

区域性龙头乳企，奶粉、液奶业务共同成长

证券研究报告

2023年01月17日

三元股份（600429.SH）首次覆盖报告

核心结论

公司是华北区域乳企龙头，拥有“三元”、“极致”、“爱力优”、“八喜”、“燕山”、“太子奶”等一系列有较高知名度的品牌以液态奶业务为主，固态奶为辅，持续拓宽冰淇淋、涂抹酱等业务。

行业出清龙头扩张，高质量+强推新驱动奶粉业务成长。奶粉新国标将于2023年2月正式实施，与现行国标相比，新国标要求更明确，规定更严格，有望加速奶粉行业出清，改善供给侧格局。公司作为区域乳企龙头，乘势扩张奶粉业务布局，2016年起，收购奶粉工厂，积极投建产能，加速市占率提升。公司奶粉产品以高质量作为保障，上游提高牧场自给率保证原料质量，中游生产采用湿法工艺保障营养，下游搭建供应链管理平台，统筹奶源、物资、工程设备资源，发挥规模优势。单品培育方面，公司拥有强大的研发资源配备，高端产品占比持续提升，拉高公司整体毛利率。

低温奶符合消费升级需求，高端布局拉升毛利。液奶属于刚需品类，量价齐升仍是大趋势。分品类来看，低温奶更符合消费升级需求，但由于运输限制，区域乳企在低温品类表现更佳。公司是华北区域低温白奶龙头，2016年将液态奶事业部分拆成为常温奶事业部和低温奶事业部后，重点发力低温市场，推出多款新品，加速品牌创新，布局有机奶等高端品类，拉高整体毛利。

投资建议：公司是华北区域乳业龙头，短期来看，成本压力释放+疫后需求修复+购买力回升有望推动公司业绩成长，中长期来看，公司积极布局高毛利业务，拓宽产品矩阵，强化品牌影响力，我们认为公司有望依托液奶+高毛利业务实现长期增长。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为82.55/84.80/89.79亿元，归母净利润分别为2.76/3.13/3.65亿元，EPS分别为0.18/0.21/0.24元/股，对应PE分别为27/24/21倍。采取相对估值法，我们给予公司2023年26x PE，对应目标价5.36元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格涨幅超预期，疫情反复，行业竞争加剧。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,353	7,731	8,255	8,480	8,979
增长率	-9.8%	5.1%	6.8%	2.7%	5.9%
归母净利润（百万元）	22	245	276	313	365
增长率	48.4%	1011.7%	12.5%	13.6%	16.5%
每股收益（EPS）	0.01	0.16	0.18	0.21	0.24
市盈率（P/E）	340.2	30.6	27.2	24.0	20.6
市净率（P/B）	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

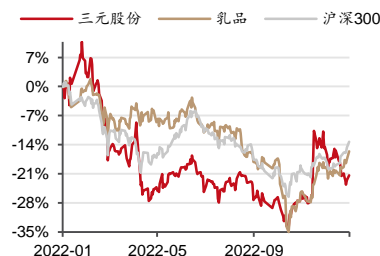
股票代码 600429.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 4.94

近一年股价走势



分析师

李欣欣 S0800522080002

13386114324

lixin@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
三元股份核心指标概览	5
一、 区域性乳企龙头，液奶为主综合拓展	6
1.1 液态奶业务为主，拓展综合业务组合	6
1.2 国资控股结构清晰，激励计划绑定核心利益	8
1.3 整体增长稳健，疫后修复可期	10
二、 乳制品赛道广阔增速稳健，大而全+小而美并存	11
2.1 乳制品赛道空间广阔，整体增速稳健	11
2.2 白奶稳步增长，酸奶略显疲软	13
2.3 双寡头格局稳定，多区域拥有小龙头	15
三、 奶粉加速扩张，液奶稳健增长	15
3.1 奶粉：国产奶粉认可度提升，高质量、勤推新加速扩张	15
3.2 液态奶：低温产品迎合需求升级，结构持续优化拉升公司毛利	19
四、 盈利预测	22
4.1 关键假设和盈利预测	22
4.2 估值	23
4.3 投资建议	24
五、 风险提示	24

图表目录

图 1：三元股份核心指标概览图	5
图 2：三元股份历史沿革	6
图 3：三元股份主要业务	7
图 4：三元股份主力产品	7
图 5：2011-2021 年公司液态奶业务收入占比	8
图 6：2021 年主营业务收入分产品	8
图 7：2021 年主营业务收入分渠道	8
图 8：2021 年主营业务收入分地区	8
图 9：三元股份股权结构（截至 2022 年三季报）	9

图 10: 2012-2022Q3 公司营业总收入	10
图 11: 2012-2022Q3 公司归母净利润	10
图 12: 2011-2021 年公司毛利率及净利率	11
图 13: 2011-2021 年公司销售费用支出	11
图 14: 2011-2021 年公司 ROE (平均)	11
图 15: 2011-2021 年公司主要财务指标	11
图 16: 2017-2022 年中国乳制品市场容量	12
图 17: 2017-2022 年中国乳饮品市场容量	12
图 18: 2017-2022 年中国乳制品市场增速分品类	12
图 19: 2017-2022 年中国乳制品市场份额分品类	12
图 20: 2017-2022 年中国液态奶市场规模分品类	13
图 21: 2018-2022 年巴氏奶市场规模及增速	14
图 22: 2018-2022 年常温奶 (UHT 奶) 市场规模及增速	14
图 23: 2013-2021 年中美人均乳制品消费量	14
图 24: 2018-2022 年酸奶市场规模及增速	15
图 25: 2016-2022 年乳制品行业部分公司份额	15
图 26: 奶粉品牌榜单中包含国产品牌	16
图 27: 婴配粉新国标内容	17
图 28: 三元研发费用 19 年后大幅增加	19
图 29: 三元奶粉持续升级推新	19
图 30: 2016-2021 年公司液态奶销量	20
图 31: 2016-2021 年公司液态奶吨价	20
图 32: 主要区域乳企品牌	21
图 33: 公司主要液态奶产品	22
图 34: 三元股份 PE-BAND (截止至 2023 年 1 月 16 日)	24
表 1: 公司股权激励计划考核标准	9
表 2: 巴氏奶与常温奶 (UHT 奶) 产品特征对比	13
表 3: 三元奶粉奶粉工艺	18
表 4: 低温奶 vs 常温奶的营养价值	20
表 5: 关键假设	23
表 6: 可比公司估值表 (截止至 2023 年 1 月 16 日)	23

投资要点

关键假设

我们预计 2022-2024 年公司液态奶收入增速为 4%/6%/6%，固态奶收入增速为 0%/1%/1%，冰淇淋及其他收入增速为 6%/8%/8%。

- 1) 液态奶：22 年疫情影响下，液奶消费需求旺盛，随着疫情防控政策放开，液奶需求有望回归平稳增长，预计 22-24 年销量增速分别为 7%/3%/3%。随着疫后经济持续修复，液奶结构升级趋势有望回归，预计 22-24 年吨价增速分别为 -3%/3%/3%。
- 2) 固态奶：随着新国标落地+公司高端新品持续推出满足国内用户需求，我们认为公司奶粉销量有望企稳，预计 22-24 年固态奶销量增速分别为 0%/0%/0%。购买力修复和高端新品推出是奶粉吨价提升的主要动力，预计 22-24 年吨价增速分别为 0%/1%/1%。
- 3) 冰淇淋及其他：疫情对销量影响不大，预计 22-24 年销量增速分别为 5%/5%/5%。购买力修复对冰淇淋吨价提升有推动作用，预计 22-24 年吨价增速分别 1%/3%/3%。

毛利率：

考虑到 2022 年原奶价格下降，我们认为公司整体原材料成本压力有所缓解，但疫情影响时间较长，运输费用、能源成本等有所上升，分产品来看，22-24 年，我们预计液态奶的毛利率为 16%/17%/18%，固态奶的毛利率为 39%/38%/37%，冰淇淋及其他的毛利率为 31%/32%/32%。

区别于市场的观点

- 1) 市场对三元股份关注度较低，认为公司缺乏增长动力，我们认为公司作为区域龙头乳企，除液奶外还布局了奶粉、冰淇淋等高毛利业务，多项业务有望共同助推公司长期成长。
- 2) 市场认为乳制品赛道刚性较强，疫后恢复弹性较小。我们认为公司疫情受损主要体现在吨价方面，疫后消费力修复，公司结构升级趋势有望回归，提升整体盈利能力。

股价上涨催化剂

- 1) 疫情防控政策放开。疫情对生产、运输影响减小，公司盈利有望得到保障。
- 2) 奶粉新国标落地。新国标有望加速中小企业出清，公司作为区域龙头，有望实现份额扩张。
- 3) 原奶价格下降。原奶价格下降有望提升公司毛利率，提升盈利能力。

估值与目标价

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 82.55/ 84.80/ 89.79 亿元，归母净利润分别为 2.76/ 3.13/ 3.65 亿元，EPS 分别为 0.18/ 0.21/ 0.24 元/股，对应 PE 分别为 27/ 24/ 21 倍。采取相对估值法，我们给予公司 2023 年 26x PE，对应目标价 5.36 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

三元股份核心指标概览

图 1：三元股份核心指标概览图



资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

一、区域性乳企龙头，液奶为主综合拓展

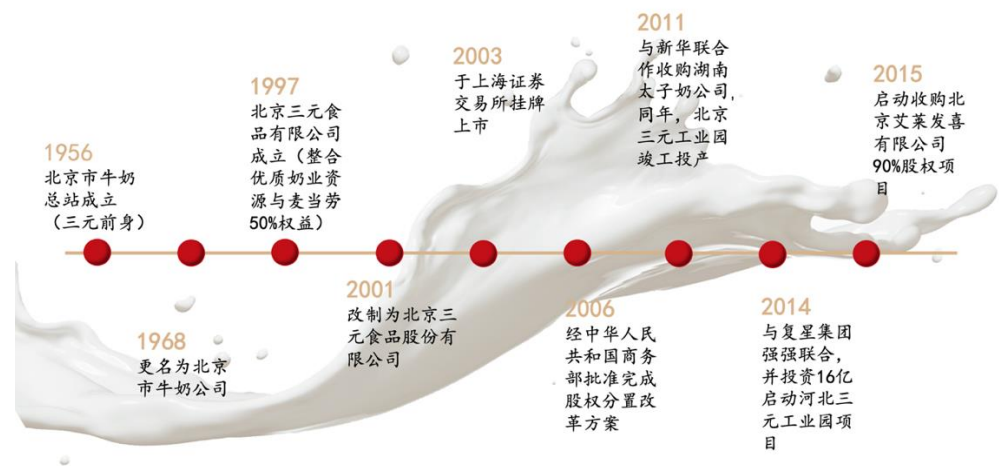
1.1 液态奶业务为主，拓展综合业务组合

北京三元食品股份有限公司的前身是成立于1956年的北京市牛奶总站，1968年更名为北京市牛奶公司。1997年成立北京三元食品有限公司，2001年改制为北京三元食品股份有限公司，并于2003年在上海证券交易所成功上市。

三元股份经历了起步发展阶段（1997年-2003年），快速扩张阶段（2004年-2018年）以及优化巩固阶段（2019年至今）。

创立至今，三元股份秉承品质至上原则，持续加大科技创新以及产品升级。2021年度，三元股份累计开展国家级、北京市级等项目研究工作共8项，参与多项国家和行业标准的更新、制订。三元股份不断优化迭代产品配方组合，深受消费者信任。凯度监测数据显示，2021年三元股份在北京市场液态奶份额居首位。

图2：三元股份历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

公司主要业务涉及加工乳制品、饮料、食品、冷食冷饮；旗下拥有液体乳、发酵乳、乳饮料、奶粉、奶酪、冰淇淋等几大产品系列。公司拥有“三元”、“极致”、“爱力优”、“八喜”、“燕山”、“太子奶”等一系列有较高知名度的品牌，生产并销售极致全脂牛奶、芭缔欧冰岛式酸奶、八喜冰淇淋等优质产品，于内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了十六大加工中心。

图 3：三元股份主要业务

主要业务	主要品牌	品牌商标与产品图例
液态奶 LIQUID MILK	极致等	
酸奶 YOGURT	芭缔欧, 轻能等	
奶粉 MILK POWDER	爱力优, 爱蓓益等	
酸酪 CHEESE	三元等	
冰淇淋 ICE CREAM	八喜等	
涂抹酱 SPREAD	St Hubert等	

资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

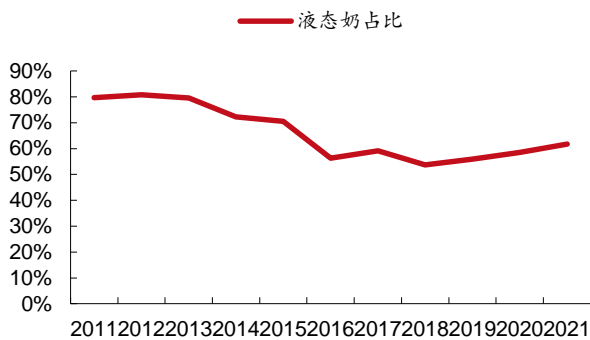
图 4：三元股份主力产品

主力产品	零售价格	包装规格	产品图例
极致全脂纯牛奶 产品卖点：每100ml含3.4g优质蛋白，100%源于自由生态牧场。	¥67/250ml*12	无菌砖，250ml*12	
芭缔欧冰岛式酸奶 产品卖点：采用纯正冰岛菌种，多30%蛋白质，添加菊粉。	¥55/200g*10	200g*10盒/箱	
八喜冰淇淋 经典六合一组合 产品卖点：优质奶源，天然原料，多种口味满足消费者需求。	¥119.8/360g(6*60g)	360g(6*60g)	

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，西部证券研发中心

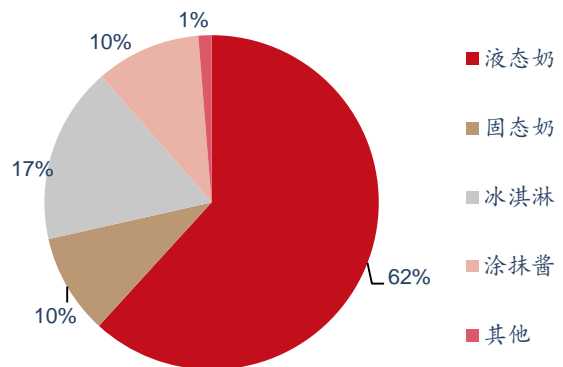
液态奶业务为主，拓展综合业务组合。2021年公司液态奶业务收入占比62%，为公司的主要业务。公司致力于推进产品迭代与新品研发，加速推进业务多元化进程。建立伊始，公司主营业务以液态奶为主，固态奶为辅。2016年公司收购北京艾莱发喜食品有限公司，开发冰淇淋产品线，新品市场表现良好，挤压了原有产品组合的收入占比。2018年公司联合复星收购 Brassica Holdings，引进 St Hubert 有机高端产品进入中国市场，开辟涂抹酱业务线。引进初期，涂抹酱业务线展现高毛利高产品力特征，但后期销售额增长较显疲软，呈逐年下降趋势。同时，液态奶与冰淇淋业务线表现强劲，业务收入占比呈稳步上升趋势。

图 5：2011-2021 年公司液态奶业务收入占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

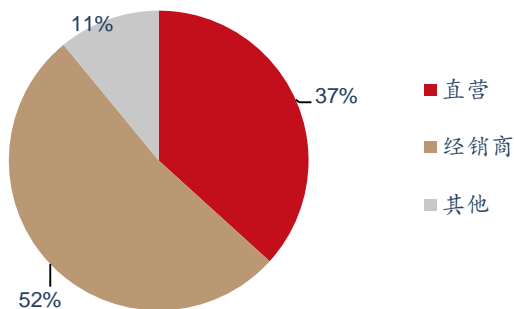
图 6：2021 年主营业务收入分产品



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

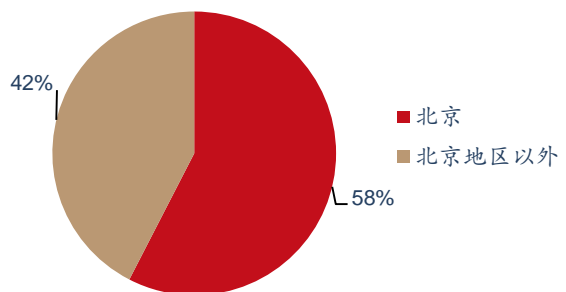
销售网络集中华北，线上线下齐发力。公司前身北京市牛奶总站，扎根北京及周边地区稳扎稳打。2021 年北京地区销售额占总销售额比例 58%，据凯度监测数据显示三元在北京市场液态奶份额居首位。从销售渠道来看，公司直营占比 37%，经销商占比 52%。此外，公司积极发展电商平台，强化品牌传播，通过智能化以及互联网数字新媒体为电商引流。根据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》，2021 年“三元”品牌价值 365.92 亿元，同比提升 12%。

图 7：2021 年主营业务收入分渠道



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：2021 年主营业务收入分地区

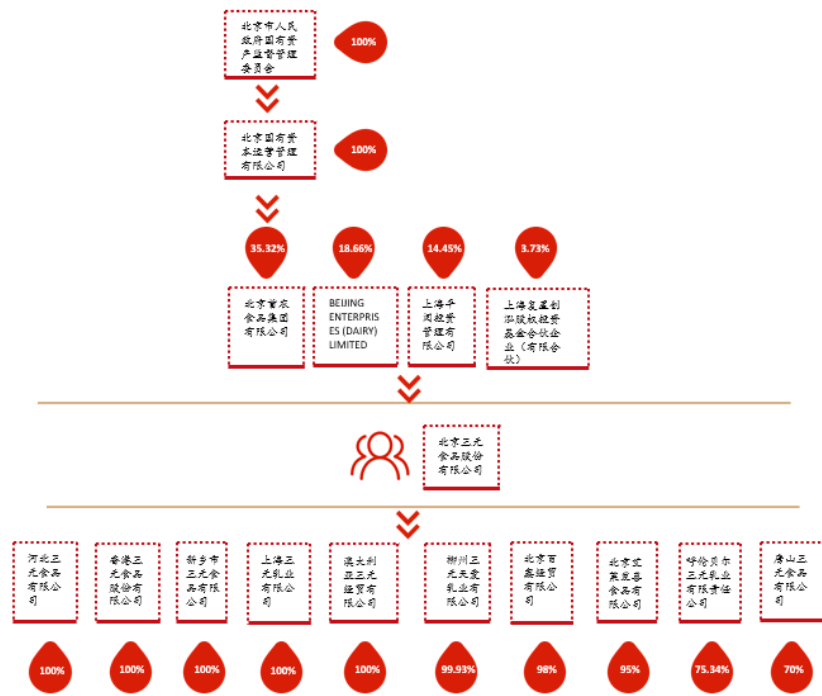


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 国资控股结构清晰，激励计划绑定核心利益

国资控股，结构清晰。公司的实控方为北京市人民政府国有资产监督管理委员会，截止 2022 年三季报，北京市人民政府国有资产监督管理委员会通过北京首农食品集团有限公司简介持有公司 35.32% 股权。根据 2022 年三季报，北京首农食品集团有限公司、BEIJING ENTERPRISES (DAIRY) LIMITED、上海平润投资管理有限公司、上海复星创泓股权投资基金合伙企业（有限合伙）分别持有公司 35.32%、18.66%、14.45%、3.73% 股权。

图 9：三元股份股权结构（截至 2022 年三季报）



资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

股权激励绑定核心利益，激发公司动能。公司在 2022 年审议并通过执行初次股权激励计划。本次授予的限制性股票数量为 2246 万股，来源为公司向激励对象定向发行的三元股份的 A 股普通股，限制性股票的首次授予价格为 3.01 元/股。本计划首次授予的激励对象不超过 189 人，包括公司(含公司控股子公司)董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工。此次股权激励计划进一步建立、健全了公司长效激励机制，吸引并保留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起。

表 1：公司股权激励计划考核标准

解禁比例	考核期	考核标准	考核结果
1/3	2023	(1)2023 年公司归母扣非后净资产收益率不低于 4.2%，且以 2018-2020 年公司归母扣非后净资产收益率平均值为未到期时间基数(1.05%)，2023 年归母扣非后净资产收益率增长率不低于对标企业 75 分位。(2)以 2018-2020 年公司归母扣非后净利润平均值为基数，2023 年公司归母扣非后净利润增长率不低于 341%(2.28 亿元)，且不低于对标企业 75 分位。(3)以 2018-2020 年公司营业收入平均值为基数，2023 年公司营业收入增长率不低于 59%(121.69 亿元)。(4)以 2018-2020 年公司自营低温鲜奶收入平均值为基数，2023 年公司自营低温鲜奶收入增长率不低于 70%。(5)2023 年公司自营高端产品收入占公司自营产品总收入的比重不低于 33%。(6)2023 年公司新产品数量不低于 20 个。	
1/3	2024	(1)2024 年公司归母扣非后净资产收益率不低于 5.4%，且以 2018-2020 年公司归母扣非后净资产收益率平均值为未到期时间基数(1.05%)，2024 年归母扣非后净资产收益率增长率不低于对标企业 75 分位。(2)以 2018-2020 年公司归母扣非后净利润平均值为基数，2024 年公司归母扣非后净利润增长率不低于 501%(3.11 亿元)，且不低于对标企业 75 分位。(3)以 2018-2020 年公司营业收入平均值为基数，2024 年公司营业收入增长率不低于 83%(140.06 亿元)。(4)以 2018-2020 年公司自营低温鲜奶收入平均值为基数，2024 年公司自营低温鲜奶收入增长率不低于 100%。(5)2024 年公司自营高端产品收入占公司自营产品总收入的比重不低于 38%。(6)2024 年公司新产品数量不低于 20 个。	

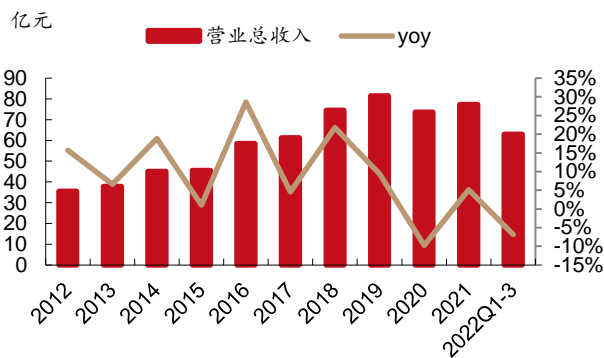
- 1/3 2025 (1)2025年公司归母扣非后净资产收益率不低于6.9%，且以2018-2020年公司归母扣非后净资产收益率平均值为未到期时间基数(1.05%)，2025年归母扣非后净资产收益率增长率不低于对标企业75分位。(2)以2018-2020年公司归母扣非后净利润平均值为基数，2025年公司归母扣非后净利润增长率不低于715%(4.22亿元)，且不低于对标企业75分位。(3)以2018-2020年公司营业收入平均值为基数，2025年公司营业收入增长率不低于121%(169.14亿元)。(4)以2018-2020年公司自营低温鲜奶收入平均值为基数，2025年公司自营低温鲜奶收入增长率不低于130%。(5)2025年公司自营高端产品收入占公司自营产品总收入的比重不低于42%。(6)2025年公司新产品数量不低于20个。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 整体增长稳健，疫后修复可期

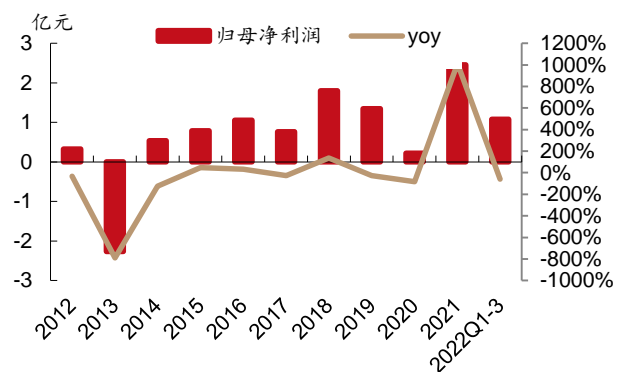
严格品控营业收入稳健，疫情之后业绩弹性值得期待。公司营业总收入以液态奶销售额为主。自2018年开辟涂抹酱业务线后，液态奶占营业总收入比例持续稳步上升，2018-2021年液态奶收入占比分别为54%、56%、59%、62%。2012年以来公司营业总收入稳步增长，2020年受新收入准则影响，将原计入销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入，使得收入下降；二受疫情影响，公司上半年收入同比有所下降，下半年已全面恢复，收入同比上升。2021年，公司坚持战略引领，优化资本布局，加强品牌传播并推进科技创新，营业总收入同比增长5%。2022年前三季度公司收入/业绩分别为63.02/1.08亿元，同比-7%/-61%，主要系今年1月合并首农畜牧，受豆粕、玉米、苜蓿等饲料价格大幅上涨因素影响，养殖成本周期性上涨，且公司投资板块餐饮业务受疫情影响较大。随着疫情影响逐渐消除，公司的盈利能力回升值得期待。

图 10: 2012-2022Q3 公司营业总收入



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

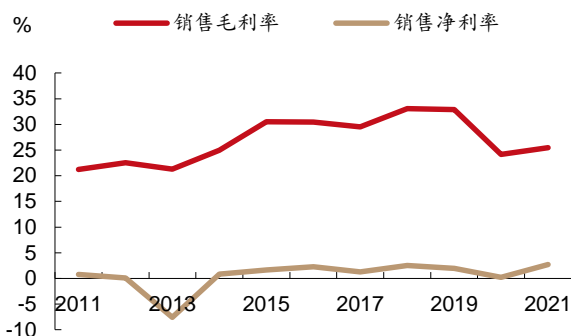
图 11: 2012-2022Q3 公司归母净利润



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

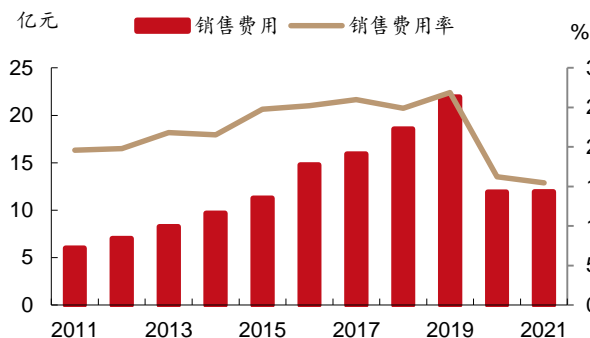
疫情促使原辅材料涨价，准则调整影响毛利变化。公司坚持优化奶源区域布局、提升自主育种能力、增加优质饲草料供给、引导产业链前伸后延，并于内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了十六大加工中心，规模效应不断增强，2012年至2019年毛利率持续增长，2019年毛利率为33%。2020年受疫情影响，原辅材料成本攀升以及主要产品销售额减少。同年，公司执行新收入准则，将原计入销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入；将原计入销售费用的运输费用做为合同履行成本，计入主营业务成本。综上，2020年销售费用减少，营业成本上升，毛利率下跌至24%。2021年毛利率为25%，与2020年基本持平。

图 12: 2011-2021 年公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

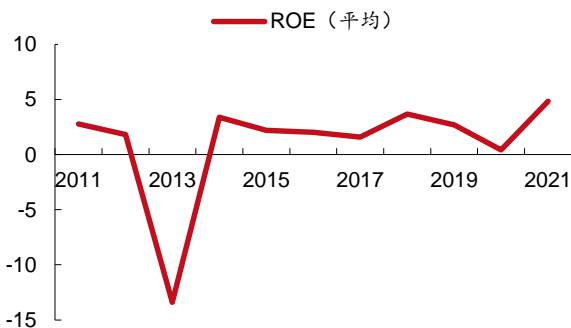
图 13: 2011-2021 年公司销售费用支出



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

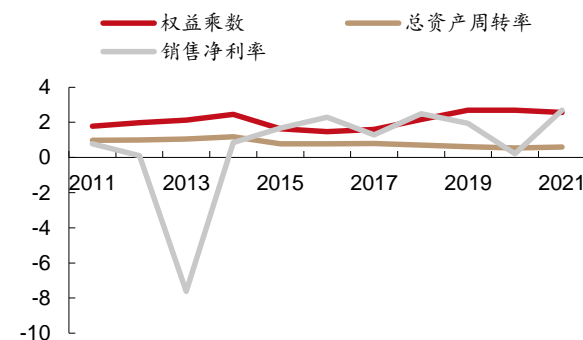
公司 2018 年至 2021 年的 ROE (平均) 分别为 3.69%、2.69%、0.44%、4.86%。将 ROE 拆分为销售净利率, 权益乘数, 资产周转率, 其中销售净利率受疫情影响波动较大。2018 年至 2020 年公司的销售净利率分别为 2.50%、1.95%、0.21%。其中, 2021 年毛利率虽与 2020 年持平, 但因投资净收益增加与税收优惠影响 (2021 年 12 月公司认定为高新技术企业, 自发证当年起三年按照 15% 的税率计算缴纳企业所得税。)净利润大幅提升, 2021 年销售净利率回升至 2.70%。

图 14: 2011-2021 年公司 ROE (平均)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 15: 2011-2021 年公司主要财务指标



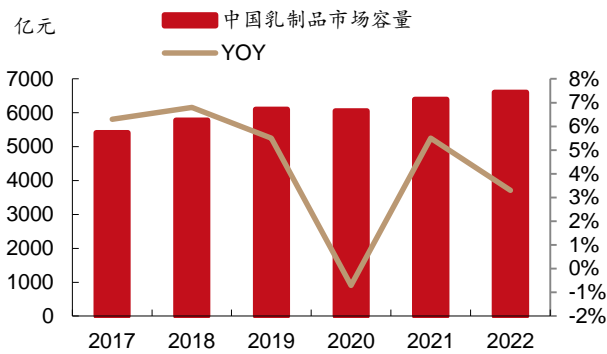
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

二、乳制品赛道广阔增速稳健, 大而全+小而美并存

2.1 乳制品赛道空间广阔, 整体增速稳健

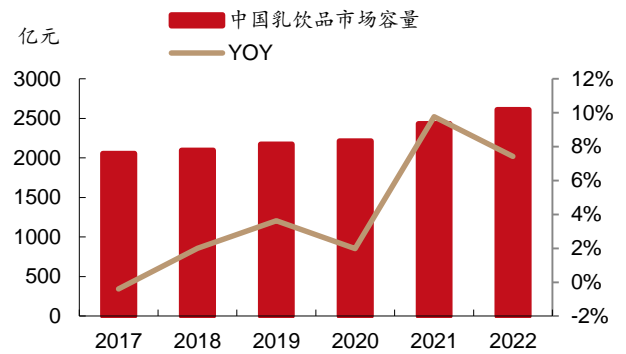
乳制品市场增长稳健。十三五期间, 我国奶业振兴成效显著, 市场规模持续增长, 乳品质量稳步提升。据农村农业部《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》要求, 到 2025 年, 全国奶类产量达到 4100 万吨左右, 百头以上规模养殖比重达到 75% 左右。截至 2022 年, 欧睿数据显示中国乳制品 (包括奶粉、酸奶、巴氏奶、常温奶、风味奶饮品、奶酪、涂抹酱、婴幼儿食品等) 市场规模已突破 6500 亿元, 近五年 CAGR 约 4.0%。其中, 乳饮品 (包括奶粉、巴氏奶、常温奶、风味奶饮品等) 销售总额突破 2600 亿元, 近五年 CAGR 约为 4.9%。2022 年, 乳饮品市场规模同比增长 7.4%。

图 16: 2017-2022 年中国乳制品市场容量



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

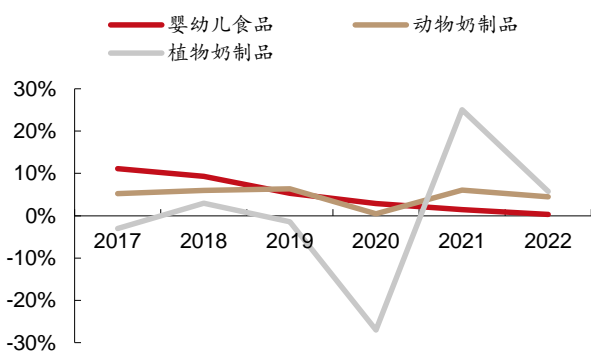
图 17: 2017-2022 年中国乳饮品市场容量



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

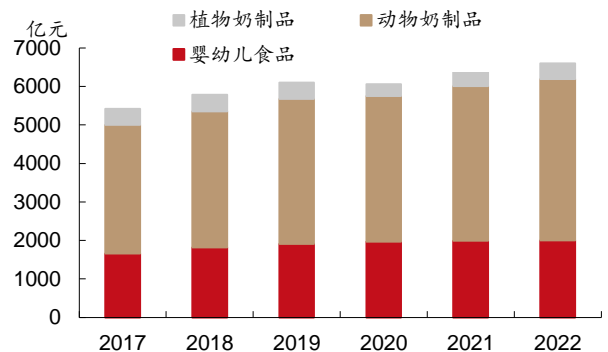
动物奶制品占据主导，婴幼儿食品增速减缓。据欧睿数据，2017 至 2022 年动物奶制品市场规模 CAGR 约为 4.6%，即使疫情余波持续干扰，2022 年动物奶制品总销售额依旧同比增长 4.5%，达约 4100 亿元。近两年消费者对优质低脂产品的偏好显著，植物奶制品正处风口。2022 年植物奶制品销售额同比增长 5.8%，首次突破 400 亿元。2018 年来我国出生人口数量和出生率持续走低，婴幼儿食品增速减缓，2022 年同比增长 0.3%。

图 18: 2017-2022 年中国乳制品市场增速分品类



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

图 19: 2017-2022 年中国乳制品市场份额分品类



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

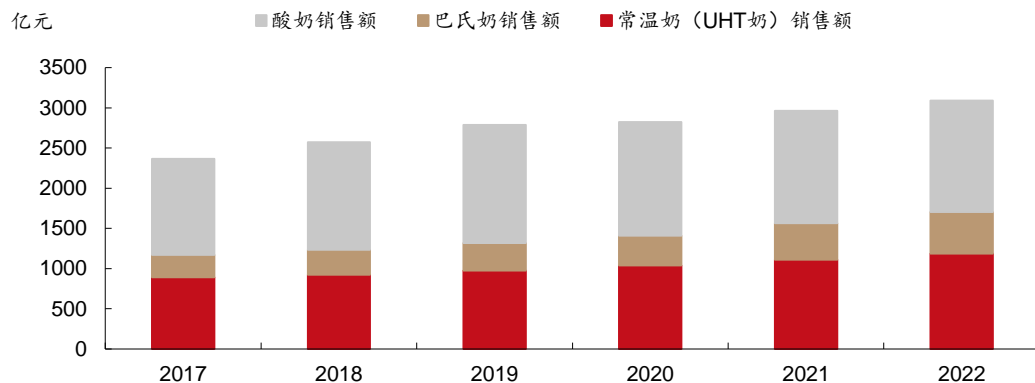
巴氏奶符合消费新偏好，销售额快速稳定增长。由于近年来冷链运输技术实现突破升级、多地奶源牧场完成建成投产，以及疫情后消费者对于新鲜优质蛋奶的消费需求增长，巴氏奶的市场规模也在不断扩大。根据欧睿数据，2022 年，中国巴氏奶市场规模达 517 亿元，同比上涨 14.42%。

常温奶（UHT 奶）占据市场主流。常温奶（UHT 奶）因易运输、易存储以及高性价比的产品特征，在疫情期间以及后疫情时代都呈现稳态增长趋势。根据欧睿数据，常温奶（UHT 奶）近五年市容量持续增长，CAGR 约为 5.87%。2022 年，国内常温奶（UHT 奶）销售总额同比增长 6.82%，达 1187 亿元。

酸奶增长势头受阻，赛道竞争压力加剧。截至 2022 年，酸奶以及相关酸奶制品占据液态奶市场份额首位，但近年来酸奶销售额增长率逐年下滑。据欧睿数据，2019 年来我国酸

奶市场规模持续下跌，2022 年市场总销售额同比下滑 1.09%，目前销售规模约为 1386 亿元。

图 20：2017-2022 年中国液态奶市场规模分品类



资料来源：euromonitor，西部证券研发中心

2.2 白奶稳步增长，酸奶略显疲软

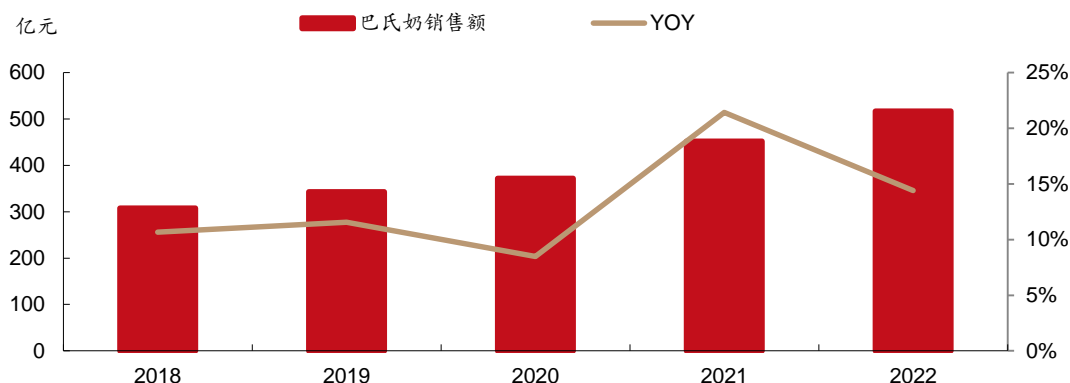
巴氏奶增量利润值得期待。2022 年巴氏奶零售额达约 517 亿元，同比增长 14.42%，2017-2022 年 CAGR 约为 13.67%，呈现较快增速。1) 受益近年消费者偏好，重视风味品质与营养价值：巴氏奶采用 72°C-85°C 的恒温杀菌，在杀灭牛奶中有害菌群的同时完好地保存了营养物质和纯正口感。疫情后消费者更加重视食品的营养价值，巴氏奶颇受青睐。2) 冷链技术不断发展，基础设施逐步完善。2021 年颁布《“十四五”冷链物流发展规划》，强化冷链战略定位、优化整体布局、加强政策支持，利于巴氏奶销售网络扩展辐射范围。

表 2：巴氏奶与常温奶 (UHT 奶) 产品特征对比

	巴氏奶	UHT 奶
保质期	约为 6-15 天	约为 30-180 天
加工工艺	巴氏灭菌法	UHT 灭菌法
包装	屋顶纸盒、玻璃瓶等，全程冷链运输	百利包、利乐砖等，可常经普通物流温运输储存
营养价值	最大限度地保留鲜奶的营养与口感	损失一部分维生素和可溶性乳蛋白
价格	平均市场单价相对较高	平均市场单价相对较低

资料来源：乳业在线，西部证券研发中心

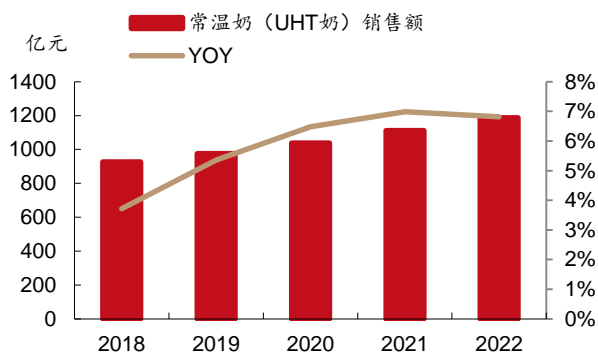
图 21: 2018-2022 年巴氏奶市场规模及增速



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

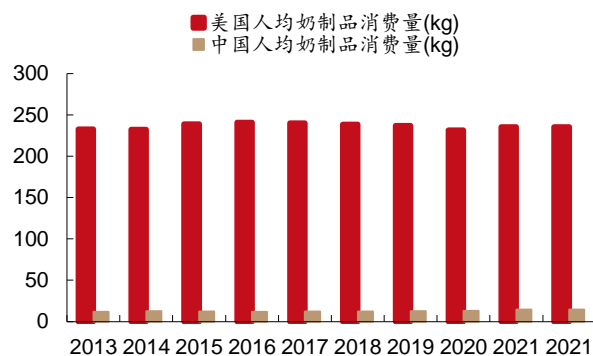
常温奶 (UHT 奶) 稳步增长。据欧睿数据, 2022 年常温奶销售总额达约 1187 亿元, 同比增长 6.82%, 2017-2022 年 CAGR 约为 5.87%。1) 发展受益政策支持: 由于常温奶具备性价比易储存的产品特征, 成为疫情期间稳产保供中的主力产品。另根据《国家“学生饮用奶计划”推广规划 (2021—2025 年)》, 目前学生饮用奶的主要产品仍是超高温灭菌乳, 存量销售空间仍待释放。2. 人均奶制品消费潜力仍待开发: 根据我国国家统计局数据显示, 2022 年我国人均奶类产品消费量为 14 千克, 与发达国家 (以美国农业部数据为例, 2022 年美国人均奶类产品消费量为 235 千克) 相比仍存在较大的发展空间。

图 22: 2018-2022 年常温奶 (UHT 奶) 市场规模及增速



资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

图 23: 2013-2021 年中美人均乳制品消费量

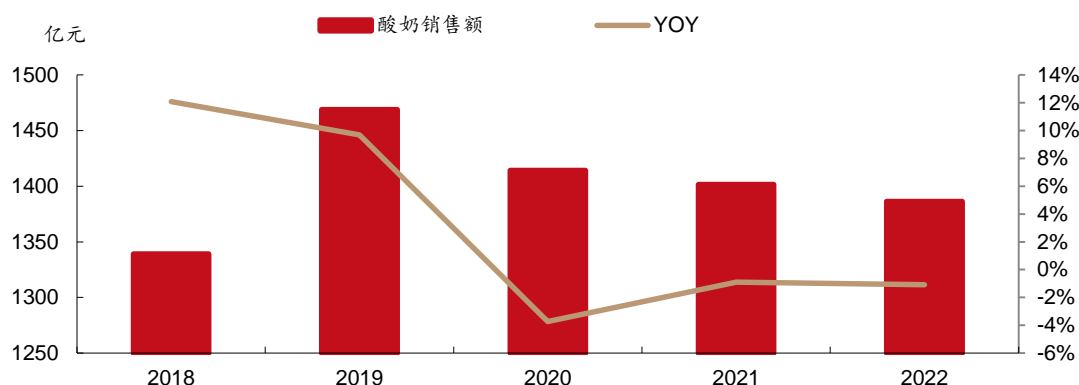


资料来源: euromonitor, 西部证券研发中心

酸奶品类增长势头回落。根据欧瑞数据显示, 2022 年酸奶市场容量为 1386 亿元, 同比下滑约 1.09%, 2017-2022 年 CAGR 约为 3.01%。1) 与休闲食品跨品类竞争, 疫情期间需求下滑: 由于酸奶的营养价值略逊于白奶、奶酪等奶制品, 常被消费者视作休闲食品而非营养品, 常与奶茶、冰淇淋等休闲食品进行跨品类竞争。疫情期间由于消费者观念向高营养高品质产品倾斜, 对酸奶的需求略有下滑。2) 产品同质化程度高, 缺乏迭代创新: 酸奶品类中出现产品同质化较高, 创新力度不足的迭代困境, 2019 年后市场增长乏力。在增速减缓的情况下, 酸奶品类依旧坚持开辟新的消费场景、推出高质量单品, 目前酸奶仍然占据液态奶销售额的 45%, 是液态奶的支柱品类。在疫情压力释放后, 酸奶的业绩表现

有望回升。

图 24：2018-2022 年酸奶市场规模及增速

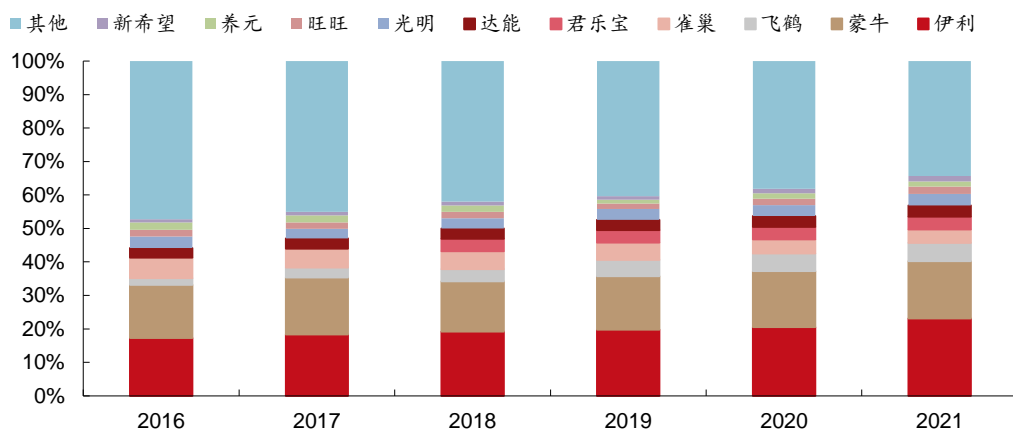


资料来源：euromonitor，西部证券研发中心

2.3 双寡头格局稳定，多区域拥有小龙头

伊利蒙牛双寡头局面稳定，各地出现地方小龙头。据欧睿数据，中国乳制品行业集中度较高，截至 2021 年，伊利占比 25.8%，蒙牛占比 22.8%。由于伊利蒙牛掌握了华北与西部地区大量优质牧场奶源，并持续发展规模效应，强力拓展销售网络，双巨头的市占比仍在进一步提升。此外，由于巴氏奶等产品近奶源生产、保质期短的特征，各地也孕育了地方龙头奶企，如北京的三元食品股份有限公司、上海的光明乳业股份有限公司以及四川的新希望乳业股份有限公司等。另由于饲料价格上涨，奶源需求攀升等因素影响，原奶价格持续上浮，龙头有机会继续发展。

图 25：2016-2022 年乳制品行业部分公司份额



资料来源：euromonitor，西部证券研发中心

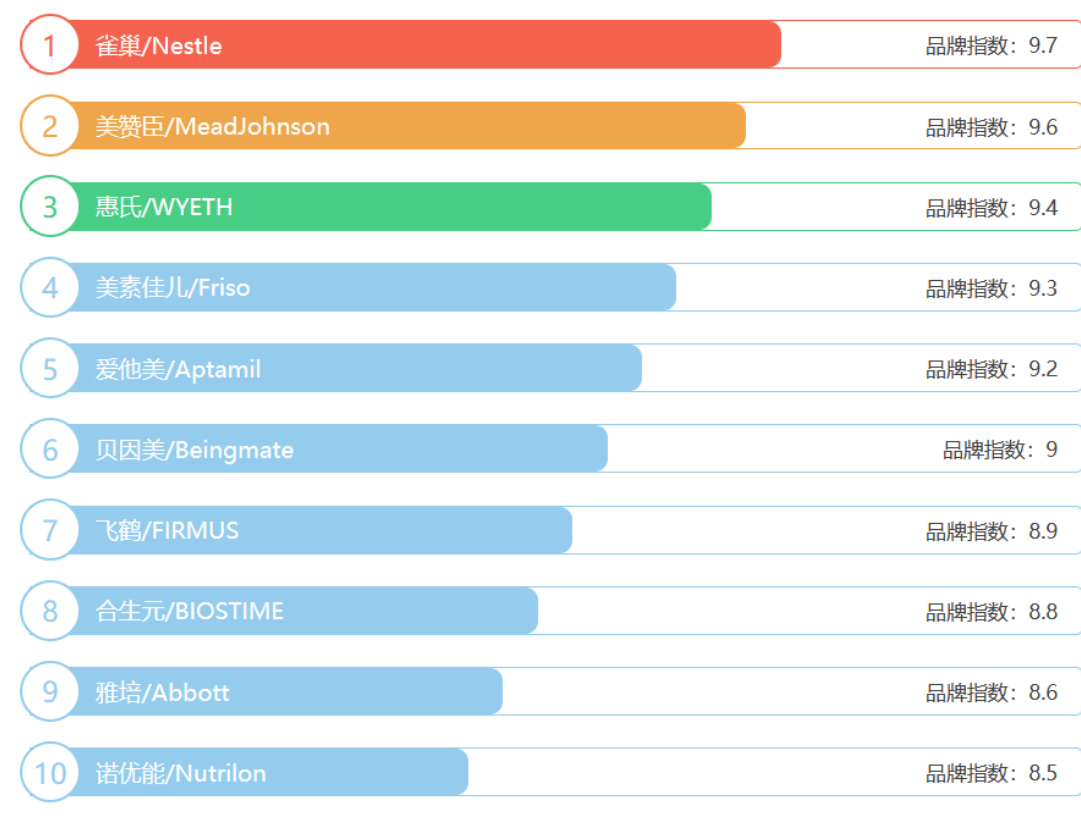
三、奶粉加速扩张，液奶稳健增长

3.1 奶粉：国产奶粉认可度提升，高质量、勤推新加速扩张

监管加强提升产品质量，国产奶粉认可度提升。2008 年三聚氰胺事件后，消费者对国产

奶粉信心受损。2010年起，监管部门对乳制品、婴幼儿配方乳粉实施密集的质量抽检制度。2016年起，婴幼儿配方乳粉实行月月抽检，对生产婴配粉的乳企也要进行全方位食品安全体系检查。2021年出台“新国标”，其中一些指标比欧美更严格。在监管持续加强背景下，我国奶粉行业发展更为规范，国产奶粉质量不断提升，消费者对国产品牌认可度持续增强。在2022年多个奶粉品牌榜中，飞鹤、金领冠、合生元、贝因美等国产奶粉品牌进入前十位。

图 26：奶粉品牌榜单中包含国产品牌

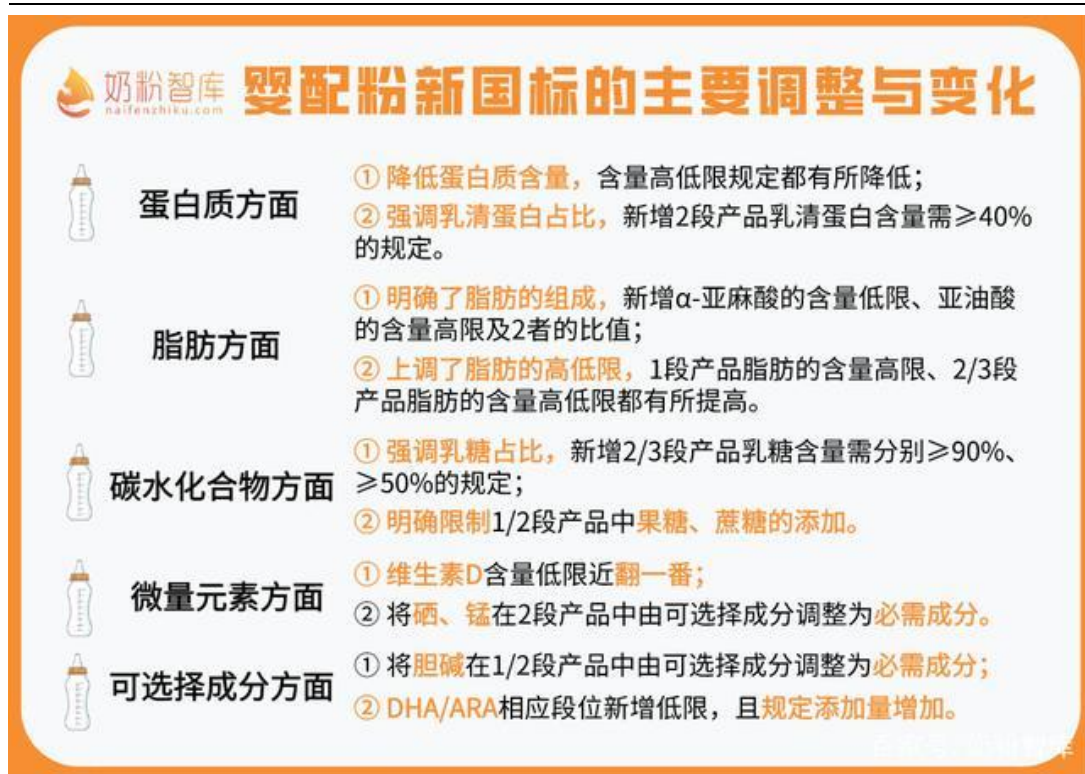


资料来源：排行榜 123，西部证券研发中心

新国标落地在即，规定更细致，标准更严格。2021年3月，国家卫生健康委员会发布婴幼儿配方食品新国标。从内容上看，新国标对蛋白质、脂肪、碳水化合物、矿物质以及胆碱、DHA、ARA等成分都做出了更细致的规定。新国标将于2023年2月22日正式实施，过渡期将尽，目前共有200余个配方产品通过了二次配方注册。

奶粉行业洗牌，龙头企业受益。考虑到过渡期仅有两年，此前婴配粉注册周期为5年，本次新国标注册时间较为紧迫。与现行国标相比，新国标在原有2个标准的基础上，细分为3个独立段位标准，并且对多类营养物质含量做出了更明确的高低量限制或严格规定。因此在新国标即将正式实施之际，已完成注册的产品数量较少。新国标的实施提升了国产奶粉整体质量，手握优质配方和质量控制能力较强的企业生存空间较大。我们认为，新国标有望加速奶粉行业出清，改善供给侧格局。

图 27：婴配粉新国标内容



资料来源：奶粉智库，西部证券研发中心

公司趁机收购奶粉工厂，加速市占率提升。2016年奶粉新规出台，为了降低注册制对公司奶粉品牌数量的限制，在行业走向集中的趋势中保证有力竞争地位，公司在2016年收购了获得生产许可证的河北三元（随后迁至河北工业园）与唐山三元。2017年公司继续收购唐山三元70%的股份，唐山三元与河北工业园一并成为公司两大婴幼儿配方奶粉生产基地。

新建产能投产，支持快速扩张。三元拥有两大奶粉加工生产基地。分别是河北工业园与唐山三元。河北工业园于2016年正式投产。项目总投资16亿元，集成最先进的生产工艺和设备，可年产婴幼儿配方乳粉4万吨、液态奶25万吨。唐山三元食品有限公司乳制品奶源均来自三元绿荷牧场，为满足生产需求，先后引进芬兰依莱克斯德5台超高温杀菌机、4条无菌灌装线、1条利乐无菌灌装线及1条上旋风式喷雾干燥制粉生产线，加速产能释放，促进业绩上升。

湿法工艺保障奶粉营养。湿法工艺采用的原料是鲜牛奶，在液体状态下加入各种营养物质，经过一系列工序如杀菌，喷雾干燥等，最后生产出奶粉。而干法工艺则是将采购的奶粉和营养物质在干物质状态下进行搅拌与分装。还有一种工艺是干湿复合，即先用湿法做基粉，然后再用干法混合部分营养物质。湿法工艺的奶粉营养成分更均衡，口感好、易冲泡，这种工艺要求产商拥有自己的牧场，保障鲜奶的及时供应。干法工艺得到的奶粉色泽、口感、溶解度都不如湿法，并且在加工过程中会损耗营养成分。

表 3: 三元奶粉奶粉工艺

公司	系列/品牌	工艺
三元	爱力优	湿法
	爱力优 A2	湿法
	爱诺星	湿法
	爱蓓益	湿法
	爱韵天使	湿法
	奥特高	湿法

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 西部证券研发中心

全产业链模式保证奶粉质量。公司上游依赖自有牧场, 持续提升生鲜乳质量。中游进行奶粉加工, 搭建供应链管理平台, 统筹奶源、物资、工程设备资源, 引入先进加工设备, 提升加工工艺, 发挥规模优势。公司全程拥有现代化质量监控体系, 依托内、外部相关领域顶级专家, 发挥质量安全技术创新优势, 开展全产业链食品安全风险评估和管控。下游公司主要采用直营、经销商和电子商务相结合的销售模式, 销售渠道遍布全国各省市。

高端产品占比提升, 奶粉自身毛利率较高, 拉高公司整体毛利率。公司恩系列产品改名升级后与爱系列进行整合, 目前三元奶粉主打爱系列, 包括爱力优、爱力优 A2、爱诺星、爱蓓益等产品。之前的恩贝益、爱欣宝全面升级后改名为爱蓓益和爱诺星, 产品营养更为均衡全面, 另外爱力优 A2 相比于爱力优添加 A2 型 β -酪蛋白, 助力儿童营养吸收, 产品趋向高端化, 拉高公司毛利率。

表 2: 三元奶粉矩阵

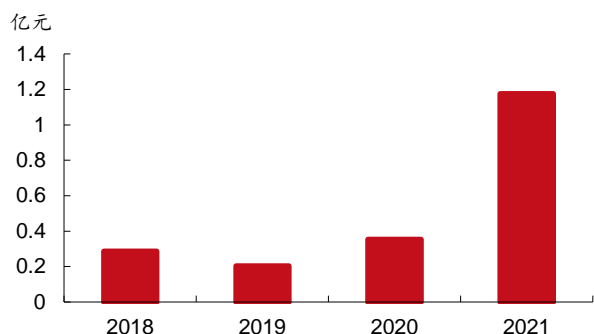
系列/品牌	图片	价格				
		1 段	2 段	3 段	4 段	
爱力优		278	278	278	136	(元/800g)
爱力优 A2		298	298	298	200	(元/700g)
爱诺星		160	160	160	-	(元/800g)
爱蓓益		223	223	223	-	(元/800g)
爱韵天使 (妈妈粉)				158		(元/800g)
奥特高 (3-6 岁)		-	-	-	198	(元/800g)

资料来源: 三元奶粉旗舰店, 西部证券研发中心

研发投入较大、推新能力强, 适应市场需求。公司拥有国家母婴乳品健康工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、企业博士后科研工作站、国家乳品加工技术研发分中心、北京市乳品工程技术研究中心等等大量研究场所, 研发能力强。公司 19 年后加大研发投入, 研发费用快速上升, 2019-2021 年, 公司研发投入从 0.2 亿元升至 1.2 亿元。在研发能力

不断提升的背景下，三元股份对已有奶粉不断进行升级更新，提升奶粉质量。

图 28：三元研发费用 19 年后大幅增加



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 29：三元奶粉持续升级推新



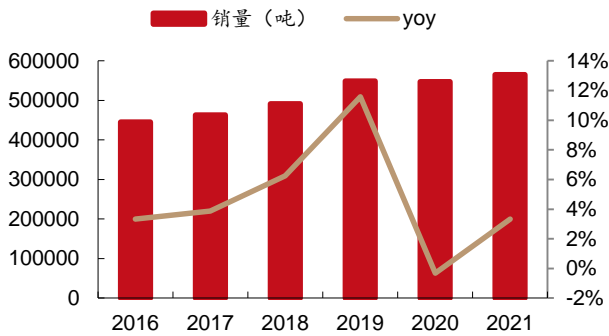
资料来源：公司公告，公司官网，西部证券研发中心

营销活动支持品牌建设。公司依托新媒体矩阵内容营销，重点打造高端奶粉品牌“爱力优”，2022 年聘请蒋勤勤为代言人，通过智能化及互联网等数字化媒体，精准触达定向人群，为电商业务导流。公司还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。公司深耕渠道运营，根据市场形势调整销售策略与产品结构，在保障线下供货的同时推动渠道下沉。送奶到户事业部全力保证市场供应，2020 年通过《向前一步》栏目报道，让更多人了解送奶背后的安全保障措施及公司的国企担当，提高品牌形象。

3.2 液态奶：低温产品迎合需求升级，结构持续优化拉升公司毛利

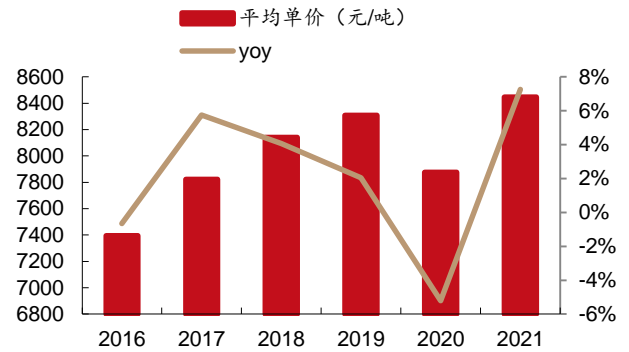
刚需品类，量价齐升是大趋势。国内乳制品消费升级大趋势不改，疫情扰动对消费力的影响有望逐步消除。上世纪 50 年代，日本为了提高全民健康水平，提出了“一杯牛奶，强壮一个民族”的口号；2000 年，为改善我国中小学生的营养状况，农业部、教育部等七部委局推出了中国学生饮用奶计划，以及随着人民生活水平的不断提高，对牛奶的需求也在不断提升。从 2015-2021 年公司的销量数据来看，2015-2019 年的销量保持了较快的增长，CAGR 达到 6.21%，其中 2019 年更是达到了 11.59% 的增长，2020 年受新冠疫情的影响，C 端需求量有所下降，但公司及时调整了经营策略，销量仅下降了 0.32%，2021 年公司积极实施了“鲜奶领先”、“调整产品结构”、“挖增量”等措施，销量逐渐回暖，增长 3.34%。随着国内乳制品消费升级大趋势不改，疫情扰动对消费力的影响有望逐步消除，未来销量也将进一步增长。从 2015-2021 年的产品单价来看，2015-2021 年的 CAGR 为 2.13%，增长幅度不大，未来随着市场需求量的上升，公司可以通过价格优势抢占市场份额。

图 30: 2016-2021 年公司液态奶销量



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 31: 2016-2021 年公司液态奶吨价



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

低温奶更符合消费升级需求。从常温奶与低温奶营养价值的比较来看, 低温奶采用的巴氏杀菌法相比与高温灭菌法, 它更能保留生乳中的天然活性物质和生物酶的活性, 蛋白质与维生素含量也更高, 是后者的数倍之多。在社会群体对于牛奶的需求是用于补充营养的大背景下, 低温奶会更加符合消费升级需求。

表 4: 低温奶 vs 常温奶的营养价值

	活性	蛋白质含量	钙含量	维生素含量
低温奶	保留了生乳本身各种天然活性物免疫球蛋白得到保留, 乳铁蛋白钙、磷等微量元素不会受损或变基本不受影响, 种类和含量丰富 质和酶的高活性	是常温奶的 1800 倍, β -乳球蛋白, 可以更好的被人体吸收利用 白的含量为 2900 毫克/升, 不到 15%的乳清蛋白发生变性		
常温奶	酶的活性基本被破坏, 对人体有 β -乳球蛋白的含量为 200-400 毫 益的微生物全部被杀死	优质可溶性钙会转化成不溶性 克/升, 乳清蛋白变性率高达 71.1%		维生素基本被破坏, 含量极低

资料来源: 乳业在线, 西部证券研发中心

低温奶对冷链要求较高, 运输半径限制下, 区域性乳企更有机会。1) 目前巴氏杀菌法下的低温奶对运输半径的要求是 300km, 当超过这个距离时, 低温奶的品质和口感便会得到破坏, 因此区域乳企很难跨区域竞争。2) 与全国性乳企蒙牛、伊利对比, 区域品牌认可度更高, 一方面是地方政府为了扶持当地企业而给予了更多的优惠政策, 另一方面是区域品牌更能考虑到区域内消费者的需求, 推出更符合其口味的产品; 以及在区域内发展多年, 消费者对其存在童年情怀等因素, 这些因素共同造就了全国乳企“群雄割据”的局面。

图 32: 主要区域乳企品牌











资料来源：乳业财经，西部证券研发中心

组织结构变化，低温事业部单独划分，着力发展低温市场。公司在 2016 年 1 月发布改组计划，以产品线划分事业部，撤销液态奶事业部、华东事业部，设立常温奶事业部、低温奶事业部。将原来的液态奶事业部分拆成为常温奶事业部和低温奶事业部，发力低温市场。低温事业部成立后，公司推出了 72°C 鲜牛乳、极致 A2 β -酪蛋白鲜牛奶、三元鲜牛奶等新品。

产品结构优化，高毛利产品不断推出，拉高液态奶毛利率。公司将产品创新视为品牌打造的关键，以及公司可持续发展的核心动力，加大了科研投入，并持续运用科研优势推动产品创新，优化迭代产品配方组合，不断满足消费者的营养需求。在 2013-2021 年期间，公司陆续推出了极致全脂纯牛奶、特品方白全脂纯牛奶、小方白全脂纯牛奶等高毛利率大单品，推升液态奶业务毛利率。

加速有机奶布局。公司在加拿大成立控股子公司，收购了 Crowley 公司 100% 的股权，该公司在加拿大具有悠久的历史，是加拿大市场认知度较高的高端有机奶生产企业。公司此举在于引进高端有机鲜奶。

图 33: 公司主要液态奶产品

产品名称	极致全脂纯牛奶	特品方白全脂纯牛奶	小方白全脂纯牛奶	巧克力奶
产品图片				
产品价格	4.75元/瓶	3.12元/瓶	2.66元/瓶	2.91元/瓶
产品名称	极致A2β-酪蛋白纯牛奶	极致1+1原生双蛋白纯牛奶	极致有机纯牛奶	舒释低乳糖牛奶
产品图片				
产品价格	6元/瓶	9.33元/瓶	5.75元/瓶	3.32元/瓶

资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

四、盈利预测

4.1 关键假设和盈利预测

收入预测:

我们预计 2022-2024 年公司液态奶收入增速为 4%/6%/6%, 固态奶收入增速为 0%/1%/1%, 冰淇淋及其他收入增速为 6%/8%/8%。

- 1) 液态奶: 销量来看, 22 年疫情影响下, 白奶作为刚需品类, 发放保供资质保障运输, 疫情后消费者健康意识提升, 液奶消费需求旺盛, 随着疫情防控政策放开, 我们认为液奶需求有望回归平稳增长, 预计 22-24 年液态奶销量增速分别为 7%/3%/3%。吨价来看, 疫情损伤消费力, 22 年液奶吨价有所下滑, 随着疫后经济持续修复, 我们认为液奶结构升级趋势有望回归, 预计 22-24 年液态奶吨价增速分别为 -3%/3%/3%。
- 2) 固态奶: 奶粉刚需属性较强, 我们认为新增人口速度下降是固态奶增速较低的主要原因, 随着新国标落地+公司高端新品持续推出满足国内用户需求, 我们认为公司奶粉销量有望企稳, 预计 22-24 年固态奶销量增速分别为 0%/0%/0%。吨价方面, 购买力修复和高端新品推出是奶粉吨价提升的主要动力, 预计 22-24 年固态奶吨价增速分别为 0%/1%/1%。
- 3) 冰淇淋及其他: 冰淇淋休闲属性较强, 公司旗下八喜等品牌认可度较高, 我们认为疫情对销量影响不大, 预计 22-24 年冰淇淋及其他的销量增速分别为 5%/5%/5%。吨价方面, 购买力修复对冰淇淋吨价提升有推动作用, 预计 22-24 年冰淇淋及其他的吨价增速分别 1%/3%/3%。

毛利率:

考虑到 2022 年原奶价格下降, 我们认为公司整体原材料成本压力有所缓解, 但疫情影响时间较长, 运输费用、能源成本等有所上升, 分产品来看, 22-24 年, 我们预计液态奶的毛利率为 16%/17%/18%, 固态奶的毛利率为 39%/38%/37%, 冰淇淋及其他的毛利率为 31%/32%/32%。

表 5: 关键假设

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
液态奶	销量增速	12%	0%	3%	7%	3%	3%
	吨价增速	2%	-5%	7%	-3%	3%	3%
	毛利率	29%	17%	20%	16%	17%	18%
固态奶	销量增速	21%	-29%	-9%	0%	0%	0%
	吨价增速	-8%	0%	-10%	0%	1%	1%
	毛利率	28%	30%	20%	39%	38%	37%
冰淇淋及其他	销量增速	7%	-18%	0%	5%	5%	5%
	吨价增速	2%	3%	10%	1%	3%	3%
	毛利率	33%	22%	32%	31%	32%	32%

资料来源: 公司公告, wind, 西部证券研发中心

基于以上假设, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 82.55/ 84.80/ 89.79 亿元, 归母净利润分别为 2.76/ 3.13/ 3.65 亿元, EPS 分别为 0.18/ 0.21/ 0.24 元/股。

4.2 估值

相对估值

我们选取国内乳制品行业区域性龙头企业新乳业、光明乳业、天润乳业作为估值参考, 2022-2024 年平均 PE 为 25.95x/ 21.09x/ 17.43x。公司是华北区域乳业龙头, 除白奶业务外, 还布局了奶粉、冰淇淋等高毛利业务。短期来看, 成本压力释放+疫后需求修复+购买力回升有望推动公司业绩成长, 中长期来看, 公司积极布局高毛利业务, 拓宽产品矩阵, 强化品牌影响力, 我们认为公司有望依托液奶+高毛利业务实现长期增长。

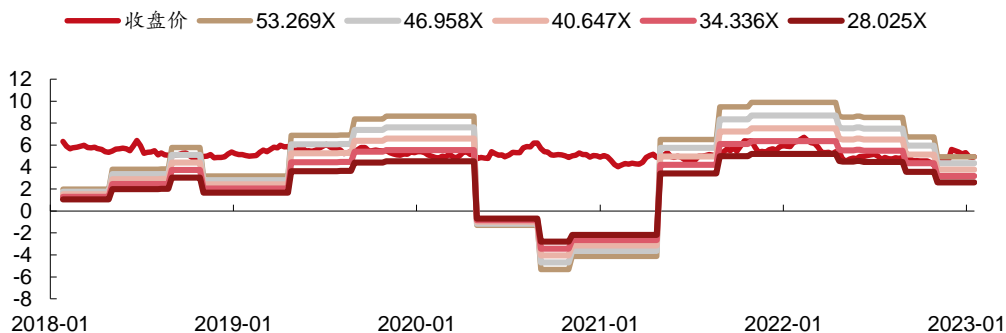
表 6: 可比公司估值表 (截止至 2023 年 1 月 16 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002946.SZ	新乳业	111.79	12.90	0.46	0.59	0.72	28.30	21.91	17.85
600597.SH	光明乳业	147.51	10.70	0.43	0.50	0.58	24.61	21.43	18.44
600419.SH	天润乳业	48.67	15.20	0.61	0.76	0.95	24.93	19.92	16.02
	平均						25.95	21.09	17.43
600429.SH	三元股份	74.95	4.94	0.18	0.21	0.24	27.18	23.93	20.54

资料来源: WIND 一致预期, 西部证券研发中心

可比公司 23 年估值水平为 21x, 新乳业、光明乳业、天润乳业以液奶业务为主, 整体毛利水平低于公司。考虑到公司为华北区域龙头乳企, 地方品牌影响力较强, 且自身业务丰富, 毛利水平高于可比公司, 结合公司历史估值水平, 我们给予公司 2023 年 26xPE, 对应目标价 5.36 元。

图 34：三元股份 PE-BAND（截止至 2023 年 1 月 16 日）



资料来源：wind，西部证券研发中心

4.3 投资建议

公司是华北区域乳业龙头，短期来看，成本压力释放+疫后需求修复+购买力回升有望推动公司业绩成长，中长期来看，公司积极布局高毛利业务，拓宽产品矩阵，强化品牌影响力，我们认为公司有望依托液奶+高毛利业务实现长期增长。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 82.55/ 84.80/ 89.79 亿元，归母净利润分别为 2.76/ 3.13/ 3.65 亿元，EPS 分别为 0.18/ 0.21/ 0.24 元/股，对应 PE 分别为 27/ 24/ 21 倍。采取相对估值法，我们给予公司 2023 年 26x PE，对应目标价 5.36 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

五、风险提示

- 1) 原材料价格涨幅超预期。原材料价格的上升可能削薄公司利润。
- 2) 疫情反复。疫情反复将减少线下门店客流量，增加运输成本，可能削薄公司利润。
- 3) 行业竞争加剧。若行业竞争加剧，可能出现价格战，削薄公司利润。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,998	1,317	2,866	3,677	4,268	营业收入	7,353	7,731	8,255	8,480	8,979
应收款项	945	859	1,020	1,011	1,033	营业成本	5,575	5,761	6,439	6,602	6,979
存货净额	475	527	592	591	635	营业税金及附加	41	47	44	44	45
其他流动资产	35	43	94	94	94	销售费用	1,192	1,194	1,033	1,035	1,096
流动资产合计	3,453	2,745	4,571	5,373	6,030	管理费用	369	477	484	497	527
固定资产及在建工程	2,502	2,358	2,118	1,868	1,605	财务费用	179	157	108	91	81
长期股权投资	1,064	1,239	1,124	1,142	1,168	其他费用/(-收入)	(58)	(167)	(181)	(151)	(174)
无形资产	4,284	3,881	3,742	3,575	3,332	营业利润	55	261	328	362	425
其他非流动资产	2,070	2,349	2,118	2,142	2,160	营业外净收支	17	3	9	9	7
非流动资产合计	9,921	9,827	9,102	8,727	8,266	利润总额	72	264	337	371	431
资产总计	13,373	12,572	13,674	14,099	14,295	所得税费用	56	55	67	74	86
短期借款	524	434	411	456	433	净利润	15	209	270	297	345
应付款项	3,626	2,496	3,236	3,382	3,324	少数股东损益	(7)	(37)	(6)	(16)	(20)
其他流动负债	35	24	30	27	28	归属于母公司净利润	22	245	276	313	365
流动负债合计	4,185	2,954	3,676	3,865	3,786	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	1,914	2,405	2,412	2,410	2,409	盈利能力					
其他长期负债	1,287	1,175	1,255	1,239	1,223	ROE	0.4%	4.9%	5.2%	5.6%	6.2%
长期负债合计	3,201	3,580	3,667	3,649	3,632	毛利率	24.2%	25.5%	22.0%	22.1%	22.3%
负债合计	7,386	6,534	7,343	7,514	7,417	营业利润率	0.7%	3.4%	4.0%	4.3%	4.7%
股本	1,498	1,498	1,519	1,519	1,519	销售净利率	0.2%	2.7%	3.3%	3.5%	3.8%
股东权益	5,988	6,038	6,331	6,586	6,878	成长能力					
负债和股东权益总计	13,373	12,572	13,674	14,099	14,295	营业收入增长率	-9.8%	5.1%	6.8%	2.7%	5.9%
						营业利润增长率	-77.9%	378.0%	25.8%	10.2%	17.4%
						归母净利润增长率	48.4%	1011.7%	12.5%	13.6%	16.5%
						偿债能力					
						资产负债率	55.2%	52.0%	53.7%	53.3%	51.9%
						流动比	0.83	0.93	1.24	1.39	1.59
						速动比	0.71	0.75	1.08	1.24	1.43
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.01	0.16	0.18	0.21	0.24
						BVPS	3.27	3.38	3.57	3.75	3.96
						估值					
						P/E	340.2	30.6	27.2	24.0	20.6
						P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
						P/S	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。