

天润乳业（600419）

公司研究/点评报告

发力上游奶源建设，持续推升奶源自给率

——天润乳业（600419）非公开发行股票事件点评

点评报告/食品饮料

2021年03月29日

一、事件概述

天润乳业于3月28日发布2021年度非公开发行股票预案，拟非公开发行股票募集不超过5.675亿元资金，扣除发行费用后将以3.97亿元用于子公司天润北亭1万头规模化奶牛示范牧场建设项目，1.70亿元用于补充流动资金。

二、分析与判断

➤ 扩张上游牧场建设，原奶自给率高位基础上继续增长

上游原奶方面，公司目前拥有昌吉、阿克苏等16个规模化牧场，奶牛存栏2.84万头，原奶率自给率达67%，在乳制品上市公司中属绝对高位。公司此次募资将通过全资子公司天润北亭再建1万头规模化牧场，进一步扩大奶牛养殖规模。此次拟新建牧场位于222团，毗邻乌鲁木齐，将有助于公司继续巩固乌鲁木齐核心市场优势。2018年以来奶价进入上行周期，各乳企近年来均加大了对上游奶源控制力度、持续提升自身奶源自给率。公司在高位原奶自给率基础上，继续发挥自控牧场管理优势，加大牧场建设力度，有助于稳定获得优质奶源，保持产品品质与公司竞争力。

➤ 常温业务表现优异，唐王城投产在即解决产能瓶颈

公司核心产品以低温酸奶、常温浓缩白奶和奶啤为主，2020年低温/常温产品分别实现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-0.9%。常温产品的快速增长得益于疫情背景下市场需求向白奶转移以及奶啤独立运作后的快速成长性得以体现。过去公司成长性显著受限于产能约束，目前唐王城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，有助于缓解公司产能瓶颈。同时，唐王城项目投产也将支撑公司向南发展战略，推动新疆市场布局。

➤ 加强布局新疆市场，渠道改革有望推动疆外市场重回快速增长

天润的优势市场集中于北疆区域，目前正重点开拓南疆与疆外市场，2020年疆内/疆外市场分别实现营收11.23/6.41亿元，分别+8%/+10%。疆内增速略低于疆外，主因疆内两次疫情冲击影响，但天润疫情期间进一步延伸疆内销售网络，开辟社区便民服务点、社区团购等补充渠道保障乳制品供应，未来将以南疆市场为发展重点，巩固疆内市场优势。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。未来公司将集中力量拓展疆外核心省份，给予政策倾斜与费用支持，推动疆外市场重回快速增长。

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37X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：

疫情反复影响需求，渠道拓张不及预期，原奶价格大幅上升。

推荐

维持评级

当前价格：15.33元

交易数据

2021-3-26

近12个月最高/最低(元)	19.14/11.48
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)	41.18
流通市值(亿元)	41.18

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年报点评：疫情年收入稳健增长，三重发力基本面提速可期
2. 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

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)	27.4	22.9	20.0	17.2
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

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	27.4	22.9	20.0	17.2
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.6	11.2	10.0	8.2
股息收益率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
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

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。