

数说中报之软饮料篇：积极寻找下一个风口

——2018年中报点评

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎️ : 021-80106029 李晓璐
✉️ : lixiaolu@stocke.com.cn

行业评级

食品饮料 看好

报告导读

软饮料上市公司处在新老产品迭代的档口，后期可持续关注新品推广。

投资要点

□ 各领风骚数年

承德露露、维维股份、养元饮品和香飘飘这四家软饮料公司，都曾经依靠各自的大单品响彻大江南北：露露杏仁露、维维豆奶、六个核桃、香飘飘。这几家公司都有着成功运作大单品的经验，而现如今，他们都面临新老产品迭代的问题。

□ 近几年增长放缓

反映在报表上，就是近几年增长速度变慢。2018年前两个季度营收端依然保持增长，Q1同比增22%，Q2同比增7%，我们分析这其中包含两年春节旺季错位因素，但可能最主要的原因还是新老产品迭代的问题。营收虽然增长不快，但是费用投放并未缩减，因此综合起来造成Q2归母净利润同比下降20%。我们认为，快消品的新品研发和广告推广是重要一环，各家为了寻求新的突破口，在积极尝试的过程中费用率难以下降，符合整个行业的发展特性。

□ 运营效率较高

从运营效率各项指标看，软饮料上市公司表现稳健：存货周转天数良性，应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所加快。变现能力较强，账面货币现金充裕，龙头公司仍在扩张。

□ 须持续跟踪新品动销

近8年来软饮料板块上市公司市盈率走低，显示资本市场对该板块的认可度并不高，这可能与该板块上市公司业务利润对大单品的依赖度过高有直接的关系。万得一致预期显示主业聚焦的养元饮品、承德露露和香飘飘等三家公司的预测市盈率大多在20倍以下，未来需要持续跟踪上市公司在新品推进方面的动态。

相关报告

报告撰写人：张海涛

数据支持人：李晓璐

正文目录

1. 各领风骚数年	3
1.1. 2018 年前两个季度行业营收端保持增长	3
1.2. 行业费用率增加拖累净利润率下降	4
1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比下降 20%	6
2. 经营效率平稳，龙头企业仍在扩张	7
3. 估值	8

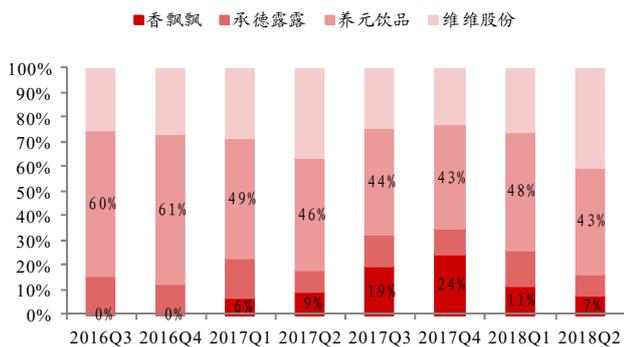
图表目录

图 1: 四家公司分季度营收在子版块中的占比	3
图 2: 四家公司分季度归母净利润在子版块中的占比	3
图 3: 软饮料上市公司的 2018Q2 营收同比增长 7%	3
图 4: 四家上市公司分季度营收波动大	4
图 5: 软饮料板块平均毛利率走势	4
图 6: 四家公司分季度毛利率水平对比及走势	4
图 7: 软饮料板块平均销售费用率走势	5
图 8: 四家公司分季度销售费用率水平对比及走势	5
图 9: 软饮料板块平均管理费用率呈下降趋势	5
图 10: 软饮料板块平均三项费用率呈下降趋势	5
图 11: 软饮料板块费用细分	5
图 12: 四家公司研发支出占各自营收的比重	5
图 13: 软饮料板块平均净利润率走高	6
图 14: 四家公司分季度净利润率水平对比及走势	6
图 15: 软饮料上市公司分季度归母净利润波动大	6
图 16: 四家上市公司分季度归母净利润波动大	6
图 17: 软饮料板块平均存货周转天数	7
图 18: 软饮料板块库存细分占比	7
图 19: 软饮料板块平均应收账款周转天数	7
图 20: 软饮料板块平均应付账款周转天数	7
图 21: 软饮料上市公司合计货币现金	8
图 22: 软饮料上市公司收到的现金占营改营收的比重	8
图 23: 软饮料板块经营性现金流季节性波动大	8
图 24: 软饮料上市公司仍在扩张期	8
图 25: 上市公司历史市盈率(TTM,月度)	8
图 26: 维维股份历史市盈率(TTM,月度)	8
表 1: 四家公司核心产品情况简述	4
表 2: 四家公司估值指标	9

1. 各领风骚数年

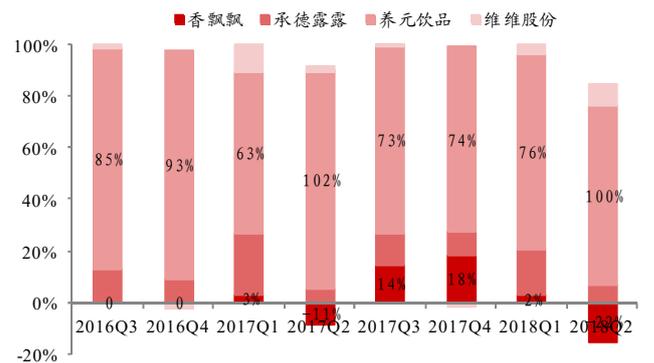
从业务模式相当，主营业务相近相仿的角度，我们选取四家 A 股软饮料上市公司作为本报告软饮料子板块的研究标的池，它们分别是**承德露露**、**养元饮品**、**维维股份**和**香飘飘**。由于养元饮品和香飘飘两家公司为次新股，养元饮品分季度数据从 2016Q3 开始新增，香飘飘分季度数据从 2017Q1 开始新增，而养元饮品和香飘飘的体量均不小，尤其是养元饮品的体量巨大，上市之后成为第一大股东，因此造成合并之后部分季度数据出现大的波动，**从 2018Q1 开始数据口径可比**。此处仅以营收和归母净利润占比为例展示两家新增公司在子板块中的体量概况。为了更加全面还原实际的经营情况，报告中不少地方对各公司的经营数据进行了单列。

图 1：四家公司分季度营收在子板块中的占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：四家公司分季度归母净利润在子板块中的占比

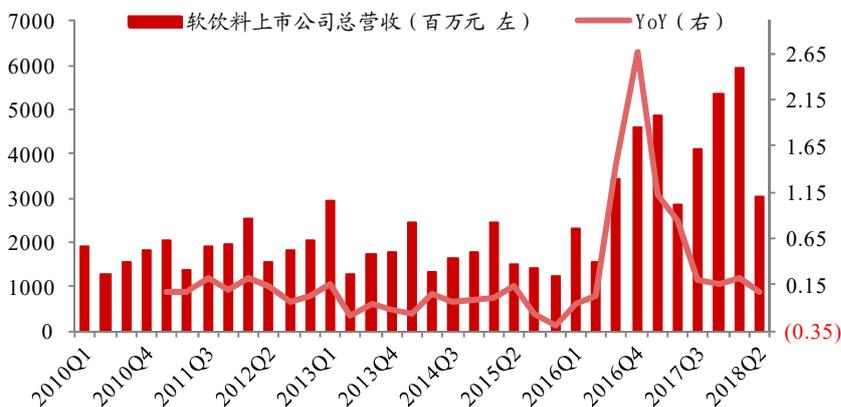


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1. 2018 年前两个季度行业营收端保持增长

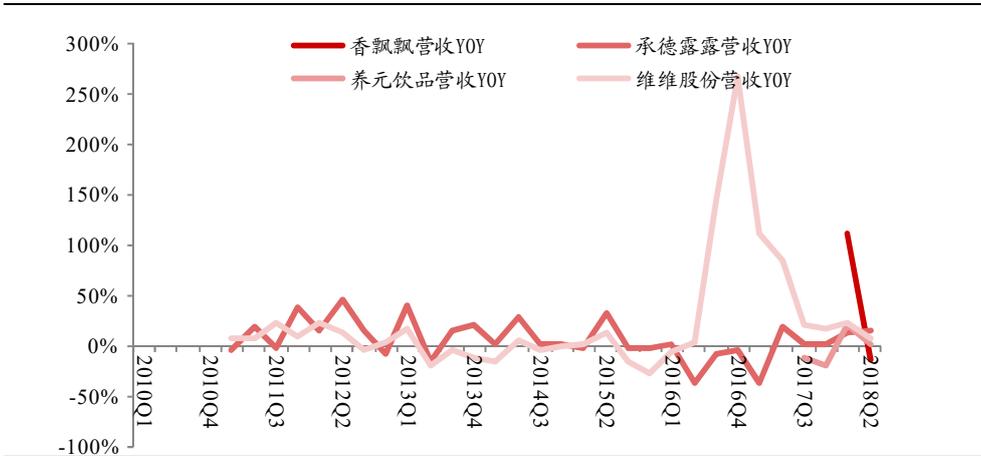
2018Q2 软饮料板块实现总营收 30.27 亿元，同比增长 7%，与 Q1 同比增长 22%相比，增速有所回落。环比增速回落的主要原因我们认为一是 2018 年春节（2 月 16 日）比 2017 年春节（1 月 28 日）延后，造成旺季 Q4 和 Q1 错峰；二是四家企业普遍处在新老产品迭代的时间档口。部分软饮料的消费具有季节性特点，集中在 Q4 或者 Q1，传统节日对消费的拉动较大。承德露露和养元饮品以植物性蛋白饮料为主营业务，维维股份则从原有的奶豆粉拓展到豆奶粉、乳品（品牌“天山雪”）和白酒（品牌“枝江”等）的生产、销售，而香飘飘则以杯装奶茶为主。**值得一提的是，这四家公司均在各自领域各领风骚数年（见表 1），各企业的当家产品大多在 2014 年前后增速放缓，甚至下滑。当前阶段各家均在发力推陈出新，积极寻找下一个风口。**比如香飘飘于 2017 年 4 月和 2018 年 7 月陆续推出了两款液体即饮奶茶和三款果汁茶；承德露露 2016 年先推出核桃露、果仁核桃、花生露，后推小露露和露露甄选系列产品，瞄准儿童群体和高端产品，2018 年初推出露露杏仁露热饮款；维维股份于 2016 年推出“逗”系列罐装豆奶饮品。

图 3：软饮料上市公司的 2018Q2 营收同比增长 7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：四家上市公司分季度营收波动大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：四家公司核心产品情况简述

	超级大单品	巅峰时期	旺季	细分市场市占率	2017 年营收占比
香飘飘	“香飘飘”固体奶茶	2005-2013	春节前 2 个月，通常为 Q4	60%	约 92%
承德露露	露露杏仁露	90 年代初-2013	Q1	90%	接近 100%
养元饮品	六个核桃	2005-2016	Q4 和 Q1	--	约 98%
维维股份	维维豆奶	1993-2003	没有明显淡旺季	80%	约 30% (业务多元化)

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 行业费用率增加拖累净利润率下降

2018Q2 软饮料板块平均毛利率 38%，同比提高约 1 个百分点。近些年软饮料上市公司平均毛利率较平稳，近两年约为 40%，分企业看：承德露露和养元饮品的毛利率更高，在 50%附近；维维股份的综合毛利率最低（公司 2000 年上市之后实施多元化发展道路，单拆分看豆奶产品毛利率约 40%上下），并且近年来有走低的迹象；香飘飘分季度毛利率波动大。

2018Q2 软饮料板块平均三项费用率约 23%，同比提升约 4 个百分点，其中销售费用率提升的影响最大（香飘飘由于加大推广液体奶茶力度，Q2 费用率达到 65%）。此外，上市公司大多为民企，管理费用率处在较低的水平。拆分费用看，广告推广费占费用大头，其次是员工薪酬，2014 年以来员工薪酬有所上涨，广告推广费略有波动但总体在 15 亿元/年上下。大量投入推广费（包括广告和人员等等）与快消品行业的经营特点相符合，尤其是新品推广阶段，此外，研发新品需要一定的研发投入。根据这一特点，并结合近几年各公司都在积极寻求新品突破，我们预计接下来几年软饮料上市公司的费用率会处在一个上升趋势当中。

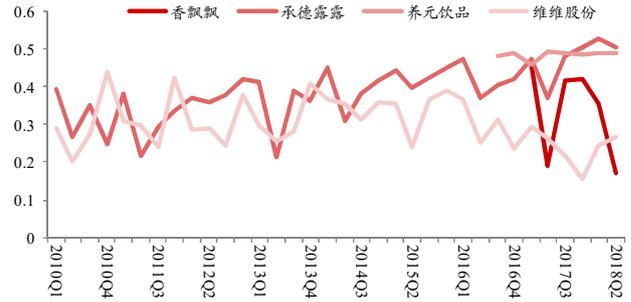
2018Q2 软饮料板块平均净利润率约 13%，同比下降约 3 个百分点，主要系期间费用率同比提升 4 个点所致。分公司看，养元饮品的净利润率遥遥领先，约 30%上下，其次为承德露露，最低为维维股份，香飘飘的季节波动性最大。从趋势上看，在承德露露净利润率缓慢提升以及新增高利润率的养元饮品的联合带动下，软饮料板块平均净利润率水平走高至 16%上下。

图 5：软饮料板块平均毛利率走势

图 6：四家公司分季度毛利率水平对比及走势



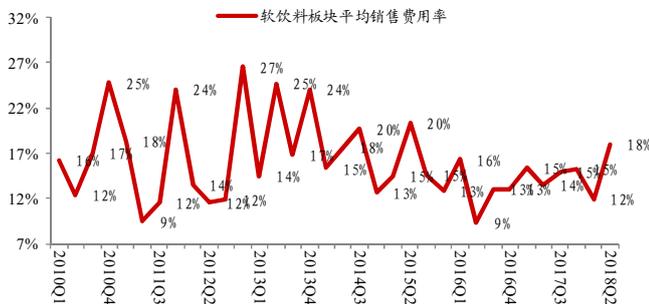
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



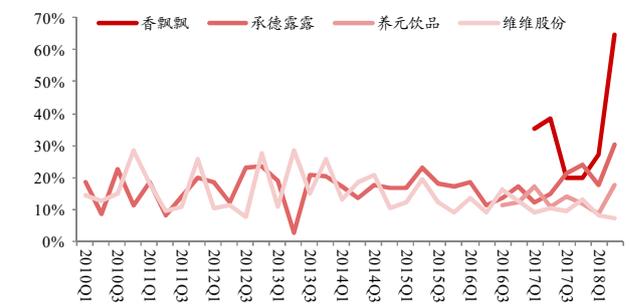
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 软饮料板块平均销售费用率走势

图 8: 四家公司分季度销售费用率水平对比及走势



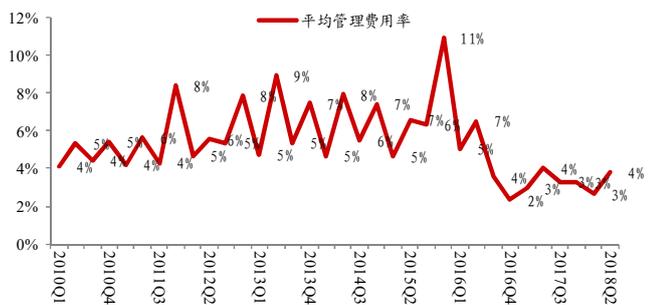
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



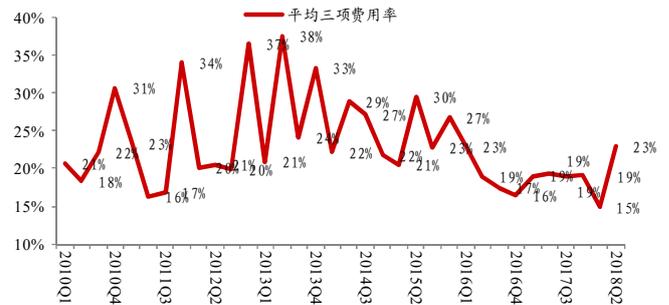
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 软饮料板块平均管理费用率呈下降趋势

图 10: 软饮料板块平均三项费用率呈下降趋势



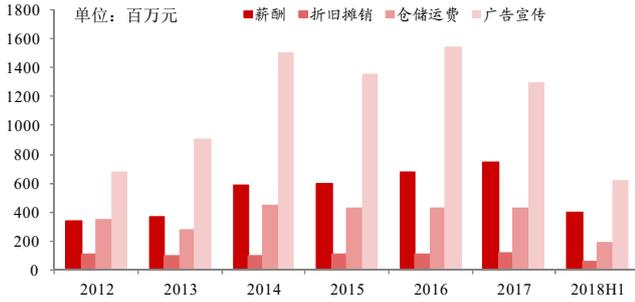
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



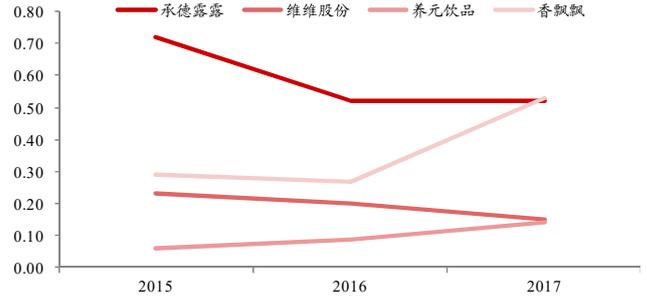
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11: 软饮料板块费用细分

图 12: 四家公司研发支出占各自营收的比重



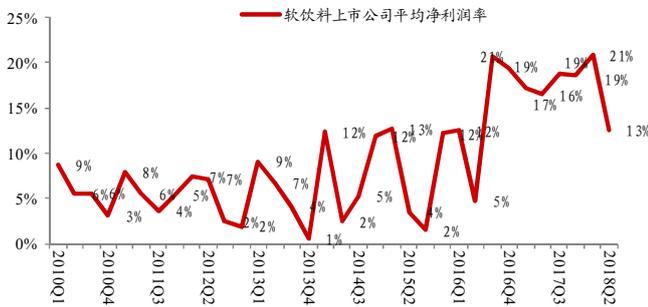
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



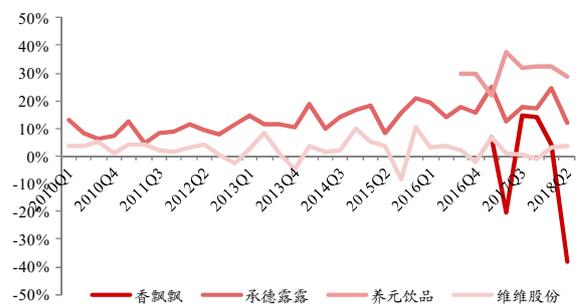
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 软饮料板块平均净利润率走高

图 14: 四家公司分季度净利润率水平对比及走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

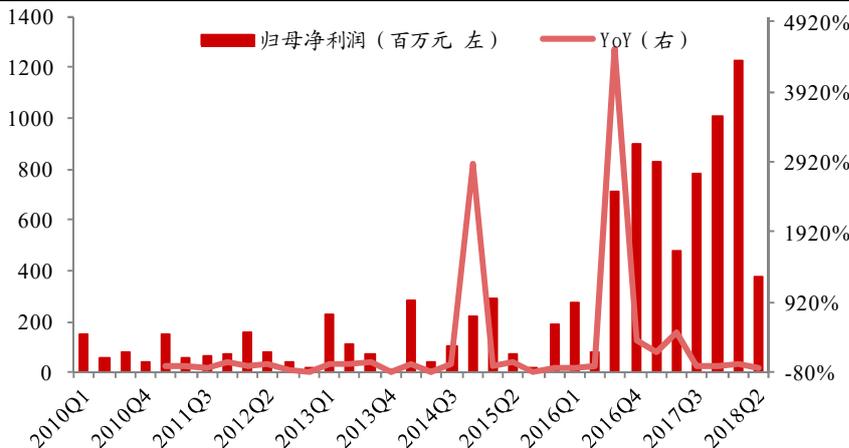


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比下降 20%

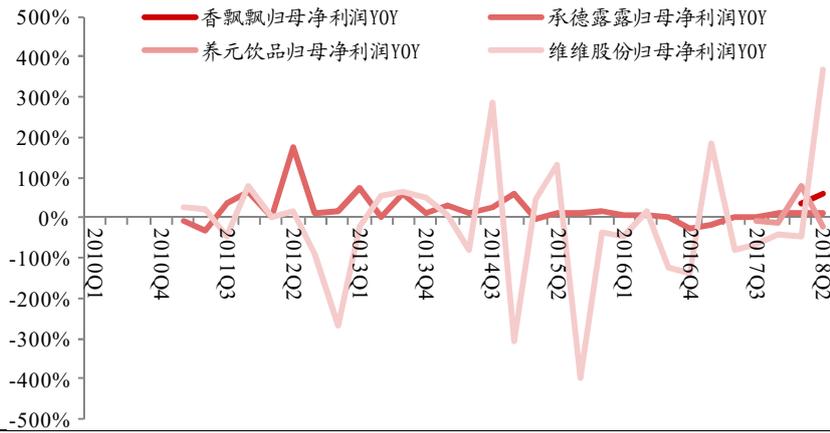
与营收表现同步, 2018Q2 软饮料行业归母净利润同比下降 20%, 对比 Q1 同比增长 49%, 有下滑的趋势。主要原因除了我们前述春节因素叠加新老产品迭代, 费用率提升也是导致 Q2 净利润下滑的原因之一。

图 15: 软饮料上市公司分季度归母净利润波动大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 四家上市公司分季度归母净利润波动大



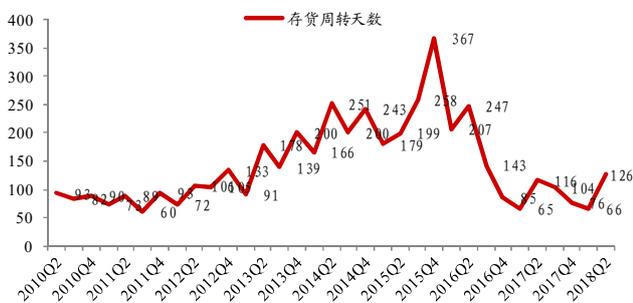
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 经营效率平稳，龙头企业仍在扩张

软饮料上市公司通常 Q1 存货周转最快，跟生产和消费旺季契合，2018Q1 库存周转天数 66 天，Q2 库存周转天数 126 天，存货周转天数良性。应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所加快，显示软饮料上市公司现金周转效率处于改善的状态。

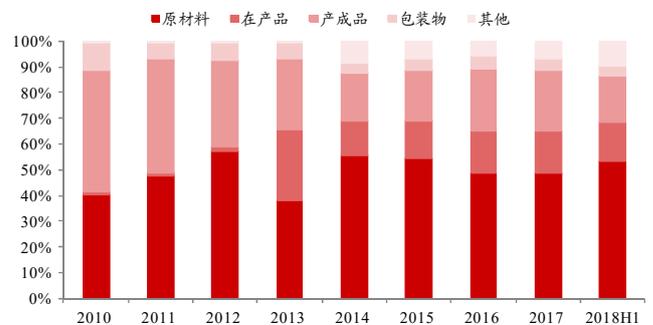
软饮料上市公司账面 2018Q2 累计货币现金 71.43 亿元，同比增长 74%，货币现金较为充裕，并且现金收入比在连续 34 个分季度里有 25 个季度超过 1，占比 74%，显示吸金能力较强。不过分季度经营性现金流有时候会出现负值，季度波动大。结合购买固定资产等现金支出和投资性现金流看，龙头公司仍在扩张，做大做强的意愿较强烈，对行业前景较乐观。

图 17: 软饮料板块平均存货周转天数



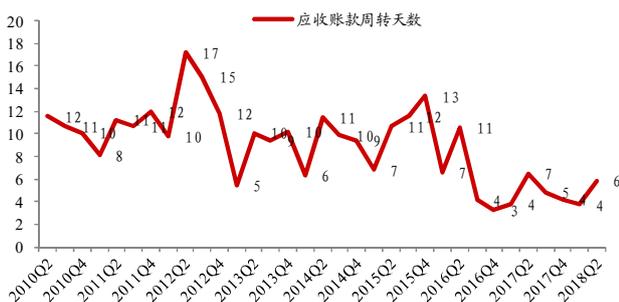
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 软饮料板块库存细分占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: 软饮料板块平均应收账款周转天数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

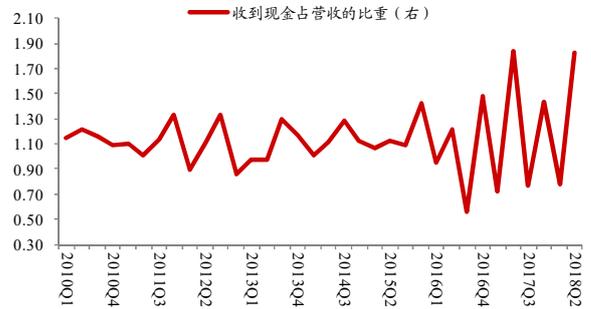
图 21：软饮料上市公司合计货币现金



资料来源：Wind，浙商证券研究所

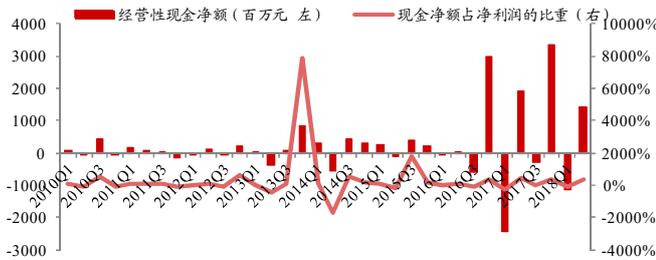
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：软饮料上市公司收到的现金占营收的比重



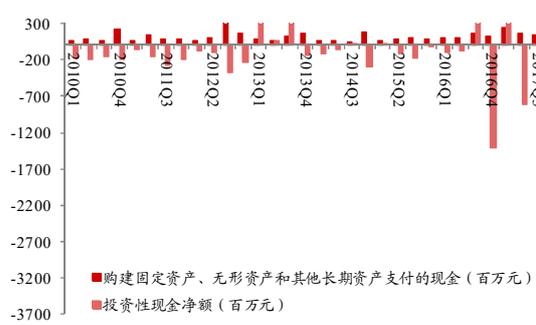
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：软饮料板块经营性现金流季节性波动大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：软饮料上市公司仍在扩张期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

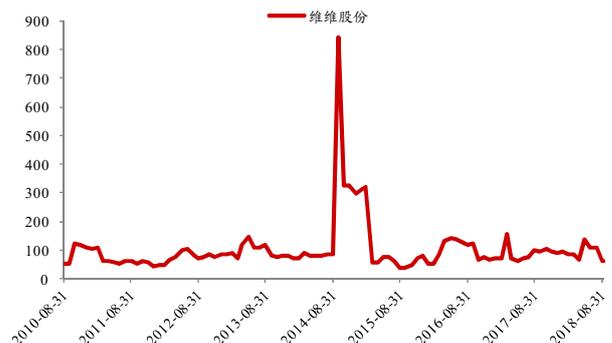
3. 估值

截至9月7日，养元饮品的市值最大，最新数据显示在350亿元附近，承德露露80亿市值，维维股份和香飘飘分别在50亿元和60亿元水平。从趋势上看，近8年来软饮料板块上市公司市盈率走低，显示资本市场对该板块的认可度并不高，这可能与该板块上市公司业务利润对大单品的依赖度过高有直接的关系。万得一致预期显示主业聚焦的养元饮品、承德露露和香飘飘等三家公司的预测市盈率大多在20倍以下，未来需要持续跟踪上市公司在新品推进方面的动态。

图 25：上市公司历史市盈率(TTM,月度)



图 26：维维股份历史市盈率(TTM,月度)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：四家公司估值指标

代码	公司名称	股价（元）	2018PE	2019PE	2020PE
603711.SH	香飘飘	15.6	21	17	14
000848.SZ	承德露露	8.46	17	14	12
603156.SH	养元饮品	47.31	14	12	11
600300.SH	维维股份	3.1	40	32	27

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所。以 09 月 07 日股价为准。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>