

三元股份 (600429)

公司研究/点评报告

营收保持中速增长，毛销差收窄拖累利润表现

——三元股份 (600429) 2019 年报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 4 月 27 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，报告期内公司实现营业收入 81.51 亿元，同比+9.32%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比-25.51%；基本 EPS 为 0.09 元。拟每股派现金红利 0.027 元（含税）。

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

2019 年公司实现营收/归母净利润 81.51/1.34 亿元，同比分别+9.32%/-25.51%。总体看，公司营收端保持中速增长；利润端同比出现下滑，毛销差大幅收窄是利润表现出现下滑的主要原因。2019 年，公司毛利率 32.88%，同比-0.17pct，乳制品吨价同比下滑是毛利率下滑的主要原因。期间费用率 33.30%，同比+0.83pct；销售费用率 26.89%，同比+1.98pct；管理费用率 4.55%，同比-1.00pct；财务费用率 1.86%，同比-0.15pct。销售费用率同比上行的主要原因是公司重新梳理母品牌与子品牌的关联定位，市场投入有所加大。

2019Q4 单季度营收/净利润分别为 18.68/-0.71 亿元，同比+4.79%/-271.03%。19Q4 单季度毛利率 29.74%，同比-1.60pct；期间费用率 34.95%，同比+4.68pct；销售费用率 26.93%，同比+2.69pct；管理费用率 6.15%，同比+0.87pct；财务费用率 1.87%，同比+1.13pct。19Q4 单季度毛销差的急速收窄是导致单季度出现亏损的主要原因。

➤ 乳制品动销平稳，京外渠道建设加强

2019 年，公司乳制品销售收入为 80.78 亿元，同比+10.88%；销售量为 74.35 万吨，同比+10.88%；销售均价保持平稳。具体品类上，公司液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱业务分别实现营收 45.59/12.77/14.23/8.19 亿元，同比分别+13.88%/+12.00%/+9.06%/-2.14%；销量分别为 54.88/4.45/12.17/2.84 万吨，同比分别+11.59%/+21.35%/+6.95%/+0.78%。其中固态奶业务成长性较好，销售额保持双位数增长，毛利率同比+2.52pct。

渠道方面，公司采取优化京内渠道、积极拓展京外渠道策略。2019 年末公司北京地区共有经销商 264 家，较 2018 年末减少 29 家，同比-9.90%；北京地区以外共有经销商 2214 家，较 2018 年末增加 177 家，同比+8.69%。

➤ 品牌焕新工程刷新品牌形象，子公司发展良好

2019 年，公司全面开启品牌焕新工程，梳理母品牌与子品牌之间关联定位，带动产品线形象更新，并主力三元品牌年轻化、现代化。子公司经营方面，法国子公司 St Hubert，于 2020 年 2 月设立上海子公司，开发植物基酸奶，并引入圣优蓓法式植物酸奶。北京艾莱发喜公司运营良好，2019 年实现营收 14.37 亿元，同比+9.95%；实现净利润 0.97 万元，同比-15.18%。加拿大 alavon 公司自收购以来连续三年实现收入、净利润双增。

谨慎推荐

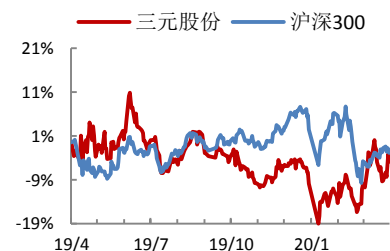
维持评级

当前价格：**5.47**

交易数据 **2020-04-24**

近 12 个月最高/最低	6.28/4.76
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)	81.92
流通市值 (亿元)	81.92

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、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 88.76/96.30/103.70 亿元，同比+8.9%/+8.5%/+7.7%；实现归属上市公司净利润 1.86/2.19/2.59 亿元，同比+38.5%/+17.8%/+18.2%，折合 EPS 分别为 0.12/0.15/0.17 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 44/37/32 倍。公司目前估值略高于乳制品板块的 26 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	8,876	9,630	10,370
增长率 (%)	9.3%	8.9%	8.5%	7.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	186	219	259
增长率 (%)	-25.5%	38.5%	17.8%	18.2%
每股收益 (元)	0.09	0.12	0.15	0.17
PE (现价)	60.8	44.0	37.4	31.6
PB	1.6	1.5	1.5	1.4

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	46.9	35.1	32.5	29.1
PB	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.4	18.7	20.1	18.5
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。