

2025 年 04 月 21 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

营收稳健彰显韧性，期待盈利能力修复

—天润乳业（600419.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 4 月 17 日，天润乳业发布 2024 年年报。

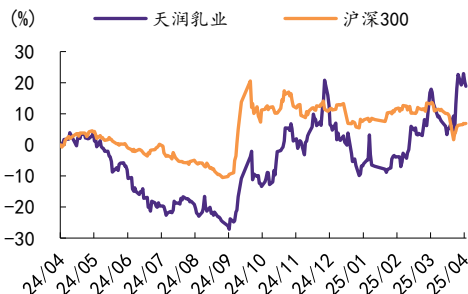
投资要点

基本数据

2025-04-18

当前股价（元）	11.08
总市值（亿元）	35
总股本（百万股）	320
流通股本（百万股）	320
52 周价格范围（元）	6.79-11.46
日均成交额（百万元）	61.73

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《天润乳业（600419）：二季度经营承压，疆外市场开拓顺利》2024-08-23
- 2、《天润乳业（600419）：利润端承压，看好后续修复潜力》2024-05-01
- 3、《天润乳业（600419）：利润端承压，疆外市场增长可期》2024-04-16

收入韧性较强，业绩表现承压

收入小幅增长，利润承压明显。2024 年总营收/归母净利润分别为 28.04/0.44 亿元，分别同比+3%/-69%。其中，2024Q4 总营收/归母净利润分别为 6.49/0.21 亿元，总营收同比+3%，归母净利润回正。Q4 净利率有所恢复，全年毛利率下滑系牧业板块承压。2024 年毛利率/净利率分别为 16.76%/0.53%，分别同比-2.4/-4.6pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 12.15%/1.88%，分别同比-5.4/+2.8pcts。全年费用率保持稳定，Q4 费用率优化明显。2024 年销售/管理费用率分别为 5.53%/3.78%，分别同比+0.1/+0.2pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 3.61%/4.26%，分别同比-1.6/-0.5pcts。经营净现金流表现较好，销售回款增速优于收入。2024 年经营净现金流/销售回款为 6.52/31.47 亿元，同比+89%/+9%，经营净现金流同比增幅较大主要系公牛及大包粉收入增加，叠加 2023 年下半年合并新农乳业下基数较低。截至 2024 年末，合同负债 0.73 亿元（环比+0.21 亿元）。

推进全品类乳品布局，牧业阶段性承压

2024 年常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品营收分别为 14.99/11.18/0.92 亿元，分别同比-2%/+3%/+14%；毛利率分别为 17.75%/24.17%/-36.52%，分别同比-1/+3/-33pcts，乳制品盈利能力表现稳健，牧业利润表现承压。乳制品方面，2024 年销量/均价分别同比+5/-3pcts，收入表现以量驱动为主，公司进一步塑造新疆区域特色和天润产品特色，推出有机纯牛奶、有机酸奶、西梅酸奶、奶啤等各类特色新品，2025 年预计实现销量 31 万吨，同增 4.23%，致力于成为全品类乳品企业。畜牧业方面，营业成本大幅增加主要系富裕生鲜奶销量增加，而公牛及生鲜乳市场平均价格较上年降低。

疆外市场开发力度加大，新渠道拓展成效凸显

分渠道看，2024 年经销/直销营收分别为 24.53/2.71 亿元，分别同比+2%/-9%；毛利率分别同比+0.01/-7pcts 至 19.66%/8.87%。其中，抖音等自营线上销售渠道收入达 0.41

亿元，增长 24%；营收占比/毛利率分别为 1.46%/55.82%。公司通过天润专卖店、工厂店、网络直播等模式，积极推进“线上线下融合、体验消费一体”的立体营销网络建设。分区域看，2024 年疆内/疆外地区营收为 13.59/13.65 亿元，同比-6%/+9%；营收占比同比-4/+4pcts 至 49.90%/50.10%，疆外市场占比持续提升。

盈利预测

我们看好公司疆内市场乳制品龙头地位巩固，疆外扩张持续进行中，新农并表影响有望逐步减弱，新品研发提升长期价值。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.39/0.59/0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 29/19/15 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、低温产品增长不及预期、竞争进一步加剧、产能建设进度不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,804	3,001	3,214	3,446
增长率（%）	3.3%	7.0%	7.1%	7.2%
归母净利润（百万元）	44	125	189	242
增长率（%）	-69.3%	185.2%	51.4%	28.5%
摊薄每股收益（元）	0.14	0.39	0.59	0.76
ROE（%）	1.6%	4.6%	6.6%	8.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	2,804	3,001	3,214	3,446
现金及现金等价物	849	1,853	2,763	3,351	营业成本	2,334	2,441	2,583	2,750
应收款	145	132	123	123	营业税金及附加	14	16	16	17
存货	621	572	534	531	销售费用	155	162	167	172
其他流动资产	72	48	48	48	管理费用	106	111	109	114
流动资产合计	1,687	2,605	3,468	4,053	财务费用	38	73	73	67
非流动资产：					研发费用	27	27	29	31
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	326	373	378	385
固定资产	2,560	2,579	2,484	2,348	资产减值损失	-79	-30	-20	-15
在建工程	317	127	51	20	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	170	161	153	145	投资收益	-2	1	1	1
长期股权投资	18	18	18	18	营业利润	117	199	265	319
其他非流动资产	1,441	1,441	1,441	1,441	加：营业外收入	5	2	3	4
非流动资产合计	4,505	4,326	4,145	3,972	减：营业外支出	119	50	40	30
资产总计	6,192	6,931	7,614	8,025	利润总额	3	151	228	293
流动负债：					所得税费用	-11	28	42	54
短期借款	544	684	764	814	净利润	15	123	186	240
应付账款、票据	756	458	427	417	少数股东损益	-29	-2	-2	-3
其他流动负债	325	325	325	325	归母净利润	44	125	189	242
流动负债合计	1,698	1,528	1,578	1,617					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	1,341	2,161	2,661	2,861	成长性				
其他非流动负债	507	507	507	507	营业收入增长率	3.3%	7.0%	7.1%	7.2%
非流动负债合计	1,848	2,668	3,168	3,368	归母净利润增长率	-69.3%	185.2%	51.4%	28.5%
负债合计	3,546	4,196	4,746	4,985	盈利能力				
所有者权益					毛利率	16.8%	18.6%	19.6%	20.2%
股本	320	320	320	320	四项费用/营收	11.6%	12.4%	11.8%	11.2%
股东权益	2,646	2,734	2,868	3,039	净利率	0.5%	4.1%	5.8%	7.0%
负债和所有者权益	6,192	6,931	7,614	8,025	ROE	1.6%	4.6%	6.6%	8.0%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.3%	60.5%	62.3%	62.1%
净利润	15	123	186	240	营运能力				
少数股东权益	-29	-2	-2	-3	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	256	179	180	173	应收账款周转率	19.3	22.8	26.1	28.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.8	4.3	4.9	5.2
营运资金变动	410	-223	16	-7	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	652	77	380	403	EPS	0.14	0.39	0.59	0.76
投资活动现金净流量	-773	171	172	166	P/E	81.3	28.5	18.8	14.6
筹资活动现金净流量	1124	925	527	182	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0
现金流量净额	1,004	1,173	1,079	751	P/B	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。