

三元股份 (600429)

公司研究/点评报告

疫情对 2020 年经营冲击明显，21Q1 业绩恢复增长

——三元股份 (600429) 2020 年报及 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 26 日

一、事件概述

4 月 23 日，公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 73.53 亿元，同比-9.78%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比-83.58%，基本 EPS 为 0.02 元。2020 年拟每股派发现金红利 0.005 元(含税)。2021Q1 实现营收 18.68 亿元，同比+23.05%，实现归母净利润 0.44 亿元，同比+137.14%，基本 EPS 为 0.03 元。

二、分析与判断

疫情冲击 20H1 经营业绩，20Q3 后收入恢复增长

2020 年，公司实现营收/归母净利润 73.53/0.22 亿元，同比分别-9.78%/-83.58%；合 Q4 实现营收/归母净利润 19.33/0.69 亿元，同比分别+3.48%/+196.97%。2020 年疫情对公司经营业绩冲击较大，20H1 艾莱发喜、送奶到户事业部、外埠、学生奶、餐饮等业务均受明显冲击，4 月后北京防控政策仍较严格，公司主业复苏进度略慢于同业。20H2 公司采取积极销售策略，20Q3/20Q4 营收分别同比+4.2%/+12.9%。利润端，受疫情及新收入准则影响，公司主业毛利率同比下滑，各项费用无法有效摊薄，导致净利润增速下滑幅度大于收入增速。

21Q1 公司实现营收/归母净利润 18.68/0.44 亿元，同比分别+23.05%/+137.14%。伴随国内疫情防控进入常态化，下游需求复苏明显，叠加去年同期低基数，公司业绩恢复较快增长。不过 21Q1 初的北京及河北疫情仍对公司生产及营销端有一定的负面影响，拖累公司收入端未实现更高增长，收入端相较于 19Q1 仍有小幅下滑。

分业务看，2020 年液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱分别实现营收 43.08/9.12/12.00/8.67 亿元，同比分别-5.50%/-28.52%/-15.64%/+5.85%；21Q1 上述业务分别实现营收 10.97/1.92/3.54/2.17 亿元，同比分别+29.33%/-3.31%/+46.45%/-2.37%。总体看，2020 年公司液态奶/固态奶/冰淇淋业务均受疫情冲击，收入下滑较为明显，涂抹酱业务保持小幅增长。2021Q1 液态奶/冰淇淋业务快速复苏，固态奶、涂抹酱收入同比小幅下滑。

分渠道及地区看，2020 年直营/经销商渠道分别实现营收 27.48/36.76 亿元，同比分别+9.60%/-16.56%；21Q1 分别实现营收 7.23/9.04 亿元，同比分别+13.45%/+27.81%。直营渠道增速高于经销商渠道，电商等线上渠道增速较高是主原。2020 年北京/北京以外地区分别实现营收 38.10/34.78 亿元，同比分别-4.90%/-14.57%；21Q1 营收 10.37/8.23 亿元，同比+29.72%/+15.71%。

新收入准则导致毛利率同比下行，毛销差改善明显

2020 年/21Q1 公司销售毛利率分别为 24.18%/26.77%，同比分别-8.70ppt/-6.45ppt。2020 年毛利率下滑原因是 (1) 新收入准则导致运输费用计入营业成本；(2) 动销不畅导致产品毛利率下滑；21Q1 毛利率下滑原因是新收入准则实行。2020 年液态奶/固态奶/冰淇淋/涂抹酱分别实现毛利率 16.84%/30.40%/21.73%/ 57.47%，同比分别-12.18ppt/+2.46ppt/-11.17ppt/-4.88ppt。

2020 年/21Q1 期间费用率 23.67%/26.31%，同比-9.63ppt/-11.93ppt。其中销售费用率 16.22%/19.15%，同比-10.67ppt/-10.82ppt，原因是新收入准则冲减部分销售费用，销售投入有所收紧，2020 年/21Q1 毛销差分别改善 1.97ppt/4.37ppt；管理费用率 4.54%/5.02%，同比+0.24ppt/-0.23ppt；研发费用率 0.48%/0.14%，同比+0.23ppt/+0.05ppt；财务费用率 2.44%/2.00%，同比+0.57ppt/-0.94ppt。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

4.93

交易数据

2021-4-23

近 12 个月最高/最低	6.31/4.06
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)	73.83
流通市值 (亿元)	73.83

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

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 三元股份 (600429) 2020 年三季报点评：Q3 业绩持续复苏，前三季度业绩下滑幅度收窄
- 三元股份 (600429) 2020 年半年报点评：20H1 业绩受疫情冲击，Q2 经营明显复苏

► 持续加强产品创新，强化品牌宣传

2020 年公司围绕产品创新，不断提升产品力。公司依托优质奶源和更强的鲜奶加工工艺，大力推广 72°C 杀菌鲜牛乳；以“新鲜”战略为引领，扩大鲜奶领“鲜”优势。公司升级营销模式进行产品跨界和平台跨界，与中国国家登山队合作，成为其营养乳制品供应方及官方合作伙伴，助力市场份额提升。根据中国统计信息服务中心发布报告，三元奶粉再次荣膺国产婴幼儿奶粉口碑榜首，连续十次获得最佳口碑评价。

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现收入 86.40/93.04/100.96 亿元，同比+17.5%/+7.7%/+8.5%；实现归属上市公司净利润 1.64/1.97/2.32 亿元，同比+642.9%/+20.3%/+17.6%，折合 EPS 分别为 0.11/0.13/0.15 元，目前股价对应 2021-2023 年 PE 为 45/37/32 倍。公司目前估值高于乳制品板块的 32 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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,353	8,640	9,304	10,096
增长率 (%)	-9.8%	17.5%	7.7%	8.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	22	164	197	232
增长率 (%)	-83.6%	642.9%	20.3%	17.6%
每股收益 (元)	0.02	0.11	0.13	0.15
PE (现价)	328.7	45.1	37.4	31.8
PB	1.5	1.4	1.4	1.3

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,353	8,640	9,304	10,096
营业成本	5,575	6,366	6,796	7,355
营业税金及附加	41	48	52	56
销售费用	1,192	1,253	1,477	1,502
管理费用	334	389	428	495
研发费用	35	32	39	40
EBIT	175	553	512	648
财务费用	179	236	247	242
资产减值损失	(0)	1	0	2
投资收益	63	63	63	63
营业利润	55	451	379	530
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	72	463	394	543
所得税	56	363	309	426
净利润	15	100	85	117
归属于母公司净利润	22	164	197	232
EBITDA	443	779	729	852
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1998	2146	2585	2596
应收账款及票据	834	973	1051	1139
预付款项	75	123	112	131
存货	475	751	525	876
其他流动资产	35	35	35	35
流动资产合计	3453	4026	4355	4772
长期股权投资	1064	1127	1191	1254
固定资产	2312	2181	2045	1911
无形资产	4284	4344	4403	4463
非流动资产合计	9916	9941	9823	9704
资产合计	13369	13967	14178	14476
短期借款	524	524	524	524
应付账款及票据	781	885	949	1024
其他流动负债	35	35	35	35
流动负债合计	4185	4547	4722	4957
长期借款	1885	1885	1885	1885
其他长期负债	1286	1286	1286	1286
非流动负债合计	3200	3200	3200	3200
负债合计	7385	7748	7922	8158
股本	1498	1498	1498	1498
少数股东权益	1025	961	849	734
股东权益合计	5984	6220	6256	6319
负债和股东权益合计	13369	13967	14178	14476

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-9.8%	17.5%	7.7%	8.5%
EBIT 增长率	137.7%	215.7%	-7.5%	26.7%
净利润增长率	-83.6%	642.9%	20.3%	17.6%
盈利能力				
毛利率	24.2%	26.3%	27.0%	27.2%
净利率	0.3%	1.9%	2.1%	2.3%
总资产收益率 ROA	0.2%	1.2%	1.4%	1.6%
净资产收益率 ROE	0.4%	3.1%	3.6%	4.2%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	42.7	42.8	42.8	42.8
存货周转天数	32.8	34.6	33.7	34.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.1	0.1	0.2
每股净资产	3.3	3.5	3.6	3.7
每股经营现金流	0.3	0.3	0.5	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	328.7	45.1	37.4	31.8
PB	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	18.5	10.7	10.7	9.2
股息收益率	0.1%	0.6%	0.7%	0.7%
现金流量表 (百万元)				
净利润	15	100	85	117
折旧和摊销	231	227	218	205
营运资金变动	211	(63)	285	(173)
经营活动现金流	494	424	756	314
资本开支	112	(5)	22	8
投资	(45)	0	0	0
投资活动现金流	(89)	5	(22)	(8)
股权募资	33	0	0	0
债务募资	(74)	0	0	0
筹资活动现金流	(210)	(281)	(296)	(296)
现金净流量	196	149	439	10

分析师简介

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，食品饮料行业分析师。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。