

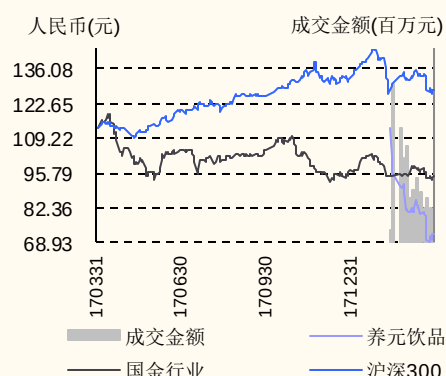
养元饮品 (603156.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 72.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	43.05
总市值(百万元)	38,739.60
年内股价最高最低(元)	113.37/68.93
沪深 300 指数	3898.50
上证指数	3168.90



17 年收入利润双下滑，看好 18 年基本面企稳带来估值修复

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	5.537	4.666	4.518	4.806	5.146
每股净资产(元)	12.07	14.82	18.21	21.35	23.58
每股经营性现金流(元)	4.85	4.31	1.67	3.36	3.01
市盈率(倍)	0.00	0.00	15.94	14.98	13.99
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	4.61%	-15.72%	5.25%	6.37%	7.06%
净资产收益率(%)	45.88%	31.48%	26.97%	24.47%	23.71%
总股本(百万股)	495.00	495.00	538.05	538.05	538.05

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 养元饮品 2017 年实现营业收入 77.41 亿元，同比-13.03%；实现归母净利润 23.10 亿元，同比-15.72%；扣非净利润 18.92 亿元，同比-20.80%。公司拟每 10 股送 4 股；每 10 股派发现金红利 26 元（含税），分红率约为 3.6%。

经营分析

- **核心区域销售下滑，中期内市场挖潜仍是公司核心战略：**17 年公司收入同比-13.03%；销售量同比-13.36%，符合前期招股说明书预告。2017 年四大核心区域（华东、华中、西南、华北）均有 10-20% 的下滑，我们认为这主要来自于其核心产品的品类老化以及乳企高端产品的冲击。高端白奶及常温酸奶对于旺季在 Q4/Q1 的养元形成一定的终端产品替代，同时今年春节错峰也是重要原因，因此预计 18Q1 大概率呈现环比好转。
- **收入降费用不降，费用整体仍延续扩张战略、提升品牌影响力是核心：**销售费用率提升 1.81ppt 至 13.86%，销售费用总额相比 16 年几乎持平。其中，广告费用小幅下滑约 11.5%，主要是由于 16 年基数相对较高。进入 18 年，公司已冠名了央视《经典咏流传》、加入央视“国家品牌计划”以及电视剧《好久不见》软广植入，这说明广告费用投放高峰仍在持续。我们认为这是公司提升品牌影响力、推动品类功能化扩张以及维护渠道利益的重要举措。
- **经营范围变更隐含更多扩张的可能性：**公司近期对经营范围作出变更，核心是将原来的“生产饮料（蛋白类饮料）、罐头（其他罐头）”变更为“生产饮料、罐头”，这代表着公司未来不排除会跳出其原有核心业务——植物蛋白饮料而进入其他类饮料市场的可能。

投资建议

- 预计 2018-2020 年公司收入分别为 82.0 亿元/88.7 亿元/93.1 亿元，同比 +5.9%/+8.1%/+5.0%，净利润分别为 24.3 亿元/25.9 亿元/27.7 亿元，同比 +5.3%/+6.4%/+7.1%，对应 PE 分别为 16X/15X/14X。相较于可比公司承德露露，目前养元的估值低于其约 15%，我们看好公司 18 年后收入恢复正增长及其带来的估值修复，维持“买入”评级。

风险提示

- 老品继续下滑，影响收入；费用大举投放，但市场反应一般，影响利润率

相关报告

- 1.《核桃乳开拓者，加强品牌渠道建设求持续发展-养元饮品新股研究报告...》，2018.2.6

于杰

 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

申晟

 分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

养元饮品公布 17 年年报，报告期内公司实现营业收入 77.41 亿元，同比下降 13.03%；实现归属上市公司净利润 23.10 亿元，同比下降 15.72%，折合 EPS4.67 元；扣非净利润 18.92 亿元，同比下降 20.80%。以公司实施利润分配方案的股权登记日总股本 53,805 万股为基数，向全体股东每 10 股送 4 股；同时每 10 股派发现金红利 26 元（含税），分红率约为 3.6%。

■ 核心区域销售下滑，中期内市场挖潜仍是公司核心战略

17 年公司实现营业收入 77.41 元，同比下滑 13.03%；实现销售量 84.81 万吨，同比下滑 13.36%。收入情况在前期招股说明书中有所预告，基本符合预期。养元收入的下降主要来自于核心区域的下滑，其华东、华中、西南、华北四大主销预期收入占比在 90%以上，其中华东、华中两大核心市场规模在 20 亿元级别，西南、华北在十亿元级别。2017 年，四大核心区域均有 10-20%的下滑，我们认为这主要来自于其核心产品的品类老化以及乳企高端产品（高端白奶、常温酸奶等）对存量市场的冲击。自 2017Q3 开始，乳制品行业终端促销潮再起，高端白奶及常温酸奶对于旺季在 Q4/Q1 的养元形成一定的终端产品替代，我们认为这应是 17Q4 养元收入下滑 19%的重要原因之一，同时今年春节错峰也是重要原因，因此预计 18Q1 大概率呈现环比好转。

图表 1：未来市场增长预测（万元）

市场	年销售增长额			合计
	2017 年	2018 年	2019 年	
河北	2,500	2,500	2,000	7,000
河南	3,500	4,000	4,000	11,500
山东	4,000	4,000	4,000	12,000
北京	1,500	2,000	2,000	5,500
天津	1,000	1,500	1,500	4,000
辽宁	3,000	4,000	4,000	11,000
安徽	2,500	3,000	3,000	8,500
山西	1,500	2,000	2,000	5,500
江苏	2,500	3,000	3,000	8,500
浙江	3,000	3,000	4,000	10,000
江西	2,000	3,000	4,000	9,000
湖北	2,000	2,000	2,500	6,500
湖南	2,000	2,000	2,500	6,500
四川	3,500	4,000	4,000	11,500
重庆	2,000	2,000	2,000	6,000
广东	3,000	3,000	4,000	10,000
广西	1,500	1,500	1,500	4,500
贵州	1,500	1,000	2,000	4,500
其他地区	4,000	4,000	5,000	13,000
合计	46,500	49,500	57,000	155,000

注：销售增长额为含税金额，此前瞻性目标数据不应视为对公司盈利的预测。

来源：招股说明书，国金证券研究所

在招股说明书中，公司以省为单位详尽地阐述了未来市场增量如何实现。对照下图来看，围绕公司三大自有产能基地——总部衡水产能、安徽滁州产能及江西鹰潭产能和两大委托加工基地——河南临颖和四川简阳，京津冀鲁豫核心市场（对应总部产能及临颖代工基地）、江浙皖市场（对应滁州产能）、湖广市场（对应鹰潭产能）及川渝市场（对应四川简阳代工基地）等市场的革新挖潜仍将是中期内公司增收的主要手段。

■ 包材及刚性成本支出拉低毛利率

提价曾是近年来公司提升毛利率的重要手段，不过从 17 年年报来看，平均吨价保持了基本稳定。因而，17 年整体毛利率下滑约 2 个百分点至 47.85%，主要是成本端的压力所致。公司三大核心成本——直接材料（包材及原材料）、人工、制造费用中，直接材料占比超 90%，后两项人工及制造费用合计在 5-10% 之间波动。17 年直接材料中的包材及白糖价格显著上涨、制造费用中的天然气价格大幅上涨以及人工成本端的刚性支出，使得成本端支付减少幅度少于收入端减少幅度，因此导致毛利率出现约 2 个点的同比下滑。

■ 收入降费用不降，费用整体仍延续扩张战略、提升品牌影响力是核心

尽管收入年内下降，但费用额整体保持相对稳定，这也推升整体期间费用率上升 1.9 个百分点至 14.68%，其中几乎全部是销售费用的提升所贡献。销售费用率提升 1.81 个百分点至 13.86%，销售费用总额相比 16 年几乎持平。其中，广告费用小幅下滑约 11.5%，但这并非意味着公司广告投放力度的减弱，而是 16 年基数相对较高。而进入 18 年，公司已冠名了央视《经典咏流传》、加入央视“国家品牌计划”以及电视剧《好久不见》软广植入，这说明 16 年以来的广告费用投放高峰仍在持续。市场对于公司收入下滑但费用扩张的战略有所质疑，但我们认为这是公司提升品牌影响力、推动品类功能化扩张以及维护渠道利益的重要举措。

管理费用率小幅提升 0.09 个百分点至 0.84%。0.84% 的管理费用率意味着养元在管理成本节省上代表着全行业最高水平，其管理费用总额仅为 0.65 亿元左右。管理层从上市公司领取薪酬金额普遍不高，仅总经理范总相对较高（100 万元），这主要因为公司所处地河北衡水工资水平较低以及公司较高的分红比例，高管激励主要来自于分红。

■ 经营范围变更隐含更多扩张的可能性

公司近期对经营范围作出变更，核心是将原来的“生产饮料（蛋白类饮料）、罐头（其他罐头）”变更为“生产饮料、罐头”，这代表着公司未来不排除会跳出其原有核心业务——植物蛋白饮料而进入其他类饮料市场的可能。

公司是中国核桃乳这一植物蛋白饮料细分品类的辉煌创造者，从最初上世纪 90 年代的百万元规模做到至最高近百亿规模，其规模已占到中国整个植物蛋白饮料的近半壁江山。百亿规模是中国软饮料行业单一品种的一个天堑，跨过这一天堑上冲 150-200 亿元大关的仅有可口可乐、红牛、加多宝和营养快线等寥寥超级明星产品。而到达百亿元规模附近的则有旺仔牛奶、王老吉、脉动和养元六个核桃等。因此，就成就而言，六个核桃已经是中国软饮料工业史上一个不大不小的奇迹，以一己之力将植物蛋白饮料这一子行业推升到新的高度。但客观而言，核桃乳作为植物蛋白饮料细分品类之一，相比其他品类在即饮性和消费频次上天然存在差距，尽管在区域扩张上仍有空间，但其天花板瓶颈也十分明显。因此，我们认为，近期公司经营范围的变更意味着公司在品类扩张上存在更多的可能性，依托于养元强大的渠道能力，品类扩张有望带给养元新的增长动力。

盈利预测：预计 2018-2020 年公司收入分别为 82.0 亿元/88.7 亿元/93.1 亿元，同比+5.9%/+8.1%/+5.0%，净利润分别为 24.3 亿元/25.9 亿元/27.7 亿元，同比+5.3%/6.4%/7.1%。不考虑股本摊薄的情况下（5.38 亿股），2018-2020 年 EPS 分别为 4.52 元/4.81 元/5.15 元，对应 PE 分别为 16X/15X/14X。相较于可比公司承德露露，目前养元的估值低于其约 15%，我们看好公司 18 年后收入恢复正增长及其带来的估值修复，维持“买入”评级。

风险提示：老品继续下滑，影响收入；费用大举投放，但市场反应一般，影响利润率

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	9,117	8,900	7,741	8,200	8,867	9,306
增长率		-2.4%	-13.0%	5.9%	8.1%	5.0%
主营业务成本	-4,896	-4,456	-4,037	-4,154	-4,451	-4,623
%销售收入	53.7%	50.1%	52.1%	50.7%	50.2%	49.7%
毛利	4,221	4,444	3,704	4,046	4,416	4,682
%销售收入	46.3%	49.9%	47.9%	49.3%	49.8%	50.3%
营业税金及附加	-84	-96	-81	-86	-93	-98
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-921	-1,073	-1,073	-1,156	-1,303	-1,414
%销售收入	10.1%	12.1%	13.9%	14.1%	14.7%	15.2%
管理费用	-61	-66	-65	-70	-80	-88
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	3,155	3,208	2,485	2,734	2,940	3,082
%销售收入	34.6%	36.0%	32.1%	33.3%	33.2%	33.1%
财务费用	3	1	2	5	6	8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-15	-13	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	187	250	336	500	500	600
%税前利润	5.3%	6.8%	10.9%	15.4%	14.5%	16.3%
营业利润	3,329	3,448	3,078	3,239	3,446	3,689
营业利润率	36.5%	38.7%	39.8%	39.5%	38.9%	39.6%
营业外收支	168	208	2	2	2	2
税前利润	3,497	3,656	3,080	3,241	3,448	3,691
利润率	38.4%	41.1%	39.8%	39.5%	38.9%	39.7%
所得税	-877	-915	-770	-810	-862	-923
所得税率	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,620	2,741	2,310	2,431	2,586	2,769
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,620	2,741	2,310	2,431	2,586	2,769
净利率	28.7%	30.8%	29.8%	29.6%	29.2%	29.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,620	2,741	2,310	2,431	2,586	2,769
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	72	32	66	77	93
非经营收益	-192	-248	-334	-502	-502	-602
营运资金变动	36	-161	125	-1,168	-498	-768
经营活动现金净流	2,528	2,403	2,133	827	1,663	1,492
资本开支	-190	-105	-62	-108	-658	-208
投资	547	-2,261	-1,690	-500	-300	-100
其他	-89	354	676	500	500	600
投资活动现金净流	268	-2,012	-1,077	-108	-458	292
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-619	-2,248	-1,148	-752	-1,034	-1,661
筹资活动现金净流	-619	-2,248	-1,148	-752	-1,034	-1,660
现金净流量	2,177	-1,857	-92	-34	170	124

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,507	650	561	527	697	821
应收款项	7	24	20	24	26	28
存货	696	698	887	1,024	1,097	1,140
其他流动资产	4,689	6,781	7,667	8,878	9,616	10,620
流动资产	7,899	8,153	9,134	10,454	11,437	12,609
%总资产	84.2%	83.5%	81.6%	80.1%	76.7%	77.3%
长期投资	357	708	1,190	1,690	2,490	2,590
固定资产	666	717	699	735	809	918
%总资产	7.1%	7.3%	6.2%	5.6%	5.4%	5.6%
无形资产	111	136	133	141	149	157
非流动资产	1,479	1,608	2,056	2,600	3,483	3,700
%总资产	15.8%	16.5%	18.4%	19.9%	23.3%	22.7%
资产总计	9,378	9,761	11,190	13,054	14,920	16,309
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,382	3,171	3,491	3,650	3,940	4,127
其他流动负债	290	515	273	300	324	417
流动负债	3,673	3,686	3,764	3,949	4,264	4,545
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	67	101	89	89	89	89
负债	3,739	3,787	3,853	4,038	4,353	4,634
普通股股东权益	5,639	5,974	7,337	9,016	10,567	11,675
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,378	9,761	11,190	13,054	14,920	16,309

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	5.293	5.537	4.666	4.518	4.806	5.146
每股净资产	11.391	12.068	14.822	18.213	21.348	23.585
每股经营现金净流	5.107	4.855	4.309	1.670	3.359	3.014
每股股利	0.000	0.000	2.600	1.964	2.090	3.356
回报率						
净资产收益率	46.46%	45.88%	31.48%	26.97%	24.47%	23.71%
总资产收益率	27.94%	28.08%	20.64%	18.62%	17.33%	16.98%
投入资本收益率	41.91%	40.20%	25.40%	22.75%	20.87%	19.80%
增长率						
主营业务收入增长率	10.35%	-2.38%	-13.03%	5.93%	8.13%	4.95%
EBIT增长率	40.09%	1.70%	-22.55%	10.03%	7.52%	4.83%
净利润增长率	43.13%	4.61%	-15.72%	5.25%	6.37%	7.06%
总资产增长率	24.80%	4.08%	14.65%	16.65%	14.29%	9.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	61.1	57.1	71.7	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	15.6	26.0	28.3	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	21.3	29.1	31.1	31.0	31.8	34.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.45%	-10.87%	-7.64%	-5.84%	-6.60%	-7.02%
EBIT利息保障倍数	-1,231.4	-2,197.6	-1,233.5	-502.9	-480.3	-406.0
资产负债率	39.87%	38.80%	34.43%	30.94%	29.17%	28.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	4	4
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.20	1.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH