

改革势能加大，区域龙头焕新机

核心观点

三元股份是北京老牌国企，在北京地区具有深厚的消费群体基础和品牌认可度，在北京市场液态奶份额稳居首位，拥有“三元”“极致”“八喜”等一系列国内知名度较高的品牌。公司近年系统推进机构改革，改革后公司总部部门从 21 个调整为 14 个，总部人员减幅 46%，梳理现有 SKU，筛选优化重点产品，退市低销量、负毛利等低效产品，24 年退市 SKU 占比近 20%。此外公司剥离低效子公司，优化资产结构，减亏提效空间充分，叠加奶价周期拐点渐近，公司盈利能力有望逐步修复。

事件

公司发布 2024 年年报及 25 年一季报

公司 25Q1 实现营收 16.47 亿元，同减 19.45%；归母净利润 0.88 亿元，同增 20.85%；扣非净利润 0.83 亿元，同增 22.57%；公司 24 年实现营收 70.12 亿元，同减 10.73%；归母净利润 0.55 亿元，同减 77.44%；扣非净利润 0.30 亿元，同增 934.19%。

简评

收入相对承压，关注战略调整落地

公司近年优化销售体系，坚持“有利润的收入，有现金流的利润”的经营策略，强调利润导向，提升经营质量。分产品看，公司 25Q1 液态奶/固态奶/冰淇淋及其他收入分别为 10.2/2.1/3.6 亿元，分别同比变化 -15.18%/-13.26%/-35.88%。公司 24 年液态奶/固态奶/冰淇淋及其他收入分别为 44.1/9.6/15.0 亿元，分别同比变化 -8.8%/+3.5%/-11.65%。主要系春节错期、终端需求偏弱等因素，公司 25Q1 收入表现相对承压。分区域看，公司 25Q1 北京/北京地区以外收入分别为 7.79/8.18 亿元，分别同比变化 -40.36%/+15.46%，主要系八喜口径调整影响。

公司锚定“新鲜”战略聚焦主业，深化“新鲜”战略，焕新启动“北京记忆”计划，打造当日送达鲜奶消费新模式，同时坚持“乳品+”战略，24 年完成对三元梅园 66% 股权收购，保全老字号品牌、北京市非物质文化遗产价值，目前三元梅园门店达 100 家，扭转亏损历史，发展势头良好。公司 24 年筛选优化重点产品，退市低销量、负毛利等低效产品，全年退市 SKU 占比近 20%，或对公司收入造成短期影响，关注后续战略调整落地效果。

三元股份 (600429.SH)

首次评级

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

研究助理：高畅

gaochang@csc.com.cn

发布日期：2025 年 05 月 07 日

当前股价：4.46 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.06/2.83	9.58/6.90	0.45/-6.35
12 月最高/最低价 (元)		5.49/3.54
总股本 (万股)		150,917.60
流通 A 股 (万股)		149,755.74
总市值 (亿元)		67.31
流通市值 (亿元)		66.79
近 3 月日均成交量 (万)		1878.39
主要股东		
北京首农食品集团有限公司		35.51%

股价表现



盈利能力触底回升，费用优化可期

公司 24 年毛利率 22.93%，同比下降 0.11pct，主要系货折增加 ASP 下降拖累。公司 25Q1 毛利率 24.36%，同比提升 0.55pct，产品结构有所改善。24 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 17.25%/3.81%/1.69%/1.20%，同比变化+1.15/-0.14/-0.10/+0.89pct。25Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 17.92%/4.11%/0.70%/1.05%，同比变化+0.89/+1.04/+0.39/-0.12pct。25Q1 投资收益继续增厚公司利润。随着公司内部提效减亏、产品结构调整效果显现，费用率优化可期，内生盈利能力有望逐步提升。

内部改革持续推进，经营质量持续提升

公司内部改革持续推进，改革势能充沛，一方面公司系统推进机构改革，改革后公司总部部门从 21 个调整为 14 个，总部人员减幅 46%，明确各岗位薪酬结构和薪酬范围，优化公司整体考核体系。通过调整，实现总部工资总额下降但人均年度薪酬水平增长目标。产品端，公司梳理现有 SKU，筛选优化重点产品，退市低销量、负毛利等低效产品，24 年退市 SKU 占比近 20%。此外公司剥离低效子公司，优化资产结构，减亏提效空间充分，叠加奶价周期拐点渐近，公司盈利能力有望逐步修复。

盈利预测与投资建议：收入端，公司液奶业务份额稳居北京首位，八喜冰激凌具备全国化潜力，固态奶业务与麦当劳等餐饮品牌合作良好，叠加奶价周期拐点渐近，公司收入增长有望提速。

- (1) 液态奶：公司不断梳理 SKU，筛选优化重点产品，退市低销量、负毛利等低效产品，新鲜战略持续落地，焕活三元品牌年轻化形象。公司在北京市场液态奶份额稳居首位，叠加原奶价格企稳后竞争有望得到改善，我们预计液态奶系列 2025-2027 年整体收入增长分别-5%/+3%/+2%。
- (2) 冰激凌及其他：公司旗下冰激凌品牌八喜的品牌力突出，具备高端化和全国化潜力，2020-2023 年保持较好增长，24 年受行业因素影响相对承压，未来有望恢复增长。我们预计冰激凌系列 2025-2027 年收入增长为+12%/+10%/+8%。
- (3) 固态奶：公司凭借麦当劳的持股和合作基础，持续推进 B 端奶酪等固态奶业务，叠加餐饮渠道逐步复苏，未来有望延续增势。我们预计 2025-2027 年收入增长为+10%/+8%/+6%。

图表 1：公司主要产品收入情况及预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	78.4	70.1	70.7	74.5	77.5
yoy	-1.4%	-10.7%	0.8%	5.4%	4.1%
液态奶	48.4	44.1	41.9	43.2	44.0
yoy	4.0%	-8.8%	-5.0%	3.0%	2.0%
占比	62%	63%	59%	58%	57%
冰激凌及其他	17.0	15.0	16.8	18.5	19.9
yoy	17.8%	-11.7%	12.0%	10.0%	8.0%
占比	22%	21%	24%	25%	26%
固态奶	9.1	9.6	10.6	11.4	12.1
yoy	23.5%	5.3%	10.0%	8.0%	6.0%
占比	12%	14%	15%	15%	16%

资料来源：公司公告，中信建投

利润端，内部降本增效，利润弹性释放。公司在战略上从收入导向转向利润导向，简化内部部门，有效提升管理效率，预计费用率优化可期。我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 22.87%/23.11%/23.23%，净利率分别为 1.36%/2.08%/2.50%。预计 2025-2027 年公司实现收入 70.7/74.5/77.5 亿元，实现归母净利润 0.96/1.55/1.94 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

- 1、食品安全风险：食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。
- 2、原奶价格持续下行风险：乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来上游原奶供给过剩，原奶价格持续下行，给公司造成喷粉减值损失等，将影响企业盈利水平。
- 3、竞争趋缓程度低于市场预期：乳制品企业之间的竞争加剧将导致广告、促销等市场费用持续增长，影响企业盈利水平。

液态奶业务占公司总收入比重超过 50%，是公司占比最大的业务板块，当前乳制品行业产能逐步出清，周期反转渐近，但若 2025 年液态奶进一步恶化，周期去化所需的时间延长，奶价拐点推迟、液态奶价格继续下跌，公司液态奶收入仍将承压，对公司整体业绩产生较大影响。我们预计公司 2025-2027 年液态奶营收增速分别为 -5%/+3%/+2%，对应公司总营收分别为 70.7/74.5/77.5 亿元。我们定量假设了 2025-2027 年液态奶收入增速不及预期的情况，并测算从小幅低于预期到极端情况下对公司总收入的影响。

图表2： 营业总收入与公司液态奶增速的敏感性分析

	液态奶增速预计			营业总收入（亿元）		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
预期值	-5%	3%	2%	70.7	74.5	77.5
小幅低于预期	-7%	0%	1%	69.8	72.3	74.9
大幅低于预期	-9%	-2%	0%	68.9	70.6	72.8
极端情况	-11%	-5%	-1%	68.0	68.6	70.4

资料来源：公司公告，中信建投

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,841	7,012	7,068	7,446	7,749
YOY(%)	-2.02	-10.57	0.79	5.35	4.07
净利润(百万元)	243	55	96	155	194
YOY(%)	564.78	-77.41	75.59	60.95	25.28
EPS(摊薄/元)	0.16	0.04	0.06	0.10	0.13
P/E(倍)	28	123	70	43	35

资料来源：iFinD，中信建投证券

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,751.44	2,268.30	2,730.80	2,873.44	2,988.24
现金	1,195.91	926.13	706.81	744.65	774.92
应收票据及应收账款合	620.55	634.91	606.44	638.91	664.88
其他应收款	13.07	12.78	298.26	314.23	327.00
预付账款	59.01	47.18	64.75	68.21	70.98
存货	781.58	584.56	998.23	1,048.47	1,089.34
其他流动资产	81.32	62.74	56.32	58.98	61.11
非流动资产	6,583.08	6,565.39	6,454.60	6,363.13	6,319.12
长期投资	3,337.42	3,562.21	3,856.25	4,170.29	4,499.33
固定资产	2,065.96	1,954.65	1,652.05	1,348.77	1,044.82
无形资产	389.95	377.63	314.69	251.75	188.82
其他非流动资产	789.74	670.90	631.61	592.32	586.15
资产总计	9,334.52	8,833.69	9,185.39	9,236.57	9,307.35
流动负债	3,722.97	2,525.88	3,116.37	3,337.79	3,517.00
短期借款	960.69	955.98	795.21	897.72	980.71
应付票据及应付账款合	809.75	734.96	844.78	887.30	921.88
其他流动负债	1,952.53	834.93	1,476.38	1,552.77	1,614.42
非流动负债	300.38	1,250.28	934.23	639.62	375.37
长期借款	76.24	1,039.66	723.60	428.99	164.75
其他非流动负债	224.14	210.62	210.62	210.62	210.62
负债合计	4,023.35	3,776.16	4,050.59	3,977.41	3,892.38
少数股东权益	163.85	113.80	115.27	117.65	120.63
股本	1,516.51	1,509.18	1,509.18	1,509.18	1,509.18
资本公积	3,134.61	3,108.62	3,108.62	3,108.62	3,108.62
留存收益	496.21	325.94	401.73	523.72	676.55
归属母公司股东权益	5,147.33	4,943.73	5,019.53	5,141.52	5,294.35
负债和股东权益	9,334.52	8,833.69	9,185.39	9,236.57	9,307.35

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	139.68	359.40	418.43	375.34	346.10
净利润	219.99	55.65	97.72	157.28	197.05
折旧摊销	402.66	253.11	404.83	405.51	373.06
财务费用	23.97	84.15	76.77	61.14	51.46
投资损失	-442.71	-266.52	-365.22	-385.22	-400.22
营运资金变动	-412.80	103.90	69.44	14.11	11.71
其他经营现金流	348.58	129.11	134.89	122.51	113.05
投资活动现金流	404.88	-93.27	-63.71	-51.33	-41.88
资本支出	508.22	122.39	0.00	0.00	0.00
长期投资	40.53	-118.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-143.87	-96.91	-63.71	-51.33	-41.88
筹资活动现金流	-316.84	-538.49	-574.04	-286.16	-273.95
短期借款	-605.76	-4.71	-160.77	102.51	82.99
长期借款	-2,599.51	963.42	-316.05	-294.61	-264.24
其他筹资现金流	2,888.43	-1,497.21	-97.22	-94.06	-92.70
现金净增加额	232.70	-279.66	-219.32	37.84	30.27

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,841.24	7,012.38	7,068.09	7,446.48	7,749.23
营业成本	6,034.46	5,404.71	5,451.54	5,725.94	5,949.11
营业税金及附加	52.30	44.33	44.92	47.33	49.25
销售费用	1,262.17	1,209.77	1,184.04	1,277.21	1,344.64
管理费用	309.75	266.98	247.89	246.27	248.53
研发费用	140.69	118.80	119.74	126.15	131.28
财务费用	23.97	84.15	76.77	61.14	51.46
资产减值损失	-271.22	-123.50	-124.48	-116.25	-113.23
信用减值损失	-0.90	7.49	-5.53	-5.83	-6.07
其他收益	49.40	45.14	51.49	51.49	51.49
公允价值变动收益	34.97	-0.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	442.71	266.52	365.22	385.22	400.22
资产处置收益	-12.76	0.74	0.74	0.74	0.74
营业利润	260.11	79.44	230.62	277.80	308.11
营业外收入	2.72	5.24	5.24	5.24	5.24
营业外支出	28.22	2.50	2.50	2.50	2.50
利润总额	234.61	82.18	233.36	280.54	310.85
所得税	14.62	26.53	135.64	123.25	113.80
净利润	219.99	55.65	97.72	157.28	197.05
少数股东损益	-22.68	0.84	1.48	2.38	2.98
归属母公司净利润	242.67	54.81	96.25	154.91	194.07
EBITDA	661.24	419.45	714.96	747.19	735.36
EPS (元)	0.16	0.04	0.06	0.10	0.13

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.02	-10.57	0.79	5.35	4.07
营业利润(%)	184.35	-69.46	190.29	20.46	10.91
归属于母公司净利润	564.78	-77.41	75.59	60.95	25.28
获利能力					
毛利率(%)	23.04	22.93	22.87	23.11	23.23
净利率(%)	3.09	0.78	1.36	2.08	2.50
ROE(%)	4.71	1.11	1.92	3.01	3.67
ROIC(%)	2.43	2.07	2.31	3.21	3.80
偿债能力					
资产负债率(%)	43.10	42.75	44.10	43.06	41.82
净负债比率(%)	-2.99	21.15	15.81	11.07	6.84
流动比率	0.74	0.90	0.88	0.86	0.85
速动比率	0.50	0.63	0.52	0.51	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.79	0.77	0.81	0.83
应收账款周转率	12.64	11.04	11.66	11.66	11.66
应付账款周转率	7.45	7.35	6.45	6.45	6.45
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.04	0.06	0.10	0.13
每股经营现金流(最新)	0.09	0.24	0.28	0.25	0.23
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.28	3.33	3.41	3.51
估值比率					
P/E	27.74	122.80	69.93	43.45	34.68
P/B	1.31	1.36	1.34	1.31	1.27
EV/EBITDA	10.52	19.24	11.06	10.33	10.26

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk