

# 竞争压力较大影响当期业绩，培育 新品寻求突破

## 养元饮品 (603156)

### 事件

#### 发布 2019 年三季度报告

2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 48.81 亿元，同比-15.21%，归属上市公司股东净利润 17.31 亿元，同比-0.59%；单三季度收入 14.25 亿元，同比-10.59%，单三季度归属上市公司股东净利润 4.62 亿元，同比+6.82%。

### 简评

#### 受行业竞争加剧影响收入下滑

公司前三季度实现收入 48.81 亿元，同比下降 15.21%，单 Q3 来看营收 14.25 亿元，增长下降-10.59%。报告期内收入端压力较大，主要受整体消费环境不理想影响，同时公司产品礼品属性较强，同期伊利、蒙牛两大乳企价格竞争价位激烈，一定程度影响了公司产品的销售。从销售渠道来看，前三季度经销渠道实现收入 47.12 亿元，同比下滑 15.86%，经销商数量同比下滑一家到 1883 家。直销渠道 1.68 亿元，同比增长 8.54%，但占比仅 2.68%，对整体影响不大。从区域来看，报告期内，各个具体区域销售收入均出现大幅下滑，其中东北地区 (-29.82%)、西北地区 (-25.7%) 下滑幅度最大，成熟市场也表现出一定的压力：华东 (-13.40%)、华中 (-18.34%)、西南 (-10.27%)、华北 (-15.70%)。

#### 成本下滑毛利率提升

2019Q1-Q3 实现毛利率 51.85%，同比+2.6pct，Q3 实现毛利率 52.76%，同比+2.52pct。主要原因系年初公司进行一次统一调价，同时，报告期内公司主要产品原材料价格控制较好，出现一定程度下滑，期间生产加工机械化和自动化以及传统品类核桃乳的不断改良和深化也拉动毛利率稳步提升。

#### 销售费用持续增加，受益税收补贴净利润下滑下滑

公司 Q1-Q3 实现归母净利润 17.3 亿元，同比下降 0.59%，单 Q3 实现归母净利润 4.62 亿元，同比+6.82%，净利润表现优于收入表现，一方面报告期毛利提升拉动，另一方面报告期内享受高新企业税收优惠，所得税同比减少 1.49 亿，直接拉动利润表现。单 Q3 看，费用控制较好是同比利润增长的另一大原因。前三季度归母净利率 35.45%，同比+5.21pct，单 Q3 归母净利率 32.44%，同比+5.28pct。

请参阅最后一页的重要声明

**维持**
**增持**
**安雅泽**

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

**纪宗亚**

jizongya@csc.com.cn

18310009081

执业证书编号：S1440518100002

发布日期：2019 年 10 月 28 日

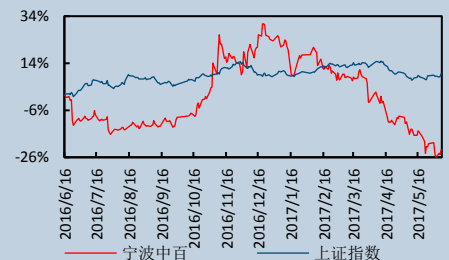
当前股价：52.69 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	13.07/15.29	11.32/10.8	43.48/28.22
12 月最高/最低价 (元)			54.26/31.79
总股本 (万股)			23,006.66
流通 A 股 (万股)			13,687.6
总市值 (亿元)			121.22
流通市值 (亿元)			72.12
近 3 月日均成交量 (万)			140.79
主要股东			
新疆国力民生股权投资有限公司			40.52%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 19.08.06 【中信建投食品加工】安井食品 (603345): 菜肴加速发力, 控费维持利润较快增长
- 18.10.30 【中信建投食品饮料】安井食品 (603345): 产品结构持续升级, 盈利能力稳步提升

具体费用看，前三季度销售费用 7.89 亿，同比+2.65%，销售费用率 16.16%，同比+2.81pct，主要系报告期内部分新品推广、维护市场份额等投入的广告宣传费、市场推广费有所增加。单 Q3 看，公司根据整体布局和投放节奏，适当控制，销售费用为 2.57 亿，同比-11.44%，销售费用率 18.05%，同比-0.18pct。前三季度公司不断完善管理布局，实现管理费用 4600 万，同比-5.82%，管理费用率 0.94%，同比+0.09pct；单 Q3 管理费用 0.14 亿，同比-8.73%，管理费用率 1%，同比+0.02pct。此外，报告期公司加大研发项目的投入，积极培育新品，继五星六个核桃之后，研发推出核桃咖啡、核桃发酵乳等新品，并升级现有部分产品配方，研发费用 1890 万，同比+37.98%。报告期内财务费用-5520 万，同比-93.77%，主要是公司财务费用中利息收入增加 2629 万，财务费用率-1.13%，同比-0.64pct。

#### 盈利预测：

预计 2019-2021 年公司实现收入 77.91、83.04、90.90 亿元，实现归母净利润 27.47、28.91、31.33 亿元，对应 EPS 为 2.60、2.74、2.97 元/股。

#### 风险提示：

食品安全风险，单一品类依赖过大风险，核桃乳受竞品竞争影响等。

#### 预测和比率

	2018A	2019F	2020F	2021F
营业收入（百万）	8144.24	7791.29	8304.12	9090.31
营业收入增长率	5.21%	-4.33%	6.58%	9.47%
净利润（百万）	2836.98	2747.10	2891.30	3133.16
净利润增长率	22.82%	-3.17%	5.25%	8.36%
EPS（元）	2.69	2.60	2.74	2.97
P/E	10.13	10.48	9.95	9.18

## 分析师介绍

**安雅泽**：执业证书编号：S1440518060003，食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

**纪宗亚**：执业证书编号：S1440518100002，中信建投证券食品饮料行业分析师，南开大学金融硕士，工科复合背景，专注乳品、休闲食品行业研究。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。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、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859