

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

Q4 收入增速转正，复苏趋势初显

2026年4月1日

事件：公司发布 2025 年年报。2025 年，公司实现营业收入 27.52 亿元，同比-1.87%；归母净利润 4148 万元，同比-4.99%；实现扣非归母净利润 7724 万元，同比+1.62%。其中，25Q4 公司实现营业收入 6.78 亿元，同比+4.59%；归母净利润 5210 万元，同比+143.56%；实现扣非归母净利润 70 万元，同比-60.93%。

点评：

- **Q4 收入改善，常低温同比增速回正。**尽管 25Q4 乳制品行业总体产量同比增速尚未回正，但公司收入表现优秀。分产品看，25Q4 常温乳制品、低温乳制品和畜牧业产品分别实现收入 3.69 亿元、2.59 亿元和 1748 万元，同比分别+6.20%、+1.10%和+3.13%，常低温同比增速均回正，同时常温收入环比也出现提升。分区域看，25Q4 疆内和疆外分别实现收入 3.45 亿元和 3.08 亿元，同比分别+11.90%和-4.09%，疆内延续 2025 年的复苏势头，同时疆外同比跌幅开始收窄，环比出现提升。
- **Q4 毛利率同环比提升，归母净利润符合预期。**公司 25Q4 实现 15.71% 的毛利率，同比+3.56pct，环比+0.99pct，同比的提升主要系 24Q4 毛利率基数较低。费用率端，25Q4 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+2.14pct、-0.37pct、-0.48pct 和-0.11pct。25Q4 其他收益/收入同比+5.14pct，主要系政府补助增加；营业外支出/收入同比+1.07pct，主要系生产性生物资产（奶牛）的处置损失。25Q4 公司归母净利润率达 7.68%，扣非归母净利润率达 0.10%。
- **牛群压力缓解，经营持续优化。**牧业板块方面，公司在 25Q1 主动淘汰低产奶牛后，牛群结构优化，截至 25 年末拥有 5.01 万头奶牛，平均成母牛年单产水平突破 12 吨。乳业板块方面，公司年产 20 万吨乳制品加工项目顺利建成并开始试生产；公司全年乳制品产量达 30.70 万吨，同比+3.21%。销售板块方面，公司持续多维营销，在疆内外多元化布局渠道，同时稳步推进电商业务优化升级，全年乳制品销量实现 30.68 万吨，同比+4.23%。
- **盈利预测与投资评级：阶段性拐点或已出现，期待持续复苏。**一方面，公司在 2025 年已成功优化牛群数量及结构，释放上游压力；另一方面，25Q4 公司销售端已开始展现复苏趋势，下游增长积极。同时，公司计划在 2026 年实现乳制品销量 32 万吨，预计实现营业收入 30 亿元。我们认为公司有望在供给稳定，需求好转的趋势下持续复苏。我们预计公司 2026-2028 年 EPS 为 0.16/0.32/0.49 元，分别对应 2026-2028 年 60X/30X/19X 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**

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,804	2,752	3,004	3,263	3,526
增长率 YoY %	3.3%	-1.9%	9.2%	8.6%	8.1%
归母净利润(百万元)	44	41	49	99	152
增长率 YoY%	-69.3%	-5.0%	18.4%	102.2%	52.9%
毛利率%	16.8%	16.1%	15.4%	15.6%	15.9%
净资产收益率ROE%	1.8%	1.7%	2.0%	3.8%	5.5%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.13	0.16	0.32	0.49
市盈率 P/E(倍)	67.27	75.29	60.23	29.79	19.48
市净率 P/B(倍)	1.24	1.28	1.20	1.14	1.06

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	1,687	1,469	1,818	2,011	2,558	
货币资金	849	710	590	667	1,106	
应收票据	8	5	0	0	0	
应收账款	126	113	179	204	220	
预付账款	33	23	38	41	44	
存货	621	577	906	981	1,056	
其他	50	41	105	118	131	
非流动资产	4,505	4,406	4,802	4,722	4,585	
长期股权投资	18	4	5	5	6	
固定资产(合计)	2,560	3,007	3,424	3,247	3,077	
无形资产	170	164	194	199	199	
其他	1,758	1,231	1,180	1,272	1,304	
资产总计	6,192	5,875	6,620	6,733	7,143	
流动负债	1,698	1,312	1,820	1,805	2,025	
短期借款	544	100	333	200	300	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	756	776	975	1,056	1,137	
其他	398	436	512	549	587	
非流动负债	1,848	1,913	2,143	2,143	2,153	
长期借款	377	385	585	585	585	
其他	1,471	1,528	1,558	1,558	1,568	
负债合计	3,546	3,225	3,963	3,948	4,178	
少数股东权益	233	201	190	188	186	
归属母公司股东	2,413	2,449	2,468	2,597	2,779	
负债和股东权益	6,192	5,875	6,620	6,733	7,143	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	2,804	2,752	3,004	3,263	3,526	
同比(%)	3.3%	-1.9%	9.2%	8.6%	8.1%	
归母净利润	44	41	49	99	152	
同比(%)	-69.3%	-5.0%	18.4%	102.2	52.9%	
毛利率(%)	16.8%	16.1%	15.4%	15.6%	15.9%	
ROE(%)	1.8%	1.7%	2.0%	3.8%	5.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.13	0.16	0.32	0.49	
P/E	67.27	75.29	60.23	29.79	19.48	
P/B	1.24	1.28	1.20	1.14	1.06	
EV/EBITDA	8.89	6.90	12.61	11.53	9.71	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	2,804	2,752	3,004	3,263	3,526	
营业成本	2,334	2,310	2,543	2,753	2,965	
营业税金及附加	14	19	20	22	24	
销售费用	155	172	210	206	215	
管理费用	106	103	111	121	127	
研发费用	27	21	28	30	32	
财务费用	38	26	25	29	30	
减值损失合计	-83	-40	-40	-32	-32	
投资净收益	-2	8	7	0	0	
其他	72	172	120	131	141	
营业利润	117	241	154	202	243	
营业外收支	-114	-231	-110	-87	-66	
利润总额	3	11	44	115	177	
所得税	-11	-4	7	17	27	
净利润	15	14	38	97	150	
少数股东损益	-29	-27	-11	-2	-2	
归母净利润	44	41	49	99	152	
EBITDA	470	588	355	370	405	
EPS(当年)(元)	0.14	0.13	0.16	0.32	0.49	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	652	749	266	482	527	
净利润	15	14	38	97	150	
折旧摊销	280	302	263	238	242	
财务费用	52	40	25	28	28	
投资损失	-2	2	-8	-7	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

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（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、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）。

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（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

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。