

三元股份 (600429)

公司研究/点评报告

业绩受疫情冲击显著，Q2 经营环比明显复苏

——三元股份 (600429) 2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 8 月 31 日

一、事件概述

8 月 29 日，公司发布 2020 年半年报，报告期内公司实现营业总收入 34.04 亿元，同比-18.43%；实现归母净利润-1.01 亿元，同比-155.06%；基本 EPS 为-0.07 元。

二、分析与判断

➤ 营收端低速增长，毛销差下滑拖累利润端增速

2020H1 公司实现营收/归母净利润 34.04/-1.01 亿元，同比分别-18.43%/-155.06%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 18.86/0.17 亿元，同比分别-15.39%/-86.68%。总体看，20H1 艾莱发喜、送奶到户事业部、学生奶、餐饮等业务均受到疫情较大影响，收入同比大幅下滑。4-5 月疫情得到缓解，各项业务逐步恢复正常，但 6 月北京疫情再次出现反复形成负面冲击，不过总体看 Q2 收入端下滑程度环比有所收窄，利润端扭亏为盈。此外新收入准则对收入影响较大，20H1 收入同比-18.43%中，其中新收入准则影响约 7.3%，主业实际下滑程度小于报表数据。20H1 利润端受毛利率下滑及费用率上升的叠加影响，出现亏损。

分业务看，20H1 液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱分别实现营收 20.01/3.14/6.31/4.45 亿元，同比分别-10.21%/-52.18%/-23.73%/+5.00%；合 20Q2 液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱分别实现营收 11.52/1.15/3.90/2.23 亿元，同比分别-4.01%/-65.15%/-17.02%/+4.19%。公司核心业务液态奶同比下滑幅度相对较低，且 Q2 因需求改善及渠道补库存出现明显的环比改善；涂抹酱业务保持低速增长；固态奶、冰淇淋业务同比出现大幅下滑。

分渠道及地区看，20H1 直营/经销商渠道分别实现营收 14.10/15.92 亿元，同比分别+10.95%/-29.35%；合 20Q2 直营/经销商渠道营收 7.73/8.84 亿元，同比分别+11.50%/-25.56%。直营渠道保持同比正增长，预计疫情期间电商等线上渠道发力是主要原因。20H1 北京/北京以外地区分别实现营收 17.84/16.06 亿元，同比分别-14.13%/-21.93%；合 20Q2 北京/北京以外地区营收 9.84/8.95 亿元，同比分别-14.89%/-15.31%。20H1 北京/北京以外地区经销商 273/2077 家，同比分别+12.35%/-2.17%。北京地区渠道有所强化，整体渠道保持稳定。

➤ 乳制品动销平稳，京外渠道建设加强

2020H1，公司毛利率为 32.80%，同比-1.31ppt (Q2 为 32.47%，同比-2.19ppt)。疫情期间动销受阻，主要产品收入同比明显下滑，受各项刚性支出影响，同时高毛利业务如冰淇淋、奶粉业务下滑高于整体收入下滑幅度，导致毛利率下行。

2020H1，公司期间费用率为 33.56%，同比+1.61ppt (Q2 为 29.79%，同比-0.86ppt)。其中销售费用率为 26.08%，同比+0.06ppt (Q2 为 22.95%，同比-2.39ppt)，原因是新收入准则冲减与销量相关的费用及广告费、促销费、劳务派遣费用、社会保险费等同比下降；但受收入下降影响，20H1 销售费用率同比基本持平。管理费用率为 4.64%，同比+0.81ppt (Q2 为 4.16%，同比+0.68ppt) 原因是社会保险费、中介机构服务费同比下降，但下降幅度小于收入端降幅，导致管理费用率升高。研发费用率为 0.40%，同比+0.21ppt (Q2 为 0.65%，同比+0.41ppt)，原因是研发课题投入同比增加。财务费用率为 2.44%，同比+0.52ppt (Q2 为 2.04%，同比+0.44ppt)，原因是利息费用同比增长。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

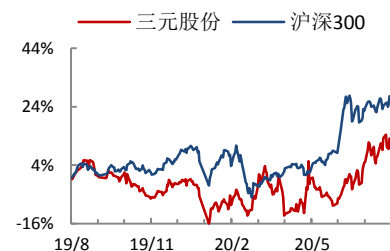
6.24

交易数据

2020-08-28

近 12 个月最高/最低	6.31/4.74
总股本 (百万股)	1497.56
流通股本 (百万股)	1497.56
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	93.45
流通市值 (亿元)	93.45

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

- 三元股份(600429)2019 年报点评：营收保持中速增长，毛销差收窄拖累利润表现

► 加强品牌宣传及新品开发，强化线上营销

品牌宣传方面，公司官宣旗下三元极致牛奶与国家登山队的合作，加强线下促销活动及店内主题陈列，提升极致品牌影响力；公司以总冠名身份赞助北京卫视《跨界歌王》节目，提高三元品牌传播力。新品方面，公司推出 72 度巴氏杀菌鲜牛乳，强化“新鲜”产品力优势。

营销方式方面，公司力促营销模式向健康化、线上化、家庭化转变，产品结构向大包装、家庭装转化。电商渠道凭借直播、IP 运营为主的场景化运营，实现网红 IP 精准投放，并增加与 TOP 主播以及抖音明星合作。20H1 公司电商业务大幅增长。

三、盈利预测与投资建议

考虑到上半年公司业绩不及预期，我们下调此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现收入 79.63/86.40/93.03 亿元，同比-2.3%/+8.5%/+7.7%；实现归属上市公司净利润 0.70/1.64/1.97 亿元，同比-48.1%/+134.8%/+20.7%，折合 EPS 分别为 0.05/0.11/0.13 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 134/57/47 倍。公司目前估值高于乳制品板块的 42 倍估值，维持“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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,151	7,963	8,640	9,303
增长率 (%)	9.3%	-2.3%	8.5%	7.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	70	164	197
增长率 (%)	-25.5%	-48.1%	134.8%	20.7%
每股收益 (元)	0.09	0.05	0.11	0.13
PE (现价)	69.3	134.0	57.1	47.3
PB	1.9	1.8	1.8	1.7

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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,151	7,963	8,640	9,303
营业成本	5,470	5,310	5,707	6,126
营业税金及附加	44	47	49	53
销售费用	2,191	2,220	2,264	2,410
管理费用	351	406	432	456
研发费用	20	25	25	28
EBIT	74	(45)	164	230
财务费用	152	124	130	128
资产减值损失	(2)	1	1	1
投资收益	226	226	226	226
营业利润	269	143	358	420
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	276	145	363	423
所得税	117	61	154	180
净利润	159	83	209	244
归属于母公司净利润	134	70	164	197
EBITDA	337	194	399	461
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1907	2024	2233	2454
应收账款及票据	912	1000	1026	1136
预付款项	137	116	134	139
存货	541	595	595	701
其他流动资产	46	46	46	46
流动资产合计	3552	3804	4036	4504
长期股权投资	1069	1295	1521	1747
固定资产	2455	2454	2395	2365
无形资产	4203	4151	4098	4046
非流动资产合计	9832	10000	9951	9928
资产合计	13385	13804	13987	14432
短期借款	275	275	275	275
应付账款及票据	754	856	854	952
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2886	3105	3146	3422
长期借款	3129	3129	3129	3129
其他长期负债	1299	1299	1299	1299
非流动负债合计	4465	4465	4465	4465
负债合计	7351	7569	7611	7886
股本	1498	1498	1498	1498
少数股东权益	1018	1031	1076	1122
股东权益合计	6034	6233	6375	6545
负债和股东权益合计	13385	13804	13987	14432

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.3%	-2.3%	8.5%	7.7%
EBIT 增长率	-49.7%	-160.6%	-468.0%	40.0%
净利润增长率	-25.5%	-48.1%	134.8%	20.7%
盈利能力				
毛利率	32.9%	33.3%	34.0%	34.2%
净利润率	1.6%	0.9%	1.9%	2.1%
总资产收益率 ROA	1.0%	0.5%	1.2%	1.4%
净资产收益率 ROE	2.7%	1.3%	3.1%	3.6%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.7	0.7	0.7	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	42.9	41.6	42.2	41.9
存货周转天数	36.5	38.5	37.5	38.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.0	0.1	0.1
每股净资产	3.3	3.5	3.5	3.6
每股经营现金流	0.3	0.2	0.2	0.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	69.3	134.0	57.1	47.3
PB	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	30.5	49.3	25.0	21.2
股息收益率	0.4%	0.7%	0.7%	0.8%
现金流量表 (百万元)				
净利润	159	83	209	244
折旧和摊销	265	239	235	232
营运资金变动	56	83	19	26
经营活动现金流	379	302	362	400
资本开支	209	1	(45)	(22)
投资	(181)	0	0	0
投资活动现金流	(320)	(1)	45	22
股权募资	0	0	0	0
债务募资	4	0	0	0
筹资活动现金流	(148)	(185)	(197)	(201)
现金净流量	(90)	116	209	221

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。