

养元饮品（603156.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月29日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	195.33亿	成长空间	★ ★ ★ ★ ★
当前股价	28.56	DDM估值 上行空间	-46%	盈利趋势	★ ★ ★ ★ ★
总市值	359.94亿	状态	高估	产业格局	★ ★ ★ ★ ★
PE-TTM	22.33	价值	213.11亿	护城河	★ ★ ★ ★ ★
PB-MRQ	4.00	动态估值 上行空间	-41%		
		状态	高估		

核心评级结论

养元饮品核心业务为“六个核桃”系列核桃乳，在核桃乳领域市占率超80%，品牌知名度高。我们认为未来公司成长空间偏弱，主要受制于核心产品增长乏力、新增长点缺失等问题；公司盈利趋势和产业格局中等，这源于植物蛋白饮料行业整体需求增长缓慢、市场竞争加剧，且存在消费者忠诚度偏低、新品牌冲击等不利因素；公司当前护城河较宽，凭借过往积累的品牌影响力和渠道优势，当前超额投资回报率表现优异，但长期来看，其超额盈利能力可能逐步减弱，品牌和渠道壁垒或遭侵蚀，因此综合评估其护城河等级为中等。

经测算公司当前市值为高估，我们认为当前市值可能已充分反映市场对于其中长期主业超额收益能力及跨界投资收益等乐观预期。

我们区别于市场的观点

我们认为养元饮品目前的市值已充分反映市场对“六个核桃”长期超额收益能力，以及对养元持有的长江存储股权未来大幅增值的乐观预期。“六个核桃”虽占据超80%核桃乳市场份额，但市场近年持续萎缩，外部竞争者冲击不断加剧，超额收益空间正在明显收窄。跨界投资方面，养元以16亿元入股长江存储获0.99%股权，但该投资尚未产生实质利润，且半导体行业波动风险显著，市场或已提前透支预期。此外公司金融资产占比高，公允价值变动风险较高，建议给予适当估值折价。

风险提示

“六个核桃”品牌和渠道优势若被超预期削弱或加强，可能造成公司市占率大幅波动、盈利能力剧烈变化；公司及子公司参与的投资行为较多，若相关投资标的（如权益投资、长期股权投资等）市值剧烈变动，易造成公司短期利润或资产价值大幅变化。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

1997年公司前身是河北元源保健饮品，由衡水电力实业总公司投资创立，1999年由老白干集团控股。2005年老白干集团将持有的公司全部国有产权转让给公司员工，自此养元饮品转为民营。同期2005年，养元饮品推出“六个核桃”核桃乳作为核心品类，确立“经常用脑，多喝六个核桃”的健康益智品牌定位，签约鲁豫为代言人，通过投放央视广告推动品牌从区域走向全国、风靡大江南北。

2. 业务介绍

对于养元饮品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

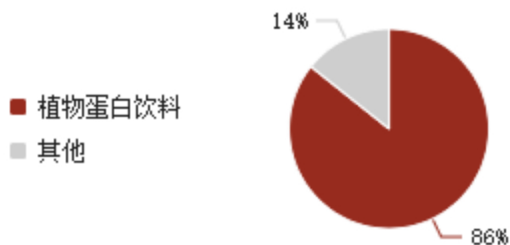
植物蛋白饮料：

植物蛋白饮料以大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子等为原料，营养价值高，具有不含胆固醇、不含乳糖、脂肪含量低、富含粗纤维等健康优势，对于“乳糖不耐症”人群来说是动物乳品的优质替代品。我国植物蛋白饮料市场规模预计在1000-1500亿元，长期仍具有渗透率提升空间。养元饮品所在的细分领域是核桃乳。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

其他：

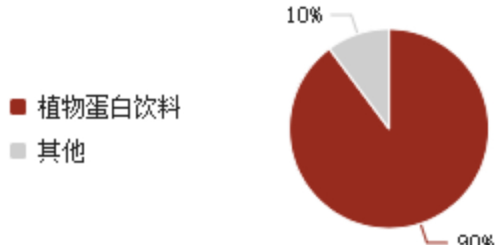
主要包括功能饮料等其他饮品。养元的孙公司鹰潭智慧健饮品，拥有红牛维生素牛磺酸饮料系列产品长江以北地区全渠道独家经销权。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

养元饮品的商业模式具备传统的食品饮料公司的典型特征，资产强度中等，营销强度中等且打法偏保守，同时客户集中度很低，依靠深度分销模式铺渠道，2024年全国经销商超两千家。公司对下游议价能力高，采用先款后货模式，应收账款较少。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司资产强度中等，2024年其固定资产对比年销售收入比例为17%。行业特性上，植物蛋白饮料需原料基地和灌装设备等固定资产；公司存货周转效率一般，2024年公司的存货周转率为4次，综上所述公司资产强度中等。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度中等，2024年销售费用率约11.8%，2025年预计将有所提高。消费品公司通常需要投入营销费用来建设品牌影响力、建设渠道以及推广新品，和其他消费品公司比较而言养元饮品目前的营销和销售策略相对偏保守。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度低，此为消费品的典型特征，下游是分散的渠道经销商，2024年全国经销商数量两千多家。出于此特征，公司面对下游渠道具有较高的议价能力，通常采取先款后货模式，现金流回款能力强，应收账款很少。

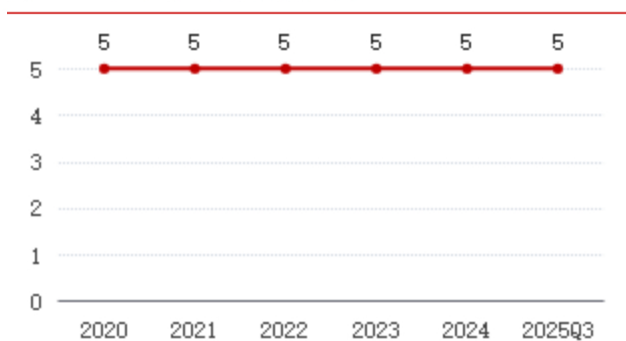
4. 历史经营绩效

公司近5年的盈利能力、业务控制力和股东回报能力非常优秀，净利率保持在20%以上，ROE在15%上下，分红率与股息率表现优异，24年股息率超6%。但其成长能力表现较弱，营收和利润规模出现负增长，主因行业竞争加剧、渠道业态变化，大单品“六个核桃”系列增长乏力，且缺少第二曲线支撑成长。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力很强，近5年一直维持高星级，2024年净利率为28.4%，对比饮料行业其他公司，具备显著的超额盈利能力。其强劲的盈利能力来源于：“六个核桃”品牌知名度高、家喻户晓，具有“保健补脑”及节日礼赠属性，售价相对较高；加上原材料核桃的价格持续走低，产品毛利空间丰厚；同时公司各项费用率均低于行业均值，综合使其形成高利润率的特征。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



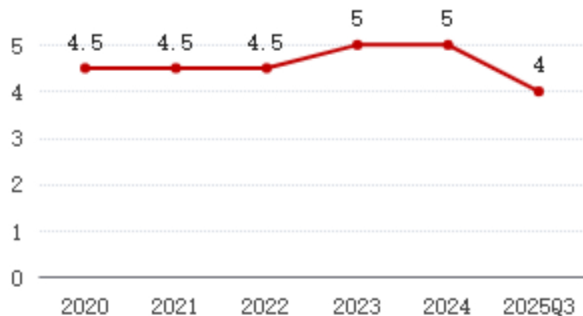
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力中等偏弱，过去5年营业收入CAGR约为-4%，净利润CAGR约为-8.6%。其收入及业绩下滑受到外部、内部因素的双重驱使：外部来看，疫情爆发后社会消费需求持续走弱，同时饮料行业竞争加剧，新品层出不穷；内部来看，公司对大单品“六个核桃”的依赖过重，但大单品已面临一定的品牌、渠道老化的问题，同时公司未能开发出有效的第二增长曲线，导致其增长表现不佳。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



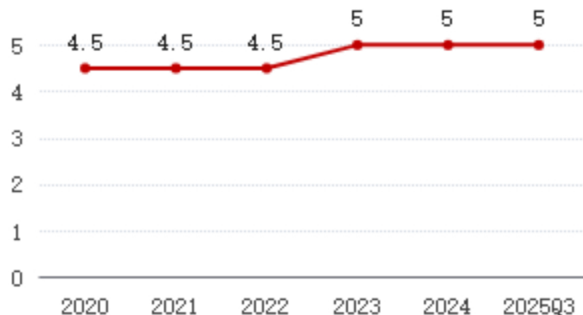
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力始终优秀。公司的上下游占款能力（应付票据和账款+合同负债占营业收入的比例）一直领先于饮料行业内其他公司，这得益于公司的品牌号召力强，以及与供应商建立深度绑定关系。此外，公司的现金流能力较好，盈利质量强。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力强，过去5年其一直维持15%上下的ROE，更重要的是其分红率和股息率非常高，2024年两项数据指标分别为99%和6.4%。

5. 四维评级

预计公司的盈利趋势和产业格局中等偏弱，主要因为植物蛋白饮料赛道竞争加剧，存在用户忠诚度不高、渠道恶化以及新品牌冲击等问题。预计公司的护城河中等，虽然公司当前凭借品牌和渠道优势维持较高资本回报率，但长期看超额盈利能力可能逐步减弱。预计公司成长性偏低，面临挑战，主要受制于原大单品增速放缓及缺乏第二成长曲线。

5.1 成长空间

★★★★☆

预计公司未来成长空间较低。行业层面:我国植物蛋白饮料渗透率仍有提升空间，但增速较缓，坚果乳品类短期仍将承压；公司层面:养元饮品高度依赖大单品”六个核桃“系列，但产品力及渠道老化问题已逐渐显现，此外目前第二增长曲线仍空缺，成长动能预计偏弱。

植物蛋白饮料(1.5星):

从行业与公司双维度分析：行业层面，我国植物蛋白饮料及坚果乳细分赛道仍存在渗透率提升空间，但受制于饮料行业竞争激烈，增长或将呈现缓速特征，短期内坚果乳品类可能承压。公司层面，养元饮品核心单品“六个核桃”经历二十年发展后已进入成熟期，近年销量持续下滑，且产品结构单一，叠加品牌老化、渠道创新不足等挑战，未来成长性或受限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

预计公司未来盈利趋势偏弱。主要由于饮料行业竞争加剧，可能削弱传统强者前期积累的优势；同时行业需求中短期可能仍较疲软，叠加公司产能存在过剩的情况，企业维持显著超额盈利能力的难度较高。

植物蛋白饮料(1.5星):

我们认为盈利趋势较弱主要基于以下判断：1) 行业竞争加剧，坚果乳等细分赛道集中度较低，跨界竞争者持续涌入，叠加渠道变革深化，传统龙头企业的品牌和渠道壁垒可能被逐步削弱；2) 植物蛋白饮料整体需求在中短期内预计维持疲软态势；3) 公司当前产能利用率存在过剩压力。综合来看，公司较难持续保持显著高于行业平均的盈利水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

植物蛋白饮料行业未来或维持中等竞争格局。由于产品具有同质化性质且缺乏成瘾性，消费者忠诚度一般，预计行业竞争将长期存在。尽管头部企业如养元饮品等在品牌认知和渠道布局上具备优势，但技术、产品创新等壁垒相对较低，新兴品牌仍有机会通过差异化策略打破现有格局。

植物蛋白饮料(3星):

植物蛋白饮料行业因产品功能性替代性强、消费成瘾性弱，且缺乏显著的价格优势，导致单一品类的用户忠诚度有限，预计行业将长期维持激烈竞争态势。养元饮品等头部企业虽在品牌影响力和渠道布局上具备一定壁垒，但其他方面的进入门槛相对较低，新竞争者仍有机会突破。综合来看，我们认为该行业的竞争格局属于中等水平。

5.4 护城河

★★★★☆

我们认为公司整体的护城河等级为中等。养元饮品当前护城河宽度很宽，体现在其极高的超额ROIC及领先的市占率，但持续性预计一般，长期超额盈利能力或将面临挑战。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
植物蛋白饮料	(5星) 护城河宽度很宽，主要得益于公司当前的盈利能力强劲，经壹评级调整测算后的超额ROIC达到72%；同时，公司在坚果类植物蛋白饮料赛道市占率排名第一，具备领先优势，品牌在全国范围内知名度较高；此外，公司的现金流状况较好，上下游控制力较高。	(3星) 我们认为公司的护城河由品牌和线下渠道优势共同构成，但预计护城河持续性中等，半显性期末年经壹评级调整测算后的超额ROIC缩窄至40%。主要原因是我们对于未来“六个核桃”大单品产品生命周期、品牌、渠道面临的老化问题存在一定担忧；且由于饮料行业竞争激烈、新进入者来势汹汹，预计公司品牌和线下渠道的比较优势将有所削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

经过壹评级测算，我们认为公司当前市值被高估，市场给予养元饮品较高估值的原因可能由于：1) 公司跨界投资半导体公司长江存储，带来想象空间；2) 对其“六个核桃”品牌强者恒强的认可。我们认为当前市值可能已充分反映以上乐观预期。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括:植物蛋白饮料、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

植物蛋白饮料:

收入假设:

由于赛道竞争加剧、渠道持续变革、产品面临老化问题,预计养元饮品核桃乳显性期5年的收入CAGR为-1%,其在坚果乳赛道的市占率从50%下降至40%(经壹评级测算)。半显性期预计收入增长CAGR为1%,弱于行业平均水平。

盈利能力假设:

1) 毛利率:显性期内预计核桃等原材料价格仍将位于相对低位,但是预计行业竞争加剧会导致毛利率下降,显性期内假设该业务的毛利率从46.5%下降至43.8%。长期来看,由于产业格局一般,预计公司的高盈利能力将继续面临下滑风险,我们假设半显性期末年毛利率下降至40%。

2) 期间费用率:由于竞争加剧,预计公司将需要投入更多销售费用率用于品牌建设、促销等,以维持市场份额。因此假设显性期末年销售费用率提升至14.5%,半显性期末年提升至约16.4%。假设其他费用率基本维持稳定。

其他:

收入假设:

主要涵盖红牛维生素牛磺酸系列功能饮料在长江以北地区的代销业务。但由于该系列红牛在我国红牛家族中销量占比仅约5%,且功能饮料行业也存在竞争加剧的趋势,加之北方地区出于气候和饮用习惯等原因,对于功能饮料需求上限不高,综合假设显性期内该业务收入由6.8亿提升至8.6亿,CAGR约5%。半显性期假设维持CAGR为2%的平均增速。

盈利能力假设:

1) 毛利率:假设显性期内毛利率约为31%,半显性期毛利率约30%。

2) 期间费用率:与植物蛋白饮料业务的相关假设相同。

表2: 公司整体业绩预测

养元饮品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	59.2	61.6	60.6	52.1	54.8	56.5	58.2	59.3
归母净利润(亿)	14.8	14.7	17.2	12.5	13.3	14.3	13.8	13.8
归母净利润增速(%)	-30.8	-0.6	17.3	-27.2	6.0	7.7	-3.3	-0.1
经营性净利润(亿)	13.8	14.7	16.0	11.5	11.7	11.5	11.6	11.6
经营性净利润增速(%)	-23.2	6.7	8.9	-28.3	1.6	-1.9	1.6	-0.5
经营性归母净利润(亿)	13.8	14.7	16.0	11.5	11.7	11.5	11.6	11.6
经营性归母净利润增速(%)	-23.2	6.7	8.9	-28.3	1.6	-1.9	1.6	-0.5

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

植物蛋白饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	56.5	57.1	53.7	44.7	46.9	48.3	49.8	50.8
收入增速(%)	-15.7	1.0	-5.9	-16.8	5.0	3.0	3.0	2.0
经营性净利润(亿)	13.5	14.2	14.3	10.6	10.8	10.5	10.7	10.7
经营性净利率(%)	23.9	24.9	26.5	23.8	23.0	21.8	21.5	21.0
经营性净利润增速(%)	-23.7	5.3	0.2	-25.3	1.4	-2.3	1.7	-0.5
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.7	4.5	6.8	7.4	7.9	8.2	8.4	8.6
收入增速(%)	35.1	68.2	50.8	8.8	6.0	4.1	2.2	2.2
经营性净利润(亿)	0.3	0.5	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
经营性净利率(%)	10.8	11.1	26.2	11.5	11.4	11.2	11.0	10.8
经营性净利润增速(%)	7.2	72.0	256.4	-52.1	4.6	2.1	0.9	0.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
植物蛋白饮料	1.0%	中低-	较好	较强	8.0%	11.67	10.7
其他	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.9
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
植物蛋白饮料(亿)	43.0	91.7	134.7	38.0	-	25.0	197.6
其他(亿)	3.1	7.6	10.6	4.8	-	-	15.5
公司整体测算(亿)	46.1	99.2	145.3	42.8	-	25.0	213.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
植物蛋白饮料(亿)	82.4	35.5	118.0	38.0	-	25.0	180.9
其他(亿)	6.3	3.3	9.6	4.8	-	-	14.4
公司整体测算(亿)	88.7	38.8	127.5	42.8	-	25.0	195.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。虽然行业处于成熟期，未来整体发展趋势可预测性较强，但是由于内部竞争格局可能波动较大、各品牌销售高频数据可跟踪性较低，公司自身的收入及盈利可预测性偏低，估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。