

养元饮品 (603156.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 30.17 元

目标价格(人民币): 36.50 元

市场数据(人民币)

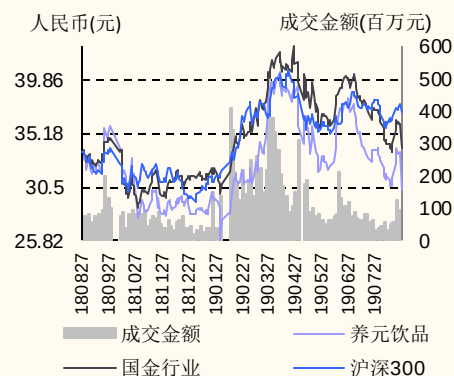
已上市流通 A 股(百万股) 639.45

总市值(百万元) 31,816.62

年内股价最高最低(元) 33.87/30.17

沪深 300 指数 3765.91

上证指数 2863.57

**相关报告**

1.《税率下降增厚利润, 基本面有望持续受益-养元饮品事件点评》, 2019.4.9

2.《Q4 基本面超预期, 19 年业绩有望持续改善-养元饮品年报点评》, 2019.4.1

竞争加剧+库存调整致收入下滑, 新品能否放量将是下半年关注重点

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	4.67	3.77	2.77	3.08	3.36
每股净资产(元)	14.82	15.89	16.77	18.09	19.80
每股经营性现金流(元)	4.31	2.74	3.36	3.97	4.37
市盈率(倍)	0	11	11	10	9
净利润增长率(%)	-15.72%	22.82%	3.02%	11.25%	9.10%
净资产收益率(%)	31.48%	23.70%	23.14%	23.86%	23.79%
总股本(百万股)	495.00	753.27	1,054.58	1,054.58	1,054.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

■ 养元饮品于 8 月 25 日发布半年报, 报告期内公司实现营业收入 34.57 亿元 (-16.98%), 归母净利润 12.68 亿元 (-3.04%), 基本每股收益 1.20 元。

业绩点评

- 二季度收入负增长态势加剧, 主因行业激烈竞争以及公司渠道库存的调整。一季度公司营收同比下降 12.53%, 二季度营收同比下降 26.64%。二季度负增长态势进一步加剧, 主要受两方面影响: (1) 伊利、蒙牛在二季度均加强了常温白奶、常温酸奶的终端促销力度, 饮料礼品消费市场竞争加剧, 对公司产品终端动销造成一定的负面影响; (2) 公司主动去库存。一季度公司渠道库存水平相对较高, 二季度公司主动减少供货, 调整各级渠道的库存。在竞争加剧以及去库存的影响下, 上半年公司营收同比下降 16.98%。
- 广告费同比大增推高费用率, 优惠税率助推公司净利率提升 5.27pct。上半年公司实现毛利率 51.48%, 同比提升 2.61pct, 主要在于马口铁、核桃、白糖等主要原材料价格下降以及增值税利好。费用端来看, 上半年公司加强品牌投放, 通过央视、卫视、广播及社区楼宇广告等平台开展品牌宣传, 广告费同比增长 63.1%, 使得销售费用率同比提升 3.90pct 至 15.38%。综合来看, 公司期间费用率同比提升 3.17pct, 完全抵消毛利率的提升, 而公司净利率同比提升 5.27pct 至 36.69%, 我们认为主要受优惠税率的利好影响。
- 预计公司业绩短期内仍将承压, 重点关注新品能否放量。我们认为, 三季度乳业两强价格战预计仍将持续, 而在中秋旺季期间, 竞品大力度促销预计仍将会对公司业绩造成影响。为应对激烈的行业竞争, 公司计划陆续推出新品打造差异化需求。7 月 1 日, 公司推出定位中高端的“精典型六个核桃”, 用来填补普通款与易智五星间的价格带。此外, 公司计划 9 月再推出咖啡、发酵型核桃乳等新品, 不断丰富产品矩阵。我们认为, 短期内在竞品的冲击下预计公司收入端仍将承压, 下半年应重点关注新品放量情况, 当前库存水平较低, 新品能否放量将成为公司能否实现边际改善的关键。

盈利预测

- 行业竞争加剧, 我们预计下半年公司业绩仍将承压: 预计 19-20 年收入分别为 77.4 亿元/83.6 亿元/89.5 亿元 (分别下调 12%/12%/12%), 分别同比-5.0%/+8.0%/+7.1%; 归母净利润分别为 29.2 亿元/32.5 亿元/35.5 亿元 (分别下调 6%/4%/1%), 分别同比+3.0%/+11.2%/+9.1%, 折合 EPS 为 2.77 元/3.08 元/3.36 元, 对应 PE 分别为 11X/10X/9X, 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。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

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	7,738	8,360	8,950
增长率		-13.0%	5.2%	-5.0%	8.0%	7.1%
主营业务成本	-4,456	-4,037	-4,075	-3,687	-3,848	-3,980
%销售收入	50.1%	52.1%	50.0%	47.6%	46.0%	44.5%
毛利	4,444	3,704	4,069	4,051	4,512	4,970
%销售收入	49.9%	47.9%	50.0%	52.4%	54.0%	55.5%
营业税金及附加	-96	-81	-88	-68	-79	-81
%销售收入	1.1%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%
营业费用	-1,073	-1,073	-1,032	-890	-961	-985
%销售收入	12.1%	13.9%	12.7%	11.5%	11.5%	11.0%
管理费用	-66	-65	-90	-62	-67	-72
%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	3,031	3,404	3,833
%销售收入	36.0%	32.1%	35.1%	39.2%	40.7%	42.8%
财务费用	1	2	107	167	200	247
%销售收入	0.0%	0.0%	-1.3%	-2.2%	-2.4%	-2.8%
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%	11.1%	10.0%	8.9%
营业利润	3,448	3,078	3,573	3,598	4,004	4,480
营业利润率	38.7%	39.8%	43.9%	46.5%	47.9%	50.1%
营业外收支	208	2	-21	10	10	10
税前利润	3,656	3,080	3,552	3,608	4,014	4,490
利润率	41.1%	39.8%	43.6%	46.6%	48.0%	50.2%
所得税	-915	-770	-715	-686	-763	-943
所得税率	25.0%	25.0%	20.1%	19.0%	19.0%	21.0%
净利润	2,741	2,310	2,837	2,923	3,251	3,547
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	2,837	2,923	3,251	3,547
净利率	30.8%	29.8%	34.8%	37.8%	38.9%	39.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,741	2,310	2,837	2,923	3,251	3,547
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	-341	-418	-410	-410
营运资金变动	-161	125	-498	-36	79	85
经营活动现金净流	2,403	2,133	2,064	2,530	2,987	3,295
资本开支	-105	-62	-129	-79	-85	-105
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	320	315	295
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	591	1,042	1,331

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	4,469	5,511	6,842
应收账款	24	20	39	27	30	32
存货	698	887	757	742	791	818
其他流动资产	6,781	7,667	8,549	8,585	8,693	8,800
流动资产	8,153	9,134	13,223	13,824	15,025	16,491
%总资产	83.5%	81.6%	86.5%	86.8%	87.6%	88.3%
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%	4.5%	4.3%	4.2%
无形资产	136	133	130	136	139	142
非流动资产	1,608	2,056	2,069	2,105	2,133	2,176
%总资产	16.5%	18.4%	13.5%	13.2%	12.4%	11.7%
资产总计	9,761	11,190	15,292	15,929	17,158	18,667
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,171	3,491	3,025	2,864	3,075	3,271
其他流动负债	515	273	212	346	373	398
流动负债	3,686	3,764	3,236	3,210	3,448	3,669
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	3,322	3,296	3,534	3,755
普通股股东权益	5,974	7,337	11,970	12,633	13,624	14,912
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,761	11,190	15,292	15,929	17,158	18,667

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	5.537	4.666	3.766	2.771	3.083	3.364
每股净资产	12.068	14.822	15.891	16.771	18.087	19.796
每股经营现金净流	4.855	4.309	2.740	3.359	3.965	4.375
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%	23.70%	23.14%	23.86%	23.79%
总资产收益率	28.08%	20.64%	18.55%	18.35%	18.95%	19.00%
投入资本收益率	40.20%	25.40%	19.07%	19.44%	20.24%	20.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.38%	-13.03%	5.21%	-4.99%	8.04%	7.06%
EBIT增长率	1.70%	-22.55%	15.04%	6.05%	12.30%	12.60%
净利润增长率	4.61%	-15.72%	22.82%	3.02%	11.25%	9.10%
总资产增长率	4.08%	14.65%	36.66%	4.17%	7.72%	8.79%
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	29.3	27.8	25.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.87%	-7.64%	-32.40%	-35.38%	-40.45%	-45.88%
EBIT利息保障倍数	-2,197.6	-1,233.5	-26.8	-18.2	-17.1	-15.5
资产负债率	38.80%	34.43%	21.72%	20.69%	20.60%	20.12%

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	0	0	0	0	14
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.37

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

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
4	2019-04-01	买入	57.81	N/A
5	2019-04-09	买入	60.06	N/A

来源：国金证券研究所


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