

三元股份 (600429)

公司研究/点评报告

经营基本恢复至常态，业绩扭亏为盈、改善明显

——三元股份 (600429) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 27 日

一、事件概述

8 月 26 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 40.02 亿元，同比+17.56%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比扭亏，基本 EPS 为 0.10 元。

二、分析与判断

➤ 21H1 经营业绩快速复苏，净利润同比扭亏

2021H1 公司实现营收/归母净利润 40.02/1.46 亿元，同比分别+17.56%/扭亏；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 21.34/1.02 亿元，同比分别+13.15%/+482.34%。尽管受北京顺义、河北石家庄等地疫情小幅干扰，但主业经营总体恢复正常。公司实施“鲜奶领先”、“上新高端”、“拓宽渠道”、“线上发力”、“调整产品结构”、“降本节费”等多措并举，克服原辅材料成本大幅上涨因素影响，提升经营质量和盈利能力。

分业务看，2021H1 年液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱分别实现营收 23.65/3.73/8.31/4.08 亿元，同比分别+18.22%/+18.99%/+31.65%/-8.14%；合 Q2 分别实现营收 12.68/1.81/4.77/1.92 亿元，同比分别+10.04%/+57.51%/+22.46%/-13.89%。液态奶业务恢复往年正常动销状态，收入实现平稳增长；固态奶、冰淇淋业务增速较高，显示公司在产品结构优化、新产品推广方面力度较大。**子公司方面**，21H1 艾莱发喜实现营收/归母净利润 8.58/0.50 亿元，同比分别+39.95%/+132.63%。冰淇淋、牛奶制品、糕点等业务发展态势良好。

分渠道及地区看，2021H1 直营/经销商/其他渠道分别实现营收 14.27/20.07/5.44 亿元，同比分别+1.19%/+26.09%/+40.04%；合 Q2 分别实现营收 7.04/11.03/3.11 亿元，同比分别-8.91%/+24.71%/+39.89%。公司直营渠道收入同比基本持平，经销商渠道保持较高增速。21H1 北京/北京以外地区分别实现营收 23.37/16.41 亿元，同比分别+31.00%/+2.16%；合 Q2 营收分别为 13.00/8.18 亿元，同比分别+32.04%/-8.61%。北京地区动销保持强劲增长，北京以外地区增速较低。21H1 末北京/北京以外地区分别拥有经销商 324/2288 家，同比分别+18.68%/+10.16%。渠道扩张较为稳健。

➤ 新收入准则对毛利率影响较大，毛销差同比改善明显

21H1 公司销售毛利率为 26.38%，同比-6.42ppt (Q2 为 26.04%，同比-6.42ppt)。毛利率下滑原因是新收入准则导致运输费用计入营业成本，21H1/21Q2 的毛销差分别为 9.19%/10.56%，同比+2.46ppt/+1.04ppt，公司盈利能力同比明显改善，主要得益于行业竞争趋缓，公司销售费用显著走低。

21H1 整体期间费用率为 24.67%，同比-8.88ppt (Q2 为 23.24%，同比-6.55ppt)。其中销售费用率为 17.19%，同比-8.88ppt (Q2 为 15.48%，同比-7.47ppt)，原因是运输费用做为合同履约成本，在主营业务成本中列示；同时得益于原奶高成本背景下，行业竞争显著趋缓，公司营销费用大幅减少 (同比-80%)。管理费用率为 4.27%，同比-0.37ppt (Q2 为 3.62%，同比-0.53ppt) 原因是社会保险费等职工薪酬、租赁费、折旧费同比增加，但被收入增长有效摊薄。研发费用率为 1.20%，同比+0.80ppt (Q2 为 2.13%，同比+1.48ppt)，原因是研发课题投入同比增加。财务费用率为 2.00%，同比-0.43ppt (Q2 为 2.01%，同比-0.03ppt)，原因是利息支出同比下降。

推荐

上调评级

当前价格：5.19 元

交易数据 2021-8-26

近 12 个月最高/最低	6.07/4.06
总股本 (百万股)	1497.56
流通股本 (百万股)	1497.56
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	77.72
流通市值 (亿元)	77.72

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：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 三元股份 (600429) 2020 年三季报
点评：Q3 业绩持续复苏，前三季度业绩下滑幅度收窄
2. 三元股份 (600429) 2020 年半年报
点评：20H1 业绩受疫情冲击，Q2 经营明显复苏

► 多组合提升品牌力，持续提升销售力

品牌宣传方面，公司持续新鲜战略，借助北京卫视平台，强化 72°C 鲜牛乳新鲜占位及母品牌领“鲜”定位；通过与国家登山队、攀岩队合作，赞助央视二套《对话》栏目，重点打造极致子品牌；延续品牌焕新战略，把新潮形象和新拓渠道作为品牌提升的重要抓手；通过中国之声、音乐之声、云听客户端多频次发声，加强奶粉品牌建设。

渠道建设方面，公司聚焦本土优势区域，精耕京、津、冀等核心区域；开拓新零售、社区团购，寻找新“赛道”，挖掘企业新的增长点；创新销售模式，就新品 YO 颜胶原蛋白酸奶与广告投资平台开展专项合作；继续大力发展电商业务，丰富电商产品线，电商业务收入同比增长近 40%。

三、盈利预测与投资建议

考虑到公司上半年盈利同比大幅改善，我们上调此前盈利预测并上调评级。预计 21-23 年公司实现收入 86.40/93.04/100.96 亿元，同比+17.5%/+7.7%/+8.5%；实现归属上市公司净利润 1.85/2.06/2.32 亿元，同比+739.9%/+11.5%/+12.3%，折合 EPS 分别为 0.12/0.14/0.15 元，目前股价对应 21-23 年 PE 为 42/38/34 倍。公司目前估值高于乳制品板块的 37 倍估值（基于板块的 2021 年 Wind 一致预期，算术平均法），但考虑到行业竞争趋缓下公司盈利能力将有望持续修复，上调至“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，成本上升超预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,353	8,640	9,304	10,096
增长率（%）	-9.8%	17.5%	7.7%	8.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	22	185	206	232
增长率（%）	-83.6%	739.9%	11.5%	12.3%
每股收益（元）	0.02	0.12	0.14	0.15
PE（现价）	346.0	42.0	37.6	33.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,353	8,640	9,304	10,096
营业成本	5,575	6,323	6,796	7,355
营业税金及附加	41	48	52	56
销售费用	1,192	1,236	1,458	1,502
管理费用	334	389	428	495
研发费用	35	32	39	40
EBIT	175	614	530	648
财务费用	179	236	247	242
资产减值损失	(0)	1	0	2
投资收益	63	63	63	63
营业利润	55	512	398	530
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	72	524	412	543
所得税	56	411	324	426
净利润	15	113	89	117
归属于母公司净利润	22	185	206	232
EBITDA	443	840	748	852
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1998	2150	2590	2621
应收账款及票据	834	973	1051	1139
预付款项	75	122	112	131
存货	475	742	533	867
其他流动资产	35	35	35	35
流动资产合计	3453	4021	4368	4789
长期股权投资	1064	1127	1191	1254
固定资产	2312	2181	2045	1911
无形资产	4284	4344	4403	4463
非流动资产合计	9916	9941	9823	9704
资产合计	13369	13962	14191	14493
短期借款	524	524	524	524
应付账款及票据	781	879	949	1024
其他流动负债	35	35	35	35
流动负债合计	4185	4529	4718	4957
长期借款	1885	1885	1885	1885
其他长期负债	1286	1286	1286	1286
非流动负债合计	3200	3200	3200	3200
负债合计	7385	7729	7919	8158
股本	1498	1498	1498	1498
少数股东权益	1025	953	835	720
股东权益合计	5984	6233	6273	6336
负债和股东权益合计	13369	13962	14191	14493

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-9.8%	17.5%	7.7%	8.5%
EBIT 增长率	137.7%	250.2%	-13.6%	22.3%
净利润增长率	-83.6%	739.9%	11.5%	12.3%
盈利能力				
毛利率	24.2%	26.8%	27.0%	27.2%
净利率	0.3%	2.1%	2.2%	2.3%
总资产收益率 ROA	0.2%	1.3%	1.5%	1.6%
净资产收益率 ROE	0.4%	3.5%	3.8%	4.1%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	42.7	42.8	42.8	42.8
存货周转天数	32.8	34.6	33.7	34.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.1	0.1	0.2
每股净资产	3.3	3.5	3.6	3.7
每股经营现金流	0.3	0.3	0.5	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	346.0	42.0	37.6	33.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	19.3	10.4	11.0	9.7
股息收益率	0.1%	0.6%	0.6%	0.7%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	15	113	89	117
折旧和摊销	231	227	218	205
营运资金变动	211	(72)	282	(153)
经营活动现金流	494	429	757	334
资本开支	112	(5)	22	8
投资	(45)	0	0	0
投资活动现金流	(89)	5	(22)	(8)
股权募资	33	0	0	0
债务募资	(74)	0	0	0
筹资活动现金流	(210)	(281)	(296)	(296)
现金净流量	196	153	440	31

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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。

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资目标、财务状况或需要。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。