

养元饮品 (603156)

证券研究报告

2019年08月18日

竞争加剧导致业绩承压，新品推出探索增量空间

1、开拓新品类，延伸消费场景，探索业绩新增长点

7月1日，养元饮品推出针对中高端市场的“精典型六个核桃”，零售价为85元，规格为240ml*20罐。新品85元的价格定位意在填补普通款60元与易智五星间110元间的中高端价格带。回顾近几年公司的业绩表现，公司业务结构依旧维持核桃乳为主的“大单品”布局，盈利结构相对稳定，2016-18年核桃乳销量复合增长率-4.44%，应收账款周转天数上升趋势明显，业绩增长疲软凸显。我们认为虽然公司未来有望依靠新品破局，但短期内仍可能受制于品牌形象惯性、产品结构单一等问题所带来的业绩承压。

2、渠道上升尚需时日，伊利加快布局三、四线城市

公司走的是“农村包围城市”的市场拓展战略，一方面涉足一、二线城市时间短，品牌知名度低，因此营销成本相对也更高，销量提升需要时间；另一方面，乳业巨头伊利等加快推进渠道下沉，目标消费群体重合度高。以乳业巨头伊利为例，伊利秉持渠道拓展与市场渗透“双管齐下”的战略，液态奶终端网点数量2018年末达到175万家，比上年同期增长23.2%，直控村级网点近60.8万家，较2017年提升了14.7%。我们认为公司未来将在三四线市场与伊利展开品牌、产品的全面交锋。

3、行业增速下滑，健康概念产品同质化竞争加剧

根据前瞻产业研究院统计，2017年公司在植物蛋白饮料行业中已占据25%左右的市场份额，而14年以来植物蛋白饮料行业持续负增长，16年增速降至-5.63%，17年降幅收窄至-3.63%，特别是非豆奶类拖累植物蛋白行业整体下滑。同时，众多知名品牌如伊利、蒙牛、承德露露、娃哈哈、三元、盼盼等均已推出核桃奶或红枣核桃乳等产品。我们认为在行业增速下滑背景下，公司产品能否突围有待验证。

盈利预测：考虑到养元一、二线市场开拓周期较长，竞品渠道下沉加速，行业竞争加剧，我们此次调整盈利预测将收入从19、20年收入88、94亿下调至81.4、83.9亿，净利润从30.5、31.6亿下调至28.4、29.8亿，EPS从4.09、4.19下调至2.69、2.83元，给予19年15倍PE，目标价40.35元。

风险提示：品牌营销、新品销售不及预期，食品安全问题，宏观经济下滑；

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,740.58	8,144.24	8,144.24	8,388.57	8,808.00
增长率(%)	(13.03)	5.21	0.00	3.00	5.00
EBITDA(百万元)	(1,720.32)	3,291.21	3,207.25	3,372.38	3,527.51
净利润(百万元)	2,309.88	2,836.98	2,840.52	2,982.44	3,138.20
增长率(%)	(15.72)	22.82	0.12	5.00	5.22
EPS(元/股)	2.19	2.69	2.69	2.83	2.98
市盈率(P/E)	14.30	11.65	11.63	11.08	10.53
市净率(P/B)	4.50	2.76	2.52	2.31	2.13
市销率(P/S)	4.27	4.06	4.06	3.94	3.75
EV/EBITDA	0.00	8.29	8.18	7.67	6.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	31.33元
目标价格	40.35元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,054.58
流通A股股本(百万股)	639.45
A股总市值(百万元)	33,039.93
流通A股市值(百万元)	20,033.82
每股净资产(元)	17.03
资产负债率(%)	9.74
一年内最高/最低(元)	60.97/30.00

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《养元饮品-年报点评报告:高新技术企业认定，利润弹性扩大》2019-04-10
- 《养元饮品-公司深度研究:农村包围城市，从达利看养元进军一二线可行性》2018-12-19
- 《养元饮品-首次覆盖报告:国内植物蛋白饮料龙头，新市场、新品类带动新增长》2018-06-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	560.58	3,878.31	6,565.23	6,996.00	8,526.74	营业收入	7,740.58	8,144.24	8,144.24	8,388.57	8,808.00
应收票据及应收账款	17.69	37.55	3.72	43.85	7.59	营业成本	4,036.52	4,075.01	4,072.12	4,194.29	4,404.00
预付账款	97.03	194.39	94.93	194.69	115.96	营业税金及附加	80.88	88.00	73.30	83.89	88.08
存货	886.85	756.53	748.57	880.95	823.98	营业费用	1,073.06	1,032.12	1,018.03	964.69	1,012.92
其他	7,572.22	8,356.22	7,412.46	7,780.71	7,849.64	管理费用	4,701.80	69.00	81.44	83.89	88.08
流动资产合计	9,134.37	13,223.00	14,824.90	15,896.20	17,323.92	研发费用	18.74	21.46	16.29	16.78	17.62
长期股权投资	1,109.50	1,094.62	1,094.62	1,094.62	1,094.62	财务费用	(2.01)	(106.73)	(252.59)	(328.00)	(375.44)
固定资产	660.54	631.03	646.78	670.85	686.92	资产减值损失	(31.80)	2.78	0.00	0.00	0.00
在建工程	37.98	68.37	77.02	94.21	86.53	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	132.77	129.71	126.12	122.53	118.94	投资净收益	335.80	350.47	285.00	285.00	285.00
其他	114.95	145.34	128.92	129.74	134.66	其他	(5,550.33)	(960.90)	(570.00)	(570.00)	(570.00)
非流动资产合计	2,055.74	2,069.07	2,073.46	2,111.96	2,121.68	营业利润	3,077.92	3,573.03	3,420.66	3,658.05	3,857.75
资产总计	11,190.11	15,292.07	17,001.57	18,042.56	19,491.47	营业外收入	11.78	7.46	130.00	70.00	65.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	9.78	28.24	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	576.99	518.33	766.06	537.52	776.34	利润总额	3,079.92	3,552.25	3,550.66	3,728.05	3,922.75
其他	3,187.41	2,718.07	3,026.32	3,122.66	3,095.16	所得税	770.04	715.27	710.13	745.61	784.55
流动负债合计	3,764.41	3,236.40	3,792.38	3,660.17	3,871.50	净利润	2,309.88	2,836.98	2,840.52	2,982.44	3,138.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,309.88	2,836.98	2,840.52	2,982.44	3,138.20
其他	88.80	85.61	91.70	88.70	88.67	每股收益(元)	2.19	2.69	2.69	2.83	2.98
非流动负债合计	88.80	85.61	91.70	88.70	88.67						
负债合计	3,853.20	3,322.00	3,884.08	3,748.88	3,960.17	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	495.00	753.27	1,054.57	1,054.57	1,054.57	成长能力					
资本公积	0.00	3,222.62	2,921.32	2,921.32	2,921.32	营业收入	-13.03%	5.21%	0.00%	3.00%	5.00%
留存收益	6,798.55	11,244.00	12,062.92	13,239.11	14,476.72	营业利润	-10.73%	16.09%	-4.26%	6.94%	5.46%
其他	43.36	(3,249.83)	(2,921.32)	(2,921.32)	(2,921.32)	归属于母公司净利润	-15.72%	22.82%	0.12%	5.00%	5.22%
股东权益合计	7,336.91	11,970.06	13,117.49	14,293.68	15,531.29	获利能力					
负债和股东权益总	11,190.11	15,292.07	17,001.57	18,042.56	19,491.47	毛利率	47.85%	49.96%	50.00%	50.00%	50.00%
						净利率	29.84%	34.83%	34.88%	35.55%	35.63%
						ROE	31.48%	23.70%	21.65%	20.87%	20.21%
						ROIC	50.28%	41.56%	31.89%	42.15%	39.05%
						偿债能力					
						资产负债率	34.43%	21.72%	22.85%	20.78%	20.32%
						净负债率	-7.64%	-32.40%	-50.05%	-48.94%	-54.90%
						流动比率	2.43	4.09	3.94	4.35	4.49
						速动比率	2.19	3.85	3.74	4.11	4.27
						营运能力					
						应收账款周转率	387.57	294.83	394.70	352.71	342.45
						存货周转率	9.77	9.91	10.82	10.30	10.33
						总资产周转率	0.74	0.62	0.50	0.48	0.47
						每股指标(元)					
						每股收益	2.19	2.69	2.69	2.83	2.98
						每股经营现金流	2.02	1.96	3.80	1.55	2.69
						每股净资产	6.96	11.35	12.44	13.55	14.73
						估值比率					
						市盈率	14.30	11.65	11.63	11.08	10.53
						市净率	4.50	2.76	2.52	2.31	2.13
						EV/EBITDA	0.00	8.29	8.18	7.67	6.90
						EV/EBIT	0.00	8.46	8.28	7.77	6.99

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,309.88	2,836.98	2,840.52	2,982.44	3,138.20
折旧摊销	63.76	63.41	39.18	42.32	45.21
财务费用	0.00	0.00	(252.59)	(328.00)	(375.44)
投资损失	(335.80)	(350.47)	(285.00)	(285.00)	(285.00)
营运资金变动	(1,380.55)	(1,377.87)	1,663.52	(776.55)	309.39
其它	1,475.62	891.58	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	2,132.91	2,063.63	4,005.63	1,635.21	2,832.35
资本支出	835.10	49.54	53.90	83.00	50.03
长期投资	781.70	(14.88)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,693.74)	(647.35)	67.89	190.80	173.50
投资活动现金流	(1,076.94)	(612.69)	121.79	273.80	223.53
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	45.37	3,517.05	279.80	328.00	375.44
其他	(1,192.99)	(1,949.20)	(1,720.30)	(1,806.25)	(1,900.58)
筹资活动现金流	(1,147.62)	1,567.85	(1,440.50)	(1,478.25)	(1,525.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(91.65)	3,018.79	2,686.92	430.76	1,530.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com