

天润乳业 (600419)

公司研究/点评报告

疫情年收入稳健增长，三重发力基本面提速可期

——天润乳业 (600419) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 19 日

一、事件概述

3 月 18 日公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 17.68 亿元，同比+8.67%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比+5.62%。拟每股派现金红利 0.165 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 疫情年收入实现稳健增长，常温产品表现亮眼

2020 年公司实现营收 17.68 亿元，同比+8.67%，折合 20Q4 实现营收 4.49 亿元，同比+9.66%，全年销售乳制品 19.83 万吨，同比+4.81%。在年内疆内遭受两次疫情冲击的情况下，公司仍实现业绩稳健增长，充分体现公司在疆内的行业地位及经营的稳定性。分业务看，低温/常温产品分别实现营收 9.31/7.89 亿元，常温业务收入同比增长 21.5%，显著好于低温业务的-0.9%。常温业务的快速增长一方面得益于疫情下消费者需求向白奶转移，另一方面也得益于年内公司白奶处理能力显著提升；此外，奶啤业务也实现较快增长，独立运作后的快速成长性初现端倪。分区域看，疆内/疆外市场分别实现营收 11.23/6.41 亿元，分别同比+8%/+10%。疆内增速略低于疆外，主要是疫情冲击疆内低温业务需求，但常温业务予以一定对冲。未来公司将以南疆市场为突破点，持续巩固疆内市场绝对优势。疆外业务恢复双位数增长，公司去年疆外销售体系改革初见成效，针对江浙鲁粤等核心市场与核心大商深化合作、聚焦费用投放等策略取得了较好效果。

➤ 运输费移至成本端扰动毛利率，成本压力下毛销差基本稳定

毛利率：2020 年公司毛利率 21.37%，同比-5.79ppt，毛利率下降主因会计准则变更，运输费由销售费用转移至成本端列示。**期间费用率：**2020 年公司期间费用率为 10.16%，同比-5.76ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.10%/4.00%/0.30%/-0.24%，分别同比-5.61ppt/+0.09ppt/+0.10ppt/-0.34ppt，运输费列示项目更是销售费用率下滑的核心因素。**毛销差及净利率：**忽略运费扰动，公司 2020 年毛销差为 15.32%，同比-0.10ppt。在 2020 年原奶成本显著提升的情况下公司保持了毛销差的基本稳定，一方面得益于产品结构的小幅提升（2020 年乳制品吨价约为 8673 元，同比+1%），另一方面也得益于广宣及促销费用的有效控制。公司全年实现归母净利润 1.47 亿元，同比+5.62%；单 Q4 实现归母净利润 0.27 亿元，同比+24.15%。全年达成净利率 8.34%，同比-0.39ppt。

➤ 奶源、产能、渠道三端齐发力，预计将有效保障年度任务达成

年报中公司给出 2021 年计划，预计 2021 年将达成营收 20 亿元，乳制品销量 22 万吨，分别同比+13.1%/+10.9%。我们认为，公司在以下三个方面的发力将保障这一目标顺利达成。**上游原奶方面**，天润目前拥有昌吉、阿克苏等 16 个牧场，奶牛存栏 2.84 万头，实现原奶自给率 65% 以上，属乳制品上市公司绝对高位水平。当前公司持续推动奶源建设，未来自给率目标将提升至 70% 以上。自有牧场稳定供给高品质奶源，为公司未来持续扩张及平抑成本提供了坚实保障。**产能方面**，唐王城 3 万吨生产线已进入试产环节，正式投产在即，且未来保留较大扩产空间，将解决公司产能瓶颈。**渠道端**，公司以经销、直营、电商、社区团购等多渠道并重发展，以南疆市场为突破点、巩固疆内竞争优势同时，集中力量拓展疆外市场核心省份市场，聚焦政策倾斜与费用支持，推动疆外市场重回快速增长。

推荐

维持评级

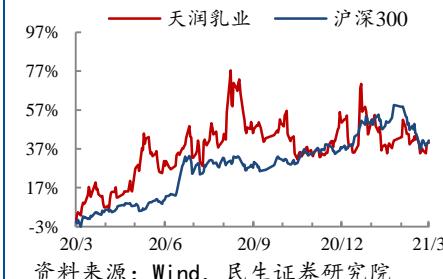
当前价格： 15.12 元

交易数据

2021-3-18

近 12 个月最高/最低(元)	19.14/10.9
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)	41
流通市值 (亿元)	41

该股与沪深 300 走势比较



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.SH) 深度报告：新疆匠心乳企，全国化拓展再次扬帆起航
2. 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

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 20.60/23.71/27.34 亿元，同比+16.6%/+15.1%/+15.3%；实现归母净利润 1.80/2.06/2.39 亿元，同比+21.9%/+14.5%/+16.3%，EPS 分别为 0.67/0.77/0.89 元，对应 PE 为 23X/20X/17X，公司估值显著低于乳制品行业 2021 年预期平均 36X 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，我们看好公司将进入新的较快增长阶段，维持“推荐”评级。

四、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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,768	2,060	2,371	2,734
增长率（%）	8.7%	16.6%	15.1%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	147	180	206	239
增长率（%）	5.6%	21.9%	14.5%	16.3%
每股收益（元）	0.56	0.67	0.77	0.89
PE（现价）	27.0	22.6	19.7	17.0
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,768	2,060	2,371	2,734
营业成本	1,389	1,607	1,846	2,126
营业税金及附加	10	14	16	18
销售费用	108	142	172	197
管理费用	71	80	95	118
研发费用	5	7	9	8
EBIT	185	211	233	266
财务费用	(4)	(2)	(9)	(13)
资产减值损失	(9)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	195	228	258	296
营业外收支	(21)	0	0	0
利润总额	174	205	235	274
所得税	20	22	25	30
净利润	154	183	210	244
归属于母公司净利润	147	180	206	239
EBITDA	279	310	337	373
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	370	558	664	1003
应收账款及票据	78	76	90	105
预付款项	10	24	25	27
存货	284	250	375	347
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	792	957	1217	1544
长期股权投资	3	3	3	4
固定资产	1536	1636	1686	1736
无形资产	33	31	29	27
非流动资产合计	1799	1849	1846	1839
资产合计	2590	2807	3063	3383
短期借款	100	0	0	0
应付账款及票据	372	501	557	636
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	699	773	860	976
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	155	155	155	155
非流动负债合计	167	167	167	167
负债合计	867	940	1027	1143
股本	269	269	269	269
少数股东权益	155	159	163	168
股东权益合计	1724	1867	2036	2240
负债和股东权益合计	2590	2807	3063	3383

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	8.7%	16.6%	15.1%	15.3%
EBIT 增长率	8.1%	14.0%	10.6%	14.4%
净利润增长率	5.6%	21.9%	14.5%	16.3%
盈利能力				
毛利率	21.4%	22.0%	22.1%	22.2%
净利润率	8.3%	8.7%	8.7%	8.8%
总资产收益率 ROA	5.7%	6.4%	6.7%	7.1%
净资产收益率 ROE	9.4%	10.5%	11.0%	11.5%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.2
现金比率	0.5	0.7	0.8	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	12.8	11.4	11.6	11.7
存货周转天数	64.2	59.9	61.0	61.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.8	0.9
每股净资产	5.8	6.4	7.0	7.7
每股经营现金流	0.8	1.9	1.0	1.9
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	27.0	22.6	19.7	17.0
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.4	11.1	9.8	8.0
股息收益率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	154	183	210	244
折旧和摊销	103	99	104	107
营运资金变动	(69)	196	(68)	129
经营活动现金流	214	505	268	502
资本开支	365	173	122	122
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(365)	(173)	(122)	(122)
股权募资	437	0	0	0
债务募资	(10)	0	0	0
筹资活动现金流	377	(144)	(40)	(40)
现金净流量	226	188	105	340

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
	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	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	投资评级	说明
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資目标、財務状况或需要。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。