

三元股份 (600429)

公司研究/简评报告

八喜业绩超预期 外延增长可期

—三元股份半年报业绩点评

简评报告/食品饮料

2017年08月28日

一、事件概述

报告期内，公司实现营业收入 308,869.88 万元，同比增长 8.36%；实现归属于母公司所有者净利润 3,453.19 万元，同比下降 80.79%。

二、分析与判断

➤ 二季度业绩环比改善

公司上半年净利润出现大幅下降，主要是由于成本上涨对利润的侵蚀，以及去年同期政府补贴接近 1 亿元，而今年没有收到政府补贴。从单季来看，2Q 收入端有较大的改善，同比增长 16.45%。由于奶粉销售收入占比的提高，公司整体毛利率在提高，上半年毛利率 31.59%，较去年全年 30.42% 略有增长。

➤ 八喜业绩超预期，奶粉实现较快增长

公司两大潜力板块，均有不错表现。上半年艾莱发喜实现营业收入 65,635 万元，同比增涨 18.82%，净利润为 7,380 万元，同比增长 27.7%，显示出较强的成长性。奶粉板块（加奶酪等）上半年实现收入 6.87 亿元，同比增长 16%。公司婴幼儿配方乳粉爱力优系列产品配方注册已于 8 月 8 日获得国家食品药品监督管理总局批准。

➤ 渠道继续下沉，外延增长可期

今年以来，公司以京津冀为核心市场，北京区域市场加强渠道下沉管理，连锁便利店渠道增幅达 143%；外埠市场山东、上海、安徽、山西、浙江、湖南均有不同程度的增长；成立电商部，电商渠道增长较快，同比增长 160%。同时公司公告，拟与复星高科、复星健控共同收购 Brassica Holdings 股权，显示出公司希望通过外延带来新业务发展的意图。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2017 年-2019 年公司实现销售收入 62.64 亿、68.9 亿和 77.86 亿，同比增长 7%、10% 和 13%，实现归母净利润 2800 万、3100 万和 3700 万元，同比增长 -73.7%、10.8% 和 19.8%。对应 PS 为 1.57 倍，1.43 倍和 1.26 倍，合理估值 7.52-8.36 元。维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

公司经营不达预期，成本大幅增加，行业竞争激烈等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,854	6,264	6,890	7,786
增长率 (%)	28.7%	7.0%	10.0%	13.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	105	28	31	37
增长率 (%)	-6.4%	-73.7%	10.8%	19.8%
每股收益 (元)	0.07	0.02	0.02	0.02
PE (现价)	93.5	355.5	320.9	267.7
PB	2.1	2.1	2.1	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

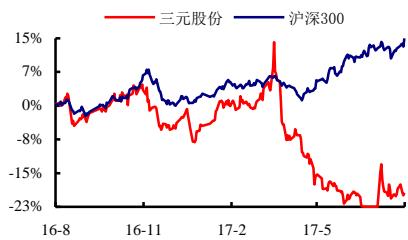
强烈推荐 维持评级

合理估值： 7.52—8.36 元

交易数据 2017-8-25

收盘价 (元)	6.58
近 12 个月最高 / 最低	9.33/6.32
总股本 (百万股)	1,498
流通股本 (百万股)	885
流通股比例 (%)	59.10
总市值 (亿元)	99
流通市值 (亿元)	58

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind, 民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：孟斯硕

执业证号：S0100116050010

电话：010-85127645

邮箱：mengsishuo@mszq.com

研究助理：黄瑞云

执业证号：S0100116070069

电话：010-85127728

邮箱：huangruiyun@mszq.com

相关研究

1.三元股份 (600429)：奶粉业绩释放在即，高端产品占比提升

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,854	6,264	6,890	7,786
营业成本	4,073	4,439	4,897	5,499
营业税金及附加	47	38	45	52
销售费用	1,476	1,566	1,709	1,962
管理费用	315	332	364	411
EBIT	(58)	(112)	(125)	(138)
财务费用	(11)	0	0	0
资产减值损失	23	0	0	0
投资收益	92	110	130	150
营业利润	22	(2)	5	12
营业外收支	129	0	0	0
利润总额	151	28	35	42
所得税	18	(1)	2	1
净利润	134	29	34	40
归属于母公司净利润	105	28	31	37
EBITDA	124	147	189	238
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1759	1284	1144	1048
应收账款及票据	560	407	459	522
预付款项	86	91	101	114
存货	466	544	589	652
其他流动资产	914	914	914	914
流动资产合计	3852	3481	3452	3508
长期股权投资	584	584	584	584
固定资产	2456	3043	3750	4507
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3765	4012	4292	4523
资产合计	7618	7493	7744	8030
短期借款	99	99	99	99
应付账款及票据	854	725	816	915
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1954	1800	2018	2264
长期借款	411	411	411	411
其他长期负债	299	299	299	299
非流动负债合计	711	711	711	711
负债合计	2665	2511	2729	2975
股本	1498	1498	1498	1498
少数股东权益	216	217	220	224
股东权益合计	4953	4982	5015	5055
负债和股东权益合计	7618	7493	7744	8030

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	28.7%	7.0%	10.0%	13.0%
EBIT 增长率	-243.4%	93.2%	11.3%	10.7%
净利润增长率	33.9%	-73.7%	10.8%	19.8%
盈利能力				
毛利率	30.4%	29.1%	28.9%	29.4%
净利润率	1.8%	0.4%	0.4%	0.5%
总资产收益率 ROA	1.4%	0.4%	0.4%	0.5%
净资产收益率 ROE	2.2%	0.6%	0.6%	0.8%
偿债能力				
流动比率	2.0	1.9	1.7	1.5
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.3
现金比率	0.9	0.7	0.6	0.5
资产负债率	0.3	0.3	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	25.3	22.8	23.3	23.5
存货周转天数	38.3	44.7	43.9	43.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.0	0.0	0.0
每股净资产	3.2	3.2	3.2	3.2
每股经营现金流	0.3	(0.1)	0.2	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	93.5	355.5	320.9	267.7
PB	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	(9.2)	(4.6)	(2.8)	(1.8)
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	134	29	34	40
折旧和摊销	205	260	314	377
营运资金变动	98	(257)	107	93
经营活动现金流	375	(109)	294	330
资本开支	427	476	565	577
投资	(938)	0	0	0
投资活动现金流	(1,347)	(366)	(435)	(427)
股权募资	17	0	0	0
债务募资	18	0	0	0
筹资活动现金流	(1,298)	0	0	0
现金净流量	(2,270)	(475)	(140)	(97)

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

孟斯硕，北京航空航天大学经济学学士，长江商学院FMBA，2016年加入民生证券，从事食品饮料研究。

黄瑞云，中国社会科学院金融学硕士，2016年加入民生证券研究院，从事食品饮料行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。