

减值压力环比降低，盈利能力逐步修复

2025 年 08 月 24 日

► **事件：**公司于 8 月 22 日发布 2025 年半年报，25H1 实现营收 13.95 亿元，同减 3.30%；实现归母净利润-0.22 亿元，同比减亏；扣非归母净利润 0.58 亿元，同增 141.32%。单二季度，公司实现营收 7.71 亿元，同减 3.94%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润 0.59 亿元。公司经历一季度主动调整后，业绩逐步企稳修复，扣非净利润显著改善。

► **加速淘汰低产牛只，疆内区域改善。**公司 25H1 实现乳制品销量 16.23 万吨，同增 8.89%，**分产品看**，25H1 常温乳制品收入 7.38 亿元，同比-5.30%；低温乳制品收入 5.58 亿元，同比-3.88%；竞争加剧导致公司延续以价换量策略，研发储备零添加酸奶、鲜奶茶等 60 余款新品，上市奶皮子酸奶等 8 款新品。畜牧业产品 25H1 收入 0.53 亿元，同比-9.45%，单 Q2 单季收入 0.35 亿元，同比+31%，主因肉价回暖及公牛销售策略调整为落地即售，喷粉亏损减少。25Q2 存栏降至 5.44 万头，牛只单产提升至 11.70 吨/年（同比+10.48%），减少喷粉减值压力。**分区域看**，25H1 疆内地区收入 7.48 亿元，同比+2.96%，得益于景区渠道布局（如乌鲁木齐 T4 航站楼、喀纳斯景点）及南疆民族市场渗透；疆外地区特渠需求疲软及常温产品价格战冲击实现收入 6.07 亿元，同比-12.87%。**经销商方面**，25H1 末疆内增加 1 家至 392 家，疆外增加 8 家至 580 家，合计经销商 972 家。

► **Q2 毛利率回升，盈利逐步改善。**生鲜乳收购价连续走低，净利率短期承压。25H1 公司减少喷粉缓解原奶过剩，实现毛利率 16.87%，同减 0.43pcts；24Q2 毛利率 18.68%，同增 0.70pcts。上半年公司加大品宣和促销费用投入，销售费用率 6.37%，同增 0.39pcts；管理费用率 3.78%，同增 0.24pcts；公司 25H1 归母净利率为-1.57%，同增 0.37pcts；24Q2 归母净利率为 6.67%，同增 10.72pcts，公司淘汰低生产价值牛只，25H1 非流动性资产处置损益-1.65 亿元。

► **投资建议：**公司作为新疆龙头乳企，行业供需压力环境下经营韧性凸显，盈利能力边际改善，后续伴随行业奶源阶段性过剩改善，原奶价格有望迎来拐点，建议观察后续生鲜乳成本及公司疆外扩张节奏。公司制定 25 年经营计划，目标实现乳制品销量、营业收入分别为 31 万吨、30 亿元，同比+5.33%、+6.99%。我们预计公司 25~27 年营收分别为 28.37、29.34、31.03 亿元，归母净利润分别为 0.77、1.86、2.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 47、19、17X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**上游奶源供应风险；资产损益持续增加；疆外竞争加剧；食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

11.50 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.天润乳业 (600419.SH) 2024 年年报点评：扩张节奏稳健，静待盈利弹性释放-2025/04/20
- 2.天润乳业 (600419.SH) 2024 年三季报点评：原奶成本下降叠加减值转回，盈利能力边际改善-2024/10/30
- 3.天润乳业 (600419.SH) 2024 年中报点评：短期业绩承压，疆外扩张趋势延续-2024/08/23
- 4.天润乳业 (600419.SH) 2023 年年报点评：并表拖累短期业绩，疆外扩张稳步推进-2024/04/17
- 5.天润乳业 (600419.SH) 2023 年三季报点评：收购新农影响短期业绩，静待整合优化-2023/10/25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,804	2,837	2,934	3,103
增长率 (%)	3.3	1.2	3.4	5.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	77	186	217
增长率 (%)	-69.3	75.4	143.5	16.4
每股收益 (元)	0.14	0.24	0.59	0.69
PE	83	47	19	17
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,804	2,837	2,934	3,103
营业成本	2,334	2,401	2,391	2,502
营业税金及附加	14	13	13	14
销售费用	155	155	151	159
管理费用	106	94	93	99
研发费用	27	14	11	14
EBIT	191	210	332	376
财务费用	38	21	25	28
资产减值损失	-79	-63	-63	-65
投资收益	-2	1	1	1
营业利润	117	129	248	286
营业外收支	-114	-37	-27	-26
利润总额	3	92	221	260
所得税	-11	12	29	34
净利润	15	80	192	226
归属于母公司净利润	44	77	186	217
EBITDA	470	511	668	739

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	849	674	644	699
应收账款及票据	134	125	129	137
预付款项	33	29	29	30
存货	621	647	592	633
其他流动资产	50	73	85	85
流动资产合计	1,687	1,547	1,478	1,584
长期股权投资	18	18	18	19
固定资产	2,560	2,960	3,190	3,420
无形资产	170	170	170	170
非流动资产合计	4,505	4,751	4,984	5,212
资产合计	6,192	6,299	6,462	6,796
短期借款	544	414	434	484
应付账款及票据	756	820	751	785
其他流动负债	398	433	431	452
流动负债合计	1,698	1,668	1,616	1,721
长期借款	377	407	417	427
其他长期负债	1,471	1,509	1,534	1,554
非流动负债合计	1,848	1,916	1,951	1,981
负债合计	3,546	3,584	3,567	3,702
股本	320	316	316	316
少数股东权益	233	236	242	251
股东权益合计	2,646	2,715	2,895	3,093
负债和股东权益合计	6,192	6,299	6,462	6,796

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.33	1.16	3.42	5.74
EBIT 增长率	-32.60	10.00	58.14	13.14
净利润增长率	-69.26	75.36	143.52	16.42
盈利能力 (%)				
毛利率	16.76	15.35	18.50	19.36
净利率	1.56	2.70	6.35	7.00
总资产收益率 ROA	0.71	1.22	2.89	3.19
净资产收益率 ROE	1.81	3.09	7.03	7.64
偿债能力				
流动比率	0.99	0.93	0.91	0.92
速动比率	0.59	0.49	0.49	0.50
现金比率	0.50	0.40	0.40	0.41
资产负债率 (%)	57.27	56.90	55.20	54.48
经营效率				
应收账款周转天数	17.30	15.93	15.56	15.41
存货周转天数	110.49	95.06	93.27	88.12
总资产周转率	0.47	0.45	0.46	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.24	0.59	0.69
每股净资产	7.65	7.85	8.41	9.01
每股经营现金流	2.07	1.78	1.92	2.24
每股股利	0.02	0.04	0.09	0.10
估值分析				
PE	83	47	19	17
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.94	9.14	6.99	6.33
股息收益率 (%)	0.18	0.32	0.78	0.91

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15	80	192	226
折旧和摊销	280	301	336	363
营运资金变动	130	52	-48	-12
经营活动现金流	652	562	606	707
资本开支	-773	-576	-603	-632
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-773	-580	-602	-631
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-397	-95	38	70
筹资活动现金流	459	-157	-34	-21
现金净流量	338	-175	-30	55

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048