



养元饮品 (603156)

小核桃创造大奇迹，期待多路径突破瓶颈

推荐（首次）

现价：47.85 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.hbyangyuan.com
大股东/持股	姚奎章/21.01%
实际控制人	姚奎章
总股本(百万股)	753
流通A股(百万股)	60
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	360.44
流通A股市值(亿元)	28.84
每股净资产(元)	14.01
资产负债率(%)	24.80

行情走势图



证券分析师

文献	投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN
刘彪	投资咨询资格编号 S1060518070002 0755-33547353 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋	一般从业资格编号 S1060117110064 0755-33547523 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN
-----	---

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- 二十年风雨砥砺前行，缔造核桃乳销量传奇：**公司是董事长姚奎章实际控制，管理层&员工广泛持股的民营企业。目前，公司已成为核桃乳行业绝对霸主，17年实现营业收入77亿元，大单品“六个核桃”具备较强市场竞争力。公司以经销模式为主，流通渠道占据主导地位，每年两次旺季签约实现全年大多数销售回款，通过自有+委托加工共5个生产基地覆盖全国市场。过去4年，虽然公司收入增速平缓，盈利能力保持稳健，归母净利润复合增速高达9.9%。
- 铸就宽广护城河，寡头地位巩固：**公司在产品、品牌、渠道、规模上均具备较强领先优势，强大的市场竞争力构筑宽广护城河，品类寡头地位已难以撼动。1)产品功能化定位，核心诉求精准，抓住消费者“健脑益智”潜在需求；2)聚焦式广告宣传，抢占消费者心智，“六个核桃”成为品类代言词；3)分区域定渠道独家经销模式，深挖市场潜力及保障经销商利润，“星级服务体系”满足经销商诉求，缜密监管体系维护市场秩序，经销商队伍忠诚度高、战斗力强；4)核桃乳市占率在95%以上，规模优势显著，盈利能力强于植物蛋白饮料竞争者。
- 期待多路径突破瓶颈，现金奶牛属性突出：**公司因外部环境变化&产品逐渐老化，短遇成长烦恼，但产品口感&营养升级，新品梯队蓄势待发，有望重塑产品组合竞争力，且仍有新增长点可供挖掘，期待公司通过四大路径重新打开发展空间：1)深度全国化仍有空间，公司终端数较其他县乡为主的饮料巨头仍偏少，且收入区域来源较集中，或成熟模式继续滚动复制，释放弱势区域潜力；2)进军一二线城市，开拓商超、电商渠道，寻找新增量市场来源；3)走出礼品消费，价格带与牛奶接近，“高考季”系列动作下，期待自饮市场取得突破；4)公司品牌运作能力及渠道操作能力可支撑品类多元化，或效仿娃哈哈等先辈打造饮品品类舰队，再造增长驱动引擎。此外，即使悲观假设下，参照旺仔牛奶&双汇火腿肠，竞争的趋势及费用投放的减少，公司净利率可以维持高位，是长期可持续的现金奶牛标的。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8900	7741	8286	8716	9200
YoY(%)	-2.4	-13.0	7.1	5.2	5.5
净利润(百万元)	2741	2310	2625	2804	3020
YoY(%)	4.6	-15.7	13.6	6.8	7.7
毛利率(%)	49.9	47.9	48.8	49.1	49.6
净利率(%)	30.8	29.8	31.7	32.2	32.8
ROE(%)	47.2	34.7	30.2	26.5	25.7
EPS(摊薄/元)	3.64	3.07	3.48	3.72	4.01
P/E(倍)	13.2	15.6	13.7	12.9	11.9
P/B(倍)	6.0	4.9	3.6	3.2	2.9

- **募投项目：完善营销网络& 20 万吨产能建设：**公司 IPO 募集资金净额 32.66 亿元，拟投资 29 亿元分 3 年用于营销网络建设及市场开发项目，主要为高强度的广告费用投入及商超渠道陈列优化。此外，公司拟投资 3.66 亿元用于年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目，以此替代 4 条老旧易拉罐灌装生产线。我们认为公司通过募投项目投入，有望维护品牌影响力、拓宽销售网络及缓解旺季产能不足问题，持续强化公司市场竞争力。
- **投资建议：**公司作为核桃饮品绝对霸主，功能化产品定位、品牌抢占消费者心智、出色渠道管控力及规模效应使得“六个核桃”寡头地位巩固。虽公司业务端逐渐遭遇瓶颈，但产品升级有望重塑竞争力，且仍有新增长点可供挖掘，期待公司通过四大路径重新打开发展空间。我们认为公司短遇成长烦恼，但业务仍具长期成长性，且悲观情形下也是现金奶牛型标的，当前估值下具备较强吸引力。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别 3.48、3.72、4.01 元，同比增 13.6%、6.8%、7.7%，对应 PE 分别为 13.7X、12.9X、11.9X，首次覆盖给予“**推荐**”评级！
- **风险提示：**1、食品安全风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生食品安全事故，或对公司的生产、经营造成重大不利影响；2、产品种类单一的风险：公司收入严重依赖核桃乳大单品，单品生命周期变化或对公司整体业绩造成影响；3、原料价格上涨风险：产品主要原材料易拉罐、核桃仁、白糖的价格波动性较大，价格大幅上涨或导致业绩不及预期。

正文目录

一、 二十年风雨砥砺前行，缔造核桃乳销量传奇	6
1.1 核桃乳行业先行者，“六个核桃”单品打天下	6
1.2 管理层高比例持股，充分释放经营活力	7
1.3 经销模式为主，多点基地布局覆盖全国	8
1.4 收入增速趋于平缓，历史业绩表现稳健	10
二、 铸就宽广护城河，寡头地位巩固	12
2.1 产品功能化定位，补脑概念深入人心	12
2.2 渠道管控力强，经销商忠诚度高	13
2.3 核桃乳绝对霸主，规模优势显著	15
三、 期待多路径突破瓶颈，现金奶牛属性突出	16
3.1 短遇成长烦恼，产品升级应对	16
3.2 深度全国化仍有空间，成熟模式滚动复制	17
3.3 进一二线城市&拓商超电商渠道，寻找新增量市场来源	19
3.4 期待即饮市场取得突破，或布局新品类开辟第二战场	20
3.5 悲观情形下仍是现金奶牛型标的	22
四、 募投项目：完善营销网络 & 20 万吨产能建设	23
4.1 完善营销网络，继续强化竞争力	23
4.2 新建 20 万吨产能项目，缓解旺季产能不足	24
五、 投资建议	24
六、 风险提示	25

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司收入、毛利严重依赖于核桃乳(2017)	6
图表 3	大单品“六个核桃”	6
图表 4	股权集中度较高，姚奎章为实际控制人	7
图表 5	公司前 9 大自然人股东情况	7
图表 6	公司主要通过经销商覆盖全国市场	8
图表 7	公司经销收入占总收入 99%左右	8
图表 8	经销模式细分渠道收入占比	8
图表 9	公司二季度和四季度集中销售回款	9
图表 10	公司 5 个生产基地高效覆盖全国市场	9
图表 11	公司整体委托加工量占比为 35.37%(2016)	9
图表 12	公司自产和委托加工成本构成(2016)	10
图表 13	主要原材料采购管理体系	10
图表 14	公司营收快速增长后趋于平稳	11
图表 15	公司 2017 归母净利润达 23.1 亿元	11
图表 16	公司毛利率持续抬升	11
图表 17	原材料采购价格同比和销售价格同比	11
图表 18	费用率中枢有所上升抬升	12
图表 19	销售费用构成中广告费、推广费占比提升	12
图表 20	功能化饮料大单品成长潜力大	12
图表 21	获得成功的功能化饮料定位	12
图表 22	《最强大脑》中植入六个核桃广告	13
图表 23	公司近 4 年广告费投入均在 2 亿以上	13
图表 24	分区域定渠道独家经销模式	14
图表 25	公司经销商退出数量处于较低水平	14
图表 26	公司前 800 名客户非常稳定	14
图表 27	公司存量经销商按持续合作年限划分(2017)	15
图表 28	六个核桃垄断核桃乳市场	15
图表 29	公司植物蛋白饮料产量远远领先同行	15
图表 30	公司各项指标与植物蛋白同业对比(2017)	16
图表 31	公司 ROE 远高于同业	16
图表 32	饮料品类增速在 16-17 年明显放缓	16
图表 33	常温酸奶大单品爆发式增长	16
图表 34	公司不同产品同质化较强	17
图表 35	采用 CET 冷萃技术的精典型产品	17
图表 36	跨界新品养元红枸杞饮料	17

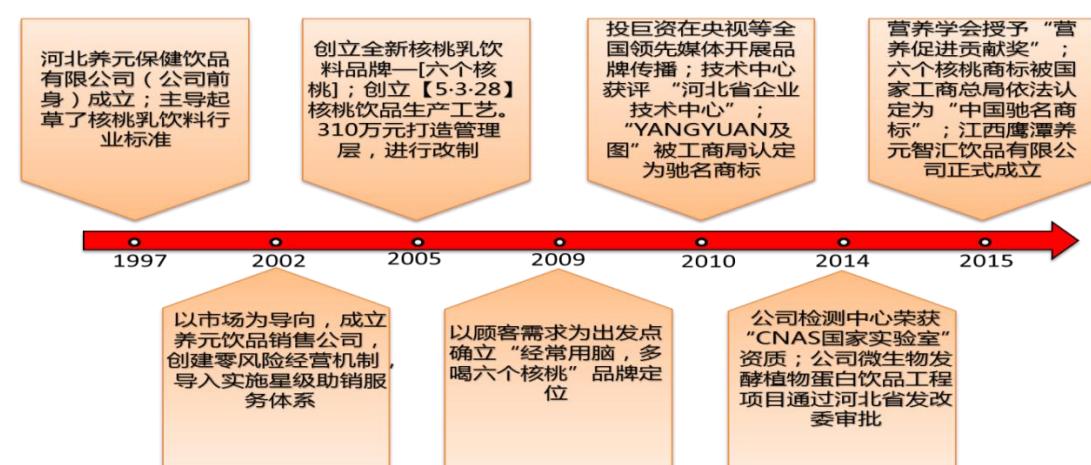
图表 37 公司网点数少于以县乡为主的食品饮料龙头	18
图表 38 公司主要市场份额集中在华北、华东、西南	18
图表 39 公司各区域发展情况	18
图表 40 公司前期在四川、江西扩张卓有成效	19
图表 41 16-17 年公司其他区域扩张乏力	19
图表 42 公司零售额以县城和乡镇为主	19
图表 43 公司零售额主要来源于食杂店	20
图表 44 现代渠道占快消品出货量的 42%	20
图表 45 六个核桃礼品消费属性明显，节日效应较显著	20
图表 46 公司主力产品精品型价格处于高端牛奶与低端牛奶之间	21
图表 47 公司产能利用率处于较低水平	21
图表 48 六个核桃展开高考季的系列销售与传播动作	21
图表 49 娃哈哈从单一品类发展为多品类饮料帝国	21
图表 50 双汇肉制品营业利润率处于高位	22
图表 51 中国旺旺乳品分部利润率持续提升	22
图表 52 公司股息率排名行业前茅	22
图表 53 公司 IPO 募集资金投入营销网络及产能建设	23
图表 54 公司品牌建设投入规划(单位：亿元)	23
图表 55 商超渠道建设投资及进度	24
图表 56 双卡板陈列	24
图表 57 衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目的投资概算(单位：亿元)	24
图表 58 行业可比公司估值情况	25

一、二十年风雨砥砺前行，缔造核桃乳销量传奇

1.1 核桃乳行业先行者，“六个核桃”单品打天下

河北养元智汇饮品股份有限公司是中国核桃饮品行业的先行者，是集研发、生产、销售于一体的大规模核桃饮品制造企业。公司成立于1997年，前身河北养元保健饮品有限公司隶属于衡水电力公司，1999年被老白干接管，国企体制下公司经营活力无法释放导致效益低下。2005年成为公司发展拐点，老白干将公司股权转让给以姚奎章为首的58名员工，且公司创造性推出“六个核桃”产品，产品线逐渐聚焦，自此公司走向发展快车道。目前，公司已成为我国核桃乳饮料产销量最大的企业，17年实现营业收入77亿元，年综合产能已达201万吨。

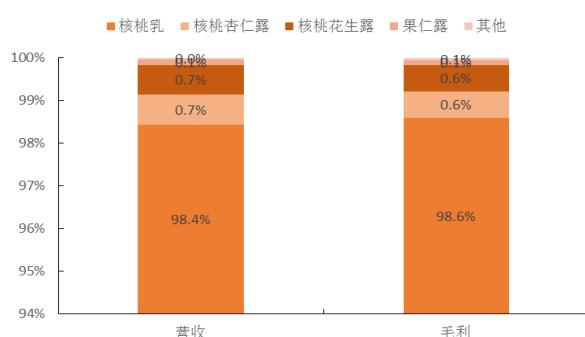
图表1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

产品结构较单一，聚拢资源打造大单品。公司产品的具体种类较多，有核桃乳、核桃花生露、核桃杏仁露、果仁露、杏仁露等，但核桃乳仍是公司的绝对主导产品，2017年核桃乳的销售收入、毛利占公司整体比重分别为98.4%、98.6%，产品主要用途为礼品消费、场合饮用、家庭饮用、日常饮用等。公司产品结构较为单一，但这主要是公司围绕打造“六个核桃”大单品而配置公司资源战略实施的结果，凭借资源聚焦投放，大单品实现价格带、渠道、传播的大突破，带动公司收入规模快速增长。

图表2 公司收入、毛利严重依赖于核桃乳(2017)



资料来源：wind，平安证券研究所

图表3 大单品“六个核桃”



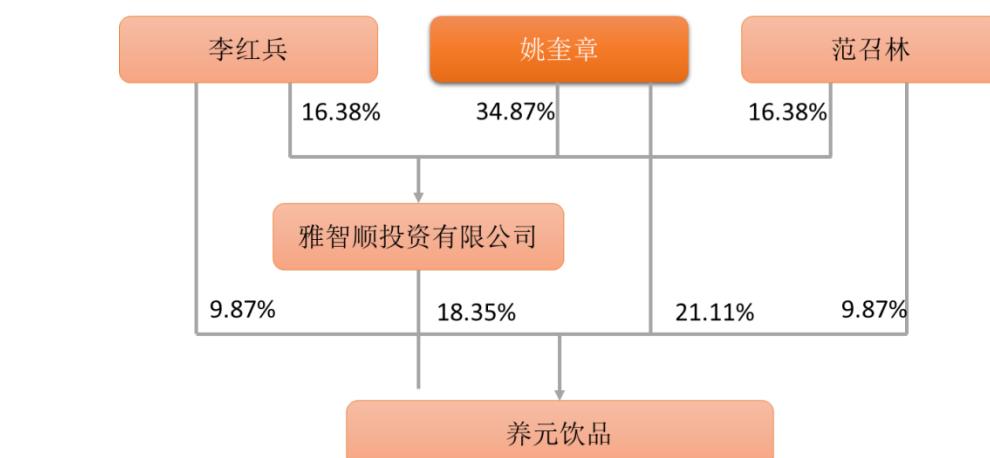
资料来源：wind，平安证券研究所

1.2 管理层高比例持股，充分释放经营活力

姚奎章为实际控制人，股东、管理层利益捆绑。2005年，以姚奎章为主要成员的58名公司员工从老白干集团收购公司，公司变更为姚奎章实际控制、包括董事、监事、高级管理人员、中层管理人员和基层普通员工在内持股的民营企业。2010年，公司向包括64名员工和20名经销商在内的86名自然人实施了增资扩股，员工持股队伍进一步扩大。截至2018年8月21日，公司董事长姚奎章直接持有约15,903万股，并通过一致行动人雅智顺投资有限公司间接控制13,823万股，合计控制公司39.46%的股权，为公司实际控制人。此外，公司前十大自然人股东中，多在公司担任高管职务，如姚奎章、范召林、李红兵分别担任董事长、总经理、副董事长职务。

我们认为公司得益于产权制度改革及员工持股，实现了股东、管理层深度利益绑定，从而极大激发公司的经营潜力，成为公司业绩高速增长的制度基础。

图表4 股权集中度较高，姚奎章为实际控制人



资料来源：公司公告、公司招股说明书，平安证券研究所

图表5 公司前9大自然人股东情况

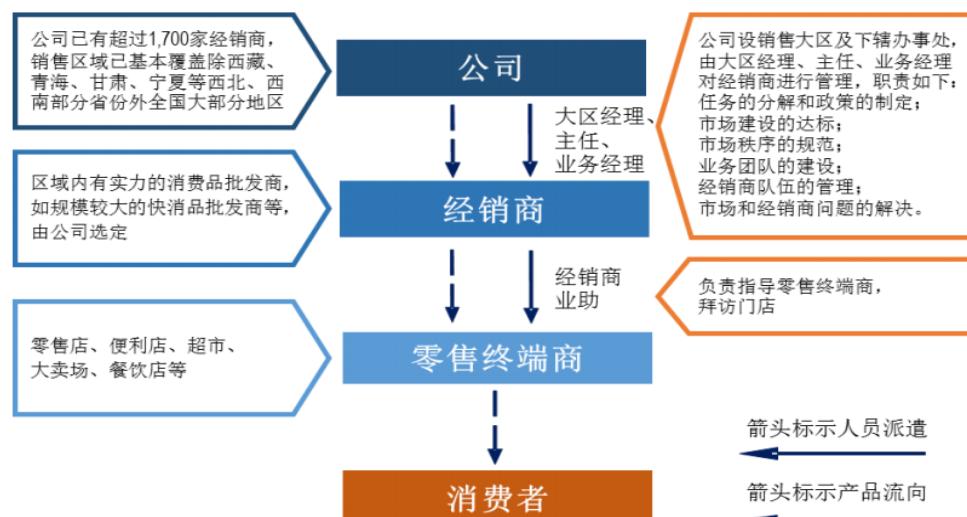
	持股数(万股)	持股比例	受让股份时身份	任职情况
姚奎章	15,903	21.11%	董事、总经理	董事长
李红兵	7,437	9.87%	副总经理	副董事长
范召林	7,437	9.87%	副总经理	董事、总经理
高森林	2,305	3.06%	工会主席	未知
支建章	1,400	1.86%	生产车间主任	未知
朱占波	1,400	1.86%	综合办主任	综合办经理、养元商贸监事
赵庆勋	1,400	1.86%	省外业务部经理	督导部经理、养元商贸执行董事
邢淑兰	1,400	1.86%	财务部经理	董事、财务负责人
润艳英	1,400	1.86%	供应部经理	未知
合计	40,084	53.21%		

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.3 经销模式为主，多点基地布局覆盖全国

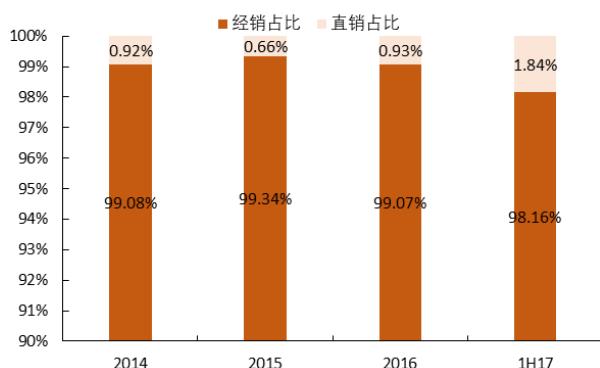
经销模式占据绝对主导，流通渠道强于商超渠道。公司以经销模式为主，产品通过卖断方式直接销售给经销商，再由经销商销售给零售终端商，最后由零售终端商直接销售给消费者。14-16 年，公司经销收入占公司全部主营业务收入比重平均达到 99%以上。除此之外，公司与部分大型商超、通过直销部在衡水市区、滁州市区、鹰潭市区以及通过电商渠道进行直销。从经销模式细分渠道来看，流通渠道(混合渠道绝大多数仍是流通渠道)占比远高于商超渠道，1H2017 混合渠道、流通渠道、商超渠道占比分别为 65.16%、30.46%、2.54%。

图表6 公司主要通过经销商覆盖全国市场



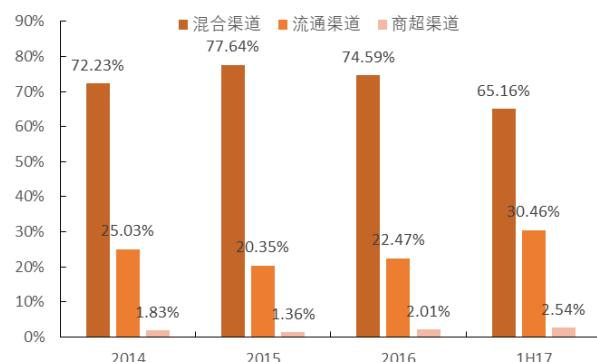
资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表7 公司经销收入占总收入 99%左右



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

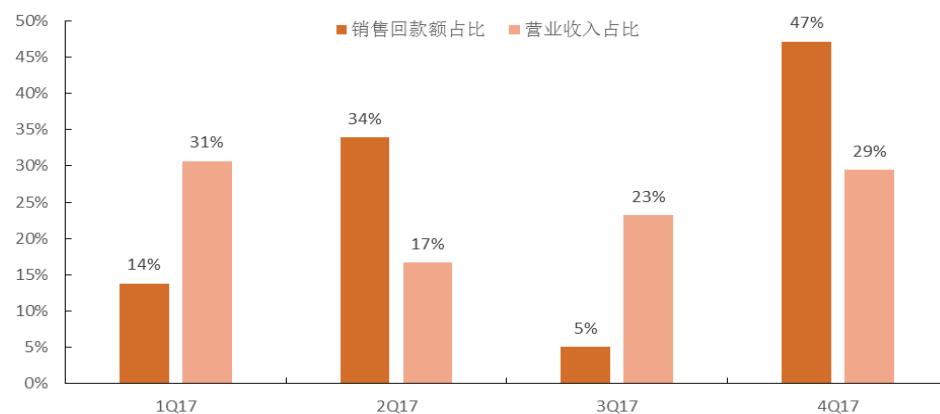
图表8 经销模式细分渠道收入占比



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

制定旺季促销政策，每年两次集中签约。春节、元宵节及中秋节前的 3 个月为公司销售旺季，为确保旺季销售，公司每年在 6 月和 11 月组织经销商进行两次大型签约活动。活动期间，公司给予经销商优惠政策，要求经销商与终端网点签订销售计划，终端网点需将承诺销量金额的 50% 预付给经销商，经销商需将终端网点预付金额及另外 50% 承诺销量的金额全部预付至公司。因此，公司主要销售回款集中在二季度、四季度，17 年 2Q17+4Q17 回款约占全年总回款的 81%。

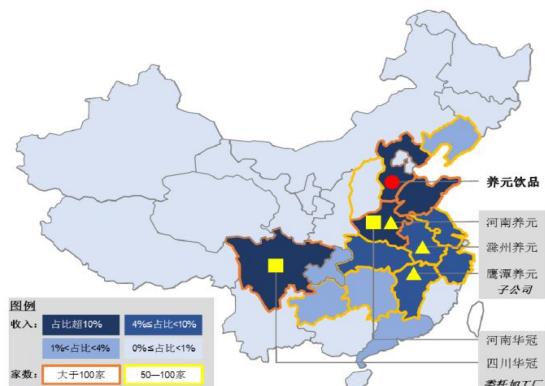
图表9 公司二季度和四季度集中销售回款



资料来源：公司公告，平安证券研究所

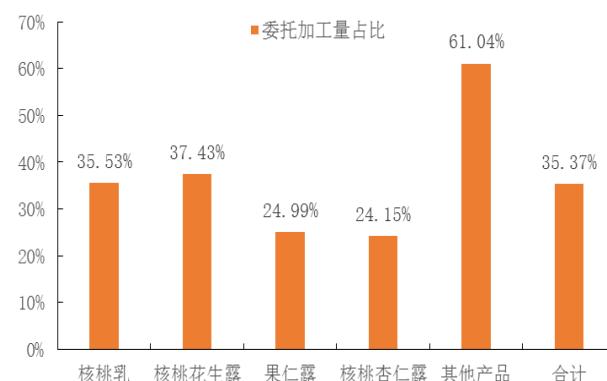
分散性基地稳定供应，高效覆盖全国市场。受产品重量大、单价低的约束，偏高的运输费用使得产品销售半径限制在 600 公里以内。公司为降低物流成本及提高产品供应的及时和稳定性，在原来衡水总部单一生产基地的基础上，逐步发展成为拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颍、四川简阳两个委托加工基地的布局。目前，公司及子公司拥有产能 136 万吨，委托加工商拥有产能 65 万吨，共计 201 万吨的产能，2016 年公司总产量约 99 万吨，委托加工量占比 35.37%。

图表10 公司 5 个生产基地高效覆盖全国市场



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

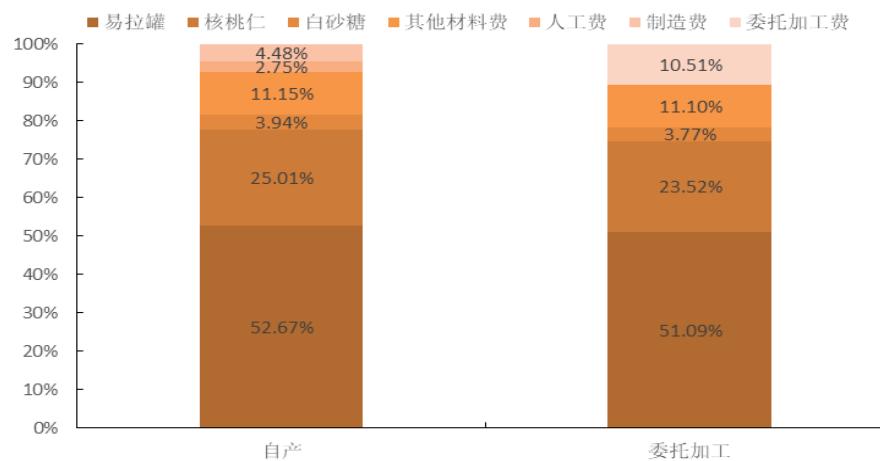
图表11 公司整体委托加工量占比为 35.37%(2016)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

采购体系成熟，成本控制力强。公司主要原材料为易拉罐、核桃仁、白砂糖，16 年分别占自产生产成本比重为 52.67%、25.01%、3.94%。为稳定原材料供应，获得采购价格优惠，公司构建成熟采购体系，易拉罐采取“多家竞争，阶段性锁定价格和数量”的采购策略，在生产和销售旺季前通过竞价和议价的方式与易拉罐供应商提前锁定价格和数量。核桃仁采取长期备货模式，至少保持 2 个月生产所需的库存量来平抑价格波动。白砂糖方面，至少保持 1 个月生产所需的库存量，公司参考白砂糖期货价格，与供应商确定白砂糖采购价格。

图表12 公司自产和委托加工成本构成(2016)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表13 主要原材料采购管理体系

类别	供应商选择	采购数量的确定	合同签订	采购价格的确定	结算方式	库存数量的管理
核桃仁	以核桃仁主产区所在地贸易商为主	长期备货	一般签订短期临时合同	据核桃仁产区当地的市场价格而定	收到货物和发票后结算；电汇	核桃仁采取长期备货模式，以保障原料供应，平抑成本波动
食品添加剂	一般每种食品添加剂选定行业内一个品牌供应商	根据预计产品销量及生产计划确定	签订短期临时合同	根据市场价格协商确定	到货后月结；电汇	用量较大的维持半个月用量的库存，其余则为一个月左右
易拉罐	长期合作的行业知名的易拉罐供应商	中秋、春节旺季根据预计销量确定期间数量；其余根据生产计划确定	每月签订合同	竞价和议价的方式提前锁定价格和数量	一般在对方开发出票后结算；电汇	库存格局各个品种的需求量备出5-7天的库存，然后再根据生产计划随时调货

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

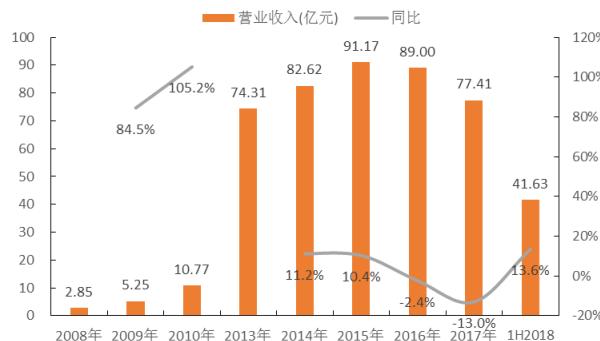
1.4 收入增速趋于平缓，历史业绩表现稳健

收入增速趋于平缓，盈利能力保持稳健。公司发展历程可粗略分为三个阶段：1) 05-09年，公司聚焦六个核桃单品，覆盖范围逐渐从衡水300公里为半径逐步扩展至冀鲁豫，叠加受益“三聚氰胺”事件，09年已实现5.25亿元的收入，初步完成原始积累；2) 10-13年，公司确立“经常用脑，多喝六个核桃”品牌定位，并投入巨资在央视等媒体开展品牌传播，实现快速的崛起，公司营收大增至13年74.31亿元，4年复合增速高达94%；3) 14年至今，整体消费低迷导致行业增长乏力、竞争加剧，公司营收增速放缓明显，14-16年营收增速分别为11.2%、10.4%、-2.4%，17年由于春节前移致使营收加速下滑，同比-13%。

与此同时，08-13年得益于收入高增长及持续提价，净利润从08年0.24亿元提升至13年15.82亿元；14年至16年，得益于成本端利好，公司归母净利润保持快于营收的增速，14-16年同比分别

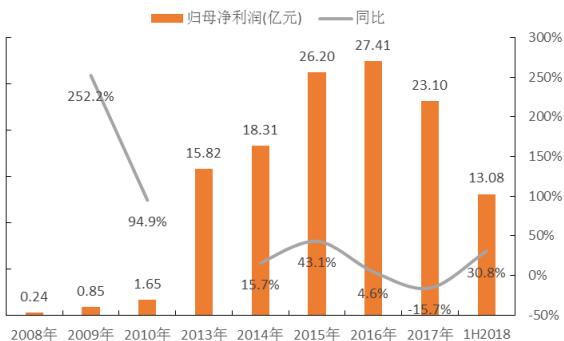
增 15.7%、43.1%、4.6%。17 年因收入下滑、包材价格上升及开拓商超渠道销售费用增加，公司归母净利润同比-15.7%。

图表14 公司营收快速增长后趋于平稳



资料来源：公司公告，平安证券研究所

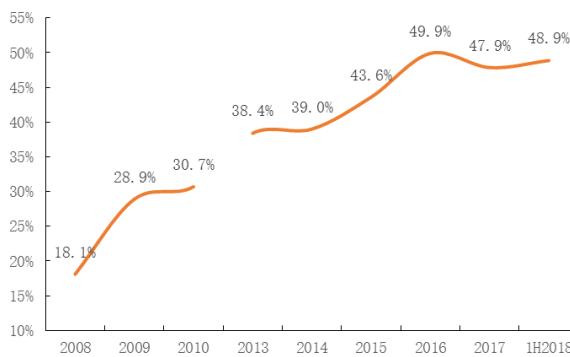
图表15 公司 2017 归母净利润达 23.1 亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

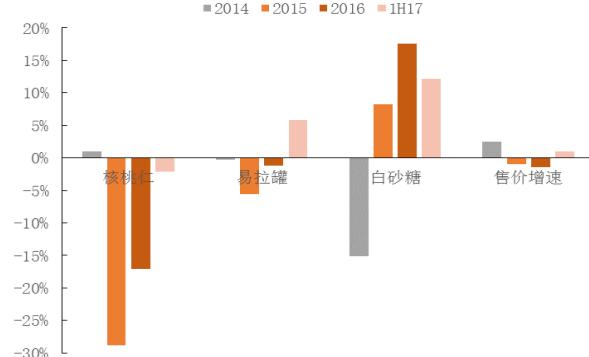
多因素推动毛利率中枢持续抬升。15-16 年，公司毛利率出现持续大幅提升，从 14 年 39.0%逐步提升到 16 年 49.9%。我们认为公司毛利率提升更多源自成本端的利好，期间产品平均售价略有下降，14-16 年均价分别为 2.1、2.08、2.05 元/听，而主要原材料核桃仁、易拉罐采购价格均有明显下降，核桃仁价格从 14 年 53.10 降至 16 年 31.36 元/公斤，易拉罐价格从 14 年 0.57 元/套降至 16 年 0.54 元/套。17 年因易拉罐和白砂糖价格上涨，致使毛利率同比下降 2 个 PCT 至 47.9%。

图表16 公司毛利率持续抬升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 原材料采购价格同比和销售价格同比



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

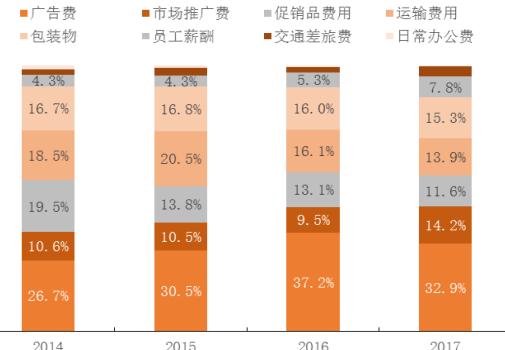
销售费用率持续走高，管理费用率维持低位。16 年以来，公司为培育一二线市场和拓展商超渠道，加大广告费、市场推广费等费用投放，使得销售费用率呈逐年走高态势，15-17 年销售费用率分别为 10.10%、12.05%、13.86%。公司管理费用率常年保持较低水平，15-17 年分别为 0.67%、0.75%、0.84%，低于行业的管理费用率得益于较高的管理效率以及管理层持股客观上降低薪酬水平。

图表18 费用率中枢有所上升抬升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 销售费用构成中广告费、推广费占比提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

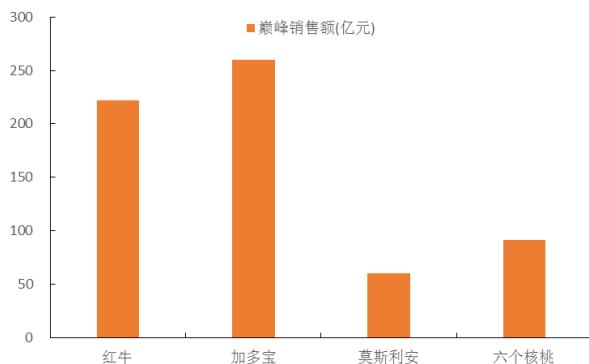
二、 铸就宽广护城河，寡头地位巩固

2.1 产品功能化定位，补脑概念深入人心

功能化饮料释放刚性需求，六个核桃围绕“健脑益智”布局。中国历史上有讲究药食同源的文化传统，消费者相信食物的性能作用能对身体平衡和生理功能产生影响，日积月累后影响作用会非常明显。功能化饮料引导这种刚性需求在食疗中释放，市场潜力较广阔，消费者购买欲望强烈。从过往历史来看，无论是以“抗疲劳”为特色的红牛、“怕上火”的王老吉还是“长寿”为主题的莫斯利安，均抓住消费者的潜在需求，创造出销量奇迹。

知识经济的发展及生活节奏的加快，过度用脑成为社会常态，衍生出巨大的补脑需求。核桃具有健脑益智的功效，而核桃乳又解决了核桃“难砸”、“味涩”的痛点，满足消费者的潜在需求。公司抓住产品“补脑”的特征，在大多数品类对产品没有定位、认识的时候，率先推出了“补脑”的概念，释放潜在健脑益智需求。

图表20 功能化饮料大单品成长潜力大



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 获得成功的功能化饮料定位

	推出时间	达到巅峰时间	产品定位	经典广告语
红牛	1995	11年	抗疲劳	困了累了喝红牛
加多宝	1996	17年	降火	怕上火喝加多宝
莫斯利安	2009	6年	长寿	长寿村的秘密
六个核桃	2006	9年	补脑	经常用脑多喝六个核桃

资料来源：公司公告，平安证券研究所

抢占消费者心智，“六个核桃”成为品类代言词。消费者对待事情的态度有惯性，对于第一个出现的事情，消费者容易接受，因此做品牌要抢先占位。公司“补脑”核心诉求精准，针对高强度脑力劳动群体的学生及商务人群进行宣传。在消费者心智空白时，六个核桃凭借精准聚焦、价值明确的宣传策

略率先抢占补脑饮料的心智定位，从而消费者对产品形成“补脑”固有认识，并凭借心智垄断排斥跟风品牌，成为核桃乳品类的代言词。

聚焦式广告宣传，投放触达精准人群。除了公司产品定位精准外，聚焦式的广告策略也尤为成功，大幅提升品牌热度。2010年，公司邀请具有“高智商”标签的主持人鲁豫代言六个核桃，电视广告登陆央视《新闻联播》后黄金时段，随后也独家冠名超高人气《最强大脑》以及签约央视《挑战不可能》、湖南卫视《好好学吧》、山东卫视《我是先生》等益智类节目。公司有针对性地投放广告，借助于大平台和大节目号召力，通过高曝光度吸引更大范围的目标客户群体的关注，获取有质量的流量，使得品牌很快被全国消费者所认知。

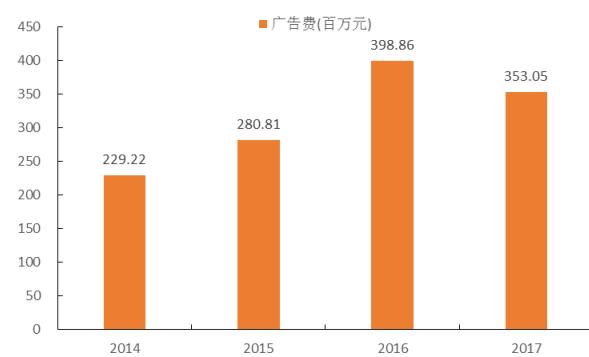
综合看，公司已成功率先抢占消费者“健脑”心智，奠定品牌领先优势，并持续斥巨资进行品牌维护，逐步在消费者心智强化产品的营养功能性属性和日常消费场景，竞争对手或想争夺消费者心智需付出更大代价，公司由此建立品牌护城河。

图表22 《最强大脑》中植入六个核桃广告



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表23 公司近4年广告费投入均在2亿以上



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 渠道管控力强，经销商忠诚度高

分区域定渠道独家经销模式，深挖市场潜力及保障经销商利润空间。公司采取分区域定渠道独家经销模式，通常一个县域市场为一个典型的经销区域，划定的经销区域的基础上，还要区分不同的经销渠道，一个经销区域或确定的经销渠道内只确定一家经销商独家经销，且经销商须直接对零售终端商销售。我们认为分区域定渠道独家经销模式相对其他快消品渠道模式具有较强的优越性，分区域、分渠道拓展经销商使得渠道渗透率大大提升，而各经销商划疆而治及渠道扁平化保障了经销商的利润空间。

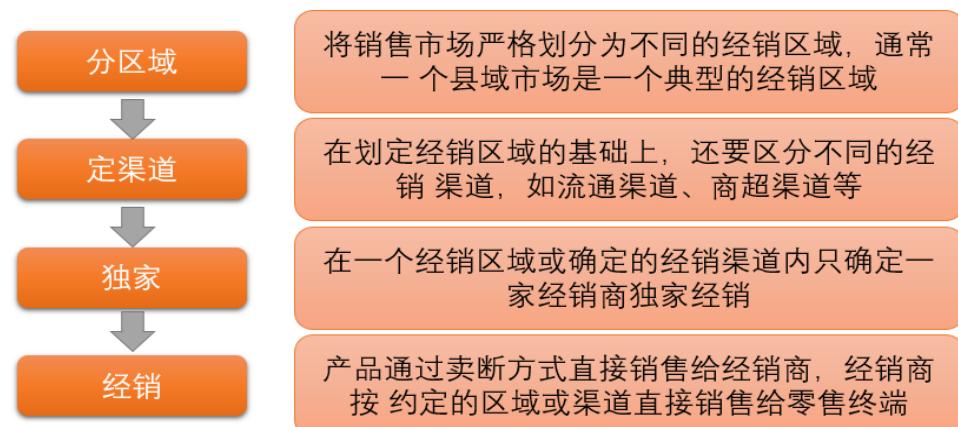
“星级服务体系”满足经销商诉求，缜密监管体系维护市场秩序。公司具备较强的渠道运作能力，为经销商提供“星级服务体系”。日常营销中，公司派出销售团队帮助经销商确定渠道价格、促销政策，掌握铺货技巧，培训业务员，并辅助经销商进行铺货、客户维护、终端生动化建设等工作，从而提升了网点质量，激发经销商的积极性。同时，公司形成一套缜密的渠道监控体系，保证市场秩序稳定：

1) 严控经销商库存。公司不会向经销商压货，并在部分月份，若经销商库存超过下月合同月度任务时，公司不再对其销售，以防止市场上大日期产品的形成。一般经销商在春节旺季从进货到出货的销售周期多在一个月以内。

2) 动态监测产品动销。公司对经销商业助人员每天、每月走访的终端门店数量进行了规定。走访时，公司要求经销商业助需将门店的有关情况拍照记录上传到系统，照片包含终端门店名称、整箱陈列、散听陈列和竞品陈列等，从而对经销商的铺货情况以及终端销售情况进行监测。

3) 督导员巡视终端。公司督导部派出督导员走访终端网点的情况来核查业务部的工作效果，考察内容包括终端网点的产品铺货情况、陈列、价格标签、生产日期、有无促销活动、竞品情况等，严查乱价&窜货。

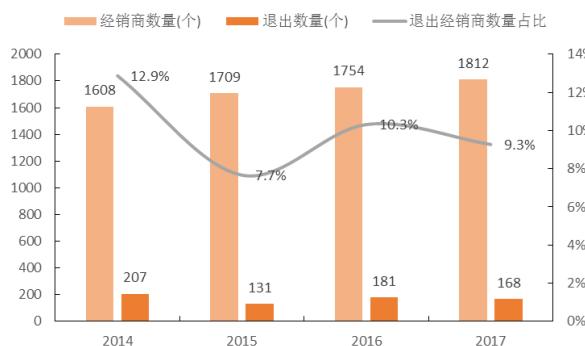
图表24 分区域定渠道独家经销模式



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

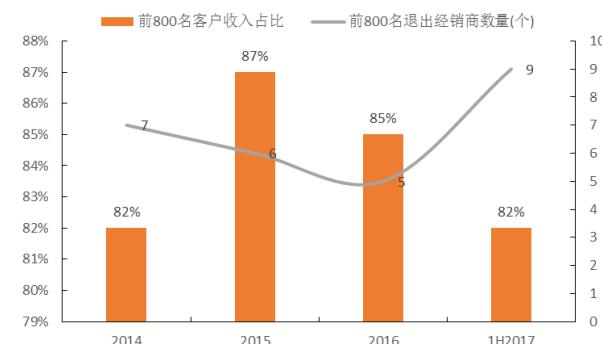
经销商队伍长期稳定，与企业共成长。得益于公司与经销商的精诚合作，经销商对公司充分信任，经销商团队保持长期稳定。公司近4年退出经销商占总体比重在7%-13%，各年退出与新增户合计销售金额占营业收入的比例均不到5%，处于较好水平，且覆盖公司营业收入80%以上的前800名经销商都非常稳定，每年退出数量不超过10家。2017年，公司合作4年以上的经销商占全部数量的67%，贡献收入占总收入的84%。

图表25 公司经销商退出数量处于较低水平



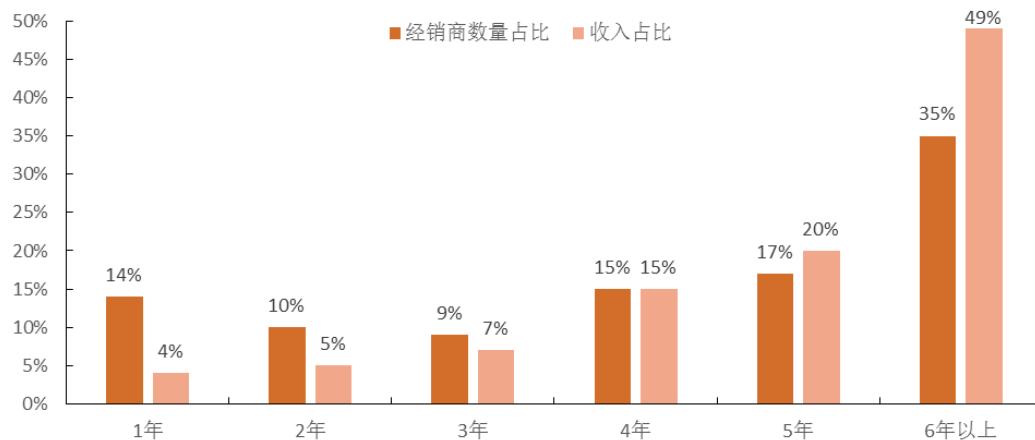
资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表26 公司前800名客户非常稳定



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表27 公司存量经销商按持续合作年限划分(2017)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 核桃乳绝对霸主，规模优势显著

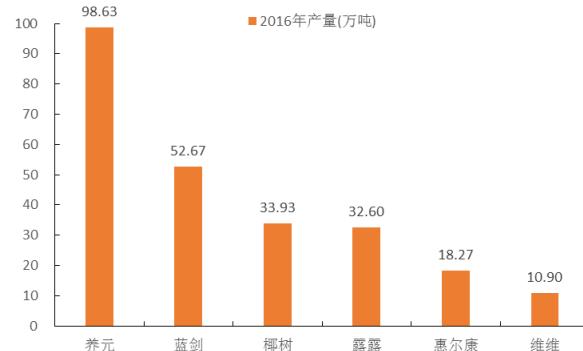
植物蛋白饮料龙头，核桃乳绝对霸主。主流植物蛋白饮料产品可分为核桃乳、杏仁露、花生乳、椰子汁、豆奶等品种。公司凭借核桃乳大单品，已成长为我国植物蛋白饮料产销量最大的企业。根据中国饮料工业协会的统计，在全国规模以上植物蛋白饮料厂家中，公司产量份额最高，保持在30%以上的稳定水平，并和竞争者拉开足够大差距，16年公司产量99万吨，远大于行业第二名蓝剑53万吨。此外，公司在核桃乳细分领域完全垄断，根据尼尔森数据，公司占据85%以上核桃乳市场份额。

图表28 六个核桃垄断核桃乳市场



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

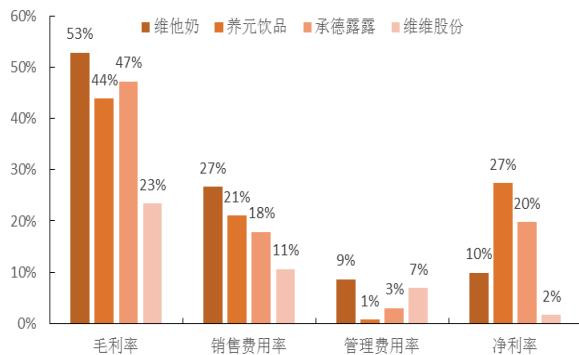
图表29 公司植物蛋白饮料产量远远领先同行



资料来源：公司公告，平安证券研究所

规模优势显著，盈利能力强于同业。公司促销主要有两类方式，一是经销商考核达标给予奖励，二是提供搭赠品、外购促销品或报销费用支持经销商。因公司将奖励经销商的商业折扣额度直接抵减收入，导致同业对比或有偏差。经过项目调整后，公司17年毛利率为44%，低于维他奶，与承德露露基本属于同一水平；销售费用率为21%，低于维他奶，略高于露露；管理费用率1%，处于行业最低水平；最终，公司净利率达到27%，处于行业最高水平，并与露露拉开7个pct的差距，ROE高达31%，远高于其他竞品。

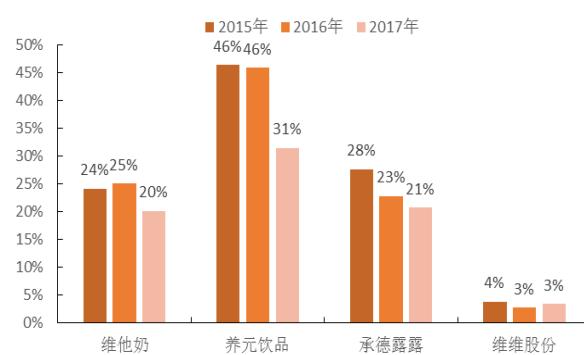
图表30 公司各项指标与植物蛋白同业对比(2017)



注：养元为商业折扣额度经过科目调整后的指标

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表31 公司 ROE 远高于同业



资料来源：wind，平安证券研究所

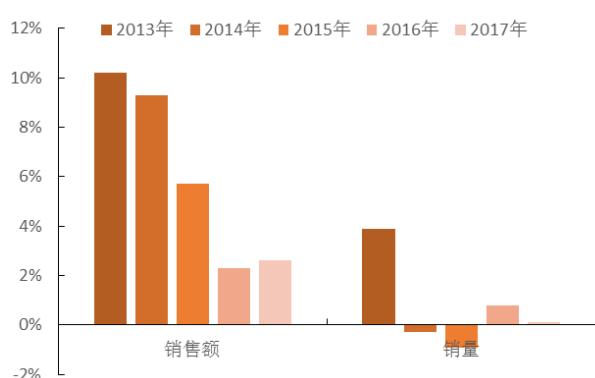
三、期待多路径突破瓶颈，现金奶牛属性突出

3.1 短遇成长烦恼，产品升级应对

外部环境变化&产品逐渐老化，公司短遇成长烦恼。公司营收在15年达到顶点，实现收入91亿元，16-17年连续两年下滑，收入逐步降至77亿元。我们认为公司收入下滑的有外部和内部两大原因：

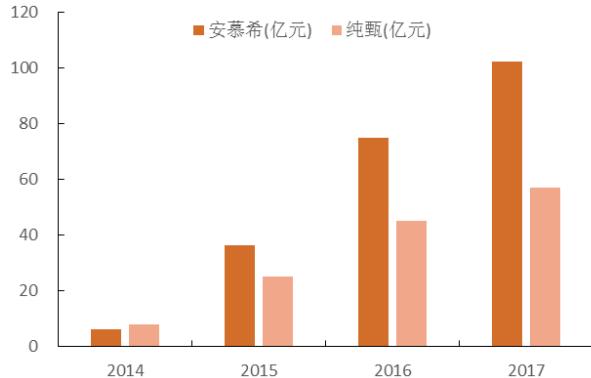
1) 外部市场环境发生较大变化。一方面，饮料需求趋于饱和，16-17年品类销售额增速仅2.3%、2.6%，较以往5%以上增速滑落明显。另一方面，公司产品主要用途是礼品，竞品多是价格带在60-70元之间的其他礼盒装食品饮料，随着常温酸奶的强势崛起，公司在城乡礼品市场遇到强劲的竞争对手。

图表32 饮料品类增速在16-17年明显放缓



资料来源：凯度，平安证券研究所

图表33 常温酸奶大单品爆发式增长



资料来源：草根调研，平安证券研究所

2) 产品更新换代慢，吸引力下降。公司自06年推出六个核桃后，虽后续针对不同人群、渠道开发出以智尊智圣、易智状元、精品型六个核桃为代表的不同档次系列产品，但产品之间同质化仍较强，产品在口感、配方、色泽、外观上差异并不明显，导致消费者关注度逐渐下降。

图表34 公司不同产品同质化较强

主要产品	精品型	易智状元	易智养元	智汇乐源	添加磷脂
外观					
差异	主力产品	无糖, 更健康	添加益生元	添加葡萄糖酸锌	添加磷脂

资料来源：公司官网，平安证券研究所

口感&营养再升级，新品梯队蓄势待发。18年，公司成功攻克全核桃 CET 冷萃工艺，通过独创的靶向脱离工艺，有效去除了核桃仁种皮的苦涩物质，并完整保留了核桃仁及种皮营养，核桃蛋白、脂肪等营养成分利用率提高至 97%以上，实现口感和营养的再提升。公司采取 CET 冷萃技术生产的精典型“六个核桃”核桃乳已经开始发售，且跨界新品养元红枸杞饮料完成上市工作，后续“5 星”六个核桃和发酵型核桃乳也将于近期上市。我们认为公司新品与以往有存在较大差异，满足了消费者对产品营养、口感更高层次的需求，有望提升产品组合的整体竞争力。

图表35 采用 CET 冷萃技术的精典型产品



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表36 跨界新品养元红枸杞饮料



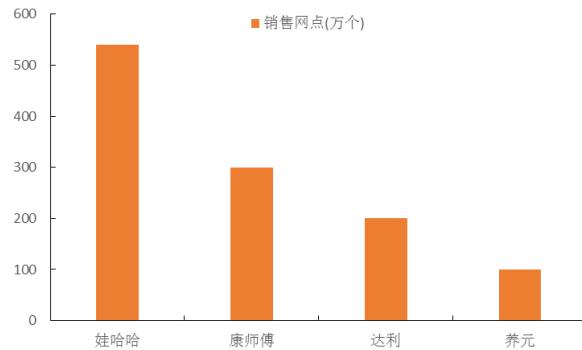
资料来源：百度图片，平安证券研究所

3.2 深度全国化仍有空间，成熟模式滚动复制

县乡市场深耕存潜力，区域收入来源不均衡。公司产品主要在县乡市场销售，经过多年深耕，建立了网点众多、覆盖面广、渗透力强的销售网络。截至 17 年底，公司共有约 1800 家经销商，覆盖终端数量超过 100 万家，销售区域已基本覆盖除了西藏、青海、甘肃、宁夏等省份以外的全国大部分地区。从网点数而言，公司较同样以县乡市场为主的娃哈哈、康师傅、达利等食品饮料龙头仍明显偏少，或说明公司待开拓网点仍有 100 万个以上。

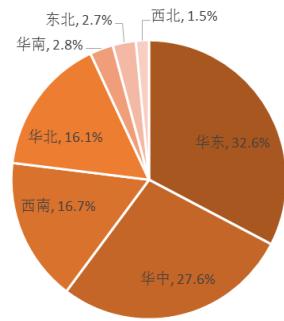
公司的现有市场主要集中在华东、华中、西南及华北，17 年收入占比分别为 32.6%、27.6%、16.7%、16.1%，河南、河北、山东、四川等人口大省为公司主要收入来源地，贡献 50%的总收入。广大的华南、东北、西北市场收入占比仍明显偏小，17 年收入贡献分别仅 2.8%、2.7%、1.5%。这或说明公司虽然实现全国化销售，但仍具有较强区域化色彩，存在继续深化扩张的潜力。

图表37 公司网点数少于以县乡为主的食品饮料龙头



资料来源：公司公告，草根调研，平安证券研究所

图表38 公司主要市场份额集中在华北、华东、西南



资料来源：Wind, 平安证券研究所

成熟模式滚动复制，释放弱势区域潜力。纵观公司发展历程，采用滚动复制的扩张模式，首先在河北深耕，后续开拓山东、河南市场，再次发展江苏、浙江、安徽市场，然后再开发四川、江西等市场。我们用收入/常住人口分析，认为收入/常住人口在 9 以上为成熟区域，仅有河南、山东、河北、四川、江西符合标准，江苏、安徽、湖北、浙江高于 5.57 的全国水平，但距离成熟仍有差距，其他区域收入/常住人口仅 2.18，有广阔的提升空间。

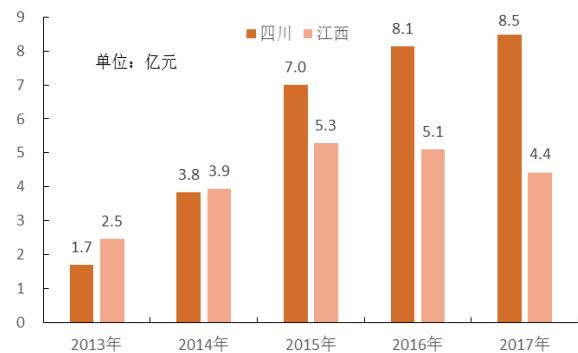
我们认为公司收入区域分布与历史异地扩张进程一致，前期四川、江西市场快速发展也说明公司仍具备较强新市场开拓能力以及南方市场也具备送礼的潜在需求，而近年其他区域(除核心 9 省)增长乏力或是由于行业环境变化下公司精力聚焦核心市场。18 年，公司收入端企稳迹象明显，有望重启扩张进程，在“立足华北、华东、西南，发展全国市场”策略下，进一步补足短板，释放弱势区域潜力。

图表39 公司各区域发展情况

	收入(百万元)	常住人口(万人)	GDP(亿元)	收入/常住人口	收入/GDP
全国	7,741	139,008	827,122	5.57	0.94
河南	1,100	9,559	44,988	11.51	2.45
山东	989	10,006	72,678	9.89	1.36
河北	960	7,520	35,964	12.77	2.67
四川	848	8,302	36,980	10.21	2.29
安徽	523	6,255	27,519	8.36	1.90
江苏	597	8,029	85,901	7.43	0.69
江西	443	4,622	20,819	9.57	2.13
湖北	360	5,902	36,523	6.10	0.99
浙江	320	5,657	51,768	5.66	0.62
其他	1,598	73,156	413,982	2.18	0.39

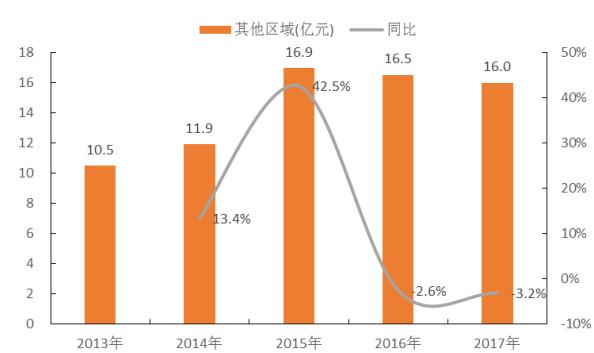
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 公司前期在四川、江西扩张卓有成效



资料来源：wind，平安证券研究所

图表41 16-17年公司其他区域扩张乏力



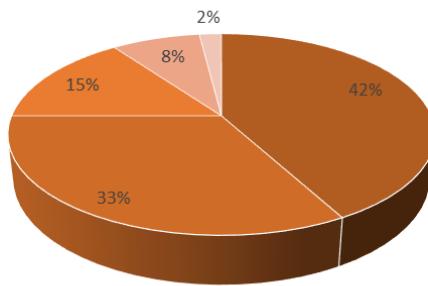
资料来源：wind，平安证券研究所

3.3 进一二线城市&拓商超电商渠道，寻找新增量市场来源

从“农村包围城市”到“城市引领未来”。2014年以前，公司以“农村包围城市”为市场开发战略，精耕三四线及以下市场，抢占传统“小而杂”的流通终端，在低线城市占据行业绝对主导地位。2016年以来，公司发展重心逐渐转向一二线城市，集中资源依托有竞争力的少数产品进行前期突破。尼尔森数据显示，公司县乡零售额占到总零售额的3/4，地级市仅占总零售额的15%，代表一二线城市的重点城市、省级城市分别占零售额的2%、8%。我们认为一二线城市较三四线城市具备更好的植物蛋白饮料消费基础，且消费市场容量甚至高于三四线城市，若公司在一二线城市开拓顺利，有望打造新增长引擎。

图表42 公司零售额以县城和乡镇为主

■ 乡镇 ■ 县城 ■ 地级市 ■ 省级市 ■ 重点城市

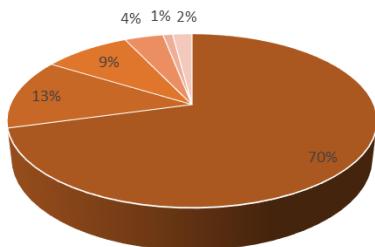


资料来源：尼尔森，平安证券研究所

重做商超&发力电商，期待新渠道取得突破。2017年，公司营销策略由“流通为主，商超为辅”向“流通、商超并重，持续发力电商”转型。尼尔森数据显示，公司70%零售额发生在食杂店，代表现代渠道的商超(小型超市、超市、大卖场、便利店)占比不足30%，这与现代渠道占快消品出货量的42%的比例仍偏低。此外，公司1H17电商收入占比仅0.56%，远低于9%的行业电商占比。我们认为商超和电商均是公司的空白市场，操作难度或大于传统渠道，在公司资源投入及不断试错下，期待新渠道取得突破性进展。

图表43 公司零售额主要来源于食杂店

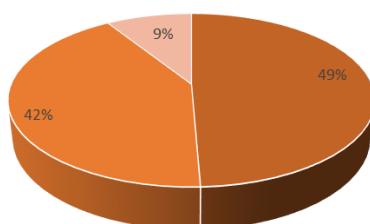
■ 食杂店 ■ 小型超市 ■ 超市 ■ 大卖场 ■ 便利店 ■ 其他



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表44 现代渠道占快消品出货量的 42%

■ 传统通路 ■ 现代通路 ■ 线上

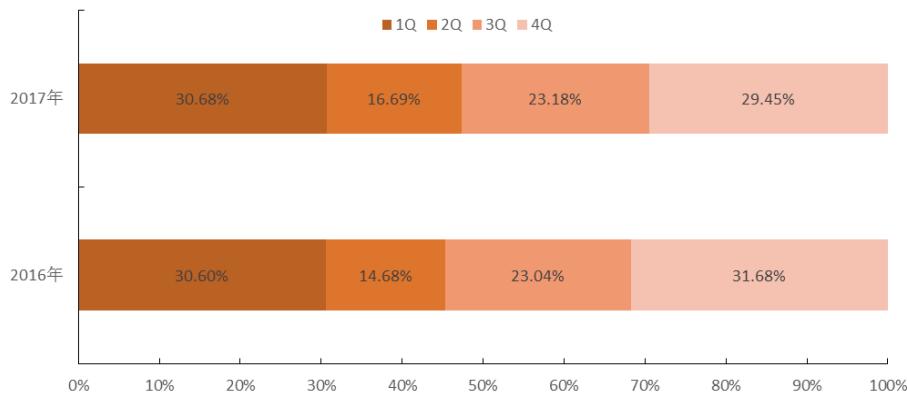


资料来源：凯度，平安证券研究所

3.4 期待即饮市场取得突破，或布局新品类开辟第二战场

礼品属性限制场景，季度间波动剧烈。六个核桃具有较强的礼品消费属性，消费者由于“益脑”选择公司产品当作礼物在逢年过节送给亲朋好友，这一现象在农村地区尤为普遍。因此，六个核桃销售具有较为明显的季节性特征，在我国传统节日如中秋节、春节等期间，市场需求集中释放。考虑经销商备货时间，一般销售旺季多集中在一年中的7-9月及12-2月。从季度收入占比看，一季度和四季度收入占比最高，2017年四个季度分别占比31%、17%、23%、29%。

图表45 六个核桃礼品消费属性明显，节日效应较显著



资料来源：Wind，平安证券研究所

价格带与牛奶接近，期待自饮市场取得突破，打开发展空间并提升产能利用率。六个核桃礼品属性导致天花板较低，限制了产品的持续发展潜力。参照京东价格，公司主力产品精品型价格在50元/12罐，已略低于常温酸奶和高端白奶的价格，说明公司产品在价格带上已经具备拓展即饮市场的潜力。近年，公司积极围绕学生群体进行品牌宣传，并展开了高考季的系列销售与传播动作，或逐渐打开广阔的自饮市场。

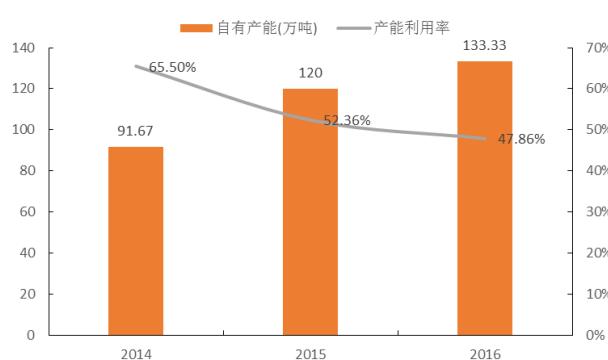
此外，公司产能利用率一直处于较低水平且季度间差异大，14-16年分别为65.50%、52.36%、47.86%，旺季月份产能利用率可高达90%以上，淡季月份产能利用率甚至低于10%。自饮需求季度间较为稳定，若公司成功在自饮市场取得突破，季度间收入有望再平衡，利于提升产能利用率，进一步释放业绩。

图表46 公司主力产品精品型价格处于高端牛奶与低端牛奶之间

产品	规格	价格(元)	单价(元/盒)
六个核桃精品型	240ml*12 罐	50	4.17
安慕希常温酸奶原味	205g*12 盒	55.9	4.66
金典纯牛奶	250ml*12 盒	58.5	4.88
伊利纯牛奶	250ml*24 盒	61.9	2.58

资料来源：京东，平安证券研究所

图表47 公司产能利用率处于较低水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 六个核桃展开高考季的系列销售与传播动作



资料来源：公司公告，平安证券研究所

遵循娃哈哈等先辈品类拓展路径，具备成为饮料帝国潜力。饮料行业细分品类间壁垒较食品更小，国内诸多饮料巨头均存在从单一品类向多品类扩张的过程。饮料龙头娃哈哈的发展历程很大程度就是产品拓展的过程，发展早期产品较为单一，以儿童营养液、果奶、八宝粥为主，1996年后逐渐进入含乳饮料、茶饮料、瓶装水、果汁饮料、碳酸饮料和功能饮料等领域，凭借营养快线、AD 钙奶、爽歪歪等大单品的成功及广泛的饮料产品线确立“饮料霸主”地位。我们认为六个核桃成功的背后是公司具备较强的品牌运作能力及渠道操作能力，兼具已经初具实力的销售网络及品牌认知度，具备成为饮料帝国潜力，公司正加强产业研究和其他大单品研究，并推出首个跨界新品养元红枸杞饮料，期待公司通过品类多元化打造饮品品类舰队，再次实现跨越式发展。

图表49 娃哈哈从单一品类发展为多品类饮料帝国

发展阶段	典型产品	阶段特征
企业初创期： 1987-1995 年	儿童营养液、果奶、八宝粥等	娃哈哈的经营模式初见雏形，1991 年兼并杭州罐头厂，产能快速扩张；开始探索联销体模式及保证金制度。
饮料帝国初见雏形： 1996-2004 年	AD 钙奶、瓶装水、茶饮料、果汁饮料、非常可乐、激活等	娃哈哈联销体模式发展成熟，渠道向县级市场充分渗透，对一线市场不断蚕食。
确立“饮料霸主”地位： 2005-2009 年	营养快线和爽歪歪	娃哈哈开始加强对乡镇二批的控制，在全国推广“车销”模式；推广新产品的力度和频率也大大提高，推出诸多细分单品。

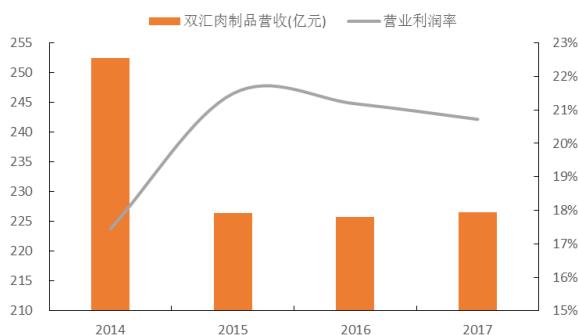
资料来源：百度，平安证券研究所

3.5 悲观情形下仍是现金奶牛型标的

核桃乳作为植物蛋白领域的一个创新品类，在公司的持续营销开拓下从个亿级发展成为百亿级品类。根据产品生命周期，即使六个核桃已步入衰退期，但六个核桃处于持续向阳的植物蛋白饮料行业，且独特补脑概念下可替代品并不多，叠加核桃乳绝对霸主地位，我们认为六个核桃相比其他饮料大单品具备一定的优势，悲观情形下也难像营养快线断崖式下滑，更大概率或像旺仔牛奶、双汇火腿肠持续小幅度下滑。

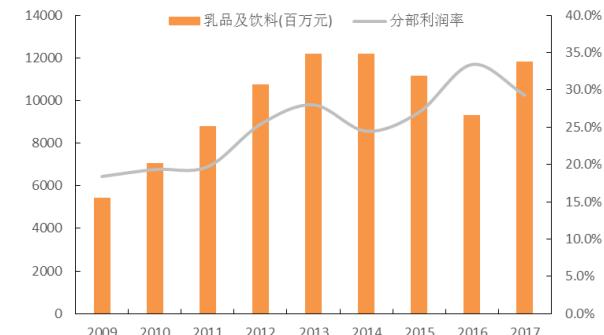
随着行业容量增长放缓甚至萎缩，竞争趋缓及费用投放减少能逐步提升利润率水平。如儿童奶市场，中国旺旺的旺仔牛奶占据市场近 60%份额，13 年以来行业增长乏力，但旺旺乳品分部利润率仍高位，17 年分部利润率 29.3%。如火腿肠市场，双汇肉制品市占率在 50%以上，行业增速低迷，但利润率仍然在较好水平，17 年肉制品营业利润率高达 20.72%。因此，即使在悲观情形下，我们认为六个核桃仍能长期维持较大销量规模，而竞争的趋缓及费用投放的减少，净利率可以维持高位，是长期可持续的现金奶牛标的。9 月 10 日，公司 2017 年股息率高达 5.4%，位列食品饮料行业第三。

图表50 双汇肉制品营业利润率处于高位



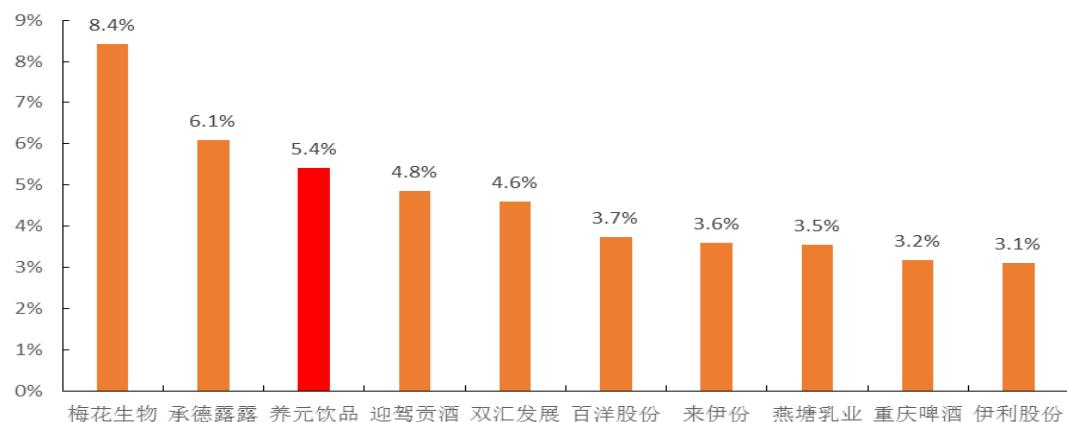
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 中国旺旺乳品分部利润率持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表52 公司股息率排名行业前茅



注：数据取自 9 月 10 日收盘

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、募投项目：完善营销网络 & 20 万吨产能建设

公司公开发行股票 5,380.50 万股，其中新股发行 4305.00 万股，股东老股发行 1,075.50 万股，发行价 78.73 元，募集资金总额 33.89 亿元，募集资金净额 32.66 亿元，拟投资于营销网络建设及市场开发项目及衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目，其中拟分三年投资 29.00 亿元用于营销网络建设及市场开发项目，拟分两年投资 3.66 亿元用于衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目。

图表53 公司 IPO 募集资金投入营销网络及产能建设

项目名称	投资总额 (亿元)	第一年	第二年	第三年
营销网络建设及市场开发项目	29.00	8.88	9.85	10.26
衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目	3.66	1.84	1.82	0
合计	32.66	10.73	11.67	10.26

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

4.1 完善营销网络，继续强化竞争力

公司拟投资 29 亿元用于营销网络建设及市场开发项目，具体可分为品牌建设(18.95 亿元)、商超渠道建设(9.16 亿元)、办事处建设(0.89 亿元)三方面，借此维护品牌影响力、拓宽销售网络及提升销售体系管理效率，持续强化公司市场竞争力，最终促进公司的盈利增长。

“强弱相间”的电视广告策略，持续高投入强化品牌力。公司计划在强势卫视频台维持较高广告强度，辅以地方频道差异化广告宣传，及广播报纸、户外广告、互联网等多种媒体推广，实现对公司产品和品牌进行立体式宣传。公司拟每年在中央电视台投放 1 亿元的广告支出，拟在江苏卫视每年投放 1.8 亿元用于冠名《最强大脑》等综艺节目，在其他卫视及地方频道每年投放 2.3 亿元以上的广告支出，并辅以每年超 7000 万的其他媒体广告费用。我们认为公司持续高强度的广告费用投入，将极大丰富公司品牌的宣传广度和深度，进一步强化公司品牌力。

图表54 公司品牌建设投入规划(单位：亿元)

媒体类型	第一年	第二年	第三年	合计
电视广告	5.17	5.36	5.44	15.97
央视	1.00	1.00	1.00	4.00
地方	4.17	4.36	4.44	11.97
其他媒体营销	0.73	1.05	1.20	2.98
广播报纸	0.08	0.15	0.20	0.43
户外广告	0.35	0.40	0.50	1.25
互联网	0.30	0.50	0.50	1.30

资料来源：Wind，平安证券研究所

优化商超陈列，深耕销售网络。商超已成为一二线城市饮料主要销售渠道，公司为实现开拓一二线城市的战略意图，拟投入 9.16 亿元优化商超陈列，以求更好得将产品的外观和性能直观展现在顾客眼前，激发客户的购物欲望。除西藏、新疆及港澳台外，公司产品销售区域内登记的收银口大于 4 个

的商超数量为 17,407 家，其中 11,304 家未陈列，公司计划在两年内完成 11,304 家商超的陈列展示。商超渠道陈列布局完成后，公司有望实现陈列规模化、形象质感化、视觉冲击最大化的目标，为公司开拓商超渠道提供助力。

图表55 商超渠道建设投资及进度

期间	陈列商超家数 (个)	支出 (亿元)
第一年	9,698	2.72
第二年	11,304	3.17
第三年	11,304	3.27

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表56 双卡板陈列



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

主要城市建设办事处，推进扁平化管理模式改革。为实现“管理机构在市场”的组织结构调整，进一步提高销售管理效率，公司拟选择 18 个国内主要城市投入 0.89 亿元购置办公场所、办公设施、培训设施、交通车辆，实施核心办事处建设项目。项目实施以后，有望强化公司的销售渠道、网络建设，提高销售体系管理效率。

4.2 新建 20 万吨产能项目，缓解旺季产能不足

公司拟投资 3.66 亿元建设 4 条高自动化程度的易拉罐装植物蛋白饮料灌生产线，产能为年产 20 万吨。新建项目的主要产品为核桃乳，也可生产核桃花生露、杏仁露、果仁露等其他植物蛋白饮料。公司新建产能项目将替代 2007 年投资建设的 4 条老旧易拉罐灌装生产线，从而保证产品质量，提升生产效率，并可缓解销售峰值月附近的公司产能不足问题。

图表57 衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目的投资概算(单位：亿元)

总投资	建设投资				铺底流动资金
	土地使用权购置	建设支出	生产设备及辅助设施	其他费用	
3.66	0.43	0.95	1.47	0.11	0.70

资料来源：Wind，平安证券研究所

五、 投资建议

公司作为中国核桃饮品行业的绝对霸主，功能化产品定位、品牌抢占消费者心智、出色渠道管控力及规模效应使得“六个核桃”成为品类代言词，宽广护城河下寡头地位巩固。虽公司业务端逐渐遭遇瓶颈，但产品升级有望重塑竞争力，且仍有新增长点可供挖掘，期待公司通过四大路径重新打开发展空间：1) 深度全国化仍有空间，成熟模式滚动复制，释放弱势区域潜力；2) 进军一二线城市，开拓商超、电商渠道，寻找新增量市场来源；3) 走出礼品消费，期待自饮市场取得突破；4) 公司品牌运作能力及渠道操作能力可支撑品类多元化，或布局新品类开辟第二战场。

我们认为公司短遇成长烦恼，但业务仍具长期成长性，且悲观情形下也是现金奶牛型标的，当前估值下具备较强吸引力。我们预计公司 18-20 年营收 82.9、87.2、92.0 亿元，同比增 7.1%、5.2%、5.5%，归母净利润 26.2、28.0、30.2 亿元，同比增 13.6%、6.8%、7.7%，EPS 分别 3.48、3.72、4.01 元，对应 PE 分别为 13.7X、12.9X、11.9X，首次覆盖给与“**推荐**”评级！

图表58 行业可比公司估值情况

	市值 (亿元)	2017 年收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE (LYR)	PS (LYR)
养元饮品	362.17	77.41	23.10	15.68	4.68
承德露露	80.44	21.12	4.14	19.45	3.81
维维股份	51.83	46.47	0.92	56.64	1.12

注：数据取自 9 月 10 日

资料来源：Wind，平安证券研究所

六、 风险提示

1、食品安全风险：

公司的产品直接供消费者饮用，产品的安全状况关系到消费者的身心健康和生命安全。若发生食品安全事故，进而导致品牌受损、公司面临处罚或赔偿等情形发生，最终或对公司的生产、经营造成重大不利影响。

2、产品种类单一的风险：

公司产品种类较为单一，虽然有核桃乳、核桃花生露、核桃杏仁露、果仁露、杏仁露等多个品类，但收入严重依赖核桃乳大单品。随着产品生命周期变化，大单品可能逐步进入衰退期，从而对公司整体业绩造成不利影响。

3、原材料成本上涨风险：

公司主要原材料易拉罐、核桃仁、白糖占成本比重较高，且市场价格波动较大。若主要原材料的采购价格迅速上升，将进一步降低公司的毛利率和净利润水平。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产				
现金	9134	13249	14705	16213
应收账款	561	4008	4926	5948
其他应收款	18	15	19	19
预付账款	2	2	2	2
存货	97	138	138	135
其他流动资产	887	799	904	909
非流动资产				
长期投资	7570	8286	8716	9200
固定资产	2056	2197	2315	2291
无形资产	699	839	962	937
其他非流动资产	133	129	126	125
资产总计	11190	15447	17020	18504
流动负债				
短期借款	3764	5320	5772	6048
应付账款	0	0	0	0
其他流动负债	577	698	682	737
非流动负债				
长期借款	3187	4621	5090	5310
其他非流动负债	89	89	89	89
负债合计	3853	5408	5860	6136
少数股东权益	0	0	0	0
股本	495	753	753	753
资本公积	0	3223	3223	3223
留存收益	6799	6019	7140	8348
归属母公司股东权益	7337	10038	11160	12368
负债和股东权益	11190	15447	17020	18504

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流				
净利润	2133	1946	2578	2631
折旧摊销	2310	2625	2804	3020
财务费用	64	62	74	84
投资损失	-2	-49	-108	-132
营运资金变动	0	0	0	0
其他经营现金流	-934	-714	-216	-364
投资活动现金流				
资本支出	696	22	24	23
长期投资	-1077	-199	-193	-59
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-59	-199	-193	-59
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	258	0	0
资本公积增加	0	3223	0	0
其他筹资现金流	-1018	-1780	-1467	-1550
现金净增加额	-1148	1701	-1467	-1550

利润表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7741	8286	8716	9200
营业成本	4037	4247	4435	4635
营业税金及附加	81	84	91	95
营业费用	1073	1142	1220	1262
管理费用	65	75	81	87
财务费用	-2	-49	-108	-132
资产减值损失	-32	13	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	336	504	529	555
营业利润	3078	3279	3512	3793
营业外收入	12	236	243	250
营业外支出	10	16	16	17
利润总额	3080	3499	3738	4027
所得税	770	875	935	1007
净利润	2310	2625	2804	3020
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2310	2625	2804	3020
EBITDA	8	11	10	10
EPS (元)	3.07	3.48	3.72	4.01

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	-13.0	7.1	5.2	5.5
营业利润(%)	-10.7	6.5	7.1	8.0
归属于母公司净利润(%)	-15.7	13.6	6.8	7.7
获利能力				
毛利率(%)	47.9	48.8	49.1	49.6
净利率(%)	29.8	31.7	32.2	32.8
ROE(%)	34.7	30.2	26.5	25.7
ROIC(%)	33.7	31.5	30.9	31.9
偿债能力				
资产负债率(%)	34.4	35.0	34.4	33.2
净负债比率(%)	-6.4	-39.0	-43.3	-47.4
流动比率	2.43	2.49	2.55	2.68
速动比率	2.19	2.34	2.39	2.53
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.62	0.54	0.52
应收账款周转率	387.6	502.9	505.0	475.6
应付账款周转率	12.9	16.0	15.0	15.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.07	3.48	3.72	4.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	2.58	3.42	3.49
每股净资产(最新摊薄)	9.74	13.33	14.81	16.42
估值比率				
P/E	15.6	13.7	12.9	11.9
P/B	4.9	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	7.6	11.0	10.4	9.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033