

2022年03月11日

养元饮品 (603156.SH)

粘性足稳健增长，自我升级望蜕变

■事件：公司发布业绩快报，2021年实现营业收入69亿元，同比增长55.99%；归母净利润21.1亿元，同比增长33.77%；扣非净利润约17.63亿元，同比增长59.9%。

■收入同比20年高速增长，主业后续预期仍有增长趋势：2021年公司实现营业收入69.06亿元，同比+55.99%，较2019年营业收入-7.4%，尚未恢复至疫情前水平；其中Q4实现营业收入18.94亿元，同比+34.5%。主要原因是公司2020年受新冠肺炎疫情及春节前置因素影响基数较低；2021年因市场回暖及春节后置因素的影响，市场需求得到较大恢复，六个核桃仍有消费者忠诚度，后续仍有稳健增长的趋势。

■产品多元化，打造第二成长曲线：公司大力推动产品创新，六个核桃系列+2430系列+植物奶系列产品矩阵深入细分领域。如以六个核桃2430为代表的高端核桃乳饮品系列，以高蛋白、0糖、0胆固醇等营养及健康优势。其中养元植物奶作为第二大战略单品，成功引进中国大陆第一条（也是目前唯一一条）、全球顶级全豆生产设备并于2021年投用，预计植物奶品类有望成为公司的下一个业务增长极。另外，公司的孙公司已获得红牛安奈吉北方市场全渠道独家经销权，借助养元的强渠道力，红牛安奈吉有望获得新的增长。

■巩固传统渠道优势，全渠道纵深拓展：一方面，做深、做优、做透、做精传统线下经销渠道，巩固传统存量市场。截至2021Q3经销商渠道实现销售收入48.4亿元，同比增长69.66%；直接销售收入实现1.6亿元，同比增长1.33%。另一方面，全面推进渠道数字化变革，布局了内容化+场景化+社交化的营销体系。

■投资建议：2月27日，六个核桃邀请学生家长共同前往山东曲阜，参加“第二届六个核桃曲阜孔庙祈福大典”，并联合曲阜孔庙推出“孔庙祈福罐”，为品牌赋能。我们认为，公司正在通过产品创新、全面升级品牌、营销、渠道及产品来实现进一步增长。我们预计公司2021年-2023年的收入分别为69.06/73.89/80.17亿元，同比增速分别为56.0%/7.0%/8.5%，归母净利润分别为21.10/23.54/26.31亿元，同比增速分别为33.7%、11.5%、11.8%；首次给予增持-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。

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	7,459	4,427	6,906	7,389	8,017
净利润	2,695	1,578	2,110	2,354	2,631
每股收益(元)	2.13	1.25	1.67	1.86	2.08
每股净资产(元)	11.77	9.35	9.59	9.84	10.07

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	11.0	18.9	14.1	12.6	11.3
市净率(倍)	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
净利润率	36.1%	35.6%	30.6%	31.9%	32.8%
净资产收益率	22%	13%	17%	19%	21%
股息收益率	7%	5%	6%	7%	8%
ROIC	33%	74%	628%	161%	188%

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

首次评级

6个月目标价：29.00元
股价(2022-03-11) 24.92元

交易数据

总市值(百万元)	29,751.75
流通市值(百万元)	29,751.75
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	23.09/35.34元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.13	-11.66	0.3
绝对收益	-10.57	-21.76	-1.54

赵国防

分析师

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

邢乐涵

报告联系人

xingleh@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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,459.3	4,427.1	6,905.9	7,389.3	8,017.4	成长性	-8.4%	-40.6%	56.0%	7.0%	8.5%
减:营业成本	3,518.2	2,310.0	3,438.6	3,673.4	3,991.8	营业收入增长率	-6.2%	-41.1%	33.5%	11.3%	11.9%
营业税费	72.9	42.8	69.6	72.7	79.1	营业利润增长率	-5.0%	-41.5%	33.7%	11.5%	11.8%
销售费用	1,074.0	604.0	937.2	1,025.0	1,098.0	净利润增长率	-1.5%	-42.7%	44.9%	10.2%	10.7%
管理费用	64.1	93.1	87.7	96.1	124.9	EBITDA 增长率	-1.7%	-44.0%	46.9%	10.5%	11.0%
研发费用	56.6	59.2	54.3	71.0	82.4	EBIT 增长率	-4.7%	-41.3%	34.2%	10.7%	11.0%
财务费用	-64.3	-35.6	-39.5	-64.4	-97.3	NOPLAT 增长率	-73.6%	-84.3%	331.2%	-4.7%	-36.6%
资产减值损失	-4.2	-	-	-	-	投资资本增长率	3.7%	-4.6%	2.5%	2.6%	2.3%
加:公允价值变动收益	11.5	58.8	-123.8	-	140.0	净资产增长率					
投资和汇兑收益	463.8	390.0	401.4	418.4	403.3	利润率	52.8%	47.8%	50.2%	50.3%	50.2%
营业利润	3,350.8	1,973.6	2,635.4	2,934.0	3,281.7	毛利率	44.9%	44.6%	38.2%	39.7%	40.9%
加:营业外净收支	8.2	2.6	2.6	4.4	3.2	营业利润率	36.1%	35.6%	30.6%	31.9%	32.8%
利润总额	3,358.9	1,976.2	2,638.0	2,938.4	3,284.9	净利润率	43.2%	41.7%	38.7%	39.9%	40.7%
减:所得税	663.6	398.3	527.6	584.7	653.7	EBITDA/营业收入	42.3%	39.9%	37.6%	38.8%	39.7%
净利润	2,695.3	1,577.9	2,110.4	2,353.7	2,631.2	EBIT/营业收入					
资产负债表						运营效率					
百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	运营效率	33	62	38	31	25
货币资金	486.6	148.6	552.5	591.1	1,136.3	固定资产周转天数	150	-75	-72	-38	-44
交易性金融资产	9,397.6	10,237.6	9,817.6	9,817.6	9,957.6	流动营业资本周转天数	623	981	689	693	627
应收账款	45.7	47.4	44.0	68.5	63.7	流动资产周转天数	2	4	2	3	3
应收票据	-	7.1	1.8	3.4	4.2	应收账款周转天数	36	60	44	46	49
预付账款	175.8	297.6	139.9	395.6	240.3	存货周转天数	734	1,227	855	834	759
存货	734.8	746.9	936.4	967.5	1,227.1	总资产周转天数	242	99	46	68	50
其他流动资产	1,739.7	57.0	3,383.7	1,726.8	1,722.5	投资资本周转天数					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率	21.7%	13.3%	17.4%	18.9%	20.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.8%	10.5%	11.9%	14.3%	15.2%
长期股权投资	1,131.6	1,265.1	1,265.1	1,265.1	1,265.1	ROA	33.2%	73.7%	628.4%	161.3%	187.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC					
固定资产	754.5	760.0	682.9	605.8	528.7	费用率	14.4%	13.6%	13.6%	13.9%	13.7%
在建工程	89.0	252.4	252.4	252.4	252.4	销售费用率	0.9%	2.1%	1.3%	1.3%	1.6%
无形资产	125.7	125.5	122.5	119.5	116.6	管理费用率	0.8%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	429.1	1,121.7	538.7	696.5	785.6	研发费用率	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-1.2%
资产总额	15,110.2	15,066.7	17,737.5	16,509.9	17,300.2	财务费用率	15.2%	16.3%	15.1%	15.3%	15.1%
短期债务	-	-	199.0	8.8	-	四费/营业收入					
应付账款	406.7	579.8	507.7	579.2	727.7	偿债能力	17.8%	21.4%	31.6%	24.6%	26.4%
应付票据	236.8	380.7	283.5	466.5	417.9	资产负债率	21.7%	27.3%	46.2%	32.6%	35.8%
其他流动负债	1,947.0	2,155.8	4,511.3	2,894.2	3,307.0	负债权益比	4.86	3.70	2.70	3.44	3.22
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.57	3.46	2.53	3.19	2.95
其他非流动负债	106.2	112.0	101.3	106.5	106.6	速动比率	-49.02	-49.61	-65.72	-44.53	-32.72
负债总额	2,696.8	3,228.4	5,602.7	4,055.1	4,559.2	利息保障倍数					
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标	1.67	1.20	1.41	1.61	1.85
股本	1,054.6	1,265.5	1,265.5	1,265.5	1,265.5	DPS(元)	78.3%	96.2%	84.7%	86.4%	89.1%
留存收益	11,416.4	10,546.8	10,869.3	11,189.3	11,475.5	分红比率	7.1%	5.1%	6.0%	6.8%	7.9%
股东权益	12,413.5	11,838.3	12,134.8	12,454.8	12,741.0	股息收益率	-8.4%	-40.6%	56.0%	7.0%	8.5%

现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,695.3	1,577.9	2,110.4	2,353.7	2,631.2
加:折旧和摊销	69.1	80.3	80.1	80.1	80.1
资产减值准备	4.2	-	-	-	-
公允价值变动损失	-11.5	-58.8	-123.8	-	140.0
财务费用	-	-	-39.5	-64.4	-97.3
投资损失	-463.8	-390.0	-401.4	-418.4	-403.3
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	5,673.6	2,771.9	-591.6	-171.1	327.7
经营活动产生现金流量	1,671.4	1,080.8	1,034.1	1,779.7	2,678.3
投资活动产生现金流量	-2,507.3	930.1	945.3	418.4	123.2
融资活动产生现金流量	-2,256.9	-2,349.2	-1,575.5	-2,159.5	-2,256.4

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	2.13	1.25	1.67	1.86	2.08
BVPS(元)	9.81	9.35	9.59	9.84	10.07
PE(X)	11.0	18.9	14.1	12.6	11.3
PB(X)	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
P/FCF	3.5	8.9	24.5	13.3	9.5
P/S	4.0	6.7	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	6.3	11.5	7.1	6.3	5.5
CAGR(%)	-4.4%	18.6%	-9.4%	-4.4%	18.6%
PEG	-2.5	1.0	-1.5	-2.9	0.6
ROIC/WACC	3.2	7.1	60.2	15.5	18.0
REP	3.0	9.1	0.2	0.9	1.2

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