

天润乳业 (600419)

公司研究/点评报告

定增落地，迈出重大跨越关键一步

——天润乳业非公开发行股票事件点评

点评报告/食品饮料

2021 年 12 月 30 日

一、事件概述

2021 年 12 月 28 日公司发布非公开发行 A 股股票发行情况报告书，截至 12 月 10 日公司已向 17 名特定发行对象非公开发行股份 5159.09 万股，发行价格 11.00 元/股，募集资金总额 5.67 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额 5.56 亿元。

二、分析与判断

➤ 定增募集资金持续发力建设上游牧场，不断提升原奶自给率

根据公司 3 月 28 日发布的非公开发行股票预案，拟将募集资金投向天润北亭 1 万头规模化奶牛示范牧场建设项目、补充流动资金，分别投入募集资金 3.97/1.70 亿元。截至 2021 年 6 月末，天润已拥有 16 个规模化牧场，存栏 3.12 万头，原奶自给率达 69%，为上市乳企中最高奶源自控比例。短期看，原奶价格上涨，原奶自给率高，有效平滑成本端波动；长期看，原奶采购稳定性更高，品质更有保障，有利于生产经营稳步发展，产品矩阵高端化拓张。此次募投项目天润北亭牧场位于 222 团，毗邻乌鲁木齐，将有助于公司继续巩固乌昌核心优势，迈出快速发展的关键一步。此外巴楚县合作的 5000 头标准化牧场正在建设中，山东齐源牧场正在规划中，预计建成后将进一步提升原奶自给率，匹配生产经营规划，推动南疆及疆外市场布局拓张。

➤ 南疆及疆外产能持续建设，推动下游市场稳步扩张

下游渠道层面，天润在疆内已建立充分优势地位，目前正积极开拓南疆及疆外市场，2021 年前三季度，天润在疆内/疆外分别实现 9.81/5.88 亿元营收，分别+17.14%/+22.94%，疆外市场重回快速增长通道验证疆外布局积极有效。南疆唐王城 3 万吨生产线已于今年上半年投产运营，近距离覆盖喀什、阿克苏等人口重镇，缓解产能瓶颈的同时也推动南疆市场布局，同时唐王城生产基地预留充足增量空间，奠定后期发展潜力。疆外市场集中力量拓展核心省份，聚焦费用支持。9 月天润与山东齐源发展集团签订合作协议，将共建乳制品加工基地、奶牛养殖及牧草种植基地，12 月已合资设立天润齐源乳品公司，规划一期项目投资 4 亿元，建设 10 万吨乳制品加工工厂，目前各项合作工作正稳步推进中。山东产能的建设标志着公司疆外扩张迈出关键一步，未来将基于此近距离覆盖山东及周边核心区域，缓解新疆企业出疆路程遥远的问题，提高疆外市场认知度。

三、投资建议

根据公司近期经营情况，我们调整此前盈利预期。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 21.30/23.98/27.89 亿元，同比+20.5%/+12.6%/+16.3%；实现归母净利润 1.49/1.66/1.89 亿元，同比+1.4%/+11.0%/+13.9%，考虑定增后，摊薄 EPS 分别为 0.47/0.52/0.59 元，对应 PE 为 29X/26X/23X，公司估值显著低于乳制品行业 2021 年/2022 年预期平均 40X/29X (Wind 一致预期，算术平均法)。考虑到公司稳固的疆内市场地位以及产能加码、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	2,130	2,398	2,789
增长率 (%)	8.7%	20.5%	12.6%	16.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	147	149	166	189
增长率 (%)	5.6%	1.4%	11.0%	13.9%
每股收益 (元)	0.46	0.47	0.52	0.59
PE (现价)	29.1	28.8	25.9	22.7
PB	2.3	1.9	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

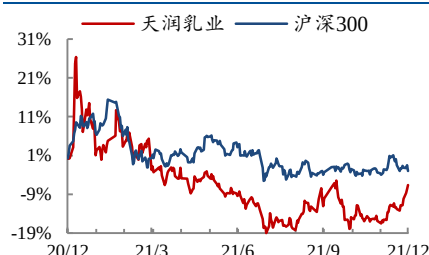
当前价格： 13.42 元

交易数据

2021-12-29

近 12 个月最高/最低(元)	18.33/11.50
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)	36
流通市值 (亿元)	36

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：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 021-80508452

邮箱： wangyanhai@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号： S0100121070022

电话： 010-85127909

邮箱： wanglingyao@mszq.com

相关研究

- 1.【民生食品饮料】天润乳业 (600419.SH) 2021 年三季报点评：原奶成本压制短期利润，疆外市场扩张未来可期
- 2.天润乳业 (600419.SH) 事件点评报告：山东产能协议落地，疆外产能扩张迈出关键一步

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	2,130	2,398	2,789
营业成本	1,389	1,757	1,970	2,268
营业税金及附加	10	15	16	18
销售费用	108	111	132	167
管理费用	71	64	88	118
研发费用	5	7	10	11
EBIT	185	176	183	207
财务费用	(4)	(2)	(12)	(15)
资产减值损失	(9)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	195	193	212	238
营业外收支	(21)	0	0	0
利润总额	174	171	190	216
所得税	20	18	21	23
净利润	154	152	169	193
归属于母公司净利润	147	149	166	189
EBITDA	279	275	292	328
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	370	941	853	886
应收账款及票据	78	78	91	107
预付款项	10	26	26	29
存货	284	300	367	403
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	792	1397	1400	1490
长期股权投资	3	3	3	4
固定资产	1536	1636	1836	2036
无形资产	33	31	29	27
非流动资产合计	1799	1999	2191	2371
资产合计	2590	3396	3591	3861
短期借款	100	0	0	0
应付账款及票据	372	547	594	679
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	699	834	907	1032
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	1001	1074	1200
股本	269	320	320	320
少数股东权益	155	158	162	165
股东权益合计	1724	2396	2517	2661
负债和股东权益合计	2590	3396	3591	3861

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	8.7%	20.5%	12.6%	16.3%
EBIT 增长率	8.1%	-4.7%	4.2%	12.8%
净利润增长率	5.6%	1.4%	11.0%	13.9%
盈利能力				
毛利率	21.4%	17.5%	17.9%	18.7%
净利润率	8.3%	7.0%	6.9%	6.8%
总资产收益率 ROA	5.7%	4.4%	4.6%	4.9%
净资产收益率 ROE	9.4%	6.7%	7.0%	7.6%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.7	1.5	1.4
速动比率	0.7	1.3	1.1	1.1
现金比率	0.5	1.1	0.9	0.9
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	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.5	0.6
每股净资产	5.8	7.0	7.4	7.8
每股经营现金流	0.7	1.5	0.9	1.3
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	29.1	28.8	25.9	22.7
PB	2.3	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.8	9.4	9.2	8.1
股息收益率	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	154	152	169	193
折旧和摊销	103	99	108	121
营运资金变动	(69)	200	(18)	68
经营活动现金流	214	478	282	404
资本开支	365	323	322	322
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(365)	(323)	(322)	(322)
股权募资	437	567	0	0
债务募资	(10)	0	0	0
筹资活动现金流	377	415	(48)	(48)
现金净流量	226	571	(88)	33

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

王玲瑶，食品饮料行业研究助理，2021年7月加入民生证券。北京交通大学应用经济学硕士，覆盖休闲食品、乳制品等。

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。