

# 养元饮品 (603156)

## 2024H1 业绩点评: 收入符合预期, 主业淡季回落

增持 (维持)

2024年08月26日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

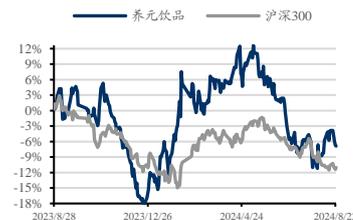
研究助理 于思淼

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)	5923	6162	5837	6206	6715
同比 (%)	(14.24)	4.03	(5.27)	6.33	8.19
归母净利润 (百万元)	1474	1467	1482	1596	1765
同比 (%)	(30.16)	(0.46)	1.02	7.65	10.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.16	1.16	1.17	1.26	1.39
P/E (现价&最新摊薄)	18.10	18.19	18.00	16.73	15.12

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 24H1 总营收 29.42 亿元/同比-2.02%; 归母净利润 10.3 亿元/同比+12.97%; 24Q2 总营收 6.26 亿元/同比-19.09%; 归母净利润 1.51 亿元/同比-15.71%。
- **收入符合预期, 需求低迷主业承压。** 24Q2 主营业务收入 6.2 亿元/同比-19.7%。1) **分产品:** ①估算 Q2 核桃乳降幅预计与整体相当, 主因居民收入信心不振, 大众品淡季消费增速走低。②估算 Q2 功能性饮料同比基本持平, 主系天气因素导致旺季启动时间相对延后。目前红牛铺货较为顺利, Q3 旺季动销表现符合预期, 预计全年仍有望兑现 30%+ 增长。2) **分区域:** Q2 除华北区域略有增长外, 其余区域收入均同比下滑。华北市场销售占比同比+5.6pct 至 23.6%, 大本营河北及周边市场基本盘相对稳健。消费需求相对疲软&行业竞争加剧下, 全国化进程相对放缓。渠道拓展方面, 截至 24Q2 末, 公司经销商数量 2093 家, 同比/环比增加 32 家/41 家。
- **成本下降毛利率提升, 公允价值变动抬升利润率表现。** Q2 扣非净利率同比-2.5pct, 成本下行红利释放, 拖累源于季度费用确认波动。Q2 归母净利率同比+4.2pct 至 24.1%, 主因购买理财产品贡献公允价值收益。1) **毛利率:** Q2 同比+6.4pct 至 46.3%, 主因公司对上游压价力度较大、原材料成本同比下降, 预计马口铁采购价格降幅明显 (Q2 马口铁市场均价同比约-7%)。2) **费用率:** ①Q2 销售费率同比+7.8pct 至 23.9%, 主系 1 则收入承压规模效应弱化; 2 则 Q2 广告费用投放恢复至过往正常水平。②管理费率 (含研发) 同比+2.0pct 至 6.3%, 其中研发费用同比+111%, 1 则燃料动力费确认错期 (H1 确认 282 万); 2 则期内新品研发增加相关服务咨询商费用 (H1 同比+192 万元)。③财务费率同比+2.1pct 至-2.2%, 主系利息收入减少。④公允价值变动收益同比+0.65 亿元至 0.6 亿元, 主系私募基金理财产品投资收益贡献。
- **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, 主业 Q2 淡季回落, 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 14.8/16.0/17.7 亿元 (前次预计为 16.8/19.3/22.5 亿元), 同比+1%/+8%/+11%, 对应当前 PE 为 18/17/15 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。

### 市场数据

收盘价(元)	21.09
一年最低/最高价	19.60/27.65
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	26,689.26
总市值(百万元)	26,689.26

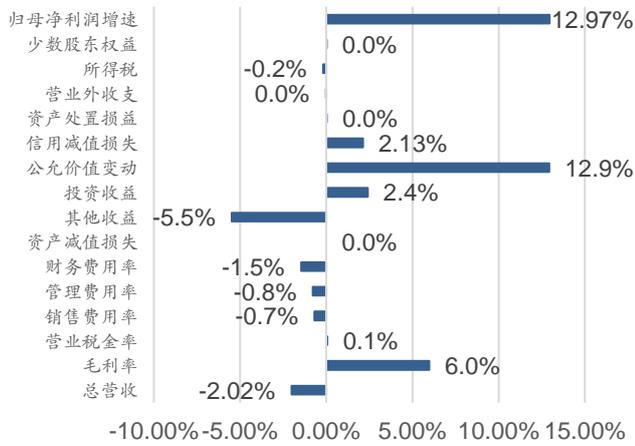
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.68
资产负债率(% ,LF)	24.94
总股本(百万股)	1,265.49
流通 A 股(百万股)	1,265.49

### 相关研究

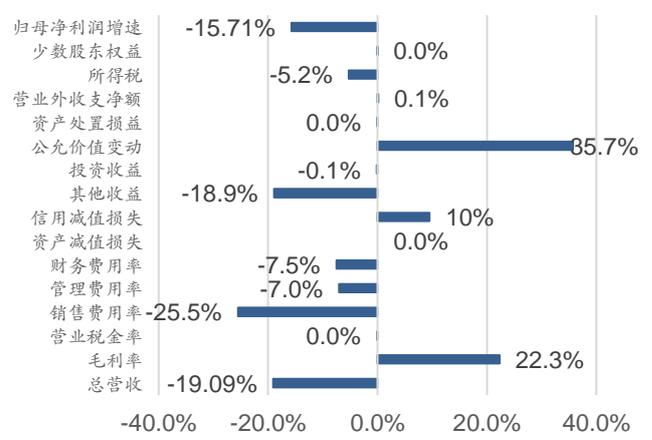
- 《养元饮品(603156): 2023 年报及 24Q1 季报点评: 收入符合预期, 高分红持续兑现》  
2024-04-24
- 《养元饮品(603156): 高股息系列: 核桃乳砥砺前行, 产品裂变久久为功》  
2024-02-21

图1: 养元饮品 24H1 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 养元饮品 24Q2 归母净利润同比增速贡献拆分



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
<b>流动资产</b>	<b>8,656</b>	<b>8,100</b>	<b>8,102</b>	<b>8,405</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,162</b>	<b>5,837</b>	<b>6,206</b>	<b>6,715</b>
货币资金及交易性金融资产	7,232	6,804	6,657	6,744	营业成本(含金融类)	3,345	3,109	3,252	3,454
经营性应收款项	208	178	161	188	税金及附加	65	56	63	71
存货	896	857	924	1,011	销售费用	737	749	799	865
合同资产	0	0	0	0	管理费用	96	101	105	111
其他流动资产	320	260	361	462	研发费用	53	58	63	68
<b>非流动资产</b>	<b>7,466</b>	<b>6,785</b>	<b>6,690</b>	<b>6,589</b>	财务费用	(108)	(70)	(53)	(58)
长期股权投资	908	908	908	908	加:其他收益	121	86	91	99
固定资产及使用权资产	771	741	693	633	投资净收益	(129)	(120)	(60)	(45)
在建工程	335	268	214	172	公允价值变动	55	160	100	80
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	(1)	(2)	(1)
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,940</b>	<b>1,958</b>	<b>2,106</b>	<b>2,336</b>
其他非流动资产	5,314	4,728	4,728	4,728	营业外净收支	(1)	1	2	2
<b>资产总计</b>	<b>16,121</b>	<b>14,885</b>	<b>14,793</b>	<b>14,994</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,939</b>	<b>1,959</b>	<b>2,108</b>	<b>2,338</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,889</b>	<b>4,300</b>	<b>4,776</b>	<b>5,331</b>	减:所得税	472	476	513	573
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,057	877	877	877	<b>净利润</b>	<b>1,467</b>	<b>1,482</b>	<b>1,596</b>	<b>1,765</b>
经营性应付款项	1,199	873	1,069	1,210	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,732	1,666	1,891	2,218	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,467</b>	<b>1,482</b>	<b>1,596</b>	<b>1,765</b>
其他流动负债	901	884	940	1,025	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.17	1.26	1.39
非流动负债	176	160	160	160	EBIT	1,915	1,889	2,055	2,280
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,009	1,990	2,160	2,387
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.71	46.74	47.60	48.56
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.82	25.40	25.71	26.29
其他非流动负债	176	160	160	160	收入增长率(%)	4.03	(5.27)	6.33	8.19
<b>负债合计</b>	<b>5,065</b>	<b>4,460</b>	<b>4,937</b>	<b>5,491</b>	归母净利润增长率(%)	(0.46)	1.02	7.65	10.62
归属母公司股东权益	11,053	10,422	9,852	9,499					
少数股东权益	3	3	3	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,056</b>	<b>10,425</b>	<b>9,856</b>	<b>9,503</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,121</b>	<b>14,885</b>	<b>14,793</b>	<b>14,994</b>					

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	1,277	2,022	2,211	每股净资产(元)	8.73	8.24	7.79	7.51
投资活动现金流	1,381	458	(69)	(50)	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)	(2,322)	(2,200)	(2,153)	ROIC(%)	12.06	12.21	14.12	16.31
现金净增加额	2,133	(588)	(248)	7	ROE-摊薄(%)	13.28	14.22	16.20	18.58
折旧和摊销	94	101	104	107	资产负债率(%)	31.42	29.96	33.37	36.62
资本开支	(262)	(8)	(9)	(5)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.19	18.00	16.73	15.12
营运资本变动	675	(281)	327	339	P/B(现价)	2.41	2.56	2.71	2.81

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>