



2018-04-01

公司点评报告

增持/首次

养元饮品 (603156)

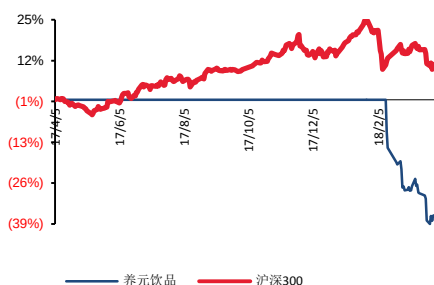
目标价: 99.6

昨收盘: 72.0

日常消费 食品、饮料与烟草

养元饮品年报点评：市场开拓有望带来业绩反转

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	538/43
总市值/流通(百万元)	38,740/3,100
12 个月最高/最低(元)	113.37/68.93

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119011720015

事件：2017 年公司实现营业收入 77.41 亿元，同比下降 13.03%；实现归属于母公司股东的净利润 23.10 亿元，同比下降 15.72%。其中 Q4 收入同比下降 19.13%，归母净利润同比下降 11.24%。分红政策为每 10 股送 4 股，同时每 10 股派发现金红利 26 元。

有别于市场观点：

尽管公司过去两年收入利润在下滑，但是我们相信随着公司募投项目落地，营销网络建设在 2018 年会有较大的起色，上市后公司在销售费用方面也会有更多的支持，我们判断 2018 年公司业绩能扭转下滑趋势。当前股价按照 2018 年 EPS 对应估值为 14.45 倍，有较大的安全边际，如果公司能实现平稳稳定增长，整体悲观预期有望被打破。

非核桃乳板块下降拖累业绩，整体产销率较好。

从营业收入来看，2017 年公司核桃乳下滑 11.76%，其他植物蛋白类饮料下滑 54.6%。其他植物蛋白饮料主要是核桃杏仁露、核桃花生露、果仁露等产品，我们判断核桃乳和蛋白饮料板块这两年的下滑主要与饮料板块整体需求下滑、市场竞争比较激烈有关。

养元产品产销率保持在较好水平，核桃乳产销率为 100.77%，其他植物蛋白饮料产销率为 109.01%；产品销售周转较快，销售植物蛋白饮料 84.81 万吨，期末植物蛋白饮料产品库存仅为 3.56 万吨。

渠道优势+市场开拓有望改善业绩。

经过十年多的不懈努力，养元饮品已探索出能够深度挖掘市场潜力的“分区域定渠道独家经销模式”，特别是在三四线城市，建立起网点众多、覆盖面广、渗透力强的销售网络。截至 2017 年底，养元经销商已有约 1800 家，进入全国大部分省市地区。

公司目前乡镇销售额贡献较大，达 67.2%，未来公司将募投进行新市场开发，立足目前优势的华北、华东等地区，加快开发一二线城市，发展全国市场。此外，公司继续深化营销网络，计划增加 130%陈列商超数量，预计贡献约 5%的收入增长。

盈利预测：

我们预期 2018 年、2019 年公司实现销售收入实现 83.59 亿元、91.95 亿元，增长 8%、10.1%；归母净利润实现 24.6 亿元、27.5 亿元，同比增长 6.77%、11.86%；实现 EPS 4.98 元、5.57 元。

当前股价按照 2018 年 EPS 对应估值为 14.45 倍，有较大的安全边际，如果公司能实现平稳稳定增长，整体悲观预期有望被打破。考虑到公司较大的体量和公司业绩的平稳性，给予 20 倍估值，以此计算目

标价为 99.6 元，给予“增持”评级。

风险提示：

植物蛋白饮料行业需求下滑，植物蛋白饮料替代品增多而竞争加剧；公司管理不及预期。

■ 主要财务指标				
	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(万元)	890034.9	774058.40	835983.07	920417.36
YoY	-2.38%	-13.03%	8%	10.01%
净利润(万元)	274069.42	230,987.8	246615.01	276125.21
YoY	4.61%	-15.72%	6.77%	11.97%
摊薄每股收益(元)	5.5368	4.6664	4.9821	5.5783
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com

上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。