

2025年09月25日

# Q2 收入降幅收窄，盈利能力提升

## 三元股份(600429)

评级:	增持	股票代码:	600429
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	5.85/3.72
目标价格:		总市值(亿)	69.87
最新收盘价:	4.63	自由流通市值(亿)	69.34
		自由流通股数(百万)	1,497.56

### 事件概述

公司 25H1 实现收入 33.3 亿元，同比-13.8%，归母净利润 1.8 亿元，同比+43.3%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比+66.2%；其中 25Q2 实现收入 16.8 亿元，同比-7.4%，归母净利润 0.95 亿元，同比+73.1%，扣非归母净利润 0.91 亿元，同比+145.6%。

### 分析判断:

#### ► 优化经销渠道，乳品消费呈现弱复苏

分产品来看，公司 25H1 液态奶/固态奶/冰淇淋及其他业务分别实现收入 19.93/4.53/7.80 亿元，分别同比-13.3%/-1.5%/-25.0%；其中 25Q2 液态奶/固态奶/冰淇淋及其他业务分别实现收入 9.70/2.40/4.20 亿元，分别同比-11.2%/+11.9%/-12.3%。公司各项业务 Q2 增速表现环比 Q1 均有所改善，乳制品消费弱复苏态势开始显现。

分渠道来看，公司 25H1 直营/经销商/其他渠道分别实现收入 13.51/14.63/4.12 亿元，分别同比+14.0%/-30.8%/-17.4%；其中 25Q2 直营/经销商/其他渠道分别实现营收 7.56/6.71/2.03 亿元，分别同比+39.0%/-29.7%/-29.4%。经销渠道下降主因报告期内公司优化经销商结构，淘汰低效业务，25H1 公司经销商数量净减少 1125 个。

#### ► 投资收益贡献利润，盈利能力提升

成本端来看，公司 25H1/25Q2 毛利率分别为 24.6%/24.7%，分别同比-0.7/-2.0pct，公司毛利率有所承压主因销量下降所致。费用端来看，公司 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.1%/3.8%/1.1%/0.8%，分别同比+0.7/+0.5/-0.3/-0.2pct；其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.2%/3.4%/1.6%/0.6%，分别同比+0.6/+0.02/-1.1/-0.3pct，公司销售及管理费用率有所提升，主因收入下滑幅度大于费投下滑幅度，研发费用率下降主因收缩艾莱发喜研发费用。

利润端来看，公司 25H1/25Q2 归母净利润率分别为 5.5%/5.6%，分别同比+2.2/+2.6pct。公司 25H1/25Q2 扣非归母净利润率分别为 5.2%/5.4%，分别同比+2.5/+3.4pct，利润率提升主因投资收益贡献。公司 25H1/25Q2 分别实现投资收益 1.77/0.85 亿元，分别同比+14.9%/+17.4%。如剔除投资收益，公司 25H1/25Q2 主营业务归母净利润分别为 0.06/0.1 亿元，同比均实现扭亏，盈利能力有所好转。

#### ► 持续推动改革，期待成果兑现

公司作为北京地区乳品龙头，市场基础深厚。根据凯度消费者指数显示，2025 年上半年，公司在北京市市场液态奶份额稳居首位。在市场竞争日益激烈的背景下，公司积极推动改革。**组织端来看**，公司先后推动总部编制优化、奶粉事业部机构改革等举措，同时通过市场化招聘等手段，形成了专业化管理团队。**产品端来看**，公司筛选优化重点产品，退市低销量、负毛利等低效产品，24 年全年退市 SKU 占比近 20%。**渠道端来看**，除梳理经销商渠道外，公司积极开拓 B 端渠道，目前已成为麦当劳中国核心供应商。我们预计伴随乳品消费进一步恢复，公司改革成果有望逐步体现到业绩端。

### 投资建议

参考公司最新财务报告以及公司对外投资收益情况，我们将公司 25-27 年营收预测由 71.9/73.5/75.1 亿元下调至 63.6/65.1/68.2 亿元，将公司 25-27 年 EPS 为 0.06/0.07/0.09 元的预测上调至 0.12/0.15/0.16 元，对应 9 月 24 日收盘价 4.63 元/股，PE 分别为 37/32/28 倍，维持“增持”评级。

## 风险提示

消费复苏不及预期、原奶价格变动超预期、食品安全问题

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,855	7,012	6,360	6,505	6,818
YoY (%)	-1.2%	-10.7%	-9.3%	2.3%	4.8%
归母净利润(百万元)	243	55	187	220	246
YoY (%)	503.0%	-77.4%	240.6%	17.8%	11.9%
毛利率 (%)	23.1%	22.9%	22.3%	23.3%	23.3%
每股收益 (元)	0.16	0.04	0.12	0.15	0.16
ROE	4.7%	1.1%	3.6%	4.0%	4.3%
市盈率	28.94	128.61	37.43	31.77	28.40

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,012	6,360	6,505	6,818	净利润	56	189	222	248
YoY (%)	-10.7%	-9.3%	2.3%	4.8%	折旧和摊销	253	112	100	98
营业成本	5,405	4,941	4,992	5,229	营运资金变动	104	73	26	-1
营业税金及附加	44	42	43	41	经营活动现金流	359	208	223	165
销售费用	1,210	1,081	1,106	1,159	资本开支	-99	-224	-22	-23
管理费用	267	238	241	252	投资	-119	0	0	0
财务费用	84	41	63	24	投资活动现金流	-93	62	238	250
研发费用	119	83	78	82	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-124	-42	-30	-19	债务募资	-206	-44	-50	-50
投资收益	267	286	260	273	筹资活动现金流	-538	-73	-135	-103
营业利润	79	221	256	331	现金净流量	-280	196	326	311
营业外收支	3	-20	-20	-20					
利润总额	82	201	236	311	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	27	12	14	62	<b>成长能力</b>				
净利润	56	189	222	248	营业收入增长率	-10.7%	-9.3%	2.3%	4.8%
归属于母公司净利润	55	187	220	246	净利润增长率	-77.4%	240.6%	17.8%	11.9%
YoY (%)	-77.4%	240.6%	17.8%	11.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.04	0.12	0.15	0.16	毛利率	22.9%	22.3%	23.3%	23.3%
					净利率	0.8%	2.9%	3.4%	3.6%
					总资产收益率 ROA	0.6%	2.0%	2.3%	2.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净资产收益率 ROE	1.1%	3.6%	4.0%	4.3%
货币资金	926	1,122	1,448	1,759	<b>偿债能力</b>				
预付款项	47	59	64	65	流动比率	0.90	0.97	1.10	1.23
存货	585	549	555	581	速动比率	<b>0.63</b>	<b>0.71</b>	<b>0.85</b>	<b>0.97</b>
其他流动资产	710	784	906	891	现金比率	0.37	0.43	0.53	0.66
流动资产合计	2,268	2,514	2,973	3,297	资产负债率	42.7%	42.0%	41.5%	40.1%
长期股权投资	3,562	3,562	3,562	3,562	<b>经营效率</b>				
固定资产	1,842	1,945	1,869	1,790	总资产周转率	0.77	0.71	0.69	0.70
无形资产	378	376	375	374	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	6,565	6,665	6,582	6,498	每股收益	0.04	0.12	0.15	0.16
资产合计	8,834	9,179	9,556	9,795	每股净资产	3.28	3.45	3.63	3.81
短期借款	956	906	856	806	每股经营现金流	0.24	0.14	0.15	0.11
应付账款及票据	735	744	793	809	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	835	954	1,065	1,060	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	2,526	2,604	2,714	2,674	PE	128.61	37.43	31.77	28.40
长期借款	995	995	995	995	PB	1.34	1.26	1.20	1.14
其他长期负债	256	254	254	254					
非流动负债合计	1,250	1,249	1,249	1,249					
负债合计	3,776	3,853	3,962	3,923					
股本	1,509	1,509	1,509	1,509					
少数股东权益	114	116	118	120					
股东权益合计	5,058	5,326	5,593	5,872					
负债和股东权益合计	8,834	9,179	9,556	9,795					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。