

2026年04月26日

三元股份(600429.SH)

投资评级: 买入(维持)

——盈利改善, 改革成效初显, 收入端成长性亟待释放

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04月24日

收盘价(元)	6.01
一年内最高/最低(元)	7.28/4.23
总市值(百万元)	9,027.56
流通市值(百万元)	9,000.32
总股本(百万股)	1,502.09
资产负债率(%)	44.51
每股净资产(元/股)	3.22

资料来源: 聚源数据

投资要点:

事件: 三元股份公司发布2025年年报及2026年一季报。2025年, 公司实现营收63.4亿元, 同比下滑9.58%, 归母净利润亏损2.26亿元, 剔除法国HCo2025年计提商誉减值影响金额4.97亿元后, 公司归母净利润为2.71亿元, 同比增长395%; 扣非归母净利润为2.52亿元, 同比增长744%。公司本次年报披露2026年利润总额目标为不低于2.8亿元, 收入目标为不低于73亿元, 收入对应同比增长15%, 对应26Q2-Q4营收增速目标为不低于18.9%。2026年将以收入增长为主要导向, 我们认为或将主要依赖低温产品在北京地区铺市拓展。

- **26Q1 利润表现超预期, 主业利润转正, 改革效果体现。** 公司26Q1实现营收17.21亿元, 同比增长4.46%; 归母净利润实现1亿元, 同比增长14.28%, 剔除投资收益8363万元后公司的归母净利润约0.17亿元, 相比于25Q1同期同口径的亏损0.04亿元, 已实现扭亏为盈, 剔除投资收益后的归母净利率为0.97%。
- **盈利能力相比于其他乳制品企业仍具备较大改善空间。** 公司2025年毛利率对比24年同期下降0.81pct至22.12%, 而26Q1毛利率对比25Q1同期下降1.31pct至23.05%; 费用率方面, 25年销售/管理/研发/财务费用率分别对比24年同期-2.12%/+0.76%/-0.02%/-0.22pct至15.13%/4.57%/1.67%/0.98%, 而26Q1上述费用率分别对比25Q1同期-1.34%/-0.54%/+0.28%/-0.12pct至16.58%/3.57%/0.98%/0.93%, 对应净利率对比25Q1同期+0.35pct至5.64%。
- **新品构筑“低温鲜奶+低温酸奶”双引擎, 成长性亟待释放。** 25年公司液态奶/冰淇淋及其他/固态奶营收分别同比-11.33%/-17.12%/-2.56%至39.11/12.43/9.39亿元; 而26Q1上述品类营收分别同比-6.21%/+18.25%/+24.86%。公司于2025年9月和2026年1月相继推出的“三元北京鲜牛奶”和“三元北京酸奶”两大战略单品, 预计将进一步赋能公司“聚焦北京、深耕低温”的战略推进, 成为拉动增长的核心引擎, 亦为后续产品结构升级和盈利能力提升奠定了坚实基础。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为2.91/3.99/5.17亿元, 26年扭亏, 27-28年同比增速分别为37.1%/29.4%, 当前股价对应的PE分别为30.99/22.6/17.47倍, 鉴于公司改革推进下盈利提升具备较大确定性, 新品成长性亦亟待释放, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示。市场竞争加剧风险、食品安全问题、新品推广不及预期**

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,012	6,340	7,329	8,252	9,131
同比增长率(%)	-10.73%	-9.58%	15.60%	12.59%	10.66%
归母净利润(百万元)	55	-226	291	399	517
同比增长率(%)	-77.44%	-511.56%	229.15%	37.08%	29.43%
每股收益(元/股)	0.04	-0.15	0.19	0.27	0.34
ROE(%)	1.11%	-4.75%	5.85%	7.55%	9.07%
市盈率(P/E)	164.70	-40.02	30.99	22.60	17.47

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,142	733	825	913
应收票据及账款	524	616	694	768
预付账款	46	53	59	65
其他应收款	34	22	24	27
存货	611	668	746	820
其他流动资产	73	68	75	82
流动资产总计	2,430	2,160	2,424	2,676
长期股权投资	3,467	3,717	3,967	4,217
固定资产	1,835	1,722	1,751	1,854
在建工程	27	63	150	150
无形资产	366	362	367	372
长期待摊费用	47	75	54	55
其他非流动资产	525	534	533	533
非流动资产合计	6,266	6,473	6,821	7,181
资产总计	8,696	8,632	9,245	9,857
短期借款	954	914	896	790
应付票据及账款	619	732	817	898
其他流动负债	2,037	1,660	1,852	2,033
流动负债合计	3,610	3,306	3,565	3,721
长期借款	38	24	30	34
其他非流动负债	210	210	210	210
非流动负债合计	249	235	240	244
负债合计	3,859	3,541	3,805	3,965
股本	1,502	1,502	1,502	1,502
资本公积	3,092	3,092	3,092	3,092
留存收益	152	382	697	1,104
归属母公司权益	4,747	4,976	5,291	5,699
少数股东权益	91	115	149	192
股东权益合计	4,837	5,092	5,440	5,891
负债和股东权益合计	8,696	8,632	9,245	9,857

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-245	44	155	277
折旧与摊销	232	263	321	311
财务费用	62	39	38	35
投资损失	185	-250	-250	-250
营运资金变动	157	-404	105	99
其他经营现金流	38	301	304	304
经营性现金净流量	430	-6	673	775
投资性现金净流量	6	-249	-446	-440
筹资性现金净流量	-223	-154	-135	-247
现金流量净额	214	-410	92	88

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,340	7,329	8,252	9,131
营业成本	4,938	5,549	6,193	6,810
税金及附加	43	48	55	60
销售费用	959	1,146	1,248	1,336
管理费用	290	332	369	404
研发费用	106	117	125	131
财务费用	62	39	38	35
资产减值损失	-47	-54	-61	-68
信用减值损失	2	4	4	4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-185	250	250	250
公允价值变动损益	3	0	0	0
资产处置收益	-5	-4	-4	-4
其他收益	64	55	57	58
营业利润	-226	350	470	596
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	4	8	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-229	345	467	592
所得税	15	29	34	32
净利润	-245	316	433	560
少数股东损益	-19	25	34	44
归属母公司股东净利润	-226	291	399	517
EPS(元)	-0.15	0.19	0.27	0.34

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-9.58%	15.60%	12.59%	10.66%
营业利润增长率	-384.90%	254.47%	34.46%	26.68%
归母净利润增长率	-511.56%	229.15%	37.08%	29.43%
经营现金流增长率	19.64%	-101.47%	10,730.79%	15.23%
盈利能力				
毛利率	22.12%	24.29%	24.95%	25.43%
净利率	-3.86%	4.31%	5.25%	6.14%
ROE	-4.75%	5.85%	7.55%	9.07%
ROA	-2.59%	3.38%	4.32%	5.24%
估值倍数				
P/E	-40.02	30.99	22.60	17.47
P/S	1.42	1.23	1.09	0.99
P/B	1.90	1.81	1.71	1.58
股息率	0.00%	0.68%	0.94%	1.21%
EV/EBITDA	123	15	12	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）。