

存栏持续去化，需求承压延续

2025 年 10 月 26 日

➤ **事件：**公司于 10 月 23 日发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营收 20.74 亿元，同减 3.81%；实现归母净利润-0.11 亿元，同比由盈转亏；扣非归母净利润 0.77 亿元，同增 3.12%。单三季度，公司实现营收 6.78 亿元，同减 4.84%；实现归母净利润 0.11 亿元，同减 77.60%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同减 62.71%。

➤ **常温系列相对稳定，疆内区域收入增长。**公司 2025 年 1-9 月实现乳制品销量 22.68 万吨，较上年同期增长 1.91%，**分产品看**，25Q3 常温乳制品收入 3.58 亿元，同比-3.81%；低温乳制品收入 2.64 亿元，同比-5.87%；25Q3 公司丰富产品矩阵，陆续推出“石榴红了”“八楼记忆爱了”爱克林系列低温酸奶、大杯手工酸奶、芭乐口味奶啤等新品。畜牧业产品 25Q3 收入 0.31 亿元，同比+80.08%，25Q3 期末牛只存栏降至 5.19 万头，全群成母牛占比提高至 56%，养殖效率有所提升。**分区域看**，25Q3 疆内地区收入 3.58 亿元，同比+10.16%，增长表现较优；疆外地区实现收入 3.00 亿元，同比-13.68%。行业供需压力下，公司疆外渠道持续扩张网点数量，产品进入麦德龙、好想来、银座等系统门店，同时增加部分已合作零食、商超连锁渠道新品铺市计划。**经销商方面**，25Q3 末疆内增加 1 家至 388 家，疆外增加 8 家至 574 家，合计经销商 962 家。**产能方面**，25 年 9 月公司年产 20 万吨乳制品加工项目已基本建设完成，并投入生产试运营。

➤ **减值扰动下，Q3 盈利能力承压。**公司加大低生产价值牛只淘汰力度、计提学生奶和哺育工程奶应收账款坏账准备，盈利能力有所承压。25Q3 实现毛利率 14.72%，同减 5.15pcts；25Q3 净利率为 0.64%，同减 5.68pcts，下滑较为明显。公司加大品宣和促销费用投入，25Q3 销售费用率为 6.46%，同增 0.06pcts；管理费用率 3.49%，同减 0.36pcts。

➤ **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，盈利能力边际减弱，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。我们预计公司 25~27 年营收分别为 27.50、29.57、32.00 亿元，归母净利润分别为 0.27、1.24、1.87 亿元，当前股价对应 PE 分别为 116、25、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：

9.96 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@glms.com.cn

相关研究

1.天润乳业 (600419.SH) 2025 年半年报点评：减值压力环比降低，盈利能力逐步修复-2025/08/25

2.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

3.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

4.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

5.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

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	2,750	2,957	3,200
增长率 (%)	3.3	-1.9	7.5	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	27	124	187
增长率 (%)	-69.3	-38.1	357.3	51.4
每股收益 (元)	0.14	0.09	0.39	0.59
PE	72	116	25	17
PB	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 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	2,750	2,957	3,200
营业成本	2,334	2,361	2,461	2,602
营业税金及附加	14	12	12	14
销售费用	155	150	155	166
管理费用	106	96	101	109
研发费用	27	27	27	29
EBIT	191	151	259	342
财务费用	38	21	26	30
资产减值损失	-79	-63	-63	-65
投资收益	-2	1	1	1
营业利润	117	69	173	250
营业外收支	-114	-37	-27	-26
利润总额	3	32	146	224
所得税	-11	4	19	29
净利润	15	28	127	195
归属于母公司净利润	44	27	124	187
EBITDA	470	452	595	705

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	849	615	535	569
应收账款及票据	134	121	130	141
预付款项	33	28	30	31
存货	621	636	609	658
其他流动资产	50	73	85	85
流动资产合计	1,687	1,473	1,388	1,484
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	4,752	4,985	5,213
资产合计	6,192	6,225	6,373	6,697
短期借款	544	414	434	484
应付账款及票据	756	807	773	817
其他流动负债	398	430	434	457
流动负债合计	1,698	1,651	1,641	1,758
长期借款	377	407	417	427
其他长期负债	1,471	1,504	1,529	1,549
非流动负债合计	1,848	1,911	1,946	1,976
负债合计	3,546	3,562	3,587	3,734
股本	320	316	316	316
少数股东权益	233	234	238	246
股东权益合计	2,646	2,663	2,786	2,962
负债和股东权益合计	6,192	6,225	6,373	6,697

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	-1.94	7.53	8.20
EBIT 增长率	-32.60	-21.09	71.88	32.15
净利润增长率	-69.26	-38.09	357.31	51.37
盈利能力 (%)				
毛利率	16.76	14.13	16.77	18.68
净利率	1.56	0.98	4.18	5.85
总资产收益率 ROA	0.71	0.43	1.94	2.79
净资产收益率 ROE	1.81	1.11	4.85	6.89
偿债能力				
流动比率	0.99	0.89	0.85	0.84
速动比率	0.59	0.46	0.42	0.42
现金比率	0.50	0.37	0.33	0.32
资产负债率 (%)	57.27	57.22	56.28	55.76
经营效率				
应收账款周转天数	17.30	16.18	15.27	15.24
存货周转天数	110.49	95.85	91.09	87.68
总资产周转率	0.47	0.44	0.47	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.09	0.39	0.59
每股净资产	7.65	7.70	8.08	8.61
每股经营现金流	2.07	1.60	1.74	2.14
每股股利	0.02	0.01	0.06	0.09
估值分析				
PE	72	116	25	17
PB	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.77	9.13	6.93	5.85
股息收益率 (%)	0.21	0.13	0.60	0.90

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15	28	127	195
折旧和摊销	280	301	336	363
营运资金变动	130	50	-41	-12
经营活动现金流	652	505	549	676
资本开支	-773	-576	-603	-632
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-773	-576	-602	-631
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-397	-96	38	70
筹资活动现金流	459	-163	-26	-11
现金净流量	338	-234	-80	34

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