

## 养元饮品 (603156)

公司研究/点评报告

# 主业快速修复，新品启航打开长期增量空间

——养元饮品 (603156.SH) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 10 月 25 日

### 一、事件概述

10 月 22 日公司发布 2021 年三季度报，2021 年前三季度公司实现营业收入 50.12 亿元，同比+65.99%，实现归母净利润 16.30 亿元，同比+39.54%，实现扣非归母净利润 13.73 亿元，同比+71.49%。

### 二、分析与判断

#### ➢ 收入高速增长，全年业绩有望看向 2019 年

2021 年前三季度公司实现营业收入 50.12 亿元，同比+65.99%，较 2019 年前三季度营业收入+2.68%，基本恢复至疫情前水平；其中 Q3 实现营业收入 16.00 亿元，同比+29.51%。公司业绩实现高速增长，主因线下需求快速好转；以及去年去库存动作基本完成，今年库存处于良性状态；同时公司经销红牛安奈吉也获得一定收入增量。分渠道看，公司经销模式占比 96.71%，前三季度同比+69.66%，线下市场回暖保障整体业绩向好发展，同时积极开拓社群团购、直播电商等渠道，多维度触达用户。公司也积极拓展全国化区域布局，在东北/西北相对弱势区域实现 127.65%/110.39%高速增长。

#### ➢ 新业务“每日养元+素芽膳+红牛安奈吉”打造潜在第二曲线

2020 年 9 月孙公司鹰潭智慧健饮品获得红牛安奈吉北方市场全渠道独家经销权，虽然目前安奈吉在红牛市场中占比较小，但考虑到其合法性，未来有望在红牛 300 亿市场中逐渐扩大份额。此外公司规划后续新品每日养元+素芽膳，10 月已上新先行产品养元植物奶，以大豆+核桃仁配方，提供轻热量植物蛋白，为后续调整每日养元做铺垫。公司前期与法国素芽膳 Sojasun 达成合作，将通过品牌合作+中国本土生产模式销售植物奶素芽膳产品。植物奶在中国仍是蓝海市场，参考欧美国家乳制品市场规模下滑而植物奶规模上升趋势，植物奶对动物奶有一定替代作用，未来市场增量空间充足。

#### ➢ 毛利率水平基本企稳，净利率受营业外收支影响略有下滑

**毛利率：**前三季度公司毛利率为 49.29%，同比-1.35pct。**期间费用率：**前三季度期间费用率为 14.33%，同比-3.45pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.85%/1.17%/0.48%/-1.17%，分别同比-1.58/-1.24/-0.15/-0.47pct。**净利率：**前三季度公司净利率 32.53%，同比-6.17pct，净利率下滑主因投资收益、公允价值变动收益及营业外收入等有所缩减。

### 三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 70.42/79.10/85.95 亿元，同比+59.1%/+12.3%/+8.7%；实现归母净利润为 22.60/26.67/29.92 亿元，同比+43.2%/+18.0%/+12.2%，EPS 分别为 1.79/2.11/2.36 元，对应 PE 分别为 17X/14X/13X。公司估值明显低于 CS 非乳饮料行业 2021 年预期估值约 31X (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。

### 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)	24.3	17.0	14.4	12.8
PB	3.2	2.7	2.3	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

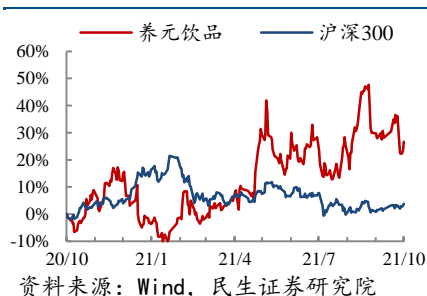
当前价格： 30.33 元

### 交易数据

2021-10-22

近 12 个月最高/最低(元)	35.34/22.39
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)	384
流通市值 (亿元)	384

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 18956494422

邮箱： wangyanhai@mszq.com

### 相关研究

1. 养元饮品 (603156) 中报点评：21H1 主业恢复情况良好，新单品即将扬帆起航
2. 养元饮品 (603156) 调研简报：主业恢复情况良好，新单品即将扬帆起航

## 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	3,557	3,886	4,203
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	103
研发费用	59	62	59	59
EBIT	1,318	2,243	2,730	3,116
财务费用	(36)	(1)	(26)	(50)
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	2,830	3,340	3,747
所得税	398	570	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	2,817	3,206
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	149	2573	4975	7268
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	57	57	57	57
流动资产合计	11542	14382	16718	19406
长期股权投资	1265.059	1673	2084	2491
固定资产	760.001	799	841	876
无形资产	125	120	115	111
非流动资产合计	3524.536	3980	4449	4909
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
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-40.6%	59.1%	12.3%	8.7%
EBIT 增长率	-50.7%	70.2%	21.7%	14.1%
净利润增长率	-41.5%	43.2%	18.0%	12.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	47.8%	49.5%	50.9%	51.1%
净利润率	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%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.7	3.5	3.9	4.4
速动比率	3.5	3.2	3.7	4.1
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
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值分析</b>				
PE	24.3	17.0	14.4	12.8
PB	3.2	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	26.2	15.0	11.6	9.5
股息收益率	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
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)	620	204	(238)
经营活动现金流	1,077	2,554	2,544	2,436
资本开支	270	130	142	142
投资	844	0	0	0
投资活动现金流	930	(130)	(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)	2,424	2,402	2,294

## 分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

## 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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。