

## 食品饮料

2026年04月24日

# 三元股份 (600429)

## —— 25 年报 26Q1 点评：改革聚焦成效初显，经营质量大幅提升

报告原因：有业绩公布需要点评

### 增持 (维持)

市场数据：2026年04月24日

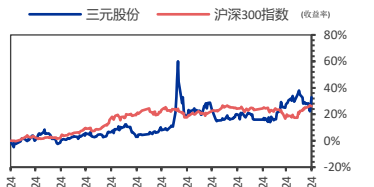
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 6.01               |
| 一年内最高/最低 (元)   | 7.28/4.23          |
| 市净率            | 1.9                |
| 股息率 (分红/股价)    | 0.20               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 9,000              |
| 上证指数/深证成指      | 4,079.90/14,940.30 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 每股净资产 (元)       | 3.22        |
| 资产负债率%          | 44.51       |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 1,502/1,498 |
| 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：25Q3 点评：收入环比改善 主业盈利能力提升》 2025/10/29

《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

#### 联系人

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- 事件：**发布 25 年年报和 26 年一季报，25 年实现营业收入 63.4 亿，同比下降 9.58%；归母净利润-2.26 亿，同比下降 511.56%；扣非净利润-2.45 亿，同比下降 922.38%；剔除法国 HCo 计提商誉减值影响金额 4.97 亿后，公司归母净利润为 2.71 亿，同比增长 395%；扣非归母净利润 2.52 亿，同比增长 744%，符合此前业绩预告。26Q1 实现营收 17.21 亿，同比增长 4.46%；归母净利润 1 亿，同比增长 14.28%；扣非净利润 0.95 亿，同比增长 14.74%，利润表现超预期。公司发布“提质增效重回报”行动方案，拟实施 26 年中期现金分红。
- 投资分析意见：**由于公司积极推进国企改革，经营质量快速提升，且乳业成本仍处低位，上调 26-27 年盈利预测，新增 28 年，预测 26-28 年公司实现归母净利润 3.07、3.44、4.13 亿（26-27 年前次为 1.29、1.56 亿），26 年扭亏，27-28 年同比增长 12%、20%，当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 29x、26x、22x，维持“增持”评级。公司通过组织精简、渠道优化、费用管控等手段，改革已见成效。随着“北京”系列等高毛利低温大单品持续放量，产品结构有望改善，带动主业毛利率修复。公司当前处于改革初期，报表端历史包袱出清、轻装上阵。展望未来，改革红利的持续释放以及大单品战略的稳步推进，公司制定 26 年经营目标为营业收入不低于 73 亿，同比+15.1%，利润总额不低于 2.8 亿，彰显发展信心。
- 分产品看，2025 年液态奶收入 39.11 亿，同比-11.33%；固态奶收入 9.39 亿，同比-2.56%；冰淇淋及其他收入 12.43 亿，同比-17.12%。2026Q1 液态奶收入 9.6 亿，同比下降 6.21%；固态奶收入 2.66 亿，同比增长 24.86%；冰淇淋及其他收入 4.26 亿，同比增长 18.25%。2025 年北京地区/北京地区以外分别实现营收 29.52/31.39 亿，同比-14.07%/-8.66%，26Q1 分别实现营收 8.15/8.37 亿，同比 4.63%/2.32%。25 年北京学生奶业务收入增长近 30%，25 年上市低温大单品北京鲜牛奶，上市以来同比增长超过 30%。京外亏损区域战略收缩，京内低温奶保持增长，常温电商调整大幅减亏，八喜冰激凌梳理产品和渠道，26Q1 加速上新。
- 盈利能力方面，25 年公司整体毛利率为 22.12%，同比-0.81pct；销售费用率为 15.13%，同比-2.12pct；管理费用率为 4.57%，同比+0.76pct；销售净利率为-3.86%，同比-4.65%。26Q1 整体毛利率为 23.05%，同比-1.31pct；销售费用率为 16.58%，同比-1.34pct；管理费用率为 3.57%，同比-0.54pct；销售净利率为 5.64%，同比+0.35pct。25 年营销类、广告类费用大幅缩减，费效比明显提升，经营性现金流净额同比增长 19.64%至 4.3 亿元，经营质量大幅提升。
- 风险提示：**经济下行影响乳制品需求，食品安全问题，竞争格局恶化。

#### 财务数据及盈利预测

|             | 2025   | 2026Q1 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 6,340  | 1,721  | 6,667 | 7,142 | 7,666 |
| 同比增长率 (%)   | -9.6   | 4.5    | 5.1   | 7.1   | 7.3   |
| 归母净利润 (百万元) | -226   | 100    | 307   | 344   | 413   |
| 同比增长率 (%)   | -511.6 | 14.3   | -     | 12.1  | 20.1  |
| 每股收益 (元/股)  | -0.15  | 0.07   | 0.20  | 0.23  | 0.27  |
| 毛利率 (%)     | 22.1   | 23.1   | 21.6  | 20.8  | 20.9  |
| ROE (%)     | -4.8   | 2.1    | 6.1   | 6.5   | 7.4   |
| 市盈率         | -      | -      | 29    | 26    | 22    |

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                | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入              | 7,012 | 6,340 | 6,667 | 7,142 | 7,666 |
| 其中：营业收入            | 7,012 | 6,340 | 6,667 | 7,142 | 7,666 |
| 减：营业成本             | 5,405 | 4,938 | 5,226 | 5,653 | 6,064 |
| 减：税金及附加            | 44    | 43    | 46    | 49    | 53    |
| 主营业务利润             | 1,563 | 1,359 | 1,395 | 1,440 | 1,549 |
| 减：销售费用             | 1,210 | 959   | 961   | 976   | 1,008 |
| 减：管理费用             | 267   | 290   | 287   | 291   | 297   |
| 减：研发费用             | 119   | 106   | 111   | 119   | 128   |
| 减：财务费用             | 84    | 62    | 49    | 42    | 39    |
| 经营性利润              | -117  | -58   | -13   | 12    | 77    |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | 7     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -124  | -47   | -30   | -25   | -20   |
| 加：投资收益及其他          | 312   | -121  | 339   | 358   | 370   |
| 营业利润               | 79    | -226  | 293   | 341   | 425   |
| 加：营业外净收入           | 3     | -3    | 0     | -1    | -1    |
| 利润总额               | 82    | -229  | 293   | 340   | 424   |
| 减：所得税              | 27    | 15    | 1     | 6     | 17    |
| 净利润                | 56    | -245  | 292   | 334   | 408   |
| 少数股东损益             | 1     | -19   | -15   | -10   | -5    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 55    | -226  | 307   | 344   | 413   |

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

|        |     |               |                      |
|--------|-----|---------------|----------------------|
| 华东团队   | 茅炯  | 021-33388488  | maojiong@swhysc.com  |
| 华北团队   | 肖霞  | 15724767486   | xiaoxia@swhysc.com   |
| 华南团队   | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123   | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817   | zhuxiaoyi@swhysc.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 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”) 在中华人民共和国内地 (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。