

天润乳业（600419）

2025年一季报点评：牧业拖累盈利，业绩低于预期

增持（维持）

2025年05月05日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

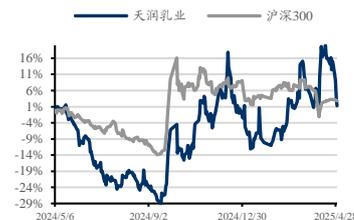
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,714	2,804	2,891	3,072	3,271
同比（%）	12.62	3.33	3.09	6.25	6.48
归母净利润（百万元）	142.03	43.66	34.78	127.33	169.00
同比（%）	(27.71)	(69.26)	(20.34)	266.13	32.73
EPS-最新摊薄（元/股）	0.44	0.14	0.11	0.40	0.53
P/E（现价&最新摊薄）	21.80	70.92	89.03	24.32	18.32

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **公司发布 2025 年一季报：**2025Q1 公司实现营收 6.25 亿元，同比-2.5%；实现归母净利润-0.73 亿元，同比-1713%；实现扣非归母净利润-0.01 亿元，同比-105%。业绩低于市场预期。
- **疆内外收入均承压，持续优化经销商团队。**分地区看，2025Q1 疆内/疆外收入分别同比-4.4%/-5.9%，疆内收入下滑预计主因公司加大疆内产品促销力度+调整收入确认会计准则，疆外收入承压预计主因疆外常温奶竞争激烈、特渠占比较高的地区表现相对疲软。25Q1 疆内经销商环比 24 年末减少 6 个，疆外经销商环比 24 年末减少 4 个，主因公司持续优化经销商团队。
- **常温业务承压，低温相对稳健。**2025Q1 常温/低温/畜牧业/其他业务收入分别同比-4.4%/-0.6%/-44.3%/-22.2%。公司常温业务疲软预计主因行业原奶供大于求导致常温奶竞争加剧。2025Q1 公司实现乳制品销量 7.45 万吨，同比增长 12.37%，乳制品销量稳步提升。
- **竞争加剧+减值扰动超预期，25Q1 盈利能力承压。**25Q1 毛利率 14.63%，同比-1.8pct，预计主因 25Q1 原料奶供大于求，公司加大产品促销力度。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.15/+0.07/-0.01/-0.41pct，销售费用率同比提升预计主因公司为开拓疆外市场，加大品牌建设费投力度。25Q1 公司资产减值损失占收入比重同比+1.14pct，预计主因公司喷粉减值等增加。25Q1 公司营业外支出占收入比同比+14.4pct，预计主因公司加大淘牛力度，25Q1 末公司牛只存栏 5.63 万头，较 24 年末减少 0.85 万头。综合看，25Q1 归母净利率为-11.7%，同比-12.5pct，盈利能力承压。
- **盈利预测与投资评级：**公司 25Q1 业绩低于预期，我们下调 25-27 年收入预期为 28.9/30.7/32.7 亿元（此前预期 29.7/31.6/33.7 亿元），同比+3%/+6%/+6%；下调 25-27 年归母净利润预期至 0.35/1.3/1.7 亿元（此前预期为 1.3/2.1/2.4 亿元），同比-20%/+266%/+33%，对应 PE 分别为 89/24/18x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**渠道建设不及预期，原材料价格大幅波动，行业竞争加剧，牧业业务持续承压，并购整合不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.67
一年最低/最高价	6.74/11.87
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	3,096.24
总市值(百万元)	3,096.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.24
资产负债率(% ,LF)	55.83
总股本(百万股)	320.19
流通 A 股(百万股)	320.19

相关研究

- 《天润乳业(600419)：2024 年报点评：业绩符合预期，25 年业绩弹性可期》
2025-04-22
- 《天润乳业(600419)：2024 年三季报点评：经营底部已现，业绩超预期》
2024-10-30

天润乳业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,687	1,708	1,885	2,093	营业总收入	2,804	2,891	3,072	3,271
货币资金及交易性金融资产	849	907	1,091	1,294	营业成本(含金融类)	2,334	2,406	2,531	2,676
经营性应收款项	167	167	174	179	税金及附加	14	14	15	16
存货	621	585	573	575	销售费用	155	162	171	181
合同资产	0	0	0	0	管理费用	106	106	113	120
其他流动资产	50	49	47	45	研发费用	27	27	29	30
非流动资产	4,505	4,597	4,648	4,709	财务费用	38	38	37	39
长期股权投资	18	17	16	15	加:其他收益	71	81	71	69
固定资产及使用权资产	2,712	2,854	2,936	2,965	投资净收益	(2)	0	0	0
在建工程	317	196	104	76	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	170	176	182	187	减值损失	(83)	(55)	(46)	(36)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	7	9	11	13	营业利润	117	164	201	241
其他非流动资产	1,280	1,344	1,398	1,452	营业外净收支	(114)	(128)	(48)	(38)
资产总计	6,192	6,305	6,533	6,803	利润总额	3	36	153	203
流动负债	1,698	1,739	1,806	1,879	减:所得税	(11)	6	24	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	603	621	641	661	净利润	15	30	129	171
经营性应付款项	756	775	801	832	减:少数股东损益	(29)	(5)	1	2
合同负债	73	75	77	78	归属母公司净利润	44	35	127	169
其他流动负债	266	267	287	308	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.11	0.40	0.53
非流动负债	1,848	1,896	1,947	1,998	EBIT	191	74	190	243
长期借款	377	427	477	527	EBITDA	470	434	600	701
应付债券	963	963	963	963	毛利率(%)	16.76	16.76	17.60	18.20
租赁负债	106	107	108	109	归母净利率(%)	1.56	1.20	4.15	5.17
其他非流动负债	402	398	398	398	收入增长率(%)	3.33	3.09	6.25	6.48
负债合计	3,546	3,634	3,753	3,877	归母净利润增长率(%)	(69.26)	(20.34)	266.13	32.73
归属母公司股东权益	2,413	2,442	2,550	2,694					
少数股东权益	233	229	230	232					
所有者权益合计	2,646	2,671	2,780	2,925					
负债和股东权益	6,192	6,305	6,533	6,803					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	652	619	684	759	每股净资产(元)	7.47	7.56	7.90	8.35
投资活动现金流	(773)	(582)	(513)	(561)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	459	22	13	5	ROIC(%)	18.95	1.30	3.27	4.01
现金净增加额	338	58	184	203	ROE-摊薄(%)	1.81	1.42	4.99	6.27
折旧和摊销	280	361	410	458	资产负债率(%)	57.27	57.64	57.44	56.99
资本开支	(773)	(580)	(513)	(561)	P/E (现价&最新股本摊薄)	70.92	89.03	24.32	18.32
营运资本变动	130	6	14	16	P/B (现价)	1.29	1.28	1.22	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>