

养元饮品 (603156.SH) 买入 (维持评级)

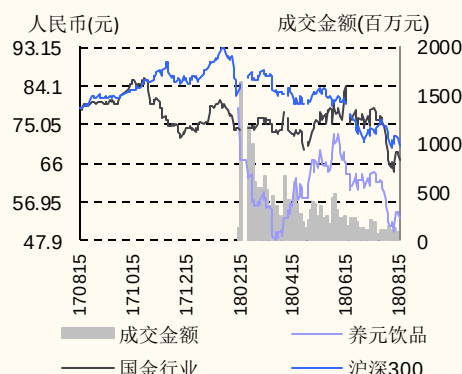
公司点评

市场价格 (人民币): 53.03 元

Q2 收入实现正增长, 估值极具优势

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.27
总市值(百万元)	39,945.91
年内股价最高最低(元)	78.78/47.90
沪深 300 指数	3291.98
上证指数	2723.26



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	3.638	3.066	3.680	3.937	4.174
每股净资产(元)	12.07	14.82	18.63	22.22	24.76
每股经营性现金流(元)	4.85	4.31	2.15	3.60	3.54
市盈率(倍)	0.00	0.00	14.41	13.47	12.71
净利润增长率(%)	4.61%	-15.72%	20.02%	6.98%	6.00%
净资产收益率(%)	45.88%	31.48%	30.07%	26.96%	25.65%
总股本(百万股)	753.27	753.27	753.27	753.27	753.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布 2018 年半年报, 实现营业收入 41.63 亿元, 同比+13.55%; 实现归属上市公司净利润 13.08 亿元, 同比+30.78%, 折合 EPS1.77 元; 扣非净利润 11.28 亿元, 同比+38.48%。单二季度实现营业收入 13.11 亿元, 同比+1.48%; 实现归属上市公司净利润 3.78 亿元, 同比-21.93%。

评论

- **Q2 收入实现小幅增长符合预期, 整体表现好于碳酸饮料及果汁等细分龙头:** 由于春节错期影响, 18Q1 公司收入端实现 20% 增长, 显著超市场预期。18Q2 收入实现 1.5% 正增长, 基本符合预期。新兴的西南市场和传统的华中、华东及华北市场分别取得 24% 和 8-13% 的增长, 证明传统市场仍然有较强的市场基础和渠道能力。从国家统计局公布的数据来看, 上半年国内软饮料行业实现产量 8397.2 万吨, 同比+8.3%。整体来看, 养元上半年表现显著好于行业, 也好于其余如碳酸饮料、果汁等细分行业龙头的表现。
- **原料成本下行推升毛利率, 费用扩张战略于 18 年开始收紧:** 得益于原材料采购价格下行, 上半年公司毛利率提升 1.82ppt 至 48.87%。同时期间费用率大幅下滑 3.88ppt 至 11.98%, 主要得益于销售费用的节省。两项优化共同推动上半年净利率大幅提升 4.14ppt 至 31.42%。今年开始, 公司调整了广告投放策略, 尽管签约了新的代言人王源、加入央视“国家品牌计划”、持续推行冠名赞助以及实施品牌植入等投放方式, 但相较于 16-17 年高峰仍显著降温, 今年上半年广告费同比大幅下降 47%, 推动上半年销售费用率下降 3.65ppt 至 11.48%。
- **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, 同时公司品类扩张依托于养元强大的渠道能力, 有望带给养元带来新的增长动力。

盈利预测

- 不考虑外延式扩张假设下, 预计 2018-2020 年收入分别为 83.60 亿元/88.62 亿元/93.05 亿元, 同比+8.0%/+6.0%/+5.0%, 净利润分别为 27.72 亿元/29.66 亿元/31.44 亿元, 同比+20.0%/7.0%/6.0%, 对应 EPS 分别为 3.68 元/3.94 元/4.17 元, 对应 PE 分别为 14X/13X/13X, 维持“买入”评级。

风险提示

植物蛋白饮料行业需求下滑/竞争激烈/食品安全问题

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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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	8,360	8,862	9,305
增长率		-2.4%	-13.0%	8.0%	6.0%	5.0%
主营业务成本	-4,896	-4,456	-4,037	-4,179	-4,377	-4,486
%销售收入	53.7%	50.1%	52.1%	50.0%	49.4%	48.2%
毛利	4,221	4,444	3,704	4,180	4,484	4,819
%销售收入	46.3%	49.9%	47.9%	50.0%	50.6%	51.8%
营业税金及附加	-84	-96	-81	-88	-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	-1,003	-1,081	-1,182
%销售收入	10.1%	12.1%	13.9%	12.0%	12.2%	12.7%
管理费用	-61	-66	-65	-67	-80	-93
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	3,155	3,208	2,485	3,023	3,230	3,447
%销售收入	34.6%	36.0%	32.1%	36.2%	36.5%	37.0%
财务费用	3	1	2	12	19	23
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
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	660	703	720
%税前利润	5.3%	6.8%	10.9%	17.9%	17.8%	17.2%
营业利润	3,329	3,448	3,078	3,695	3,952	4,190
营业利润率	36.5%	38.7%	39.8%	44.2%	44.6%	45.0%
营业外收支	168	208	2	2	2	2
税前利润	3,497	3,656	3,080	3,697	3,954	4,192
利润率	38.4%	41.1%	39.8%	44.2%	44.6%	45.0%
所得税	-877	-915	-770	-924	-989	-1,048
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	2,772	2,966	3,144
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	2,772	2,966	3,144
净利率	28.7%	30.8%	29.8%	33.2%	33.5%	33.8%

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	2,772	2,966	3,144
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	-662	-705	-722
营运资金变动	36	-161	125	-1,112	-554	-761
经营活动现金净流	2,528	2,403	2,133	1,064	1,784	1,754
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	660	703	720
投资活动现金净流	268	-2,012	-1,077	52	-255	412
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	-889	-1,186	-1,886
筹资活动现金净流	-619	-2,248	-1,148	-889	-1,186	-1,885
现金净流量	2,177	-1,857	-92	227	342	281

来源：公司年报、国金证券研究所

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	788	1,130	1,411
应收账款	7	24	20	25	26	28
存货	696	698	887	1,031	1,079	1,106
其他流动资产	4,689	6,781	7,667	8,879	9,614	10,617
流动资产	7,899	8,153	9,134	10,722	11,850	13,162
%总资产	84.2%	83.5%	81.6%	80.5%	77.3%	78.1%
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%	5.5%	5.3%	5.4%
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%	19.5%	22.7%	21.9%
资产总计	9,378	9,761	11,190	13,322	15,333	16,861
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,382	3,171	3,491	3,708	3,921	4,098
其他流动负债	290	515	273	305	323	416
流动负债	3,673	3,686	3,764	4,013	4,244	4,514
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	4,102	4,333	4,604
普通股股东权益	5,639	5,974	7,337	9,220	11,000	12,257
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	13,322	15,333	16,861

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	3.478	3.638	3.066	3.680	3.937	4.174
每股净资产	11.391	12.068	14.822	18.627	22.222	24.762
每股经营现金净流	5.107	4.855	4.309	2.150	3.604	3.544
每股股利	0.000	0.000	2.600	2.240	2.397	3.811
回报率						
净资产收益率	46.46%	45.88%	31.48%	30.07%	26.96%	25.65%
总资产收益率	27.94%	28.08%	20.64%	20.81%	19.34%	18.64%
投入资本收益率	41.91%	40.20%	25.40%	24.59%	22.02%	21.09%
增长率						
主营业务收入增长率	10.35%	-2.38%	-13.03%	8.00%	6.00%	5.01%
EBIT增长率	40.09%	1.70%	-22.55%	21.63%	6.87%	6.71%
净利润增长率	43.13%	4.61%	-15.72%	20.02%	6.98%	6.00%
总资产增长率	24.80%	4.08%	14.65%	19.05%	15.09%	9.97%
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	30.4	31.8	34.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.45%	-10.87%	-7.64%	-8.54%	-10.27%	-11.50%
EBIT利息保障倍数	-1,231.4	-2,197.6	-1,233.5	-249.1	-168.4	-150.9
资产负债率	39.87%	38.80%	34.43%	30.79%	28.26%	27.31%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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