

2024年04月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度业绩稳增，高分红价值凸显

—养元饮品（603156.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月23日，养元饮品发布2023年年报及2024年一季度报。

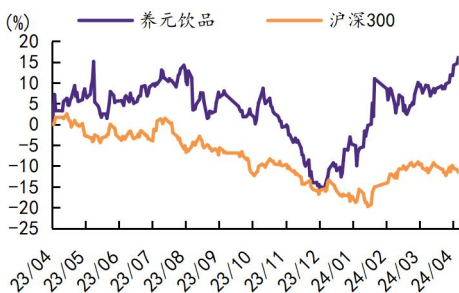
投资要点

基本数据

2024-04-23

当前股价(元)	25.89
总市值(亿元)	328
总股本(百万股)	1265
流通股本(百万股)	1265
52周价格范围(元)	19.81-27.45
日均成交额(百万元)	81.98

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《养元饮品（603156）：利润表现超预期，市场开拓显成效》2023-10-28
- 《养元饮品（603156）：业绩符合预期，期待旺季发力》2023-08-26
- 《养元饮品（603156）：一季报超预期，2023年加快复苏》2023-04-22

收入符合预期，维持高分红

全年收入符合预期，Q1利润略超预期。2023年总营收61.62亿元（同增4.03%），归母净利润14.67亿元（同减0.46%），扣非归母净利润13.63亿元（同增3.89%），收入符合预期，利润略低于预期，主要系Q4天气原因发货受影响叠加全年投资收益同比下滑43.10%。2023Q4总营收15.75亿元（同减9.38%），归母净利润1.78亿元（同减61.87%），扣非归母净利润2.97亿元（同减22.92%）。2024Q1总营收23.16亿元（同增3.91%），归母净利润8.79亿元（同增19.96%），扣非归母净利润7.06亿元（同增15.43%），Q1收入符合预期，利润略超预期，主要系央视投放费用下降故销售费用率下降所致。盈利能力表现平稳，Q1费用优化明显。2023年毛利率/净利率分别为45.71%/23.82%，分别同比+0.60/-1.08pcts；销售/管理费用率分别同比-2.23/-0.21pcts。2024Q1毛利率/净利率分别为47.17%/37.95%，分别同比+0.23/+5.08pcts；销售/管理费用率分别同比-1.23/-0.05pcts。全年净现金流高增，维持高分红。2023年经营净现金流/销售回款分别同比+107.55%/+15.88%。截至2024Q1末，公司合同负债为2.77亿元，环比-84.02%。2023年公司每股派发现金红利1.6元（含税），合计拟派发现金红利20.23亿元（含税），2023年度现金分红比例为137.85%。

核桃乳增长稳健，功能性饮料增长超预期

核桃乳收入保持稳增，毛利率提升主要系折让力度减小。2023年核桃乳/功能性饮料/其他植物饮料营收分别为57.08/4.48/0.01亿元，同比+1.11%/+68.24%/-82.57%。2023年公司开发多规格多包装产品，扩大价格带以承接更多消费需求，同时继续与央视节目合作扩大品牌声量，升级打造“六六大顺”符号系统。2023年核桃乳毛利率为47.04%，同比+1.25pcts，销量/均价增速分别为+1.77%/-0.65%。功能性饮料收入高增，均价下降主要系渠道投放力度较大。2023

年功能性饮料毛利率为 28.39%，同比-1.45pcts，销量/均价增速分别为+75.99%/-4.41%。受益于能量饮料赛道快速增长及公司采取更换口味、升级品牌等措施，功能性饮料实现高增，2024 年增长势能有望延续。其他植物饮料收入略承压，以自然动销为主。2023 年其他植物饮料毛利率同比-6.32pcts 至 40.84%，销量/均价增速分别为-79.66%/-14.31%。养元植物奶采取全豆生产工艺，目前豆奶饮品赛道竞争加剧同时需求较疲软，养元销售策略以自然动销为主。

■ 直销贡献增量，期待多渠道发力

直销表现亮眼，期待零食与电商渠道发力。2023 年经销/直销渠道营收分别为 59.05/2.52 亿元，分别同比+3.84%/+8.62%，其中 2023Q4/2024Q1 直销渠道营收分别同比+38.59%/+55.94%，直销渠道增速亮眼，2023 年直销毛利率提升 7.33pcts 至 41.85%。截至 2024Q1 末，公司经销商共 2093 家，较 2023 年年末净减少 12 家。2024 年公司将以不同包装形式产品发力零食渠道，有望依靠品牌知名度在零食渠道放量，同时提高电商渠道重视度，丰富和拓展电商产品，与内容平台及直播机构深度绑定。基地市场平稳增长，新兴市场增长快速。2023 年华东/华中/西南/华北营收分别为 20.02/15.14/11.35/9.80 亿元，同比+4.3%/+4.3%/+9.3%/-3.3%，基地市场表现平稳。2024Q1 东北/华北/西北营收分别同增 69.59%/23.01%/20.47%，东北西北新兴市场表现较好。

■ 盈利预测

我们看好公司核桃乳产品持续做渠道开拓寻求增量，功能性饮料顺应行业增长持续放量。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.29/1.43/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 20/18/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、核桃露增长不及预期、成本上涨风险等、红牛增长不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	6,162	6,568	7,104	7,720
增长率（%）	4.0%	6.6%	8.2%	8.7%
归母净利润（百万元）	1,467	1,627	1,813	2,021
增长率（%）	-0.5%	10.9%	11.4%	11.5%
摊薄每股收益（元）	1.16	1.29	1.43	1.60
ROE（%）	13.3%	13.7%	14.1%	14.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,736	4,120	5,061	6,166
应收款	221	45	43	42
存货	896	790	739	742
其他流动资产	3,803	3,803	3,843	3,868
流动资产合计	8,656	8,757	9,686	10,817
非流动资产:				
金融类资产	3,496	3,566	3,616	3,636
固定资产	771	921	940	909
在建工程	335	134	54	21
无形资产	137	130	123	117
长期股权投资	908	908	908	908
其他非流动资产	5,314	5,314	5,314	5,314
非流动资产合计	7,466	7,407	7,339	7,270
资产总计	16,121	16,165	17,026	18,087
流动负债:				
短期借款	877	877	877	877
应付账款、票据	1,199	741	739	742
其他流动负债	1,081	1,081	1,081	1,081
流动负债合计	4,889	4,103	4,021	4,011
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	176	176	176	176
非流动负债合计	176	176	176	176
负债合计	5,065	4,279	4,197	4,188
所有者权益				
股本	1,265	1,265	1,265	1,265
股东权益	11,056	11,886	12,828	13,900
负债和所有者权益	16,121	16,165	17,026	18,087

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1467	1627	1813	2021
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	94	58	68	69
公允价值变动	55	55	40	30
营运资金变动	777	-434	-19	-16
经营活动现金净流量	2394	1306	1901	2104
投资活动现金净流量	1381	-19	11	43
筹资活动现金净流量	-3392	-797	-870	-950
现金流量净额	384	490	1,042	1,197

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,162	6,568	7,104	7,720
营业成本	3,345	3,543	3,793	4,103
营业税金及附加	65	62	60	62
销售费用	737	794	860	936
管理费用	96	108	117	126
财务费用	-108	-66	-89	-116
研发费用	53	59	64	69
费用合计	778	894	952	1,016
资产减值损失	-9	0	0	0
公允价值变动	55	55	40	30
投资收益	-129	-30	-10	0
营业利润	1,940	2,140	2,381	2,649
加:营业外收入	3	3	4	5
减:营业外支出	4	2	3	2
利润总额	1,939	2,141	2,382	2,652
所得税费用	472	514	569	631
净利润	1,467	1,627	1,813	2,021
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,467	1,627	1,813	2,021

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	4.0%	6.6%	8.2%	8.7%
归母净利润增长率	-0.5%	10.9%	11.4%	11.5%
盈利能力				
毛利率	45.7%	46.1%	46.6%	46.9%
四项费用/营收	12.6%	13.6%	13.4%	13.2%
净利率	23.8%	24.8%	25.5%	26.2%
ROE	13.3%	13.7%	14.1%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	31.4%	26.5%	24.7%	23.2%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	27.8	146.0	165.9	182.5
存货周转率	3.7	4.6	5.2	5.6
每股数据(元/股)				
EPS	1.16	1.29	1.43	1.60
P/E	22.3	20.1	18.1	16.2
P/S	5.3	5.0	4.6	4.2
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。