



东兴证券
DONGXING SECURITIES

品类扩充叠加渠道精耕，公司业绩有望持续向好

——养元饮品（603156）2018 一季度财报点评

2018 年 04 月 16 日

强烈推荐/首次

养元饮品

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

公司发布一季度财报。2018 年第一季度公司营业收入 28.52 亿元，同比增长 20.12%，实现归属于母公司所有者的净利润 9.30 亿元，同比增长 80.25%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	2050.39	2819.34	2374.55	1291.93	1794.23	2279.89	2852.29
增长率（%）	-	-	-	-	-12.49%	-19.13%	20.12%
毛利率（%）	48.24%	48.86%	45.81%	49.33%	48.82%	48.38%	48.86%
期间费用率（%）	12.39%	12.74%	18.05%	11.83%	14.93%	12.59%	9.10%
营业利润率（%）	36.98%	35.51%	29.04%	49.84%	43.15%	42.56%	43.33%
净利润（百万元）	604.66	835.63	515.96	484.33	567.89	741.69	930.04
增长率（%）	-	-	-	-	-06.08%	-11.24%	80.25%
每股盈利（季度，元）	1.22	1.69	1.04	0.98	1.15	1.50	1.73
资产负债率（%）	-	38.80%	-	36.87%	21.58%	34.43%	14.64%
净资产收益率（%）	-	13.99%	-	8.09%	8.67%	10.11%	8.05%
总资产收益率（%）	-	8.56%	-	5.11%	6.80%	6.63%	6.88%

观点：

- **各项财务指标向好，业绩超预期。**归母净利润同比增长80.25%，大超预期，主要原因有：营业收入增长较快、原材料价格下降导致毛利率增长3%；广告投放媒体及阶段性策略的调整导致销售费用同比下降40.45%；政府补助增加导致其他收益同比增长30.68倍；银行理财产品收益增加导致投资收益本期比上期增长41.11%。公司应收账款期末较年初增长2.36倍，主要系公司对大型超市和电商采用应收方式结算，由于2018年春节延迟，大量销售发生在春节期间，3月末正值回款周期内，故造成营收账款同期增幅较大。预收账款期末较年初下降77.15%，主要系本期经销商预收货款已符合收入确认条件，实现销售收入所致。
- **植物蛋白饮料行业规模不断扩大，公司成本稳中有降，利润增速有望持续高于收入增速。**植物蛋白饮料符合健康消费场景，总体来看近年发展良好，市场份额不断提升，增速高于软饮料行业整体增速。公司

产品成本主要为易拉罐,根据招股说明书,易拉罐占其产品成本的51.61%。2017年易拉罐价格上涨,公司毛利率下降。我们预计,2018年马口铁价格变动趋缓,未来易拉罐成本上行空间较小。另外,公司在重点销售区域布局了三个子公司(河南养元、滁州养元、鹰潭养元)和两个委托加工厂(河南华冠和四川花冠),公司生产基地在全国范围内多点布局可以降低产品物流成本。预计2018年公司毛利率压力趋缓,持续保持较高的利润增速。

- **核心单品突出,加大研发投入实现品类扩充。**公司的主要产品为同时标注“养元”和“六个核桃”商标的植物蛋白核桃乳饮料。2017年核桃乳的销售收入占公司营收的比重高达98.4%,随着核桃乳占比逐年上升,导致公司产品结构过于单一。在细分行业逐渐饱和的背景下,公司核桃乳产品增长乏力,公司的整体发展也从快速成长期步入了瓶颈期。2018年3月30日,养元饮品发布了《关于变更公司经营范围的公告》。公告显示,原经营范围中的“生产饮料(蛋白饮料类)、罐头(其他罐头)”变更为“生产饮料、罐头”,我们认为,此番调整表明公司或将扩大经营范围。从养元饮品公布的2017年年报来看,公司新品发酵型核桃乳历经多年研发,2017年12月公司在生产车间完成了发酵核桃乳中试线的调试工作,实现了对发酵核桃乳产品量产上市的储备,标志着企业已具备发酵核桃乳生产能力。另外,公司计划开发枸杞饮料养元红系列产品,来丰富产品储备。
- **区域扩张+渠道下沉,公司从广度和深度两个维度不断精耕渠道。**公司销售收入占比前四大的区域为华中(29.27%)、华东(28.95%)、西南(17.21%)、华北(16.81%),合计占比92.24%。未来在市场开拓方面坚持“立足华北、华东、西南,发展全国市场”的策略,将销售区域拓展至全国绝大部分区域,着力开发一线市场。另外,公司深入开展营销渠道下沉,实施“三下乡”工程,即产品要下乡、人员要下乡、服务要下乡,全面提高产品在乡镇,村级市场销售网店的进店和陈列,增大消费者对产品的日常接触几率,以获得营收的增长。

结论:

如果公司在品类扩充和渠道深耕方面进一步发力,预计公司2018年业绩将持续稳定增长,2018年增速会保持在12.52%左右。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为:26.65亿元、30.46亿元和34.70亿元,对应EPS分别为4.95元、5.66元和6.45元,给予公司2018年22倍估值,对应目标价108.9元。给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 食品安全的风险、植物蛋白饮料行业需求下滑、区域扩张不达预期

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	8153	9134	11166	13345	15826	营业收入	8900	7741	8710	9860	11213		
货币资金	650	561	2494	4547	6880	营业成本	4456	4037	4476	5034	5695		
应收账款	22	18	21	24	28	营业税金及附加	96	81	107	120	135		
其他应收款	2	2	2	3	3	营业费用	1073	1073	862	966	1088		
预付款项	164	97	97	97	97	管理费用	66	65	52	58	65		
存货	698	887	981	1103	1248	财务费用	-1	-2	-15	-35	-57		
其他流动资产	6308	7570	7570	7570	7570	资产减值损失	12.51	-31.80	10.00	10.00	10.00		
非流动资产合计	1608	2056	1841	1750	1658	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	328	1110	1110	1110	1110	投资净收益	250.39	335.80	300.00	300.00	300.00		
固定资产	708	661	582	504	425	营业利润	3448	3078	3517	4007	4577		
无形资产	136	133	119	106	93	营业外收入	222.96	11.78	20.00	20.00	20.00		
其他非流动资产	6	5	0	0	0	营业外支出	14.93	9.78	8.00	6.00	5.00		
资产总计	9761	11190	12927	15014	17403	利润总额	3656	3080	3529	4021	4592		
流动负债合计	3686	3764	4174	4647	5190	所得税	915	770	865	965	1102		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	2741	2310	2665	3056	3490		
应付账款	403	223	245	276	312	少数股东损益	0	0	0	10	20		
预收款项	2279	2831	3179	3574	4022	归属母公司净利润	2741	2310	2665	3046	3470		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	3639	3269	3594	4063	4612		
非流动负债合计	101	89	0	-1	-1	EPS（元）	5.54	4.67	4.95	5.66	6.45		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	3787	3853	4173	4647	5189	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	10	30	营业收入增长	-2.38%	-13.03	12.52%	13.20%	13.72%		
实收资本(或股本)	495	495	538	538	538	营业利润增长	3.57%	-10.73	14.28%	13.91%	14.24%		
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	15.36%	-15.72	15.36%	14.30%	13.93%		
未分配利润	5231	6551	7746	8971	10338	获利能力							
归属母公司股东权	5974	7337	8798	10327	12042	毛利率(%)	49.93%	47.85%	48.61%	48.94%	49.21%		
负债和所有者权	9761	11190	12897	14910	17187	净利率(%)	30.79%	29.84%	30.59%	30.99%	31.13%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	28.08%	20.64%	20.61%	20.29%	19.94%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	45.88%	31.48%	30.29%	29.49%	28.82%	
经营活动现金流	2403	2133	2762	3171	3629	偿债能力							
净利润	2741	2310	2665	3056	3490	资产负债率(%)	39%	34%	32%	31%	30%		
折旧摊销	192.35	192.99	0.00	91.72	91.72	流动比率	2.21	2.43	2.68	2.87	3.05		
财务费用	-1	-2	-15	-35	-57	速动比率	2.02	2.19	2.44	2.63	2.81		
应收账款减少	0	0	-4	-3	-3	营运能力							
预收帐款增加	0	0	348	394	449	总资产周转率	0.93	0.74	0.72	0.71	0.70		
投资活动现金流	-2012	-1077	375	290	290	应收账款周转率	614	388	445	431	432		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	28.09	24.73	37.23	37.84	38.15		
长期股权投资减少	0	0	80	0	0	每股指标（元）							
投资收益	250	336	300	300	300	每股收益(最新摊薄)	5.54	4.67	4.95	5.66	6.45		
筹资活动现金流	-2248	-1148	-1204	-1407	-1586	每股净现金流(最新	-3.75	-0.19	3.59	3.82	4.34		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	12.07	14.82	16.35	19.19	22.38		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	43	0	0	P/E	14.56	17.27	16.27	14.24	12.50		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.68	5.44	4.93	4.20	3.60		
现金净增加额	-1857	-92	1933	2053	2333	EV/EBITDA	10.79	12.03	11.37	9.55	7.91		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。