

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天润乳业(600419)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座

邮编: 100031

单季度利润承压，静待行业供需平衡

2025年10月24日

事件: 公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度, 公司实现营业收入 20.74 亿元, 同比-3.81%; 归母净利润-1062 万元, 同比-147.66%; 实现扣非归母净利润 7654 万元, 同比+3.12%。其中, 25Q3 公司实现营业收入 6.78 亿元, 同比-4.84%; 归母净利润 1124 万元, 同比-77.60%; 实现扣非归母净利润 1875 万元, 同比-62.71%。

点评:

- **乳业需求持续疲软，Q3 收入同比略降。**行业端看，Q3 乳制品行业需求仍处疲软状态，奶价同比继续下行，乳制品产量同比下降。在此背景下，公司 Q3 收入同比略降。分产品看，常温乳制品、低温乳制品和畜牧业产品 Q3 分别实现收入 3.58 亿元、2.64 亿元和 3047 万元，同比分别-3.81%、-5.87%和+80.10%。分区域看，疆内和疆外分别实现收入 3.58 亿元和 3.00 亿元，同比分别+10.16%和-13.69%。
- **多重因素叠加，利润同比下滑。**毛利率端，公司 Q3 实现毛利率 14.72%，同比-5.15pct，我们推测系产品结构影响所致。费用端看，公司 Q3 整体费用率略降，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别+0.06pct、-0.36pct、-0.18pct、-1.06pct。Q3 信用减值损失/收入同比+1.31pct，主要系计提学生奶和哺育工程奶应收账款坏账准备所致。其他收益/收入同比+1.12pct，我们推测系政府补助增加所致。此外，Q3 营业外支出/收入同比+3.28pct，主要系公司加大低生产价值牛只淘汰力度所致。因此，公司 Q3 录得净利润率 0.64%，同比-5.68pct，归母净利润和扣非归母净利润同比下滑。
- **努力精进经营，持续降本增效。**公司多措并举，在今年严峻的市场环境下努力提质增效。首先，公司深化市场渠道拓展，线上直播和线下门店拓展同时推进，产品入驻麦德龙、好想来和银座等系统门店，专卖店及品牌店全国累计开设 800 余家。其次，公司研发创新打造产品力，三季度先后推出多款新口味爱克林系列酸奶、大杯手工酸奶和芭乐口味奶啤等新品，进一步丰富产品矩阵。第三，牧业板块积极实施降本增效。公司持续优化牛群结构，Q3 末牛只存栏 5.19 万头，成母牛占比提升至 56%，资源向成母牛倾斜，有效提升养殖效率。此外，公司年产 20 万吨乳制品加工项目已于 9 月基本建设完成，并投入生产试运营。
- **盈利预测与投资评级：短期利润承压，静待行业供需平衡。**受整体行业环境影响，公司 Q3 利润承压。根据行业专家数据，当前全国奶牛存栏量已降至 600 万头以下，明年有望进一步降至 580 万头左右，从而完成去化。公司作为上下游一体化企业，在供需平衡后，有望展现出较大的利润弹性。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.14/0.54/0.71 元，分别对应 2025-2027 年 76X/19X/15X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ 风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,714	2,804	2,747	2,894	3,104
增长率 YoY %	12.6%	3.3%	-2.0%	5.4%	7.2%
归母净利润(百万元)	142	44	43	171	224
增长率 YoY%	-27.7%	-69.3%	-0.7%	294.1%	30.9%
毛利率%	19.1%	16.8%	16.4%	18.9%	19.9%
净资产收益率ROE%	5.9%	1.8%	1.8%	6.5%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.14	0.54	0.71
市盈率 P/E(倍)	26.05	67.27	75.80	19.24	14.69
市净率 P/B(倍)	1.57	1.24	1.36	1.26	1.15

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,556	1,687	2,148	2,227	2,438
货币资金	511	849	1,024	1,056	1,189
应收票据	0	8	0	0	0
应收账款	143	126	163	180	194
预付账款	21	33	34	35	37
存货	812	621	818	836	885
其他	69	50	109	121	133
非流动资产	4,144	4,505	4,675	4,614	4,493
长期股权投资	19	18	18	19	19
固定资产(合计)	2,239	2,560	3,003	2,934	2,844
无形资产	62	170	200	205	205
其他	1,824	1,758	1,454	1,456	1,425
资产总计	5,700	6,192	6,823	6,841	6,931
流动负债	1,725	1,698	2,127	1,940	1,766
短期借款	476	544	777	561	307
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	868	756	880	900	954
其他	381	398	469	480	506
非流动负债	1,323	1,848	2,078	2,078	2,088
长期借款	842	377	577	577	577
其他	480	1,471	1,501	1,501	1,511
负债合计	3,047	3,546	4,205	4,018	3,854
少数股东权益	262	233	204	208	208
归属母公司股东	2,391	2,413	2,414	2,615	2,869
负债和股东权益	5,700	6,192	6,823	6,841	6,931

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,714	2,804	2,747	2,894	3,104
同比(%)	12.6%	3.3%	-2.0%	5.4%	7.2%
归母净利润	142	44	43	171	224
同比(%)	-27.7%	-69.3%	-0.7%	294.1	30.9%
毛利率(%)	19.1%	16.8%	16.4%	18.9%	19.9%
ROE(%)	5.9%	1.8%	1.8%	6.5%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.14	0.54	0.71
P/E	26.05	67.27	75.80	19.24	14.69
P/B	1.57	1.24	1.36	1.26	1.15
EV/EBITDA	9.77	8.89	12.20	9.94	8.11

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,714	2,804	2,747	2,894	3,104
营业成本	2,195	2,334	2,295	2,346	2,486
营业税金及附加	13	14	19	20	21
销售费用	147	155	151	159	171
管理费用	97	106	102	107	112
研发费用	25	27	25	27	29
财务费用	18	38	28	63	58
减值损失合计	-49	-79	-18	-30	-30
投资净收益	1	-2	6	0	0
其他	75	68	114	100	91
营业利润	245	117	229	242	289
营业外收支	-72	-114	-212	-37	-26
利润总额	173	3	17	205	263
所得税	33	-11	3	31	39
净利润	140	15	14	174	224
少数股东损益	-2	-29	-29	3	0
归母净利润	142	44	43	171	224
EBITDA	482	470	391	456	512
EPS(当年)(元)	0.45	0.14	0.14	0.54	0.71

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	344	652	414	517	575
净利润	140	15	14	174	224
折旧摊销	199	280	236	220	226
财务费用	32	52	29	74	67
投资损失	-2	-1	2	-6	0
营运资金变动	-154	130	-100	-20	0
其它	128	174	240	69	58
投资活动现金流	-1,069	-773	-612	-195	-131
资本支出	-789	-773	-618	-194	-129
长期投资	-280	0	-1	-1	-1
其他	0	0	6	-1	-2
筹资活动现金流	531	459	373	-290	-311
吸收投资	0	0	-60	0	0
借款	1,049	-396	433	-217	-254
支付利息或股息	-81	-97	-29	-74	-67
现金净增加额	-194	338	175	31	133

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。