

2022年04月24日

养元饮品 (603156.SH)

2021年完美收官，疫情致22Q1业绩承压

■**事件：**公司发布年度报告，2021年实现营业收入69.06亿元，同比增长55.99%；归母净利润21.11亿元，同比增长33.77%；2022年一季度公司实现营业收入20.48亿元，同比下降8.42%；归母净利为5.24亿元，同比下降29.10%。

■**全年扣非净利高增，疫情短期影响22Q1业绩。**2021年公司实现营业收入69.06亿元(+55.99%)，受益2021年市场回暖及春节后置，市场需求恢复较大；归母净利润21.11亿元(33.78%)，扣非归母净利润为17.65亿元(+60.09%)，非经常性损益主要来自于投资收益2.86亿元和政府补助1.14亿元。公司经营性现金流20.29亿元(+87.69%)，主要受益于销售收入增长。2022Q1营收20.48亿元(-8.42%)，考虑因新冠疫情带来需求下降所致，但六个核桃用户黏性较强，预计疫情恢复后增长仍然稳健。同时，公司拟向全体股东每10股派发现金红利20元(含税)。

■**产品多元化发展，功能性饮料增长亮眼。**公司继续稳步升级“六个核桃”品牌产品，在细分领域中丰富产品矩阵，满足消费者多元需求。公司结合自身产品创新力+研发能力打造的“六个核桃2430”系列产品，定位重度用脑人群，突出产品的健康、功能属性，并获得疾控中心对其记忆力的正向作用的背书。同时公司积极寻求功能性饮料的创新，2021年功能性饮料营收1.94亿元(+235.66%)，得益于疫情放大了功能性饮料的需求。第二大战略单品植物奶系列2021年为公司带来145.82万元的营收，同比增长26.24%，预计未来将持续发力，打造公司第二成长曲线。

■**开展“C端运营”，满足顾客多元需求。**公司顺应“消费者主权时代”发展趋势，不断完善产品矩阵，拓展消费场景，推出更多满足消费者多元需求的高端核桃乳，并着力增强植物奶产品的竞争力。同时，公司一方面巩固传统线上线下的渠道优势：2021年公司通过经销商渠道实现销售收入66.88亿元，同比增长58.60%；直销收入2.14亿元，同比降低1.78%。另一方面围绕产品特点打三大营销节点“高考季”“中秋季”“春节季”，通过覆盖全国的立体销售网络，构建内容化+场景化+社交化的营销体系。

■**投资建议：**随着2022Q1全国各地疫情多点开花，饮料行业受到一定影响，并且消费者的生活习惯及消费观念也因疫情有所改变，营养健康更加深入人心。公司将发展线上各平台深度合作，精细化运营各细分渠道，以消费者为中心，推出更多满足消费者多元需求的产品。我们认为，现阶段疫情影响有限，疫情缓和后公司将实现进一步增长。我们预计公司2022年-2024年的收入分别为77.05/83.56/89.76亿元，同比增速分别为11.6%/8.4%/7.4%，归母净利润分别为23.32/25.23/28.15亿元，同比增速分别为10.5%/8.2%/11.6%；维持增持-A的投资评级。

■**风险提示：**宏观经济增速不及预期；新产品推广失败；食品安全事件的风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4,427.1	6,906.0	7,705.1	8,355.9	8,975.9
净利润	1,577.9	2,110.8	2,332.5	2,523.1	2,815.4
每股收益(元)	1.25	1.67	1.84	1.99	2.22
每股净资产(元)	9.35	9.85	10.72	11.72	12.83

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	19.3	14.4	13.1	12.1	10.8
市净率(倍)	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
净利润率	35.6%	30.6%	30.3%	30.2%	31.4%
净资产收益率	13.3%	16.9%	17.2%	17.0%	17.3%
股息收益率	5.0%	0.0%	3.8%	4.1%	4.6%
ROIC	73.7%	620.5%	2065.5%	-286.0%	-166.7%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他饮料

投资评级 **增持-A**

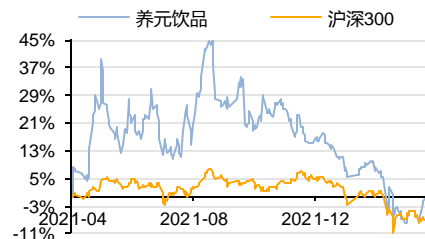
维持评级

6个月目标价：**30元**
股价(2022-04-22) **24.10元**

交易数据

总市值(百万元)	30,498.40
流通市值(百万元)	30,498.40
总股本(百万股)	1,265.49
流通股本(百万股)	1,265.49
12个月价格区间	22.51/35.34元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.42	1.23	3.72
绝对收益	3.79	-11.14	-7.43

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

胡家东

报告联系人

hujd@essence.com.cn

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,427.1	6,906.0	7,705.1	8,355.9	8,975.9	成长性					
减:营业成本	2,310.0	3,514.0	3,736.7	4,053.3	4,268.1	营业收入增长率	-40.6%	56.0%	11.6%	8.4%	7.4%
营业税费	42.8	56.3	62.8	68.2	73.2	营业利润增长率	-41.1%	41.3%	13.0%	8.2%	11.6%
销售费用	604.0	963.9	1,090.0	1,211.3	1,310.3	净利润增长率	-41.5%	33.8%	10.5%	8.2%	11.6%
管理费用	93.1	84.1	86.6	89.1	91.7	EBITDA 增长率	-42.7%	44.8%	18.3%	5.7%	9.8%
研发费用	59.2	62.2	64.1	66.1	68.2	EBIT 增长率	-44.0%	46.4%	18.6%	5.0%	9.2%
财务费用	-35.6	-80.1	-81.1	-186.1	-284.2	NOPLAT 增长率	-41.3%	32.5%	10.8%	5.0%	9.2%
资产减值损失	-	-	-1.4	-0.5	-0.6	投资资本增长率	-84.3%	-66.7%	-858.0%	87.4%	29.3%
加:公允价值变动收益	58.8	20.5	52.8	53.0	53.3	净资产增长率	-4.6%	5.3%	8.9%	9.3%	9.5%
投资和汇兑收益	390.0	341.0	350.0	300.0	300.0	利润率					
营业利润	1,973.6	2,788.0	3,150.1	3,407.6	3,802.5	毛利率	47.8%	49.1%	51.5%	51.5%	52.4%
加:营业外净收支	2.6	-0.5	2.0	2.0	2.0	营业利润率	44.6%	40.4%	40.9%	40.8%	42.4%
利润总额	1,976.2	2,787.6	3,152.1	3,409.6	3,804.5	净利润率	35.6%	30.6%	30.3%	30.2%	31.4%
减:所得税	398.3	676.7	819.5	886.5	989.2	EBITDA/营业收入	41.7%	38.7%	41.1%	40.0%	40.9%
净利润	1,577.9	2,110.8	2,332.5	2,523.1	2,815.4	EBIT/营业收入	39.9%	37.5%	39.8%	38.6%	39.2%
资产负债表						运营效率					
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	62	44	47	51	55
货币资金	148.6	529.2	2,528.8	4,465.5	6,277.3	流动营业资本周转天数	-75	-106	-126	-162	-183
交易性金融资产	10,237.6	10,551.8	10,604.5	10,657.5	10,710.8	流动资产周转天数	981	619	616	653	689
应收账款	47.4	27.7	30.9	33.5	36.0	应收账款周转天数	4	2	1	1	1
应收票据	7.1	11.4	11.6	11.9	12.1	存货周转天数	60	41	42	42	42
预付账款	297.6	255.2	5.6	5.8	5.6	总资产周转天数	1,227	807	792	825	857
存货	746.9	841.6	939.0	1,018.3	1,093.9	投资资本周转天数	99	11	-17	-52	-72
其他流动资产	57.0	7.2	7.2	7.2	7.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.3%	16.9%	17.2%	17.0%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.5%	13.3%	13.0%	12.4%	12.5%
长期股权投资	1,265.1	1,283.0	1,283.0	1,283.0	1,283.0	ROIC	73.7%	620.5%	2065.5%	-286.0%	-166.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	760.0	918.3	1,072.7	1,272.3	1,455.1	销售费用率	13.6%	14.0%	14.1%	14.5%	14.6%
在建工程	252.4	62.9	117.1	146.9	163.3	管理费用率	2.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
无形资产	125.5	122.3	124.0	125.6	127.0	研发费用率	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	1,121.7	1,273.9	1,273.9	1,273.9	1,273.9	财务费用率	-0.8%	-1.2%	-1.1%	-2.2%	-3.2%
资产总额	15,066.7	15,884.5	17,998.3	20,301.4	22,445.1	四费/营业收入	16.3%	14.9%	15.1%	14.1%	13.2%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	579.8	560.4	625.2	678.0	728.3	资产负债率	21.4%	21.5%	24.6%	26.9%	27.6%
应付票据	380.7	516.0	437.5	596.8	492.4	负债权益比	27.3%	27.4%	32.6%	36.8%	38.2%
其他流动负债	2,155.8	2,187.3	3,205.8	4,035.2	4,825.3	流动比率	3.70	3.75	3.31	3.05	3.00
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.46	3.49	3.09	2.86	2.82
其他非流动负债	112.0	156.0	156.0	156.0	156.0	利息保障倍数	-49.61	-32.29	-37.87	-17.31	-12.38
负债总额	3,228.4	3,419.7	4,424.6	5,466.1	6,202.1	分红指标					
少数股东权益	-	3.0	3.0	3.0	3.0	DPS(元)	1.20	-	0.92	1.00	1.11
股本	1,265.5	1,265.5	1,265.5	1,265.5	1,265.5	分红比率	96.2%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	10,546.8	11,139.0	12,305.3	13,566.8	14,974.5	股息收益率	5.0%	0.0%	3.8%	4.1%	4.6%
股东权益	11,838.3	12,464.8	13,573.8	14,835.4	16,243.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	1,577.9	2,110.8	2,332.5	2,523.1	2,815.4	EPS(元)	1.25	1.67	1.84	1.99	2.22
加:折旧和摊销	80.3	87.5	94.7	124.0	154.4	BVPS(元)	9.35	9.85	10.72	11.72	12.83
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	19.3	14.4	13.1	12.1	10.8
公允价值变动损失	-58.8	-20.5	52.8	53.0	53.3	PB(X)	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
财务费用	-	-	-81.1	-186.1	-284.2	P/FCF	9.1	13.1	9.3	9.4	9.3
投资损失	-390.0	-341.0	-350.0	-300.0	-300.0	P/S	6.9	4.4	4.0	3.6	3.4
少数股东损益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.5	8.8	5.1	4.2	3.3
营运资金的变动	2,771.9	-8,657.1	1,153.7	959.1	657.9	CAGR(%)	16.9%	10.1%	-4.7%	16.9%	10.1%
经营活动产生现金流量	1,080.8	2,028.6	3,202.7	3,173.2	3,096.8	PEG	1.1	1.4	-2.8	0.7	1.1
投资活动产生现金流量	930.1	-132.2	-60.5	-161.0	-161.6	ROIC/WACC	7.0	59.1	196.7	-27.2	-15.9
融资活动产生现金流量	-2,349.2	-1,515.6	-1,142.5	-1,075.5	-1,123.5	REP	9.1	3.6	-0.1	0.3	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034