



25Q4 收入增速转正，疆内市场表现良好

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年报, 全年实现营业收入 27.5 亿元, 同比-1.9%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比-5%。其中 25Q4 实现营业收入 6.8 亿元, 同比增长 4.6%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+143.6%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.02 元(含税)。
- **25Q4 收入回归正增长, 疆内市场表现良好。** 1、分品类看, 25 全年常温乳制品、低温乳制品、畜牧业产品、其他产品分别实现收入 14.7 亿元(-2.3%)、10.8 亿元(-3.2%)、1 亿元(+9.4%)、0.2 亿元(+15.7%)。其中 25Q4 对应增速分别为+6.2%/+1.1%/+3.2%/-17.3%。常温奶受制于需求疲软及竞争加剧, 全年仍有所承压; 但 Q4 常温表现优于低温。25 全年公司实现乳制品销量 30.7 万吨, 同比增长 4.2%。2、分区域看, 25 全年疆内、疆外分别实现收入 14.5 亿元(+6.7%)、12.2 亿元(-11%), 其中 25Q4 疆内外收入分别为+11.9%/-4.1%。疆内市场受益于持续精耕实现增长; 疆外市场承压预计系外部需求较弱所致。
- **毛利率持续改善, Q4 盈利能力稳步提升。** 1、2025 年公司毛利率 16.1%, 同比-0.7pp; 其中 25Q4 毛利率 15.7%, 同比+3.6pp, Q4 毛利率改善预计与产品结构提升及畜牧成本降低有关。2、费用率方面, 25 全年销售费用率 6.2%, 同比增加 0.7pp; 主要系公司加大广宣费用投放。管理费用率 3.7%, 同比-0.1pp; 研发费用率 0.8%, 同比-0.2pp; 整体费用投放力度基本保持平稳态势。综合来看, 公司 25 全年实现净利率 0.5%, 同比基本持平; 其中 25Q4 净利率同比+5.5pp 至 7.4%, 主要系 Q4 政府补助较去年同期有所增长。
- **产品力行业领先, 疆内外扩张有序推进。** 1、产品端: 公司乳牧一体化运作, 自给率高且奶源优势明显且难以复制。依托于得天独厚的奶源优势和公司优秀的新品研发能力, 公司已形成完善的产品矩阵。产品口味独特, 消费者复购率高, 可支撑后续高增长。2、公司坚持疆内、疆外并重的市场策略, 通过渠道下沉和开拓南疆市场, 进一步巩固疆内优势, 从而为向疆外扩张打下坚实基础; 以酸奶、白奶等优势产品为抓手, 加速向疆外市场扩张。疆内拓展广度+深度结合; 疆外市场明晰层级, 聚焦重点市场、通过专卖店等差异化渠道避开和乳业巨头的直接竞争, 持续加大对于疆外的扩张力度。展望未来, 随着奶价在行业逐步去化后有望企稳筑底, 后续公司盈利能力有望持续提升。
- **盈利预测:** 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元、0.55 元, 对应动态 PE 分别为 25 倍、20 倍、17 倍。
- **风险提示:** 外购原奶价格大幅上涨风险; 奶牛养殖成本大幅上涨风险; 全国化拓展不及预期风险, 国内乳制品消费需求持续疲软风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	27.52	29.66	31.54	33.32
增长率	-1.87%	7.78%	6.35%	5.64%
归属母公司净利润(亿元)	0.41	1.21	1.52	1.75
增长率	-4.99%	191.66%	25.48%	15.05%
每股收益 EPS(元)	0.13	0.38	0.48	0.55
净资产收益率 ROE	0.54%	4.41%	5.27%	5.75%
PE	73	25	20	17
PB	1.15	1.11	1.05	1.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhz@swsc.com.cn

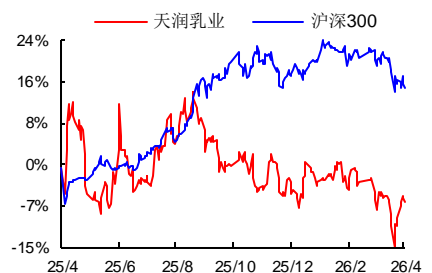
分析师: 舒尚立

执业证号: S1250523070009

电话: 023-63786049

邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.16
流通 A 股(亿股)	3.16
52 周内股价区间(元)	8.62-11.62
总市值(亿元)	29.94
总资产(亿元)	58.75
每股净资产(元)	7.69

相关研究

1. 天润乳业(600419): Q3 疆内稳健增长, 静待后续行业回暖 (2025-10-28)
2. 天润乳业(600419): 减值压力逐步放缓, Q2 盈利能力明显改善 (2025-08-26)
3. 天润乳业(600419): 24 年平稳收官, 疆外市场表现亮眼 (2025-05-08)

关键假设：

1) 随着公司疆内持续深耕，叠加疆外稳步扩张，预计 2026-2028 年常温乳制品收入增速分别为 7%、5%、3%。原奶价格有望逐步企稳回升，预计 2026-2028 年常温毛利率分别为 17.5%、18%、18%。

2) 公司的酸奶口味创新能力强，随着爱克林酸奶新品、桶装酸奶等贡献新增量，低温乳制品保持平稳增长，预计 2026-2028 年低温乳制品收入增速分别为 6%、4%、4%；预计 2026-2028 年低温毛利率分别为 22%、23%、23%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
常温乳制品	收入	1465	1568	1646	1695
	YOY	-2.3%	7.0%	5.0%	3.0%
	成本	1219	1293	1350	1390
	毛利率	16.8%	17.5%	18.0%	18.0%
低温乳制品	收入	1082	1147	1192	1240
	YOY	-3.2%	6.0%	4.0%	4.0%
	成本	861	894	918	955
	毛利率	20.4%	22.0%	23.0%	23.0%
畜牧业产品	收入	101	116	139	166
	YOY	9.4%	15.0%	20.0%	20.0%
	成本	106	133	153	183
	毛利率	-5.5%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
其他主营业务	收入	17.7	23.0	29.9	38.9
	YOY	15.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	13.2	17.7	23.0	29.9
	毛利率	25.4%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务	收入	87.1	113.2	147.2	191.4
	YOY	8.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	110.7	101.9	132.5	172.2
	毛利率	-27.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	2752	2966	3154	3332
	YOY	-1.9%	7.8%	6.3%	5.6%
	成本	2310	2440	2576	2730
	毛利率	16.1%	17.7%	18.3%	18.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27.52	29.66	31.54	33.32	净利润	0.14	1.21	1.52	1.75
营业成本	23.10	24.40	25.76	27.30	折旧与摊销	2.80	1.99	2.10	2.19
营业税金及附加	0.19	0.17	0.18	0.20	财务费用	0.26	0.97	0.97	0.93
销售费用	1.72	1.78	1.64	1.70	资产减值损失	-0.31	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	1.03	1.10	1.14	1.17	经营营运资本变动	1.29	-0.75	0.05	0.24
财务费用	0.26	0.97	0.97	0.93	其他	3.31	0.55	0.51	0.53
资产减值损失	-0.31	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	7.49	3.47	4.63	5.13
投资收益	0.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.64	-2.50	-2.50	-2.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.30	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.94	-2.50	-2.50	-2.50
营业利润	2.41	1.74	2.36	2.53	短期借款	-4.44	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.31	-0.32	-0.57	-0.47	长期借款	0.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.11	1.42	1.79	2.05	股权融资	-0.60	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.04	0.21	0.27	0.31	支付股利	-0.06	-0.05	-0.15	-0.18
净利润	0.14	1.21	1.52	1.75	其他	0.09	-1.80	-0.97	-0.93
少数股东损益	-0.27	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.95	-1.84	-1.11	-1.11
归属母公司股东净利润	0.41	1.21	1.52	1.75	现金流量净额	-1.40	-0.88	1.02	1.52
资产负债表 (百亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7.10	6.22	7.24	8.76	成长能力				
应收和预付款项	1.50	1.78	1.84	1.94	销售收入增长率	-1.87%	7.78%	6.35%	5.64%
存货	5.77	6.04	6.41	6.79	营业利润增长率	105.48%	-27.70%	35.17%	7.23%
其他流动资产	0.33	0.35	0.37	0.39	净利润增长率	-4.83%	753.26%	25.48%	15.05%
长期股权投资	0.04	0.04	0.04	0.04	EBITDA 增长率	32.28%	-13.96%	15.18%	4.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	30.23	30.79	31.24	31.60	毛利率	16.06%	17.73%	18.33%	18.06%
无形资产和开发支出	1.66	1.61	1.57	1.53	三费率	10.92%	12.96%	11.86%	11.38%
其他非流动资产	12.13	12.12	12.11	12.11	净利率	0.52%	4.08%	4.81%	5.24%
资产总计	58.75	58.95	60.82	63.16	ROE	0.54%	4.41%	5.27%	5.75%
短期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	ROA	0.24%	2.05%	2.50%	2.77%
应付和预收款项	8.51	9.11	9.50	10.11	ROIC	13.95%	8.83%	10.42%	10.68%
长期借款	3.85	3.85	3.85	3.85	EBITDA/销售收入	19.88%	15.87%	17.19%	16.93%
其他负债	18.89	17.53	17.66	17.82	营运能力				
负债合计	32.25	31.50	32.00	32.78	总资产周转率	0.46	0.50	0.53	0.54
股本	3.16	3.16	3.16	3.16	固定资产周转率	0.99	1.00	1.07	1.16
资本公积	13.17	13.17	13.17	13.17	应收账款周转率	17.99	18.73	18.47	18.50
留存收益	7.95	9.12	10.49	12.05	存货周转率	3.84	4.10	4.10	4.11
归属母公司股东权益	24.49	25.44	26.81	28.37	销售商品提供劳务收到现金营业收入	112.18%	—	—	—
少数股东权益	2.01	2.01	2.01	2.01	资本结构				
股东权益合计	26.50	27.45	28.82	30.39	资产负债率	54.89%	53.43%	52.61%	51.89%
负债和股东权益合计	58.75	58.95	60.82	63.16	带息债务/总负债	45.68%	46.77%	46.03%	44.95%
					流动比率	1.12	1.16	1.23	1.31
					速动比率	0.68	0.67	0.73	0.81
					股利支付率	15.21%	3.84%	9.78%	10.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	5.47	4.71	5.42	5.64	每股收益	0.13	0.38	0.48	0.55
PE	73.24	25.11	20.01	17.40	每股净资产	8.40	8.70	9.13	9.63
PB	1.15	1.11	1.05	1.00	每股经营现金	2.37	1.10	1.47	1.63
PS	1.10	1.02	0.96	0.91	每股股利	0.02	0.01	0.05	0.06
EV/EBITDA	4.86	5.70	4.76	4.31					
股息率	0.21%	0.15%	0.49%	0.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
