

养元饮品 (603156)

饮料制造/食品饮料

发布时间: 2018-08-17

证券研究报告 / 公司动态报告

## Q2 收入增速回落，现金流情况好转

增持

上次评级: 增持

**事件:** 公司公布 2018 年中报, 实现营业收入 41.63 亿元, 同比增长 13.55%; 实现归母净利润 13.08 亿元, 同比增长 30.78%; EPS 为 1.77 元, 加权平均 ROE 为 13.46%。

**季节性因素影响 Q2 收入增速, 现金流情况好转:** 公司 Q1/Q2 分别实现营收 28.52 亿元/13.11 亿元, 同比增长 20.12%/1.48%, 受季节性因素影响, 淡季收入明显放缓。受益于原材料价格的回落, 1H 公司毛利率同比提高 1.82ppt 至 48.87%, Q2 毛利率与 Q1 基本持平, 预计全年毛利率将稳中有降。从现金流角度看, 1H 经营活动净现金流为 9.82 亿元, 同比增长 67.86%, 其中 Q1/Q2 分别为-7.72 亿元/17.54 亿元, Q2 现金流得到明显改善。

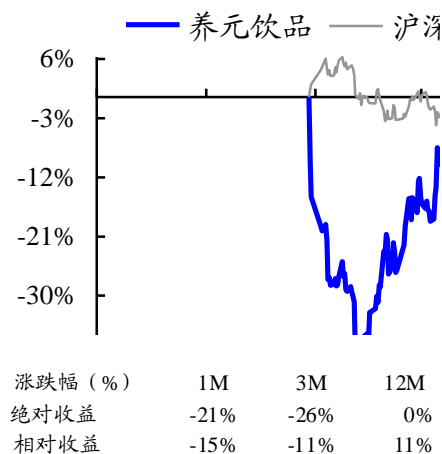
**广告投入策略发生改变, 销售费用率大幅下降:** 1H 公司 1H 销售费用率为 11.48%, 同比大幅降低 3.65ppt, 主要原因系公司调整了广告投入策略, 广告费下降 46.83% 至 1.32 亿元, 导致销售费用出现阶段性下降。1H 管理费用率为 0.98%, 小幅提高 0.21ppt, 其中职工薪酬同增 45.45% 至 1600 万元、咨询及服务费用增长 7.37 倍至 226 万元。1H 财务费用率为-0.49%, 同比降低 0.45ppt, 主要是上半年利息收入大幅提高所致, 1H2018 利息收入由去年同期的 190 万元提高至 2072 万元。期间费用率合计同比降低 3.89ppt 至 11.97%, 归母净利率则大幅提升 4.14ppt 至 31.42%。

**直销占比提高, 西南与东北市场增长较快:** 2018H1 公司经销/直销收入分别为 40.46 亿元/1.16 亿元, 同比增长 12.46%/72.13%, 直销渠道占比提高至 2.79%, 主要系电商渠道增速较快所致。分区域看, 华中、华东、西南、华北、东北、华南、西北等市场分别实现收入 11.94、12.61、7.44、6.51、1.23、1.12、0.77 亿元, 同比分别增长 10.66%、12.80%、24.27%、8.07%、23.56%、9.71%、17.29%, 华中、华东依然是公司的主要市场, 而西南与东北市场则增速较快。

**盈利预测与评级:** 预计 18-20 年公司 EPS 为 3.46、3.89、4.30 元, 对应 PE 为 15X、13X、12X, 维持“增持”评级。

股票数据	2018/8/16
6 个月目标价 (元)	69.20
收盘价 (元)	50.83
12 个月股价区间 (元)	49.01 ~ 113.37
总市值 (百万元)	38,289
总股本 (百万股)	753
A 股 (百万股)	753
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

### 历史收益率曲线



### 相关报告

《养元饮品 (603156): 受益成本及销售费用下降, Q1 净利润大幅增长》--20180416

《养元饮品 (603156): 17 年业绩下滑, 挖掘优势市场潜力为复苏蓄势》--20180409

《养元饮品 (603156) 新股报告: 植物蛋白饮料前景广阔, “六个核桃”奠定龙头地位》--20180201

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,900	7,741	8,434	9,279	10,118
(+/-)%	-2.38%	-13.03%	8.96%	10.02%	9.05%
归属母公司净利润	2,741	2,312	2,606	2,931	3,235
(+/-)%	4.61%	-15.65%	12.73%	12.47%	10.35%
每股收益 (元)	5.54	4.67	3.46	3.89	4.30
市盈率	9.18	10.88	14.69	13.07	11.82
市净率	4.21	3.43	4.17	2.93	2.82
净资产收益率 (%)	45.88%	31.51%	28.41%	27.45%	29.37%
股息收益率 (%)	0.00%	5.12%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	495	495	753	753	753

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

### 研究助理: 齐欢

执业证书编号: S0550116110059

### 联系人: 马雪薇

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	561	1,217	1,660	2,379
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	18	17	20	22
存货	887	744	807	873
其他流动资产	7,570	8,405	9,447	9,096
<b>流动资产合计</b>	<b>9,134</b>	<b>10,511</b>	<b>12,067</b>	<b>12,509</b>
可供出售金融资产	80	80	80	80
长期投资净额	1,190	1,190	1,190	1,190
固定资产	661	1,186	1,640	2,000
无形资产	133	136	139	140
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,056</b>	<b>2,517</b>	<b>2,895</b>	<b>3,186</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,190</b>	<b>13,028</b>	<b>14,962</b>	<b>15,696</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	223	291	324	346
预收款项	2,831	2,676	2,999	3,322
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3,764</b>	<b>3,766</b>	<b>4,195</b>	<b>4,595</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	89	89	89	89
<b>长期负债合计</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>89</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,853</b>	<b>3,854</b>	<b>4,284</b>	<b>4,684</b>
归属于母公司股东权益合计	7,337	9,174	10,678	11,012
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,190</b>	<b>13,028</b>	<b>14,962</b>	<b>15,696</b>

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>2,310</b>	<b>2,606</b>	<b>2,931</b>	<b>3,235</b>
资产减值准备	-32	40	25	25
折旧及摊销	64	64	67	69
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-336	-282	-295	-298
运营资本变动	125	-719	-682	676
其他	0	-835	-1,042	351
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2,133</b>	<b>1,610</b>	<b>1,961</b>	<b>3,631</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,077</b>	<b>347</b>	<b>357</b>	<b>354</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-1,148</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>1,829</b>	<b>2,594</b>	<b>3,154</b>	<b>3,424</b>

财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	4.67	3.46	3.89	4.30
每股净资产 (元)	14.82	12.18	17.33	18.01
每股经营性现金流量 (元)	4.31	2.14	5.19	6.38
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-13.03%	8.96%	10.02%	9.05%
净利润增长率	-15.65%	12.73%	12.47%	10.35%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	47.85%	50.48%	51.84%	52.72%
净利率	29.87%	30.90%	31.59%	31.97%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	0.94	0.72	0.77	0.78
存货周转率 (次)	71.66	65.05	65.93	66.59
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	34.43%	29.59%	28.63%	29.84%
流动比率	2.43	2.79	2.88	2.72
速动比率	2.19	2.59	2.68	2.53
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	13.86%	11.50%	11.70%	11.70%
管理费用率	0.84%	0.78%	0.80%	0.80%
财务费用率	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>分红指标</b>				
分红比例				
股息收益率	5.12%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	10.88	14.69	13.07	11.82
P/B (倍)	3.43	4.17	2.93	2.82
P/S (倍)	3.25	4.54	4.13	3.78
净资产收益率	31.51%	28.41%	27.45%	29.37%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 2017年水晶球食品饮料行业第二、2016年“Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融本科、硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyin@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn