

2026年03月28日

三元股份(600429.SH)

投资评级: 买入(首次)

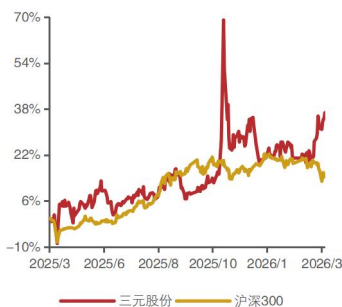
——改革持续推进, 老字号品牌复兴在望

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年03月27日

收盘价(元)	5.89
一年内最高/最低(元)	7.28/3.93
总市值(百万元)	8,847.30
流通市值(百万元)	8,820.61
总股本(百万股)	1,502.09
资产负债率(%)	42.69
每股净资产(元/股)	3.47

资料来源: 聚源数据

投资要点:

三元股份为我国老牌乳制品企业, 减值拖累短期业绩, 实际盈利已大幅改善, 改革已见成效。三元股份第一大股东为北京市国资委作为实控人的北京首农食品集团, 上海复星集团为其第二大股东。三元旗下拥有“三元”、“极致”、“八喜”等一系列国内知名度较高的品牌, 产品覆盖低温鲜奶、低温酸奶、常温牛奶、常温酸奶、奶粉、奶酪、冰淇淋、中式奶酪等几大产品系列。近几年来, 公司在宏观环境的压力下, 营收表现有所承压, 但利润端整体表现逐步向好, 公司依托国企改革, 报表质量高度改善。根据公司2025年业绩预告, 涂抹酱相关海外资产预计在2025年计提减值(预计导致公司长期股权投资账面价值减少4.96至6.16亿元), 若剔除股权投资减值影响, 公司2025年归母净利润预计为2.6-3.18亿元, 同比高增达374%-480%。

业务结构“强干弱枝”, 持续聚焦低温发展。公司近年来持续优化业务结构, 逐步聚焦乳制品主业, 尤其以液态奶为核心增长引擎, 与此同时, 2024年冰淇淋和固态奶分别贡献21.4%和13.7%的收入, 形成有效补充, 非乳制品业务如涂抹酱、畜牧产品等则在过去几年内逐步剥离。战略方面, 公司在液态奶领域聚焦低温战略, 以多元新品适配市场需求, 通过渠道结构的差异避开与传统常温奶乳企巨头的竞争, 同时推动品牌重塑计划, 细化低温鲜奶矩阵, 强化72°C鲜牛奶与三元极致大单品。我们认为在机制改革下, 公司有望实现较强的基本面发展势能。

改革进行时, 净利率具备较大提升空间。公司近年来持续推动组织优化和成本管控, 根据2024年报, 总部部门由21个优化至14个、总部人员减幅46%, 推动管理提效落地, 进一步增强了盈利能力和可持续发展能力。但剔除麦当劳贡献后, 公司实际净利率水平仍处于相对较低水平, 预计后续改革增效仍具备较大的净利率提升空间。

盈利预测与评级:我们预计公司25-27年归母净利润分别为-2.92/3.69/4.8亿元, 25年转亏, 26-27年同比增速分别为扭亏/29.9%, 当前股价对应26-27年PE分别为24/18倍。我们选取新乳业、光明乳业和伊利股份作为可比公司, 考虑到公司改革提效逻辑兑现较好, 且后续仍具备较大净利率提升空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示。市场竞争风险加剧、食品安全问题、新品推广不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,855	7,012	6,351	6,685	7,094
同比增长率(%)	-1.20%	-10.73%	-9.43%	5.26%	6.11%
归母净利润(百万元)	243	55	-292	369	480
同比增长率(%)	503.02%	-77.44%	-632.43%	226.56%	29.90%
每股收益(元/股)	0.16	0.04	-0.19	0.25	0.32
ROE(%)	4.72%	1.11%	-6.27%	7.53%	9.16%
市盈率(P/E)	36.42	161.41	-30.32	23.95	18.44

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计低温奶市场未来将持续繁荣，市场集中度将持续提升，而公司作为业内头部企业，市场份额有望不断扩大，公司液体乳销售业务或将实现持续增长。我们预计 25-27 年公司收入分别达 63.51/66.85/70.94 亿元，分别同比 -9.43%/+5.26%/+6.11%。

利润端来看，我们预计公司在收入结构改善和费效比持续优化的趋势下，净利率有望持续提升，25-27 年归母净利润分别为 -2.92/3.69/4.8 亿元，25 年转亏，26-27 年同比增速分别为扭亏/29.9%，当前股价对应 26-27 年 PE 分别为 24/18 倍。

在低温奶行业发展维持较高景气度的背景下，公司“聚焦低温”战略贴合行业发展趋势，且渠道建设不断完善，后续基本面有望维持增长态势。我们选取新乳业、光明乳业、伊利股份作为可比公司，鉴于低温奶市场发展前景良好，公司改革提效逻辑稳步兑现，预计后续基本面向好势能或将延续，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 25-27 年液体乳销售收入增速分别为 -11.8%/6.1%/7.1%，固态奶业务收入增速分别为 1.4%/5.8%/7.1%；冰淇淋业务收入增速分别为 -10.3%/3%/3%。

投资逻辑要点

公司作为北京老牌乳制品企业，在北京市场具备较高的消费者认可度和知名度，旗下拥有较多知名品牌，当前公司正逐步聚焦乳制品业务，聚焦低温进一步优化业务结构，同时内部积极推进管理提效改革，预计后续公司净利率将具备较高的提升潜力，业绩有望中长期维持稳健增长态势。

核心风险提示

市场竞争风险加剧；食品安全问题；新品推广不及预期

内容目录

1. 改革创新，老字号复兴可期	5
2. 低温奶市场空间广阔，区域乳企更具差异化优势	7
3. 聚焦优势板块，投资收益提供业绩安全垫	8
4. 盈利预测与评级	12
4.1. 盈利预测拆分	12
4.2. 相对估值	12
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 三元股份公司当前的产品矩阵 (来自 2024 年年报)	5
图表 2: 营收近几年表现有所承压	6
图表 3: 公司近几年利润表现波动较大	6
图表 4: 三元股权架构图 (截至 2025 年 12 月 18 日)	6
图表 5: 2025 年预计低温牛奶占本国液态牛奶市场规模比例	7
图表 6: 中国液态牛奶市场中低温奶占比整体呈上升态势	7
图表 7: 我国常温白奶市场各企业市场占有率 (2025 年为欧睿国际预计值)	8
图表 8: 我国低温奶市场各企业市场占有率 (2025 年为欧睿国际预计值)	8
图表 9: 公司当前营收结构逐步聚焦于乳制品主业 (亿元)	8
图表 10: 2024 年公司营收主要来自液态奶	8
图表 11: 三元新品北京鲜牛奶产品	9
图表 12: 三元新品北京酸奶产品	9
图表 13: 公司当前以多元新品适配市场需求	9
图表 14: 重启老字号 IP、开设茶饮店以及培育三元梅园第二曲线, 线下零售赋能公司品牌复兴	9
图表 15: 公司近几年不断缩减员工数量 (单位: 人)	10
图表 16: 公司管理费用中工资薪酬不断下降	10
图表 17: 管理费用中折旧摊销占比不断下降	10
图表 18: 麦当劳股权投资收益对公司贡献的利润 2023-2024 年稳定在 2.3-2.8 亿元	11
图表 19: 三元主业净利率相比于其他乳制品企业仍具备较大的提升空间	11
图表 20: 盈利预测拆分表 (百万元)	12
图表 21: 可比公司估值表	12

1. 改革创新，老字号复兴可期

三元股份是北京老牌乳制品企业，前身为 1956 年成立的北京市牛奶总站，公司经历了北京市奶业从无到有的过程，耕耘北京乳制品市场多年，送奶到户业务经营成熟。目前三元股份以北京为主要市场，并持续焕发品牌活力，公司旗下拥有低温鲜奶、低温酸奶、常温牛奶、常温酸奶、奶粉、奶酪、冰淇淋、中式奶酪等几大产品系列，拥有“三元”、“极致”、“八喜”等一系列国内知名度较高的品牌，其中，“三元”品牌被认定为“中华老字号”，三元梅园“宫廷奶品制作技艺”入选市级非物质文化遗产名录，兼顾传承与创新。

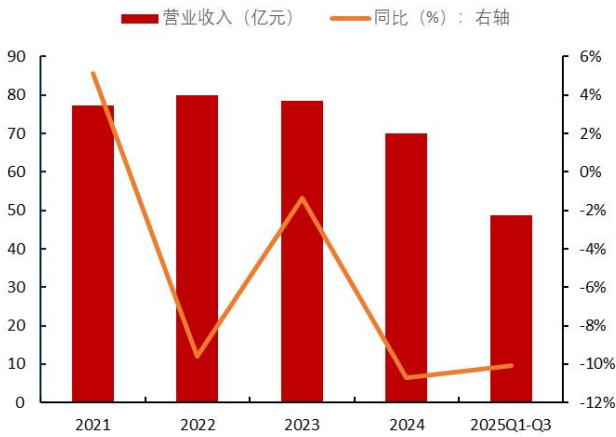
图表 1：三元股份公司当前的产品矩阵（来自 2024 年年报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

国企改革推进下，公司资产结构与盈利情况高度改善。近几年来，在宏观环境压力下，公司营收表现有所承压，利润端波动较大，但公司持续推进机制改革，重点优化管理提效，根据 2024 年报，总部部门由 21 个优化至 14 个、总部人员减幅 46%；同时资产结构方面推进“强干弱枝”，主要体现在畜牧业务于 2023 年 5 月出表，海外 SPV（卢森堡）亦出表以聚焦主业，根据公司 2025 年业绩预告，涂抹酱相关海外资产预计在 2025 年计提减值（预计导致公司长期股权投资账面价值减少 4.96 至 6.16 亿元），若剔除股权投资减值影响，公司 2025 年归母净利润预计为 2.6–3.18 亿元，同比高增达 374%–480%。

图表 2：营收近几年表现有所承压



资料来源：ifind, 华源证券研究所

图表 3：公司近几年利润表现波动较大

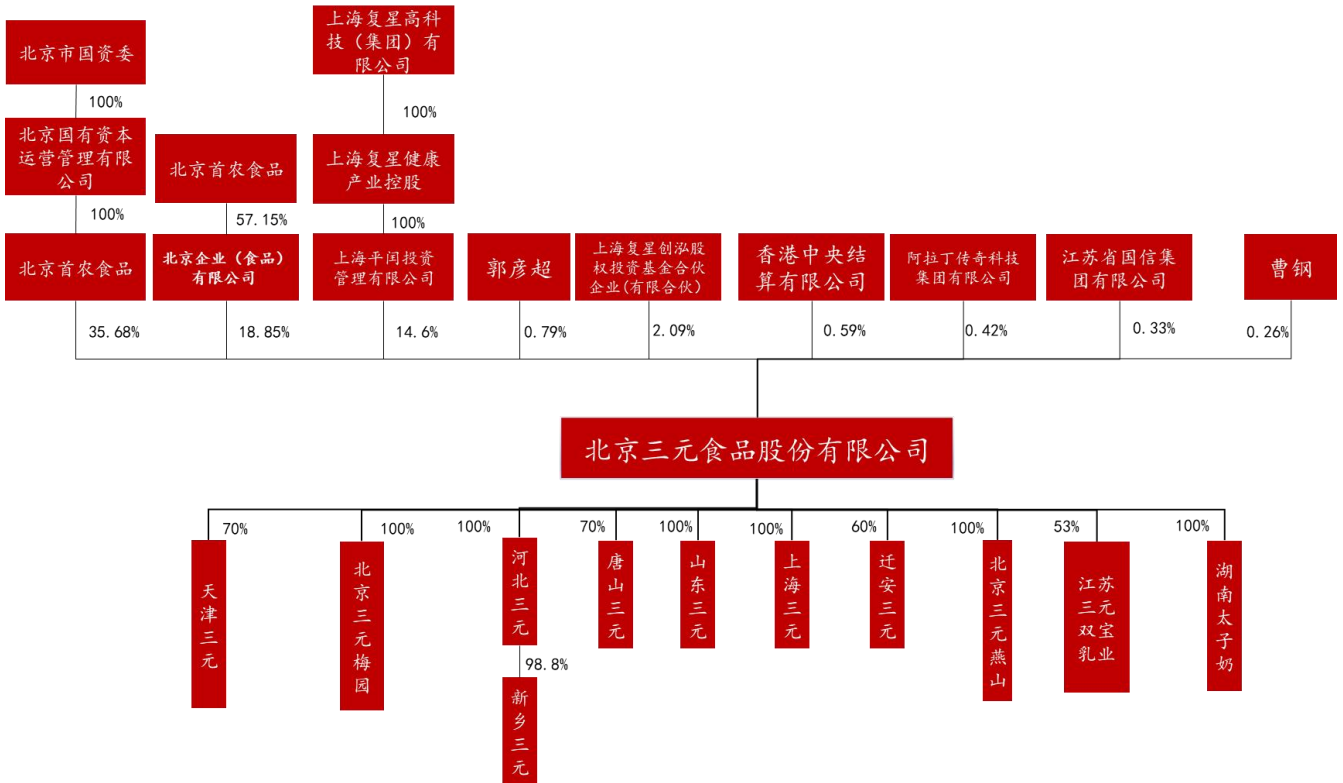


资料来源：ifind, 华源证券研究所

股权结构方面，截至 2025 年 12 月 18 日，三元股份第一大股东为北京首农食品集团有限公司，直接和间接控制公司合计 54.53%的股权，经股权穿透后，公司实际控制人为北京市国资委。此外，上海复星集团为公司第二大股东。

三元股份公司旗下拥有众多子公司，通过区域化布局，形成了以北京与环北京市场为主的销售格局，产业端覆盖乳制品生产、销售及产业链延伸业务。其全资或控股子公司包括天津三元、北京三元梅园、河北三元、唐山三元、山东三元、上海三元、迁安三元、北京三元燕山、江苏三元双宝乳业、湖南太子奶等。

图表 4：三元股权架构图（截至 2025 年 12 月 18 日）

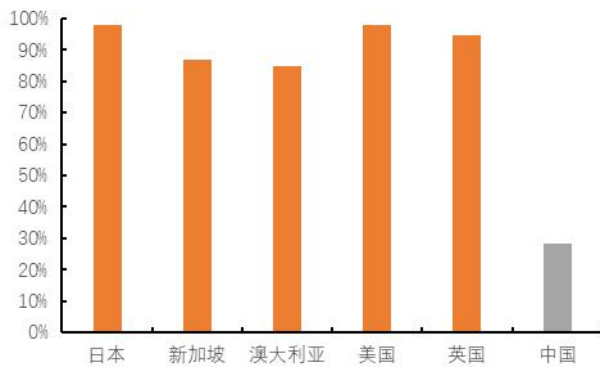


资料来源：ifind, 华源证券研究所

2. 低温奶市场空间广阔，区域乳企更具差异化优势

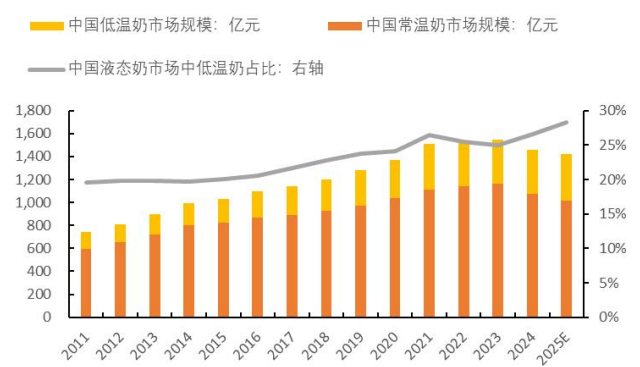
我国低温奶市场未来增长空间广阔。1997年以前，由于技术限制等原因，嗨牛财经统计保质期2-3天的巴氏奶占我国液态奶消费市场90%以上的份额，后续由于灭菌包装技术的引进，超高温杀菌工艺和利乐包装技术被各大乳企广泛使用，常温奶市场规模逐渐超过低温奶市场规模，根据欧睿国际的预测，2025年我国常温奶市场规模约为1017亿元，而低温奶市场规模约401亿，低温奶市场占整体液态奶市场的28.28%，但近年来占比已不断提升。截至2025年，根据欧睿国际预计值，我国低温奶市场规模占整体液态奶市场规模较发达国家而言仍显著偏低。我们预计，随着大众健康意识的不断提升，低温奶具备更多活性营养物质的认知有望逐步普及并深化，后续低温奶市场规模有望持续扩容。

图表5：2025年预计低温牛奶占本国液态牛奶市场规模比例



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

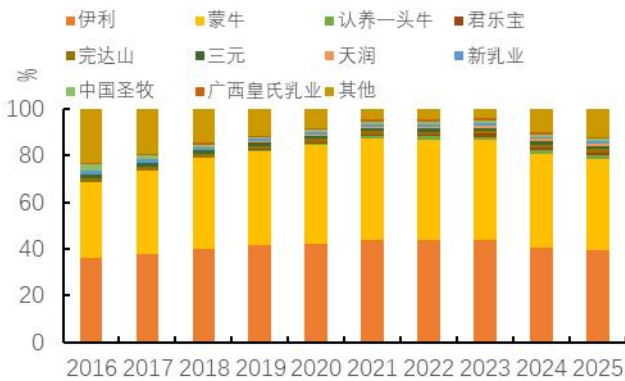
图表6：中国液态牛奶市场中低温奶占比整体呈上升态势



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

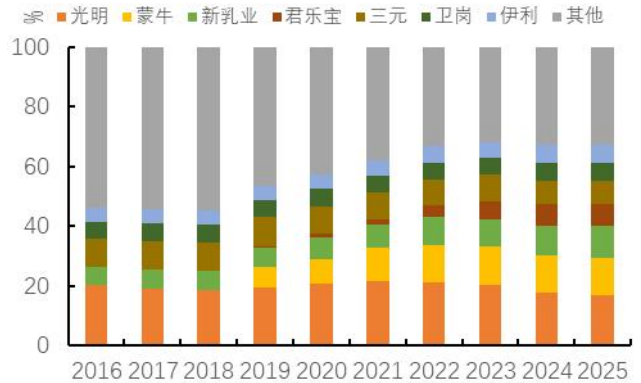
低温奶对企业的核心竞争要素要求与常温奶不同，导致低温奶市场格局分散，各地均有深耕于本地市场的区域性乳企。在我国常温白奶市场，伊利和蒙牛作为行业龙头，欧睿国际预计2025年两大公司在常温奶市场合计份额达78.5%，较2021年鼎盛时合计市场份额87.1%虽有下降，但仍是常温白奶市场的两大龙头企业，常温白奶市场留给区域性乳企发展空间较小。低温白奶由于保质期短、运输半径有限，导致单一品牌全国化拓展存在天然壁垒，但也正是受益于产品属性强调“新鲜”，因此更熟悉本土市场的区域乳企或具备更多差异化竞争的空间，如高效率的物流配送体系、订奶入户渠道精耕、贴合本土市场的营销手段、精细化社群运营等，相比于全国化乳企在本土渠道运营效率和消费者拓展方面天然具备竞争优势，因此低温奶市场集中度较常温白奶市场明显较低。在低温牛奶方面，2025年市场占有率前五名预计分别为光明、蒙牛、新乳业、君乐宝以及北京三元，对应市占率分别为16.9%/12.6%/10.5%/7.6%/7.4%。

图表 7：我国常温白奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 8：我国低温奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）



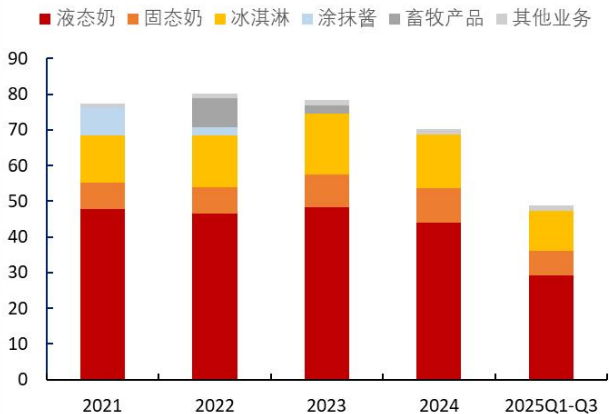
资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

相比于常温奶的渠道结构，低温奶销售渠道中 DTC 渠道销售占比份额大。DTC 渠道的特点主要有：1) 直接面向消费者，能够快速响应市场变化和消费者反馈，及时调整产品策略和市场营销动作；2) 减少中间环节，可享有更高的盈利水平。传统乳业巨头依赖的品牌优势与广渠道网络，在强调运营效率和精准需求的低温奶领域难以发挥全力。我们认为这种渠道结构的不适应性，恰恰凸显区域性乳企的核心壁垒——高效的本地供应链与深度用户运营。

3. 聚焦优势板块，投资收益提供业绩安全垫

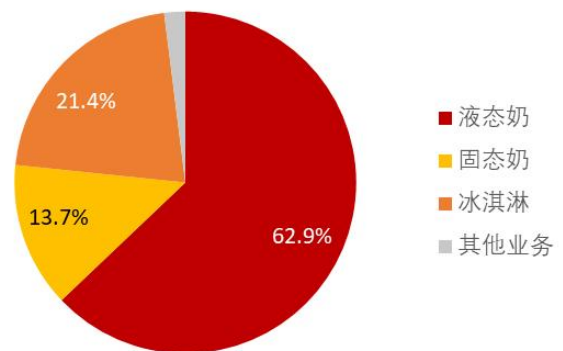
经营端：三元股份近年来持续优化业务结构，逐步聚焦乳制品主业，尤其以液态奶为核心增长引擎。2024 年，液态奶营收占比提升至 62.9%，成为公司绝对营收支柱；与此同时，冰淇淋和固态奶分别贡献 21.4% 和 13.7% 的收入，形成有效补充，非乳制品业务如涂抹酱、畜牧产品等则在过去几年内逐步剥离。公司当前集中资源做强主业的战略举措，预计将为公司未来高质量发展奠定良好基础。

图表 9：公司当前营收结构逐步聚焦于乳制品主业（亿元）



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

图表 10：2024 年公司营收主要来自液态奶



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司坚定实施聚焦低温的核心战略，以“产品创新+品牌焕新”双轮驱动高质量发展。在产品端，公司构建“低温鲜奶+低温酸奶”双引擎，强化低温赛道竞争力：2025年9月推出战略单品“北京鲜牛奶”，采用72℃低温锁鲜工艺，最大限度保留牛乳活性营养；2026年1月上市“三元北京酸奶”，作为国内首款同步获得“清洁标签”与“天然配料食品”双认证的酸奶产品，首发四款新品均实现零添加，以扎实的产品力赢得市场认可。两款产品深度融合“北京”地域文化标签，有效唤起本土消费者情感共鸣，在巩固北京低温奶市场份额超50%龙头地位的同时，持续推动份额提升。此外，公司同步拓展多元产品矩阵，推出“真的好巧”调制乳、极致4.0高蛋白纯牛奶、中老年益生菌高钙高蛋白奶粉、爱力优雅慧儿童奶粉、海盐焦糖奶浆及三元梅园宫廷凝酪等新品，精准覆盖C端多元化需求与B端定制化场景。

品牌建设方面，公司通过老字号时代魅力为创新增长注入强劲动能。公司重启“北京市牛奶公司”经典IP，创新打造“现打鲜奶+现制饮品”茶饮店模式，切入新消费场景；同时加速培育第二增长曲线——三元梅园，围绕商场、景区、社区、交通枢纽四类店型构建差异化单店模型。2025年上半年，三元梅园营收同比大幅增长78%，品牌活力与市场影响力显著提升。

图表 11：三元新品北京鲜牛奶产品



资料来源：Foodaily 每日食品公众号，华源证券研究所

图表 12：三元新品北京酸奶产品



资料来源：Foodaily 每日食品公众号，华源证券研究所

图表 13：公司当前以多元新品适配市场需求



资料来源：公司公告，华源证券研究所

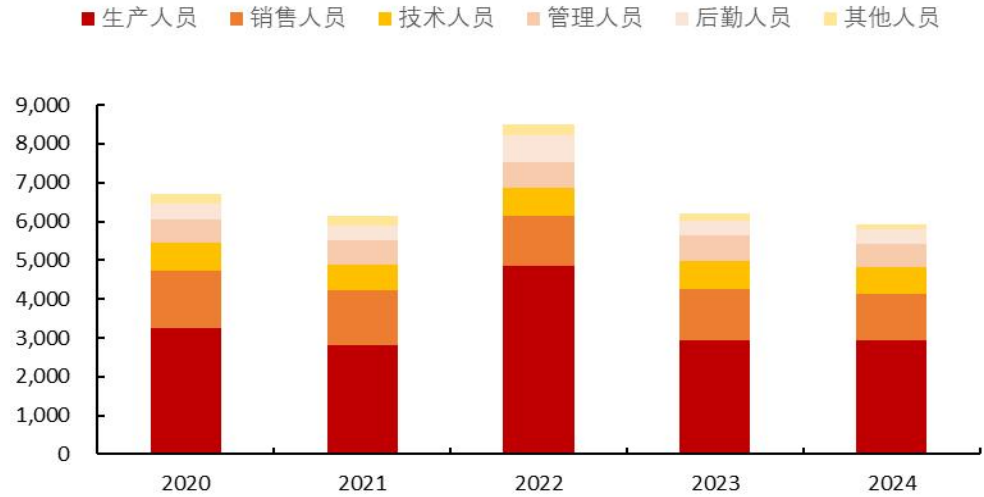
图表 14：重启老字号 IP、开设茶饮店以及培育三元梅园第二曲线，线下零售赋能公司品牌复兴



资料来源：公司公告，华源证券研究所

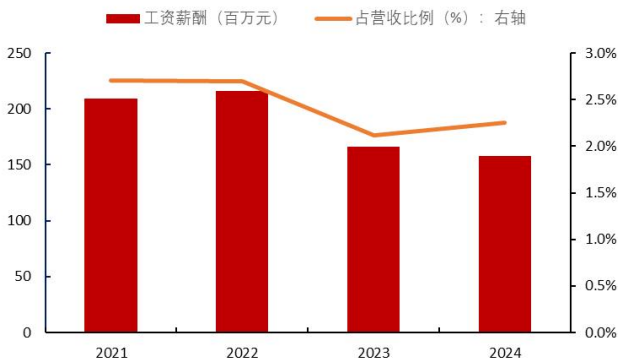
内部管理方面：公司积极推进管理提效，机制改革有序推进。从员工结构和管理费用变化来看，三元股份近年来持续推进组织优化与成本管控。员工总数在 2022 年达到峰值后逐步回落，生产、销售、管理及后勤部分冗余人员总体呈现下降趋势，企业运营效率提升。同时，管理费用中的工资薪酬和折旧摊销支出亦持续下降，占营收比例同步降低。公司通过降本增效实现了管理费用的合理控制，进一步增强盈利能力和可持续发展能力。

图表 15：公司近几年不断缩减员工数量（单位：人）



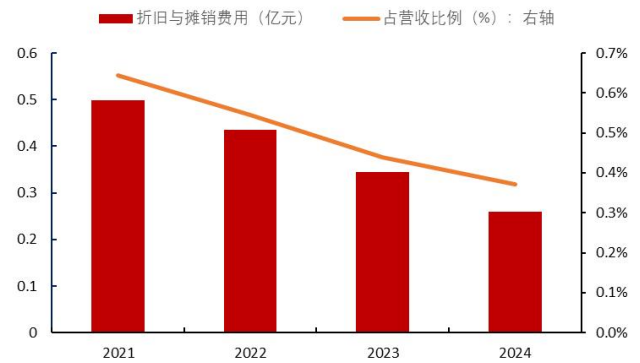
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：公司管理费用中工资薪酬不断下降



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 17：管理费用中折旧摊销占比不断下降



资料来源：ifind，华源证券研究所

麦当劳股权稳定贡献利润，主业净利率仍具较大改善空间。公司持有北京麦当劳 50% 的股权，2023-2024 年麦当劳股权稳定贡献 2.3-2.8 亿元的投资收益，对净利率的贡献约 3.3 至 3.6pct。剔除麦当劳对公司净利率影响后，公司实际乳制品的主营业务净利率 2022-2024 年均均为负，对比其他乳制品企业而言具备较大改善空间。

简单估算改善空间：

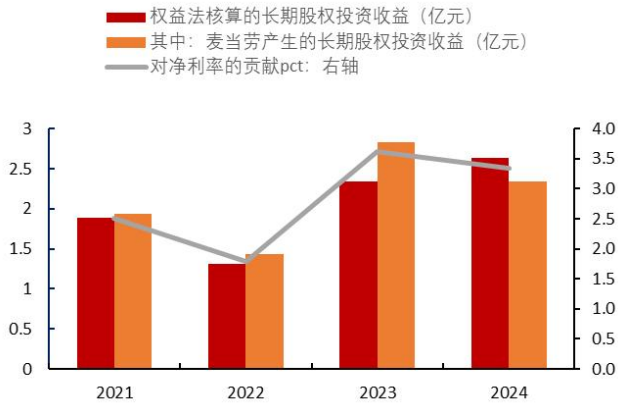
- 1) 收入端：假设稳定在 70 亿元左右；

2) 主业净利率：假设中期维度公司在精益运营下，主业净利率提升至 7%左右的水平；

3) 麦当劳股权投资收益：假设稳定在 2.5 亿元左右的利润贡献。

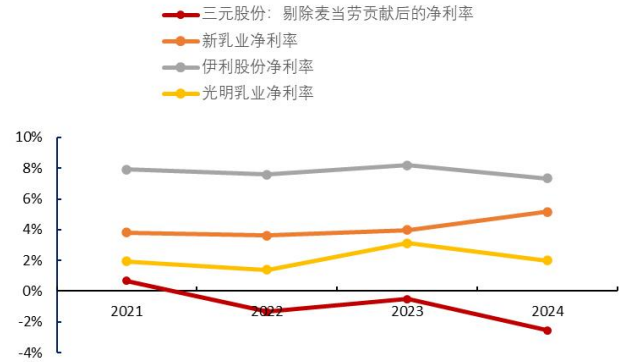
以上假设下，预计公司可实现 7.4 亿元利润，对比 2024 年将增长 1250%，可见公司当前具备较大的盈利改善弹性（仅代表简单预测改善空间，不代表实际增速）。

图表 18：麦当劳股权投资收益对公司贡献的利润 2023-2024 年稳定在 2.3-2.8 亿元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：三元主业净利率相比于其他乳制品企业仍具备较大的提升空间



资料来源：ifind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司在“聚焦低温”引领下，低温奶业务将通过BC端联动延续增长态势，预计公司25-27年营业收入分别达63.51/66.85/70.94亿元，分别同比-9.43%/+5.26%/+6.11%。

利润端来看，我们预计公司在收入结构改善和费效比持续优化的趋势下，净利率有望持续提升，预计25-27年归母净利润分别为-2.92/3.69/4.8亿元，25年转亏，26-27年同比增速分别为扭亏/29.9%。

图表 20：盈利预测拆分表（百万元）

分业务		2024	2025E	2026E	2027E
液态奶	收入	4,410.66	3890.20	4127.12	4420.97
	YoY	-8.9%	-11.8%	6.1%	7.1%
	成本	3,470.71	2967.46	2995.36	3146.32
	yoy	-7.59%	-14.50%	0.94%	5.04%
固态奶	收入	963.20	976.40	1033.42	1106.79
	YoY	5.3%	1.4%	5.8%	7.1%
	成本	806.56	791.23	837.44	888.11
	yoy	6.06%	-1.90%	5.84%	6.05%
冰淇淋	收入	1,499.32	1345.34	1385.70	1427.27
	YoY	-11.7%	-10.3%	3.0%	3.0%
	成本	1,033.71	902.43	910.91	947.62
	yoy	-10.72%	-12.70%	0.94%	4.03%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取同类全国性乳企与区域性乳企代表新乳业、光明乳业、伊利股份作为可比公司，考虑到公司为我国区域性乳企头部企业，在当前低温奶市场增长空间广阔，公司所处赛道成长性良好，并且在低温战略引领下和机制改革推进下，净利率提升目标有望逐年兑现，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002946.SZ	新乳业	18.04	0.62	1.00	1.16	1.33	23.23	18.11	15.58	13.55
600597.SH	光明乳业	7.54	0.52	0.30	0.34	0.34	16.30	25.13	22.18	22.18
600887.SH	伊利股份	26.16	1.33	1.77	1.91	2.07	22.73	14.79	13.67	12.67
平均值							20.75	19	17.14	16.13
600429.SH	三元股份	5.89	0.04	-0.19	0.25	0.32	161.41	-	23.95	18.44

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：以上估值信息截至2026年3月27日；可比公司盈利预测来自ifind一致预期，三元股份盈利预测来自华源证券研究所预测

5. 风险提示

1) 市场竞争风险加剧：行业巨头加速布局低温赛道，凭借资本与规模优势展开价格战，区域低温奶市场竞争日趋白热化；

2) 食品安全问题：低温奶短保特性对全链路温控提出严苛要求，运输与仓储环节需严格管控，若发生食品安全事件，或对企业经营层面产生重大不良影响；

3) 新品推广不及预期：当前乳制品创新同质化严重，消费者需求迭代加速，若产品定位模糊或差异化不足，容易出现新品销售未达预期的现象，这不仅会造成研发与营销资源浪费，更将影响公司整体营收增长与市场份额提升。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	926	635	669	709
应收票据及账款	635	544	572	607
预付账款	47	59	62	65
其他应收款	13	270	284	301
存货	585	883	898	942
其他流动资产	63	51	54	57
流动资产总计	2,268	2,441	2,538	2,682
长期股权投资	3,562	3,262	3,473	3,683
固定资产	1,955	1,838	1,862	1,962
在建工程	26	63	150	150
无形资产	378	373	378	383
长期待摊费用	66	89	66	73
其他非流动资产	579	588	587	587
非流动资产合计	6,565	6,213	6,516	6,838
资产总计	8,834	8,655	9,055	9,520
短期借款	956	812	1,096	1,308
应付票据及账款	735	745	758	795
其他流动负债	835	1,308	1,337	1,402
流动负债合计	2,526	2,865	3,190	3,505
长期借款	1,040	818	633	446
其他非流动负债	211	211	211	211
非流动负债合计	1,250	1,029	843	657
负债合计	3,776	3,893	4,034	4,162
股本	1,509	1,502	1,502	1,502
资本公积	3,109	3,116	3,116	3,116
留存收益	326	34	288	618
归属母公司权益	4,944	4,652	4,906	5,236
少数股东权益	114	109	115	122
股东权益合计	5,058	4,761	5,021	5,358
负债和股东权益合计	8,834	8,655	9,055	9,520

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	56	-24	193	308
折旧与摊销	253	272	327	309
财务费用	84	79	73	75
投资损失	-267	298	-213	-213
营运资金变动	104	19	-21	-1
其他经营现金流	129	-263	250	251
经营性现金净流量	359	380	610	730
投资性现金净流量	-93	-226	-486	-490
筹资性现金净流量	-538	-445	-90	-199
现金流量净额	-280	-291	33	41

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,012	6,351	6,685	7,094
营业成本	5,405	4,755	4,837	5,076
税金及附加	44	41	43	46
销售费用	1,210	1,077	1,100	1,132
管理费用	267	239	218	196
研发费用	119	104	107	110
财务费用	84	79	73	75
资产减值损失	-124	-80	-51	-40
信用减值损失	7	0	2	2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	267	-298	213	213
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	1	-9	-6	-6
其他收益	45	49	48	48
营业利润	79	-282	513	678
营业外收入	5	9	7	7
营业外支出	3	24	17	17
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	82	-296	502	668
所得税	27	0	127	181
净利润	56	-296	375	487
少数股东损益	1	-4	6	7
归属母公司股东净利润	55	-292	369	480
EPS(元)	0.04	-0.19	0.25	0.32

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-10.73%	-9.43%	5.26%	6.11%
营业利润增长率	-69.47%	-454.48%	282.13%	32.14%
归母净利润增长率	-77.44%	-632.43%	226.56%	29.90%
经营现金流增长率	153.52%	5.77%	60.34%	19.74%
盈利能力				
毛利率	22.93%	25.13%	27.64%	28.45%
净利率	0.79%	-4.67%	5.61%	6.87%
ROE	1.11%	-6.27%	7.53%	9.16%
ROA	0.62%	-3.37%	4.08%	5.04%
估值倍数				
P/E	161.41	-30.32	23.95	18.44
P/S	1.26	1.39	1.32	1.25
P/B	1.79	1.90	1.80	1.69
股息率	0.20%	0.00%	1.30%	1.69%
EV/EBITDA	19	184	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。