

## 去库存效果良好，春节销售恢复常态

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布2018年年报，实现收入81亿元（同比+5%），归母净利润27亿元（同比+16%），扣非归母净利润23亿元（同比+21%）；18Q4实现收入24亿元（同比+5%），归母净利润9.4亿元（同比+26%），扣非归母净利润8.0亿元（同比+32%），利润增长略超预期。此外公司拟按照每股3元进行利润分配，股息率为7%。
- **收入：去库存效果良好，新产品表现可期。**2018年公司在中秋、春节前在一定程度上降低经销商任务比例，持续清理库存，2018年年底总体库存水平恢复健康状态；从春节表现来看，公司销售同比持平，环比提升明显，2019年有望轻装上阵。分区域来看，18Q4华东、华中、西南、东北、西北地区的同比增长约为8%、6%、18%、34%、20%，华北春节收入更多的计入19Q1、华南地区市场表现疲软导致收入有一定下滑。分渠道来看，经销渠道同比增长5%，在电商渠道高速增长的拉动下，18Q4直销部分同比增长10%。新产品五星六个核桃于春节期间上市销售，预计2019年销售占比为30%左右，未来随着新产品的上市、公司全渠道布局的逐渐完善，其收入规模有望恢复增长。
- **盈利：原材料价格下降+费用结构调整，盈利能力持续提升。**公司2018年实现净利率33%，同比提升3个百分点，盈利能力持续提升。**1、毛利率：**2018年公司实现毛利率50%，同比提升2个百分点，主要原因在于：（1）毛利率较高的精品型核桃乳收入占比逐渐提高；（2）原材料中核桃仁、马口铁价格同比略有下降。预计2019年原材料成本将保持平稳。**2、费用率：**2018年公司三费费率为12.5%，同比下降2个百分点：其中（1）销售费用率：2018年销售费用率为12.7%，同比下降1.2个百分点，广告费用由于相关节目调整使得阶段性投入下降，预计2019年将回归正常水平；此外公司促销费用略有下降，市场推广费用提高，主要原因在于公司营销模式逐步向口碑营销转变，加大了终端投入力度。（2）管理费用率：2018年管理费用率（含研发费用）为1%，同比提升0.3个百分点，为研发投入加大所致。（3）财务费用：2018年公司财务收入约为1亿元，同比增幅明显，主要原因在于公司将理财产品存为定期存款导致李旭收入增加。未来随着公司新产品上市，公司盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年收入增速分别为6%、9%、12%，归母净利润增速分别为6%、11%、13%。考虑到公司是核桃乳领域龙头企业，且盈利能力持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨、新产品表现不及预期、食品安全等风险。

| 指标/年度         | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 8144.24 | 8671.61 | 9493.95 | 10585.63 |
| 增长率           | 5.21%   | 6.48%   | 9.48%   | 11.50%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2677.53 | 2830.23 | 3141.51 | 3538.20  |
| 增长率           | 15.92%  | 5.70%   | 11.00%  | 12.63%   |
| 每股收益EPS（元）    | 3.55    | 3.76    | 4.17    | 4.70     |
| 净资产收益率ROE     | 22.67%  | 22.59%  | 23.19%  | 23.77%   |
| PE            | 15      | 14      | 12      | 11       |
| PB            | 3.29    | 3.10    | 2.87    | 2.61     |

数据来源：Wind，西南证券

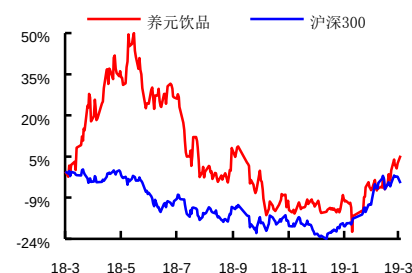
### 西南证券研究发展中心

分析师：朱会振  
 执业证号：S1250513110001  
 电话：023-63786049  
 邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：李光歌  
 执业证号：S1250517080001  
 电话：021-58351839  
 邮箱：lgg@swsc.com.cn

联系人：周金菲  
 电话：0755-23614240  
 邮箱：zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 7.53        |
| 流通A股(亿股)    | 4.57        |
| 52周内股价区间(元) | 38.25-95.88 |
| 总市值(亿元)     | 388.54      |
| 总资产(亿元)     | 152.93      |
| 每股净资产(元)    | 15.68       |

### 相关研究

1. 养元饮品（603156）：新品即将上市，积极挖掘核桃乳消费潜力（2018-12-17）
2. 养元饮品（603156）：Q3业绩略低于预期，新产品值得期待（2018-10-26）
3. 养元饮品（603156）：“六个核桃”全方位升级，打开核桃乳新局面（2018-10-24）

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           | 现金流量表（百万元）        | 2018A          | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 8144.24         | 8671.61         | 9493.95         | 10585.63        | 净利润               | 2677.53        | 2830.23         | 3141.51         | 3538.20         |
| 营业成本          | 4075.01         | 4257.40         | 4566.64         | 4986.02         | 折旧与摊销             | 63.41          | 42.30           | 42.30           | 42.30           |
| 营业税金及附加       | 88.00           | 90.18           | 98.74           | 110.09          | 财务费用              | -106.73        | -101.50         | -102.23         | -103.37         |
| 销售费用          | 1032.12         | 1160.98         | 1242.60         | 1364.31         | 资产减值损失            | 2.78           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 69.00           | 90.91           | 99.53           | 110.98          | 经营营运资本变动          | -1131.64       | -68.10          | -610.30         | -743.68         |
| 财务费用          | -106.73         | -101.50         | -102.23         | -103.37         | 其他                | 558.28         | -350.00         | -348.00         | -351.00         |
| 资产减值损失        | 2.78            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>2063.63</b> | <b>2352.93</b>  | <b>2123.28</b>  | <b>2382.45</b>  |
| 投资收益          | 350.47          | 350.00          | 350.00          | 350.00          | 资本支出              | -1.01          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -611.68        | 350.00          | 350.00          | 350.00          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 250.00          | 250.00          | 250.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-612.69</b> | <b>350.00</b>   | <b>350.00</b>   | <b>350.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>3573.03</b>  | <b>3773.64</b>  | <b>4188.68</b>  | <b>4717.61</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | -20.78          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 长期借款              | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>3552.25</b>  | <b>3773.64</b>  | <b>4188.68</b>  | <b>4717.61</b>  | 股权融资              | 3480.89        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 874.72          | 943.41          | 1047.17         | 1179.40         | 支付股利              | 0.00           | -2142.02        | -2122.67        | -2199.05        |
| 净利润           | 2677.53         | 2830.23         | 3141.51         | 3538.20         | 其他                | -1913.04       | 128.71          | 102.23          | 103.37          |
| 少数股东损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1567.85</b> | <b>-2013.31</b> | <b>-2020.44</b> | <b>-2095.68</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 2677.53         | 2830.23         | 3141.51         | 3538.20         | <b>现金流量净额</b>     | <b>3018.79</b> | <b>689.61</b>   | <b>452.83</b>   | <b>636.77</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           | 财务分析指标            | 2018A          | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
| 货币资金          | 3878.31         | 4567.92         | 5020.75         | 5657.52         | <b>成长能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 233.73          | 201.73          | 230.77          | 249.49          | 销售收入增长率           | 5.21%          | 6.48%           | 9.48%           | 11.50%          |
| 存货            | 756.53          | 790.39          | 845.80          | 924.66          | 营业利润增长率           | 16.09%         | 5.61%           | 11.00%          | 12.63%          |
| 其他流动资产        | 8346.97         | 8671.61         | 9493.95         | 10585.63        | 净利润增长率            | 15.92%         | 5.70%           | 11.00%          | 12.63%          |
| 长期股权投资        | 1094.62         | 1094.62         | 1094.62         | 1094.62         | EBITDA 增长率        | 12.42%         | 5.23%           | 11.15%          | 12.78%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 699.40          | 669.42          | 639.45          | 609.48          | 毛利率               | 49.96%         | 50.90%          | 51.90%          | 52.90%          |
| 无形资产和开发支出     | 129.71          | 117.39          | 105.06          | 92.74           | 三费率               | 12.21%         | 13.27%          | 13.06%          | 12.96%          |
| 其他非流动资产       | 153.54          | 153.54          | 153.54          | 153.54          | 净利率               | 32.88%         | 32.64%          | 33.09%          | 33.42%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>15292.80</b> | <b>16266.63</b> | <b>17583.95</b> | <b>19367.67</b> | ROE               | 22.67%         | 22.59%          | 23.19%          | 23.77%          |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 17.51%         | 17.40%          | 17.87%          | 18.27%          |
| 应付和预收款项       | 3314.61         | 3569.37         | 3861.67         | 4297.84         | ROIC              | 40.10%         | 38.70%          | 41.15%          | 42.57%          |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 43.34%         | 42.83%          | 43.49%          | 43.99%          |
| 其他负债          | 167.58          | 171.24          | 177.43          | 185.83          | <b>营运能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>3482.19</b>  | <b>3740.60</b>  | <b>4039.09</b>  | <b>4483.66</b>  | 总资产周转率            | 0.62           | 0.55            | 0.56            | 0.57            |
| 股本            | 753.27          | 753.27          | 753.27          | 753.27          | 固定资产周转率           | 12.61          | 14.08           | 16.20           | 19.04           |
| 资本公积          | 3222.62         | 3222.62         | 3222.62         | 3222.62         | 应收账款周转率           | 294.83         | 255.93          | 292.30          | 283.99          |
| 留存收益          | 7861.92         | 8550.13         | 9568.97         | 10908.12        | 存货周转率             | 4.96           | 5.50            | 5.58            | 5.62            |
| 归属母公司股东权益     | 11810.61        | 12526.02        | 13544.86        | 14884.01        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.52%        | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>资本结构</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>11810.61</b> | <b>12526.02</b> | <b>13544.86</b> | <b>14884.01</b> | 资产负债率             | 22.77%         | 23.00%          | 22.97%          | 23.15%          |
| 负债和股东权益合计     | 15292.80        | 16266.63        | 17583.95        | 19367.67        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 3.89           | 3.89            | 3.94            | 3.96            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 3.67           | 3.68            | 3.73            | 3.75            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%          | 75.68%          | 67.57%          | 62.15%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 3.55           | 3.76            | 4.17            | 4.70            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 15.68          | 16.63           | 17.98           | 19.76           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.74           | 3.12            | 2.82            | 3.16            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00           | 2.84            | 2.82            | 2.92            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   |                |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 3529.71         | 3714.44         | 4128.75         | 4656.53         |                   |                |                 |                 |                 |
| PE            | 14.51           | 13.73           | 12.37           | 10.98           |                   |                |                 |                 |                 |
| PB            | 3.29            | 3.10            | 2.87            | 2.61            |                   |                |                 |                 |                 |
| PS            | 4.77            | 4.48            | 4.09            | 3.67            |                   |                |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 9.87            | 9.19            | 8.16            | 7.10            |                   |                |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 5.51%           | 5.46%           | 5.66%           |                   |                |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 汪文沁    | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn       |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn       |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn       |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn       |
|    | 丁可莎    | 销售经理    | 021-68416017  | 13122661803 | dks@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
|    | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn  |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn       |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶    | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |