

# 养元饮品 (603156)

## 2024 年报及 2025 年一季报点评：营收仍承压，高比例分红延续

增持（维持）

2025 年 04 月 27 日

证券分析师 苏轶

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

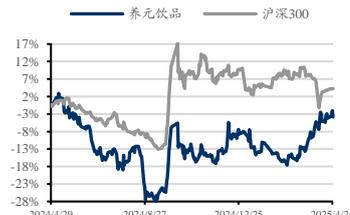
研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6162	6058	5122	5240	5506
同比（%）	4.03	(1.69)	(15.44)	2.31	5.08
归母净利润（百万元）	1467	1722	1356	1393	1505
同比（%）	(0.46)	17.35	(21.23)	2.71	8.04
EPS-最新摊薄（元/股）	1.16	1.37	1.08	1.11	1.19
P/E（现价&最新摊薄）	20.49	17.46	22.17	21.58	19.98

### 股价走势



■ **事件：**24 年营收 60.58 亿元，同比-1.69%；归母净利润 17.22 亿元，同比+17.35%，24Q4 营收 18.29 亿元，同比+16.14%；实现归母净利润 4.93 亿元，同比+177.02%，25Q1 营收 18.6 亿元，同比-19.7%；归母净利润 6.42 亿元，同比-26.95%。

■ **2024 全年收入符合预期，春节错期下 Q4 核桃乳增速预计同环比均转正。**分产品看：1) 24 年核桃乳收入 53.43 亿元，同比-5.86%，我们估算 Q4 收入高个位数增长，主系春节备货提前影响；2) 功能性饮料收入 6.5 亿元，同比+45.02%，我们估算 Q4 兑现翻倍以上增长。

■ **毛利率保持平稳，公允价值变动收益拉升净利率表现。**24 年全年归母净利润率 28.43%，同比+4.61pct，主系公允价值变动影响：1) 毛利率：24 年毛利率 46.53%，同比+0.82pct，其中 Q4 毛利率同比-0.35pct，成本端保持平稳，旺季为拉动渠道备货、货折力度有所放大；2) 费用端：24 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.19、-0.32、-0.13、0.69pct，保持相对平稳，Q4 销售/管理费用率同比分别-3.34、-1.55pct，主系规模效应放大。3) 公允价值变动：24 年公允价值变动收益 2.6 亿元，同比增加约 2 亿元，主系期内购买理财产品增加。

■ **Q1 收入符合预期，销售费率拖累净利率表现。**1) 收入端：25Q1 公司营收 18.6 亿元，同比-19.7%，估算主业核桃乳双位数下滑，红牛双位数增长，合并 Q1+Q4 收入同比-5.2%，消费需求相对疲软、行业竞争加剧下，春节表现相对平淡。2) 利润端：①Q1 毛利率 46.21%，同比-0.96pct，主系旺季销售折让增加；②费用率：25Q1 销售/管理费用率分别 8.94%、1.15%，同比分别+1.68、+0.2pct，主系低基数影响及规模效应减弱。综合来看，25Q1 归母净利润率 34.53%，同比-3.43pct。

■ **现金分红和回购兼具，持续回报股东。**2024 年公司合计现金分红 17.14 亿元（含税），现金分红比率约 100%，回购+现金分红总额 18.22 亿元，广义分红率达 105.85%，持续分红意愿高且现金流保障性强。公司公告子公司泉泓投资以货币出资方式对长江存储科技控股有限责任公司增资 16 亿元，认缴金额为 11.11 亿元。长江存储为中国存储芯片龙头企业之一，其母公司 23 年净利润为 5.3 亿元，净资产为 1325.5 亿元。本次交易完成后，泉泓投资持有长控集团 0.99% 的股份，公司目前为纯财务投资，该笔投资会计计量方式为 FVOCI，不影响合并报表利润。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑当前消费环境和公司最新业绩，我们下调 2025~2026 年归母净利润为 13.56、13.93 亿元(前值为 15.7、17.3 亿元)，新增 2027 年归母净利润为 15.05 亿元，静待后续环境好转，公司收入企稳回升，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观承压消费提振不及预期，食品安全风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	23.86
一年最低/最高价	17.61/27.45
市净率(倍)	2.83
流通 A 股市值(百万元)	30,070.22
总市值(百万元)	30,070.22

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.43
资产负债率(% ,LF)	19.04
总股本(百万股)	1,260.28
流通 A 股(百万股)	1,260.28

### 相关研究

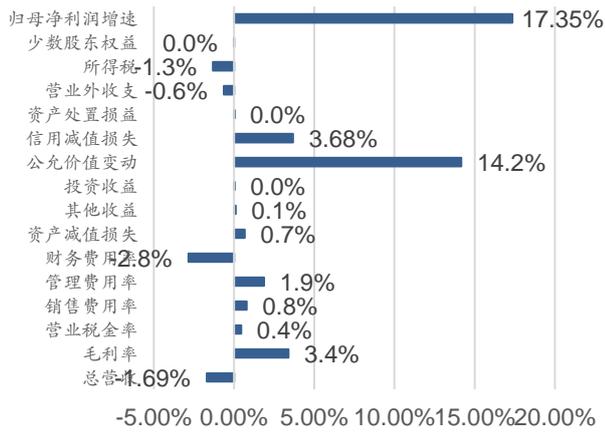
《养元饮品(603156)：2024 前三季度业绩点评：利润阶段性承压，静待需求恢复》

2024-10-27

《养元饮品(603156)：2024H1 业绩点评：收入符合预期，主业淡季回落》

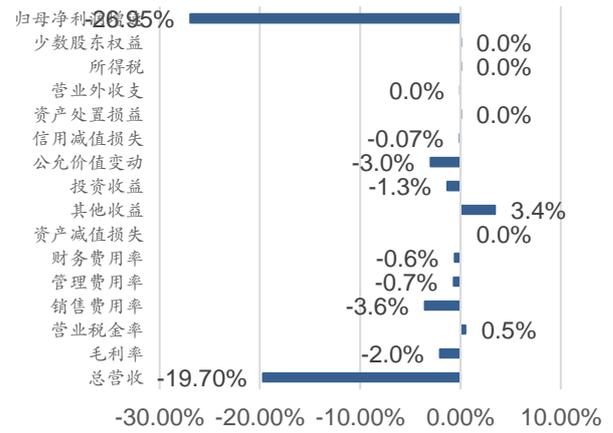
2024-08-26

图1: 养元饮品 2024 年净利润同比增长贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 养元饮品 2025Q1 净利润同比增长贡献拆分



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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>8,065</b>	<b>7,419</b>	<b>7,834</b>	<b>8,229</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,058</b>	<b>5,122</b>	<b>5,240</b>	<b>5,506</b>
货币资金及交易性金融资产	6,810	6,233	6,537	6,801	营业成本(含金融类)	3,239	2,657	2,669	2,778
经营性应收款项	114	114	122	118	税金及附加	57	48	49	52
存货	767	666	706	774	销售费用	712	678	686	684
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	66	67	69
其他流动资产	374	405	468	536	研发费用	44	42	43	44
<b>非流动资产</b>	<b>5,760</b>	<b>5,725</b>	<b>5,689</b>	<b>5,602</b>	财务费用	(64)	(22)	4	3
长期股权投资	592	592	592	592	加:其他收益	121	102	105	110
固定资产及使用权资产	1,069	988	915	837	投资净收益	(126)	(107)	(109)	(115)
在建工程	57	125	164	156	公允价值变动	262	90	70	60
无形资产	133	137	136	136	减值损失	(36)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>2,215</b>	<b>1,740</b>	<b>1,788</b>	<b>1,932</b>
其他非流动资产	3,909	3,882	3,882	3,882	营业外净收支	(10)	(3)	(4)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>13,825</b>	<b>13,144</b>	<b>13,523</b>	<b>13,831</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,205</b>	<b>1,737</b>	<b>1,784</b>	<b>1,928</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,679</b>	<b>3,104</b>	<b>3,455</b>	<b>3,733</b>	减:所得税	483	381	391	422
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	200	400	600	<b>净利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,356</b>	<b>1,393</b>	<b>1,505</b>
经营性应付款项	1,530	969	1,063	1,144	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,394	1,261	1,323	1,338	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,356</b>	<b>1,393</b>	<b>1,505</b>
其他流动负债	754	673	668	651	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.37	1.08	1.11	1.19
非流动负债	131	141	141	141	EBIT	2,033	1,715	1,788	1,931
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,132	1,831	1,906	2,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.53	48.13	49.07	49.56
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	28.43	26.48	26.59	27.34
其他非流动负债	131	141	141	141	收入增长率(%)	(1.69)	(15.44)	2.31	5.08
<b>负债合计</b>	<b>3,809</b>	<b>3,244</b>	<b>3,595</b>	<b>3,874</b>	归母净利润增长率(%)	17.35	(21.23)	2.71	8.04
归属母公司股东权益	10,013	9,897	9,925	9,955					
少数股东权益	3	3	3	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,015</b>	<b>9,900</b>	<b>9,928</b>	<b>9,958</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,825</b>	<b>13,144</b>	<b>13,523</b>	<b>13,831</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,431	794	1,607	1,652	每股净资产(元)	7.91	7.85	7.88	7.90
投资活动现金流	(1,250)	(191)	(196)	(153)	最新发行在外股份(百万股)	1,260	1,260	1,260	1,260
筹资活动现金流	(3,200)	(1,269)	(1,177)	(1,295)	ROIC(%)	14.35	13.32	13.67	14.44
现金净增加额	(3,020)	(667)	233	205	ROE-摊薄(%)	17.20	13.70	14.04	15.12
折旧和摊销	98	116	118	121	资产负债率(%)	27.55	24.68	26.59	28.01
资本开支	(38)	(110)	(87)	(38)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.46	22.17	21.58	19.98
营运资本变动	(327)	(706)	40	(53)	P/B (现价)	3.02	3.04	3.03	3.02

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>