

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

Q2 净利润扭亏为盈，不强赎转债增强信心

2025年8月22日

事件：公司发布 2025 年半年报。25H1，公司实现营业收入 13.95 亿元，同比-3.30%；归母净利润-2186 万元，同比+21.68%；实现扣非归母净利润 5779 万元，同比+141.32%。其中，25Q2 公司实现营业收入 7.71 亿元，同比-3.94%；归母净利润 5145 万元，同比+258.54%；实现扣非归母净利润 5882 万元，同比+4533.75%。

点评：

- **乳业需求乏力，Q2 收入略降。**行业端看，Q2 乳制品行业仍处于供过于求的状态，奶价同环比继续下行，全国奶牛存栏量截至 5 月连续 7 个月下降。在此背景下，公司 Q2 收入略有下降。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 3.92 亿元、3.19 亿元和 3525 万元，同比分别-6.10%、-6.17%和+30.69%。分区域看，疆内和疆外分别实现收入 3.93 亿元和 3.56 亿元，同比分别+10.65%和-17.21%。
- **Q2 毛利率稳中有升，净利润扭亏为盈，扣非净利润大幅提升。**公司 Q2 实现毛利率 18.68%，同比+0.69pct，我们推测系大包粉销售下降所致。费用端看，整体费用率相对平稳，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-0.21pct、+0.38pct、-0.06pct、-0.08pct。Q2 公司资产减值损失/收入同比+6.11pct，主要系公司严格控制奶粉库存，计提存货减值较去年同期减少所致；其他收益/收入同比+4.38pct，主要系政府补贴增加所致；营业外支出环比 Q1 大幅下降，主要系淘汰牛只损失收窄。因此，公司在 Q2 实现 5145 万元净利润，同环比均实现扭亏为盈；实现扣非归母净利润 5882 万元，同比+4533.75%。
- **持续精进经营，降本增效成效显著。**销售端看，公司线上线多渠道拓展，一方面着手成立电商子公司，另一方面快速拓展疆内天润乳业渠道；公司同时把品牌传播与文旅相结合，提升品牌曝光度。乳业板块，公司升级设备、优化工艺并多元化采购，多方面降本增效；同时加强创新研发，上半年实现 8 款新品上市。牧业板块，公司根据市场情况加大牛只淘汰力度，Q2 末牛只存栏 5.44 万头，成母牛单产 11.7 吨，同比+10.48%。通过精细化管理，公斤奶成本降至 3.19 元/公斤，同比-11.14%。
- **可转债不强赎增强投资者信心。**8 月 16 日，公司公告，尽管已有十五个交易日公司收盘价不低于可转债转股价的 130%，但公司基于未来发展前景与内在价值的信心，结合当前的市场情况及公司实际情况，出于保护投资者利益的考虑，决定不提前赎回可转债。
- **盈利预测与投资评级：牛只淘汰大幅收缩，关注全年扣非净利润。**一方面，公司 Q2 淘汰牛只损失大幅收缩，净利润已扭亏为盈；另一方面，剔除淘汰牛只损失和政府补助等非经常性损益影响，公司上半年扣非净利润大幅增长 141.32%，我们预计全年扣非归母净利润净利润也有望

实现较大增幅。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.22/0.56/0.73 元，分别对应 2025-2027 年 52X/21X/16X 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	2,825	2,975	3,188
增长率 YoY %	12.6%	3.3%	0.8%	5.3%	7.1%
归母净利润(百万元)	142	44	71	179	233
增长率 YoY%	-27.7%	-69.3%	62.4%	152.8%	29.9%
毛利率%	19.1%	16.8%	17.0%	19.0%	19.9%
净资产收益率ROE%	5.9%	1.8%	2.8%	6.6%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.22	0.56	0.73
市盈率 P/E(倍)	26.05	67.27	52.48	20.76	15.98
市净率 P/B(倍)	1.57	1.24	1.48	1.37	1.25

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 21 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	2,127	2,222	2,443
货币资金	511	849	970	1,021	1,163
应收票据	0	8	0	0	0
应收账款	143	126	176	185	199
预付账款	21	33	35	36	38
存货	812	621	836	859	909
其他	69	50	110	121	134
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	6,956	6,990	7,090
流动负债	1,725	1,698	2,155	1,976	1,803
短期借款	476	544	777	561	307
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	868	756	900	925	979
其他	381	398	478	491	517
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	4,233	4,054	3,891
少数股东权益	262	233	213	217	217
归属母公司股东	2,391	2,413	2,510	2,719	2,982
负债和股东权益	5,700	6,192	6,956	6,990	7,090

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	2,825	2,975	3,188
同比(%)	12.6%	3.3%	0.8%	5.3%	7.1%
归母净利润	142	44	71	179	233
同比(%)	-27.7%	-69.3%	62.4%	152.8	29.9%
毛利率(%)	19.1%	16.8%	17.0%	19.0%	19.9%
ROE(%)	5.9%	1.8%	2.8%	6.6%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.14	0.22	0.56	0.73
P/E	26.05	67.27	52.48	20.76	15.98
P/B	1.57	1.24	1.48	1.37	1.25
EV/EBITDA	9.77	8.89	12.76	10.75	8.83

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	2,825	2,975	3,188
营业成本	2,195	2,334	2,346	2,411	2,553
营业税金及附加	13	14	17	18	19
销售费用	147	155	155	164	175
管理费用	97	106	105	110	115
研发费用	25	27	27	28	30
财务费用	18	38	60	65	59
减值损失合计	-49	-79	-26	-30	-30
投资净收益	1	-2	1	0	0
其他	75	68	140	102	94
营业利润	245	117	231	252	300
营业外收支	-72	-114	-187	-37	-26
利润总额	173	3	44	215	274
所得税	33	-11	-7	32	41
净利润	140	15	51	183	233
少数股东损益	-2	-29	-20	4	0
归母净利润	142	44	71	179	233
EBITDA	482	470	412	465	522
EPS(当年)(元)	0.45	0.14	0.22	0.56	0.73

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	476	537	586
净利润	140	15	51	183	233
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。