

天润乳业（600419）

2024 年报点评：业绩符合预期，25 年业绩弹性可期

增持（维持）

2025 年 04 月 22 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	2,973	3,164	3,372
同比（%）	12.62	3.33	6.02	6.42	6.57
归母净利润（百万元）	142.03	43.66	132.10	207.60	243.68
同比（%）	(27.71)	(69.26)	202.56	57.16	17.38
EPS-最新摊薄（元/股）	0.44	0.14	0.41	0.65	0.76
P/E（现价&最新摊薄）	24.60	80.01	26.45	16.83	14.34

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **公司发布 2024 年报：**2024 年公司营收 28.04 亿元，同比+3.3%；归母净利润 0.44 亿元，同比-69%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比-46%。2024Q4 实现营收 6.49 亿元，同比+2.8%；归母净利润 0.21 亿元，去年同期-47 万元；扣非归母净利 0.02 亿元，去年同期为-401 万元。业绩符合此前预告。

■ **疆外稳健扩张，疆内 24Q4 边际改善。**2024 年公司疆内/疆外收入分别同比-6.3%/+9.3%；2024Q4 疆内/疆外收入分别同比-3.4%/+4.6%。疆内收入下滑预计主因需求疲软、竞争加剧；疆外增长稳健预计主因公司加速推进疆外销售网络建设。24Q4 公司疆内经销商环比 24Q3+4 个，疆外环比 24Q3+7 个，疆外销售网络持续扩张。

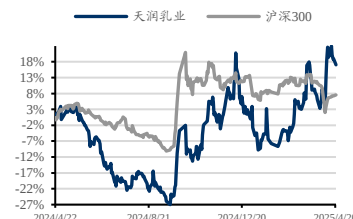
■ **常温业务承压，低温业务稳健增长。**2024 年常温/低温/畜牧业/其他收入分别同比 -2%/+3.5%/+14%/+64%；2024Q4 收入分别同比 -3%/+2%/+51%/+144%。公司常温业务疲软预计主因行业原奶供大于求导致常温奶竞争加剧，低温业务增长稳健主因新品拉动需求。2024 年公司乳制品销量 29.4 万吨，同比+3.4%，对应吨价同比-3.1%，吨价下行预计主因行业竞争激烈致减促增加。

■ **吨价下行致毛利率承压，24Q4 减值及营业外支出改善提振盈利。**24 年/24Q4 毛利率同比-2.4/-5.4pct，毛利率下行预计主因竞争激烈下吨价下行。24 年/24Q4 公司销售费用率同比+0.13/-1.6pct，24Q4 公司积极控费。24 年公司资产减值损失同比+60%，营业外支出占收入比重同比+1.48pct，我们预计减值损失和营业外支出增加主因行业供大于求下公司大包粉减值增加的同时加大了淘牛力度。24Q4 公司资产减值损失同比下降 65%，营业外支出占收入比重同比-5.1/-1.6pct，行业供需缓和下公司减值和营业外支出边际改善。综合来看 24 年/24Q4 公司归母净利率同比-3.7/+3.4pct，24Q4 公司盈利能力边际改善。

■ **盈利预测与投资评级：**2024 年公司业绩符合预期，我们略调整 25-26 年收入预期为 29.7/31.6 亿元（此前 25-26 年预期 29.4/31.2 亿元），新增 27 年预期为 33.7 亿元，同比+6%/+6%/+7%；考虑到 24Q4 公司净利率已有所修复，上调 25-26 年归母净利润预期至 1.3/2.1 亿元（此前 25-26 年预期为 1.0/1.7 亿元），并新增 27 年预期为 2.4 亿元，同比+203%/+57%/+17%，对应 PE 分别为 26/17/14x，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)	10.91
一年最低/最高价	6.74/11.87
市净率(倍)	1.46
流通 A 股市值(百万元)	3,493.28
总市值(百万元)	3,493.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.47
资产负债率(%，LF)	57.27
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 年三季报点评：经营底部已现，业绩超预期》

2024-10-30

《天润乳业(600419)：2024H1 业绩点评：疆外稳健扩张，牧业拖累盈利》

2024-08-26

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	1,789	2,036	2,309	营业总收入	2,804	2,973	3,164	3,372
货币资金及交易性金融资产	849	996	1,244	1,512	营业成本(含金融类)	2,334	2,422	2,549	2,697
经营性应收款项	167	171	178	184	税金及附加	14	15	16	17
存货	621	573	566	569	销售费用	155	161	170	180
合同资产	0	0	0	0	管理费用	106	109	116	124
其他流动资产	50	49	47	45	研发费用	27	28	29	31
非流动资产	4,505	4,595	4,647	4,708	财务费用	38	39	38	40
长期股权投资	18	17	16	15	加:其他收益	71	74	73	71
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)	(72)	(41)	(37)
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	203	278	316
其他非流动资产	1,280	1,342	1,396	1,450	营业外净收支	(114)	(72)	(28)	(23)
资产总计	6,192	6,384	6,682	7,017	利润总额	3	131	250	293
流动负债	1,698	1,749	1,818	1,892	减:所得税	(11)	21	40	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	603	623	643	663	净利润	15	110	210	246
经营性应付款项	756	780	807	839	减:少数股东损益	(29)	(22)	2	2
合同负债	73	77	79	81	归属母公司净利润	44	132	208	244
其他流动负债	266	269	289	310	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.41	0.65	0.76
非流动负债	1,848	1,899	1,950	2,001	EBIT	191	170	288	333
长期借款	377	427	477	527	EBITDA	470	530	697	791
应付债券	963	963	963	963	毛利率(%)	16.76	18.55	19.44	20.01
租赁负债	106	107	108	109	归母净利率(%)	1.56	4.44	6.56	7.23
其他非流动负债	402	402	402	402	收入增长率(%)	3.33	6.02	6.42	6.57
负债合计	3,546	3,648	3,768	3,893	归母净利润增长率(%)	(69.26)	202.56	57.16	17.38
归属母公司股东权益	2,413	2,525	2,701	2,908					
少数股东权益	233	211	213	216					
所有者权益合计	2,646	2,736	2,914	3,124					
负债和股东权益	6,192	6,384	6,682	7,017					

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	659	740	821	每股净资产(元)	7.47	7.82	8.37	9.01
投资活动现金流	(773)	(524)	(493)	(546)	最新发行在外股份(百万股)	320	320	320	320
筹资活动现金流	459	12	1	(6)	ROIC(%)	18.95	2.98	4.85	5.34
现金净增加额	338	147	248	268	ROE-摊薄(%)	1.81	5.23	7.69	8.38
折旧和摊销	280	361	410	458	资产负债率(%)	57.27	57.14	56.39	55.49
资本开支	(773)	(524)	(493)	(546)	P/E (现价&最新股本摊薄)	80.01	26.45	16.83	14.34
营运资本变动	130	6	14	16	P/B (现价)	1.46	1.40	1.30	1.21

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。

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>