

养元饮品（603156）

公司研究/点评报告

疫情负面影响逐步消退，Q3 业绩环比复苏显著

——养元饮品（603156）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 10 月 22 日

一、事件概述

10 月 21 日公司发布 2020 年三季报，1~9 月实现营业收入 30.19 亿元，同比-38.14%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比-32.48%，实现基本 EPS 为 0.92 元。

二、分析与判断

经营情况逐步好转，Q3 业绩降幅大幅收窄

2020 年前三季度，公司实现营收/归母净利润 30.19/11.68 亿元，同比分别-38.14%/-32.48%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 12.36/4.61 亿元，同比分别-13.26%/-0.26%。总体看，公司前三季度业绩同比大幅下滑的原因是今年春节前置及疫情导致礼赠需求明显下滑。具体包括：（1）2020 年春节提前导致旺季销售收入计入 19 年较多；（2）核心产品礼品属性较强，疫情导致需求下滑较大。20Q3 疫情影响逐步消退，下游动销恢复叠加补库存需求使业绩降幅大幅收窄。

分地区看，前三季度华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北地区收入普降，同比-34.76%/-42.99%/-38.74%/-35.59%/-31.91%/-53.11%/-39.11%，均下降明显，主要是 20H1 尤其是 20Q1 拖累。20Q3 单季度，华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北地区收入同比分别+23.53%/-7.30%/-23.29%/-16.05%/+26.03%/-37.63%/-57.35%/-3.30%。疫情消退后核心市场动销快速恢复，其中华东、华南市场收入恢复同比增长；华中、西北市场收入小幅下滑，其他地区收入下滑明显。

下游动销受阻致各项支出无法有效摊薄，新品研发力度大幅加强

前三季度公司毛利率为 50.63%，同比-1.22ppt（Q3 为 49.93%，同比-2.83%），下游动销受阻、各项成本无法有效摊薄预计是毛利率下滑主要原因。前三季度，公司期间费用率为 17.77%，同比+1.41ppt（Q3 为 16.60%，同比-2.69ppt）。其中销售费用率 15.43%，同比-0.74ppt（Q3 为 14.75%，同比-3.31ppt），原因是疫情期间暂停部分广告投放，叠加产品销量下降导致运输、促销、销售人员工资等费用相应减少。管理费用率 2.41%，同比+1.47ppt（Q3 为 1.61%，同比+0.61ppt），原因是受疫情影响公司停工停产期间车间人员工资及折旧费用计入管理费用。研发费用率 0.64%，同比+0.25ppt（Q3 为 0.74%，同比+0.29ppt），今年公司新品研发力度显著加强，持续推出核桃咖啡、卡慕宁、每日养元植物奶等新品。财务费用率-0.70%，同比+0.43ppt（Q3 为-0.49%，同比-0.28ppt）。

渠道去库存接近尾声，引入红牛安奈吉培养中期第二增长曲线

由于公司核心产品“六个核桃”的礼赠属性较强，因此受疫情冲击明显。20Q2 起公司着手进行渠道去库存动作，目前渠道库存基本恢复合理水平，未来公司主业经营将逐步恢复正常，不过考虑到明年春节较今年晚、春节备货错期，因此 20Q4 收入端仍有一定压力，预计 21Q1 起公司将体现出业绩弹性，21 年全年有望重拾增长。今年 9 月孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司获得红牛安奈吉饮料系列产品经销商资质，在长江以北地区全渠道进行独家经销。我们认为此次合作将实现双方共赢：一方面，安奈吉将借助养元在北方强大的分销网络实施快速扩张；另一方面，养元也将借助安奈吉进一步增强产品布局、强化经销体系尤其是上线城市经销商盈利能力，有利于持续加固厂商关系，同时也能够在一定程度上缓解核心业务短期增长乏力的困局，培养中期第二增长曲线。

推荐

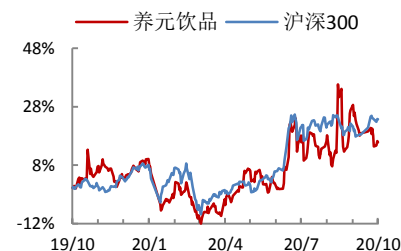
维持评级

当前价格：24.48 元

交易数据 2020-10-21

近 12 个月最高/最低	27.74/18.59
总股本（百万股）	1265.49
流通股本（百万股）	767.33
流通股比例（%）	61%
总市值（亿元）	309.79
流通市值（亿元）	187.84

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 养元饮品（603156）调研报告：去库存基本接近尾声，红牛安奈吉弹性可期

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营收 52.30/65.15/73.16 亿元，同比-29.9%/+24.6%/+12.3%；实现归属上市公司净利润 19.22/22.08/24.25 亿元，同比-28.7%/+14.9%/+9.8%，对应 EPS 为 1.52/1.74/1.92 元，目前股价对应 PE 为 16/14/13 倍。考虑到公司核心业务明年有望重回增长以及代理安奈吉有望逐步带来业绩增量，估值水平有望得到逐步修复。维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情反复影响礼赠市场，成本大幅波动，安奈吉销售情况不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,459	5,230	6,515	7,316
增长率（%）	-8.4%	-29.9%	24.6%	12.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,695	1,922	2,208	2,425
增长率（%）	-5.0%	-28.7%	14.9%	9.8%
每股收益（元）	2.56	1.52	1.74	1.92
PE（现价）	9.6	16.1	14.0	12.8
PB	2.1	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,459	5,230	6,515	7,316
营业成本	3,518	2,582	3,199	3,563
营业税金及附加	73	54	65	74
销售费用	1,074	811	1,055	1,189
管理费用	64	47	62	73
研发费用	57	40	49	56
EBIT	2,673	1,697	2,084	2,361
财务费用	(64)	(39)	(29)	(14)
资产减值损失	(4)	(0)	(2)	1
投资收益	464	464	464	464
营业利润	3,351	2,401	2,750	3,025
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	3,359	2,395	2,751	3,022
所得税	664	473	544	597
净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
归属于母公司净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
EBITDA	2,742	1,773	2,167	2,451
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	487	523	541	1812
应收账款及票据	44	27	36	39
预付款项	176	126	158	175
存货	735	333	1004	475
其他流动资产	1740	1740	1740	1740
流动资产合计	12580	12147	12881	13641
长期股权投资	1132	1595	2059	2523
固定资产	755	802	887	953
无形资产	126	118	111	104
非流动资产合计	2530	3068	3554	4016
资产合计	15110	15215	16436	17656
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	566	372	488	528
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2591	1957	2362	2689
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	2697	2064	2468	2795
股本	1055	1265	1265	1265
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12413	13152	13967	14861
负债和股东权益合计	15110	15215	16436	17656

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-8.4%	-29.9%	24.6%	12.3%
EBIT 增长率	-6.5%	-36.5%	22.8%	13.3%
净利润增长率	-5.0%	-28.7%	14.9%	9.8%
盈利能力				
毛利率	52.8%	50.6%	50.9%	51.3%
净利润率	36.1%	36.7%	33.9%	33.1%
总资产收益率 ROA	17.8%	12.6%	13.4%	13.7%
净资产收益率 ROE	21.7%	14.6%	15.8%	16.3%
偿债能力				
流动比率	4.9	6.2	5.5	5.1
速动比率	4.6	6.0	5.0	4.9
现金比率	3.8	5.1	4.2	4.2
资产负债率	0.2	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.0	1.6	1.8	1.7
存货周转天数	76.3	74.4	75.4	74.9
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	2.6	1.5	1.7	1.9
每股净资产	11.8	10.4	11.0	11.7
每股经营现金流	1.6	1.1	1.2	2.3
每股股利	2.0	1.0	1.1	1.2
估值分析				
PE	9.6	16.1	14.0	12.8
PB	2.1	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.9	16.8	13.7	11.6
股息收益率	8.2%	4.1%	4.5%	4.9%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
折旧和摊销	73	76	81	90
营运资金变动	(638)	(163)	(310)	838
经营活动现金流	1,671	1,377	1,514	2,892
资本开支	197	75	104	89
投资	(2,698)	0	0	0
投资活动现金流	(2,507)	(75)	(104)	(89)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(2,257)	(1,265)	(1,392)	(1,531)
现金净流量	(3,093)	36	18	1,271

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。