

评级变动报告

养元饮品 603156.SH



鉴于公司持有的长江存储1%股权因存储超级周期大幅重估，本期DDM估值与动态估值较上期分别上升98.12%与87.07%，但植物蛋白饮料主业基本面未显著改善，估值中枢上移主要源自投资资产重估。

主业增长承压：核桃乳赛道竞争加剧、产品老化，显性期收入CAGR约2%，市占率由50%降至40%，销售费用率上行叠加毛利率下行，主业盈利能力下滑。

股权资产重估是估值上行主因：参考半导体产业对长江存储价值的中性判断，公司持有的股权价值由25亿元上调至230亿元，推动DDM估值由195.33亿元升至386.99亿元。

综合评估，当前公司估值中枢显著抬升。养元饮品主业基本稳定但增长乏力，长江存储股权重估为估值主要支撑。考虑到主业盈利能力下行风险仍存，且股权价值受存储周期波动影响，估值上行更多反映资产端重估而非业绩改善，建议关注主业拐点与存储周期演进。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 386.99亿 (较上期+98.12%)
当前股价	46.45元	盈利趋势	★★★★☆	状态 高估 (上行空间-34%)
总市值	585.40亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	41.07	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 398.67亿 (较上期+87.07%)
PB-MRQ	5.91			状态 偏高估 (上行空间-32%)

公司盈利预测

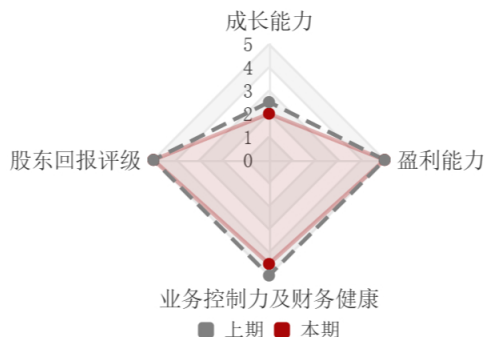
养元饮品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	61.6	60.6	53.4	56.9	57.9	58.8	59.8	60.6
归母净利润(亿)	14.7	17.2	12.6	13.5	13.3	12.6	12.7	12.5
归母净利润增速(%)	-0.4	17.3	-26.8	7.3	-1.2	-5.5	0.6	-1.6
经营性净利润(亿)	14.7	16.0	12.0	12.0	11.7	11.3	11.1	10.9
经营性净利润增速(%)	6.9	8.9	-25.5	-0.1	-2.4	-3.5	-1.1	-1.7
经营性归母净利润(亿)	14.7	16.0	12.0	12.0	11.7	11.3	11.1	10.9
经营性归母净利润增速(%)	6.9	8.9	-25.5	-0.1	-2.4	-3.5	-1.1	-1.7

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级2.5星，本期星级2.0星。

公司主营核心业务植物蛋白饮料（核心产品六个核桃系列）近年出货表现持续下滑，成长能力星级下降。

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级5.0星，本期星级4.5星。

公司主营核心业务植物蛋白饮料（核心产品六个核桃系列）近年出货表现持续下滑，存货、经营性资产周转放缓，ROE下降，业务控制力星级下滑。

估值评级

DDM估值上升+98.12%：上期 195.33亿，本期 386.99亿。**动态估值上升+87.07%：**上期 213.11亿，本期 398.67亿。

DDM估值较上期上升98.12%（由195.33亿元上升至386.99亿元），动态估值较上期上升87.07%（由213.11亿元上升至398.67亿元）。 主要原因为：存储超级周期，我们上调公司持有的股权价值（含长江存储1%的股权）从25亿上调至230亿元，参考半导体产业内对长江存储价值的中性判断。其饮料主业并没有发生基本面的显著改变。

盈利预测

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年的收入增速较缓,CAGR为2%,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46.9%下降至44.2%。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41.5%。

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%。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,综合假设显性期内该业务收入由6.8亿提升至11.8亿,CAGR约5.4%。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&半显性期毛利率维持20%上下;

2) 期间费用率: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,假设显性期末年销售费用率由12%提升至13%,半显性期末年提升至约13.5%。其他费用率假设和植物蛋白饮料业务相同。

公司整体业绩预测

养元饮品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	61.6	60.6	53.4	56.9	57.9	58.8	59.8	60.6
归母净利润(亿)	14.7	17.2	12.6	13.5	13.3	12.6	12.7	12.5
归母净利润增速(%)	-0.4	17.3	-26.8	7.3	-1.2	-5.5	0.6	-1.6
经营性净利润(亿)	14.7	16.0	12.0	12.0	11.7	11.3	11.1	10.9
经营性净利润增速(%)	6.9	8.9	-25.5	-0.1	-2.4	-3.5	-1.1	-1.7
经营性归母净利润(亿)	14.7	16.0	12.0	12.0	11.7	11.3	11.1	10.9
经营性归母净利润增速(%)	6.9	8.9	-25.5	-0.1	-2.4	-3.5	-1.1	-1.7

数据来源:壹评级

公司分业务业绩预测

植物蛋白饮料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	57.1	53.7	44.3	46.9	47.4	47.9	48.3	48.8
收入增速(%)	1.0	-5.9	-17.6	5.9	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	14.2	15.1	11.4	11.4	11.2	10.8	10.7	10.6
经营性净利率(%)	24.9	28.1	25.7	24.4	23.6	22.6	22.2	21.7
经营性净利润增速(%)	5.5	6.1	-24.5	0.3	-2.1	-3.1	-0.8	-1.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.5	6.8	9.1	10.0	10.6	11.0	11.4	11.8
收入增速(%)	68.2	50.8	32.3	9.9	6.0	4.1	4.1	3.1
经营性净利润(亿)	0.5	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	11.1	13.9	6.3	5.2	4.6	3.9	3.4	3.0
经营性净利润增速(%)	72.0	89.6	-40.3	-8.3	-7.2	-12.2	-8.1	-10.1

数据来源：壹评级

动态估值

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	10.6
其他	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.4
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)	41.7	91.0	132.7	26.8	-	230.0	389.5
其他(亿)	0.8	2.9	3.7	5.5	-	-	9.2
公司整体测算(亿)	42.6	93.9	136.4	32.2	-	230.0	398.7

数据来源：壹评级

DDM估值

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	39.2	121.6	26.8	-	230.0	378.4
其他(亿)	1.9	1.2	3.1	5.5	-	-	8.6
公司整体测算(亿)	84.4	40.4	124.7	32.2	-	230.0	387.0

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。