

公司研究

牛只减值扰动利润，关注终端需求恢复

——天润乳业（600419.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：天润乳业发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 全年实现营业收入 28.04 亿元，同比+3.33%；归母净利润 4366 万元，同比-69.26%；扣非归母净利润 7601 万元，同比-45.78%。其中，24Q4 单季度实现营业收入 6.49 亿元，同比+2.76%；归母净利润 2139 万元，23 年同期为亏损 47 万元；扣非归母净利润 179 万元，23 年同期为亏损 401 万元。25Q1 实现营业收入 6.25 亿元，同比-2.50%；归母净亏损 7330 万元，24 年同期为盈利 454 万元；扣非归母净亏损 103 万元，24 年同期为盈利 2268 万元。

低温品类相对稳健，疆内适度加大促销力度。分品类看，25Q1 常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品营业收入分别为 3.47/2.39/0.17 亿元，分别同比-4.37%/-0.64%/-44.28%。其中低温品类相对稳健，常温品类终端竞争压力相对较大，25Q1 公司在疆内市场加大了促销力度。**分地区看，**25Q1 疆内/疆外市场营业收入分别为 3.55/2.51 亿元，分别同比-4.40%/-5.87%。疆外终端市场势头良好，特渠市场相对承压，疆外专卖店数量有所减少。截至 25Q1 末，疆内/疆外经销商分别为 385/568 家，经销商数量分别净减少 6/4 家。**分销售模式看，**25Q1 经销模式/直营模式营业收入分别为 5.45/0.60 亿元，分别同比-3.18%/-18.94%。

促销力度加大降低毛利率，牛只减值影响短期利润。毛利率方面，2024 全年/24Q4/25Q1 公司毛利率分别为 16.76%/12.15%/14.63%，25Q1 同比/环比分别为-1.81%/+2.47pcts。25Q1 毛利率同比下滑主要系公司加大疆内搭赠活动的力度。**费用端，**2024 全年/24Q4/25Q1 销售费用率分别为 5.53%/3.61%/6.87%，25Q1 同比/环比分别为+1.15%/+3.26pcts，同样系阶段性打折促销活动所致。2024 全年/24Q4/25Q1 管理费用率分别为 3.78%/4.26%/4.21%，25Q1 同比/环比分别为+0.07%/-0.05pcts。**综合来看，**2024 全年/24Q4/25Q1 归母净利率分别为 1.56%/3.30%/-11.74%，25Q1 利润端亏损主要系公司年初进行牛只减值淘汰处理，提前对部分青年牛及小牛淘汰，叠加喷粉减值和新农资产减值影响。**展望全年，**经 25Q1 牛只减值处理后，淘汰率回归正常水平，牛只扩群速度减缓，且预计后续喷粉减值压力降低，盈利能力有望逐步恢复。

盈利预测、估值与评级：考虑到终端动销有待修复，以及牛只减值计提的影响，下调 2025-2026 年归母净利润预测至 1.08/1.95 亿元（较前次分别下调 32.4%/18.0%），新增 2027 年归母净利润预测 2.47 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.34/0.61/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 29x/16x/13x，公司产品具备差异化优势，疆外拓展空间大，维持“买入”评级。

风险提示：疆外拓展不及预期，原材料价格上涨，新品拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,714	2,804	2,984	3,141	3,301
营业收入增长率	12.62%	3.33%	6.42%	5.25%	5.10%
归母净利润（百万元）	142	44	108	195	247
归母净利润增长率	-27.74%	-69.26%	147.83%	80.32%	26.61%
EPS（元）	0.44	0.14	0.34	0.61	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.94%	1.81%	4.30%	7.33%	8.76%
P/E	22	71	29	16	13
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：9.67 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

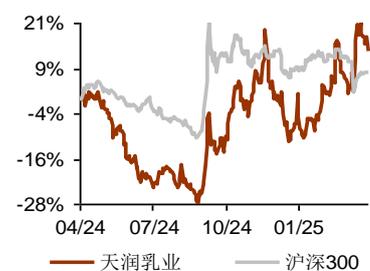
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.20
总市值(亿元):	30.96
一年最低/最高(元):	6.74/11.87
近 3 月换手率:	199.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.69	14.41	-1.61
绝对	-1.33	13.76	1.47

资料来源：Wind

相关研报

经营有望企稳，利润环比扭亏为盈——天润乳业（600419.SH）2024 年三季报点评（2024-11-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,714	2,804	2,984	3,141	3,301
营业成本	2,195	2,334	2,420	2,540	2,664
折旧和摊销	181	256	253	274	288
税金及附加	13	14	15	15	16
销售费用	147	155	165	174	183
管理费用	97	106	111	117	123
研发费用	25	27	28	30	31
财务费用	18	38	9	-3	-17
投资收益	1	-2	-2	-2	-2
营业利润	245	117	251	307	344
利润总额	173	3	116	210	266
所得税	33	-11	9	17	21
净利润	140	15	106	193	245
少数股东损益	-2	-29	-2	-2	-2
归属母公司净利润	142	44	108	195	247
EPS(元)	0.44	0.14	0.34	0.61	0.77

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	344	652	457	536	589
净利润	142	44	108	195	247
折旧摊销	181	256	253	274	288
净营运资金增加	-89	-82	0	-3	-4
其他	110	434	96	70	58
投资活动产生现金流	-1,069	-773	-402	-177	-302
净资本支出	-789	-773	-300	-250	-200
长期投资变化	19	18	0	0	0
其他资产变化	-299	-18	-102	73	-102
融资活动现金流	531	459	-329	156	135
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	983	582	-544	0	0
无息负债变化	669	-83	292	373	180
净现金流	-194	338	-273	516	423

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.1%	16.8%	18.9%	19.2%	19.3%
EBITDA 率	20.2%	20.5%	21.2%	21.0%	21.1%
EBIT 率	13.5%	11.3%	12.7%	12.2%	12.3%
税前净利润率	6.4%	0.1%	3.9%	6.7%	8.1%
归母净利润率	5.2%	1.6%	3.6%	6.2%	7.5%
ROA	2.5%	0.2%	1.8%	2.9%	3.6%
ROE (摊薄)	5.9%	1.8%	4.3%	7.3%	8.8%
经营性 ROIC	7.1%	33.1%	8.6%	9.3%	10.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	57%	55%	56%	56%
流动比率	0.90	0.99	1.19	1.44	1.81
速动比率	0.43	0.63	0.66	0.96	1.29
归母权益/有息债务	1.76	1.24	1.80	1.90	2.02
有形资产/有息债务	4.13	3.08	4.18	4.56	4.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,700	6,192	6,039	6,557	6,895
货币资金	511	849	576	1,091	1,514
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	143	126	135	142	149
应收票据	0	8	8	9	9
其他应收款 (合计)	21	11	12	12	13
存货	812	621	644	676	709
其他流动资产	48	39	39	39	39
流动资产合计	1,556	1,687	1,447	2,005	2,470
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	2,239	2,560	2,610	2,597	2,513
在建工程	510	317	249	199	160
无形资产	62	170	158	148	138
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	13	7	7	7	7
非流动资产合计	4,144	4,505	4,592	4,553	4,425
总负债	3,047	3,546	3,294	3,666	3,846
短期借款	476	544	0	0	0
应付账款	868	756	784	823	863
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	17	51	80	110
流动负债合计	1,725	1,698	1,218	1,389	1,363
长期借款	842	377	377	377	377
应付债券	0	963	963	963	963
其他非流动负债	135	398	629	830	1,036
非流动负债合计	1,323	1,848	2,076	2,277	2,483
股东权益	2,653	2,646	2,746	2,891	3,049
股本	320	320	320	320	320
公积金	1,468	1,468	1,479	1,499	1,523
未分配利润	664	664	755	883	1,018
归属母公司权益	2,391	2,413	2,514	2,662	2,821
少数股东权益	262	233	231	229	227

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.41%	5.53%	5.53%	5.53%	5.53%
管理费用率	3.57%	3.78%	3.73%	3.73%	3.73%
财务费用率	0.67%	1.35%	0.29%	-0.10%	-0.50%
研发费用率	0.91%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
所得税率	19%	NA	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.14	0.02	0.15	0.27	0.35
每股经营现金流	1.08	2.04	1.43	1.67	1.84
每股净资产	7.47	7.54	7.85	8.31	8.81
每股销售收入	8.48	8.76	9.32	9.81	10.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	22	71	29	16	13
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	8.9	7.7	6.6	5.7
股息率	1.4%	0.2%	1.5%	2.8%	3.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP