

养元饮品 (603156)

2023 年报及 24Q1 季报点评: 收入符合预期, 高分红持续兑现

增持 (维持)

2024 年 04 月 24 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

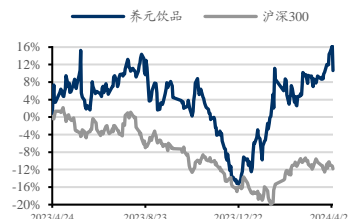
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,923	6,162	6,601	7,124	7,705
同比 (%)	(14.24)	4.03	7.13	7.92	8.15
归母净利润 (百万元)	1,474	1,467	1,679	1,934	2,248
同比 (%)	(30.16)	(0.46)	14.41	15.19	16.23
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.16	1.16	1.33	1.53	1.78
P/E (现价&最新摊薄)	22.22	22.33	19.51	16.94	14.58

投资要点

- **事件:** 23 年营收/归母净利分别 61.6/ 14.7 亿元, 同比+4.0%/-0.5%; 其中 23Q4 营收/归母净利分别 15.8/1.8 亿元, 同比-9.4%/-61.9%, 主因中冀投资减值拖累影响。24Q1 营收/归母净利润 23.2/8.8 亿元, 同比+3.9%/20%, 业绩超预期主因公允价值变动贡献。
- **23 年核桃乳基本盘稳定, 功能性饮料快速增长。** 23 年收入符合此前指引, 红牛安奈吉逐步理顺, 有望打开长期收入增长空间。分产品看: 1) 全年核桃乳营收 57.1 亿元, 同比+1.1%, 细分品类基本盘稳定, 主因大众消费疲软拖累增速逐季走低。估算 23Q4 收入同比下滑约双位数, 主系春节备货错期及基数偏高影响; 2) 功能性饮料营收 4.48 亿元, 同比+68.24%, 渠道理顺&产品口感改善推动销售增长; 3) 其他植物蛋白饮料营收 0.01 亿元, 同比-82.57%, 根据市场销售反馈, 公司资源侧重有所调整。
- **23 年销售费率收缩明显, 中冀投资减值拖累净利表现。** 全年毛、销均有改善, 归母净利率同比-1.1pct 至 23.8%, 主因投资损益拖累。1) **毛利率:** 全年同比+0.6pct 至 45.7%, 其中核桃乳/功能性饮料分别同比+1.3pct/-1.5pct, 核桃乳系库存管控良性, 销售货折减少; 功能性饮料为抢占市场, 投入增加。2) **费用率:** 销售费率同比-2.23pct 至 11.95%, 主系央视等广告费用单价下降, 管理费用率同比-0.22pct 至 1.55%。3) **投资损益:** 23 年末投资净亏损 1.3 亿元, 其中中冀投资因地产减值影响, 当期确认投资损失 1.95 亿元。
- **24Q1 收入符合预期, 利润超预期主因公允价值变动收益贡献。** 1) **收入端:** 估算核桃乳同比实现低单增长, 功能性饮料同比约中双增长。2) **毛利率:** 24Q1 毛利率同比+0.23pct 至 47.2%, 主系旺季销售折让偏低, 销售费用率-1.23pct 至 7.26%, 主系广告项目投入减少。3) **公允价值变动收益:** 同比+0.5 亿元至 1.6 元, 主系私募基金投资收益贡献。
- **23 年现金分红维持 20 亿规模, 分红率保持高水位。** 2023 年公司合计现金分红 20.23 亿元 (含税), 现金分红比率 137.85%, 对应当前股息率为 6.17%, 位居食品饮料板块前列。
- **盈利预测与投资评级:** 2024 年公司将坚持以“稳存量·创增量”为原则, 锚定经营目标, 全力塑造发展新优势、新动能, 24 年核桃乳持续推进产品细分&渠道深耕, 功能性饮料加大市场铺货和资源投入, 根据公司最新业绩, 我们调整 2024-2026 年公司归母净利润分别为 16.8/19.3/22.5 亿元 (前次预计 2024-2025 年为 18.9/22.0 亿元), 同比+14%/15%/16%, 对应当前 PE 为 20/17/15 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场推广不达预期风险、原材料价格大幅波动上涨风险、食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.89
一年最低/最高价	19.60/27.77
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	32,763.63
总市值(百万元)	32,763.63

基础数据

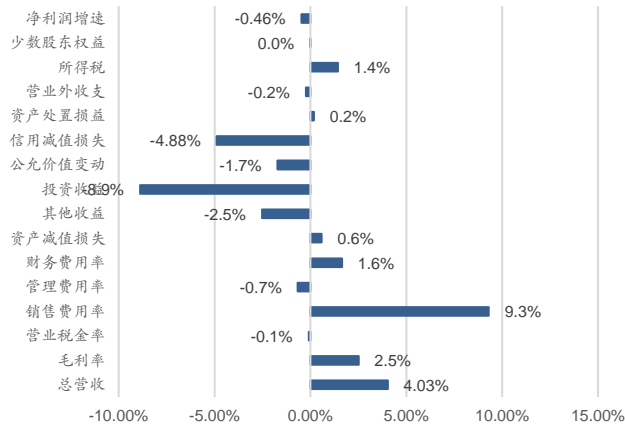
每股净资产(元,LF)	9.41
资产负债率(% ,LF)	20.86
总股本(百万股)	1,265.49
流通 A 股(百万股)	1,265.49

相关研究

《养元饮品(603156): 高股息系列: 核桃乳砥砺前行, 产品裂变久久为功》

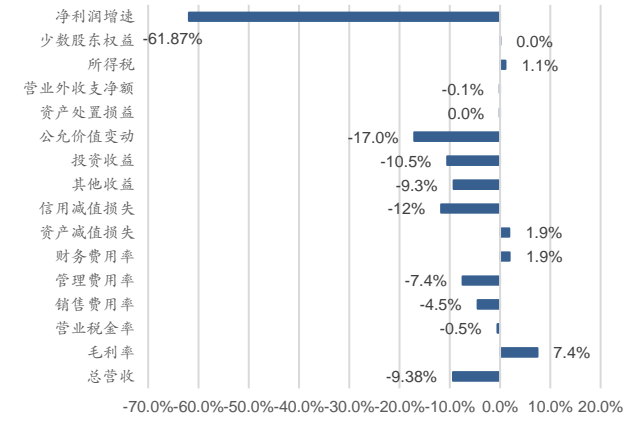
2024-02-21

图1: 养元饮品 2023 年利润增速贡献拆分



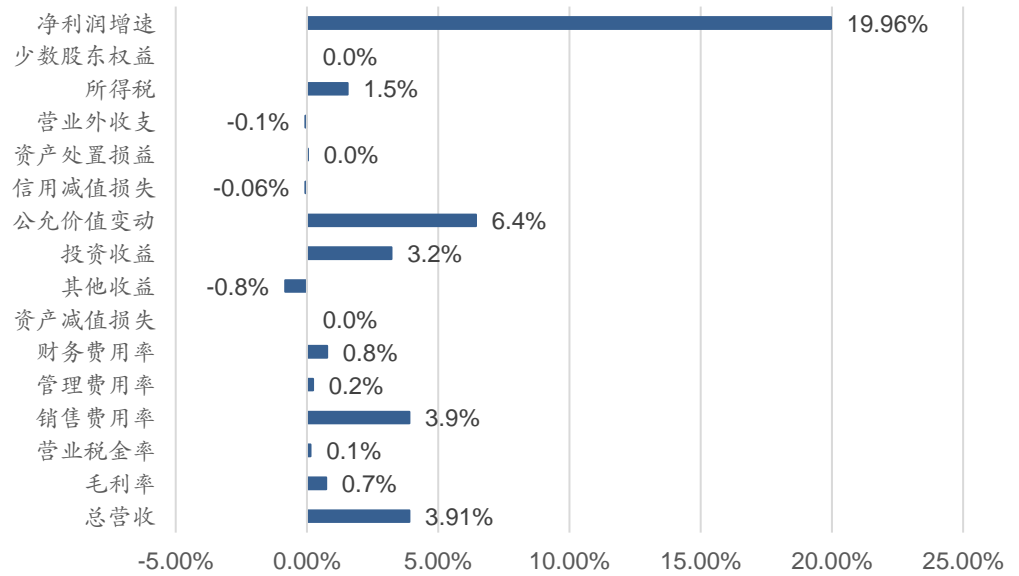
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 养元饮品 2023Q4 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 养元饮品 2024Q1 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

养元饮品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,656	8,423	8,286	8,382	营业总收入	6,162	6,601	7,124	7,705
货币资金及交易性金融资产	7,232	7,033	6,743	6,629	营业成本(含金融类)	3,345	3,584	3,867	4,153
经营性应收款项	208	205	190	224	税金及附加	65	64	69	74
存货	896	988	1,099	1,215	销售费用	737	801	865	936
合同资产	0	0	0	0	管理费用	96	101	105	110
其他流动资产	320	197	256	314	研发费用	53	58	63	68
非流动资产	7,466	7,148	7,053	6,952	财务费用	(108)	(160)	(248)	(381)
长期股权投资	908	908	908	908	加:其他收益	121	125	153	154
固定资产及使用权资产	771	741	693	633	投资净收益	(129)	(120)	(60)	10
在建工程	335	268	214	172	公允价值变动	55	60	60	60
无形资产	137	141	147	149	减值损失	(82)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(2)	(2)	(1)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	1,940	2,218	2,553	2,967
其他非流动资产	5,314	5,091	5,091	5,091	营业外净收支	(1)	1	2	2
资产总计	16,121	15,571	15,340	15,334	利润总额	1,939	2,218	2,555	2,969
流动负债	4,889	4,653	5,058	5,502	减:所得税	472	539	621	722
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,057	1,057	1,057	1,057	净利润	1,467	1,679	1,934	2,248
经营性应付款项	1,199	1,006	1,164	1,301	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,732	1,620	1,790	1,998	归属母公司净利润	1,467	1,679	1,934	2,248
其他流动负债	901	969	1,047	1,146	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.33	1.53	1.78
非流动负债	176	198	198	198	EBIT	1,915	2,058	2,307	2,588
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,009	2,159	2,412	2,695
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.71	45.71	45.72	46.10
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.82	25.43	27.15	29.17
其他非流动负债	176	198	198	198	收入增长率(%)	4.03	7.13	7.92	8.15
负债合计	5,065	4,851	5,256	5,700	归母净利润增长率(%)	(0.46)	14.41	15.19	16.23
归属母公司股东权益	11,053	10,717	10,080	9,630					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	11,056	10,720	10,083	9,634					
负债和股东权益	16,121	15,571	15,340	15,334					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,394	1,687	2,317	2,545	每股净资产(元)	8.73	8.47	7.97	7.61
投资活动现金流	1,381	2,097	2,949	2,988	最新发行在外股份(百万股)	1,265	1,265	1,265	1,265
筹资活动现金流	(1,643)	(2,043)	(2,597)	(2,724)	ROIC(%)	12.06	13.04	15.24	17.95
现金净增加额	2,133	1,741	2,669	2,809	ROE-摊薄(%)	13.28	15.67	19.19	23.34
折旧和摊销	94	101	104	107	资产负债率(%)	31.42	31.15	34.27	37.17
资本开支	(262)	(8)	(10)	(5)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.33	19.51	16.94	14.58
营运资本变动	675	(203)	252	235	P/B (现价)	2.96	3.06	3.25	3.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>