

养元饮品 (603156)

公司研究/调研简报

主业恢复情况良好，新单品即将扬帆起航

——养元饮品 (603156) 调研简报

调研简报/食品饮料

2021年05月25日

一、事件概述

近期我们调研了养元饮品，就行业发展现状、公司经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

➤ 核心业务恢复情况良好，有望向 2019 年收入水平靠拢

21Q1 公司收入端同比增长 75%，收入接近 19Q1 的 90%。收入高增一方面来自于渠道的超低库存（20Q4 收入下滑 41%，意味着渠道去库存动作基本完成，调研反馈目前公司渠道库存处于健康水平），一方面来自于 21Q1 春节需求的超预期好转（渠道对于春节需求预测保守，备货明显不足）。因此春节初三公司车间即恢复生产，以应对渠道备货需求，渠道进入补库存阶段。不过由于春节后备货时间较短，因此 21Q1 收入未追平 19Q1。不过公司目标是追求原有业务收入规模向 19 年收入规模靠拢，除核心产品“六个核桃”系列之外，偏向功能化、高端化的 2430、卡慕宁、梦浓等产品有望形成补充。

➤ 新业务三驾马车（每日养元+素芽膳+安奈吉）共同出击，2022 年更值得期待

公司即将推出以利乐为包装的植物奶新品——每日养元系列，未来将包含多个口味，将是公司未来重点发力的新单品系列。公司将以每日养元系列为未来核心，不断在口味端推陈出新以适应多变的市场需求，以期打造“六个核桃”系列之后的下一个大单品系列。公司前期还与法国素芽膳 Sojasun 签订合作，未来将以品牌合作（向素芽膳支付少量品牌使用费）+本土生产的模式在国内销售素芽膳品牌产品。据调研反馈，每日养元和素芽膳系列在产品设计上基本类似，但每日养元系列将主要投放于公司优势的三四五线下沉渠道，而国际品牌素芽膳将投放于一二线上渠道，与红牛安奈吉一同巩固公司在上线市场的发展。而在费用配合方面，今年公司将倾向于匹配日常饮用属性推动费用常态化投放。我们判断，新业务三驾马车（每日养元+素芽膳+红牛安奈吉）有望于今年贡献 5-10 亿体量级的收入，有望在公司今年收入体量中占据 10% 左右的比重，初步完成新品矩阵布局。而 2022 年预计将是新业务三驾马车的发力之年，每日养元和素芽膳将贡献完整年度收入，而寄托公司大单品希望的每日养元系列更值得期待。

➤ 组织架构变革和队伍年轻化持续推进，着力培养内部驱动新动能

积极探索组织架构变革和推动核心团队年轻化是公司近期的重要动作。公司同知名人力资源咨询机构光辉合益合作，对营销组织架构进行改革，将原有的市场部拆分为产品策略部和品牌部，独立后的产品策略部将加强同技术部研发中心合作，独立后的品牌部将继续着眼补强养元在新即饮战略下的不足。此外，公司近年来持续推动核心团队年轻化，意在激发核心团队二次创业积极性以及在新消费环境下以更贴近年轻消费者的视角运作新大单品。同时，公司今年还对基层员工进行了提薪，以进一步激发团队战斗力。

三、投资建议

考虑到新业务今年将扬帆起航，我们对此前盈利预测进行上调。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 70.42 亿元/79.10 亿元/85.95 亿元，同比分别 59.1%/+12.3%/+8.7%；实现归母净利润为 22.60 亿元/26.67 亿元/29.92 亿元，同比分别 43.2%/+18.0%/+12.2%，折合 EPS 为 1.79 元/2.11 元/2.36 元，目前股价对应 PE 分别为 18X/15X/13X。公司估值和中信非乳饮料行业 2021 年 18X 的估值相当（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司核心业务今年有望重回增长以及新业务有望逐步带来业绩增量，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情反复对行业需求端形成系统性冲击、新品动销不及预期、食品安全风险等。

推荐

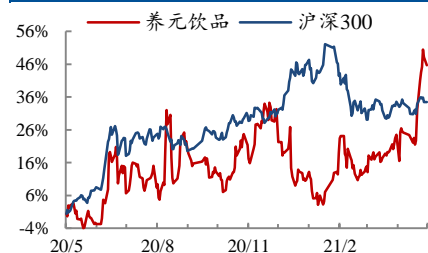
维持评级

当前价格： 31.65 元

交易数据 2021-5-24

近 12 个月最高/最低(元)	32.69/20.83
总股本(百万股)	1,265
流通股本(百万股)	1,265
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	401
流通市值(亿元)	401

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

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 养元饮品 (603156) 2020 年三季报点评：疫情负面影响逐步消退，Q3 业绩环比复苏显著
2. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,427	7,042	7,910	8,595
增长率 (%)	-40.6%	59.1%	12.3%	8.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,578	2,260	2,667	2,992
增长率 (%)	-41.5%	43.2%	18.0%	12.2%
每股收益 (元)	1.25	1.79	2.11	2.36
PE (现价)	25.4	17.7	15.0	13.4
PB	3.4	2.8	2.4	2.0

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,427	7,042	7,910	8,595
营业成本	2,310	3,556	3,885	4,202
营业税金及附加	43	68	76	83
销售费用	604	1,000	1,046	1,031
管理费用	93	113	113	104
研发费用	59	62	61	60
EBIT	1,318	2,243	2,728	3,114
财务费用	(36)	(1)	(27)	(51)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	390	408	411	407
营业利润	1,974	2,830	3,337	3,745
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	1,976	2,831	3,340	3,747
所得税	398	571	673	755
净利润	1,578	2,260	2,667	2,992
归属于母公司净利润	1,578	2,260	2,667	2,992
EBITDA	1,398	2,326	2,815	3,205

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	149	2731	5130	7426
应收账款及票据	38	50	58	64
预付款项	298	317	372	416
存货	747	1135	998	1346
其他流动资产	53	53	53	53
流动资产合计	11542	14226	16561	19249
长期股权投资	1265	1673	2084	2491
固定资产	760	799	841	876
无形资产	125	120	115	111
非流动资产合计	3525	4136	4606	5066
资产合计	15067	18362	21167	24315
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	609	735	847	932
其他流动负债	224	224	224	224
流动负债合计	3116	4152	4290	4446
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	112	112	112	112
非流动负债合计	112	112	112	112
负债合计	3228	4264	4402	4558
股本	1265	1265	1265	1265
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	11838	14098	16765	19757
负债和股东权益合计	15067	18362	21167	24315

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-40.6%	59.1%	12.3%	8.7%
EBIT 增长率	-50.7%	70.2%	21.6%	14.1%
净利润增长率	-41.5%	43.2%	18.0%	12.2%
盈利能力				
毛利率	47.8%	49.5%	50.9%	51.1%
净利率	35.6%	32.1%	33.7%	34.8%
总资产收益率 ROA	10.5%	12.3%	12.6%	12.3%
净资产收益率 ROE	13.3%	16.0%	15.9%	15.1%
偿债能力				
流动比率	3.7	3.4	3.9	4.3
速动比率	3.5	3.2	3.6	4.0
现金比率	3.3	3.1	3.5	3.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	3.0	2.4	2.5	2.6
存货周转天数	115.5	95.3	98.8	100.4
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.8	2.1	2.4
每股净资产	9.4	11.1	13.2	15.6
每股经营现金流	0.9	2.0	2.0	1.9
每股股利	1.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.4	17.7	15.0	13.4
PB	3.4	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	27.4	15.6	12.1	10.0
股息收益率	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,578	2,260	2,667	2,992
折旧和摊销	78	83	87	91
营运资金变动	(127)	622	201	(235)
经营活动现金流	1,077	2,556	2,541	2,439
资本开支	270	130	142	142
投资	844	156	0	0
投资活动现金流	930	26	(142)	(142)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(2,349)	0	0	0
现金净流量	(342)	2,582	2,399	2,296

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。

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。