

三元股份 (600429)

公司研究/点评报告

品牌建设不断强化，盈利能力小幅改善

——三元股份 (600429) 2019 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 8 月 28 日

一、事件概述

公司 8 月 27 日发布 2019 年半年报，报告期实现营业收入 41.73 亿元，同比 +9.97%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比 +47.32%；基本 EPS 为 0.12 元。

二、分析与判断

➤ 营收平稳增长，内生利润增速快于营收增速显示经营质量改善明显

2019H1 公司实现营收/归母净利润 41.73/1.84 亿元，同比 +9.97%/+47.32%，归母扣非净利润 1.19 亿元，同比 +22.07%，与业绩预增公告披露情况基本相符。总体看 19H1 公司营收实现稳定增长，液态奶和冰淇淋业务均取得双位数增长（分别 +15.0%/13.4%），但奶粉业务受渠道调整以及 Brassica 业务受法国上半年局势不稳定等因素影响导致收入有所下滑。2018 年公司收回了旗下奶粉工厂的独立销售权，因此竞争内耗问题已得到根本解决。Brassica 今年成立子公司，下半年旗下产品将引入国内销售，有望带来一定收入增量。

利润方面，企业发展资金及产业发展扶持资金等非经常性损益对 19H1 利润影响较大，不过扣非利润增速仍显著高于营收增速，显示公司经营质量稳步提升。19H1 毛利率 34.11%，同比 -0.11ppt，产品结构提升在一定程度上对冲了成本上涨；期间费用率 31.95%，同比 -1.49ppt，其中销售费用率 26.02%，同比 +0.55ppt；管理费用率 4.01%，同比 -1.89ppt；财务费用率 1.92%，同比 -0.15ppt。销售费用率上升主要是由于促销费、广告投入等费用上升。公司在强势市场费用策略总体稳健，以调研情况看，公司在低温产品以及常温酸奶产品方面费用投放采取跟随行业龙头策略，但核心常温奶业务自主性相对较强，因此销售费用率总体相对可控。管理费用下滑主要是由于上期收购法国公司产生的中介机构费用开支较大导致上期基数较高。19H1 净利率为 5.38%，同比大幅提升 2.43ppt，主要受非净损益扰动；而仅考虑扣非净利率的话，本期小幅提升 0.28ppt 至 2.84%。

➤ 品牌建设与法国公司协同全面加强，销售渠道持续优化

2019H1 公司完成全线品牌梳理，三元品牌全系列、极致、轻能、芭缔欧等重点品牌进行产品换装升级和品牌焕新。此外，公司赞助《上新了·故宫》、《中歌会》等电视节目，并通过承办“首届北京牛奶文化节”、发布爱国主义小说《三元传奇》等活动不断强化公司品牌口碑。2019H1 公司秉持“聚焦资源、聚焦区域、聚焦产品”销售策略，加强预算执行和考核。上半年公司拥有经销商 2366 家，其中北京/北京以外经销商数量分别为 243/2123 家，同比分别 -17%/+4%，总体新增 36 家，销售渠道布局持续优化。

三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 81.76/89.06/96.61 亿元，同比 +9.7%/+8.9%/+8.5%；实现归属上市公司净利润 2.40/2.59/2.89 亿元，同比 +33.0%/+8.1%/+11.5%，折合 EPS 分别为 0.16/0.17/0.19 元，目前股价对应 19-21 年 PE 为 34/32/29 倍。公司目前估值高于乳制品板块的 30 倍估值，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，成本上升超预期，食品安全问题等。

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

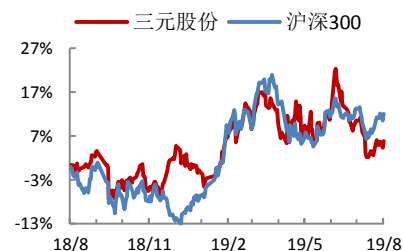
5.51

交易数据

2019-8-27

| | |
|--------------|-----------|
| 近 12 个月最高/最低 | 6.28/4.89 |
| 总股本 (百万股) | 1497.56 |
| 流通股本 (百万股) | 885.00 |
| 流通股比例 (%) | 59% |
| 总市值 (亿元) | 82.52 |
| 流通市值 (亿元) | 48.76 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 7,456 | 8,176 | 8,906 | 9,661 |
| 增长率 (%) | 21.8% | 9.7% | 8.9% | 8.5% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 180 | 240 | 259 | 289 |
| 增长率 (%) | 137.2% | 33.0% | 8.1% | 11.5% |
| 每股收益 (元) | 0.12 | 0.16 | 0.17 | 0.19 |
| PE (现价) | 45.9 | 34.4 | 31.8 | 28.5 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 7,456 | 8,176 | 8,906 | 9,661 |
| 营业成本 | 4,991 | 5,381 | 5,853 | 6,308 |
| 营业税金及附加 | 47 | 57 | 59 | 66 |
| 销售费用 | 1,857 | 2,101 | 2,307 | 2,517 |
| 管理费用 | 385 | 445 | 472 | 519 |
| 研发费用 | 29 | 16 | 26 | 23 |
| EBIT | 147 | 177 | 189 | 228 |
| 财务费用 | 150 | 130 | 130 | 130 |
| 资产减值损失 | 54 | 47 | 25 | 30 |
| 投资收益 | 237 | 237 | 237 | 237 |
| 营业利润 | 237 | 312 | 340 | 377 |
| 营业外收支 | (3) | (6) | (4) | (5) |
| 利润总额 | 234 | 306 | 335 | 372 |
| 所得税 | 48 | 56 | 65 | 70 |
| 净利润 | 186 | 250 | 270 | 301 |
| 归属于母公司净利润 | 180 | 240 | 259 | 289 |
| EBITDA | 414 | 515 | 505 | 592 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 1907 | 1907 | 1153 | 411 |
| 应收账款及票据 | 1038 | 1002 | 1166 | 1224 |
| 预付款项 | 93 | 109 | 114 | 125 |
| 存货 | 567 | 724 | 731 | 893 |
| 其他流动资产 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 流动资产合计 | 3786 | 3955 | 3256 | 2831 |
| 长期股权投资 | 944 | 1182 | 1419 | 1657 |
| 固定资产 | 2572 | 2630 | 2716 | 2789 |
| 无形资产 | 4235 | 4966 | 5802 | 6777 |
| 非流动资产合计 | 9689 | 9616 | 10950 | 11762 |
| 资产合计 | 13475 | 13572 | 14206 | 14593 |
| 短期借款 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 应付账款及票据 | 922 | 993 | 1081 | 1165 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 2927 | 2831 | 3256 | 3406 |
| 长期借款 | 3245 | 3245 | 3245 | 3245 |
| 其他长期负债 | 1307 | 1307 | 1307 | 1307 |
| 非流动负债合计 | 4586 | 4586 | 4586 | 4586 |
| 负债合计 | 7513 | 7417 | 7842 | 7992 |
| 股本 | 1498 | 1498 | 1498 | 1498 |
| 少数股东权益 | 997 | 1007 | 1018 | 1030 |
| 股东权益合计 | 5963 | 6155 | 6364 | 6601 |
| 负债和股东权益合计 | 13475 | 13572 | 14206 | 14593 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|---------|-------|---------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 21.8% | 9.7% | 8.9% | 8.5% |
| EBIT 增长率 | 182.0% | 20.8% | 7.0% | 20.4% |
| 净利润增长率 | 137.2% | 33.0% | 8.1% | 11.5% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.1% | 34.2% | 34.3% | 34.7% |
| 净利润率 | 2.4% | 2.9% | 2.9% | 3.0% |
| 总资产收益率 ROA | 1.3% | 1.8% | 1.8% | 2.0% |
| 净资产收益率 ROE | 3.6% | 4.7% | 4.9% | 5.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.3 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.2 | 0.8 | 0.6 |
| 现金比率 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.1 |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 40.3 | 37.6 | 38.9 | 38.2 |
| 存货周转天数 | 40.5 | 41.6 | 41.1 | 41.3 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 每股净资产 | 3.3 | 3.4 | 3.6 | 3.7 |
| 每股经营现金流 | 0.6 | 0.1 | 0.6 | 0.3 |
| 每股股利 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 45.9 | 34.4 | 31.8 | 28.5 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 22.0 | 18.4 | 19.8 | 18.2 |
| 股息收益率 | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.8% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 186 | 250 | 270 | 301 |
| 折旧和摊销 | 322 | 385 | 341 | 395 |
| 营运资金变动 | 526 | (312) | 345 | (198) |
| 经营活动现金流 | 871 | 221 | 853 | 396 |
| 资本开支 | 189 | 33 | 1,416 | 944 |
| 投资 | (4,053) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (4,209) | (33) | (1,416) | (944) |
| 股权募资 | 734 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 2,943 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 3,475 | (188) | (191) | (194) |
| 现金净流量 | 137 | 0 | (754) | (742) |

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。