

2023年04月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季报超预期，2023年加快复苏

—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

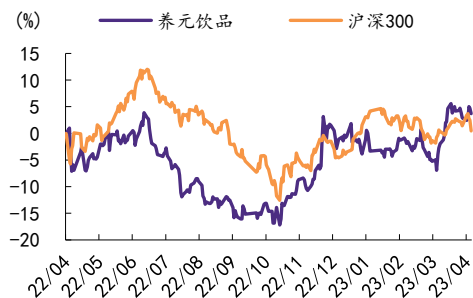
2023年4月21日，养元饮品发布2022年报及2023年一季度报。

基本数据

2023-04-21

当前股价（元）	19.74
总市值（亿元）	249.8
总股本（百万股）	1,265.5
流通股本（百万股）	1,265.5
52周价格范围（元）	19.07-35.94
日均成交额（百万元）	91.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《养元饮品（603156）：业绩符合预期，四季度望加速改善》2022-10-29
- 2、《养元饮品（603156）：业绩短期承压，下半年望改善》2022-08-20

投资要点

2022年顺利收官，一季报超预期

2022年总营收59.23亿元（同减14%），归母净利润14.74亿元（同减30%）；其中2022Q4总营收17.38亿元（同减8%），归母净利润4.67亿元（同减3%），系疫情影响人员流动，消费场景减少所致。2023Q1总营收22.29亿元（同增9%），归母净利润7.33亿元（同增40%），一季度经营向好。2022年毛利率45.11%（同减4pct），其中2022Q4毛利率44.68%（同减4pct），2023Q1毛利率46.94%（同减1pct），系主力产品核桃乳毛利率下降所致。2022年净利率24.89%（同减6pct），其中2022Q4净利率26.86%（同增2pct），2023Q1净利率32.87%（同增7pct）。2022年销售费用率14.18%（同增0.2pct），其中2022Q4为12.12%（同减2pct），2023Q1为8.49%（同减1pct）。2022年管理费用率为1.77%（同增0.6pct），系公司停工期间工资及折旧费用计入管理费用所致，其中2022Q4为0.97%（同减0.4pct），2023Q1为1%（同减0.1pct）。2022年经营活动现金流净额11.53亿元（同减43%）。2022年销售回款62.84亿元（同减16%），2023Q1为11.23亿元（同增45%）。截至2023Q1末，合同负债1.57亿元（同减47%）。

核桃乳基本盘稳固，期待新品植物奶表现

分产品看，2022年核桃乳/功能性饮料/其他植物饮料营收分别为56.45/2.66/0.08亿元，分别同比-16%/+38%/+417%，分别占比95%/4.6%/0.4%，主力产品核桃乳以细分消费人群为方向，开发多个系列产品以应对多元消费需求；功能性饮料表现亮眼系春节旺销所致；植物奶产品推广活动增多以实现收入高增长。分渠道看，2022年经销/直销营收分别为56.87/2.32亿元，分别同比-15%/+8%，分别占比96%/4%，毛利率分别为46%/35%，分别同比-4%/-2%。2023Q1经销/直销营收分别为21.01/1.12亿元，分别同比+9%、+7%，分别占比95%/5%。分区域看，2022年华东/华中/华北/西南/东北/华南/西北地区营收分别为19/14.5/10/10/2/1.5/1.7亿元，分别同比-15%/-19%/-3%/-21%/-8%/-12%/+30%，分别占比

32%/25%/18%/17%/3%/3%/3%。2023Q1 华东/华中/华北/西南/东北/华南/西北地区营收分别为 6.7/6.3/4.2/0.7/0.4/0.5 亿元，分别同比+9%/+15%/-5%/+17%/+27%/-13%/+2%。公司坚持“分区域定渠道独家经销模式”，拥有覆盖全国销售网络。量价拆分，2022 年核桃乳销量 58.29 万千升（同减 16%），功能性饮料销量 2.03 万千升（同增 57%），其他植物饮料销量 0.07 万千升（同增 492%）。2022 年核桃乳吨价 0.97 万元/千升（同增 0.1%），功能性饮料吨价 1.31 万元/千升（同减 13%），其他植物饮料吨价 1.10 万元/千升（同减 13%）。截至 2023Q1 经销商 2046 家。

盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 1.53/1.92/2.35 元，当前股价对应 PE 分别为 15/12/10 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。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	5,923	7,544	9,380	11,282
增长率（%）	-14.2%	27.4%	24.3%	20.3%
归母净利润（百万元）	1,474	1,931	2,431	2,974
增长率（%）	-30.2%	31.0%	25.9%	22.3%
摊薄每股收益（元）	1.16	1.53	1.92	2.35
ROE（%）	12.8%	15.4%	17.7%	19.4%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,603	5,774	7,211	8,957
应收款	318	52	57	62
存货	638	890	944	1,037
其他流动资产	7,564	4,698	4,776	4,835
流动资产合计	10,123	11,413	12,989	14,892
非流动资产:				
金融类资产	7,426	4,426	4,476	4,496
固定资产	833	884	867	826
在建工程	177	71	28	11
无形资产	141	134	127	120
长期股权投资	1,036	1,036	1,036	1,036
其他非流动资产	2,755	2,755	2,755	2,755
非流动资产合计	4,941	4,879	4,813	4,748
资产总计	15,064	16,291	17,802	19,640
流动负债:				
短期借款	400	400	400	400
应付账款、票据	857	834	944	1,037
其他流动负债	803	803	803	803
流动负债合计	3,407	3,650	3,895	4,157
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	139	139	139	139
非流动负债合计	139	139	139	139
负债合计	3,546	3,789	4,035	4,297
所有者权益				
股本	1,265	1,265	1,265	1,265
股东权益	11,518	12,502	13,767	15,343
负债和所有者权益	15,064	16,291	17,802	19,640

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1474	1931	2431	2974
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	99	63	66	64
公允价值变动	77	55	40	30
营运资金变动	-497	124	158	125
经营活动现金净流量	1153	2172	2695	3194
投资活动现金净流量	2052	3056	9	38
筹资活动现金净流量	965	-946	-1167	-1398
现金流量净额	4,171	4,281	1,536	1,834

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,923	7,544	9,380	11,282
营业成本	3,251	3,987	4,845	5,735
营业税金及附加	61	72	80	90
销售费用	840	1,079	1,351	1,636
管理费用	105	128	150	169
财务费用	-80	-146	-186	-235
研发费用	29	68	84	102
费用合计	893	1,129	1,399	1,672
资产减值损失	-1	-1	0	0
公允价值变动	77	55	40	30
投资收益	2	10	8	5
营业利润	1,945	2,540	3,194	3,900
加:营业外收入	4	3	4	5
减:营业外支出	2	2	3	2
利润总额	1,948	2,541	3,195	3,903
所得税费用	474	610	764	929
净利润	1,474	1,931	2,431	2,974
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,474	1,931	2,431	2,974

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-14.2%	27.4%	24.3%	20.3%
归母净利润增长率	-30.2%	31.0%	25.9%	22.3%
盈利能力				
毛利率	45.1%	47.1%	48.3%	49.2%
四项费用/营收	15.1%	15.0%	14.9%	14.8%
净利率	24.9%	25.6%	25.9%	26.4%
ROE	12.8%	15.4%	17.7%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	23.5%	23.3%	22.7%	21.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	18.6	146.0	165.9	182.5
存货周转率	5.1	4.6	5.2	5.6
每股数据(元/股)				
EPS	1.16	1.53	1.92	2.35
P/E	19.6	15.0	11.9	9.7
P/S	4.9	3.8	3.1	2.6
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。