

养元饮品 (603156.SH)

核桃乳龙头，市场开拓与渠道下沉有望带来业绩改善

● 植物蛋白饮料低速增长，细分市场格局较为稳定

受健康需求驱动，植物蛋白饮料 09-13 年高速增长后扩容至近 600 亿，成为软饮料第四大子行业，14 年之后因非豆奶类饮料创新不足而市场规模下滑。2017 年乳制品巨头布局豆奶为植物蛋白饮料市场注入新活力，行业降幅收窄，预计未来将维持 5% 左右低速增长。植物蛋白饮料各细分子行业市场格局较为稳定，其中养元饮品作为核桃乳龙头，市场占有率较高。

● 养元积极进行消费者培育，新市场开拓有望带来新增长

1. 丰富系列产品拓展消费群体，清晰定位助力消费者培育。 养元饮品是国内核桃乳龙头，2009-2013 年公司在高增长过后，近年出现下滑。公司丰富系列产品拓展消费群体，开发面对儿童、学生、老年人的核桃乳产品；清晰定位“六个核桃”益脑饮料，通过冠名益智类综艺等方式进行消费者培育。**2. 17 年原材料涨价全年业绩下滑，未来成本压力趋缓。** 16 年以前公司受益原材料价格下降毛利率提升，17 年开始易拉罐等原材料成本上涨，公司毛利率承压，叠加 17 年春节较早影响，公司招股说明书预计全年归母净利润下降 17.5%-19.1%。考虑到环保政策贯彻后，包材厂商未来产能将逐步恢复，预计未来易拉罐成本上行幅度减小，公司成本压力趋缓。**3. 未来新市场开拓及渠道下沉将带来新增量。** 公司目前乡镇销售额贡献较大，达 67.2%，未来公司将募投进行新市场开发，立足目前优势的华北、华东等地区，加快开发一二线城市，发展全国市场。此外，公司继续深化营销网络，计划增加 130% 陈列商超数量，预计贡献约 5% 的收入增长。

● 盈利预测

随着 17 年春节较早影响消除，营销网络建设 18 年起逐渐落地，原材料涨价影响减弱，我们判断 18 年起公司业绩将改善。预计 17-19 年公司收入 78.09/81.99/86.89 亿元，增速-12.3%/5%/6%；净利润 22.33/24.12/25.57 亿元，增速-18.5%/8%/6%；预计 17-19 年摊薄 EPS 为 4.51/4.48/4.75 元/股。

● 风险提示

植物蛋白饮料行业需求下滑，植物蛋白饮料替代品增多而竞争加剧；原材料价格大幅上涨风险，成本上涨压力难以转嫁；募投项目建设进度不及预期或不能达到预期回报；食品安全问题影响产品销售。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,117.25	8,900.35	7,809.06	8,198.84	8,688.78
增长率(%)	10.35%	-2.38%	-12.26%	4.99%	5.98%
EBITDA(百万元)	3,203.98	3,267.51	2,713.69	3,057.34	3,343.36
净利润(百万元)	2,619.96	2,740.69	2,233.29	2,411.68	2,556.87
增长率(%)	43.13%	4.61%	-18.51%	7.99%	6.02%
EPS(元/股)	5.293	5.537	4.512	4.482	4.752

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

报告日期

2018-02-09

发行前财务数据

每股净资产(元)	12.07
资产负债率(%)	38.80
ROE(%)	45.88
ROA(%)	28.64

发行资料

发行股数(万股)	4305
发行前股本(万股)	49500

主承销商 国信证券股份有限公司
 主要股东 李营威

分析师：王永锋 S0260515030002
 010-59136605
 wangyongfeng@gf.com.cn

联系人：张志遂
 zhangzhisui@gf.com.cn

目录索引

一、植物蛋白饮料未来将低速增长，细分市场格局较为稳定	5
1、植物蛋白饮料行业未来将低速增长	5
2、植物蛋白饮料各细分市场格局较为稳定	8
二、植物蛋白饮料市场竞争加剧影响业绩，市场开拓与渠道下沉有望带来新增长	10
1、养元是核桃乳行业龙头，市场竞争加剧与春节较早影响 17 年业绩	10
2、丰富系列产品拓展消费群体，清晰定位助力消费者培育	12
3、17 年原材料涨价全年业绩下滑，未来成本压力趋缓	15
4、未来新市场开拓及渠道建设将带来新增长	16
三、募投项目：拓宽销售网络，提升公司年产能，巩固公司品牌地位	20
1、营销网络建设及市场开发项目：深化销售网络，增强品牌认知度	20
2、营养型植物蛋白饮料项目：提产能降成本，提高产品竞争力	21
盈利预测	21
风险提示	22

图表索引

图 1: 我国居民可支配收入持续增长	5
图 2: 软饮料行业整体增速放缓	5
图 3: 植物蛋白饮料年复合增速高于其他软饮料子行业	5
图 4: 16 年植物蛋白饮料成为第四大子行业	6
图 5: 植物蛋白饮料规模 2013 年近 600 亿	7
图 6: 植物蛋白饮料经过高增长之后近年开始下滑	7
图 7: 养元饮品销售费用投入一直维持较高水平	7
图 8: 预计植物蛋白饮料市场规模 2022 年约 530 亿	7
图 9: 各植物蛋白饮料细分市场龙头产量稳定, 份额变化不大	9
图 10: 养元饮品最大加权铺货率领先于竞品	10
图 11: 养元饮品最大数值铺货率领先于竞品	10
图 12: 市场主要核桃乳平均价格差异不大 (元/升)	10
图 13: 养元饮品单点卖力持续领跑	10
图 14: 养元核桃乳行业市占率 88%, 占据龙头地位	11
图 15: 2014 年至 2016 年公司营业总收入下滑	11
图 16: 2014 年至 2016 年公司归母净利润下滑	11
图 17: 股权集中度较高, 前十大股东持股比例达 79.44%	12
图 18: 核桃乳收入占比达 98%	13
图 19: 核桃乳收入占比逐年提高	13
图 20: 除核桃乳外各单品销售增长率经历明显下降	14
图 21: 2016 年起, 核桃乳收入出现负增长	14
图 22: 销售费用分配中, 广告费用占比提升	15
图 23: 公司原材料近年价格走势	15
图 24: 原材料成本下降, 公司毛利率逐年提升	15
图 25: 成本端受易拉罐、核桃仁采购价影响大	16
图 26: 环保趋严镀锡板卷 (易拉罐) 价格攀升趋缓	16
图 27: 公司主要市场份额集中在华北、华东、西南	17
图 28: 分区域定渠道独家经销模式	17
图 29: 经销渠道收入占比超过 98%	18
图 30: 经销商数量维持在 1600-1800 之间	18
图 31: 经销渠道收入增速放缓	18
图 32: 直销渠道收入发展迅猛	18
图 33: 2017 年上半年经销商变动减少 8500 万收入	18
图 34: 成熟市场近两年收入增速均出现明显下滑	18
图 35: 经销模式中商超渠道贡献总收入比例 2.54%	19
图 36: 直销模式商超贡献总收入比例 0.96%	19
图 37: 单卡板陈列	20
图 38: 双卡板陈列	20
图 39: 公司计划在新兴市场和其他市场增加卡板陈列数	20

图 40: 公司预计陈列家数稳步增长.....	20
图 41: 公司淡旺季产能利用对比	21
图 42: 公司 2017 年 1 月至 6 月产销率	21
表 1: 碳酸饮料与植物蛋白饮料功效对比	6
表 2: 2017 年行业龙头纷纷布局即饮豆奶市场	8
表 3: 植物蛋白饮料各细分行业龙头份额较高	9
表 4: 公司以研发、生产和销售核桃乳为主营业务	13
表 5: “六个核桃”子产品覆盖不同价格档次、消费人群、流通渠道.....	14
表 6: 产品毛利率敏感性分析	16
表 7: 商超渠道计划	19
表 8: 募投项目投资进度计划 (万元)	21
表 9: 养元饮品营收、利润情况与增速	22
表 10: 可比公司估值.....	22

一、植物蛋白饮料未来将低速增长，细分市场格局较为稳定

1、植物蛋白饮料行业未来将低速增长

软饮料行业经历高速增长后出现分化，植物蛋白饮料等增速高于软饮料行业整体。主要受益于经济增长、居民可支配收入的提升，我国饮料制造行业市场规模2016年达6511亿元，2007年到2016年CARG16.02%。行业整体2013年以前增速较快，97-13年复合增速达到20.17%。然而2014年开始软饮料行业增速持续下滑至2016年的3.87%。从其子行业来看，2007年至2016年，碳酸饮料、果菜汁市场规模CAGR低于行业整体，固体饮料增速基本与行业整体持平，植物蛋白饮料、茶饮料、饮用水优于行业整体增速，其中植物蛋白饮料表现最为亮眼，年复合增长率高于行业约8.5 pct。

图1：我国居民可支配收入持续增长

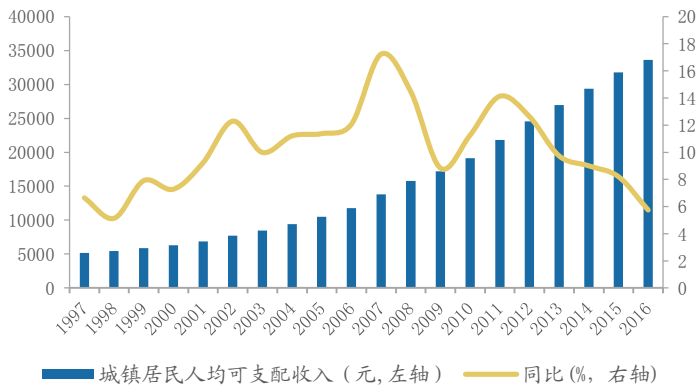
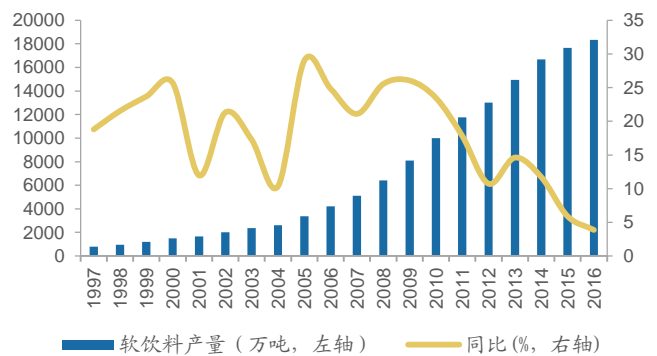


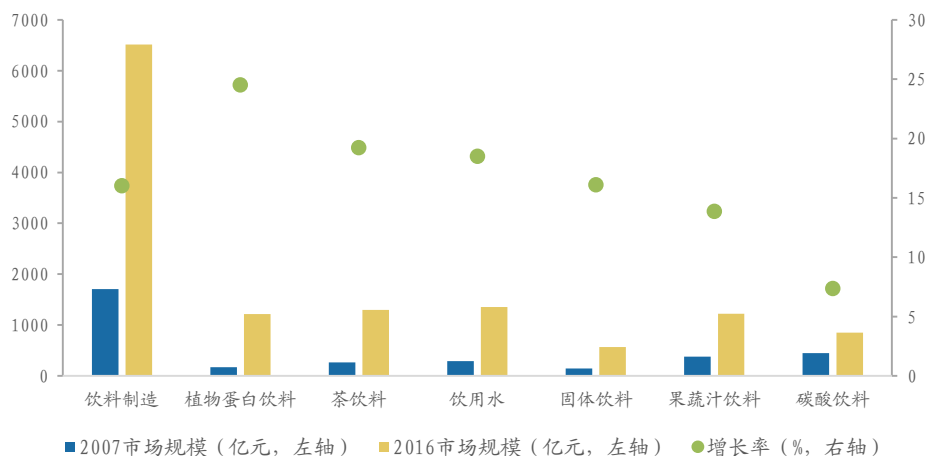
图2：软饮料行业整体增速放缓



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：植物蛋白饮料年复合增速高于其他软饮料子行业



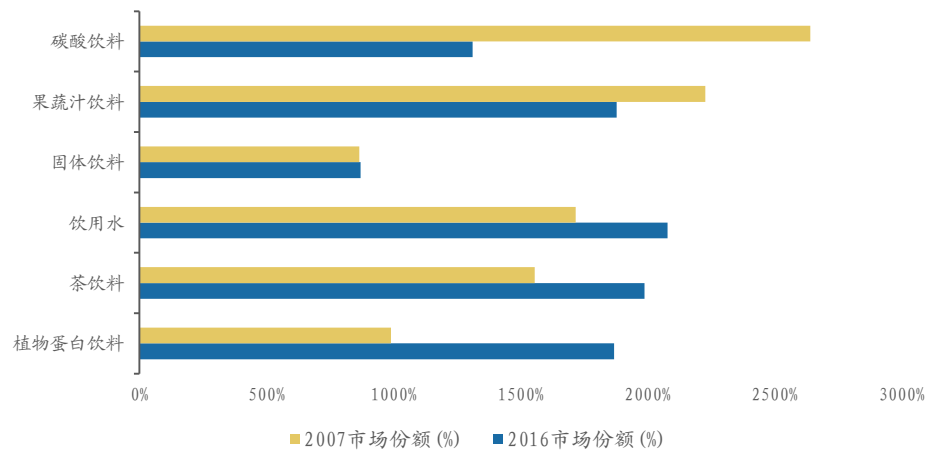
数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

随着生活质量的提高，健康需求逐渐推动软饮料行业产品结构转型升级。从我国软饮料发展历程来看，除了饮用水子行业一直保持高速增长外，其他子行业间均存在一定的升级转型趋势。碳酸饮料是最早进入我国的饮料子行业，在80年代末期，

以可口可乐和百事可乐为代表的国外品牌和以天府可乐和健力宝为代表的中国品牌进入市场，掀起了中国碳酸饮料的浪潮。2001年统一推出了“鲜橙多”果汁饮料，打开了我国饮料市场中新一轮的热潮——果汁饮料。近年来，随着人们生活质量的提高，对软饮料的消费日益丰富，营养健康需求大幅升温，行业内部转型升级加速，健康饮品渐成主流。

植物蛋白饮料受益于健康需求带来的结构升级，逐渐成长为软饮料第四大子行业。植物蛋白饮料是以含蛋白植物（如花生、杏仁、核桃、大豆）的果肉、果仁为原料经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得到的乳饮料，含有丰富的营养成分，例如杏仁露含有丰富的蛋白质、氨基酸、维生素、矿物质以及黄酮类和多酚类物质。植物蛋白饮料具有保健功效，不但能够降低人体内胆固醇的含量，还能显著降低心脏病和很多慢性病的发病几率。植物蛋白饮料受益行业内健康需求带来的结构升级趋势，2016年市场份额已经达到18.69%，超过碳酸饮料5.57个百分点，成为软饮料行业占比第四大的子行业。

图4：16年植物蛋白饮料成为第四大子行业



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

表1：碳酸饮料与植物蛋白饮料功效对比

产品	营养功效	缺点
碳酸饮料	散热，缓解头痛	造成骨质疏松，易上瘾
核桃乳	对动脉硬化、高血压、冠心病及老年人抗衰老有良好的保健效果	为保证口感，产品含糖量较高
杏仁露	含有丰富的黄酮类和多酚类成份，不但能够降低人体内胆固醇的含量，还能显著降低心脏病和很多慢性病的发病危险	同上
椰汁	补虚强壮，益气祛风，滋补，清暑解渴	UTH 方法导致部分营养流失
豆奶	符合中国人的营养结构，早餐消费是牛奶的 3 倍	含糖量较高

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

植物蛋白饮料13年之前高速增长至近600亿规模，后因非豆乳类创新不足，行业开始下滑。按照原材料的不同，植物蛋白饮料可分为非豆乳饮料和豆乳饮料，2016

年占比分别为87%、13%。20世纪初，各大饮料公司纷纷布局非豆乳饮料，推出富有营养的创新饮品（如核桃乳、花生奶等），开拓细分品类，非豆乳植物蛋白饮料迅速发展，带动植物蛋白饮料行业高速增长扩容至2013年达到近600亿，其中非豆乳饮料占比近89%。此后，由于厂家产品创新不足且消费者开始追求更高等级的健康（如低糖健康等），行业存在被鲜奶所替代的趋势（鲜奶近年来增速提至10%），14年开始出现持续负增长，16年增速降至-5.63%。

图5: 植物蛋白饮料规模2013年近600亿

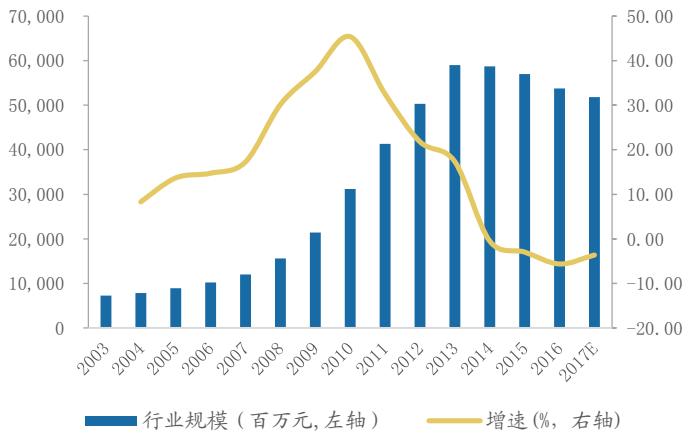
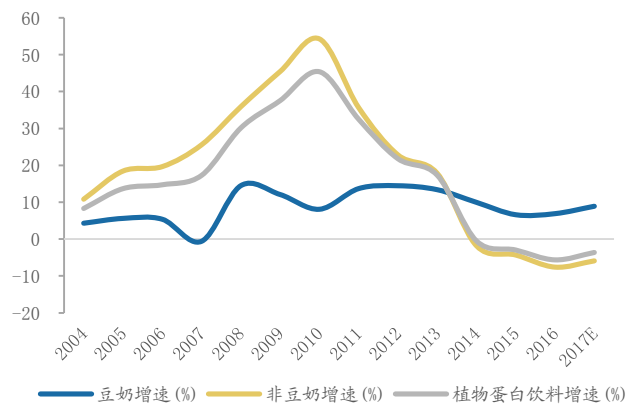


图6: 植物蛋白饮料经过高增长之后近年开始下滑



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

各巨头布局豆乳细分品类，预计植物蛋白饮料未来低速增长。非豆乳类植物蛋白饮料在2013年前的迅速扩容与推广力度有很大的相关关系，以养元饮品为例，2013年公司的销售费用率由2008年的4.56%提升至9.15%。早期豆奶产品以豆奶粉为主，16年底至17年初各大乳制品公司纷纷开始布局即饮豆奶市场，例如17年4月达利推出了即饮豆奶产品“豆本豆”，由于推广力度较大且切中消费者即饮豆奶的消费需求，上市两个月销售额即突破2亿元；另外，包括蒙牛、伊利（17年12月，“植选”）都开始布局即饮豆奶市场。由此我们判断豆乳类植物蛋白饮料有望迎来扩容阶段，预计推动植物蛋白饮料行业降幅收窄至-1.96%。此外，这也将给整个植物蛋白饮料行业带来新的冲击，推动行业龙头进行产品创新，如复合植物蛋白饮料的开发。预计整个植物蛋白饮料行业未来将保持低速增长。

图7: 养元饮品销售费用投入一直维持较高水平

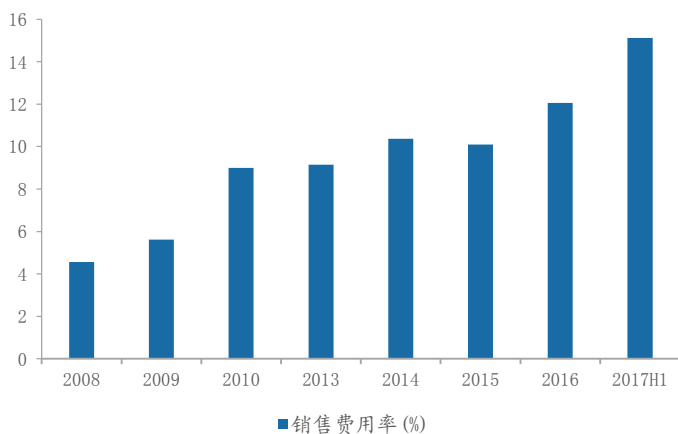
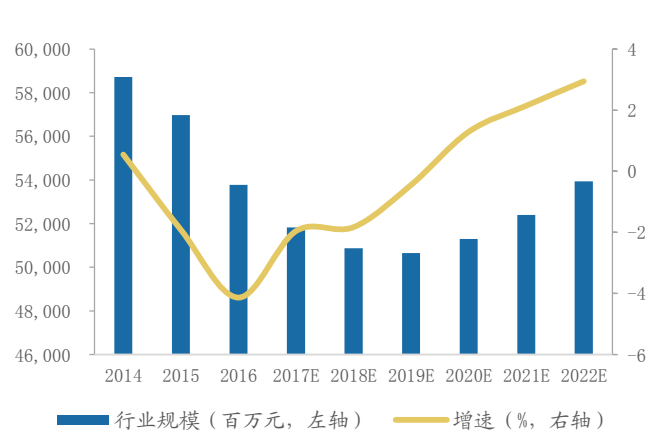


图8: 预计植物蛋白饮料市场规模 2022 年约 530 亿



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 2：2017 年行业龙头纷纷布局即饮豆奶市场

实力	品牌	产品	上市时间	亮点
龙头品牌	维维	维维逗奶	2016 年初	高举高打，承诺经销商、零售商 20%的毛利，迅速铺市
	维他奶	“维他健康+”	2016 年 6 月	布局中高端市场，占中国即饮豆奶市场的 42.3%
一线品牌	伊利	植选	2017 年 12 月	集团投入巨量资源支持，“四小花旦”倪妮代言
	蒙牛	植补磨坊	2014 年 12 月	较早推出，市场培育时间久
		纯香豆奶	2016 年 6 月	
达利	豆本豆	2017 年 4 月	集团战略性单品	

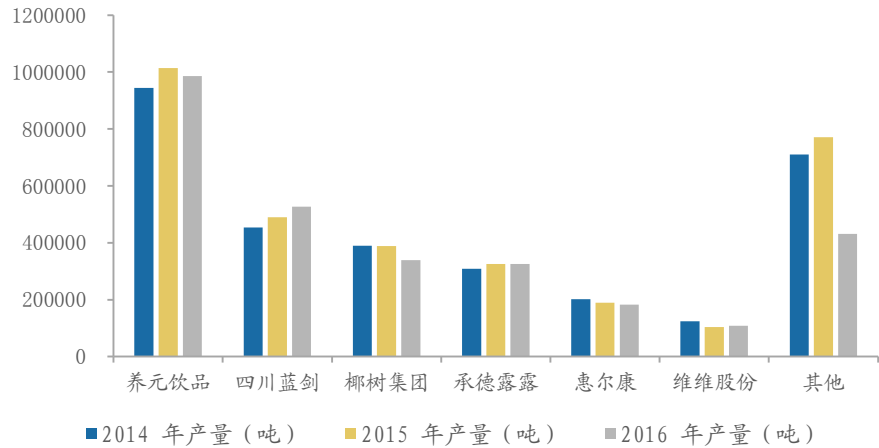
数据来源：新经销，广发证券发展研究中心

2、植物蛋白饮料各细分市场格局较为稳定

植物蛋白饮料各细分市场格局较为稳定。根据使用的主要原料的不同，植物蛋白饮料可进一步细分为核桃露（乳）饮料、杏仁露（乳）饮料、花生露（乳）饮料、椰子汁（乳）饮料、豆奶（乳）饮料等品类。因原材料来源的特殊性，植物蛋白饮料格局呈现明显的区域特征。大豆分布广，豆奶品类起步较早，生产厂家众多。椰树和承德露露作为市场起步较早的植物蛋白饮料公司，则凭借原料产地优势，采取大单品战略，分别在椰子汁和杏仁露两个细分品类占据较大市场份额，素有“南椰树，北露露”之称。此后，养元饮品和银鹭效仿大单品战略，大力营销，分别开辟出核桃乳、花生牛奶的新品类。目前我国规模以上植物蛋白饮料厂家CR10超过80%，各细分品类都拥有代表性品牌，集中度高，品牌力显著，各个细分领域龙头企业格局相对稳定，产销量稳增长，份额变化不大。

养元全国化布局驱动核桃乳细分市场增长。2005年，养元推出“养元 六个核桃”，开辟核桃乳新品类，采取“分区域定渠道独家经销模式”全国化布局，深耕重点区域如河南、河北、山东和四川，先后设立了三个子公司（河南养元、滁州养元鹰潭养元）和两个委托加工厂（河南华冠和四川华冠）。2008年至2015年，养元的全国化布局不断深化驱动“六个核桃”规模从300万元高速发展到90亿元，引领核桃露、核桃奶行业的爆发。2016年养元饮品产量达近100万水平，约为植物蛋白饮料行业第二名四川蓝剑的两倍，不仅成为核桃乳市场的龙头（市场份额88%），在植物蛋白饮料行业也是佼佼者。截至2017年6月末，公司经销商约1700家，与经销商合作的零售终端数量超过100万家。从覆盖深度上看，养元的销售网络网点众多、覆盖面广、渗透力强，尤其是县乡的成熟渠道占比超65%。

图 9: 各植物蛋白饮料细分市场龙头产量稳定, 份额变化不大



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

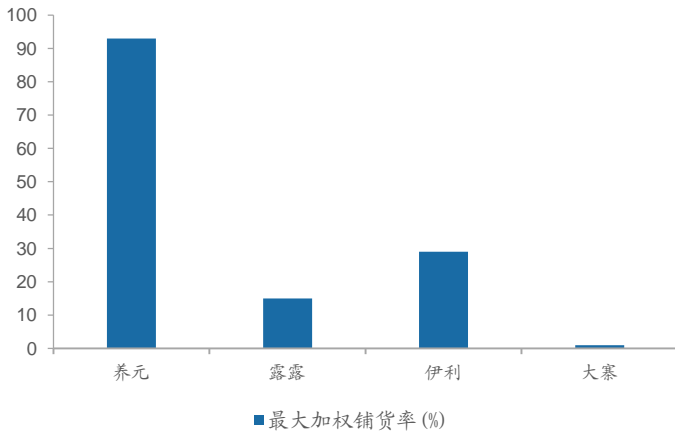
表 3: 植物蛋白饮料各细分行业龙头份额较高

企业名称	成立时间	主要产品	所处行业情况
养元饮品	1997 年	核桃露	市场起步晚, 增长快速, 市场竞争日趋激烈。主要品牌为养元饮品的“养元·六个核桃”核桃乳。
承德露露 (000848.SZ)	1997 年	杏仁露	市场起步较早, 生产厂家较少。主要品牌为“露露”杏仁露。
椰树椰汁	1998 年	椰子汁	市场起步早, 成长缓慢, 生产厂家少。主要品牌为“椰树”椰子汁。
银鹭	1999 年	花生牛奶	市场起步较晚, 生产厂家少。主要品牌为有银鹭花生牛奶。
维维食品 (600300.SH)	1994 年	豆奶	市场起步早, 生产厂家较多。主要品牌为有“维维”系列豆奶、唯怡豆奶等。

数据来源: 招股说明书, 前瞻产业研究院, 行业新闻, 广发证券发展研究中心

高铺货率与高动销能力稳固龙头地位。 凭借先发优势和品牌力的影响, 核桃乳行业龙头养元渠道覆盖范围广, 铺货率显著高于同行。根据近期数据, 作为乳制品龙头的伊利, 也并不能利用其规模优势对养元的铺货率形成冲击。此外, 市场上主要核桃乳价格差异不大, 养元饮品价格适中, 利用其品牌力提高消费者信赖水平, 在高铺货率的同时能在保持竞品三倍的单点卖力。因此尽管核桃乳市场已较为成熟, 未来公司若进一步加强营销, 在销售终端陈列位置、陈列数量、陈列生动化方面继续做到市场领先, 并培育消费者不断开辟新市场, 有望扩大核桃乳细分市场规模并凭借高动销能力巩固行业龙头地位。

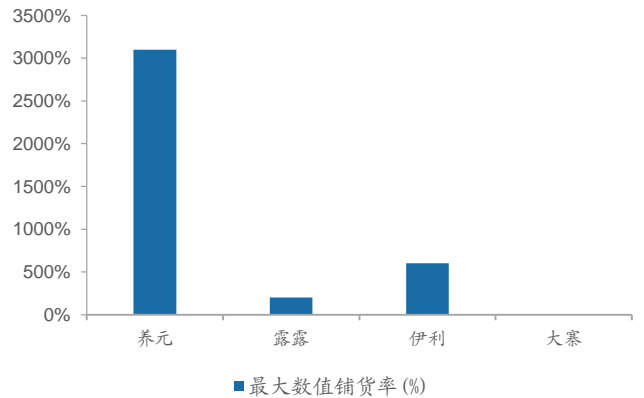
图 10: 养元饮品最大加权铺货率领先于竞品



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

注: 加权指数指在计算期内曾经销售该类产品的金额占全部商店销售同类产品金额的百分比, 可以说明各不同的商店的重要程度。

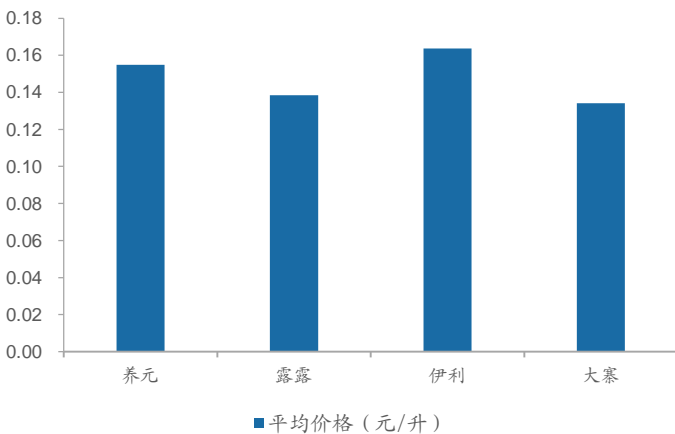
图 11: 养元饮品最大数值铺货率领先于竞品



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

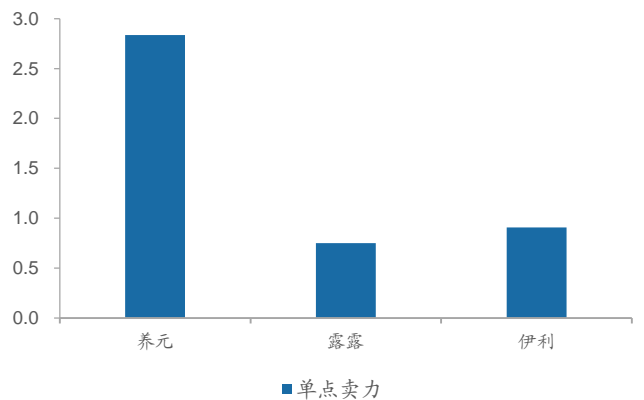
注: 数值指数指在计算期内曾经销售该产品或品牌商店的百分比, 这个指标体现了铺货的覆盖程度

图 12: 市场主要核桃乳平均价格差异不大 (元/升)



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

图 13: 养元饮品单点卖力持续领跑



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

注: 单点卖力是指单个销售点的平均销售份额, 能够体现产品的动销水平, 可以表示销售力度的强弱。

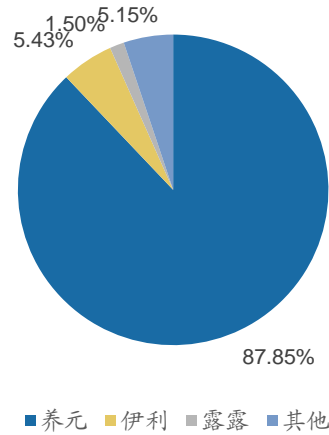
二、植物蛋白饮料市场竞争加剧影响业绩, 市场开拓与渠道下沉有望带来新增长

1、养元是核桃乳行业龙头, 市场竞争加剧与春节较早影响 17 年业绩

养元饮品是国内最大核桃乳饮料企业, 占据龙头地位。养元饮品一直致力于以核桃仁为主要原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售, 是中国较早生产核桃乳饮

料的企业之一。自2005年12月29日姚奎章先生实际控股公司及2009年11月15日公司整体变更为股份有限公司以来，公司经历了快速的发展。2016年公司营业收入为89亿元，已成为国内最大的核桃乳饮料企业。经过尼尔森对零售终端销售额的抽样调查显示，养元饮品在核桃乳细分市场的收入份额达88%，处于龙头地位。

图 14: 养元核桃乳行业市场占率 88%，占据龙头地位



数据来源: nielsen, 广发证券发展研究中心

高增长过后，植物蛋白饮料市场竞争加剧与原材料价格上涨导致公司近年收入和利润出现下滑。2009年公司营业收入仅5.25亿元，2013年爆发式增长至74.31亿元，年复合增速达94%，归母净利润由8463万元增加到15.82亿元，年复合增速107%。然而2014年至今，公司的营业收入和净利润在经历增长后出现下滑，16年营收、净利润增速分别为-2.38%、-23.08%，公司招股说明书中预计，2017年公司营业收入同比下降12.15%-13.87%、归母净利润同比下降17.53%-19.14%。公司近年业绩下滑，一方面由于植物蛋白饮料市场竞争加剧，而其中非豆乳细分市场创新不足，滞后于消费升级步伐，行业增速从2010年的54.3%降至2016年的-7.6%，为近三十年来最低；另一方面，产品包装材料价格上升，对公司收入和利润带来负面影响；此外，由于植物蛋白饮料具有季节属性，且2017年春节较早而2018年春节较迟，2017年部分销售收入未计入2017年报表，而2018年春节销售收入均计入2018年报表，导致2017年报表业绩下滑严重。

图 15: 2014 年至 2016 年公司营业总收入下滑

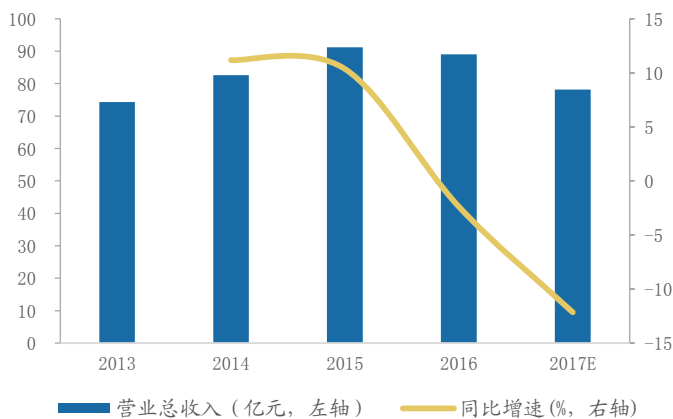
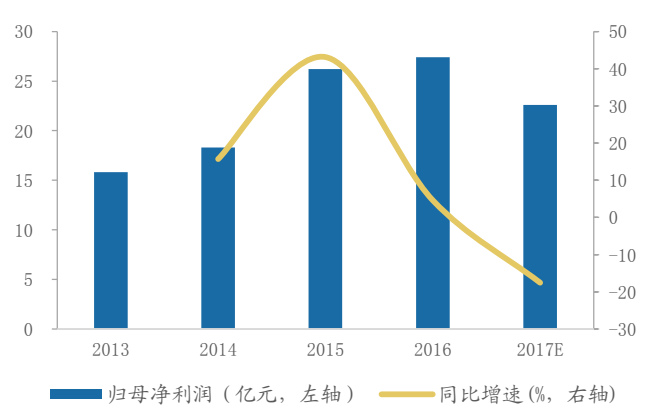


图 16: 2014 年至 2016 年公司归母净利润下滑



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

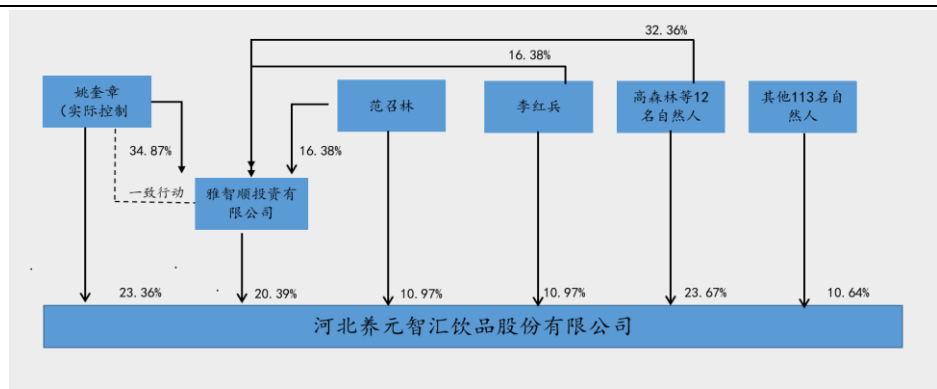
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

说明：2017E 用的是公司业绩预计值上限

说明：2017E 用的是公司业绩预计值上限

公司通过改制变更为民营体制，股权集中度较高、治理结构完善。2005年底，养元由衡水老白干旗下的全资子公司改制为股份制的民营企业。目前公司的第一大股东和实际控制人姚奎章先生直接及间接共持有公司30.47%的股权。除持股比例为20.39%的第二大股东雅智顺投资有限公司外，公司还有两名持股5%以上的自然人股东。公司前十大股东的持股比例合计为79.44%，股权相对集中。公司设有董事会和监事会，由第一大股东姚奎章先生担任董事长，内部治理结构相对完善。总经理直接管理公司销售总部及其他各部门，下设市场部、业务部、督导部和综合办。

图 17：股权集中度较高，前十大股东持股比例达 79.44%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、丰富系列产品拓展消费群体，清晰定位助力消费者培育

核桃乳是公司的主要产品，销售收入占比达到98%以上。养元饮品主营植物蛋白饮料中的非豆乳产品，涉及的主要细分品类产品有核桃乳、核桃花生露、果仁露、核桃杏仁露等。公司主推核桃乳产品，主要定位于3.40-3.80元/听的价格带，其中“养元·六个核桃”核桃乳是其主推的大单品。核桃乳收入在公司收入中占主导地位，2014至2017H1，核桃乳在主营业务收入中的占比分别为94.9%、95.41%、97.03%、98.19%。

2014、2015年公司核桃乳收入增速分别为12.9%、10.9%，带动2014、2015年营业收入分别同比增长11.2%、10.4%。由于核桃乳品类进入成熟期且公司品类定位深入人心导致新品类拓展乏力，16年开始公司收入负增长。2016年，除核桃乳外，其他各单品的销售收入同比增长率出现明显下滑。

图 18: 核桃乳收入占比达 98%

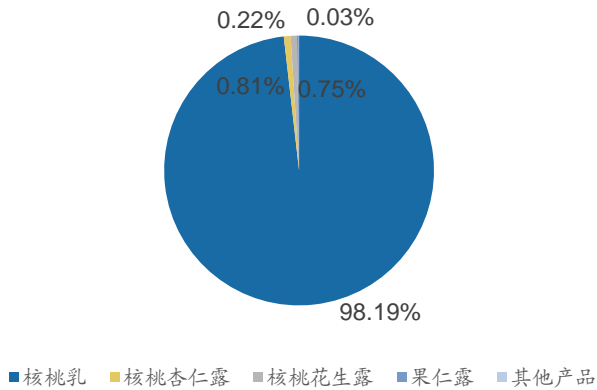
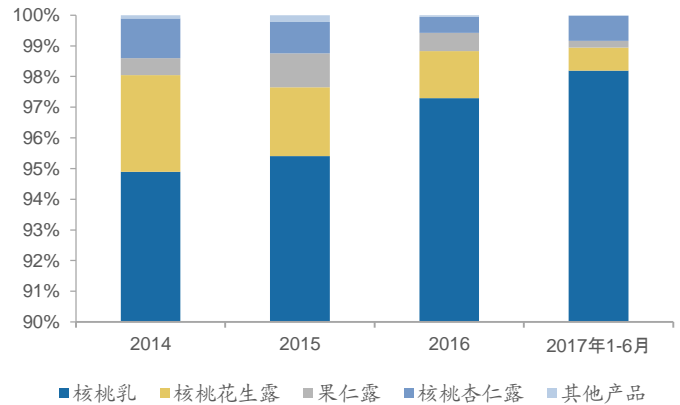


图 19: 核桃乳收入占比逐年提高



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

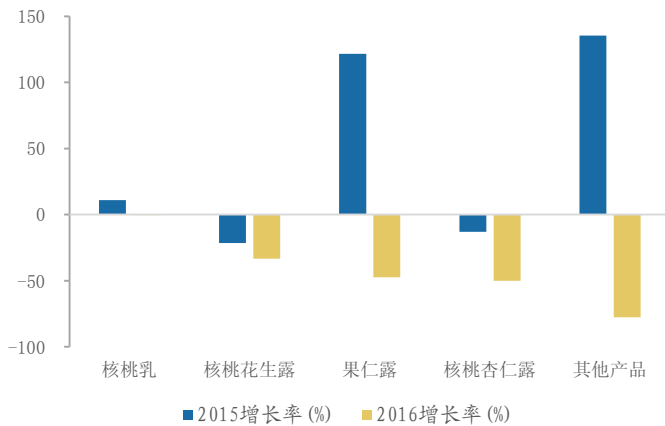
表 4: 公司以研发、生产和销售核桃乳为主营业务

序号	产品种类	具体产品	产品名称	图片示例
1	植物蛋白饮料	核桃乳	养元低糖型六个核桃核桃乳、养元易智成长六个核桃核桃乳、养元智汇养生六个核桃核桃乳、养元添加磷脂六个核桃核桃乳、易智养元六个核桃核桃乳、养元智汇喜顺六个核桃核桃乳、养元无糖六个核桃核桃乳、养元智尊智圣六个核桃核桃乳、养元无糖易智状元六个核桃核桃乳等;	
		核桃杏仁露	养元核桃杏仁露、养元添加磷脂核桃杏仁露;	
		核桃花生露	养元核桃花生露;	
		果仁露	养元坚果核桃果仁露;	
		杏仁露	养元精选型杏浓杏仁露;	

2	复合蛋白饮料	核桃奶	-
---	--------	-----	---

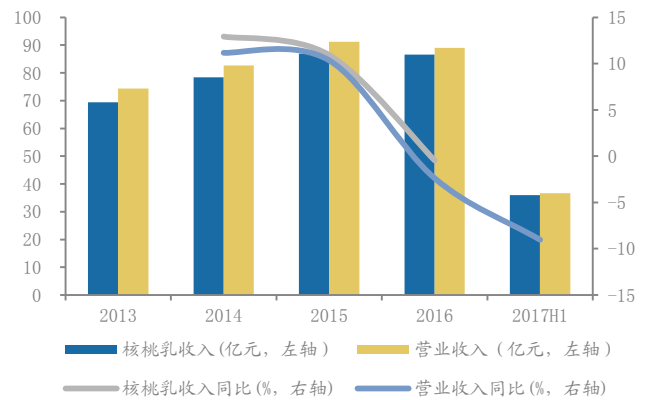
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 20：除核桃乳外各单品销售增长率经历明显下降



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 21：2016 年起，核桃乳收入出现负增长



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司围绕“六个核桃”不断进行新品开发，持续拓宽消费人群与销售渠道。公司在“六个核桃”核桃乳这一大单品下不断开发核桃乳新品，如针对儿童、学生以及老年人的核桃乳饮品、迎合低糖健康趋势的低糖型饮品、针对电商、商超、餐饮渠道的核桃乳饮品，并对老产品进行升级。目前公司产品已经覆盖了不同价格档次、消费人群、流通渠道。除了核桃乳饮品外，公司未来还将积极完善包括核桃花生露、果仁露、核桃杏仁露在内的复合蛋白饮品集群，形成覆盖各市场、各消费层级人群的产品组合群。另外，公司目前正在开发发酵核桃乳，未来有望实现中性植物蛋白向发酵调味乳的跨越，考虑到目前伊利优酸乳50亿左右的年销售额，我们认为公司的发酵核桃乳开发成功后市场空间广阔。

表 5：“六个核桃”子产品覆盖不同价格档次、消费人群、流通渠道

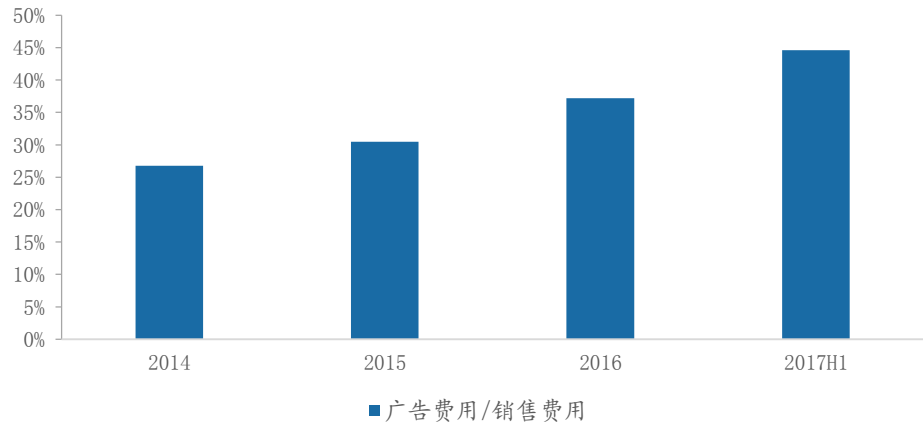
价格区间	代表子产品	消费人群	代表子产品	流通渠道	代表子产品
高档	智尊智圣六个核桃	儿童	易智成长六个核桃	电商渠道	智汇乐源、易智满分、易智养元六个核桃
中档	易智状元六个核桃	学生	易智状元六个核桃	商超渠道	易智优选六个核桃
低档	精品型六个核桃	老年人	智汇养生六个核桃	餐饮渠道	智汇喜顺六个核桃

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

围绕“六个核桃”益脑饮料清晰定位，积极的消费者培育推动收入增长。公司抓住核桃乳有益大脑、智力的特点，着力构建益脑饮料的品类价值认知，培育消费市场。2010年公司就聘请知性、睿智的陈鲁豫作为形象代言人，并以耳熟能详的广告语“经常用脑，多喝六个核桃”巩固与丰富品牌内涵；为进一步深化品类价值认知，2015年公司抓住高考季的营销时机，推出“易智状元六个核桃”产品。2009年至2015年，销售费用投入从1297万元不断提升至9.2亿元，从费用分配看，公司销售费用主要集中在广告费用，广告投放的占比不断提升，2014年广告费用超过2亿元，占比约27%，到2016年，公司广告费占比近37%。公司精准的品牌定位与营销上的大规模投入成效明显，营业收入2009年至2013年从5.25亿元增长至74.31亿元，年复合

增长率94%，2013至2015年仍保持10.8%的年复合增长率。

图 22: 销售费用分配中，广告费用占比提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

3、17 年原材料涨价全年业绩下滑，未来成本压力趋缓

16年以前公司受益原材料价格下降毛利率提升。从价格方面来看，公司产品出厂均价略有下降，从2014年2.1元/听降至2016年2.05元/听。终端价格2014年到2016年间也稳定在3.25元/听-3.80元/听。公司市场定位三四线以下城市，产品消费场景集中在礼品消费，导致产品的生产与销售具有明显的季节性特征。2016年1月公司产能利用率达97.27%，而在2016年3月销售淡季，多条生产线停产，产能利用率仅有9.05%，经销商甚至在春节期间可以完成整年销售额的80%。较高的价格敏感性与低议价权导致促销变多，均价下降。

从成本上看，公司规模效应和品牌效应优势明显，同时由于公司2015、2016年核桃仁平均采购价下降28.8%、17.04%。即使14-16年在行业处于下滑阶段，公司毛利率稳中有升，2016年达到49.93%。公司原材料成本主要由易拉罐、核桃仁与白砂糖构成，2016年易拉罐、核桃仁成本占收入比重达到27.8%与12.68%，公司2015、2016年易拉罐平均采购价下降5.57%、1.23%，导致毛利率提升。

图 23: 公司原材料近年价格走势

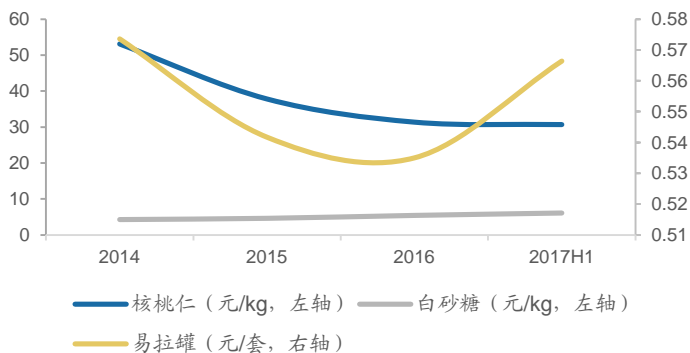
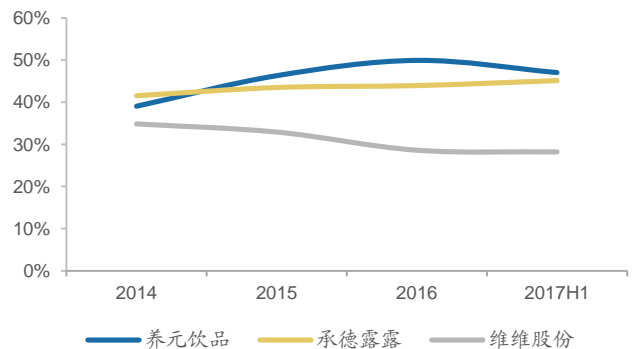


图 24: 原材料成本下降，公司毛利率逐年提升

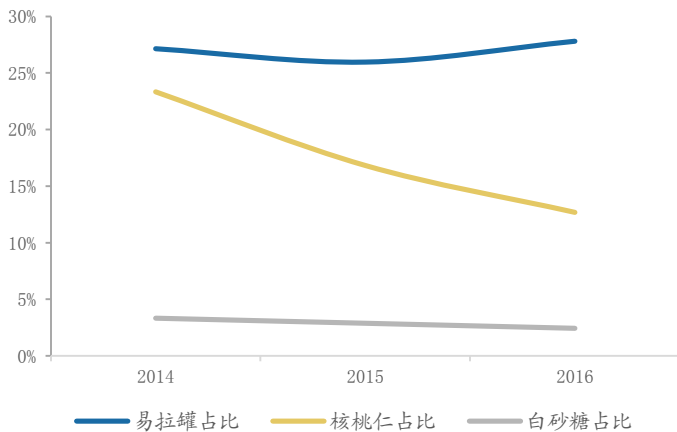


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

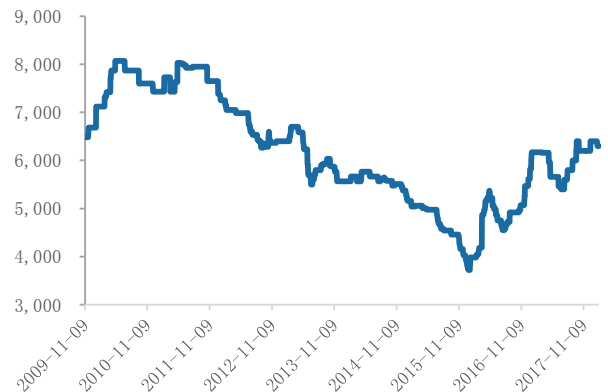
17年开始易拉罐等原材料成本上涨，公司17年全年业绩下滑，预计未来公司毛利率压力趋缓。公司产品毛利率的敏感性分析显示，若易拉罐价格上涨10%，则产品的毛利率将下降5.84%。镀锡板卷是公司所用易拉罐的主要原材料。2016年以来，受国家环保政策趋严影响，包材产能受限供给不足，镀锡板卷价格反弹，2017年平均上涨5.8%。因此2017H1公司毛利率下降至47.05%，仅比竞争对手高出1.91pct，全年业绩下滑（公司招股说明书中预计，归母净利润同比下降17.53%-19.14%）。考虑到环保政策贯彻后，包材厂商经过整改，未来产能逐步恢复释放供给量，预计未来易拉罐成本上行幅度减小，公司毛利率压力趋缓。

图 25: 成本端受易拉罐、核桃仁采购价影响大



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 26: 环保趋严镀锡板卷（易拉罐）价格攀升趋缓



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 6: 产品毛利率敏感性分析

变量及其影响	毛利率波动幅度			
	-10%	-5%	+5%	-10%
产品销售单价	-21.26%	-10.63%	10.63%	21.26%
易拉罐价格	5.84%	2.92%	-5.84%	-2.92%
核桃乳价格	2.60%	1.30%	-1.30%	-2.60%

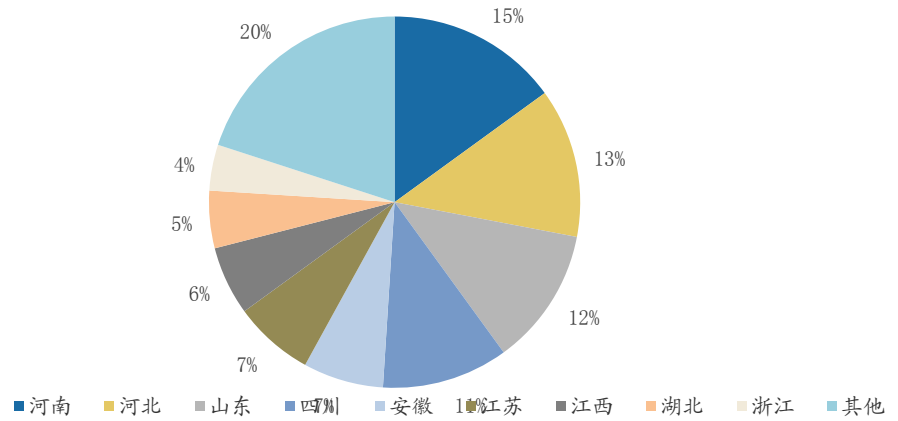
数据来源：公司新闻，广发证券发展研究中心

4、未来新市场开拓及渠道建设将带来新增长

未来立足华北、华东、西南，加快开发一二线城市，发展全国市场。目前公司的市场主要集中在华北、华东、西南等，冀、鲁、豫、苏、浙、皖、京津为公司成熟及准成熟市场，公司在这七个市场占据了核桃饮品行业的最大市场份额，2017年上半年合计市场份额60%。新兴市场包括沪、赣闽、鄂、湘、川、粤琼、渝黔等七个市场，合计收入占比31%，有望复制成熟及准成熟市场的渠道建设。剩余市场为其他市场，合计收入占比9%。目前公司主要布局在乡镇市场，乡镇销售额贡献率达67.2%，未来公司计划募投新市场开发项目，提升广告投入，在对现有主要销售区域河北、河南、山东、安徽、江苏、浙江、湖北、江西、四川、重庆进行深度挖掘的基础上开发一线城市，实现全国市场的全面占领。此外，另一个募投项目——“20万吨营养型植物蛋白饮料项目”也将解决公司目前的产能不足问题，提升公司总产能

以匹配新市场开发节奏。若新增的产能落成且新市场开发顺利，有望带动公司收入增长。

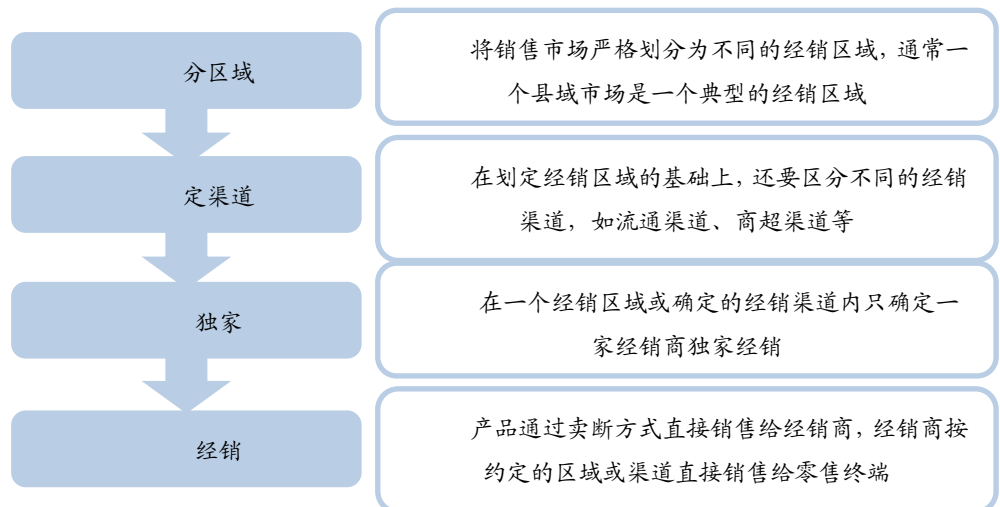
图 27: 公司主要市场份额集中在华北、华东、西南



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

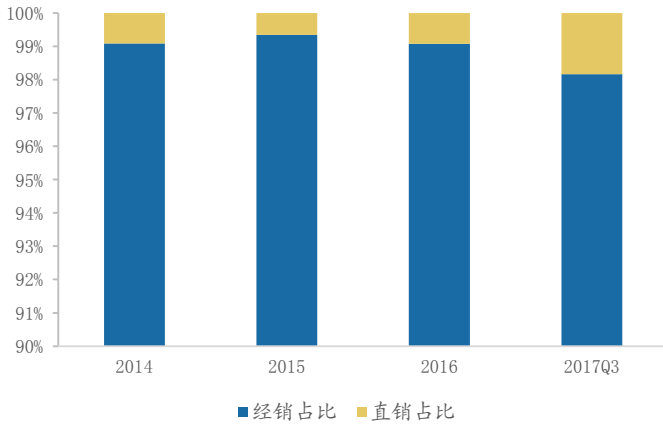
销售模式以经销为主，直销模式占比较低但发展迅猛。公司的销售模式有经销和直销，经销销售收入占公司全部主营业务收入比重达98%以上。公司基于以扁平化为特点的“分区域定渠道独家经销模式”，通过多年与经销商共赢的合作关系，已建立起网点众多、覆盖面广、渗透力强的销售网络。公司的直销模式包括要求与公司直接开展购销业务的部分地区的大型商超以及电商渠道（电商代销、平台自营）。2016年直销模式基数不大，目前仅占全部收入的1.84%，但是目前发展迅猛，2016年增速达38.04%。

图 28: 分区域定渠道独家经销模式



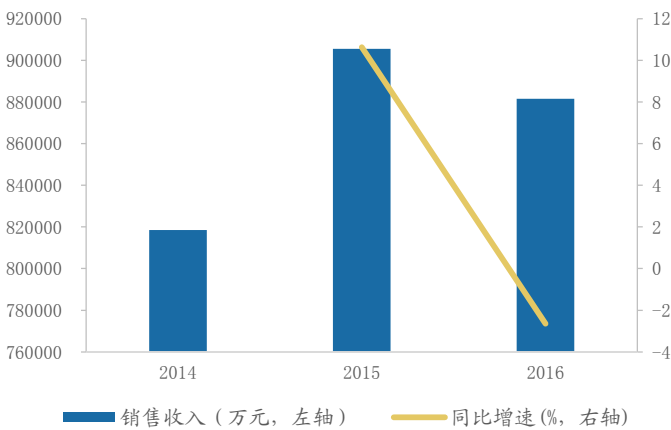
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 29: 经销渠道收入占比超过 98%



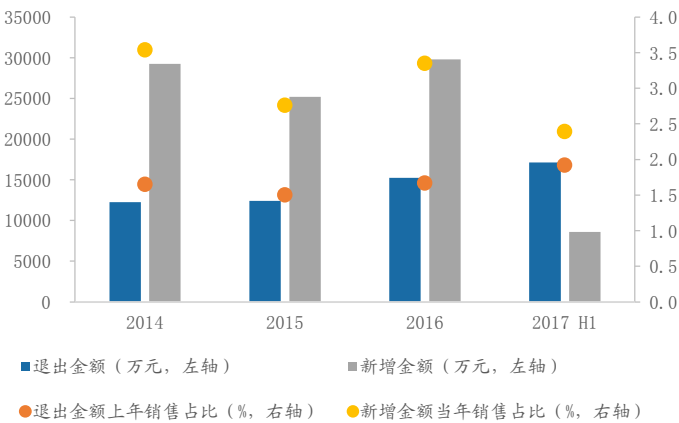
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 31: 经销渠道收入增速放缓



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

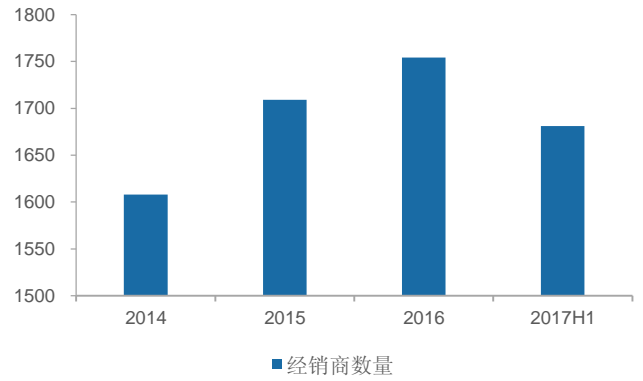
图 33: 2017 年上半年经销商变动减少 8500 万收入



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

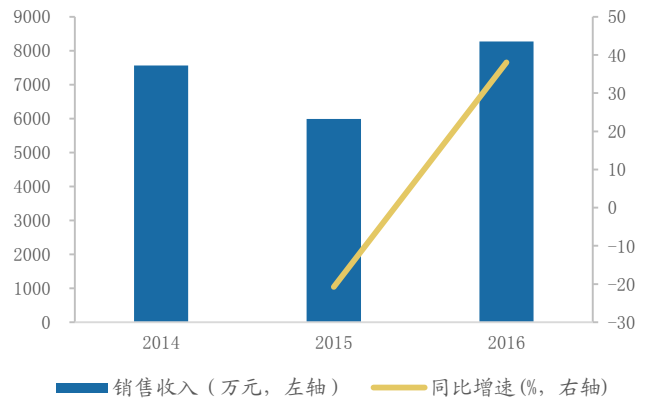
识别风险, 发现价值

图 30: 经销商数量维持在 1600-1800 之间



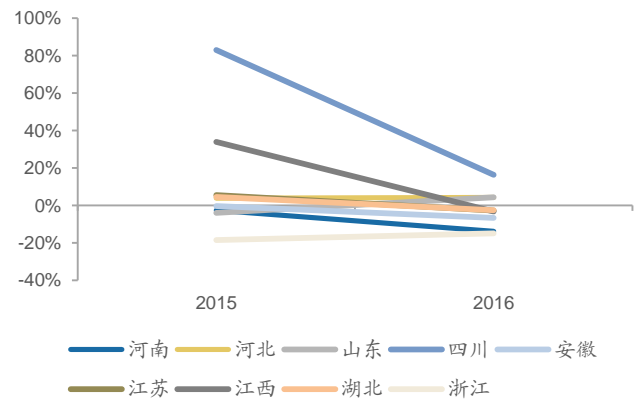
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 32: 直销渠道收入发展迅猛



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 34: 成熟市场近两年收入增速均出现明显下滑



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

募投项目进行营销网络建设，渠道下沉有望带动公司收入增长。随着行业进入调整阶段，近两年各省经销商数量均有一定程度的下降，部分成熟市场收入出现下滑。公司目前最终的销售去向主要以流通为主，商超、餐饮、电商为辅，未来公司计划募投营销网络建设项目在巩固现有流通渠道优势的基础上，深化销售渠道建设，主要包括：1) 继续深入开展营销渠道下沉，实施“三下乡”工程，即产品要下乡、人员要下乡、服务要下乡，全面实现产品在乡镇、村级市场销售网点的进店和陈列。2) 根据不同市场进行不同的产品进店、陈列展示方案；3) 大力拓展商超、电商等新兴渠道，整合资源，联动渠道，增加销售机会和利润增长点。

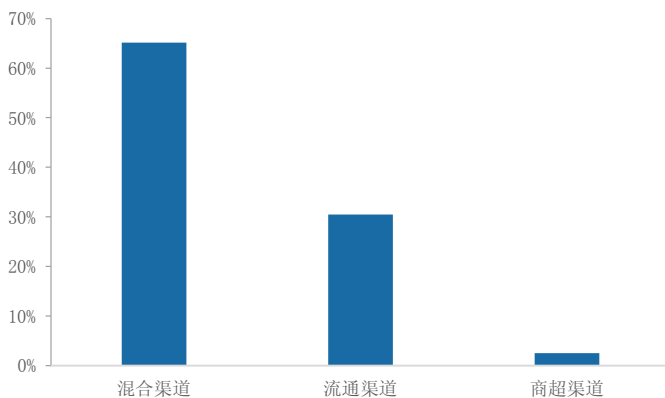
其中，商超渠道目前在直销、经销模式中合计占比仅3.5%。随着公司对一二线市场的开发及消费结构升级，消费者购物场所将由传统流通终端转向现代化商超。由此，公司实施“重做商超，实现流通、商超并重”的新渠道策略，商超渠道的拓展是未来销量的主增长点。在已经完成产品在多数大型商超的进店，及在部分商超完成产品的单独陈列展示的基础上，公司将根据不同市场现状，增加更多、更有冲击力的终端陈列，大幅增加公司品牌及产品的曝光率，预计给公司贡献约5%的销售收入增量。此外，公司业绩受季节影响较大，17/18年春节错位给17年业绩带来的影响将在18、19年消除，因此我们判断18、19年公司收入恢复低速增长。

表 7: 商超渠道计划

市场	计划增加陈列的商超数	实现陈列商超数	计划增速
成熟及准成熟市场	2469	6000	41%
新兴市场	7090	2500	284%
其他市场	1745	900	194%
合计	11304	9400	129%

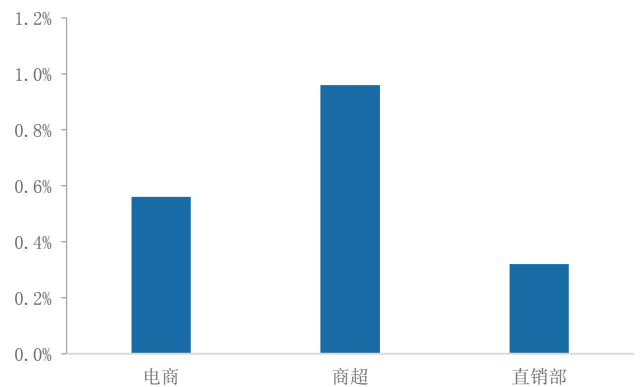
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 35: 经销模式中商超渠道贡献总收入比例 2.54%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 36: 直销模式中商超贡献总收入比例 0.96%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、募投项目：拓宽销售网络，提升公司年产能，巩固公司品牌地位

1、营销网络建设及市场开发项目：深化销售网络，增强品牌认知度

公司募集资金后将用于每年 1 亿元的中央电视台广告投入，1.8 亿元的江苏卫视《最强大脑》冠名费，以及超 6000 万的其他卫视广告费和超 7000 万的其他媒体广告费，将极大丰富公司品牌的宣传广度和深度，符合公司的长期发展战略。

大幅增加商超渠道的陈列展示，增强品牌在公众中的认知度和影响力。产品陈列展示是商品完成销售前的最后一步，也是抓住消费者、促成销售的最关键的一步。公司计划大幅增加陈列面积，提高单卡板陈列，双卡板陈列及广告终端卖场的数量，并使其达到陈列规模化、形象质感化、视觉冲击最大化。公司计划在新兴市场和其他市场增加卡板陈列数超 10000 家，尤其注重新兴市场的投放，将超过 7000 家，更多、更有冲击力的产品陈列将增强品牌在公众中的认知度和影响力，大幅增加消费者接触公司产品的概率，提高产品的销售率，从而提高公司的销售业绩。

图 37：单卡板陈列



图 38：双卡板陈列

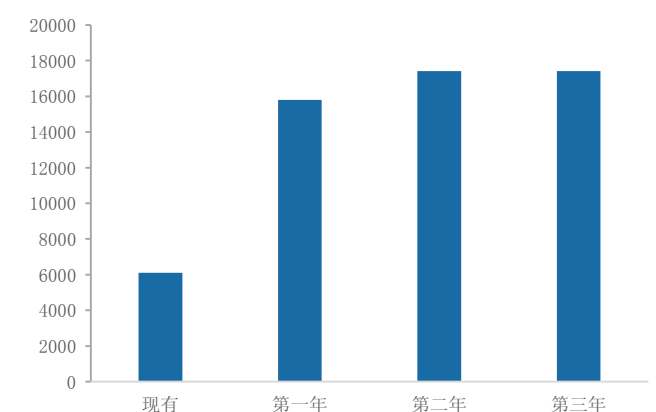
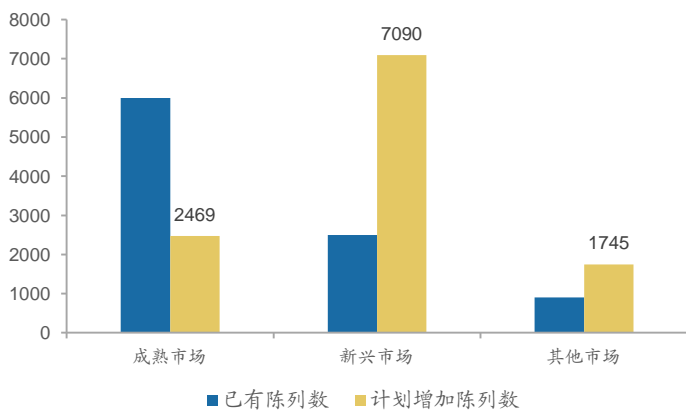


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 39：公司计划在新兴市场和其他市场增加卡板陈列数

图 40：公司预计陈列家数稳步增长



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、营养型植物蛋白饮料项目：提产能降成本，提高产品竞争力

募投项目将有效缓解目前产能瓶颈，提升自动化水平。新建的年产 20 万吨衡水总部营养型植物蛋白饮料项目由公司本部负责实施，募集资金将用于厂房土地、生产设备及辅助设施的购买。本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。建设完成后，公司将新增自动化程度高的易拉罐装蛋白饮料生产线 4 条，替代老旧生产线，降低耗能成本。

公司的主要产品植物蛋白饮料具有比较明显的季节性，每年的传统节日如春节、中秋节等，消费需求旺盛，是公司的生产旺季。虽然公司及子公司拥有 136 万吨产能，但目前旺季的产能已经处于满负荷运行，以 2016 年 1 月为例，公司月度产能为 12.43 万吨，当月生产了 12.09 万吨，并且产销率突破 100%，产销矛盾突出。本项目的建成将有效缓解公司销售旺季产能不足的困境。

图 41：公司淡旺季产能利用对比

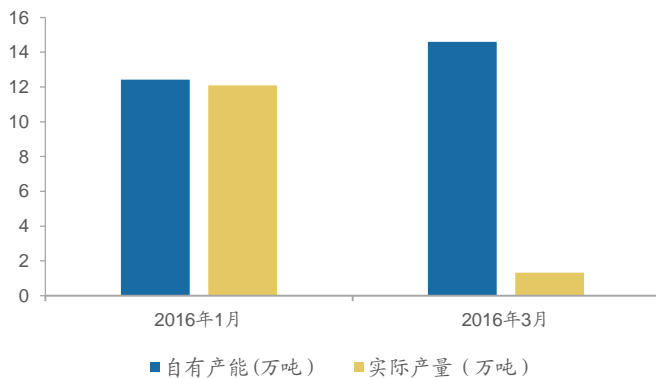
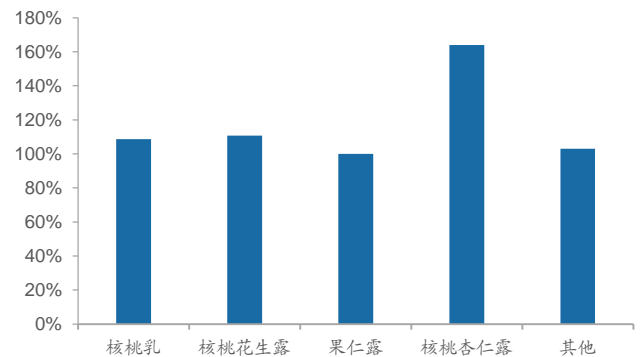


图 42：公司 2017 年 1 月至 6 月产销率



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 8：募投项目投资进度计划（万元）

募集资金投资项目	总投资	第一年	第二年	第三年
营销网络建设及市场开发项目	289,967.20	88,823.60	98,496.80	102,646.80
衡水总部年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目	36,600.00	18,440.00	18,160.00	0.00
合计	326,567.20	107,263.60	116,656.80	102,646.80

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

盈利预测

基于以下盈利预测假设，我们预计公司在 17 年业绩下滑后，18-19 年出现低速增长：1. 由于 17 年春节较早，部分销售收入未能计入 17 年，公司公告预计 17 年销售收入将出现下滑，而 18 年春节较晚，对销售的影响将消除，预计 18 年公司销售有所恢复；2. 募投项目用于建设营销网络建设及新市场开发，在 18 个国内主要城市建设办事处，投放在成熟市场及新兴市场的营销费用投入将自 18 年起逐步落地，公司深化商超渠道开发，计划增加 130% 陈列商超数量，可带动 18、19 年营业收入增长；基于以上两点，预计公司植物蛋白饮料销量将由 17 年的约 87 万吨，增长至 18-19 年的 91、97 万吨，分别实现 5%、6% 小幅增长；3. 原材料价格上涨导致公司 17 年毛利率降低，预计 18 年原材料价格对毛利率影响减小，叠加公司产品结构与包装升级的影响，总体来看毛利率小幅回升，预计 18 年毛利率提升至 48.2%，较 17 年小幅提升 1.2

个pct，19年毛利率与18年持平。4.公司本次共发行5380.5万股，包括公司公开发行新股4305万股，公司股东公开发售股份1075.5万股，发行后，公司总股本将由49500万股增加至53805万股。

预计17-19年公司收入78.09/81.99/86.89亿元，增速-12.3%/5%/6%，净利润22.33/24.12/25.57亿元，增速-18.5%/8%/6%。公司本次成功发行后，预计17-19年摊薄EPS为4.51/4.48/4.75元/股。

表 9: 养元饮品营收、利润情况与增速

营收增速 (%)				营业收入 (百万元)			
2014	2015	2016	2017E	2014	2015	2016	2017E
11.17	10.35	-2.38	-12.26	8261.75	9117.25	8900.35	7809.00
净利润增速 (%)				净利润 (百万元)			
2014	2015	2016	2017E	2014	2015	2016	2017E
15.70	43.13	4.61	-18.16	1830.54	2619.96	2740.69	2233.00

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 可比公司估值

可比公司	PS(TTM)	营收增速 (%)			营收 (百万元)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
承德露露	4.65	2.67	0.13	-6.85	2702.79	2706.24	2520.90
可比公司	PE(TTM)	利润增速 (%)			净利润 (百万元)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
承德露露	24.14	32.72	4.52	-2.78	443.19	463.23	450.37

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

植物蛋白饮料行业需求下滑，植物蛋白饮料替代品增多而竞争加剧。公司的产品均属于植物蛋白饮料，未来若植物蛋白饮料替代品不断开发、上市导致竞争加剧，植物蛋白饮料行业需求下降，会影响公司产品销售以及公司业绩表现。

原材料价格大幅上涨风险，成本上涨压力难以转嫁。公司产品毛利率受易拉罐主要原材料马口铁价格的影响。未来如果马口铁的价格大幅上升，而公司无法转嫁成本风险，公司的毛利率和净利润水平就会受到一定影响。

募投项目建设进度不及预期或不能达到预期回报。目前募集资金分三年逐步落地，若募投项目进度不及预期，将对公司目前预期的销售情况产生影响。另外，若募投项目落地后产生的投资回报不及预期，也将影响公司业绩。

食品安全问题影响产品销售。公司属于食品制造行业，若出现产品质量等食品安全问题，会对公司的产品销售造成不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7899	8153	8684	13024	12753
货币资金	2507	650	1254	2572	2750
应收及预付	187	188	166	171	181
存货	696	698	647	665	704
其他流动资产	4510	6617	6617	9617	9117
非流动资产	1479	1608	2721	3855	4731
长期股权投资	27	328	315	302	289
固定资产	532	708	1859	2985	3853
在建工程	134	9	9	9	9
无形资产	111	136	158	180	201
其他长期资产	675	426	380	380	380
资产总计	9378	9761	11405	16880	17484
流动负债	3673	3686	3545	5493	5692
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3673	3684	3545	5493	5692
其他流动负债	0	2	0	0	0
非流动负债	67	101	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	101	0	0	0
负债合计	3739	3787	3545	5493	5692
股本	495	495	495	538	538
资本公积	0	0	0	3224	3224
留存收益	5144	5479	7365	7625	8030
归属母公司股东权	5639	5974	7860	11387	11792
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	9378	9761	11405	16880	17484

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2528	2403	1583	-629	3139
净利润	2620	2741	2233	2412	2557
折旧摊销	49	59	125	245	363
营运资金变动	36	-161	-415	-2880	650
其它	-177	-236	-361	-405	-431
投资活动现金流	268	-2012	-888	-974	-808
资本支出	-190	-105	-1098	-1193	-1039
投资变动	733	-2045	209	219	231
其他	-275	138	0	0	0
筹资活动现金流	-619	-2248	-91	2921	-2152
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-91	0	0
股权融资	0	0	0	3267	0
其他	-619	-2248	0	-347	-2152
现金净增加额	2177	-1857	604	1318	178
期初现金余额	339	2507	650	1254	2572
期末现金余额	2516	650	1254	2572	2750

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.4	-2.4	-12.3	5.0	6.0
营业利润增长	39.4	3.6	-19.2	8.4	6.0
归属母公司净利润增长	43.1	4.6	-18.5	8.0	6.0
获利能力(%)					
毛利率	46.3	49.9	47.0	48.2	48.2
净利率	28.7	30.8	28.6	29.4	29.4
ROE	46.5	45.9	28.4	21.2	21.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.9	38.8	31.1	32.5	32.6
净负债比率	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
流动比率	2.15	2.21	2.45	2.37	2.24
速动比率	1.91	1.98	2.22	2.22	2.09
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.93	0.74	0.58	0.51
应收账款周转率	1,282.5	613.93	613.93	613.93	613.93
存货周转率	5.97	6.39	6.39	6.39	6.39
每股指标(元)					
每股收益	5.29	5.54	4.51	4.48	4.75
每股经营现金流	5.11	4.85	3.20	-1.17	5.83
每股净资产	11.39	12.07	15.88	21.16	21.92

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9117	8900	7809	8199	8689
营业成本	4896	4456	4137	4249	4502
营业税金及附加	84	96	85	89	94
销售费用	921	1073	941	988	1047
管理费用	61	66	58	61	65
财务费用	-3	-1	0	0	0
资产减值损失	15	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	187	250	209	219	231
营业利润	3329	3448	2785	3018	3199
营业外收入	191	223	212	216	230
营业外支出	23	15	18	17	17
利润总额	3497	3656	2980	3218	3411
所得税	877	915	746	806	854
净利润	2620	2741	2233	2412	2557
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2620	2741	2233	2412	2557
EBITDA	3204	3268	2714	3057	3343
EPS(元)	5.29	5.54	4.51	4.48	4.75

广发食品饮料研究小组

- 王永锋： 分析师，经济学硕士，9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 卢文琳： 分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂： 研究助理，经济学硕士，1年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜： 研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。