

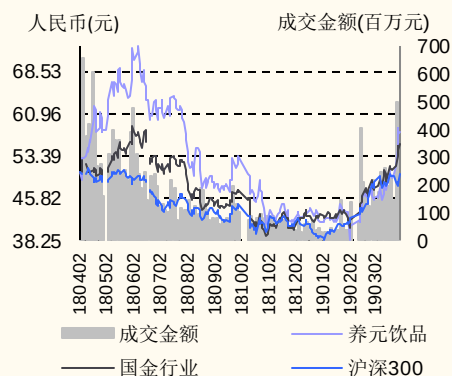
养元饮品 (603156.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 57.81 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	456.75
总市值(百万元)	43,546.54
年内股价最高最低(元)	72.98/38.25
沪深 300 指数	3872.34
上证指数	3090.76



相关报告

- 1.《Q2 收入实现正增长, 估值极具优势-养元饮品中报点评》, 2018.8.16
- 2.《Q1 业绩超预期, 看好基本面企稳带来估值修复-养元饮品公司点评》, 2018.4.15
- 3.《17 年收入利润双下滑, 看好 18 年基本面企稳带来估值修复-养元...》, 2018.4.1

寇星

 联系人
 kouxing@gjzq.com.cn

唐川

 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

Q4 基本面超预期, 19 年业绩有望持续改善

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	4.666	3.555	3.904	4.252	4.623
每股净资产(元)	14.82	15.68	16.58	17.84	19.46
每股经营性现金流(元)	4.31	2.74	3.58	3.92	4.33
市盈率(倍)	0.00	11.70	14.81	13.59	12.51
净利润增长率(%)	-15.72%	15.92%	9.83%	8.93%	8.71%
净资产收益率(%)	31.48%	22.67%	23.54%	23.84%	23.76%
总股本(百万股)	495.00	753.27	753.27	753.27	753.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 公司公布 18 年年报, 报告期内公司实现营业收入 81.44 亿元 (+5.21%), 归母净利润 26.78 亿元 (+15.92%)。其中 Q4 实现营业收入 23.88 亿元 (+4.72%), 归母净利润 9.37 亿元 (+26.29%)。公司拟每 10 股派发现金红利 30 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

经营分析

- **Q4 基本面有所反转, 全年业绩超预期。**2018 年公司实现营业收入 81.44 亿元 (+5.21%), 归母净利润 26.78 亿元 (+15.92%)。其中 Q4 实现营业收入 23.88 亿元 (+4.72%), 归母净利润 9.37 亿元 (+26.29%)。得益于行业回暖以及动销改善, 再加上春节较同期提前了 12 天, 经销商打款前置推动, 四季度收入、利润增速均由负转正, 全年业绩超市场预期。分区域来看, 公司四大销售区域为华东、华中、西南、华北, 18 年收入分别同比+4.22%、+4.72%、+14.08%、+0.42%; 东北、华南、西北地区较为薄弱, 18 年分别同比+10.10%、-9.76%与+7.24%, 仍有待进一步开拓。
- **毛利率提升叠加费用率下降, 助推公司净利率再创新高。**2018 年公司实现毛利率 49.96%, 同比+2.11pct。主要原材料马口铁、核桃仁以及白砂糖等价格持续走低, 叠加 18 年初对部分产品提价, 推动主营业务核桃乳 (占比 98.51%) 毛利率提升 2.13pct 至 50.06%, 进而推动综合毛利率的提升。18 年公司期间费用率为 12.46%, 同比-2.22pct, 其中销售费用率改善明显, 同比-1.19pct 至 12.67%, 完全抵消了管理费用率上升的影响 (同比+0.27pct 至 1.11%), 叠加毛利率提升, 进一步推动净利率+3.04pct 至 32.88%。
- **19 年新品投放+老品提价+渠道深耕, 公司业绩有望持续改善。**公司于 18 年 12 月推出高端新品益智五星, 19 年将以此为重点加大投放, 持续为公司业绩带来增量。此外, 2019 年元旦过后公司对老品进行提价, 新品放量叠加老品提价, 有望进一步推动公司业绩的提升。渠道建设方面, 将集中资源全面发力北上广深一二线城市市场, 深度拓展薄弱商超渠道以及电商等新兴渠道。另外, 公司“20 万吨植物蛋白饮料项目”预计于 19 年建设完成, 产能的拓展叠加渠道的不断深耕, 公司业绩有望实现持续改善。

盈利预测

- 预计 19-20 年收入分别为 87.96 亿元/94.49 亿元/101.14 亿元, 分别同比 +8.0%/7.4%/7.0%; 归母净利润分别为 29.41 亿元/32.03 亿元/34.82 亿元, 分别同比+9.8%/8.9%/8.7%, 折合 EPS 分别为 3.90 元/4.25 元/4.62 元, 目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 15X/14X/13X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧/新品投放效果不达预期/食品安全问题

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,900	7,741	8,144	8,796	9,449	10,114
增长率		-13.0%	5.2%	8.0%	7.4%	7.0%
主营业务成本	-4,456	-4,037	-4,075	-4,231	-4,416	-4,589
%销售收入	50.1%	52.1%	50.0%	48.1%	46.7%	45.4%
毛利	4,444	3,704	4,069	4,565	5,033	5,526
%销售收入	49.9%	47.9%	50.0%	51.9%	53.3%	54.6%
营业税金及附加	-96	-81	-88	-79	-90	-101
%销售收入	1.1%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-1,073	-1,073	-1,032	-1,012	-1,134	-1,264
%销售收入	12.1%	13.9%	12.7%	11.5%	12.0%	12.5%
管理费用	-66	-65	-90	-70	-76	-81
%销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	3,208	2,485	2,859	3,404	3,733	4,079
%销售收入	36.0%	32.1%	35.1%	38.7%	39.5%	40.3%
财务费用	1	2	107	88	106	130
%销售收入	0.0%	0.0%	-1.3%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	-13	32	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	250	336	350	400	400	400
%税前利润	6.8%	10.9%	9.9%	10.3%	9.4%	8.7%
营业利润	3,448	3,078	3,573	3,892	4,240	4,609
营业利润率	38.7%	39.8%	43.9%	44.2%	44.9%	45.6%
营业外收支	208	2	-21	3	3	3
税前利润	3,656	3,080	3,552	3,895	4,243	4,612
利润率	41.1%	39.8%	43.6%	44.3%	44.9%	45.6%
所得税	-915	-770	-875	-954	-1,039	-1,130
所得税率	25.0%	25.0%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	2,741	2,310	2,678	2,941	3,203	3,482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,741	2,310	2,678	2,941	3,203	3,482
净利率	30.8%	29.8%	32.9%	33.4%	33.9%	34.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,741	2,310	2,678	2,941	3,203	3,482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	72	32	66	61	67	73
非经营收益	-248	-334	-349	-403	-403	-403
营运资金变动	-161	125	-331	102	85	108
经营活动现金净流	2,403	2,133	2,064	2,700	2,952	3,260
资本开支	-105	-62	-129	-86	-92	-112
投资	-2,261	-1,690	-780	-1	0	0
其他	354	676	297	400	400	400
投资活动现金净流	-2,012	-1,077	-613	313	308	288
股权募资	0	0	3,286	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-2,248	-1,148	-1,718	-2,260	-2,260	-2,260
筹资活动现金净流	-2,248	-1,148	1,568	-2,260	-2,260	-2,260
现金净流量	-1,857	-92	3,019	754	1,001	1,288

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	650	561	3,878	4,632	5,633	6,921
应收账款	24	20	39	31	33	36
存货	698	887	757	852	907	943
其他流动资产	6,781	7,667	8,541	8,613	8,722	8,830
流动资产	8,153	9,134	13,216	14,128	15,295	16,730
%总资产	83.5%	81.6%	86.4%	87.0%	87.8%	88.5%
长期投资	708	1,190	1,175	1,175	1,175	1,175
固定资产	717	699	699	720	745	785
%总资产	7.3%	6.2%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%
无形资产	136	133	130	136	139	142
非流动资产	1,608	2,056	2,077	2,105	2,133	2,176
%总资产	16.5%	18.4%	13.6%	13.0%	12.2%	11.5%
资产总计	9,761	11,190	15,293	16,233	17,429	18,906
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,171	3,491	3,025	3,261	3,486	3,712
其他流动负债	515	273	371	394	422	450
流动负债	3,686	3,764	3,396	3,655	3,908	4,163
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	101	89	86	86	86	86
负债	3,787	3,853	3,482	3,741	3,994	4,249
普通股股东权益	5,974	7,337	11,811	12,491	13,435	14,657
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,761	11,190	15,293	16,233	17,429	18,906

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	5.537	4.666	3.555	3.904	4.252	4.623
每股净资产	12.068	14.822	15.679	16.583	17.835	19.458
每股经营现金净流	4.855	4.309	2.740	3.585	3.919	4.328
每股股利	4.374	2.600	3.000	3.000	3.000	3.000
回报率						
净资产收益率	45.88%	31.48%	22.67%	23.54%	23.84%	23.76%
总资产收益率	28.08%	20.64%	17.51%	18.12%	18.38%	18.42%
投入资本收益率	40.20%	25.40%	18.24%	20.57%	20.98%	21.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.38%	-13.03%	5.21%	8.00%	7.43%	7.04%
EBIT增长率	1.70%	-22.55%	15.04%	19.08%	9.68%	9.26%
净利润增长率	4.61%	-15.72%	15.92%	9.83%	8.93%	8.71%
总资产增长率	4.08%	14.65%	36.66%	6.15%	7.37%	8.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	57.1	71.7	73.6	73.5	75.0	75.0
应付账款周转天数	26.0	28.3	19.8	19.0	19.0	19.0
固定资产周转天数	29.1	31.1	28.3	25.8	24.6	22.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.87%	-7.64%	-32.84%	-37.08%	-41.93%	-47.22%
EBIT利息保障倍数	-2,197.6	-1,233.5	-26.8	-38.6	-35.1	-31.4
资产负债率	38.80%	34.43%	22.77%	23.05%	22.92%	22.47%

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	6	6	6	6	14
增持	2	2	2	2	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.25	1.25	1.25	1.24

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-01	买入	72.00	N/A
2	2018-04-15	买入	80.60	N/A
3	2018-08-16	买入	53.03	N/A

来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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