

## 聚焦核心业务，改革持续推进

### 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众基础和品牌认可度，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 2025 年中报

公司 25H1 年实现营收 33.31 亿元，同减 13.77%；归母净利润 1.83 亿元，同增 43.33%；扣非净利润 1.74 亿元，同增 66.19%；  
公司 25Q2 实现营收 16.84 亿元，同减 7.38%；归母净利润 0.95 亿元，同增 73.05%；扣非净利润 0.91 亿元，同增 145.64%。

### 简评

#### 收入降幅收窄，优化富余奶源

公司持续推进销售体系优化，秉持“有利润的收入，有现金流的利润”的经营策略，坚定以利润为导向，全力提升经营质量。

分产品来看，公司 25H1 液态奶/冰淇淋及其他收入/固态奶分别为 19.93/7.80/4.53 亿元。分别同比变化-13.30%/-25.01%/-1.52%。公司 25Q2 液态奶/冰淇淋及其他收入/固态奶分别为 9.70/4.20/2.40 亿元，分别同比变化-11.21%/-12.28%/+11.95%，各品类 Q2 收入降幅较 Q1 均有所收窄，主要系公司进行非重点区域的战略调整，聚焦整合资源，淘汰低效业务，同时公司将富余奶源转化为稀奶油、脱脂乳粉等深加工产品，固态奶实现增长，鲜奶、酸奶业务实现环比转好。

分区域看，公司 25H1 北京/北京地区以外收入分别为 14.06/18.21 亿元，分别同比变化-26.99%/-2.85%，25Q2 北京/北京地区以外收入分别为 6.27/10.03 亿元，分别同比变化 1.14%/-13.97%，北京区域表现较好，受益于公司聚焦重点区域。

## 三元股份 (600429.SH)

维持

增持

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期：2025 年 08 月 31 日

当前股价：4.88 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
3.39/-3.84	3.17/-12.34	34.81/-1.16
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)		73.65
流通市值 (亿元)		73.08
近 3 月日均成交量 (万)		1277.50
主要股东		
北京首农食品集团有限公司		35.51%

#### 股价表现



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。培育第二增长曲线三元梅园，围绕商场、景区、社区、交通枢纽四类店型优化打造创新单店模型，25年上半年营收同比增长78%。

### 利润率继续回升，费用优化可期

公司25H1年毛利率24.55%，同比下降0.57pct，其中25Q2毛利率24.74%，同比下滑1.86pct，主要销量下降、产品结构调整。25H1公司销售/管理/研发/财务费用率为18.07%/3.76%/1.13%/0.83%，同比变化+0.83/+0.55/-0.28/-0.24pct。25Q2公司销售/管理/研发/财务费用率为18.23%/3.42%/1.55%/0.62%，同比变化+0.74/+0.05/-1.1/-0.34pct，受规模效应减弱影响，销售和管理费用率有所提升。25Q2投资收益0.85亿元，占Q2收入5.1%，继续增厚公司利润，财务压力继续减少。由于公司将富余奶源转化为稀奶油、脱脂乳粉等固态奶，Q2喷粉损失大幅减少，公司24Q2资产减值损失为-2.1亿元，25Q2收窄至-0.39亿元。随着公司内部提效减亏，集中整合资源，淘汰低效业务，费用率有望优化，未来内生盈利能力有望提升。

### 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：**预计2025-2027年公司实现收入65.2/69.4/72.1亿元，实现归母净利润1.49/1.95/2.13亿元，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。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,841	7,012	6,518	6,936	7,207
YOY(%)	-2.02	-10.57	-7.05	6.42	3.90
净利润(百万元)	243	55	149	195	213
YOY(%)	564.78	-77.41	172.12	30.71	9.40
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

## 分析师介绍

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

**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