

# 天润乳业 (600419)

公司研究/点评报告

## 山东项目协议落地，疆外产能扩张迈出关键一步

——天润乳业 (600419.SH) 事件点评报告

点评报告/食品饮料

2021年09月10日

### 一、事件概述

9月8日天润乳业发布公告，将与山东齐河投资集团按照持股51%、49%共同出资设立乳制品项目公司、奶牛养殖项目公司。

### 二、分析与判断

#### ➤ 与山东齐河县政府共建乳制品加工及奶牛养殖项目，疆外扩张更进一步

公司与山东省齐河县政府达成框架合作协议，主要涉及三个方面：1.天润与齐河县国有资产监督管理局100%控股公司齐河投资集团按照持股比例51%、49%共同出资设立乳制品项目公司，负责乳制品加工项目的建设、运营及销售。2.天润与齐河投资集团按照持股比例51%、49%共同出资设立奶牛养殖项目公司，负责奶牛养殖业务，为新设乳制品项目公司供给原奶。同时齐河县政府配套提供1000亩土地用于奶牛养殖，及每头牛三亩土地配套饲草料地。3.天润或子公司通过公开招投标等方式参与齐河县境内学生奶、中央厨房等政府主导的乳制品供应，同等条件下由天润或项目公司优先供应。

此次疆外共建乳制品加工、奶牛养殖项目，有力推动公司疆外扩张战略更进一步，提升天润乳制品在山东市场的品牌影响力及市场占有率，对未来产能扩张形成补充，有望通过山东产能辐射疆外市场。与齐河县政府合作，在政策层面将获得更有利的政策扶持，在经营层面将由政府协调奶源优先供应权，保障生产稳定性。

#### ➤ 南疆与疆外市场拓展布局同步进行，高位奶源自控率保障生产稳定性

天润在北疆优势稳固，南疆拓展与疆外扩张正同步推进。唐王城3万吨产能落地，缓解产能瓶颈同时也有利支撑公司的南疆发展战略。21H1疆内/疆外分别实现收入6.75/3.79亿元，分别同比+17.33%/+24.16%，疆外渠道梳理取得良好效果，重归快速增长通道。此次山东项目框架合作协议的落地标志着公司疆外产能落地迈出最关键一步，未来有望以更高时效及更低成本辐射山东及周边区域，持续扩大天润品牌的疆外影响力。

上游原奶层面，公司目前拥有16个规模化牧场，存栏3.12万头，21H1供给优质鲜奶8.02万吨，原奶自给率达69%，为上市乳企中奶源自控比例最高的企业。此次同步建设奶牛养殖项目，保障山东产能原奶供应，稳定自控奶源比例，保障长期生产经营稳定性，同时也有助于平滑原奶价格波动带来的成本压力。

### 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1.72/2.06/2.39亿元，同比+16.8%/+19.6%/+15.9%，EPS分别为0.64/0.77/0.89元，对应PE为20X/17X/15X，公司估值显著低于乳制品行业2021年预期平均38X的估值水平。考虑到公司疆内市场地位稳固以及产能加码、渠道拓张动作，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	172	206	239
增长率(%)	5.6%	16.8%	19.6%	15.9%
每股收益(元)	0.56	0.64	0.77	0.89
PE(现价)	22.9	20.0	16.7	14.5
PB	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

维持评级

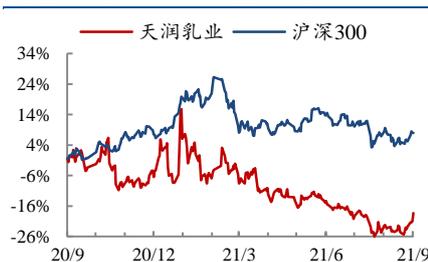
当前价格：12.84元

交易数据

2021-9-9

近12个月最高/最低(元)	18.17/11.90
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)	34
流通市值(亿元)	34

### 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.SH)2021年半年报点评：利润短期承压，疆外市场重回快速增长通道
- 2.天润乳业(600419)2021年一季报点评：21Q1业绩显著提速，产能释放+疆外拓张可期

## 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	1,675	1,892	2,160
营业税金及附加	10	14	16	18
销售费用	108	82	126	161
管理费用	71	80	95	118
研发费用	5	7	9	11
EBIT	185	202	233	265
财务费用	(4)	(2)	(8)	(13)
资产减值损失	(9)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	195	219	258	295
营业外收支	(21)	0	0	0
利润总额	174	197	235	273
所得税	20	21	25	29
净利润	154	176	210	243
归属于母公司净利润	147	172	206	239
EBITDA	279	301	337	372
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	370	551	678	987
应收账款及票据	78	76	90	105
预付款项	10	25	25	28
存货	284	273	368	366
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	792	974	1225	1547
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	2823	3071	3386
短期借款	100	0	0	0
应付账款及票据	372	522	571	646
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	699	797	875	987
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	964	1042	1155
股本	269	269	269	269
少数股东权益	155	159	163	167
股东权益合计	1724	1859	2029	2232
负债和股东权益合计	2590	2823	3071	3386

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
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	8.7%	16.6%	15.1%	15.3%
EBIT 增长率	8.1%	9.3%	15.4%	13.9%
净利润增长率	5.6%	16.8%	19.6%	15.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.4%	18.7%	20.2%	21.0%
净利润率	8.3%	8.4%	8.7%	8.7%
总资产收益率 ROA	5.7%	6.1%	6.7%	7.0%
净资产收益率 ROE	9.4%	10.1%	11.0%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.6	0.6	0.8	0.9
每股净资产	5.8	6.3	6.9	7.7
每股经营现金流	0.8	1.9	1.1	1.8
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>估值分析</b>				
PE	22.9	20.0	16.7	14.5
PB	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.2	9.4	8.0	6.4
股息收益率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	154	176	210	243
折旧和摊销	103	99	104	107
营运资金变动	(69)	197	(47)	100
经营活动现金流	214	498	289	472
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	181	127	309

## 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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。