

食品饮料

2025 年 03 月 25 日

三元股份 (600429)

——老牌乳企重启改革 逆势突破值得期待

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

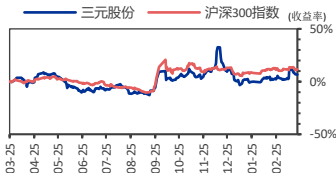
投资要点：

- 北京老牌乳企，鲜奶业务扎实，冰淇淋业务前途光明。**三元股份前身是 1956 年成立的北京市牛奶总站，在北京地区具有深厚的消费群众基础和品牌认可度。公司乳制品业务以液态奶为主，占比超 60%，过去三年体量稳定，冰淇淋业务占比超 20%，20~23 年 CAGR 达 12%。
- 首农食品集团控股，逐步开展内部提质增效改革。**三元股份最终实控人为北京市国资委，北京市国资委通过北京首农食品集团有限公司持有公司 46% 的股份，近年来，伴随公司在战略上从收入导向转向利润导向，公司进行一系列内部调整：1) 削减 SKU 数量，提升高端产品占比；2) 总部推行机构改革，精简人员，同时逐步推进下属单位改革；3) 调整薪酬体系，精简机构，激发员工活力；4) 公司通过资产重组强干弱支，剥离低效子公司，优化资产结构。我们认为，随着公司扎实推进提质增效改革，主业净利润有可观的提升空间。
- 鲜奶板块占据北京高地市场，冰淇淋业务有望延续增长。**鲜奶业务方面，公司奶源来自于同一股东首农食品集团下的首农畜牧，在北京市场具有奶源优势，同时长达半个世纪的耕耘奠定扎实的品牌底蕴，消费者认可度领先，当前公司积极精简 SKU，集中资源提高产品竞争力，未来终端需求若得到改善，那么鲜奶业务有望重回增长。冰淇淋业务方面，“八喜”主打高品质的质价比，过去积累良好的消费者口碑，同时渠道端着力在全国的冰柜布局，与多个大型超市和连锁便利店合作，未来全国化可期。
- 盈利能力波动较大，麦当劳投资收益占比较大，减亏提效空间充分。**2021~2023 年公司实现归母净利润分别为 2.45、0.37、2.43 亿元。受外埠市场及部分业务单元拖累，公司剔除投资收益后的净利润承压，2021~2023 年间分别为 0.2、-1.15、-2.23 亿，北京麦当劳投资收益对利润贡献显著，2021~2023 年来自北京麦当劳的投资收益分别为 1.93、1.43 和 2.84 亿，占三元的净利润的 93%、715%、129%。
- 投资评级与估值：**我们预测 2024-2026 年公司实现营业收入 70/71/73 亿元，同比增长 -11%/1.6%/3.4%，归母净利润 0.54/0.90/1.29 亿元，同比增长 -78%/65.5%/44%，以 2025 年 3 月 24 日收盘价对应 2024~2026 年 PE 分别为 122/74/51x。考虑到公司处于改革阶段，当前利润基数较低，未来成长空间较大，因此我们采用 PEG 估值法，2025 年 PEG 为 1.12，我们选取乳业企业伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、光明乳业作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PEG 为 1.28，较可比公司还有 14% 的增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 核心假设风险：**乳制品需求进一步下行，替代品的威胁，食品安全问题。**股价表现的催化剂：**国企改革实现突破性成果，新品爆发提振乳制品行业需求，出台利好乳制品消费政策。

市场数据： 2025 年 03 月 24 日
收盘价 (元) 4.38
一年内最高/最低 (元) 5.85/3.50
市净率 1.3
股息率 (分红/股价) 1.12
流通 A 股市值 (百万元) 6,559
上证指数/深证成指 3,370.03/10,695.49
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 3.39
资产负债率% 43.67
总股本/流通 A 股 (百万) 1,509/1,498
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《供给收缩 格局改善 进入盈利上升周期——乳制品行业深度报告》 2024/12/20

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

研究支持

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,841	5,397	6,994	7,104	7,344
同比增长率 (%)	-1.4	-12.0	-10.8	1.6	3.4
归母净利润 (百万元)	243	103	54	90	129
同比增长率 (%)	502.4	-55.5	-77.7	65.5	43.9
每股收益 (元/股)	0.16	0.07	0.04	0.06	0.09
毛利率 (%)	23.0	23.9	23.1	23.3	23.7
ROE (%)	4.7	2.0	1.1	1.7	2.4
市盈率	27		122	74	51

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2024-2026 年公司实现营业收入 70/71/73 亿元，同比增长-11%/1.6%/3.4%，归母净利润 0.54/0.90/1.29 亿元，同比增长-78%/65.5%/44%，以 2025 年 3 月 24 日收盘价对应 2024~2026 年 PE 分别为 122/74/51x。考虑到公司处于改革阶段，当前利润基数较低，未来成长空间较大，因此我们采用 PEG 估值法，2025 年 PEG 为 1.12，我们选取乳业企业伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、光明乳业作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PEG 为 1.28，较可比公司还有 14% 的增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

液态奶业务，如文中第二部分前期空间阐述，我们认为伴随公司持续梳理品牌，精简 SKU，叠加原奶价格企稳后竞争或有望得到改善，我们假设公司 2024-2026 年液态奶销量分别同比增长-7%、1%、2%，吨价同比增长-4%、-2%、1%，吨成本同比增长-3%、-2%、1%。

冰淇淋业务，2024 年受行业影响出现波动，但是八喜本身拥有可期的全国化潜力，未来随着公司在冰柜方面增加投放，提升市场下沉能力，有望实现稳健增长。因此，我们假设公司 2024-2026 年冰淇淋业务销量分别同比增长-13%、4%、5%，吨价同比增长 0%、2%、0%，吨成本同比增长 0%、1%、0%。

固态奶业务，考虑这块业务主要是奶粉，以及部分 B 端的奶酪业务等，奶粉业务受限于出生人口数量的压力，预计未来承压，但是 B 端业务依托与麦当劳等餐饮、奶茶店的合作，依然有望带动固态奶业务实现增长。我们假设公司 2024-2026 年固态奶业务销量分别同比增长 12%、5%、0%，吨价同比增长-5%、-2%、-1%，吨成本同比增长 2%、1%、0%。

有别于大众的认识

北京老牌乳企，鲜奶业务扎实，冰淇淋业务前途光明。三元股份在北京地区具有深厚的消费群众基础和品牌认可度。公司乳制品业务以液态奶为主，占比超 60%，过去三年体量稳定，鲜奶业务具有较好的盈利潜力，冰淇淋业务占比超 20%，20~23 年 CAGR 达 12%，24 年短期承压但是中长期看依然有全国化扩张的潜力。

首农食品集团控股，逐步开展内部提质增效改革。三元股份最终实控人为北京市国资委，北京市国资委通过北京首农食品集团有限公司持有公司 46% 的股份。近年来，伴随公司在战略上从收入导向转向利润导向，公司进行一系列内部调整：1) 削减 SKU 数量，提升高端产品占比；2) 总部推行机构改革，精简人员，同时逐步推进下属单位改革；3) 调整薪酬体系，精简机构，激发员工活力；4) 公司通过资产重组强干弱支，剥离低效子公司，优化资产结构。我们认为，随着公司扎实推进提质增效改革，主业净利润有可观的提升空间。

股价表现的催化剂

国企改革实现突破性成果。新品爆发提振乳制品行业需求。出台利好乳制品消费政策。

核心假设风险

乳制品需求进一步下行。替代品的威胁。食品安全问题。

目录

1. 老牌乳企 深耕北京	5
1.1 液体乳为主 冰淇淋业务快速增长 过去盈利波动大	6
1.2 背靠首农和复星，内部改革提质增效可期	8
2. 鲜奶板块占据北京高地市场 冰淇淋业务有望改善	11
2.1 鲜奶：伴随原奶周期反转 竞争有望回归奶源和品牌	11
2.2 冰淇淋：八喜品牌力强 未来潜力可期	14
3. 盈利预测和估值	17
3.1 关键假设	17
3.3 可比估值表	18
4. 核心假设风险和股价表现的催化剂	19
4.1 核心假设风险	19
4.2 股价表现的催化剂	19

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/116225111220011101>