

食品饮料

2025年08月28日

三元股份 (600429)

——25H1 点评: Q2 收入降幅收窄, 改革提效推动盈利改善

报告原因: 有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据: 2025年08月27日

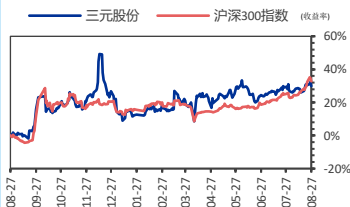
收盘价(元)	4.74
一年内最高/最低(元)	5.85/3.50
市净率	1.4
股息率%(分红/股价)	0.25
流通A股市值(百万元)	7,098
上证指数/深证成指	3,800.35/12,295.07

注: “股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年06月30日

每股净资产(元)	3.44
资产负债率%	43.63
总股本/流通A股(百万)	1,509/1,498
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《三元股份(600429)点评: 2024年改革逐步推进 2025年有望持续提质增效》
2025/04/29

《三元股份(600429)深度: 老牌乳企重启改革 逆势突破值得期待》
2025/03/25

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 事件:** 公司披露 2025 年半年报, 根据公司公告, 25H1 公司实现营业总收入 33.31 亿, 同比下降 13.77%, 归母净利润 1.83 亿, 同比增长 43.33%。单 25Q2, 公司实现营业总收入 16.84 亿, 同比下降 7.38%, 归母净利润 0.95 亿, 同比增长 73.05%。公司收入符合预期, 利润超预期。
- 投资分析意见:** 维持盈利预测, 预测 2025~2027 年公司实现归母净利润 0.89 亿、1.29 亿、1.56 亿, 分别同比增长 63.1%、44.3%、20.9%, 最新收盘价对应 2025~2027 年 PE 分别为 80x、55x、46x。公司作为北京地区的国有企业, 具有良好的品牌认可度, 在京渠道基础扎实, 当前公司战略上从收入导向转向利润导向, 内部进行一系列改革调整: 进行销售体系改革、调整薪酬体系、对非重点业务、区域进行调整, 资源聚焦, 后续还会继续进行包括供应链体系的改革等。我们认为, 随着公司扎实推进提质增效改革, 主业净利润有可观的提升空间, 维持“增持”评级。
- 25Q2 收入降幅收窄。** 根据公司公告, 25H1 公司液体乳/固态奶/冰淇淋及其他收入分别为 19.9/4.5/8.9 亿, 分别同比下降 13.3%/1.52%/19.04%, 分地区看北京地区/外埠市场分别实现营业收入 14.9/18.4 亿, 分别同比下降 23.8%/3.03%。上半年由于乳制品需求疲软, 叠加北京地区竞争激烈, 而公司面对不利环境, 主动收缩部分表现不佳的品类, 调整区域布局, 并对部分低效经销商进行调整, 因此收入下滑。25Q2, 公司营业收入同比下降 7%, 降幅明显收窄, 液态奶表现环比 Q1 有所改善。展望 25H2, 若终端需求环境改善, 那么收入表现有望环比进一步改善。
- 毛销差承压, 但内部提效显著。** 25H1/25Q2 公司实现归母净利率 5.49%/5.65%, 分别同比+2.19/2.62pct。拆分看, 25H1/25Q2 公司毛利率分别为 24.55%/24.74%, 分别同比-0.69/-2.02pct, 而销售费用率 18.07%/18.23%, 分别同比+0.72/+0.6pct, 毛销差同比表现承压, 主因一方面品类结构变化拖累毛利率表现, 另一方面公司今年广告费用增加, 而收入下滑导致规模效应下降。公司净利率实现提升主因: 1) 内部提质增效, 25H1 公司信用减值/资产减值损失分别同比减少 0.1/0.69 亿, 显著增厚利润表现, 信用减值减少主因坏账减少, 资产减值损失减少主因存货减值(主要为大包粉喷粉减少)减少。2) 25H1 权益法核算的长期股权投资收益 1.77 亿, 同比增长 16.57%, 主因麦当劳投资收益增加。我们测算若剔除投资收益影响, 25H1 利润总额为 0.18 亿, 去年同期为 0.01 亿, 同比改善, 反映公司内部改革提效的成果逐步兑现。25H1 公司在董事会的领导下持续推进组织改革、人才布局、优化机制等方面的工作, 销售事业部改革有序推进, 职能部门有效精简, 显著提升了内部效率。展望 25H2, 公司继续深化战略改革, 持续优化销售体系, 坚持“有利润的收入, 有现金流的利润”的经营策略, 未来盈利潜力有望得到充分释放。
- 风险提示:** 经济下行影响乳制品需求, 食品安全问题, 恶性价格战影响公司产品收入利润。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,012	3,331	7,127	7,349	7,564
同比增长率(%)	-10.7	-13.8	1.6	3.1	2.9
归母净利润(百万元)	55	183	89	129	156
同比增长率(%)	-77.4	43.3	63.1	44.3	20.9
每股收益(元/股)	0.04	0.12	0.06	0.09	0.10
毛利率(%)	22.9	24.6	23.7	24.1	24.1
ROE(%)	1.1	3.5	1.8	2.5	3.0
市盈率	131		80	55	46

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,855	7,012	7,127	7,349	7,564
其中：营业收入	7,855	7,012	7,127	7,349	7,564
减：营业成本	6,040	5,405	5,438	5,577	5,738
减：税金及附加	52	44	45	46	48
主营业务利润	1,763	1,563	1,644	1,726	1,778
减：销售费用	1,269	1,210	1,225	1,282	1,331
减：管理费用	313	267	253	253	258
减：研发费用	141	119	137	133	137
减：财务费用	24	84	68	86	77
经营性利润	16	-117	-39	-28	-25
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-1	7	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-271	-124	-140	-80	-60
加：投资收益及其他	493	312	325	305	310
营业利润	260	79	145	197	225
加：营业外净收入	-25	3	-26	-26	-26
利润总额	235	82	119	171	199
减：所得税	15	27	20	32	33
净利润	220	56	99	139	166
少数股东损益	-23	1	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	243	55	89	129	156

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。