

## 养元饮品 (603156)

公司研究/点评报告

# 去库存基本接近尾声，红牛安奈吉弹性可期

——养元饮品调研报告

点评报告/食品饮料行业

2020年09月22日

### 一、事件概述

近期我们调研了养元饮品，同公司就核心业务及红牛安奈吉业务进行了沟通。

### 二、分析与判断

#### ➤ 疫情显著拖累公司核心业务需求，去库存动作已接近尾声

20H1 公司实现收入 17.84 亿元，同比-48.40%；实现归母净利润 7.07 亿元，同比-44.22%。由于公司核心产品“六个核桃”礼赠属性较强，因此疫情对公司核心业务冲击明显。Q2 起公司着手进行渠道去库存动作，目前已基本接近尾声。目前渠道库存存在 1-2 个月之间，考虑到中秋国庆备货因素，基本为正常库存水平。不过由于疫情后渠道打款及承接库存能力减弱，同时今年春节较晚将使得渠道核心备货期延至 21Q1，预计 20H2 主业或仍是下滑局面，但 21Q1 在低基数基础上叠加春节错期备货，业绩端有望迎来明显弹性。

#### ➤ 公司引入红牛安奈吉培养中期第二增长曲线，合作为双赢之举

公司近期公告，孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司获得红牛安奈吉饮料系列产品经销商资质，在长江以北地区全渠道进行独家经销。红牛安奈吉由泰国天丝医药保健有限公司授权广州曜能量饮料有限公司负责国内运营，广州曜能量授权曜尊饮料（上海）有限公司进行销售。目前国内在售的红牛产品（黄罐）有三款，分别为红牛维生素功能饮料（华彬）、红牛维生素风味饮料（泰国天丝）及公司获得经销权的红牛安奈吉饮料，市占率分别为 85%/10%/5%。占 90% 份额以上的华彬红牛及天丝风味强势区域均为华南和华东，北方市场为相对弱势市场。我们认为双方合作将有望实现共赢。一方面，安奈吉将借助养元在北方强大的分销网络实施快速扩张；另一方面，养元也将借助安奈吉进一步增强产品布局、强化经销体系尤其是上线城市经销商盈利能力，有利于持续加固厂商关系，同时也能够在一定程度上缓解核心业务短期增长乏力的困局，培养中期第二增长曲线。

#### ➤ 安奈吉短期对养元贡献有限，看长期成长空间仍值得期待

据安奈吉核心供应商昇兴股份披露，其中山、成都、西安三大生产基地合计制罐产能 10 亿罐，灌装能力 7 亿罐（安奈吉另有部分灌装由紫江提供），满产产值折合销售口径约 60 亿元。自 19 年 5 月推出以来，安奈吉基本完成第一轮铺货，预计 19 年实现收入超 15 亿元（折合 2.5 亿+罐）。但 20H1 受疫情影响铺货短暂受阻，考虑到疫情基本得控叠加养元加入，20H2 大概率将环比提速。短期看安奈吉尚处培育期，相较华彬红牛差距明显，因此预计安奈吉短期对养元贡献有限，但考虑到天丝旗下两款产品具备更强的正统性及合法性，预计其未来有望在超 300 亿销售规模的红牛市场中逐渐取得更高的份额。

#### ➤ 坚定产业链延展，植物奶业务未来仍将是公司战略核心构想

植物奶是最大的蓝海市场，欧美消费市场如今正呈现动物奶份额下降、植物奶份额上升的趋势。按尼尔森统计，自 2015 年以来美国牛奶销售收入年化复合增长率为-5%，而包括燕麦奶、核桃奶等在内的植物基乳品则呈现快速增长趋势。因此，未来公司仍将聚焦发力植物奶业务，并以此作为公司未来的长期核心发展战略。

### 三、投资建议

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 52.30 亿元/65.15 亿元/73.16 亿元，同比分别-29.9%/+24.6%/+12.3%；实现归属上市公司净利润为 19.22 亿元/22.08 亿元/24.25 亿元，同比分别-28.7%/+14.9%/+9.8%，折合 EPS 为 1.52 元/1.75 元/1.92 元，目前股价对应 PE 分别为 18X/15X/14X。考虑到公司核心业务明年有望重回增长以及代理安奈吉有望逐步带来业绩增量，估值水平有望得到逐步修复。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**推荐**

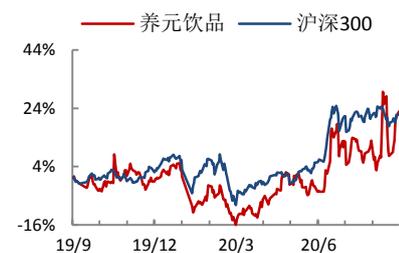
首次评级

当前价格： 27.18

交易数据 2020-9-21

近 12 个月最高/最低(元)	27.74/18.59
总股本(百万股)	1265.49
流通股本(百万股)	767.33
流通股比例(%)	61%
总市值(亿元)	343.96
流通市值(亿元)	208.56

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

#### 四、风险提示:

疫情反复影响礼赠市场，成本大幅波动，安奈吉销售情况不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,459	5,230	6,515	7,316
增长率 (%)	-8.4%	-29.9%	24.6%	12.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,695	1,922	2,208	2,425
增长率 (%)	-5.0%	-28.7%	14.9%	9.8%
每股收益 (元)	2.56	1.52	1.75	1.92
PE (现价)	10.5	17.6	15.4	14.0
PB	2.3	2.6	2.4	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,459	5,230	6,515	7,316
营业成本	3,518	2,478	3,059	3,427
营业税金及附加	73	54	65	74
销售费用	1,074	833	1,160	1,265
管理费用	64	58	81	91
研发费用	57	40	49	56
EBIT	2,673	1,769	2,099	2,402
财务费用	(64)	(39)	(49)	(28)
资产减值损失	(4)	9	1	8
投资收益	464	407	435	421
营业利润	3,351	2,407	2,754	3,030
营业外收支	8	(6)	1	(3)
利润总额	3,359	2,401	2,755	3,027
所得税	664	479	547	602
净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
归属于母公司净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
EBITDA	2,742	1,845	2,182	2,491
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	487	611	689	2165
应收账款及票据	44	27	36	39
预付款项	176	121	151	168
存货	735	299	1001	453
其他流动资产	1740	1740	1740	1740
流动资产合计	12580	12186	13007	13946
长期股权投资	1132	1539	1974	2395
固定资产	755	802	887	953
无形资产	126	118	111	104
非流动资产合计	2530	3012	3469	3888
资产合计	15110	15198	16477	17834
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	566	357	467	508
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2591	1940	2339	2667
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	2697	2046	2445	2773
股本	1055	1265	1265	1265
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12413	13152	14032	15061
负债和股东权益合计	15110	15198	16477	17834

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-8.4%	-29.9%	24.6%	12.3%
EBIT 增长率	-6.5%	-33.8%	18.7%	14.4%
净利润增长率	-5.0%	-28.7%	14.9%	9.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	52.8%	52.6%	53.1%	53.2%
净利润率	36.1%	36.7%	33.9%	33.1%
总资产收益率 ROA	17.8%	12.6%	13.4%	13.6%
净资产收益率 ROE	21.7%	14.6%	15.7%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.9	6.3	5.6	5.2
速动比率	4.6	6.1	5.1	5.1
现金比率	3.8	5.2	4.3	4.3
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.0	1.6	1.8	1.7
存货周转天数	76.3	74.4	75.4	74.9
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.6	1.5	1.7	1.9
每股净资产	11.8	10.4	11.1	11.9
每股经营现金流	1.6	1.2	1.2	2.3
每股股利	2.0	1.0	1.1	1.1
<b>估值分析</b>				
PE	10.5	17.6	15.4	14.0
PB	2.3	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	11.9	17.7	14.9	12.5
股息收益率	7.5%	3.7%	3.9%	4.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,695	1,922	2,208	2,425
折旧和摊销	73	85	84	97
营运资金变动	(638)	(141)	(345)	857
经营活动现金流	1,671	1,465	1,511	2,960
资本开支	197	75	104	89
投资	(2,698)	0	0	0
投资活动现金流	(2,507)	(75)	(104)	(89)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(2,257)	(1,265)	(1,329)	(1,395)
现金净流量	(3,093)	124	79	1,476

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。