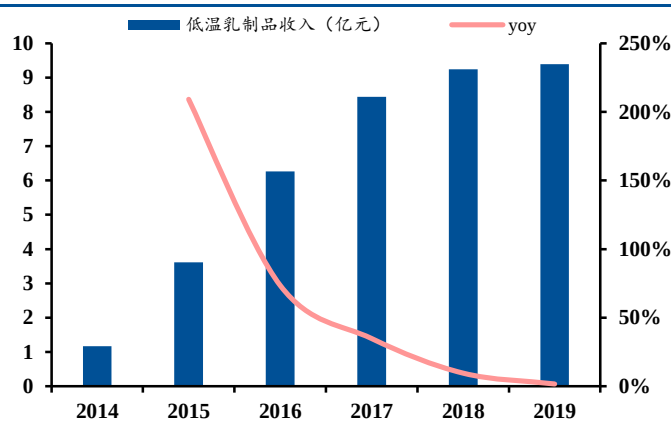
低温乳制品收入规模快速提升，验证酸奶快速发展逻辑。随着 2015 年推出爱克林酸奶以后，酸奶收入规模持续提升，低温乳制品产品结构也倾斜向酸奶，2015 年后酸奶占比一度超过 95%。低温产品收入规模由 2014 年 1.17 亿元增长至 9.39 亿元，CAGR 近 52%，低温产品的高速增长也同步反应了酸奶收入规模持续扩大的趋势。

图34:酸奶收入规模快速增长



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

图35:2014-2019 年低温产品收入 CAGR 近 52%



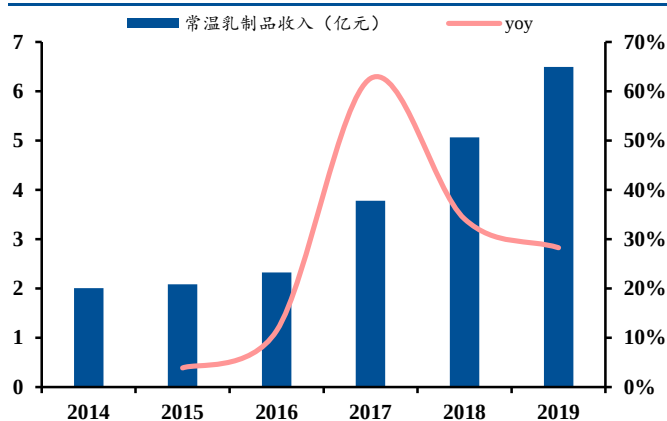
资料来源:公司公告, 民生证券研究院

3.1.2 UHT 奶: 量价齐升促成公司第二大增长曲线

天润常温产品主要由 UHT 奶和常温乳饮料构成。2019 年常温产品贡献公司整体 40% 收入, 是公司第二大业务模式, 具备潜在增长实力。常温产品收入由 2014 年 2.01 亿元增长至 2019 年 6.49 亿元, CAGR 超 26%。

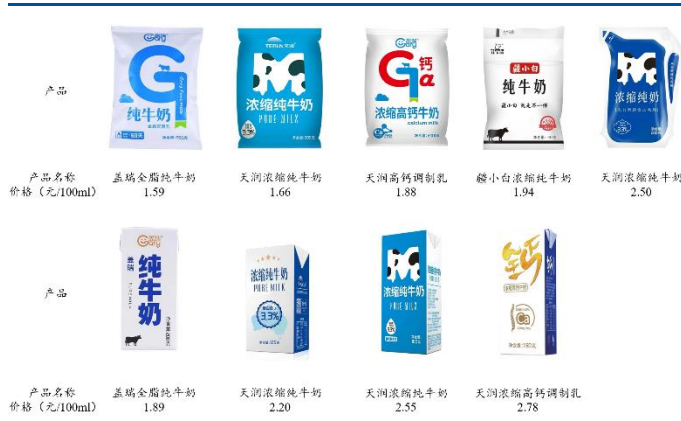
以独特浓缩纯牛奶为主, 支撑 UHT 奶大力发展。UHT 奶也是天润重点发展的品类, 产品体系以浓缩纯牛奶为核心, 同时推出浓缩高钙牛奶、盖瑞纯牛奶以及小白袋疆小白纯牛奶等。浓缩系列纯牛奶是差异化产品, 较一般纯牛奶蒸发 10% 水分, 口感更香醇, 消费者认可度持续提升。

图36:2014-2019 年常温产品收入 CAGR 超 26%



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

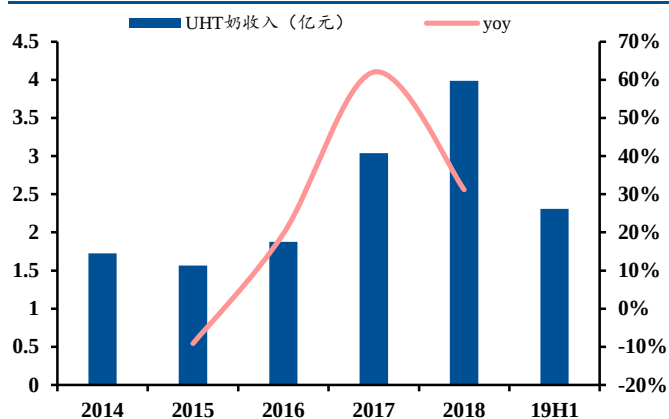
图37:天润 UHT 奶产品系列



资料来源:天润天猫官方旗舰店, 民生证券研究院

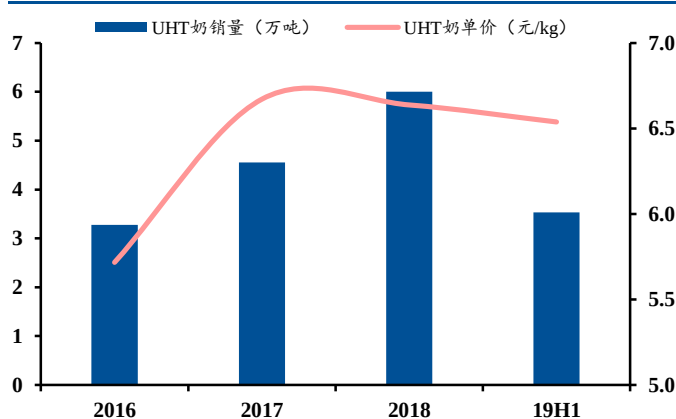
UHT 奶构成公司第二增长曲线, 量价齐升态势明显。天润 2019H1 UHT 奶实现收入 2.31 亿元, 占常温奶收入 75.41%, 占公司总收入 28.11%。UHT 奶从 2014 年 1.72 亿元持续提升至 2018 年 3.98 亿元, CAGR 超 23%。拆分 2016-2019H1 量价, UHT 奶销量处于持续增长趋势, 单价在 2017 年快速拉升之后, 近年一直保持稳定。销量增长原因主要在于天润品牌市场认可度提高, 其次公司大力发展经销渠道, 经销商数量由 2016 年末 560 家增长至 2019 年 6 月末 903 家, 渠道覆盖广度的提升也有力拉升 UHT 奶销量增长。2017 年销售单价增长, 主要是由于公司在 2017 年调整 UHT 奶产品结构, 提高浓缩奶的占比, 而其销售单价较高, 拉升 UHT 奶整体单价。

图38:天润 UHT 奶保持较快增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图39:天润 UHT 奶量价齐升 (销量左轴, 单价右轴)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

3.1.3 奶啤: 创新味觉记忆, 快速打开市场空间

奶啤具有显著味觉记忆, 有效打开疆外市场。天润乳饮料产品主要为奶啤, 另有少量大白兔口味等风味乳饮料。奶啤通过牛奶二次发酵而成, 先由牛奶通过乳酸菌发酵为酸奶, 再通过马克斯克鲁维酵母菌发酵产生二氧化碳, 酒精度数仅0.03度, 具有独特的味觉记忆。同时, 奶啤属于常温长保质期产品, 能实现远距离运输, 对于打开疆外市场具有重要意义。奶啤由“天润”及“佳丽”双品牌运作, 蓝罐+红罐双包装, 形成直观视觉冲击。2020年11月公司推出奶啤新包装, 以年轻时尚化的新罐装“丝路中国风包装”突出“千里诚贡”概念, 并结合“一罐奶啤知新疆”的宣传语, 将奶啤与新疆特色深度绑定, 契合年轻人消费心智。

图40:天润奶啤年轻化新包装



资料来源:天润天猫旗舰店,民生证券研究院

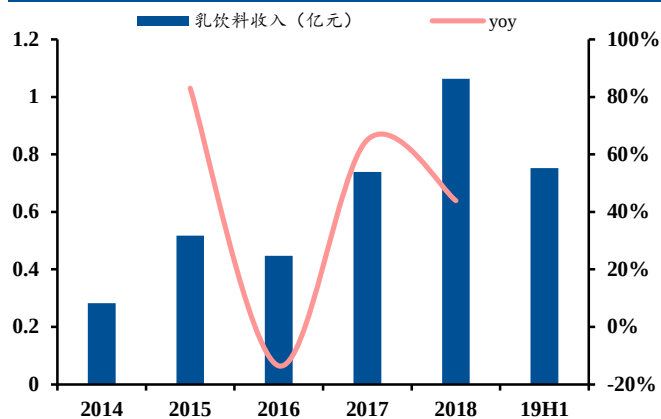
图41:宣传语“一罐奶啤知新疆”深度绑定新疆特色美食概念



资料来源:天润天猫旗舰店,民生证券研究院

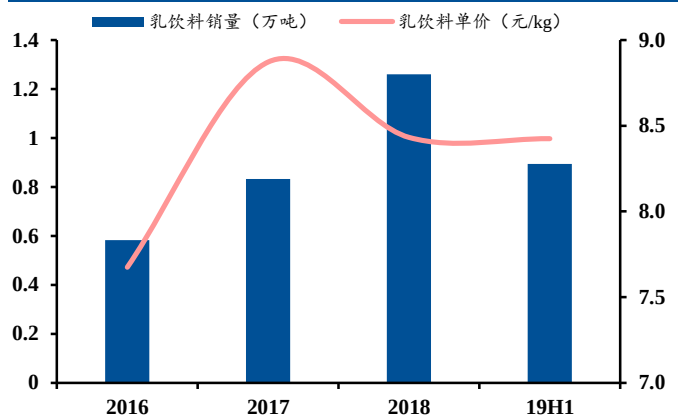
量增推动乳饮料快速发展。2019H1乳饮料产品实现收入0.75亿元, 占公司总收入的9.17%。乳饮料收入从2014年0.28亿元大幅增长至2018年1.06亿元, CAGR达39%。2016年以后奶啤的市场认可度逐年提升, 公司同步加大营销推广力度, 促使奶啤快速放量。拆分量价来看, 量增是公司乳饮料业务持续增长的核心贡献因素, 销量呈现持续增加的趋势, 价格近年来则保持基本稳定。

图42:天润乳饮料在 2016 年后快速放量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43:天润乳饮料量增明确（销量左轴，单价右轴）



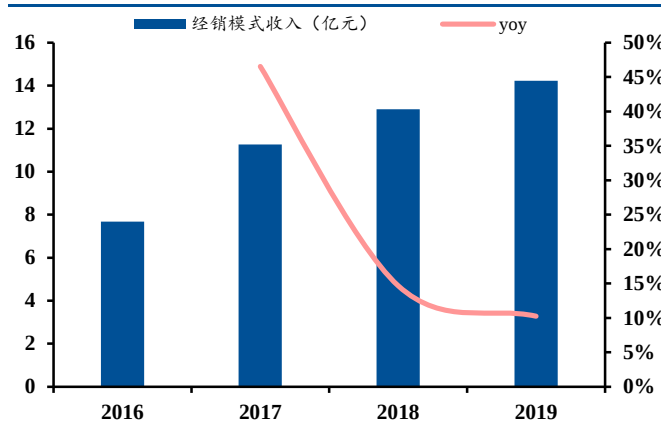
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 渠道：多渠道同步拓张终端市场

分区域管理，多层面营销渠道建设。国内大型乳企均已在全国范围内建立了较为广泛的营销网络，区域型乳企也在具备优势的本土市场建立了相对封闭的营销网络。天润以乌鲁木齐市场为核心，以新疆为基础，构建北疆、南疆、北方、华东、华南五大营销中心，分层次的市场管理模式，垂直精准化管理各区域市场。强化建设经销体系和营销团队两大队伍，协同布局多层次营销体系。同时把握年轻人的消费习惯，结合新媒体传播力量，着力建设线上平台。

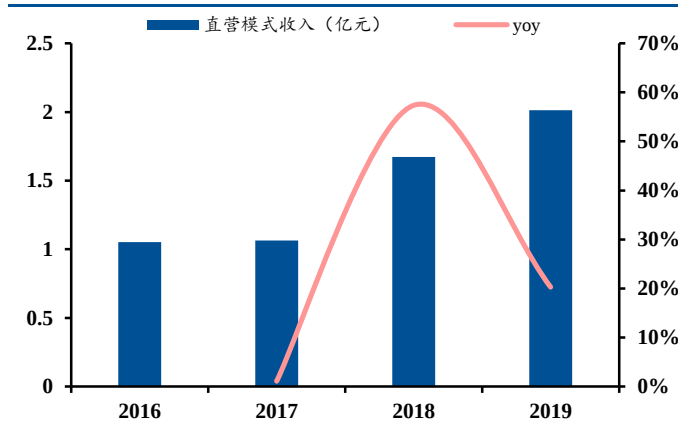
经销为主，直营为辅，同步发展。从销售模式角度来看，天润主要以经销模式为主，直营模式为公司直接对接大型商超以及各地学校，占比较小。2019 年经销/直营模式分别实现收入 14.22/2.01 亿元，分别占比 87.61%/12.39%，从 2016 年以来，经销模式占比持续处于 85%以上水平。经销模式自 2016 年 7.68 亿收入增长至 2019 年 14.22 亿收入，CAGR 接近 23%。直营模式由 2016 年 1.05 亿元增长至 2019 年 2.01 亿元，CAGR 超 24%。整体来看，经销与直营收入规模保持同步增长，公司坚持以经销为主的渠道策略。

图44:2016-2019 年经销模式 CAGR 接近 23%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图45:2016-2019 年直营模式 CAGR 超 24%

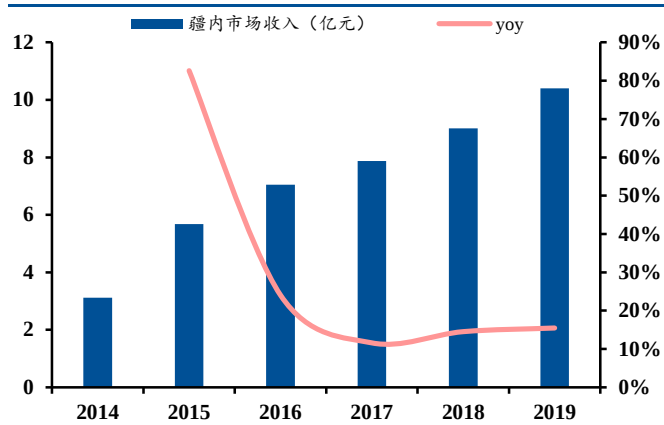


资料来源：公司公告，民生证券研究院

深挖疆内市场，开拓疆外市场。2019 年天润疆内/疆外市场分别实现收入 10.41/5.84 亿元，分别占比 64%/36%。疆内市场持续快速扩张，2014-2019 年，疆内收入保持 27%以上的复合增速。

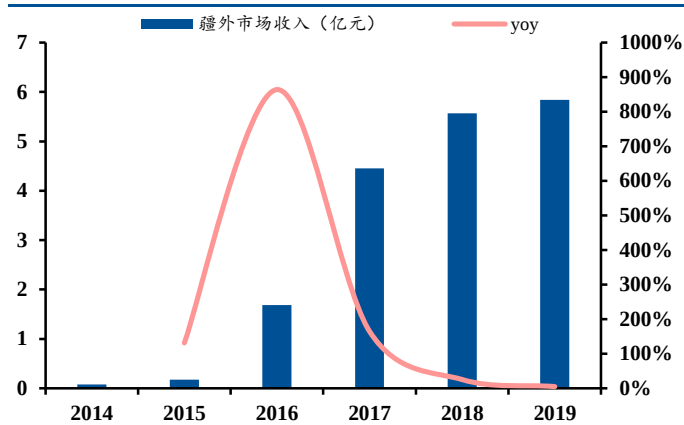
疆外市场则经历了开疆拓土般的迅速发展，重点布局华东、华中、华南等地区，目前已初步形成全国化的营销网络，正呈现出多区域发展的态势。2014-2019 年间，疆外收入增长 77 倍，CAGR 高达近 140%，其中 2016 年疆外市场收入同比增长 8.6 倍。天润正逐步完善销售服务体系，在深挖疆内市场潜力的同时，快速开拓疆外市场，多渠道营销共同实现市场新突破。

图46:2014-2019 年疆内市场 CAGR 超 27%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47:2014-2019 年疆外市场 CAGR 近 140%

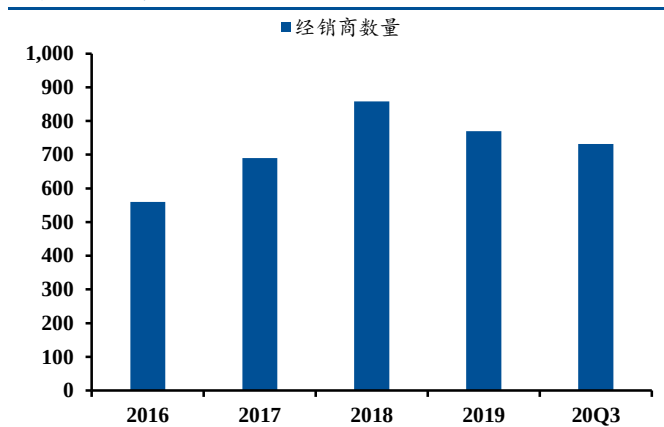


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.1 经销模式：巩固疆内优势，加快疆外发展

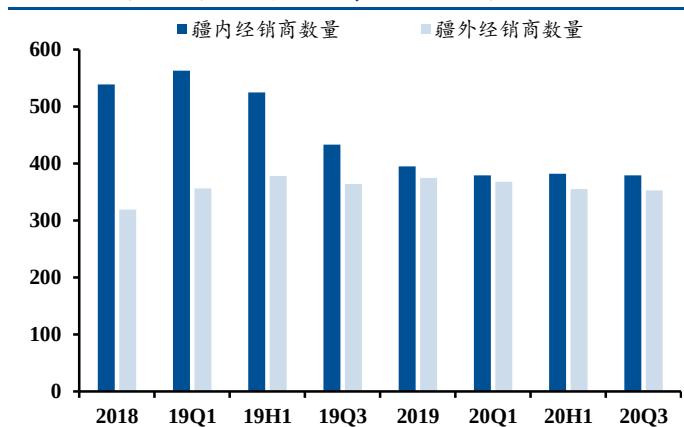
经销团队优化，疆外经销规模持续扩张。经销模式是公司销售主渠道。公司在扩大经销商规模的同时，不断优选经销团队，培育优质经销商。经销商数量由 2016 年末 560 家持续增长至 2020 年 9 月末的 732 家，呈现出先增后减的趋势，但整体经销收入仍然保持增长趋势，与公司选择优化经销团队的渠道策略有关。拆分疆内、疆外经销商数量来看，从 2018 年以来，疆内经销商数量呈现出下降趋势，而疆外经销商数量缓慢增加中，这与疆外市场收入规模快速增长具有一致性。

图48:经销商数量先增后减



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图49:疆内经销商数量持续减少，疆外经销商数量缓慢扩张



资料来源：公司公告，民生证券研究院

疆内市场方面，巩固北疆优势，开拓南疆市场。公司在目前北疆市场稳固发展的基础上，以乌鲁木齐和昌吉为核心，以南疆为重点，持续巩固疆内城市市场的发展。推进渠道深化，将渠道触角延伸至乡镇、团场，扩大县乡级渠道广度，提高市场占有率。

疆外市场方面，南方市场先行布局，北方市场加速建设。公司在上海设立疆外办事处，更加

贴近疆外终端市场，给予经销商更加贴近终端市场实际情况的指导和支持。通过核心产品，建设样板区域，推动疆外市场高品质建设。同时着力布局北方空白区域，通过具有差异化竞争实力的爱克林酸奶和奶啤产品先行打开市场空间，培育核心市场群，提高对渠道的建设和把控力度。

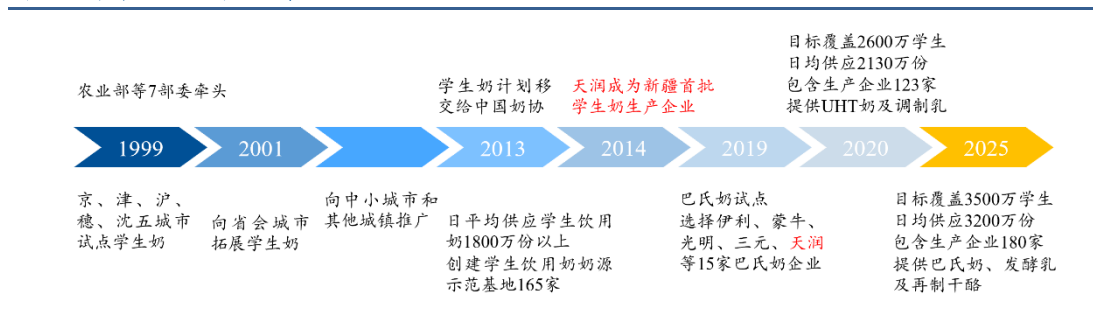
3.2.2 直营模式：传统渠道持续优化，线上平台优势加码

直营模式是公司占比较小的销售渠道，由公司直接对接大型商超与学校。近年公司加强了对快消品主渠道大型商超的布局力度，并在政策导向下，学生奶渠道稳定发展。同时，公司积极把握零售发展新方向，布局电商及新零售渠道。

商超渠道深度覆盖，保障终端市场稳定需求。在直营模式的着力发展下，天润乳业的销售渠道由过去的便利店、水果店逐步发展向大型商超，目前已进驻华东、华北地区的全家、罗森、盒马鲜生等连锁便利店，华南地区永旺、天虹等大型商超。有效提升渠道的品质与终端市场覆盖率，为下游的稳定需求提供了保障，也为疆外市场持续稳定发展打下了坚实基础。

学生奶逐年发展，市场需求培育成型。学生奶是在政府管理下由乳企直接向学校提供饮用奶的学生饮奶计划。学生奶运营模式类似于入户渠道，牛奶由乳企生产后直接提供给学校，供需关系稳定且长期。学生奶始于 1999 年，最初由京津沪等五个城市进行试点，而后逐渐向省会城市及中小城市进行推广，供应产品主要以 UHT 奶及调制乳为主。天润乳业从 2014 年成为新疆地区学生奶生产企业之一，多年持续供应新疆学生奶，目前是新疆 7 家学生奶供应乳企之一。目前天润乳业已拥有 5 个学生奶奶源基地，以专业技术保障学生奶优质品质。2019 年学生奶推广工作打开新篇章，引入低温奶试点工作。首批低温奶试点工作入选包含伊利、蒙牛、天润在内的 15 家乳企，均为全国化乳企及各区域优质地方型乳企。值得注意的是，天润乳业是新疆地区唯一的巴氏奶试点企业，侧面体现了天润乳业在新疆地区的市场地位以及综合实力。

图50:国家学生饮奶计划发展历程



资料来源：国家学生饮用奶计划，民生证券研究院

学生奶渠道稳固发展，保障庞大且稳定市场需求。受益于学生奶渠道的稳固发展，天润乳业在学生奶市场可获得庞大且稳定的消费需求。虽然考虑到行政力量介入，学生奶渠道盈利性不及C端，但在学生奶市场上的独占优势，能实现规模扩张，建立品牌心智认知及消费黏性。

积极布局线上渠道，猫旗销量超同业水平。公司借助网络电商平台及第三方物流支持，在天猫、京东等主流电商平台搭建官方旗舰店，借助新媒体实现全方位营销。2021 年元旦假期仅三天时间，天润猫旗浓缩纯牛奶单品实现超过 1 万份订单，大桶盒装酸奶接近 8000 份订单，爱克林酸奶系列实现超 5000 份订单，销量赶超光明、新希望、三元等同类单品。

新零售渠道大力开拓。公司同步进驻新零售渠道，通过线上下单线下配送模式，为消费者提供即买即送的牛奶配送服务。公司在线下根据区域特点，进驻各类商超、便利店及水果店等实体。通过平台方的物流配送体系提供最后 1km 的送奶服务。

图51:terun 天润天猫旗舰店建设卓有成效



资料来源：天润天猫旗舰店，民生证券研究院

图52:天润入驻盒马鲜生等新零售渠道



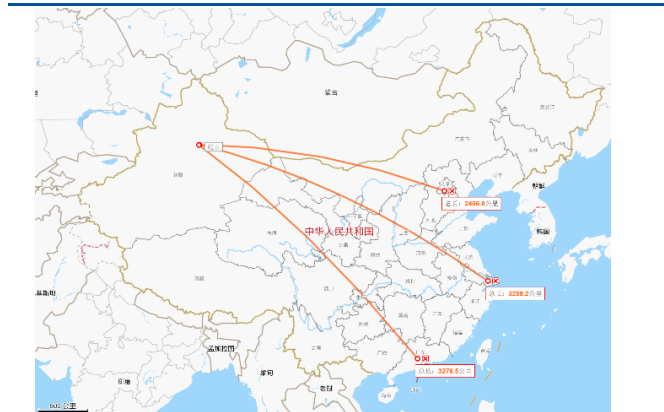
资料来源：盒马鲜生，民生证券研究院

3.2.3 疆外市场拓展的困境：远距离运输+终端高溢价带来一定挑战

天润乳业在疆外市场具有充分开拓空间，但是异地拓张仍存在不小困难。主要在于远距离运输成本高、异地认知度偏低、终端溢价程度高。

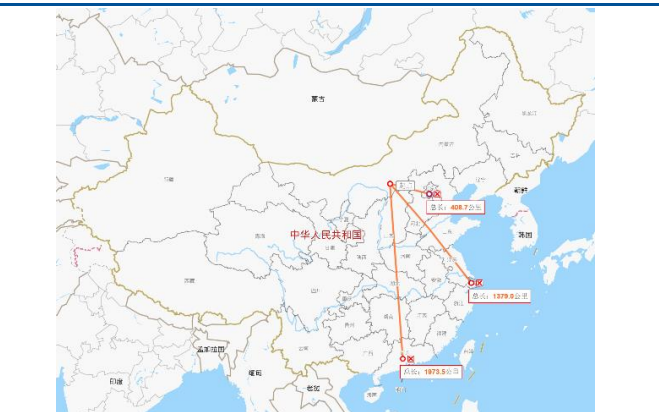
新疆地处中国西北方向，与北上广深及东南沿海一带等人口密集地区相距甚远。天润乳业位于乌鲁木齐，距离北京/上海/广州直线距离分别 2407km/3259km/3280km，而实际运输路径往往在 3000-4000km 之间，天润最远的专线运输线路从乌鲁木齐到广州，相距 4000km。对比呼伦贝尔与北京/上海/广州分别 409km/1379km/1974km，新疆的地理区位明显不具备优势。

图53:乌鲁木齐与北上广直线距离超 2000km



资料来源：百度地图，民生证券研究院

图54:呼和浩特与北上广直线距离在 2000km 以内



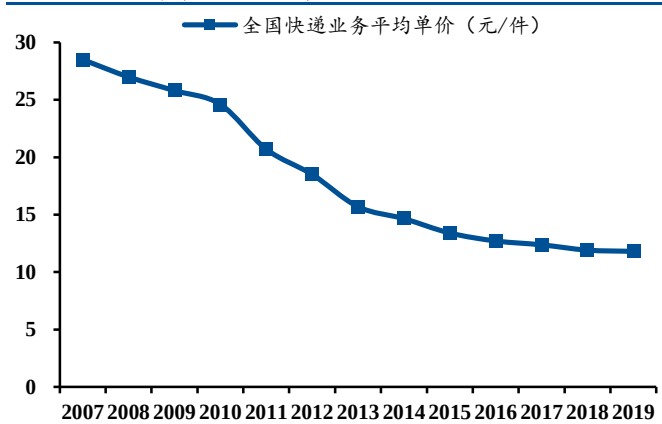
资料来源：百度地图，民生证券研究院

新疆与内地高消费市场相距上千公里，会带来产品结构的局限。对于常规 2-7 天保质期的巴氏奶，一般以奶源及产地为中心，以 350km 运输距离为半径，形成终端覆盖区域。对于新疆-广州的 4000km 距离，即使专线运输 3 天抵达，加上终端铺货、销售的时间，消费者拿到的这份巴氏奶也即将临期，远距离运输巴氏奶等高时效性产品不具有现实上的可行性。因此天润乳业在疆外市场主推保质期 28 天的低温爱克林酸奶和常温的奶啤产品。

其次,上千公里的运输距离带来较高的运输成本。以乌鲁木齐-上海 4000km 运距为例,我们预估天润专线运输常温产品费用为 1000-1500 元/吨、低温产品冷链费用为 1800-2300 元/吨。折算到单位产品,奶啤为 0.3-0.45 元/罐,爱克林酸奶为 0.3-0.4 元/袋。2019 年 Q4 之后运输费用由原来公司与经销商对半承担改为公司全额承担,不过公司以提价策略予以有效对冲。

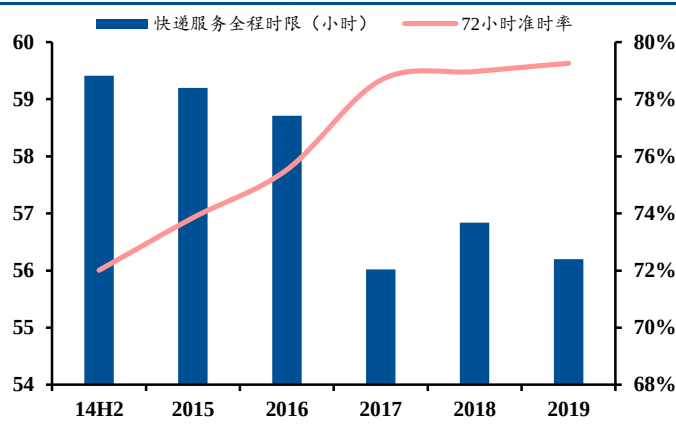
运输成本持续下降,物流时效持续提高。根据国家邮政局统计,全年快递业务平均单价持续下行。可预期未来运输成本还将进一步下降,远距离运输困境有望改善。根据国家邮政局测试,2019 年全国重点地区快递服务全程时限为 56.20 小时,较 2018 年缩短 0.64 小时,72 小时准时率为 79.26%,较 2018 年提升 0.29ppt。自 2014 年下半年统计物流时效以来,快递时限持续降低,72 小时准时率持续提高,我国快递时效性保持着逐步提高的趋势。预期未来在路网通达性进一步改善,物流管理方案持续优化的情况下,物流时效将进一步提升。

图55:快递业务单价不断下降



资料来源:国家邮政局,民生证券研究院

图56:快递时效性持续提高



资料来源:国家邮政局,民生证券研究院

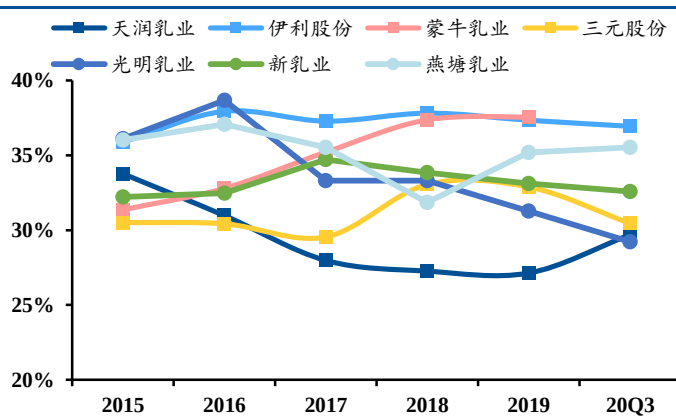
疆外定价高于疆内,终端高溢价率回补高成本和低周转。新疆乳制品在疆外市场布局时间较晚,市场对新疆乳制品认知较少,导致周转率较慢。天润通过终端高溢价率来回补远距离运输成本及周转偏低带来的损失。天润乳业毛利率长期处于同业较低水平,在行业普遍验证高端化趋势下,天润进入高端化竞争,一方面将有效打开利润空间,另一方面树立高端化品牌形象,有利于未来产品推广。

图57:线上市场天润爱克林酸奶与蒙牛芝士酸奶定价相当



资料来源:天润天猫旗舰店,民生证券研究院

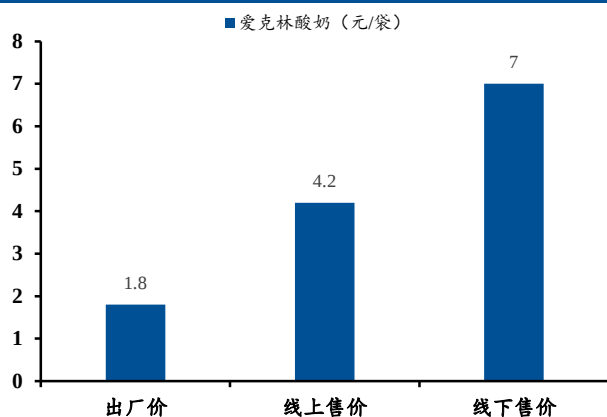
图58:天润乳业毛利率处于同业较低水平



资料来源:Wind,民生证券研究院

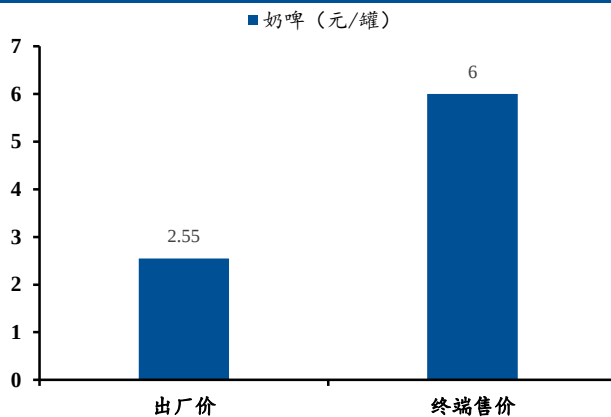
经销商利润空间充足，高渠道利润，更具备高渠道扩张空间。天润爱克林酸奶和奶啤出厂价分别约为 1 万元/吨和 8500 元/吨，折合爱克林酸奶 1.8 元/袋，奶啤 2.55 元/罐，经销商终端溢价率超 100%。说明天润终端高溢价率是在品牌终端市场快速拓张阶段需借助经销商力量开拓市场。而给予经销商可观的利润空间，有助于公司快速扩张终端渠道，覆盖更广阔市场空间。

图59:爱克林酸奶经销商溢价率超 100%



资料来源：711 便利店、天润天猫旗舰店，民生证券研究院

图60:奶啤经销商溢价率超 100%



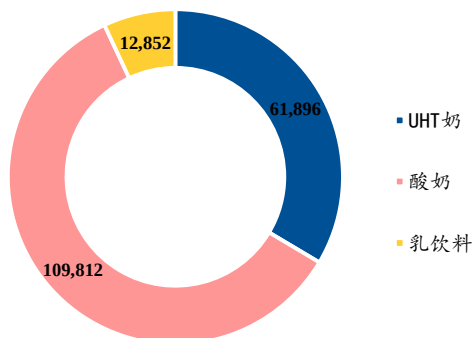
资料来源：711 便利店、天润天猫旗舰店，民生证券研究院

维持差异化品牌定位，核心在于品类创新+渠道改革+包装升级。维持高端差异化的品牌定位，需要公司持续保持创新能力。天润研发费用率为 0.2%-0.3%，正持续加大研发投入，结合公司近年所推新品市场反响良好，创新能力能够支撑持续打造市场认可的新品。渠道方面，天润正着力向大型商超、连锁便利店方向布局，推进渠道升级。同时，天润爱克林酸奶在疆外市场已建立一定的品牌形象认知，但包装形式仍有充足的提升空间，如利乐钻、PET 瓶装等。

3.3 产能：南疆产能投放有望缓解产能瓶颈

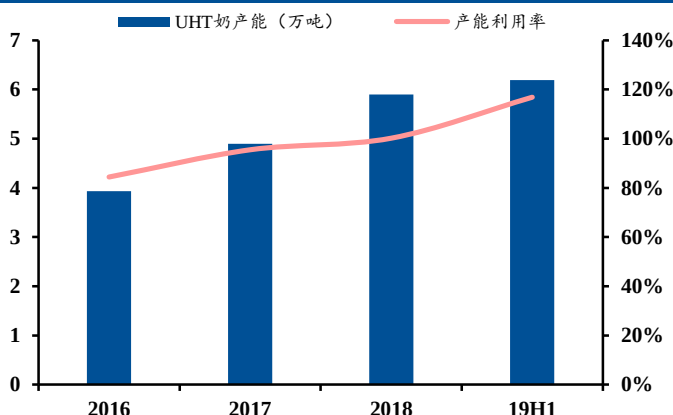
产能利用率已达高位，产能约束压力明显。截至 2019 年 6 月末，天润拥有 18.46 万吨生产产能，其中 UHT 奶/酸奶/乳饮料分别拥有 6.19/10.98/1.29 万吨产能。天润各项产品已经达到或接近满产，2018 年 UHT 奶/酸奶/乳饮料产能利用率分别达到 100.19%/86.27%/100.13%，产能约束压力明显。产能利用率处于高位，产量扩张受限，影响下游渠道深化布局和营销活动投放。

图61:天润乳业产能构成（吨）



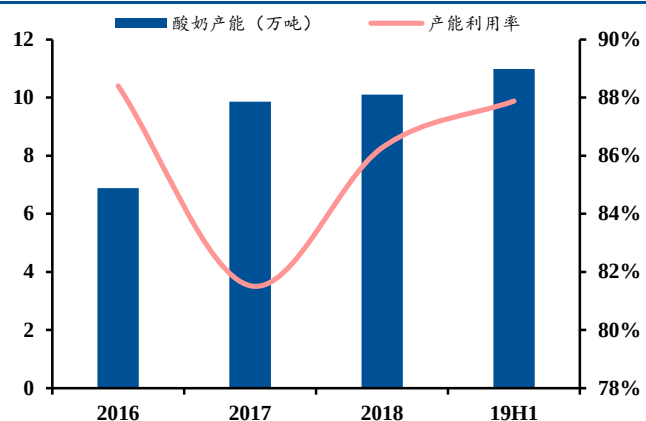
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图62:2018 年 UHT 奶产能利用率达 100.19%



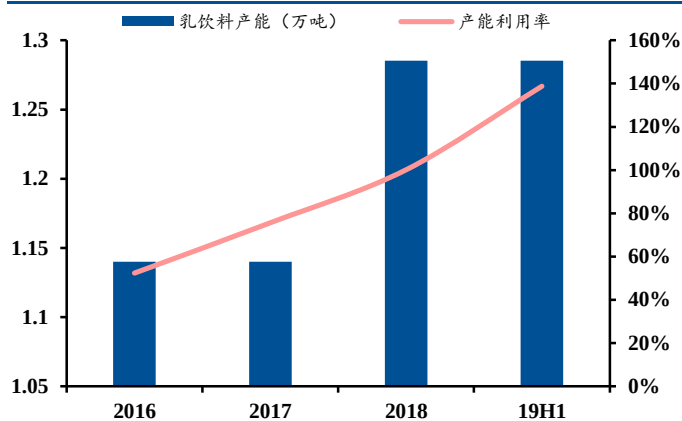
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图63:2018 年酸奶产能利用率达 86.27%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图64:2018 年乳饮料产能利用率达 100.13%



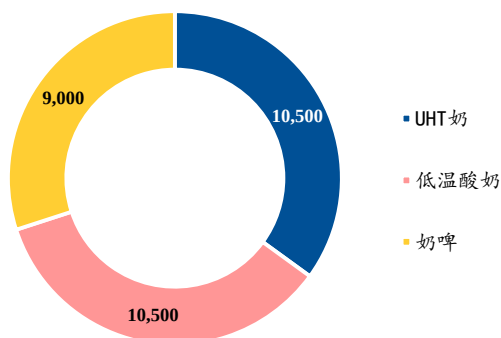
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3.1 新疆产能建设：新建图木舒克 3 万吨生产基地，充分布局南疆市场

天润乳业 2019 年 6 月公告于图木舒克，与第三师图木舒克工业园区管委会共同投资 2.5 亿元新建年产 3 万吨乳制品加工项目。其中常温 UHT 奶/低温酸奶/奶啤计划产能分别为 1.05/1.05/0.9 万吨。建设期限为 2019 年 6 月-2020 年 12 月，建成后将有效补充公司产能，有利于进一步开拓南疆市场，优化公司产业布局。

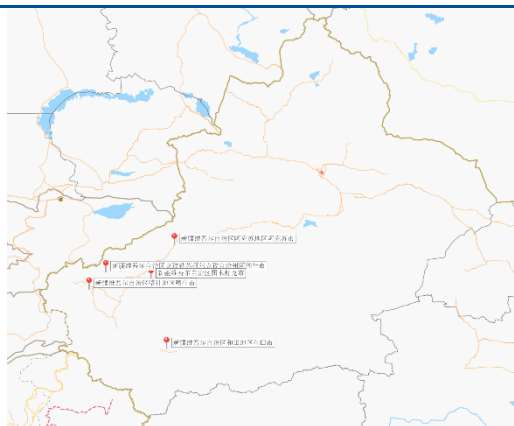
图木舒克地处南疆优势区位，有效覆盖周边城市。图木舒克是新疆直辖县级市，2019 年常住人口 27.01 万人，其中少数民族占比 52.8%，2019 年 GDP 达 184.02 亿元，同比增长 12.3%。图木舒克地处喀什、阿克苏、和田、克孜勒苏柯尔克自治州四地的中心地带，与新疆人口第一大城市喀什、第四大城市阿克苏均在 300km 覆盖范围内。附近奶源有 300km 以内，天润融建 2018 年收购的五团沙河镇养殖场，存栏 6240 头奶牛，日供 80 吨原奶。距离 60km，天润乳业 2020 年于巴楚县建设的 5000 头标准奶牛养殖基地，预期 2021 年建设完成。

图65:图木舒克年产 3 万吨乳制品加工项目产能分配 (吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图66:图木舒克地处南疆优势地理区位



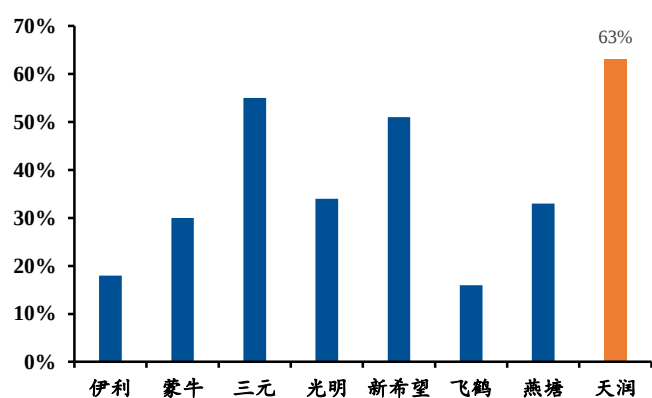
资料来源：百度地图，民生证券研究院

以图木舒克为主要基地，布局南疆市场。图木舒克位于南疆，而天润乳业主要集中于北疆市场，在南疆市场占有率较低。选址图木舒克，意味着天润乳业正加大南疆市场开拓力度，提高南疆市场占有率，推进“向南发展”的战略部署，充分布局疆内市场。

3.3.2 原奶布局：奶源自给率领先同业，持续建设自有牧场

天润乳业奶源主要来自于自有牧场及可控奶源，奶源供给稳定且品质高。天润乳业目前拥有天澳牧场、沙湾天润、天润烽火台、天润建融牧业、天润北亭、芳草天润六家奶牛养殖企业。公司牧场位于新疆黄金奶源带上，具备优质牧草资源、较长日照时间及较大昼夜温差使牧场具备独特品性，为公司奶源品质提供了得天独厚的自然条件。截至 2020 年 6 月末，天润乳业共拥有 16 个自有牧场，奶牛存栏 2.67 万头，年产 6.08 万吨优质原奶，奶源自给率达 63%，预计高于大部分乳制品上市公司奶源自给率水平。

图67:天润乳业 63%原奶自给率处于行业高位水平



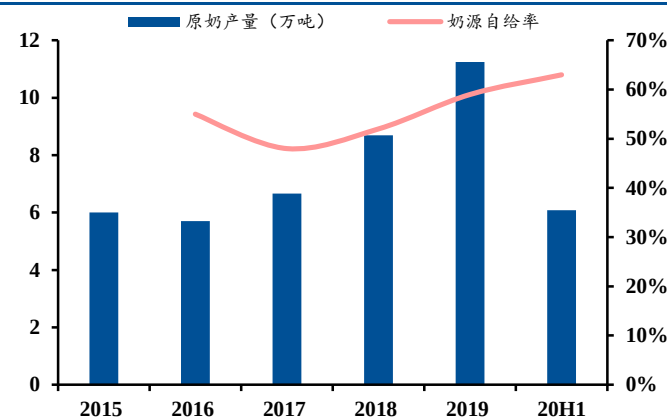
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：参考上市公司公告包含伊利股份、蒙牛乳业、三元股份、光明乳业、新乳业、中国飞鹤、燕塘乳业、天润乳业等。

新建巴楚县牧场，供给图木舒克生产基地。2020 年 10 月天润乳业公告于巴楚县建设 5000 头存栏规模的标准化奶牛养殖项目，预计将于 2021 年 12 月建设完成，2000 头奶牛将于项目完工后 2 个月内入场，期后 2 年繁殖、补栏达到 5000 头规模。巴楚县与图木舒克仅 60km，预计将直接供给图木舒克生产基地，助力新疆市场布局。

未来三年目标再建 3 个万头牧场，扩大奶源自给率。2020 年 10 月，奶协公布 G20 乳企签署承诺的“赋能产业链稳定性和竞争力”三年行动实施方案。天润乳业的建设目标之一为在对现有养殖基地扩群基础上，建设 3 个万头规模化养殖场，扩大自有牧场占比，带动社会化牧场养殖规模，力争实现 70%以上奶源自给率。

图68:天润乳业原奶自给率持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测

4.1 基本假设与收入拆分

4.1.1 收入拆分与假设

收入方面，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 9.4%/15.2%/14.2%，收入分别将达到 17.80/20.50/23.42 亿元。

(1) **UHT 奶**：公司 UHT 奶业务多年保持高速增长，但受疫情影响及产能限制，预计 2020 年 UHT 奶量增速放缓明显。在南疆图木舒克产能投产、疫情恢复及学生奶需求恢复等背景下，预计 2021 年 UHT 奶将提速显著。预计 2021 年原奶价格将持续走高，公司也在 2020 年进行了提价，预计 2020-2022 年 UHT 奶价格将维持 3%-4% 的增幅。

(2) **酸奶**：酸奶 2014 年后经历了快速放量阶段，2019 年后在高基础下量增有所放缓，2020 年疫情下酸奶量增也较平稳。但我们看好公司创新能力和渠道营销改革，预期 2021 年后酸奶恢复较快增长。在原奶价格上涨和公司提价背景下，预期酸奶价格将上涨 3%-5%。

(3) **乳饮料**：奶啤作为公司潜在大单品持续处于快速发展阶段，在产能拓张以及全国化渠道建设的基础上，我们预期未来仍将保持快速发展，产量将有较大突破。为配合终端动销，预期奶啤出厂价将保持稳定水平。

(4) **巴氏奶**：在大众对巴氏奶营养价值认知增加，以及供应链效率持续提升趋势下，以及政府引导学生奶向巴氏奶方向发展，预期巴氏奶将进入快速发展通道。

(5) **其他业务**：预期公司自产生鲜乳、消耗性生物资产、其他产品均保持前三年平均水平。

表1: 公司各产品量价及收入预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
UHT 奶	收入 (百万元)	303.70	398.41	487.35	524.05	578.95	633.99
	yoy	62.02%	31.19%	22.32%	7.53%	10.48%	9.51%
	销量 (吨)	45523.28	60024.95		75917.31	81427.48	86739.76
	单价 (元/kg)	6.67	6.64		6.90	7.11	7.31
酸奶	收入	829.81	900.69	919.71	1009.90	1158.12	1321.18
	yoy	35.91%	8.54%	2.11%	9.81%	14.68%	14.08%
	销量 (吨)	80165.95	87254.53		93174.83	102248.62	113468.32
	单价 (元/kg)	10.35	10.32		10.84	11.33	11.64
乳饮料	收入 (百万元)	73.86	106.31	161.86	198.80	261.34	325.66
	yoy	65.06%	43.93%	52.26%	22.82%	31.46%	24.61%
	销量 (吨)	8325.05	12607.29		23342.62	30686.04	37859.40
	单价 (元/kg)	8.87	8.43		8.52	8.52	8.60
巴氏奶	收入 (百万元)	14.58	22.53	19.54	20.52	25.65	34.63
	yoy	-9.84%	54.53%	-13.25%	5.00%	25.00%	35.00%
自产生鲜乳	收入 (百万元)	1.07	16.67	17.91	16.67	16.67	16.67
消耗性生物资产	收入 (百万元)	6.53	10.54	13.48	6.77	6.77	6.77
其他	收入 (百万元)	10.66	6.88	6.73	2.85	2.85	2.85
合计	收入 (百万元)	1240.20	1462.03	1626.59	1779.56	2050.35	2341.74

yoy 41.71% 17.89% 11.26% 9.40% 15.22% 14.21%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2019 年产品拆分口径为估计数据

4.1.2 成本与盈利假设

成本方面，由于原奶价格进入上行周期，判断公司物料成本将持续上行，单位生产成本处于增长趋势。

毛利率方面，由于公司 2019Q4 更改运费支付方式，疆外运费由原来公司与经销商各自承担一半改为由公司全额承担，公司所承担销售费用更多，对此公司相应提高了出厂价格，预计 2020 年公司毛利率将上涨 2ppt-3ppt，2021-2022 年毛利率稳步小幅提高。

表2: 公司成本及毛利率预测

		2017	2018	2019H1	2020E	2021E	2022E
成本 (百万元)	UHT	227.79	309.49		407.82	449.38	490.84
	yoy	59.99%	35.86%			10.19%	9.22%
	酸奶	595.29	644.49		699.76	798.98	907.52
	yoy	43.41%	8.26%			14.18%	13.58%
	乳饮料	46.50	66.89		103.18	135.11	167.71
	yoy	93.91%	43.86%			30.95%	24.13%
	巴氏奶	8.60	15.43		13.63	16.91	22.65
	yoy	-5.23%	79.27%			24.06%	33.98%
	自产生鲜乳	0.92	15.69		15.30	15.58	15.55
	yoy	-83.58%	1598.13%			1.84%	-0.24%
	消耗性生物资产	4.76	7.08		4.52	4.38	4.33
	yoy	-23.95%	48.78%			-3.02%	-1.22%
	其他	1.33	1.59		1.53	1.51	1.48
	合计	885.19	1060.65		1245.73	1421.86	1610.08
	yoy	46.85%	19.82%			14.14%	13.24%
毛利率	UHT	24.99%	22.32%	19.68%	22.18%	22.38%	22.58%
	酸奶	28.26%	28.45%	28.05%	30.71%	31.01%	31.31%
	乳饮料	37.05%	37.08%	47.10%	48.10%	48.30%	48.50%
	巴氏奶	40.97%	31.52%	33.08%	33.58%	34.08%	34.58%
	自产生鲜乳	13.29%	5.86%	5.51%	8.22%	6.53%	6.75%
	消耗性生物资产	27.17%	32.88%	39.62%	33.22%	35.24%	36.03%
	其他	44.41%	44.12%	50.54%	46.36%	47.01%	47.97%
	综合毛利率	27.97%	27.26%	27.13%	30.00%	30.65%	31.24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1.3 费用投入假设

(1) **销售费用率**：由于公司于 2019Q4 修改运费支付方式，带来销售费用率大概增加 3%，同时考虑到公司正大力拓展南疆及疆外区域，需要营销活动的跟进。预期 2020 年销售费用率增加 3%，2021-2022 年在此水平上小幅增加。

(2) **管理费用率**：考虑到公司经过多年发展，管理能力优秀且稳定，结合公司渠道端正着力培养自有营销团队，预期管理费用率在稳态水平上小幅增长。

(3) 研发费用率：由于公司高度重视研发创新，需要保持较高的创新能力，预期公司研发费用率将稳步上行。

表3: 公司期间费用率预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
期间费用率	销售费用率	12.55%	11.95%	11.71%	14.71%	15.33%	15.77%
	管理费用率	3.97%	3.70%	3.91%	4.00%	4.30%	4.50%
	研发费用率		0.27%	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%
	财务费用率	-0.03%	-0.15%	0.10%	0.06%	-0.45%	-0.58%
	期间费用率	16.48%	15.76%	15.92%	19.02%	19.48%	20.04%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

综上，预计 2020-2022 年公司实现收入 17.80/20.50/23.42 亿元，同比+9.4%/+15.2%/+14.2%；实现归母净利润 1.50/1.77/2.04 亿元，同比+7.3%/+18.0%/+15.3%。

4.2 相对估值

我们选取伊利股份、蒙牛乳业（H 股）、光明乳业、三元股份、新乳业、燕塘乳业 6 家乳企作为可比公司。以 Wind 一致盈利预期来看，上述 6 家公司目前股价对应 2021 年预期 PE 约为 31X，天润乳业目前 23X 的估值水平显著低于可比公司平均估值水平。

表4: 2021 年可比乳制品公司估值水平

公司	2021 年预测 PE (wind 一致预期)	公司	2021 年预测 PE (wind 一致预期)
伊利股份	28X	三元股份	40X
蒙牛乳业	25X	新乳业	39X
光明乳业	33X	燕塘乳业	21X
可比公司估值(算术平均)	31X	CS 乳制品 (算术平均)	35X

资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理估值水平大概 21.32 元/股，其中公司 WACC 约为 9.58%，核心假设见下表。

表5: 加权资本成本计算过程中的关键假设

指标	数值	备注
无风险利率	3.27%	2021/3/4 的十年期国债利率
风险溢价	6.00%	万德全 A 指数基日以来年化收益率与无风险利率之差
股票 β	1.08	最近 100 周天润乳业相对于沪深 300 指数的调整 β
股权成本	9.73%	CAPM 公司计算值
名义债务成本	6.00%	预计公司长期负债利率为 6%
债务比率	3.56%	债务比率=债务总额/(股本价值+债务总额)
有效税率	10.81%	过去一年实际税率，乳制品业务享受农业优惠税率政策
WACC	9.58%	根据 WACC 公式计算得出

资料来源：Wind，民生证券研究院

2020-2022 年为显性阶段，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细测算见前文收入拆分与预测。2023-2029 年为半显性阶段，预计公司收入在 2023-2025 年保持 12% 收入增速，2025-2029 年保持 8% 收入增速，2029 年以后达到稳态 2% 永续增长率。

表6: 公司多阶段模型的主要假设

项目(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	1240.2	1462.0	1626.6	1779.6	2050.3	2341.7	2622.8	2937.5	3290.0	3553.2	3837.4	4144.4	4476.0
增长率	41.7%	17.9%	11.3%	9.4%	15.2%	14.2%	12.0%	12.0%	12.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
营业成本	893.3	1063.5	1185.2	1245.7	1421.9	1610.1	1809.7	2026.9	2270.1	2451.7	2647.8	2859.7	3088.4
毛利率	28.0%	27.3%	27.1%	30.0%	30.7%	31.2%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
销售费用/营业收入	12.5%	12.0%	11.7%	14.7%	15.3%	15.8%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
管理费用/营业收入	4.0%	3.7%	3.9%	4.0%	4.3%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
所得税率	13.0%	12.4%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7: 天润乳业 WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

WACC	永续增长率						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
11.08%	15.93	16.33	16.77	17.26	17.80	18.42	19.11
10.58%	16.92	17.38	17.89	18.46	19.09	19.82	20.64
10.08%	18.02	18.55	19.14	19.80	20.55	21.41	22.40
9.58%	19.23	19.85	20.54	21.32	22.22	23.25	24.25
9.08%	20.59	21.31	22.13	23.06	24.13	25.38	26.85
8.58%	22.12	22.97	23.94	25.06	26.36	27.89	29.73
8.08%	23.85	24.86	26.02	27.38	28.98	30.89	33.23

资料来源：民生证券研究院

4.4 投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 17.80/20.50/23.42 亿元，同比+9.4%/+15.2%/+14.2%；实现归母净利润 1.50/1.77/2.04 亿元，同比+7.3%/+18.0%/+15.3%，EPS 分别为 0.56/0.66/0.76 元，对应 PE 分别为 27X/23X/20X。

公司目前估值低于主要可比公司 2021 年预期平均 31X 及乳制品行业预期平均 35X 的估值水平。考虑到公司优秀的产品力及疆内稳固的市场地位，结合公司产能加码及渠道拓张等动作，我们看好公司有望进入新快速增长阶段，维持“推荐”评级。

5 风险提示

新品推广不及预期，渠道拓张不及预期，原奶价格大幅上升。

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	1,780	2,050	2,342
营业成本	1,185	1,246	1,422	1,610
营业税金及附加	13	14	16	18
销售费用	191	262	314	369
管理费用	64	71	88	105
研发费用	3	4	6	8
EBIT	171	183	204	230
财务费用	2	1	(9)	(14)
资产减值损失	(3)	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	185	194	226	257
营业外收支	(25)	0	0	0
利润总额	159	171	202	233
所得税	17	19	22	25
净利润	142	153	180	208
归属于母公司净利润	140	150	177	204
EBITDA	253	272	298	327
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	143	634	716	1033
应收账款及票据	48	52	60	69
预付款项	26	28	31	36
存货	212	164	270	224
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	464	883	1120	1373
长期股权投资	3	3	4	4
固定资产	1413	1513	1563	1613
无形资产	30	29	27	26
非流动资产合计	1561	1622	1629	1632
资产合计	2025	2505	2748	3006
短期借款	110	0	0	0
应付账款及票据	402	418	491	549
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	704	626	730	820
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	769	873	963
股本	207	269	269	269
少数股东权益	152	155	158	162
股东权益合计	1178	1736	1876	2043
负债和股东权益合计	2025	2505	2748	3006

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.3%	9.4%	15.2%	14.2%
EBIT 增长率	10.6%	6.9%	11.6%	13.1%
净利润增长率	22.2%	7.3%	18.0%	15.3%
盈利能力				
毛利率	27.1%	30.0%	30.7%	31.2%
净利润率	8.6%	8.4%	8.6%	8.7%
总资产收益率 ROA	6.9%	6.0%	6.4%	6.8%
净资产收益率 ROE	13.6%	9.5%	10.3%	10.8%
偿债能力				
流动比率	0.7	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.4	1.1	1.2	1.4
现金比率	0.2	1.0	1.0	1.3
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	10.2	9.8	9.9	9.9
存货周转天数	57.9	54.3	54.9	55.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.7	0.8
每股净资产	5.0	5.9	6.4	7.0
每股经营现金流	1.1	1.4	0.9	1.8
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	28.9	26.9	22.8	19.8
PB	3.0	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.2	12.9	11.4	9.4
股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	142	153	180	208
折旧和摊销	85	89	94	97
营运资金变动	(14)	104	(52)	153
经营活动现金流	237	373	245	481
资本开支	314	173	124	124
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(323)	(173)	(124)	(124)
股权募资	0	445	0	0
债务募资	110	0	0	0
筹资活动现金流	67	290	(40)	(40)
现金净流量	(19)	491	82	317

插图目录

图 1:	天润乳业产品结构	3
图 2:	天润乳业产品结构	3
图 3:	2014-2019 年天润乳业收入 CAGR 近 38%	4
图 4:	2014-2019 年天润乳业归母净利润 CAGR 超 60%	4
图 5:	天润乳业产品以低温为主, 常温为辅	4
图 6:	天润乳业市场以疆内为主, 疆外为辅	4
图 7:	天润乳业盈利能力基本保持稳定	5
图 8:	销售费用率上涨推动期间费用率小幅上涨	5
图 9:	中国乳制品市场规模达 4284 亿元 (2019 年)	6
图 10:	中国乳制品消费量增速趋于平稳	6
图 11:	中国乳制品市场主要由液体奶及酸奶构成	6
图 12:	中国液体奶主要由常温 UHT 奶构成	6
图 13:	中国液体奶市场规模达到 2659 亿元	7
图 14:	中国液体奶消费量已处于负增长阶段	7
图 15:	中国酸奶市场规模持续增长	7
图 16:	中国酸奶消费量增速趋于平稳	7
图 17:	中国乳制品市场集中度持续提升	8
图 18:	各国乳制品市场竞争格局差异较大 (2019)	8
图 19:	常温奶市场以伊利、蒙牛双寡头为主	9
图 20:	各地方型乳企均具有优势区域	9
图 21:	2014-2019 年新疆常住人口增速为全国第二	9
图 22:	2019 年新疆城镇化率位列全国倒数第六位	9
图 23:	2019 年新疆人均奶制品消费量列全国第三位 (公斤)	10
图 24:	2008-2019 年新疆人均奶类产品消费量	10
图 25:	新疆地处黄金奶源带	10
图 26:	2017 年新疆占全国牧草地总面积的 16.3%	10
图 27:	新疆地形三山两盆	11
图 28:	全国各主要牧场所在地日照时长对比	11
图 29:	新疆乳企分布图	11
图 30:	天润乳业占据疆内四家上市公司收入总和的 60%	11
图 31:	蒙牛在新疆仅一个生产基地	12
图 32:	各省人均占地面积	12
图 33:	天润酸奶推新进程	13
图 34:	酸奶收入规模快速增长	14
图 35:	2014-2019 年低温产品收入 CAGR 近 52%	14
图 36:	2014-2019 年常温产品收入 CAGR 超 26%	14
图 37:	天润 UHT 奶产品系列	14
图 38:	天润 UHT 奶保持较快增速	15
图 39:	天润 UHT 奶量价齐升 (销量左轴, 单价右轴)	15
图 40:	天润奶啤年轻化新包装	15
图 41:	宣传语“一罐奶啤知新疆”深度绑定新疆特色美食概念	15
图 42:	天润乳饮料在 2016 年后快速放量	16
图 43:	天润乳饮料量增明确 (销量左轴, 单价右轴)	16
图 44:	2016-2019 年经销模式 CAGR 接近 23%	16
图 45:	2016-2019 年直营模式 CAGR 超 24%	16
图 46:	2014-2019 年疆内市场 CAGR 超 27%	17
图 47:	2014-2019 年疆外市场 CAGR 近 140%	17
图 48:	经销商数量先增后减	17
图 49:	疆内经销商数量持续减少, 疆外经销商数量缓慢扩张	17
图 50:	国家学生饮奶计划发展历程	18
图 51:	terun 天润天猫旗舰店建设卓有成效	19

图 52:	天润入驻盒马鲜生等新零售渠道	19
图 53:	乌鲁木齐与北上广直线距离超 2000km	19
图 54:	呼和浩特与北上广直线距离在 2000km 以内	19
图 55:	快递业务单价不断下降	20
图 56:	快递时效性持续提高	20
图 57:	线上市场天润爱克林酸奶与蒙牛芝士酸奶定价相当	20
图 58:	天润乳业毛利率处于同业较低水平	20
图 59:	爱克林酸奶经销商溢价率超 100%	21
图 60:	奶啤经销商溢价率超 100%	21
图 61:	天润乳业产能构成 (吨)	21
图 62:	2018 年 UHT 奶产能利用率达 100.19%	21
图 63:	2018 年酸奶产能利用率达 86.27%	22
图 64:	2018 年乳饮料产能利用率达 100.13%	22
图 65:	图木舒克年产 3 万吨乳制品加工项目产能分配 (吨)	22
图 66:	图木舒克地处南疆优势地理区位	22
图 67:	天润乳业 63%原奶自给率处于行业高位水平	23
图 68:	天润乳业原奶自给率持续提升	23

表格目录

表 1:	公司各产品量价及收入预测	24
表 2:	公司成本及毛利率预测	25
表 3:	公司期间费用率预测	26
表 4:	2021 年可比乳制品公司估值水平	26
表 5:	加权资本成本计算过程中的关键假设	26
表 6:	公司多阶段模型的主要假设	27
表 7:	天润乳业 WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	27
	公司财务报表数据预测汇总	28

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。