



新疆天润乳业股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0524 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 16 日

本次跟踪发行人及评级结果	新疆天润乳业股份有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“天润转债”	AA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于新疆天润乳业股份有限公司（以下简称“天润乳业”或“公司”）作为新疆地区领先的综合性乳企，产能提升为后续发展提供支撑，奶源自给率高且品质佳，差异化产品与同业形成错位竞争，股东有力支持以及畅通多元的融资渠道等方面的优势。同时中诚信国际也关注到乳制品行业周期性承压对公司经营业绩产生较大影响，销售区域与渠道拓展和新增产能市场消纳面临挑战以及财务杠杆和食品安全风险控制等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，新疆天润乳业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：市场占有率显著提升，区域拓展取得显著成效，优势区域明显增加；营业收入大幅增长且具有持续性；债务稳步下降且资本实力增强带动财务杠杆水平明显降低。 可能触发评级下调因素：出现食品安全问题导致市场地位及品牌影响力显著下降；业务规模大幅萎缩，盈利及获现能力大幅弱化；财务杠杆攀升；股东实力明显弱化，对公司支持力度大幅降低。	
正 面		
■ 公司系新疆地区领先的综合性乳企，跟踪期内产能进一步提高，为后续发展提供有力支撑 ■ 奶源自给率居行业领先水平，且牧场集中在天山南北地区，为奶源品质提供了得天独厚的自然条件 ■ 差异化产品与同业形成错位竞争 ■ 能够持续获得股东有力支持，且融资渠道畅通，跟踪期内可转债成功发行进一步拓宽融资渠道		
关 注		
■ 跟踪期内乳制品行业周期性承压对公司经营业绩产生较大影响 ■ 行业竞争激烈，需持续关注销售区域及渠道的拓展情况以及新增产能的市场消纳情况 ■ 债务规模有所上升，需关注未来财务杠杆的控制情况 ■ 食品安全风险控制		

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：熊 攀 pxiong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

天润乳业（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	39.36	57.00	61.92	57.90
所有者权益合计（亿元）	25.38	26.53	26.46	25.57
负债合计（亿元）	13.98	30.47	35.46	32.32
总债务（亿元）	4.81	14.62	20.49	18.51
营业总收入（亿元）	24.10	27.14	28.04	6.25
净利润（亿元）	2.01	1.40	0.15	-0.89
EBIT（亿元）	2.46	2.78	1.63	--
EBITDA（亿元）	3.86	4.77	4.43	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.01	3.44	6.52	0.48
营业毛利率（%）	17.89	19.11	16.76	14.63
总资产收益率（%）	6.24	5.77	2.74	--
EBIT 利润率（%）	10.20	10.24	5.81	--
资产负债率（%）	35.53	53.46	57.27	55.83
总资本化比率（%）	15.95	35.53	43.64	41.99
总债务/EBITDA（X）	1.25	3.07	4.63	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	28.50	14.87	8.85	--
FFO/总债务（X）	0.78	0.33	0.23	--

注：1、中诚信国际根据天润乳业提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计 2025 年度一季报整理；其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	产能（万吨）	营业总收入（亿元）	存货周转率（X）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA（X）
新乳业	126.13	106.65	10.52	8.61	49.80	2.24
天润乳业	42.11	28.04	3.26	5.81	43.64	4.63

中诚信国际认为，天润乳业在疆内市场份额领先，渠道布局完善，疆外市场在积极开拓中，销售规模逐年上升，公司差异化产品与同业形成错位竞争；原奶自给率很高且品质佳，为公司长远发展提供基础保障，但近年来面临一定的业绩压力，因并购和项目建

设，公司财务杠杆持续上升，偿债指标有所下降，但作为新疆生产建设兵团第十二师下属重要的上市公司，其地位重要，能够持续获得有力的外部支持。

注：新乳业是“新希望乳业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

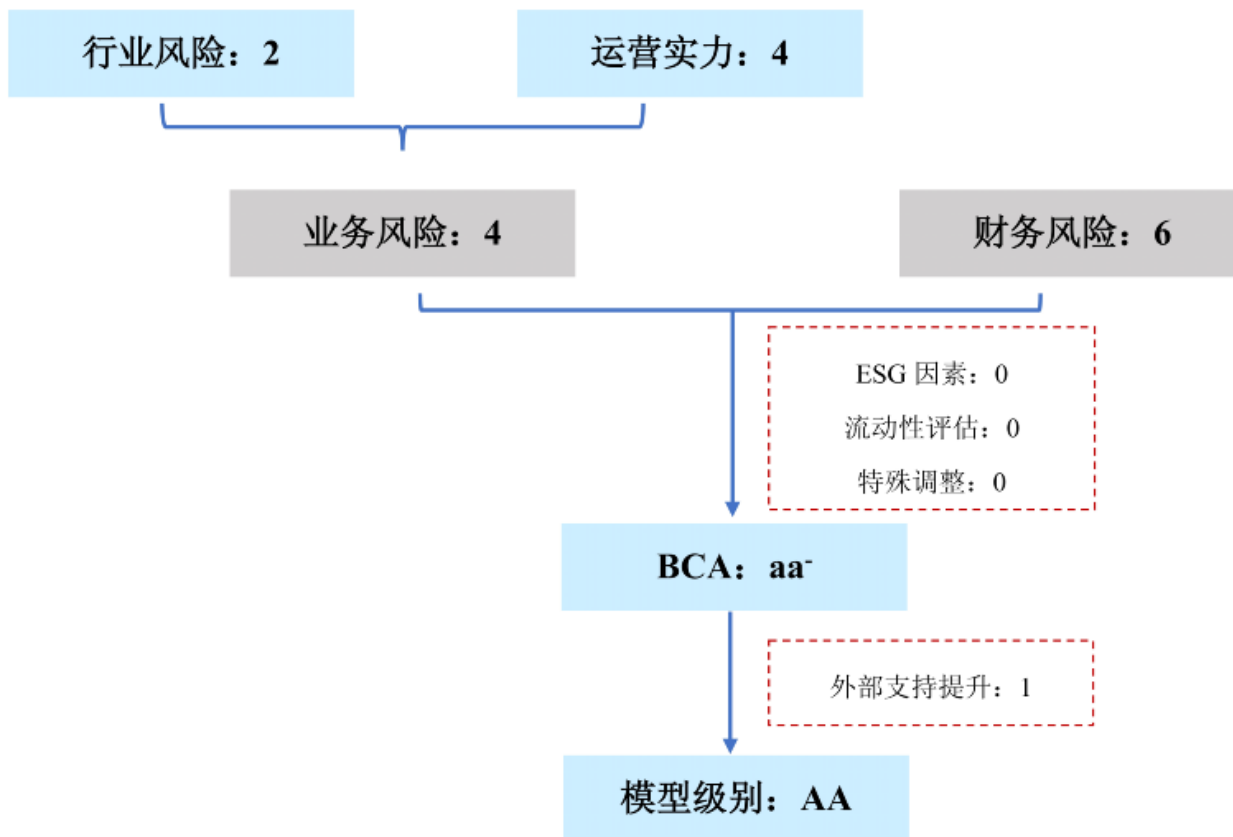
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
天润转债	AA	AA	2024/6/25 至本报告出具日	9.90/9.90	2024/10/24~2030/10/24	回售、赎回、转股

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
天润乳业	AA/稳定	AA/稳定	2024/6/25 至本报告出具日

● 评级模型

新疆天润乳业股份有限公司评级模型打分(C090402_2024_04_2025_1)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持：公司实际控制人为新疆生产建设兵团第十二师国有资产监督管理委员会（以下简称“十二师国资委”），其对公司重视程度较高，可在业务拓展、资源整合、流动性等多方面给予公司支持。此外，公司综合实力位列十二师国资委下属企业前列，为区域经济和产业发展提供了有力支持，当地政府对公司支持意愿亦很强，外部支持调升 1 个子级。

方法论：中诚信国际饮料乳品行业评级方法与模型 C090402_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

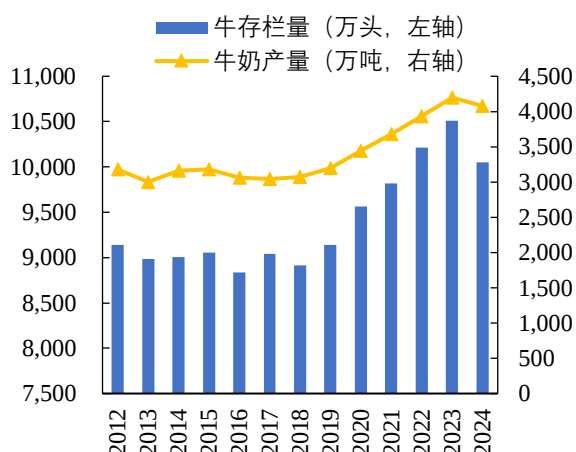
详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来乳制品行业供需格局仍未发生根本性的转变，乳企承受更大的竞争压力，原奶自给率高的企业面临更大的挑战，但牛只存栏量及牛奶产量已出现下行迹象，行业供需错配格局或将逐步缓解。未来乳制品行业发展潜力仍然较大，其中下沉市场和低温产品的增长空间更大；近年来行业收并购放缓，短期行业仍将呈现“两超多强”的竞争格局。

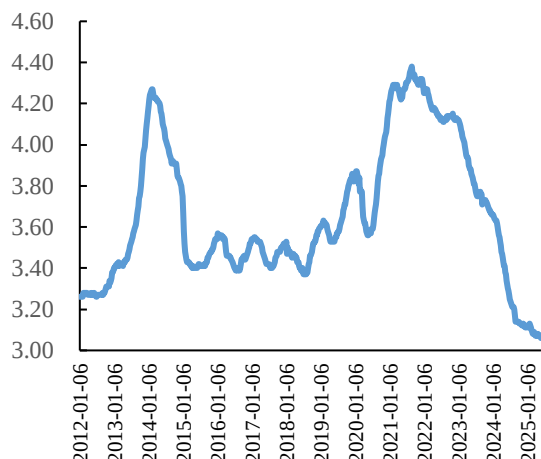
近年来，乳制品行业周期性承压，市场竞争日益激烈。根据国家统计局数据，2024 年全年国内牛奶产量 4,079 万吨，同比下降 2.8%，为近年来首次负增长，但仍处于较高水平，原奶市场价格深度下滑。农业农村部数据显示，截至 2025 年 5 月末，主产区生鲜乳价格已经下降至 3.06 元/公斤，仍未出现回弹迹象。原奶价格下降或可部分缓解主要依赖外购奶源的乳企成本压力，但对于自有牧场奶源占比较高的乳企而言，将受到一定负面影响。尼尔森 IQ 数据显示，2024 年乳品全渠道销售额同比有所下滑，乳制品生产企业面临的市场竞争压力加大。根据国家统计局数据，2024 年末牛只存栏量已呈同比下滑态势，到 2025 年一季度末，牛只存栏量进一步回落，接近 2022 年同期水平，按此趋势，未来随着牛只数量逐步减少，牛奶产量规模收窄，行业供需错配格局或将逐步缓解。

图 1：近年来牛只存栏量及牛奶产量情况



资料来源：ifind，中诚信国际整理

图 2：近年来主产区原奶平均价格走势（元/公斤）



资料来源：ifind，中诚信国际整理

中诚信国际认为，短期内行业供需错配仍将制约乳企经营发展。但从增长潜力来看，目前我国奶类消费处于较低水平，人均年消费量约占全球平均水平的三分之一、亚洲平均水平的二分之一。

随着国民消费水平的提升以及健康饮食理念的普及，未来乳制品行业仍有较大增长空间，其中低能级城市及乡村等下沉市场未来发展潜力更大。此外，目前低温乳制品消费整体占比较小，随着冷链等基础设施的完善，低温产品的渗透率将有较大提升空间。

从终端竞争格局来看，我国乳制品市场参与者众多，行业竞争尤为激烈。然而，受奶源分布、物流配送能力等条件限制，中国乳制品行业呈现出少数全国性大乳企以及众多区域性中小乳企两级分化但又二者并存的状态。部分乳企通过加大对地方性乳企收购拓展业务范围，但随着行业发展放缓，收并购节奏趋缓。**中诚信国际认为**，乳制品行业短期仍将呈现“两超多强”的竞争格局：蒙牛和伊利作为我国液态奶市场上的两大全国性龙头企业市场占有率及营业收入远超其他乳企；以新乳业、君乐宝、三元乳业、光明乳业、天润乳业等为代表的腰部企业则需在产品创新、渠道控制等方面直面来自头部厂商和新兴品牌的双重挑战。

中诚信国际认为，跟踪期内，公司产能产量持续增长，在疆外市场拓展带动下，销量延续增长态势，公司奶源自给率达到极高水平，但受行业周期影响，公司业绩有所承压，需关注行业周期变化、未来市场拓展以及产能利用率提升情况。

2024 年以来公司股权结构无较大变化，经营管理架构稳定，三大板块紧密协同，产品销售以新疆为基础持续向全国拓展，乳品加工专注质量，牧业养殖侧重优化牛群结构，战略定位清晰。

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化。截至 2025 年 3 月末，公司实收资本为 3.20 亿元，控股股东为新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司（以下简称“十二师国资公司”），直接持股 31.10%。公司的实际控制人为十二师国资委。

2024 年 12 月 23 日，公司联合中国农业大学、新疆农业大学等科研院所，成立天山鲁兵奶业产业研究院（第十二师），注册资本 3.00 万元，持股比例 100.00%，重点聚焦奶牛养殖成本控制。上述事项对公司报表影响较小，同时涉及的资金体量不大。

跟踪期内，公司坚持实施“用新疆资源，做全国市场”战略，以区域深耕与场景创新突围，积极拓展线上线下销售渠道，加大品牌宣传和行销推广力度，打造差异化产品矩阵以满足不同消费者需求。对五个乳品加工子公司持续进行产品质量、生产成本、安全环保和产品交付管控，严格产品质量标准。牧业板块及时调整战略，积极主动优化牛群结构，实施技术一致性管控，挖掘新疆本地优质饲料资源，提升饲料转化效率，保障奶牛健康。未来公司明确以“特色鲜明、区域领先、全国发展的全产业链、综合型乳品企业”为自身定位，战略方向明确。

2024 年公司产能和产销规模延续增长态势，但产能利用率有所下降，在激烈市场竞争下，疆外市场取得增长而疆内市场有所下降，需关注公司未来销售区域和渠道的拓展及产能消纳的情况。

目前公司共设 5 个乳制品生产基地，其中北疆加工基地包括天润科技和沙湾盖瑞乳业有限责任公司（以下简称“沙湾盖瑞”），南疆加工基地包括新疆天润唐王城乳品有限公司（以下简称“唐王城”）和阿拉尔新农乳业有限责任公司（以下简称“新农乳业”），疆外加工基地为位于山东的天润齐源乳品有限公司（以下简称“天润齐源”），近年来随着唐王城二期、天润齐源¹等项目投

¹ 天润齐源一期项目于 2023 年 11 月完工投产开始试运行。

产以及新农乳业全年产能纳入合并范围²，公司产能持续增长。受益于新增产能和市场拓展，2024 年公司乳制品产销量有所上升，产销率保持在很高水平，且低温产品收入占比有所提升，但部分产能尚在爬坡或因市场原因未释放，产能利用率有所下降。

表 1：近年来公司产能和产销情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
生产能力（万吨/年）	27.54	34.82	42.11	45.71
乳制品总产量（万吨）	25.51	28.18	29.74	6.50
产能利用率（%）	92.63	80.93	70.63	56.84
乳制品总销量（万吨）	25.41	28.35	29.43	6.84
乳制品产销率（%）	99.61	100.60	98.95	105.25

注：部分数据根据统计口径有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，公司以疆内市场为基本盘持续拓展疆外市场，2024 年疆内市场竞争加剧，收入同比下降，但疆外市场收入保持较高增速，其收入占比首次超过疆内市场。渠道布局方面，公司以经销模式为主³，经销收入占比保持在 90%以上，直销客户主要为乌鲁木齐大型商超及政府项目。截至 2025 年 3 月末，公司在全国范围内共有经销商 953 家，其中 385 家位于疆内。疆外区域拓展方面，公司针对不同层级市场的特点，通过差异化战略重点培养不同的销售渠道，但目前对特定区域中的单一渠道依赖较大⁴，渠道多元化程度有待提升。渠道建设方面，公司通过专卖店、工厂店、网络直播等模式打造立体营销网络。销售策略侧重深度挖掘新疆特色资源禀赋，强化地域文化符号与产品创新融合，构建具有差异化的竞争力。2024 年公司全年开发一百余款新品，其中 16 款成功上市，包括有机纯牛奶、有机酸奶、西梅酸奶等各类特色产品，以差异化优良口感、健康的理念、新颖的包装持续增强市场占有率。公司整体客户较为稳定，2024 年前五大客户销售额占销售总额的 14.31%，主要为公司经销商，客户集中度一般。结算方面，公司同经销商之间主要采取先款后货的方式；同乌鲁木齐大型商超结算账期为 45~90 天。

公司奶源自给率高，为公司长远发展提供稳定的原料保障，但受行业周期影响，原奶喷粉和牛只价格下降对经营业绩产生双重压力，需持续关注行业供需变化及原奶产能的消纳情况。

截至 2025 年 3 月末，公司共拥有 9 家奶牛养殖企业和分布在新疆各地的 26 家自有及合作运营牧场，牧场通常位于生产基地 350 公里范围以内。2024 年末公司牛只存栏 6.48 万头，平均成母牛年单产 10.66 吨，在疆内处于较好水平。2024 年，公司生鲜乳产量 30.66 万吨，自有奶源比率约 89.90%⁵，居行业领先水平，奶源保障能力极强。中诚信国际关注到受原奶周期影响，公司面临原奶价格低迷和牛只价格下行的双重压力，自产原奶暂时无法完全消纳，喷粉及处置牛只带来的损失对公司业绩产生不利影响。饲草料、包装材料和辅料等方面，2024 年饲草料⁶和主要包装材料均价均有所下降，整体采购金额有所下降。供应商管理方面，近年来公司供应商较为稳定，集中度较低。

² 新农乳业于 2023 年 5 月末并表，2023 年产能仅含 6~12 月数据，其产品主要包括 1L 装大规格利乐砖奶、低温酸奶、常温 UHT 奶和奶粉。

³ 经销模式下，为加快流通速度，减少流通环节的成本，公司主要通过一级代理商外销产品，较少采用分销的方式。

⁴ 在广东主要依靠 KA 等传统渠道开展销售；在江浙地区则主要依托专卖店渠道发展。

⁵ 因维护合作关系以及扶贫等因素，2024 年公司仍保留部分合作牧场，收购少量原奶，同合作牧场之间通常每年签订一次采购合同，在结算价格方面主要根据市场定价，并在参考质量的基础上对不同原奶进行价格调整。公司同合作牧场结算的平均账期约为 45 天。

⁶ 饲草主要向农户收购；部分饲料采购来自关联企业，公司与关联方交易定价与结算机制均按照市场化定价原则进行。

随着部分项目完工，公司在建项目投资资金压力不大，其中年产 20 万吨乳制品加工项目资金主要来自可转债募投资金，需持续关注该项目后续进展及项目投产后的盈利情况。

公司在建项目主要围绕乳制品及牧场项目，其中乌鲁木齐年产 20 万吨乳制品加工项目资金主要来自可转换债券募投资金，需关注项目的建设进度以及未来产能释放和市场消纳情况，其余项目尚需投资的资金体量较小。

表 2：公司主要在建项目情况（亿元）

主要在建及拟建项目名称	总投资	资金来源	截至 2025 年 3 月末 累计投资
唐王城二期扩建项目	0.60	自有资金	0.51
年产 20 万吨乳制品加工项目	8.53	自有资金/可转债募集资金	4.05
新农乳业四团田园特色小镇万头奶源 基地建设项目	4.66	自有资金	3.24
合计	13.79		7.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

跟踪期内，在行业景气度承压背景下，公司营收规模保持小幅增长同时期间费用有所增长，而处置牛只和奶粉产生亏损并对相应资产计提减值，大幅侵蚀公司利润，公司各项盈利指标趋弱，可转债成功发行进一步推升资产和负债规模，财务杠杆亦有所攀升，偿债指标亦弱化。

盈利能力

2024 年，受市场环境影响，常温乳制品以及疆内收入同比下降，但低温乳制品及疆外市场拓展带动公司乳制品制造业收入以及毛利率保持微增。因主动优化牛群结构，加大牛只处置力度，同时将部分富裕生鲜奶外销，畜牧业收入有所增长，但公牛及生鲜乳价格承压，亏损面扩大。综合影响下，公司主营业务收入增长同时毛利率下降，但变动幅度均不足 1%。此外，公司处置较大规模库存原料奶粉，其他业务同比增长 0.66 亿元，带动公司营业收入同比增长 0.90 亿元，但因奶粉市场价格低于成本，其他业务毛利率为-45.19%，带动综合营业毛利率下降 2.35 个百分点。期间费用方面，为应对市场竞争，公司增加销售费用，同时因生产经营、项目建设资金需求增加融资以及发行可转债计提利息增加，财务费用同比增加，期间费用呈增长态势。综合影响下，公司经营性业务利润明显收窄，而主要与奶粉相关的存货跌价损失以及与母牛相关的生产性生物资产减值损失规模上升，叠加处置母牛造成的生产性生物资产淘汰损失推升营业外支出走阔，公司利润总额大幅下滑。受上述因素共同影响，盈利相关指标均同比下滑。2025 年一季度，为应对原奶周期压力，公司提前布局加大低生产价值牛只淘汰力度，营业外支出同比增加，利润由盈转亏。

资产质量

2024 年公司成功发行可转换债券，期末货币资金明显增加，因处理库存奶粉，存货规模显著下降，在建项目转固，使得固定资产、无形资产以及在建工程各有增减，母牛数量持续增加使得生产性生物资产保持增长态势。同期末，所有者权益总体保持稳定。负债方面，2024 年可转换债券资金到位并置换部分借款，工程及设备款的减少压降了应付账款规模，期末总负债及总债务规模

以及财务杠杆明显上升，同时短期债务占比显著下降。2025 年一季度公司用富裕货币资金偿还债务，同时存货季节性减少以及生物性资产处置减少使得资产和负债规模同步减少，财务杠杆有所下降。

现金流及偿债情况

2024 年公司经营活动净现金流大幅增加，主要系处置公牛及大包粉销售收入增加，收回应收款以及预收货款增加，以及上年同期合并新农乳业期间仅有七个月而本期为全年等多重因素共同影响所致。同期，投资活动净流出规模有所收窄，主要系本期无上年同期支付收购新农乳业款项所致。筹资活动方面，发行可转换债券获取资金并置换部分债务，筹资活动现金呈净流入态势。因盈利指标趋弱，债务规模上升，各项偿债指标均有所弱化。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 38.00 亿元，尚未使用额度为 28.46 亿元，备用流动性较好。同时，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道。整体来看，公司较好的经营获现能力和一定规模的资金储备以及外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、X、%）

	2022	2023	2024	2024.5/2025.1~3
营业总收入	24.10	27.14	28.04	6.25
营业毛利率	17.89	19.11	16.76	14.63
期间费用率	8.74	10.56	11.62	13.09
资产减值损失	-0.13	-0.49	-0.79	-0.08
营业外支出	0.19	0.75	1.19	1.17
利润总额	2.15	1.73	0.03	-0.86
EBIT 利润率	10.20	10.24	5.81	--
货币资金	7.04	5.11	8.49	6.47
应收账款	0.98	1.43	1.26	1.38
存货	5.02	8.12	6.21	5.50
固定资产	13.14	22.39	25.60	25.26
在建工程	3.89	5.10	3.17	3.45
无形资产	0.42	0.62	1.70	1.68
生产性生物资产	6.70	11.52	12.45	11.13
总资产	39.36	57.00	61.92	57.90
总债务	4.81	14.62	20.49	18.51
短期债务/总债务	78.61	35.53	29.41	20.56
所有者权益合计	25.38	26.53	26.46	25.57
资产负债率	35.53	53.46	57.27	55.83
总资本化比率	15.95	35.53	43.64	41.99
经营活动产生的现金流量净额	3.01	3.44	6.52	0.48
存货周转率	3.95	3.34	3.26	3.64*
EBITDA 利息保障倍数	28.50	14.87	8.85	--
总债务/EBITDA	1.25	3.07	4.63	--
FFO/总债务	0.78	0.33	0.23	--

注：带“*”指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司无受限资产。除为控股子公司提供担保外，无其他对外担保和影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2025 年 5 月，公司无未结清不良信贷信息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

- 2025 年，预计公司产品销量呈增长态势，公司保持良好获现能力。
- 2025 年，公司主要在建项目使用募投资金建设，保持一定的投资规模，债务规模有所压降。

预测

表 4：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	35.53	43.64	38.00~43.00
总债务/EBITDA	3.07	4.63	3.00~3.50

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG⁸表现方面，公司高度重视环保工作，编制了突发环境事件应急预案并制定了环境自行检测方案，同时通过采用进口设备工艺减少节约能耗并减少污染物排放，2024 年沙湾盖瑞因总磷排放浓度超标受到行政处罚，但已及时缴纳罚款并完成整改；公司治理结构较优，内控制度完善，ESG 综合表现与前次评估无重大变化，潜在 ESG 风险较小。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，未使用银行授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。公司资金流出除满足日常经营、项目建设所需外，主要用于债务的还本付息和现金分红，未来一年流动性来源能对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司作为十二师国资委下属上市公司，综合实力位列十二师下属企业前列，当地政府对公司支持意愿很强，业务发展能够获得股东较大支持。

公司控股股东为十二师国资公司，业务范围涵盖食品加工、贸易批发、建材生产加工和电器制造等，十二师国资公司作为十二师唯一的国有资产运营主体，承担了十二师国有资本运营的重要职能，平台地位突出，资本实力和支持能力较强。公司作为上市公司，综合实力位列十二师下属企业前列，且天润乳业在新疆内具有很高的品牌知名度和领先的市场份额，为区域经济和产业发展提供了有力支持，当地政府对公司支持意愿很强。在政策方面，新疆生产建设兵团和十二师均对公司高度重视，在土地、税收、科技发展、人才引进等方面给予政策支持。在资金方面，十二师

⁷ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁸中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

国资公司作为公司控股股东，亦对天润乳业给予大力支持，2021 年公司非公开发行股票募集资金 5.67 亿元，十二师国资公司认购 1.76 亿元，占发行总额的 31.10%。2024 年公司发行可转换公司债券募集资金 9.90 亿元，十二师国资公司认购 3.08 亿元，占发行总额的 31.10%。

跟踪债券信用分析

“天润转债”募集资金 9.90 亿元，用于年产 20 万吨乳制品加工项目及补充流动资金，截至 2024 年末，累计使用募集资金 6.34 亿元，募集资金账户余额 3.47 亿元。

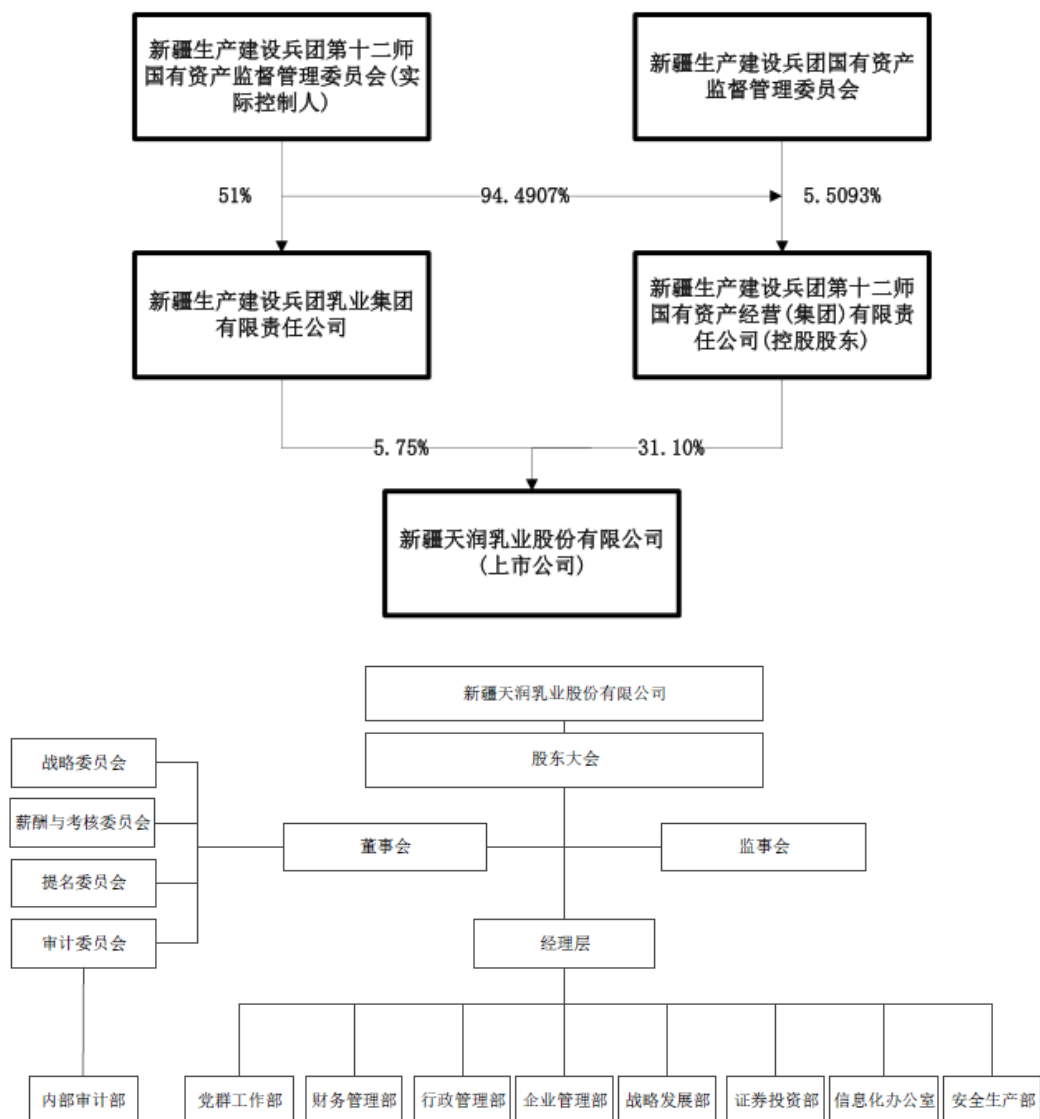
“天润转债”转股期起止日为：2025 年 4 月 30 日至 2030 年 10 月 23 日，截至报告出具日，尚未有转股金额。“天润转债”附价格下修条款，在债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司有权向下修正转股价格。“天润转债”最新转股价为 8.30 元/股，截至 2025 年 6 月 11 日前三十个交易日（含 6 月 11 日），天润乳业股票平均收盘价为 9.97 元。

“天润转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司系新疆国有综合性乳企，地位十分重要，近年来产业链逐步完善，产销量稳中有升，考虑到公司流动性良好，直接融资渠道通畅，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持新疆天润乳业股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“天润转债”的信用等级为 **AA**。

附一：新疆天润乳业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：新疆天润乳业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	7.04	5.11	8.49	6.47
应收账款	0.98	1.43	1.26	1.38
其他应收款	0.14	0.21	0.11	0.18
存货	5.02	8.12	6.21	5.50
长期投资	0.03	0.19	0.18	0.17
固定资产	13.14	22.39	25.60	25.26
在建工程	3.89	5.10	3.17	3.45
无形资产	0.42	0.62	1.70	1.68
资产总计	39.36	57.00	61.92	57.90
其他应付款	1.44	2.11	1.79	2.04
短期债务	3.78	5.19	6.03	3.81
长期债务	1.03	9.43	14.46	14.71
总债务	4.81	14.62	20.49	18.51
净债务	-2.23	9.51	12.00	12.04
负债合计	13.98	30.47	35.46	32.32
所有者权益合计	25.38	26.53	26.46	25.57
利息支出	0.14	0.32	0.50	--
营业总收入	24.10	27.14	28.04	6.25
经营性业务利润	2.46	2.99	2.01	0.39
投资收益	0.01	0.01	-0.02	0.00
净利润	2.01	1.40	0.15	-0.89
EBIT	2.46	2.78	1.63	--
EBITDA	3.86	4.77	4.43	--
经营活动产生的现金流量净额	3.01	3.44	6.52	0.48
投资活动产生的现金流量净额	-6.43	-10.69	-7.73	-0.37
筹资活动产生的现金流量净额	1.46	5.31	4.59	-2.12
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	17.89	19.11	16.76	14.63
期间费用率（%）	8.74	10.56	11.62	13.09
EBIT 利润率（%）	10.20	10.24	5.81	--
总资产收益率（%）	6.24	5.77	2.74	--
流动比率（X）	1.29	0.90	0.99	1.05
速动比率（X）	0.81	0.43	0.63	0.64
存货周转率（X）	3.95	3.34	3.26	3.64*
应收账款周转率（X）	24.64	22.53	20.80	18.90*
资产负债率（%）	35.53	53.46	57.27	55.83
总资本化比率（%）	15.95	35.53	43.64	41.99
短期债务/总债务（%）	78.61	35.53	29.41	20.56
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.60	0.22	0.30	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.76	0.62	1.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	22.20	10.75	13.04	--
总债务/EBITDA（X）	1.25	3.07	4.63	--
EBITDA/短期债务（X）	1.02	0.92	0.73	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	28.50	14.87	8.85	--
EBIT 利息保障倍数（X）	18.12	8.68	3.26	--
FFO/总债务（X）	0.78	0.33	0.23	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、因缺少数据，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率 负债总额/资产总额
	总资本化比率 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn