



股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.37
总股本/流通股本(亿股)	15.09 / 14.98
总市值/流通市值(亿元)	66 / 65
52周内最高/最低价	5.49 / 3.54
资产负债率(%)	42.7%
市盈率	121.39
第一大股东	北京首农食品集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

三元股份(600429)

短期需求承压，经营质量不断改善

● 投资要点

公司 2024 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 70.12/0.55/0.30 亿元，同比-10.73%/-77.44%/934.19%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 22.93%/0.78%，分别同比-0.19/-2.31pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.25%/3.81%/1.69%/1.20%，分别同比 1.10/-0.17/-0.10/0.89pct。24 年公司收入同比承压，主因市场需求变化，以及自 2023 年 5 月起首农畜牧不再纳入公司合并范围，23 年公司畜牧业收入 2.19 亿元；24 年公司销售费用金额有所下降，销售费用率提升主因收入下滑；24 年净利润同比下滑，主因公司于 2023 年 5 月转让首农畜牧部分股权等事项，取得股权转让收益，2024 年度无该收益，剔除该因素影响，公司 2024 年利润同比增长。2024 年拆分：分产品，液态奶/固态奶/冰淇淋及其他分别实现营收 44.11/9.63/14.99 亿元，同比-8.84%/3.50%/-11.65%；分渠道，经销/直营分别实现营收 38.40/22.43 亿元，同比-5.79%/-18.41%；分地区，北京/北京以外地区分别实现营收 34.36/34.37 亿元，同比-28.79%/20.19%。

公司 2025 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 16.47/0.88/0.83 亿元，同比-19.45%/20.85%/22.57%。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 24.36%/5.33%，分别同比 0.46/1.78pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.92%/4.11%/0.70%/1.05%，分别同比 0.80/1.01/0.39/-0.11pct。一季度，除市场环境外，公司进一步优化销售体系，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。25Q1 拆分：分产品，液态奶/固态奶/冰淇淋及其他分别实现营收 10.24/2.13/3.60 亿元，同比-15.18%/-13.26%/-35.88%；分渠道，经销/直营分别实现营收 7.92/5.95 亿元，同比-31.72%/-7.25%；分地区，北京/北京以外地区分别实现营收 7.79/8.18 亿元，同比-40.36%/15.46%。

公司持续推进机构改革，进一步优化职能，通过内部竞聘、市场化选聘等多种方式选用管理人员。改革后，公司总部部门从 21 个调整为 14 个，总部人员减幅 46%。进一步优化资产结构，报告期内公司完成收购三元梅园股权，保全老字号品牌、北京市非物质文化遗产价值，培育优良赛道。目前，三元梅园门店达 100 家，扭转亏损历史，发展势头良好。完成艾莱发喜小股东 5% 股权退出，实现公司全资持股，进一步加大对重点培育单元冰淇淋业务的投资力度。多元渠道持续深化，全面优化客户结构，健全分销体系。深耕京津冀优势渠道，持续拓展兴趣电商、即时电商等新零售渠道。三元新鲜购线上社区团购、三元新鲜 GO 奶站、兴趣电商等渠道均有良好表现。

● 盈利预测与投资建议

公司 2025 年经营目标为力争在 2024 年营业收入基础上实现增长。分业务看，预计 25 年低温奶有望增长，常温奶控规模保利润，冰淇淋等业务相对承压。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 70.15/71.53/73.75 亿元，同比增长 0.03%/1.97%/3.12%；实现归母净利润 0.90/1.01/1.14 亿元，同比增长 64.81%/12.04%/13.11%，对应 EPS 为 0.06/0.07/0.08 元，对应当前股价 PE 为 73/65/58 倍。

● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7012	7015	7153	7375
增长率(%)	-10.57	0.03	1.97	3.12
EBITDA（百万元）	386.67	348.96	381.34	372.76
归属母公司净利润（百万元）	54.81	90.34	101.21	114.48
增长率(%)	-77.41	64.81	12.04	13.11
EPS(元/股)	0.04	0.06	0.07	0.08
市盈率（P/E）	120.32	73.01	65.16	57.61
市净率（P/B）	1.33	1.34	1.34	1.35
EV/EBITDA	20.87	23.25	21.72	22.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	7012	7015	7153	7375	营业收入	-10.6%	0.0%	2.0%	3.1%
营业成本	5405	5406	5502	5668	营业利润	-69.5%	52.2%	22.6%	7.2%
税金及附加	44	44	45	47	归属于母公司净利润	-77.4%	64.8%	12.0%	13.1%
销售费用	1210	1193	1209	1246	获利能力				
管理费用	267	260	257	266	毛利率	22.9%	22.9%	23.1%	23.2%
研发费用	119	119	122	125	净利率	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%
财务费用	84	86	87	95	ROE	1.1%	1.8%	2.1%	2.3%
资产减值损失	-124	-105	-100	-89	ROIC	2.1%	2.9%	3.0%	3.2%
营业利润	79	121	148	159	偿债能力				
营业外收入	5	13	13	13	资产负债率	42.7%	46.7%	48.1%	49.9%
营业外支出	3	36	36	36	流动比率	0.90	0.80	0.72	0.66
利润总额	82	98	125	136	营运能力				
所得税	27	30	44	44	应收账款周转率	11.04	11.66	11.66	11.66
净利润	56	69	81	92	存货周转率	9.25	5.46	5.46	5.46
归母净利润	55	90	101	114	总资产周转率	0.79	0.74	0.74	0.75
每股收益(元)	0.04	0.06	0.07	0.08	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.04	0.06	0.07	0.08
货币资金	926	701	715	738	每股净资产	3.28	3.27	3.26	3.25
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	635	602	614	633	PE	120.32	73.01	65.16	57.61
预付款项	47	64	66	68	PB	1.33	1.34	1.34	1.35
存货	585	990	1008	1038	现金流量表				
流动资产合计	2268	2710	2761	2845	净利润	56	-198	-171	-160
固定资产	1955	1876	1827	1804	折旧和摊销	220	165	169	142
在建工程	26	87	115	110	营运资本变动	104	68	3	8
无形资产	378	365	352	340	其他	103	115	116	123
非流动资产合计	6565	6711	6852	7020	经营活动现金流净额	483	150	117	114
资产总计	8834	9420	9613	9866	资本开支	-122	-100	-100	-100
短期借款	956	1069	1478	1912	其他	29	28	13	13
应付票据及应付账款	735	838	853	878	投资活动现金流净额	-93	-72	-87	-87
其他流动负债	835	1466	1492	1537	股权融资	-33	0	0	0
流动负债合计	2526	3373	3823	4328	债务融资	959	-112	187	222
其他	1250	1025	803	591	其他	-1464	-190	-203	-226
非流动负债合计	1250	1025	803	591	筹资活动现金流净额	-538	-302	-16	-4
负债合计	3776	4398	4626	4919	现金及现金等价物净增加额	-156	-225	14	22
股本	1509	1509	1509	1509					
资本公积金	3109	3109	3109	3109					
未分配利润	326	312	297	280					
少数股东权益	114	92	72	49					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5058	5022	4987	4947					
负债和所有者权益总计	8834	9420	9613	9866					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048