

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

全年平稳收官，期待盈利持续复苏

2025年4月20日

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营业收入 28.04 亿元，同比+3.33%；归母净利润 4366 万元，同比-69.26%；实现扣非归母净利润 7601 万元，同比-45.78%。其中，24Q4 公司实现营业收入 6.49 亿元，同比+2.76%；归母净利润 2139 万元，同比+4617.96%；实现扣非归母净利润 179 万元，同比+144.51%。

点评：

- **Q4 收入表现稳定，疆外持续坚挺。**2024Q4，乳制品市场延续此前恢复缓慢的趋势，奶价同比环比继续下跌。公司 Q4 收入表现依然稳定，分产品看，常温乳制品、低温乳制品和畜牧业产品分别实现收入 3.47 亿元、2.57 亿元和 1695 万元，同比分别-3.40%、+2.00%和+51.20%，常温产品略有下滑。分区域看，疆内和疆外分别实现收入 3.08 亿元和 3.21 亿元，同比分别-3.42%和+4.59%，疆外表现依然坚挺。
- **Q4 毛利率短期受挫，净利润扭亏为盈。**公司 Q4 毛利率为 12.15%，环比均出现下滑，同比-5.43pct，我们推测系公司短期产品结构变化及部分产品促销所致。公司 Q4 费用率相对稳定，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-1.60pct、-0.47pct、+0.11pct、+0.67pct。此外，公司资产减值损失占比同比明显减少，主要系 24Q4 生产性生物性资产和存货减值同比偏少。叠加同比偏少的生产性生物资产淘汰损失所带来的营业外支出减少，递延所得税费用的减少和少数股东的当期亏损，公司归母净利润扭亏为盈。
- **优化牛群结构，销量持续提升。**经营层面看，公司 2024 年三大板块紧密协同，销售板块加大品牌营销，深耕新疆资源，同时破圈年轻化消费人群，全年实现销量 29.43 万吨，同比+3.43%。乳业板块一方面严控生产成本，另一方面加强乳业创新。牧业板块应对奶价和肉牛价格下降双重压力，积极优化牛群结构，年末牛只存栏 6.48 万头，平均成母牛单产 10.66 吨。
- **盈利预测与投资评级：盈利持续复苏，趋势有望延续。**乳业当前处于需求低位，而公司经营韧性十足，Q4 业绩同比扭亏为盈。展望 25 年，我们认为公司有望在需求和供给再平衡的背景下业绩进一步复苏。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.31/0.54/0.78 元，分别对应 2025-2027 年 36X/21X/14X 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	2,967	3,235	3,509
增长率 YoY %	12.6%	3.3%	5.8%	9.0%	8.5%
归母净利润(百万元)	142	44	100	171	251
增长率 YoY%	-27.7%	-69.3%	128.8%	71.5%	46.2%
毛利率%	19.1%	16.8%	17.6%	18.8%	19.8%
净资产收益率ROE%	5.9%	1.8%	3.9%	6.2%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.31	0.54	0.78
市盈率 P/E(倍)	26.05	67.27	35.52	20.70	14.16
市净率 P/B(倍)	1.57	1.24	1.38	1.28	1.16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 18 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	2,257	2,415	2,679
货币资金	511	849	1,053	1,114	1,277
应收票据	0	8	0	0	0
应收账款	143	126	185	202	219
预付账款	21	33	37	39	42
存货	812	621	870	936	1,003
其他	69	50	111	124	137
非流动资产	4,144	4,505	4,829	4,768	4,647
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	1,608	1,610	1,579
资产总计	5,700	6,192	7,086	7,183	7,326
流动负债	1,725	1,698	2,210	2,097	1,949
短期借款	476	544	777	561	307
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	868	756	937	1,008	1,080
其他	381	398	495	528	563
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	4,288	4,175	4,037
少数股东权益	262	233	235	239	239
归属母公司股东	2,391	2,413	2,563	2,769	3,050
负债和股东权益	5,700	6,192	7,086	7,183	7,326

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	2,967	3,235	3,509
同比(%)	12.6%	3.3%	5.8%	9.0%	8.5%
归母净利润	142	44	100	171	251
同比(%)	-27.7%	-69.3%	128.8	71.5%	46.2%
毛利率(%)	19.1%	16.8%	17.6%	18.8%	19.8%
ROE(%)	5.9%	1.8%	3.9%	6.2%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.31	0.54	0.78
P/E	26.05	67.27	35.52	20.70	14.16
P/B	1.57	1.24	1.38	1.28	1.16
EV/EBITDA	9.77	8.89	11.27	9.80	7.86

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	2,967	3,235	3,509
营业成本	2,195	2,334	2,444	2,628	2,816
营业税金及附加	13	14	15	16	17
销售费用	147	155	163	178	193
管理费用	97	106	110	120	126
研发费用	25	27	28	31	33
财务费用	18	38	60	64	59
减值损失合计	-49	-79	-50	-35	-30
投资净收益	1	-2	1	0	0
其他	75	68	72	79	86
营业利润	245	117	172	243	321
营业外收支	-72	-114	-52	-37	-26
利润总额	173	3	120	206	295
所得税	33	-11	18	31	44
净利润	140	15	102	175	251
少数股东损益	-2	-29	2	3	0
归母净利润	142	44	100	171	251
EBITDA	482	470	444	483	549
EPS(当年)(元)	0.45	0.14	0.31	0.54	0.78

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	424	547	608
净利润	140	15	102	175	251
折旧摊销	199	280	236	220	226
财务费用	32	52	71	75	69
投资损失	-2	-1	2	-1	0
营运资金变动	-154	130	-88	3	4
其它	128	174	104	74	58
投资活动现金流	-1,069	-773	-611	-195	-131
资本支出	-789	-773	-612	-194	-129
长期投资	-280	0	-1	-1	-1
其他	0	0	1	-1	-2
筹资活动现金流	531	459	392	-292	-313
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,049	-396	433	-217	-254
支付利息或股息	-81	-97	-71	-75	-69
现金净增加额	-194	338	204	60	164

研究团队简介

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（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

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（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、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（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深入研究百润股份）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。