

0345.HK VITASOY INT'L

港股通（沪/深）

审慎增持（首次）

豆奶+柠檬茶双核驱动，全国化趋势明确

2019年1月30日

市场数据

日期	2019/1/29
收盘价(港元)	30.95
总股本(百万股)	1,062
总市值(百万港元)	32,854
净资产(百万港元)	2,976
总资产(百万港元)	5,475
每股净资产(港元)	2.80

主要财务指标

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入(百万港元)	6,465	7,694	9,138	10,830
同比增长	19.6%	19.0%	18.8%	18.5%
净利润(百万港元)	642	818	1,013	1,235
同比增长	-1.7%	27.4%	23.9%	21.8%
毛利率	52.9%	53.8%	53.9%	54.0%
净利率	9.9%	10.6%	11.1%	11.4%
净资产收益率	21.8%	24.8%	27.9%	30.5%
每股收益(港元)	0.56	0.71	0.89	1.10
每股经营现金流(港元)	1.01	1.03	1.26	1.50

相关报告

投资要点

- **豆奶时代来临，维他奶携手巨头共同做大市场：**豆奶营养价值高，且相较豆浆、牛奶具备独特优势，2018年96.4亿元市场规模，预计未来保持10%左右增速，包装化率提升和消费场景拓展是主要驱动力。日本人均豆奶消费量是中国内地的3倍，人均豆奶消费额是中国内地的6倍。对标日本，豆奶市场潜在市场空间500-1000亿元。当前豆奶市场格局分散，全国化龙头尚未形成，维他奶与豆本豆市占率较高，为15%-20%。达利、伊利、蒙牛等巨头进入将加速消费者教育、行业增长和品牌集中度提升，利好具备先发优势的维他奶。
- **维他柠檬茶有望率先全国化，成为50亿大单品：**公司早在1979年就开始布局柠檬茶饮料，凭借纯正独特的茶涩味、柠檬清爽怡神的特色，风靡香港即饮茶市场，市占率稳居第一，2018年26.6%。2016年在内地加大营销力度后，维他柠檬茶快速增长，2017年内地销售额约20亿元，但当前占内地即饮茶份额仅1.2%。随着公司全面铺货的完成叠加广告带来的复购驱动，看好维他柠檬茶成为50亿大单品，为公司业绩增添亮点。
- **新帅上任，加速“更深更广”全国化：**2018年2月新任中国区CEO钟廷毅上任，钟廷毅曾就职于强生、亿滋和达能等世界500强消费品企业，曾成功主导推动“脉动”从区域品牌成为全国性品牌。新帅上任，有望在渠道布局上更深更广的覆盖，加速由华南向全国扩张。此外，投资10亿元的东莞新工厂将于2021年投入运营，保障公司的稳定高速增长。
- **投资建议：**我们预计公司2019-2021财年的归属净利润7.6/9.5/11.7亿港元，同比增长29.4%/25.2%/22.8%。考虑到公司巨大的增长空间，稳定的高增长预期，出色的盈利能力，稳定现金流和高分红率（55%左右），市场长期给予公司估值溢价具备合理性。根据DCF模型（WACC=7.30%，Perpetual g=2.5%），给予公司股票目标价34.81港元，对应2020财年PE为38.9倍，距1月29日收盘价30.95港元有12.5%的涨幅，给予“审慎增持”评级。

风险提示：豆奶行业市场竞争激烈；内地市场区域扩张进度不达预期；食品安全问题；原材料价格超预期波动

海外消费研究

分析师：张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111



Outperform

(Initiation)

VITASOY INT'L (0345.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Dual-core drive, nationwide trend clearer

01/30/2019

Consumer Goods

Key Data		Key Financial Indicators				
Jan. 29, 2019		FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Closing Price (HKD)	30.95	Revenue (Mn/HKD)	6,465	7,694	9,138	10,830
Total Shares (Mn)	1,062	YoY	19.6%	19.0%	18.8%	18.5%
Market Cap(HKD/Mn)	32,854	Net Profit (Mn/HKD)	642	818	1,013	1,235
Net Assets (HKD/Mn)	2,976	YoY	-1.7%	27.4%	23.9%	21.8%
Total Assets (HKD/Mn)	5,475	Gross Margin	52.9%	53.8%	53.9%	54.0%
BVPS(HKD)	2.80	Net Profit Margin	9.9%	10.6%	11.1%	11.4%
		ROE	21.8%	24.8%	27.9%	30.5%
		EPS (HKD)	0.56	0.71	0.89	1.10
		OCFPS (HKD)	1.01	1.03	1.26	1.50

Analyst

Zhang Yidong

zhangyd@xyzq.com.cn
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

Contact

Li Ming

limingyjy@xyzq.com.cn
SFC: AXK332
SAC: S0190118070111

Highlights

The era of Soymilk has arrived. Vitasoy, together with beverage giants, can promote the soymilk market.

The nutrition value of soymilk is high and has unique advantages over milk and soybean milk. The market size of soymilk in 2018 is 9.64 billion yuan, with future CAGR around 10%. The driving force are packing rate ascension and consuming scenarios expansion. Japan is three times as much as Chinese Mainland in soymilk consumption amount and six times in consumption value. Therefore, targeting Japan, the potential market space of soymilk in Chinese Mainland is 50-100 billion yuan. At present, the market pattern of soymilk is decentralized. Nationwide leading company has not come out yet. Vitasoy and Doubendou have a relatively high market share of around 15%-20%. The entry of beverage giants such as Dali, Yili and Mengniu will accelerate consumer education, industry growth and brand concentration, which will benefit Vitasoy.

Vita lemon tea is expected to become nationwide firstly and tough 5 billion sales soon. Lemon tea drink was firstly produced by Vitasoy in 1979. With unique taste, Vita lemon tea is popular in Hong Kong's RTD tea market, with market share ranks 1st (26.6% in 2018). After increasing efforts in marketing since 2016, Vita lemon tea has witnessed rapid growth in Chinese Mainland. In 2017, the sales volume in the mainland was about 2 billion yuan, but its current market share in Mainland RTD tea market is only 1.2%. With the company's efforts in distribution and advertising, we are optimistic about Vita lemon tea to tough the 5 billion sales figure.

With the arrival of new Chinese Mainland CEO, accelerating "deeper & broader" nationwide strategy.

In Feb 2018, Zhong Tingyi, the new Chinese zone CEO, has arrived. He has worked at JNJ, Mondelez and Danone. During his work in Danone, he successfully promoted "Mizone" to become a nationwide brand from a regional brand. His coming will help Vitasoy in Channel covering and accelerate the process of expansion from south China to countrywide. In addition, a new factory, with an investment of 1 billion yuan, will be put into operation in 2021, which can ensure the high growth of the company.

Initiate at outperform, TP HK\$34.81. We expect net profit in FY2019E/2020E/2021E to be HKD 0.76B, 0.95B, 1.17B, up by 29.4%, 25.2% and 22.8% y-o-y. Considering the company's huge growth space, stable high growth expectation, excellent profitability, stable cash flow and high dividend payout rate (about 55%), it is reasonable for the market to give the company a valuation premium. Based on the DCF model (WACC=7.30%, Perpetual g=2.5%), we initiate coverage with Outperform, TP HK\$34.81, representing 38.9X PE in FY2020, implying a 12.5% upside from the current price.

Potential risks: 1) Fiercer competition. 2) Lower than expected expansion speed. 3) Food safety. 4) Significantly rising costs.

目 录

1、 公司基本情况	- 6 -
1.1、 公司简介：香港家喻户晓的饮料品牌，内地业务迅猛发展.....	- 6 -
1.2、 发展历史：近 80 年历史，成长为全球最大豆奶公司.....	- 7 -
1.3、 股权结构：罗氏家族控股，经营稳健.....	- 9 -
2、 行业分析	- 10 -
2.1、 从“好喝”到“喝好”，植物蛋白饮料方兴未艾.....	- 10 -
2.1.1、 植物蛋白饮料千亿市场，增速领跑饮料各细分品类.....	- 10 -
2.1.2、 地域性强，集中度低，细分领域龙头优势明显.....	- 11 -
2.2、 中国进入豆奶时代，潜在市场空间 500-1000 亿元.....	- 13 -
2.2.1、 相对于豆浆、牛奶，豆奶具备独特优势，存在替代空间.....	- 13 -
2.2.2、 我国豆奶市场近十年 CAGR 10%，潜在市场空间 500 亿元.....	- 15 -
2.2.3、 包装化率提升与消费场景拓展是主要驱动力.....	- 17 -
2.2.4、 格局分散，维他奶携手巨头共同做大豆奶市场.....	- 20 -
2.3、 千亿茶饮料市场有助孕育大单品.....	- 23 -
2.3.1、 茶饮料品类众多，千亿市场规模.....	- 23 -
2.3.2、 寡头垄断格局，内地市场维他茶市占率逐步提升.....	- 23 -
3、 公司投资要点	- 24 -
3.1、 产品多元化、高端化，夯实产品力.....	- 24 -
3.1.1、 产品多元化，维他茶有望率先成为全国化产品.....	- 24 -
3.1.2、 产品高端化，填补高端豆奶市场空白.....	- 26 -
3.2、 拓展消费场景，营销升级，提升品牌力.....	- 28 -
3.2.1、 场景营销，深挖消费者痛点.....	- 28 -
3.2.2、 创新营销，与腾讯等大平台战略合作.....	- 29 -
3.2.3、 个性定制，紧跟年轻潮流.....	- 31 -
3.3、 更深更广全国化，如火如荼国际化，增强渠道力.....	- 32 -
3.3.1、 加强内地产能建设，“更深更广”渠道布局，香港稳健增长.....	- 32 -
3.3.2、 推进国际市场布局，实现全球销售增长.....	- 35 -
3.4、 现金流稳定，分红率良好.....	- 36 -
4、 财务分析	- 37 -
5、 盈利预测与估值	- 40 -
5.1、 盈利预测.....	- 40 -
5.2、 估值与评级.....	- 42 -
6、 风险提示	- 43 -

图 1、 大陆市场发展迅猛.....	- 7 -
图 2、 1HFY19 大陆市场销售占比提升至 67%.....	- 7 -
图 3、 维他奶股权结构.....	- 9 -
图 4、 维他奶、大家乐、大快活罗氏家族成员.....	- 9 -
图 5、 植物蛋白饮料占饮料的份额提升最大.....	- 11 -
图 6、 2017 年养元饮品收入区域分布.....	- 12 -
图 7、 养元饮品收入高于其他植物蛋白饮料公司.....	- 12 -
图 8、 除维他奶外，厂商生产的植物蛋白饮料种类相对单一.....	- 13 -
图 9、 豆奶制作流程.....	- 13 -
图 10、 全球各地区乳糖不耐受人群比例.....	- 14 -

图 11、	中国 2018 年液态包装豆奶销售额 96.4 亿元.....	- 15 -
图 12、	中国 2018 年液态包装豆奶销量 124.7 万吨.....	- 15 -
图 13、	香港 2018 年液态包装豆奶销售额 15.7 亿港元.....	- 16 -
图 14、	香港 2018 年液态包装豆奶销量 10.3 万吨.....	- 16 -
图 15、	中国人均豆奶销量较低	- 16 -
图 16、	中国人均豆奶消费额较低	- 16 -
图 17、	PET 瓶装豆奶产品	- 18 -
图 18、	内地豆奶销量占碳酸饮料、果汁、即饮茶比重.....	- 19 -
图 19、	香港豆奶销量占碳酸饮料、果汁、即饮茶比重.....	- 19 -
图 20、	餐饮渠道增长较快	- 19 -
图 21、	餐饮渠道销量占比逐渐增加	- 19 -
图 22、	唯怡豆奶成为四川串串/火锅店的标配	- 20 -
图 23、	中国内地液态包装豆奶市场份额（按销售额）	- 20 -
图 24、	2018 年我国豆奶市场份额（按销售额）	- 21 -
图 25、	香港液态包装豆奶市场份额（按销售额）	- 21 -
图 26、	2018 年各国及地区液态包装豆奶市场 CR3	- 21 -
图 27、	达利食品“豆本豆”产品系列	- 22 -
图 28、	2018H1 年达利食品应收账款并未继续增加.....	- 22 -
图 29、	蒙牛 Silk 植朴磨坊美式豆奶	- 22 -
图 30、	伊利植选浓香豆乳	- 22 -
图 31、	2018 年中国即饮茶市场规模 1197 亿元，同比+1.3%	- 23 -
图 32、	2018 年香港即饮茶市场规模 45.8 亿港元，同比+7.7%	- 23 -
图 33、	中国内地即饮茶市场份额（按销量）	- 24 -
图 34、	香港即饮茶市场份额（按销量）	- 24 -
图 35、	维他柠檬茶表情包及经修改后的饮料封面.....	- 25 -
图 36、	2018 年 4 月引入无糖茶	- 25 -
图 37、	2018 年 6 月推出健康加法高端豆奶.....	- 26 -
图 38、	“早餐先喝维他奶”麦兜定制包装.....	- 28 -
图 39、	冠名网综《萌主来了》，联合刘宪华深入场景.....	- 28 -
图 40、	“吃辣就喝维他奶”麦兜定制包装.....	- 29 -
图 41、	公司拓展餐饮消费场景	- 29 -
图 42、	“运动前后喝维他奶”麦兜定制包装	- 29 -
图 43、	公司拓展运动消费场景	- 29 -
图 44、	公司上线“豆荚学院”.....	- 30 -
图 45、	公司新 TVC 上线	- 30 -
图 46、	公司携手彩虹合唱团“把多彩叫醒”。	- 30 -
图 47、	彩虹合唱团呈现维他奶全系列产品.....	- 30 -
图 48、	公司与腾讯达成营销合作伙伴关系.....	- 31 -
图 49、	公司尝试国内首个裸眼 3D 公交站牌广告.....	- 31 -
图 50、	公司赞助综艺《幻乐之城》，玩转娱乐营销.....	- 31 -
图 51、	公司推出维他柠檬茶世界杯特别版包装.....	- 32 -
图 52、	跨界合作，联名复古鞋款玩转潮流.....	- 32 -
图 53、	产品定制，推蹦迪神器音乐盒	- 32 -
图 54、	中国大陆地区收入及增速	- 33 -
图 55、	中国大陆地区经营溢利及增速	- 33 -
图 56、	中国大陆地区收入占比迅速增加	- 33 -
图 57、	近 10 年大陆地区营业收入 CAGR 居首	- 33 -
图 58、	香港地区收入及增速	- 34 -
图 59、	香港地区经营溢利及增速	- 34 -
图 60、	公司历年资本支出	- 35 -

图 61、	澳洲地区收入及增速	- 35 -
图 62、	澳洲地区经营溢利及增速	- 35 -
图 63、	新加坡地区收入及增速	- 36 -
图 64、	新加坡地区经营溢利及增速	- 36 -
图 65、	公司经营性现金净额常年大于净利润.....	- 37 -
图 66、	公司分红比例高	- 37 -
图 67、	公司历年营业收入	- 37 -
图 68、	公司历年毛利率	- 37 -
图 69、	公司毛利率领先行业	- 38 -
图 70、	公司历年销售费用率与管理费用率.....	- 38 -
图 71、	公司销售费用率领先行业	- 38 -
图 72、	公司管理费用率位于行业前列	- 38 -
图 73、	公司历年归属净利润	- 39 -
图 74、	公司历年 EBITDA Margin 和归属净利率	- 39 -
图 75、	公司 EBITDA Margin 位于行业前列	- 39 -
图 76、	公司归母净利率位于行业前列	- 39 -
图 77、	公司历年资产负债率	- 40 -
图 78、	公司历年 ROE、ROA	- 40 -
图 79、	2010 年至今大豆价格	- 41 -
图 80、	2010 年至今塑料价格	- 41 -
图 81、	2010 年至今白砂糖价格	- 41 -
图 82、	2013 年至今箱板纸价格	- 41 -
图 83、	公司近五年 PE-Band.....	- 43 -
表 1、	公司主要产品系列	- 6 -
表 2、	公司发展历史	- 8 -
表 3、	植物蛋白饮料在各饮料品类中增速最快.....	- 10 -
表 4、	植物蛋白饮料各细分品类竞争格局	- 12 -
表 5、	豆奶与牛奶的区别	- 15 -
表 6、	各渠道豆奶消费的优劣势	- 17 -
表 7、	饮料各主要细分品类都诞生过百亿级别的大单品.....	- 18 -
表 8、	维他奶经典系列豆奶产品的多口味、多包装.....	- 25 -
表 9、	几款市面主打豆奶产品性价比测评	- 27 -
表 10、	公司内地厂房	- 34 -
表 11、	公司盈利预测假设	- 41 -
表 12、	WACC 计算过程.....	- 42 -
表 13、	行业估值表	- 43 -
附表	- 45 -

报告正文

1、公司基本情况

1.1、公司简介：香港家喻户晓的饮料品牌，内地业务迅猛发展

VITASOY INT'L (维他奶) 成立于 1940 年，是香港家喻户晓的饮料品牌。维他奶对于香港人就像可口可乐对于美国人。

维他奶的产品主要包括两大品牌：「维他奶/Vitasoy」，包括豆奶饮料及豆腐产品；以及「维他/Vita」，推出茶类、果汁、蒸馏水及牛奶类饮料。生产厂房遍及中国大陆、香港、澳大利亚、新加坡。

表1、公司主要产品系列



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

豆腐



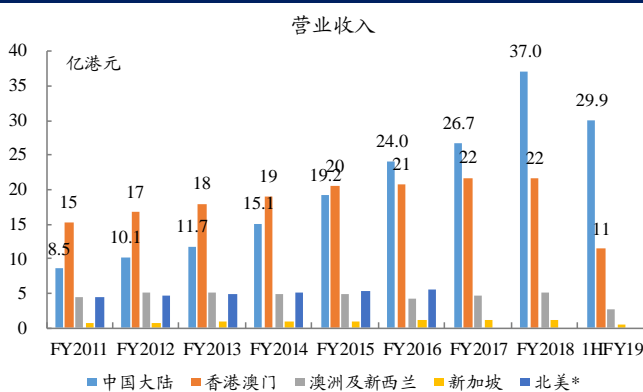
其他饮品（果汁、牛奶、蒸馏水等）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

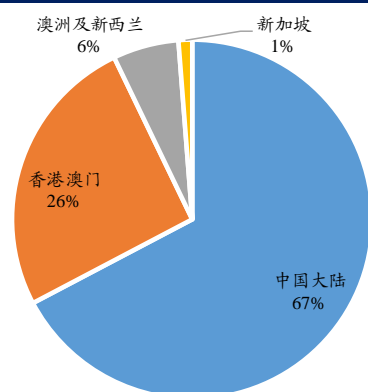
中国内地市场成为维他奶业务的增长引擎。尽管维他奶产品覆盖全球逾 40 个城市，但在过去 10 年间其在中国内地市场的销售增幅强劲。自 2016 财年起维他奶在内地市场销售便跑赢香港市场，2018 财年内地收入占比已达 57%，同比增 38.8%；此外香港占比 33%，澳洲占比 8%，新加坡占比 2%；2019 上半财年内地收入占比上升至 67%，同比增 32.9%。

图1、大陆市场发展迅猛



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：维他奶财年为每年4月1日到第二年3月31日

图2、1HFY19 大陆市场销售占比提升至 67%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历史：近 80 年历史，成长为全球最大豆奶公司

维他奶由罗桂祥于 1940 年成立，起初定位于“穷人的牛奶”。为饱受战争摧残的同胞补充营养，推出豆奶饮品。之后不断推出柠檬茶、果汁等多品类产品。50 年代，维他奶开始代理美国“绿宝”橙汁和“百事可乐”汽水。不仅增加投资渠道

和提高声誉，更学习了生产管理和市场发展手法。罗氏以两家名牌公司的经验，“直接使用到豆奶的生产销售上，对维他奶公司后来的发展起到了决定性的作用”。

率先引入无菌利乐纸包装。1974年，石油危机爆发，主要原材料糖和大豆的价格均大幅上升，玻璃瓶存储运输成本高，保质时间短，使维他奶陷入困境。此时，在美国获得食品加工硕士学位的罗桂祥六子罗友礼力主在盛行玻璃瓶装的时代，冒险**率先引入无菌利乐纸包装**，此举不仅降低运输成本，还免除了顾客退瓶的麻烦。到了1976年，维他奶集团利润大幅度上升。

打入国际市场。80年代维他奶的定位从“穷人的牛奶代替品”提升为“营养丰富、优质美味、时尚健康的天然豆类饮品”，没有加入色素和添加剂等人工成分，脂肪含量低，有助于其进军国际市场。1994年在香港上市，随后维他奶在内陆、美国、澳洲、新加坡等地设厂，成为全球最大的豆奶公司。

近年来中国区业务增长迅猛。1994年和1998年，维他奶位于深圳和上海的厂房分别投产。虽然销售品种达几十种，茶、果汁、汽水等产品覆盖全国众多城市，但销售状况一直不佳。直到2004年，维他奶挖来了**百事可乐华南区销售总监袁杰**。在袁杰为总经理的内地经营团队推动下，维他奶实行归核化策略，把品类收缩到豆奶，定位于“即饮豆奶专家”，把市场收缩到了珠三角、长三角等少数重点大城市，经营策略则确定为“**核心业务、核心品牌、核心城市**”。2005年起，维他奶中国区一直保持赢利性增长。

形成向全国扩张态势。2017年10月中国区CEO袁杰辞职，2018年2月新任**中国区CEO钟廷毅**上任，钟廷毅曾就职于强生、卡夫（现亿滋）和达能等世界500强消费品企业，他在达能期间曾成功主导和推动该公司的脉动从区域品牌成为全国性品牌。钟廷毅的上任，也标志着维他奶将由华南重新向全国扩张。

表2、公司发展历史

年份	事件
1940	维他奶集团正式在香港成立，推出「维他奶」豆奶饮品
1953	采用高温消毒，无须冷藏贮存，销量大增
1975	率先采用无菌利乐纸包装技术
1976	推出「维他」果汁系列
1979	推出世界首创的即饮「维他」柠檬茶
1990	收购美国东岸豆腐厂房
1994	港交所上市；位于深圳的厂房正式投产
1998	上海厂房投产；美国麻省厂房投产
2001	在澳洲兴建厂房，进入澳洲市场
2004	任命原百事可乐华南区销售总监袁杰为中国区CEO，经营策略变为“核心业务、核心品牌、核心城市”
2007	「山水」豆腐系列正式在港推出
2008	收购新加坡大豆食品制造商统一食品，进入新加坡市场
2011	佛山厂房投产
2016	武汉厂房投产；出售北美业务若干资产，但继续在北美经销亚洲进口饮品
2017	与菲律宾的URC成立合资公司，进入菲律宾市场
2018	袁杰辞职，任命新任中国区CEO钟廷毅

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

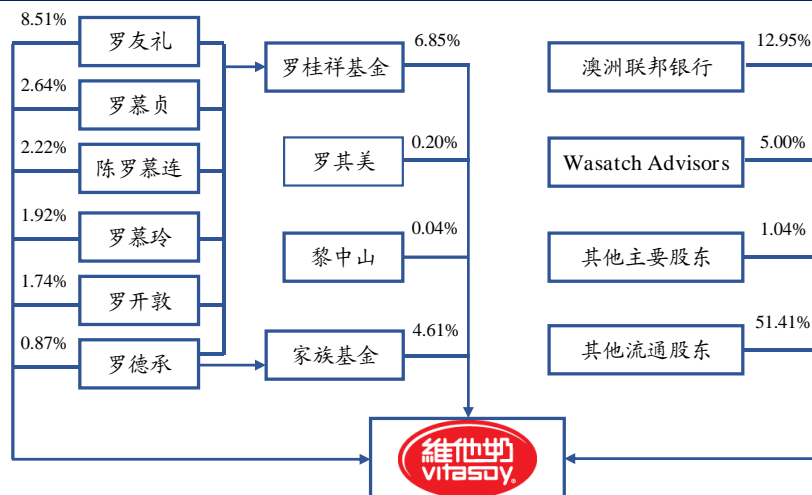
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.3、股权结构：罗氏家族控股，经营稳健

维他奶是罗氏家族控股企业。截止 2018 年 9 月 31 日，罗氏家族成员通过直接持股和信托及同类权益共持有维他奶 29.60%的股份。

- 罗友礼（1941-）现任维他奶主席，是维他奶创始人罗桂祥的第六子，在香港读完中学后，至美国伊利诺大学和康奈尔大学修读食品加工，分别获学士和硕士学位，1967 年学成归来，加入维他奶集团，1972 年进入董事局，1977 年接替罗桂祥任董事总经理。
- 罗慕贞、陈罗慕连、罗慕玲、罗开敦均为罗桂祥的子女；罗德承为大家乐创始人之一罗开睦的儿子，现任大家乐 CEO；罗其美为罗友礼的女儿；黎中山为罗慕贞的儿子。

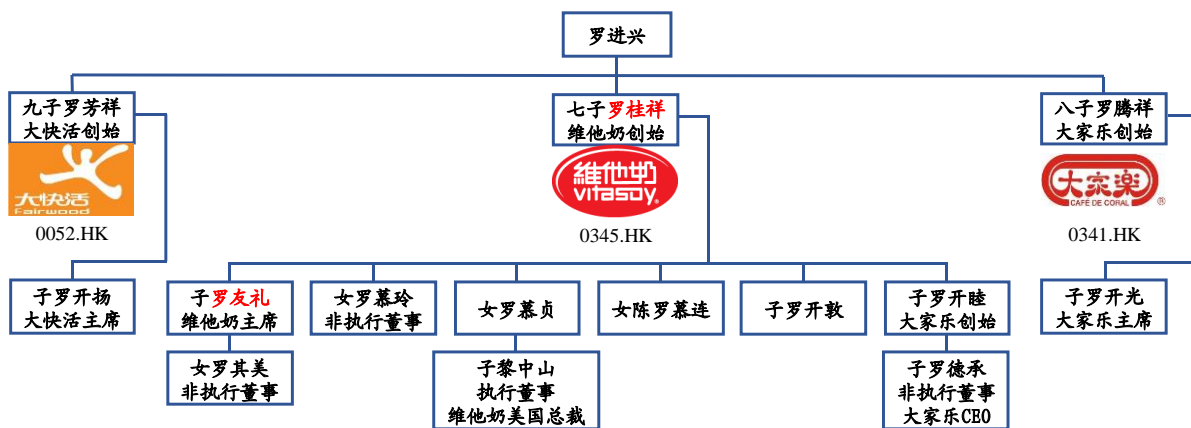
图3、维他奶股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其他主要股东包括 CEO 陆博涛（持股 0.46%）；独立非执行董事李国宝（持股 0.57%）、Jan P. S. ERLUND（持股 0.01%）

图4、维他奶、大家乐、大快活罗氏家族成员



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

罗氏家族的管理风格一脉相承。维他奶的创始人罗桂祥，他还有两兄弟，分别创建了大家乐，大快活，这三家的经营风格一脉相承：扩张稳健，不冒进，现金流好，分红比例高。

- **罗桂祥**（1910—1995），广东梅州市梅县区人。1920年随母亲到马来西亚投奔父亲。得益于余东璇（仁生堂药店老板）资助，1930年考入香港大学商学院。罗桂祥共有兄弟姐妹九个，排行第七。
- **罗腾祥**（1915-2016）是罗桂祥的八弟，起初在罗桂祥的维他奶公司任职，后于1968年与罗桂祥儿子罗开睦及九弟罗芳祥成立大家乐（0341.HK），主要经营连锁式快餐餐饮，1986年在港交所上市。
- **罗芳祥**是罗桂祥的九弟，1972年脱离大家乐自立门户，成立大快活（0052.HK），主要经营连锁式快餐餐饮，1991年在港交所上市。

2、行业分析

2.1、从“好喝”到“喝好”，植物蛋白饮料方兴未艾

2.1.1、植物蛋白饮料千亿市场，增速领跑饮料各细分品类

植物蛋白饮料主要包括豆奶、花生奶、杏仁露、核桃露、椰汁等品类，是以植物果仁、果肉、种子为原料，经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。植物蛋白饮料以其不含或较少的胆固醇含量，富含蛋白质和氨基酸，适量的不饱和脂肪酸，营养成分较全等特点，深受消费者欢迎。

植物蛋白饮料千亿市场规模，在各饮料品类中增速最快。根据前瞻网的数据，2007-2016年植物蛋白饮料的市场规模从169亿元提升至1,217亿元，十年CAGR为24.5%，居于各饮料品类细分市场的首位，远高于16.0%的行业平均增长率。植物蛋白饮料占饮料市场的份额也由2007年的9.9%提升8.8pct至2016年的18.7%。

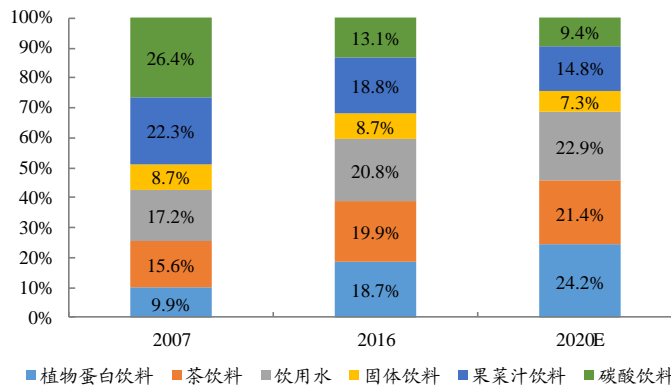
表3、植物蛋白饮料在各饮料品类中增速最快

	市场规模			2020年前景预测	
	2007年	2016年	CAGR	市场规模	CAGR
饮料	1,709	6,511	16.0%	10,670	13.1%
植物蛋白饮料	169	1,217	24.5%	2,583	20.7%
茶饮料	266	1,295	19.2%	2,281	15.2%
饮用水	294	1,354	18.5%	2,442	15.9%
固体饮料	148	567	16.1%	783	8.4%
果菜汁饮料	381	1,224	13.9%	1,580	6.6%
碳酸饮料	451	854	7.4%	1,000	4.0%

资料来源：前瞻网，中国饮料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

未来植物蛋白饮料将继续领跑饮料行业。前瞻网预计到 2020 年植物蛋白饮料的规模将达到 2583 亿元，市场份额上升到 24.2%，年均增长率为 20.7%。

图5、植物蛋白饮料占饮料的份额提升最大



资料来源：前瞻网，中国饮料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

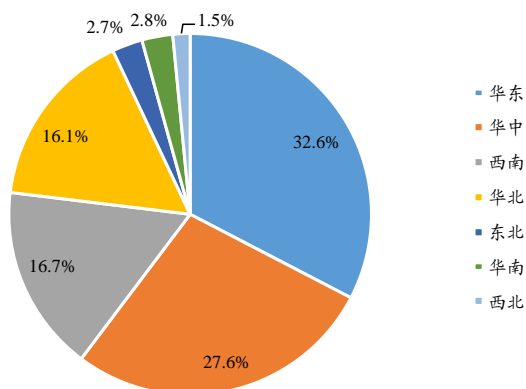
2.1.2、地域性强，集中度低，细分领域龙头优势明显

植物蛋白饮料地域性非常明显。这可能与植物原材产地的属性有关。在植物蛋白饮料的发展进程中，消费者倾向于对由本地出产的植物原料生产的饮料形成一定的口味偏好。植物原料产地的差异性所形成的天然壁垒，导致了“南椰树、北露露、西唯怡、东银鹭”的区域割据式的竞争格局。

- 大豆全国都有种植，主要分为五大主要产区：东北三省为主的春大豆区；黄淮流域的夏大豆区；长江流域的春夏大豆区；江南各省南部的秋作大豆区；两广、云南南部的大豆多熟区；
- 苦杏仁主产地集中在河北承德、张家口、东北、内蒙、山西、陕西、宁夏等北方地区；
- 核桃产地主要为山西、河北、陕西、新疆；
- 花生全国都有出产，但山东、辽宁、河北品质最好；
- 椰子产地主要为广东雷州半岛、云南西双版纳等南部地区。

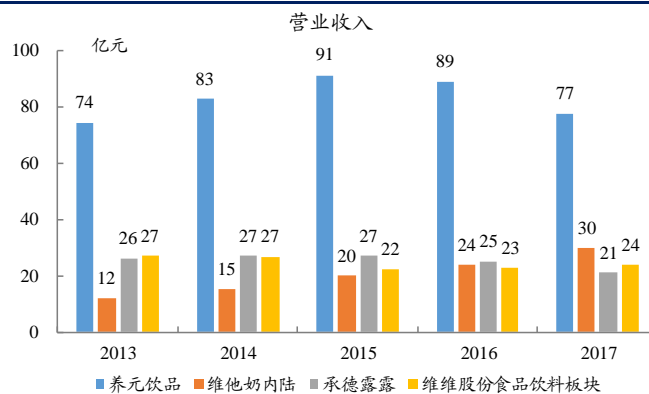
未来是否能打破地域限制，走向全国是植物蛋白饮料公司的关键。养元饮品是唯一一家全国性的品牌，因为打破了地域限制，营收水平高于其他几家，六个核桃也成为百亿大单品。

图6、2017年养元饮品收入区域分布



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理






图7、养元饮品收入高于其他植物蛋白饮料公司



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 维他奶内陆收入按历史汇率换算为人民币

植物蛋白饮料各细分领域龙头的优势明显。核桃乳中, 养元饮品市占率达到 80% 以上; 承德露露占领了杏仁露 90% 以上的市场份额; 椰树占据椰汁市场约 55% 份额, 此外近年来特种兵生榨椰汁也兴起; 银鹭在花生乳市场中占比约 80%; 豆奶厂商众多, 较为分散, 液态包装豆奶中维他奶、豆本豆、唯怡豆奶占比较高, 维维股份则是豆奶粉龙头。

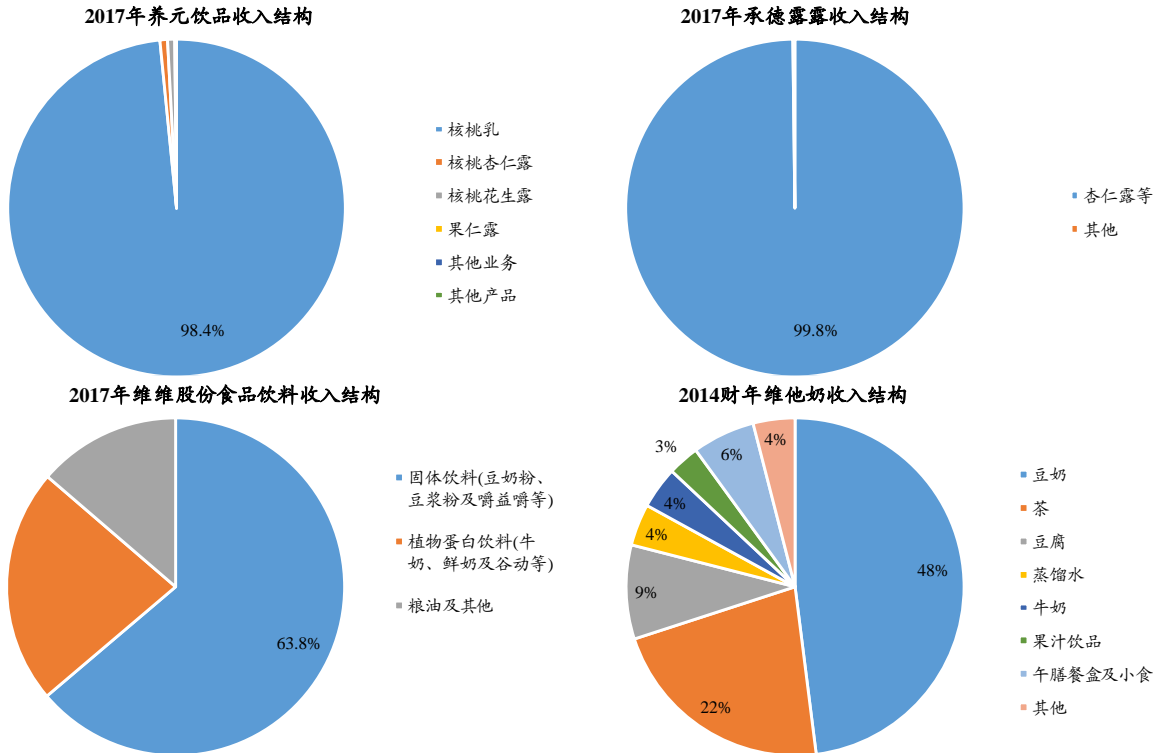
表4、植物蛋白饮料各细分品类竞争格局

细分领域	竞争格局	龙头占比	包装
核桃乳	市场起步晚, 增长快速, 市场竞争日趋激烈。主要品牌为“养元六个核桃”核桃乳	养元占比 80% 以上, 1997 年成立, 全国性	
杏仁露	市场起步早, 生产厂家少, 主要品牌为“露露”杏仁露	露露占比 90% 以上, 1998 年成立, 华北、东北等地	
椰汁	市场起步早, 生产厂家少, 主要品牌为“椰树”椰子汁	椰树椰汁约 55%, 1997 年成立, 华南、华东等地	
花生乳	市场起步较晚, 主要产品为“银鹭”花生牛奶	银鹭占比约 80%, 华南、华北、西南等地	
豆奶	市场起步早, 主要产品为维他奶、豆本豆、唯怡豆奶、维维豆奶等	维他奶、豆本豆各占比近 20%, 维他奶华南居多, 豆本豆全国性	

资料来源: 前瞻网, 养元饮品招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

各大厂商产品品类单一。从上市公司收入结构看, 2017 年养元的核桃乳收入占比 98.4%, 六个核桃一直是公司超级大单品; 承德露露 2017 年杏仁露占比 99.8%; 维维股份业务较为繁杂, 如果单看食品饮料板块, 公司豆奶粉收入占比较高。维他奶近年来未公布分产品业务结构, 2014 财年其豆奶收入占比达 48%, 但近年来由于维他柠檬茶的快速增长, 茶饮料收入占比提升较大。

图8、除维他奶外，厂商生产的植物蛋白饮料种类相对单一



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、中国进入豆奶时代，潜在市场空间 500-1000 亿元

2.2.1、相对于豆浆、牛奶，豆奶具备独特优势，存在替代空间

豆奶以优质黄豆为原料，含有丰富的蛋白质、维生素和矿物质等，具备较高营养价值。此外，豆奶富含膳食纤维，可增加肠胃蠕动、防止便秘。豆奶口感香浓醇厚，滑而不腻，容易被人体吸收，是一种可补充植物蛋白的理想饮品。

豆奶并非豆浆+牛奶，而是豆浆的深加工产品。

- **工艺更复杂，人体吸收率更高。** 纯豆奶和豆浆的原料相同，均由大豆磨制而成，相比豆浆，豆奶制作的工艺更加复杂，从原料大豆处理开始，包括了预清理、去皮、配料、UHT 灭菌、胶磨、均质、真空脱腥、高温杀菌等十余个流程，使得提取的植物蛋白及大豆脂肪颗粒更小，从而较豆浆的人体吸收率更高。

图9、豆奶制作流程



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

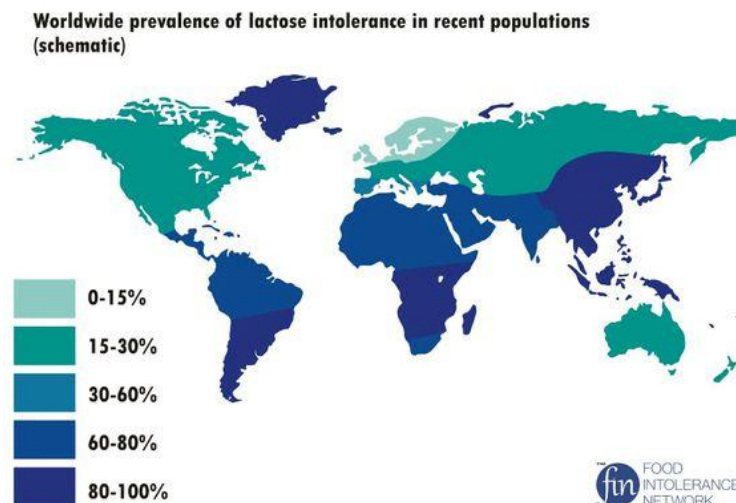
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **豆奶口感更醇厚，去除豆腥味，差异化空间大。**豆奶还需添加营养强化剂、乳化剂、增稠剂等，口感上会比豆浆更加醇厚，饱腹感也更强。此外，豆浆冷却后会出现豆腥味，而豆奶从制作工艺上去除了豆腥味，这也是两种产品风味的主要差异点。豆奶还可与糖类、风味料、果汁等融合制成调制豆奶与豆奶饮料产品，产品差异化空间较豆浆更大。
- **豆奶保质期更长，脱离运距限制。**散装现磨豆浆因未经过杀菌，保质期一般只有几个小时，包装豆浆在 0-10 摄氏度下保质 2-4 天，亦较易变质。而包装豆奶多为利乐装或 PET 瓶装，加工时经过了 UHT 灭菌、高温杀菌等制作流程，因此保质期可以延长至 6-12 个月，相比包装豆浆脱离了运距和冷链的限制。

与牛奶相比，豆奶具备以下优势：

- **豆奶更适合乳糖不耐症患者饮用。**乳糖不耐症患者由于体内缺少乳糖酶，在饮用牛奶后会产生腹痛、腹泻、恶心、呕吐等症状。亚洲居民更容易出现乳糖不耐，我国成年人饮用牛奶后乳糖吸收不良的发病率高达 86.7%，不耐受指数为 0.9。同样作为补充蛋白质的饮品，豆奶可作为牛奶的理想替代品满足消费者对于蛋白质摄取的需求。

图10、全球各地区乳糖不耐受人群比例



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **豆奶的脂肪和胆固醇的含量更低，有助于保持身材、适合心血管疾人群。**豆奶脂肪含量较低，更适合肥胖和对体型要求较高的人群。更重要的是，动物蛋白中含有胆固醇，可能提升肿瘤和心脏病的发病率；而豆奶胆固醇含量低，更适合心脑血管疾病患者，大豆中含有的多肽和植物纤维有助于降低三高。

- **豆奶中含有的纤维素具有良好的清理肠道的功效，可清理毒素、防止便秘。**牛奶等奶制品含钙丰富，但不含纤维素；而谷类、薯类、豆类食品中含有较丰富的纤维素，黄豆在豆类食品中纤维素含量最高，豆奶以大豆为原料加工而成，富含植物纤维。

表5、豆奶与牛奶的区别

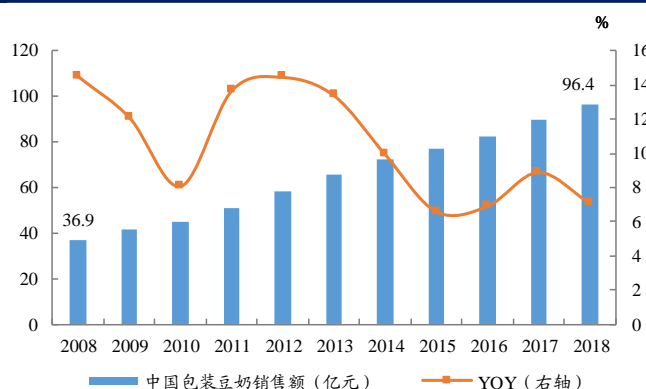
	豆奶	牛奶
蛋白质	含植物蛋白，可提供9种人体无法合成的酸性氨基酸	含完全蛋白质，能足量提供人体所需的酸性氨基酸
脂肪	1.8%	3.2%
皂苷	含抗氧化剂、防止黑色素沉淀、促进脂类代谢、预防脂肪堆积	-
亚油酸	降低血液中胆固醇含量及血脂含量	-
低聚糖	防止便秘、食物中毒及大肠癌	-
卵磷脂	含丰富卵磷脂	含少量卵磷脂
维他命	含钙、磷、铁、镁等，其中铁含量为牛奶的逾25倍	含钙、磷、铁、锌、铜、镁、钼
胆固醇	不适用	15毫克/100克
乳糖	不适用	4.6-4.8%

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、我国豆奶市场近十年 CAGR 10%，潜在市场空间 500 亿元

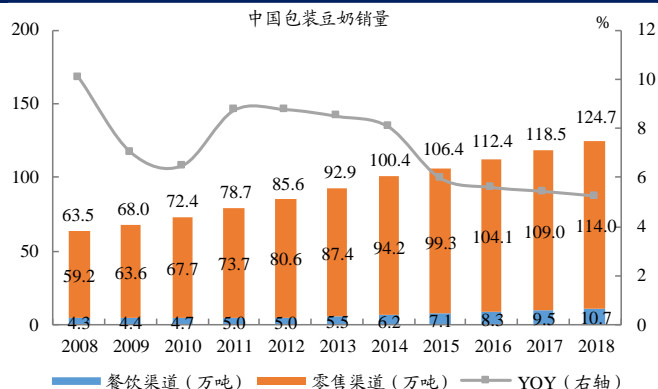
中国内地液态包装豆奶 96.4 亿元市场规模，近十年 CAGR 10%。据 Euromonitor 统计，2008-2018 年，我国液态包装豆奶销售额从 32.2 亿元提升至 96.4 亿元，CAGR 为 10.1%；销量从 63.5 万吨提升至 124.7 万吨，CAGR 为 7.0%；其中零售渠道销量从 59.2 万吨提升至 114 万吨，CAGR 为 6.8%，2018 年占比 91.4%；餐饮渠道销量从 4.3 万吨提升至 10.7 万吨，CAGR 为 9.5%，2018 年占比 8.6%。

图11、中国 2018 年液态包装豆奶销售额 96.4 亿元



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、中国 2018 年液态包装豆奶销量 124.7 万吨

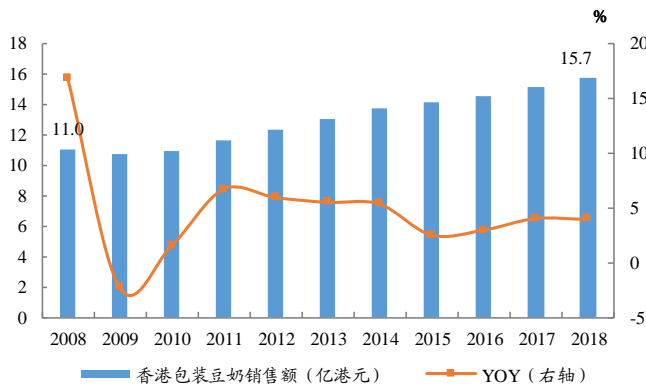


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

香港液态包装豆奶 15.1 亿港元市场规模，增长趋缓。据 Euromonitor 统计，2008-2018 年，香港液态包装豆奶销售额从 11.0 亿港元提升至 15.7 亿港元，CAGR 为 3.6%；销量从 8.4 万吨提升至 10.3 万吨，CAGR 为 2.0%；其中零售渠道销量从 6.8 万吨提升至 8.3 万吨，CAGR 为 2.1%，2018 年占比 81%；餐饮渠道销量从 1.6

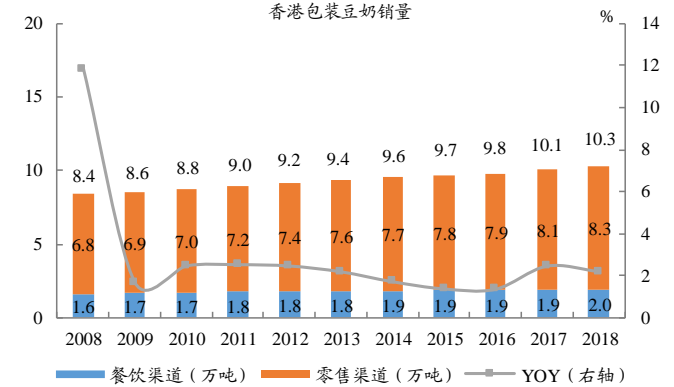
万吨提升至 2.0 万吨，CAGR 为 1.8%，2018 年占比 19%。香港液态包装豆奶渗透率已较高，未来增长将主要依赖消费升级所带来的价格提升，跟随香港 GDP 的增长。

图13、香港 2018 年液态包装豆奶销售额 15.7 亿港元



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

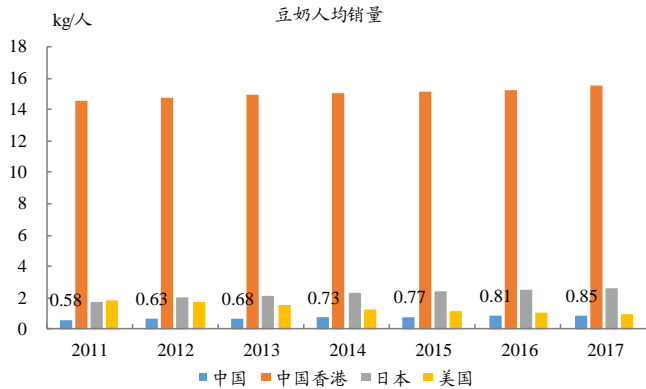
图14、香港 2018 年液态包装豆奶销量 10.3 万吨



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

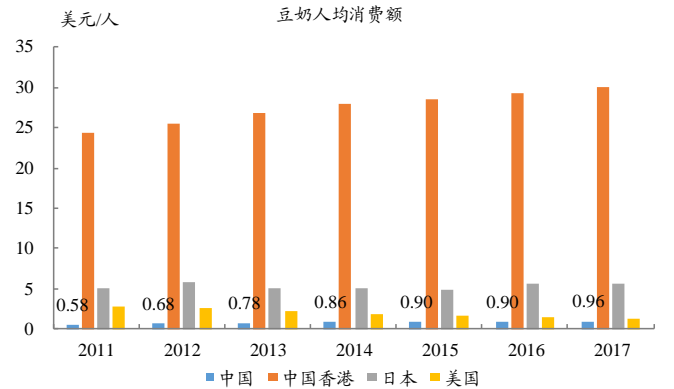
我国内地人均豆奶消费量偏低，香港人均豆奶消费全球领先。根据 Euromonitor 统计，2017 年我国人均豆奶消费量仅为 0.85kg/人，人均消费额仅 0.96 美元/人；香港人均消费量 15.56kg/人，人均消费额 30.04 美元/人；日本人均消费量 2.6kg/人，人均消费额 5.67 美元/人；美国人均消费量 0.98kg/人，人均消费额 1.35 美元/人。

图15、中国人均豆奶销量较低



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、中国人均豆奶消费额较低



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

内陆豆奶消费将快速超越欧美水平。由于欧美地区的豆奶消费受口味差异（能否接受豆腥味）、生理差异（是否接受乳糖）等因素影响，与国内的豆奶消费不具可比性。国内豆奶消费水平将快速超过欧美国家水平，且不仅仅局限于此。

香港豆奶人均消费为什么远高于大陆？1) 维他奶起源于香港，近 80 年历史，深入人心，培养了香港居民饮用豆奶的习惯；2) 在香港，豆奶铺货广，品类丰富，为居民提供了多样化的产品选择；3) 香港的下午茶文化促进了饮料消费，居民会在休闲时饮用豆奶；4) 在香港素食主义盛行，相较于牛奶，豆奶更受素食主义者青睐，此外畜牧会增加碳排放，豆奶可减轻环保压力。

对标日本，潜在市场空间 500-1000 亿元。中国内地或许难以达到香港高额的豆奶消费水平，但日本与我国拥有类似饮食习惯和生活风俗，有一定的对标意义。日本人均豆奶消费量是中国内地的 3 倍，人均豆奶消费额是中国内地的 6 倍。考虑到日本市场成熟的渠道铺设密度，高频的重复购买，预计我国人均消费量短时间难以追赶，长期随着国内品牌进一步完善渠道和引领消费，以及人均 GDP 和消费水平的进一步提高，估计豆奶市场规模可达到 500-1000 亿元。

2.2.3、包装化率提升与消费场景拓展是主要驱动力

● 液态包装豆奶大势所趋，包装化率提升空间大

我国豆奶的消费渠道主要分为餐饮渠道和包装零售渠道，形态分为固态与液态两种；此外，作为竞品，家庭自制豆浆及早餐摊点豆浆也占据相当比重。目前我国豆奶的包装化率显著偏低，液态包装豆奶仅占总销量的 20%左右。

液态包装豆奶优势明显。在生活节奏加快、消费者年轻化、时间碎片化与灵活化、对食品安全和品牌消费重视度提升、产品向低线城市渗透等消费趋势下，液态包装豆奶在卫生、货架期长、口味多元化、便捷、去除豆腥味等方面的优势将逐渐凸显，包装化率提升空间较大。

表6、各渠道豆奶消费的优劣势

	优点	缺点	违背的消费趋势
家庭自制豆浆	卫生、新鲜且成本低	便捷性低，步骤繁杂；保质期短、产品和口味单一	生活节奏加快、年轻化
早餐摊点豆浆	价格低廉，方便快捷	食品安全隐患较大，口感不佳	食品安全与品牌重视度提升
餐饮渠道	保持了热饮的特点，且更加卫生安全	豆浆粉冲泡而非现磨；售价贵，性价比偏低；渗透率低，便捷性不足	向低线城市渗透
固态豆奶粉	卫生、货架期长、且口味具备差异化空间	需热水冲泡，消费场景局限在家中，新鲜度不足、便利性较低	生活节奏加快、年轻化
液态包装豆奶	卫生、货架期长、口味具备差异化空间、便捷、去除豆腥味		

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 消费场景拓展，打开行业想象空间

目前我国豆奶的消费场景仍然以早餐为主，并未充分发挥包装豆奶区别于散装豆浆饮用便捷、保质期长的产品特性。实际上液态包装豆奶的消费场景可拓展至饮料、餐饮等多元化场景，这样能为豆奶品类增长打开新的空间。

1、豆奶具备健康饮料属性，开拓休闲娱乐场景

如果豆奶成为具备休闲属性的健康饮料，则切入了饮料这一颇具规模的品类，而大品类容易诞生大单品。据 Euromonitor 数据，我国 2018 年软饮料市场规模 6,049 亿元，饮料各个品类中规模做到 200-300 亿元的单品屡见不鲜，其中定位早餐但具备较强饮料属性的营养快线收入就一度超过 200 亿元。

表7、饮料各主要细分品类都诞生过百亿级别的大单品

百亿单品	公司	巅峰收入规模 (亿元)	巅峰收入年份	品类	包装
加多宝	加多宝	240	2016	凉茶	
红牛	红牛	231	2015	功能饮料	
营养快线	娃哈哈	200	2015	果味乳饮料	
王老吉	白云山	180	2017	凉茶	
六个核桃	河北养元	150	2015	植物蛋白饮料	
农夫山泉	农夫山泉	130	2017	瓶装水	
金典	伊利	130	2017	白奶	
安慕希	伊利	129	2017	常温酸奶	
特仑苏	蒙牛	120	2017	白奶	
旺仔牛奶	中国旺旺	108	2013	儿童乳饮料	
怡宝	华润怡宝	104	2017	瓶装水	

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

PET 瓶装液态豆奶形态符合饮料属性。目前维他奶、豆本豆等主要液态包装豆奶品牌在主推的利乐装之外亦推出了 PET 瓶装的豆奶，因开盖后无需一次性饮用完毕，使得外出游玩、家庭聚会等场景携带方便。

图17、PET 瓶装豆奶产品

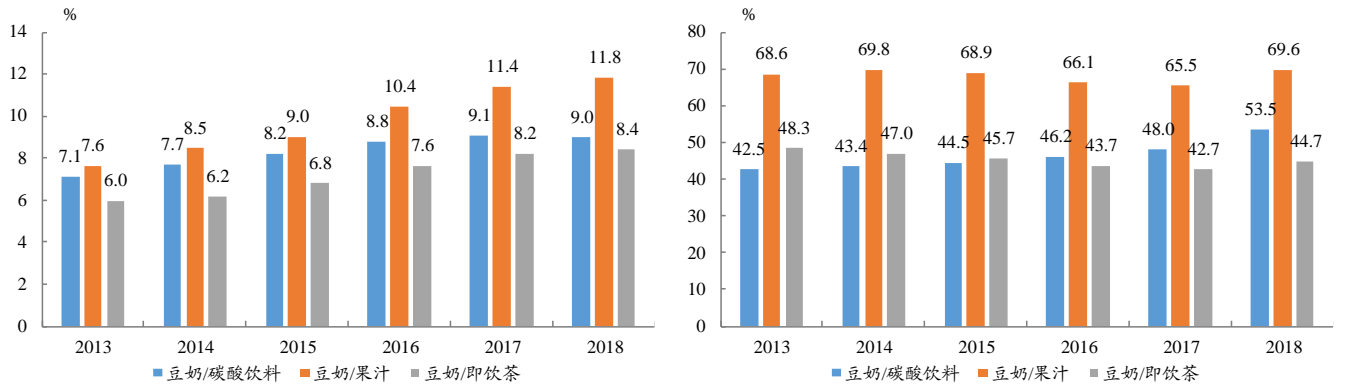


资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

对比果汁、碳酸饮料、即饮茶，豆奶提升空间大。2018 年内地豆奶销量仅是果汁的 11.8%、可乐的 9.0%、即饮茶的 8.4%，且占比在逐步提升。参考香港地区的消费情况，豆奶饮品完全有能力与果汁、碳酸饮料和即饮茶竞争，提升空间较大。

图18、内地豆奶销量占碳酸饮料、果汁、即饮茶比重 图19、香港豆奶销量占碳酸饮料、果汁、即饮茶比重



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

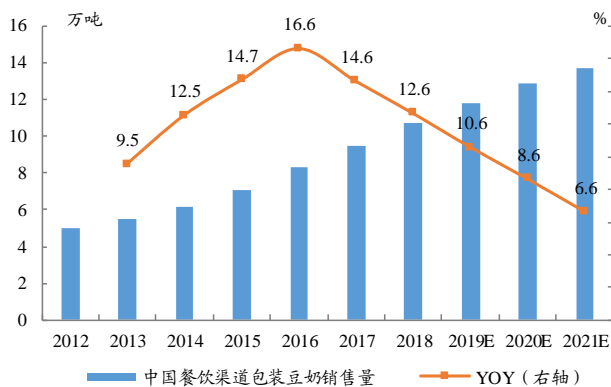
资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、豆奶是绝佳的配餐饮类，切入餐饮渠道

包装豆奶在餐饮渠道的普及还处于萌芽期，但增长较快。2018 年我国餐饮渠道豆奶销量仅 10.7 万吨，同比+12.6%，快于零售渠道销售增速，占比逐渐增长至 8.6%。

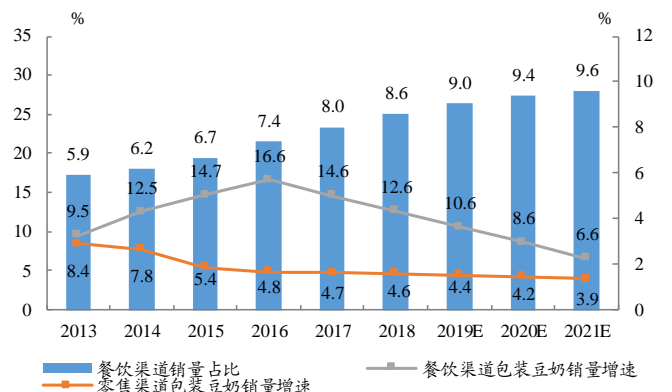
豆奶是绝佳的配餐饮品。豆浆/豆奶具有解辣属性，而且相比酸奶和牛奶浓度偏低，饱腹感不强，同时口味更甜，味觉体验较好。因此豆奶产品在餐饮渠道的消费已经有一定基础，尤其在川菜、湘菜馆及火锅店等口味偏重的菜系餐厅。

图20、餐饮渠道增长较快



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

图21、餐饮渠道销量占比逐渐增加



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

餐饮渠道的佐餐饮料市场空间较大。唯怡豆奶已经成为四川串串/火锅店的标配，足以说明包装豆奶在餐饮渠道的消费基础。随着川菜、火锅在全国的流行，豆奶若加以培育，有潜质成为一款全国性的佐餐饮料。如非常成功的餐饮渠道饮料加多宝，通过精准的消费诉求点(怕上火喝加多宝)以及便利的包装形象(易拉罐)，将地方性的饮料品种凉茶迅速铺遍全国，单品的销售规模最高达到 240 亿元。

图22、唯怡豆奶成为四川串串/火锅店的标配



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

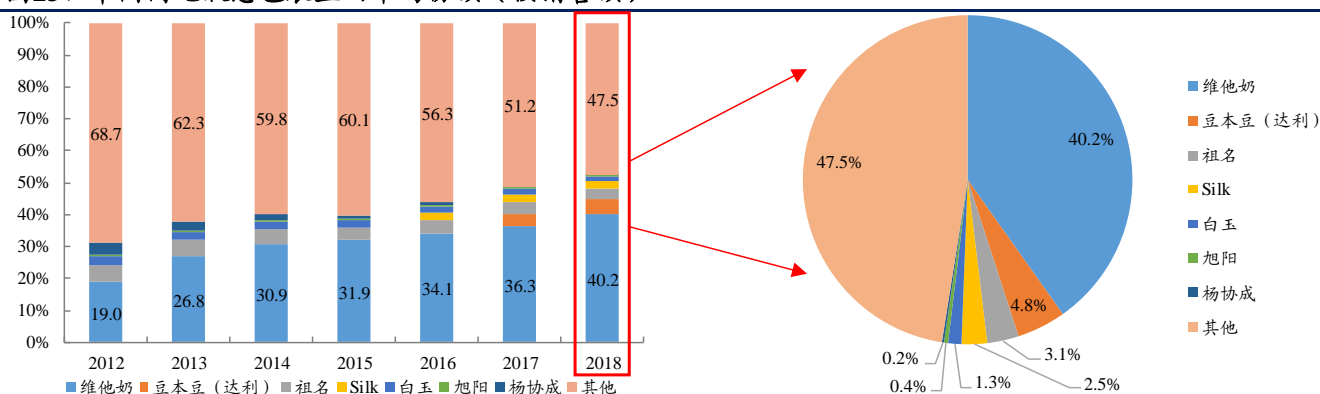
2.2.4、格局分散，维他奶携手巨头共同做大豆奶市场

1、豆奶市场格局分散，集中度仍有提升空间

豆奶行业竞争区域特征明显，格局分散，全国化龙头尚未形成。豆奶品牌大多具有区域性的特点，全国市场铺设的较少。主要原因在于豆奶行业进入门槛不高，且原材料充足，不同区域的厂商更符合当地人的口味和消费习惯，形成了一定的壁垒。

据 Euromonitor 数据显示，维他奶是中国液态包装豆奶领先品牌，2018 年以 40.2% 的市占率位居第一；豆本豆、祖名、Silk 植朴磨坊、白玉、旭阳、杨协成跟随其后，市占率分别为 4.8%、3.1%、2.5%、1.3%、0.4%、0.2%，较为分散。香港市场维他奶同样以 54.5% 的市占率位居第一。但 Euromonitor 的数据的准确性有待商榷，据我们调研数据测算，2018 年我国豆奶市场维他奶和豆本豆份额占比较大，分别为 20.7% 和 16.9%。

图23、中国内地液态包装豆奶市场份额（按销售额）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2018年我国豆奶市场份额（按销售额）

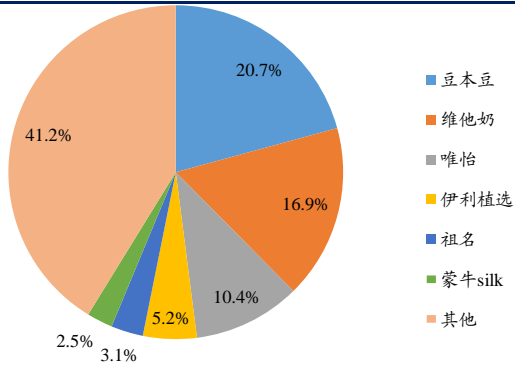
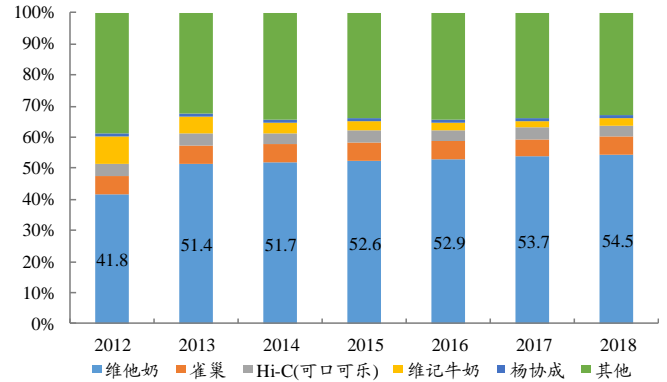


图25、香港液态包装豆奶市场份额（按销售额）

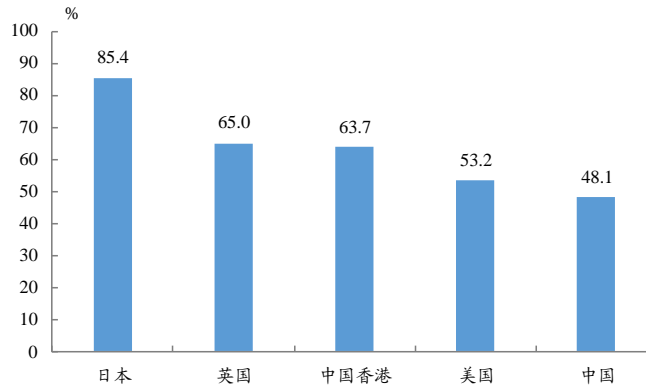


资料来源：据市场调研测算，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

中国液态包装豆奶市场集中度有提升空间。根据 Euromonitor 统计数据，2018 年我国液态包装豆奶市场前 3 大品牌集中度为 48.1%，显著低于日本、英国、香港、美国等国家和地区，未来集中度仍有提升空间。

图26、2018年各国及地区液态包装豆奶市场 CR3



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

2、巨头进入，共同做大包装豆奶市场

近年来如达利、伊利、蒙牛等食品饮料巨头加大了对豆奶的布局。其两个主要原因是：中国进入豆奶时代，潜在市场规模可高达 500-1000 亿元，市场潜力巨大；中国豆奶行业仍处于结构分散，集中度低的时期，巨头进入能够较容易抢占市场。

- **达利食品：**经过长达两年的筹备，耗资 10 亿元在全国提前布设了 12 条液态包装豆奶生产线，“豆本豆”豆奶新品于 2017 年 4 月上市，定位早餐市场，走高性价比路线。公司 2017 年豆本豆销售额约 10 亿元，2018 上半年销售额约 9 亿元，预计全年能达到 20 亿元的销售额。达利食品在 2017 年应收账款大幅上升后，2018H1 并未继续上升也反映了豆本豆的销售回款比较正常。

达利食品一直擅长打热点单品策略，豆奶的增长对它意义重大，有望把豆本豆做成一个全国性的品牌。达利食品拥有全国广泛的销售渠道，全国经销商超过 5,178 个，终端销售点超过 200 万个，从达利过往打造过的成功单品来

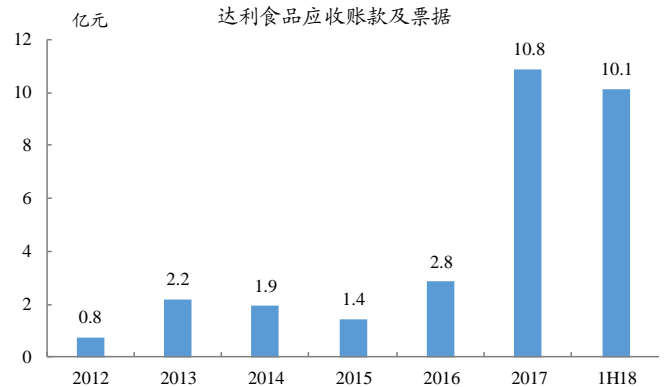
看（如“乐虎”功能饮料），达利的管理层水平不用怀疑。

图27、达利食品“豆本豆”产品系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2018H1年达利食品应收账款并未继续增加



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 蒙牛乳业与 WhiteWave 于 2014 年成立合资公司，共同创立了植物原饮品牌 Silk 植朴磨坊并在中国市场售卖，Silk 主打高端技术路线，2017 年终端销售额仅 2.6 亿元。
- 伊利股份于 2017 年 12 月也正式发布了即饮豆奶新品“植选浓香豆乳”，包括原味和黑芝麻黑豆两种口味，定位品质、香浓的高端路线。
- 伊利、蒙牛的体量已经很大，我们判断豆奶是它们的一个增长点，进行战略布局，但不是最重要的押注点。

图29、蒙牛 Silk 植朴磨坊美式豆奶



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、伊利植选浓香豆乳



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

巨头进入将进一步做大液态包装豆奶市场。随着巨头的进入，在加大加深渠道布局的同时，也将加速消费者习惯的转变，有助于豆奶作为饮料在休闲娱乐和佐餐等新场景的消费者教育，进一步做大液态包装豆奶市场。

2.3、千亿茶饮料市场有助孕育大单品

2.3.1、茶饮料品类众多，千亿市场规模

茶饮料品类众多。根据茶饮料国家标准(GB/T 21733-2008)的规定，茶饮料按产品风味分为茶饮料(茶汤)、调味茶饮料、复(混)合茶饮料及茶浓缩液四类。茶饮料(茶汤)分为红茶、绿茶、乌龙茶、花茶及其他茶饮料。调味茶饮料分为果汁茶、果味茶、奶茶、奶味茶、碳酸茶及其他调味茶饮料。

茶饮料千亿市场规模。由于品类众多，厂商众多，我国茶饮料市场规模较大。据Euromonitor数据，2018年中国即饮茶市场规模1,197亿元，同比+1.3%；香港即饮茶市场规模45.8亿港元，同比+7.7%。中国千亿的即饮茶饮料市场更有利于孕育大规模的单品。

图31、2018年中国即饮茶市场规模1197亿元，同比+1.3%

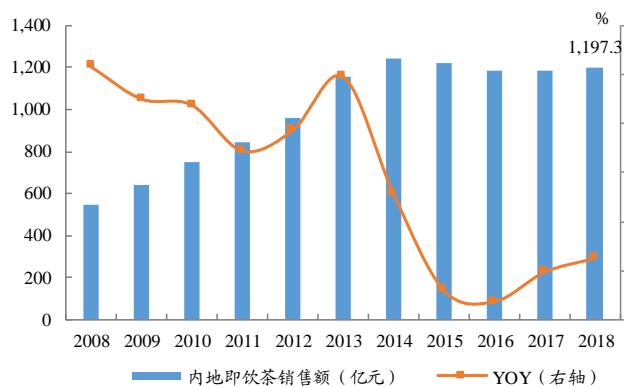
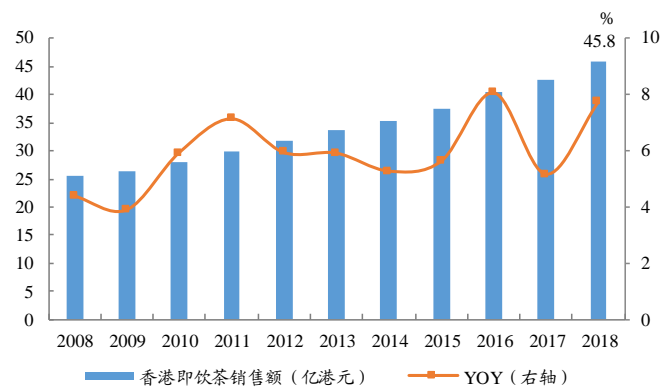


图32、2018年香港即饮茶市场规模45.8亿港元，同比+7.7%



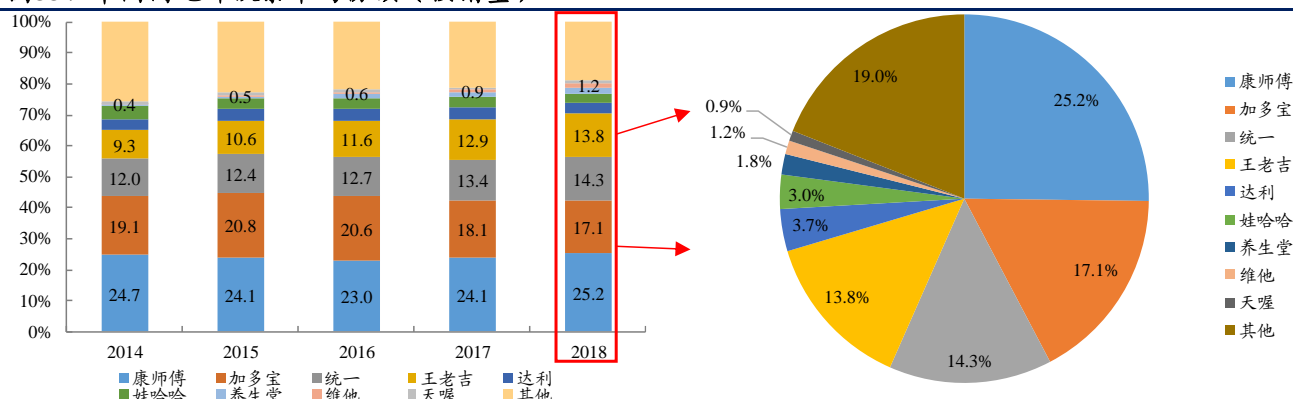
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、寡头垄断格局，内地市场维他茶市占率逐步提升

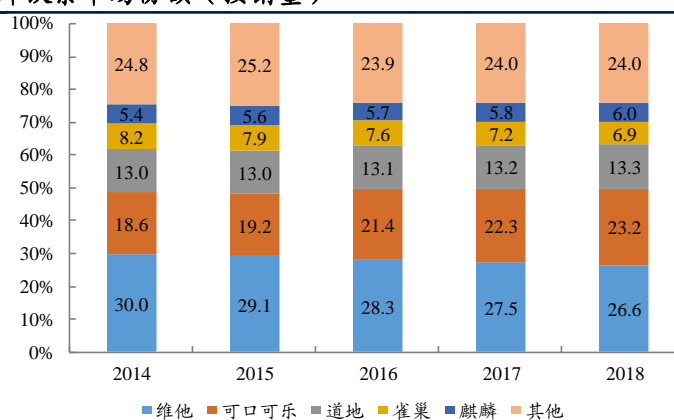
我国内地茶饮料市场格局为寡头垄断，康师傅、加多宝、统一、王老吉为前四大厂商，2018年CR4为70.4%，新产品进入有一定难度。维他茶市占率较低，但从2014年的0.4%上升至2018年的1.2%。香港市场维他茶市占率常年位居第一，2018年为26.6%。预计随着渠道的全国化布局，维他茶饮料系列产品销售额将持续提升，维他柠檬茶更有望成为大单品。

图33、中国内地即饮茶市场份额（按销量）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、香港即饮茶市场份额（按销量）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

3、公司投资要点

3.1、产品多元化、高端化，夯实产品力

3.1.1、产品多元化，维他茶有望率先成为全国化产品

公司豆奶产品不断进行产品创新，通过口味多元化和包装多元化抢占市场。公司将豆奶与不同的水果、果仁搭配，研发出超过 20 种不同口味的豆奶。

- 经典系列利乐包装包括原味、椰子、香草、巧克力、麦香等多种口味，可满足不同消费者的需求，价格实惠，终端售价约 2.3 元；
- 玻璃瓶装售价约 4.5 元，包括原味和巧克力味，主要在餐饮渠道售卖；
- PET 瓶装售价约 5 元，定位于休闲场景消费，其中维他奶巧克力味瓶装豆奶于 2018 年 5 月底在中国内地正式上市，新品包装形式为 PET 瓶装，满足了人们对豆奶产品不同饮用场合的需求和不同口味的需求。

海外公司深度研究报告

表8、维他奶经典系列豆奶产品的多口味、多包装

250ml 利乐包				236ml 玻璃瓶		330ml PET 瓶	
2.5 元				4.5 元		5 元	
原味豆奶	原味低糖豆奶	黑豆奶	麦香味豆奶	原味豆奶	巧克力味豆奶	原味豆奶	巧克力味豆奶
巧克力味豆奶	香草味豆奶	椰子味豆奶					

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

维他柠檬茶成为网红单品。维他柠檬茶在中国展开一系列营销策略引起网友关注，2016 年下半年制作一些有趣的表情包投放在微信，加上经网友修改后的饮料封面使维他柠檬茶在网络上突然流行起来，成为网红产品。“维他柠檬茶，赛过吸大麻”的口号也开始流行起来。凭借独特的口味和营销手段，2017 年维他柠檬茶销售折合件数 4630 万件，销售额约 20 亿。

图35、维他柠檬茶表情包及经修改后的饮料封面



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、2018 年 4 月引入无糖茶



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

顺应趋势，推出维他无糖茶系列。早在 2016 年维他奶就在香港市场推出了无糖版新品，并且口味逐渐丰富到了 4 种：菊花、香片、绿茶、玄米，2018 年 4 月首先将绿茶和玄米口味引入了国内市场，特别强调“0 蔗糖、0 热量、低温冷泡萃取”的卖点。

纯茶饮料是日本茶饮料市场的主流，但是在中国市场无糖茶饮料的市场份额还很低，还需要一定的消费者教育周期。消费升级正在倒逼茶饮料行业高质量发展，人均消费能力提升，更加追求健康，低糖、无糖茶饮料必然是未来的发展趋势。

3.1.2、产品高端化，填补高端豆奶市场空白

针对经典豆奶产品定位中端、档次不高的瓶颈，公司还不断进行产品升级。维他奶拥有从低端到高端的丰富产品组合。2014年推出的高端豆奶“奕活”系列新品，主打高品质植物蛋白和不含胆固醇。2015年推出高端“植物阳光”系列新品，采用百分百优质植物原料，口感更加丰富、浓醇。

现有豆奶品牌主要以提供优质植物蛋白作为卖点，鲜有品牌能在此基础上提供更多的营养功能来满足高端人群的需求。据益普索 Ipsos 最新发布的《2017 中国零食与饮料市场十大趋势盘点》报告，高营养价值能有效带动消费需求的增加，41%的消费者希望饮料含有“丰富的营养成分”；此外，促消化、肠道健康成为饮料重要的功能诉求，益生菌和膳食纤维成为消费者最喜爱的成分。

图37、2018年6月推出健康加法高端豆奶



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2018年5月，维他奶推出旗下定位高端的新品——健康加法。这款采用行业领先的微米级全豆研磨技术、国内首款添加了高钙、天然膳食纤维的高端豆奶已登陆华南、华中、华东市场的商超、便利店以及电商渠道，全面抢跑高端豆奶市场。

- 健康加法“钙+”产品，在每100ml添加120mg钙，与高端纯牛奶蒙牛特仑苏含钙量一致。每天两盒“钙+”可以满足《中国居民膳食指南》中的每日每人钙的建议摄入量，从而达到坚固骨骼和牙齿的效果。
- 健康加法的“纤维+”产品，在每100ml添加1g天然膳食纤维和100mg钙，有助于保持消化系统健康，增强免疫力，降低胆固醇和高血压。

海外公司深度研究报告

表9、几款市面主打豆奶产品性价比测评

产品	每箱售价	售价 (元/升)	成分分析	配料&营业成分表																																																			
维他奶/健康加法钙+	96.0元 (250ml*24)	16.0	1、大豆 > 16.0g/100ml 2、蛋白质 3.4g/100ml 3、钙 120mg/100ml 4、强化了部分 A 族、D 族、B 族维生素 5、添加了白砂糖、食用盐、香精	产品名称: 钙+膳食纤维豆奶(调制豆奶) 配料表: 水、大豆(>40g/盒)、白砂糖、维生素D、维生素B12、维生素B6、烟酰胺、食用香精、含有大豆及含有麸质的谷物 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100毫升 (mL)</th> <th>营养素参考值% (NRV%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>225kJ</td><td>3%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>3.4g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>2.3g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪(酸)</td><td>0.5g</td><td>3%</td></tr> <tr><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>碳水化合物</td><td>4.8g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>糖</td><td>4.4g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>膳食纤维</td><td>1.0g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>钙</td><td>90mg</td><td>3%</td></tr> <tr><td>维生素A</td><td>35 μg RE</td><td>4%</td></tr> <tr><td>维生素D</td><td>0.8μg</td><td>16%</td></tr> <tr><td>维生素B1</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>维生素B2</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>维生素B6</td><td>1.05mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>烟酰胺</td><td>1.05mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>钠</td><td>120mg</td><td>15%</td></tr> </tbody> </table>	项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)	能量	225kJ	3%	蛋白质	3.4g	4%	脂肪	2.3g	4%	一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%	胆固醇	0mg	0%	碳水化合物	4.8g	2%	糖	4.4g	2%	膳食纤维	1.0g	4%	钙	90mg	3%	维生素A	35 μg RE	4%	维生素D	0.8μg	16%	维生素B1	0.11mg	8%	维生素B2	0.11mg	8%	维生素B6	1.05mg	8%	烟酰胺	1.05mg	8%	钠	120mg	15%
项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)																																																					
能量	225kJ	3%																																																					
蛋白质	3.4g	4%																																																					
脂肪	2.3g	4%																																																					
一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%																																																					
胆固醇	0mg	0%																																																					
碳水化合物	4.8g	2%																																																					
糖	4.4g	2%																																																					
膳食纤维	1.0g	4%																																																					
钙	90mg	3%																																																					
维生素A	35 μg RE	4%																																																					
维生素D	0.8μg	16%																																																					
维生素B1	0.11mg	8%																																																					
维生素B2	0.11mg	8%																																																					
维生素B6	1.05mg	8%																																																					
烟酰胺	1.05mg	8%																																																					
钠	120mg	15%																																																					
维他奶/健康加法纤维+	96.0元 (250ml*24)	16.0	1、大豆 > 16.0g/100ml 2、蛋白质 3.4g/100ml 3、钙 100mg/100ml 4、膳食纤维 1g/100ml 5、强化了部分 A 族、D 族、B 族维生素 6、添加了白砂糖、麦精粉、食用盐、香精	产品名称: 纤维+钙豆奶(调制豆奶) 配料表: 水、大豆(>40g/盒)、白砂糖、麦精粉(麦芽、大麦)、菊粉、维生素A、维生素D、维生素B12、维生素B6、烟酰胺、食用香精、含有大豆及含有麸质的谷物 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100毫升 (mL)</th> <th>营养素参考值% (NRV%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>250kJ</td><td>3%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>3.4g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>2.3g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪(酸)</td><td>0.5g</td><td>3%</td></tr> <tr><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>碳水化合物</td><td>5.8g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>糖</td><td>4.4g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>膳食纤维</td><td>1.0g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>钙</td><td>90mg</td><td>3%</td></tr> <tr><td>维生素A</td><td>35 μg RE</td><td>4%</td></tr> <tr><td>维生素D</td><td>0.8μg</td><td>16%</td></tr> <tr><td>维生素B1</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>维生素B2</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>维生素B6</td><td>1.05mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>烟酰胺</td><td>1.05mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>钠</td><td>100mg</td><td>13%</td></tr> </tbody> </table>	项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)	能量	250kJ	3%	蛋白质	3.4g	4%	脂肪	2.3g	4%	一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%	胆固醇	0mg	0%	碳水化合物	5.8g	2%	糖	4.4g	2%	膳食纤维	1.0g	4%	钙	90mg	3%	维生素A	35 μg RE	4%	维生素D	0.8μg	16%	维生素B1	0.11mg	8%	维生素B2	0.11mg	8%	维生素B6	1.05mg	8%	烟酰胺	1.05mg	8%	钠	100mg	13%
项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)																																																					
能量	250kJ	3%																																																					
蛋白质	3.4g	4%																																																					
脂肪	2.3g	4%																																																					
一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%																																																					
胆固醇	0mg	0%																																																					
碳水化合物	5.8g	2%																																																					
糖	4.4g	2%																																																					
膳食纤维	1.0g	4%																																																					
钙	90mg	3%																																																					
维生素A	35 μg RE	4%																																																					
维生素D	0.8μg	16%																																																					
维生素B1	0.11mg	8%																																																					
维生素B2	0.11mg	8%																																																					
维生素B6	1.05mg	8%																																																					
烟酰胺	1.05mg	8%																																																					
钠	100mg	13%																																																					
维他奶/原味豆奶	38.5元 (250ml*16)	9.6	1、大豆 > 4.8g/100ml 2、蛋白质 2.0g/100ml 3、强化了部分 B 族维生素 4、添加了白砂糖、乳粉、食用盐	产品类型: 调制豆奶 蛋白质含量不低于2.0% 配料: 水、大豆(>12g/盒)、白砂糖、乳粉、食用盐、维生素B2、维生素B6、烟酰胺。 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100毫升 (mL)</th> <th>营养素参考值% (NRV%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>196kJ</td><td>2%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>2.0g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>1.4g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪(酸)</td><td>0.5g</td><td>3%</td></tr> <tr><td>胆固醇</td><td>6mg</td><td>2%</td></tr> <tr><td>碳水化合物</td><td>6.5g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>糖</td><td>35mg</td><td>2%</td></tr> <tr><td>维生素B2</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>维生素B6</td><td>0.11mg</td><td>8%</td></tr> <tr><td>烟酰胺</td><td>1.05mg</td><td>8%</td></tr> </tbody> </table>	项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)	能量	196kJ	2%	蛋白质	2.0g	2%	脂肪	1.4g	2%	一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%	胆固醇	6mg	2%	碳水化合物	6.5g	2%	糖	35mg	2%	维生素B2	0.11mg	8%	维生素B6	0.11mg	8%	烟酰胺	1.05mg	8%																		
项目	每100毫升 (mL)	营养素参考值% (NRV%)																																																					
能量	196kJ	2%																																																					
蛋白质	2.0g	2%																																																					
脂肪	1.4g	2%																																																					
一饱和脂肪(酸)	0.5g	3%																																																					
胆固醇	6mg	2%																																																					
碳水化合物	6.5g	2%																																																					
糖	35mg	2%																																																					
维生素B2	0.11mg	8%																																																					
维生素B6	0.11mg	8%																																																					
烟酰胺	1.05mg	8%																																																					
豆本豆/纯豆奶	34.9元 (250ml*8)	17.5	1、大豆 ≥ 14.0g/100ml 2、蛋白质 4.0g/100ml	产品类型: 原浆豆奶 配料: 水、大豆(非转基因)。 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>205kJ</td><td>2%</td><td>一反式脂肪</td><td>0g</td><td>0%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>4.0g</td><td>7%</td><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>2.8g</td><td>5%</td><td>碳水化合物</td><td>1.7g</td><td>1%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪</td><td>0.4g</td><td>2%</td><td>钠</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> </tbody> </table> 添加量(g/100mL): 大豆 ≥ 14.0; 食用香精: 0; 白砂糖(蔗糖): 0; 防腐剂: 0。	项目	每100mL	NRV%	项目	每100mL	NRV%	能量	205kJ	2%	一反式脂肪	0g	0%	蛋白质	4.0g	7%	胆固醇	0mg	0%	脂肪	2.8g	5%	碳水化合物	1.7g	1%	一饱和脂肪	0.4g	2%	钠	0mg	0%																					
项目	每100mL	NRV%	项目	每100mL	NRV%																																																		
能量	205kJ	2%	一反式脂肪	0g	0%																																																		
蛋白质	4.0g	7%	胆固醇	0mg	0%																																																		
脂肪	2.8g	5%	碳水化合物	1.7g	1%																																																		
一饱和脂肪	0.4g	2%	钠	0mg	0%																																																		
豆本豆/有机豆奶	59.8元 (250ml*16)	15.0	1、大豆 ≥ 12.0g/100ml 2、蛋白质 3.6g/100ml 3、添加了白砂糖	产品类型: 调制豆奶 配料: 水、有机大豆(非转基因)、白砂糖。 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>216kJ</td><td>3%</td><td>一反式脂肪</td><td>0g</td><td>0%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>3.6g</td><td>6%</td><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>2.4g</td><td>4%</td><td>碳水化合物</td><td>3.6g</td><td>1%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪</td><td>0.4g</td><td>2%</td><td>钠</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> </tbody> </table> 添加量(g/100mL): 有机大豆 ≥ 12.0。	项目	每100mL	NRV%	项目	每100mL	NRV%	能量	216kJ	3%	一反式脂肪	0g	0%	蛋白质	3.6g	6%	胆固醇	0mg	0%	脂肪	2.4g	4%	碳水化合物	3.6g	1%	一饱和脂肪	0.4g	2%	钠	0mg	0%																					
项目	每100mL	NRV%	项目	每100mL	NRV%																																																		
能量	216kJ	3%	一反式脂肪	0g	0%																																																		
蛋白质	3.6g	6%	胆固醇	0mg	0%																																																		
脂肪	2.4g	4%	碳水化合物	3.6g	1%																																																		
一饱和脂肪	0.4g	2%	钠	0mg	0%																																																		
豆本豆/原味豆奶	39.9元 (250ml*12)	13.3	1、大豆 ≥ 10.0g/100ml 2、蛋白质 3.0g/100ml 3、添加了白砂糖	产品类型: 调制豆奶 配料: 水、大豆(非转基因)、白砂糖。 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>250kJ</td><td>3%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>3.0g</td><td>5%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>2.0g</td><td>3%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪</td><td>0.4g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>一反式脂肪</td><td>0g</td><td>0%</td></tr> <tr><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>碳水化合物</td><td>7.1g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>钠</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> </tbody> </table> 添加量(g/100mL): 大豆 ≥ 10.0;	项目	每100mL	NRV%	能量	250kJ	3%	蛋白质	3.0g	5%	脂肪	2.0g	3%	一饱和脂肪	0.4g	2%	一反式脂肪	0g	0%	胆固醇	0mg	0%	碳水化合物	7.1g	2%	钠	0mg	0%																								
项目	每100mL	NRV%																																																					
能量	250kJ	3%																																																					
蛋白质	3.0g	5%																																																					
脂肪	2.0g	3%																																																					
一饱和脂肪	0.4g	2%																																																					
一反式脂肪	0g	0%																																																					
胆固醇	0mg	0%																																																					
碳水化合物	7.1g	2%																																																					
钠	0mg	0%																																																					
植选浓香豆乳	43.9元 (250ml*12)	14.6	1、大豆 16.6g/100ml 2、蛋白质 3.6g/100ml 3、添加了白砂糖、食品添加剂、食用盐、香精	产品类型: 调制豆乳 配料: 饮用水、大豆(非转基因)、白砂糖、复合植物油(大豆油、玉米油)、食用盐、异麦芽酮糖、结冷胶、食品用香精 大豆添加量 41.5g/盒 营养成分表 <table border="1"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>每100mL</th> <th>NRV%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>能量</td><td>289kJ</td><td>3%</td></tr> <tr><td>蛋白质</td><td>3.6g</td><td>6%</td></tr> <tr><td>脂肪</td><td>3.4g</td><td>6%</td></tr> <tr><td>一饱和脂肪</td><td>0.7g</td><td>4%</td></tr> <tr><td>一反式脂肪</td><td>0g</td><td>0%</td></tr> <tr><td>胆固醇</td><td>0mg</td><td>0%</td></tr> <tr><td>碳水化合物</td><td>6.0g</td><td>2%</td></tr> <tr><td>钠</td><td>80mg</td><td>4%</td></tr> </tbody> </table>	项目	每100mL	NRV%	能量	289kJ	3%	蛋白质	3.6g	6%	脂肪	3.4g	6%	一饱和脂肪	0.7g	4%	一反式脂肪	0g	0%	胆固醇	0mg	0%	碳水化合物	6.0g	2%	钠	80mg	4%																								
项目	每100mL	NRV%																																																					
能量	289kJ	3%																																																					
蛋白质	3.6g	6%																																																					
脂肪	3.4g	6%																																																					
一饱和脂肪	0.7g	4%																																																					
一反式脂肪	0g	0%																																																					
胆固醇	0mg	0%																																																					
碳水化合物	6.0g	2%																																																					
钠	80mg	4%																																																					

Silk 植朴磨坊/原味豆奶	34元 (245ml*15)	9.3	1、大豆 9.0g/100ml 2、蛋白质 2.5g/100ml 3、添加了白砂糖、食用盐
----------------	-------------------	-----	---

产品类型：调制豆奶
配料：水、大豆（非转基因）、白砂糖、食用盐
大豆添加量：>22g/包

营养成分表		
项目	每100mL	NRV100%
能量	183kj	2%
蛋白质	2.5g	4%
脂肪	1.5g	3%
碳水化合物	5.0g	2%
-糖	4.5g	
钠	53mg	3%

资料来源：天猫超市，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、拓展消费场景，营销升级，提升品牌力

3.2.1、场景营销，深挖消费者痛点

延续早餐场景优势，“早餐先喝维他奶”。

- 公司 2017 年率先喊出了“早餐先喝维他奶”的口号，直击早餐往往不被重视的消费痛点。巧借外力，联合大 IP（麦兜定制包装）、大平台（冠名腾讯网综《萌主来了》）、大明星（Henry 刘宪华）深入场景，加深维他奶与早餐场景的关联，巩固维他奶在消费者心智中作为早餐首选的地位。

图38、“早餐先喝维他奶”麦兜定制包装



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、冠名网综《萌主来了》，联合刘宪华深入场景



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

深入“围剿”吃辣人群，“吃辣就喝维他奶”。

- 豆奶内含易消化的蛋白质可舒缓被辣质冲击的口腔粘膜，舒缓被辣感荼毒的神经，是天然的解辣神器。
- 公司喊出了“吃辣就喝维他奶，放开来吃更爽快”的口号，主打解辣功能。联合两百来家网红小龙虾店的派赠活动以及打造品牌专属 IP 活动，不仅博得了好感，赚足了眼球，更是加强了麻辣小龙虾与维他奶的关联度，成功占领吃辣新高地。

图40、“吃辣就喝维他奶”麦兜定制包装



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司拓展餐饮消费场景



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

抢滩运动场景，“运动前后喝维他奶”。

- 维他奶精准捕捉到，对于大部分运动爱好者而言，运动前后都存在着大致相同的饮食纠结。而维他奶所含大豆蛋白能够增强饱腹感，零胆固醇低脂无负担，恰恰在运动前后饮用，不多不少刚刚好。于是，维他奶在运动场景喊出了：**“运动前后喝维他奶，不多不少刚刚好”**的口号，**强调营养、健康。**
- 以包装带场景后，维他奶更是深入场景腹地，与广州、上海、武汉三地百家健身房合作，根据健身会员在健身房里的行为轨迹，递进式地进行产品功能教育和产品体验。
- 同时，与三地健身俱乐部打造“21天不空腹训练营”，持续21天运动打卡赠送维他奶，将消费者运动前后饮用维他奶培养成一种习惯。

图42、“运动前后喝维他奶”麦兜定制包装



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、公司拓展运动消费场景



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、创新营销，与腾讯等大平台战略合作

全面开启知识营销攻势。2018年6月11日，维他奶与知乎平台合作，上线“维他奶豆荚学院”，由其研发团队牵头组建“豆荚智库”，邀请营养和健康等方面的专业人士参与，在知乎上向公众进行大豆的营养知识科学普及。

维他奶新 TVC 上线。6 月 18 日，维他奶最新电视广告上线，全面升级沿用多年的“我的陪伴一直在你身边”的品牌理念，用“这一刻满满是真”的新理念与消费者产生更多共鸣，倡导“这世界多点真，会变不一样”，同时也通过成长与梦想、信任与陪伴的场景，另一种方式延续“陪伴”。

(视频链接: http://www.miaopai.com/show/Pu8TSiw2OWO6NtKeUsD73mBoWB3OTdFgI9WJSQ_.htm)

图44、公司上线“豆荚学院”



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、公司新 TVC 上线



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

维他奶 x 彩虹合唱团“把多彩叫醒”。6 月 24 日，维他奶联手彩虹合唱团推出神曲《把多彩叫醒》广告视频，呈现全系列产品。MV 中，在内容与形式的对比下，维他奶展开一场与牛奶之间必胜的决斗，在场景转换中显示自己各个方面的优势。

(视频链接: http://www.miaopai.com/show/XcDGDxOpUnzkCGCbRCOGrkwqpST8N8k9CnRqGQ_.htm)

图46、公司携手彩虹合唱团“把多彩叫醒”。



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、彩虹合唱团呈现维他奶全系列产品



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

与腾讯达成营销合作伙伴关系。6 月 26 日，公司执行主席罗友礼先生、CEO 陆博涛、中国区 CEO 钟廷毅、中国区首席营销官黄力生等到访深圳腾讯总部，双方将实现全面合作，打通线上线下、品牌与内容、IP、游戏等多个节点。

尝试国内首个裸眼 3D 公交站牌广告。7 月 20 日，公司在国内推出首个裸眼 3D 异形效果公交站牌广告，以立体形式为受众展示维他奶健康加法，已经在上海、武汉、广州三大城市出现。

(视频链接: http://www.miaopai.com/show/gNhrAwRrlXGpn~G7Y8it1MjBjoA9w~jwisjXw_.htm)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图48、公司与腾讯达成营销合作伙伴关系



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、公司尝试国内首个裸眼 3D 公交站牌广告



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

赞助大平台大 IP 《幻乐之城》。7 月 20 日，由 MOMO 冠名，维他奶等赞助的国内首档音乐创演真人秀《幻乐之城》在湖南卫视首播。主持人为何炅、嘉宾包括王菲、黄晓明、黄渤、易烱千玺、大张伟、贾乃亮等，该档节目上线首周播放量破亿，并斩获了同时段省级卫视收视桂冠。作为节目的唯一指定饮品，维他奶得到了巨量曝光，有助于全面提升品牌价值，开启品牌年轻化营销新的篇章。

图50、公司赞助综艺《幻乐之城》，玩转娱乐营销



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、个性定制，紧跟年轻潮流

热点借势，趁世界杯热推“球迷特别版”。2018 年 7 月 7 日，维他柠檬茶特别推出“VLT 撑球迷特别版”，一套十三款球队，包装盒还可变身足球场。

跨界合作，联名复古鞋款玩转潮流。8 月 11 日，在 PONY#就这样 play#品牌嘉年华，维他柠檬茶与 PONY 联名推出鞋款，在 PONY 的复古风格上加入 VITA 的魔性黄色，释放有态度、敢表达的年轻态度。

图51、公司推出维他柠檬茶世界杯特别版包装



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、跨界合作，联名复古鞋款玩转潮流



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

产品定制，推蹦迪神器音乐盒。11月22日，维他柠檬茶音乐盒震撼出道，以缤纷酷炫的音乐盒为载体，释放青春符号，紧抓潮流小青年躁动的内心。维他柠檬茶以产品中“涩”引申为出“色”，打通了年轻人的消费脉络与品牌好感，并进一步丰富“够真才出涩”的品牌内涵。

图53、产品定制，推蹦迪神器音乐盒



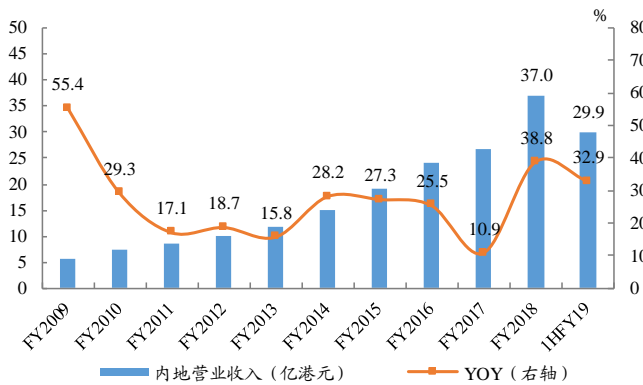
资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、更深更广全国化，如火如荼国际化，增强渠道力

3.3.1、加强内地产能建设，“更深更广”渠道布局，香港稳健增长

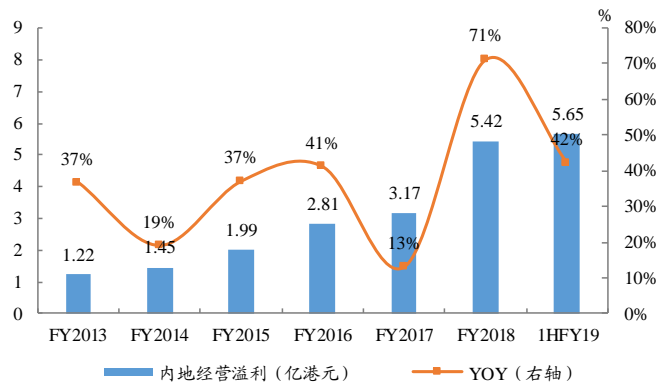
内地收入增速较快，占比提升至67%。FY2016维他奶在中国大陆营业收入达24亿港元，同比+25.5%，规模首次超过港澳地区。FY2018营业收入达37亿港元，同比+38.8%，1HFY19营业收入29.9亿港元，同比+32.9%。从收入规模来看，大陆营收占比从FY2009的20%提升到1HFY19的57%，已成为公司第一大市场；从收入增速看，大陆地区近10年营业收入的CAGR高达26.1%，远高于其他地区 and 集团整体增速，位居各区域之首。

图54、中国大陆地区收入及增速



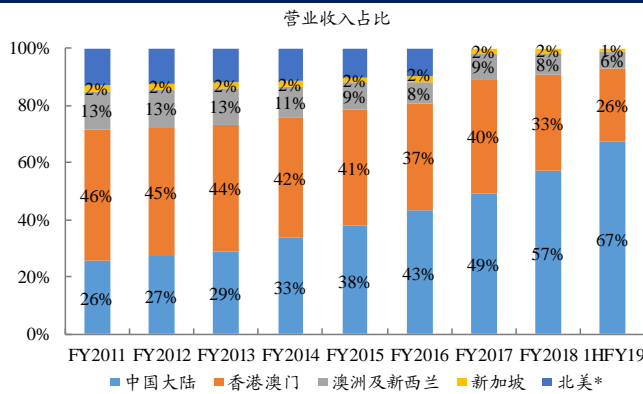
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图55、中国大陆地区经营溢利及增速



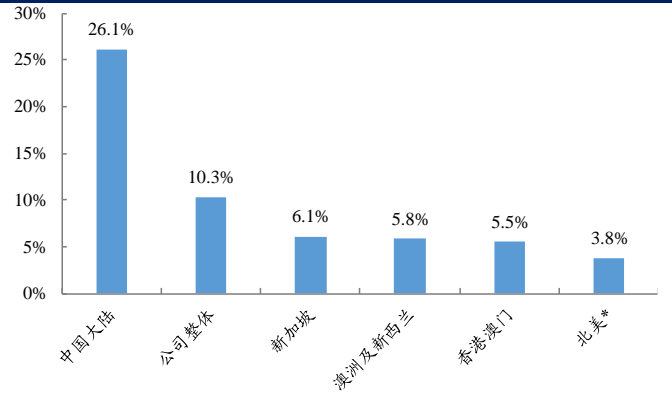
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图56、中国大陆地区收入占比迅速增加



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图57、近 10 年大陆地区营业收入 CAGR 居首



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司加强内地产能布局。公司的液态豆奶产品进入大陆时间较早，早期工厂分布在香港、佛山和深圳，公司产品也主要在华南地区销售，1995年上海子公司成立，帮助公司打开了华东市场。

- 2010年2月，公司于广东佛山的工厂开始筹建，于2011年10月正式投产，当期投资额约4.6亿元，占地面积8万平方米。2015年新增5条生产线（包括2条高端生产线，2条利乐A3生产线，PET生产线等）。
- 2016年3月，维他奶武汉新洲工厂建成投产，投资额为5亿元，占地面积10.55万平方米，年均产量20万吨。**新洲工厂的落成有望将公司销售网络从珠三角和华东扩展至华中和内地。**
- 由于深圳工厂现时产量已达到其产能最大值，因此公司2017年8月于东莞兴建新工厂，投资额10亿元，预计2021年正式投产，面积逾10万平方米，年均产量为深圳工厂产量的逾两倍，每年总产值可达约18亿元。

表10、公司内地厂房

工厂	投入运营时间	投资额	占地面积	年均产量
深圳工厂	1994年	2亿元		
上海工厂	1998年	2.4亿港元		
佛山工厂	2011年	4亿元	8万平方米	16万吨
武汉工厂	2016年	5亿元	10.55万平方米	20万吨
东莞工厂	2021年	10亿元	>10万平方米	深圳的两倍以上

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

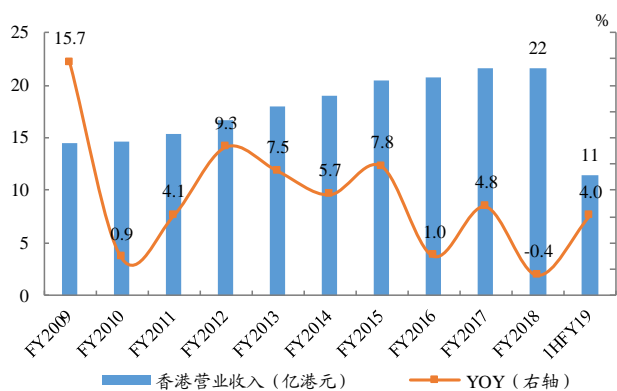
维他奶中国区换帅。2017年10月，袁杰因个人职业发展原因辞任维他奶中国区CEO，2018年2月，公司任命钟廷毅为现任中国区CEO。有资料显示，钟廷毅曾作为达能中国饮料销售主要负责人，领导制定并实施了脉动的区域拓展、渠道重整，价格优化等重要战略。

钟廷毅上任后推进三大重点：执行既定的“更深更广”全球发展策略、在中国内地市场全方位落地“更深更广”战略、进一步加强产品和营销创新以提升品牌力。

- **“更广”**是指维他奶的确需要在**市场营销与渠道覆盖**上增加面的覆盖，同时还意味着满足消费者多样化的**产品组合**需求。
- **“更深”**一方面要求做到**渠道下沉**，另一方面需要公司进行**精细化管理**以及定制化的**渠道和区域策略**。“比如湖南和广东消费者的消费习惯、口味偏好有很大的不同，要针对当地的市场特点进行策略层面的设计和调整。”此外还意味着要考虑**不同形态线下门店**以及和**电商渠道**实现更深的互动。

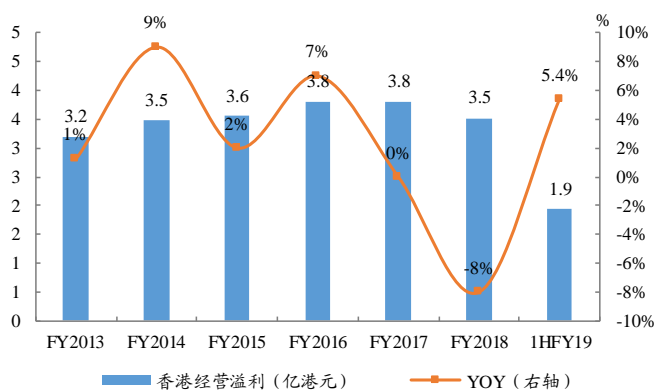
香港地区2018财年营业收入22亿港元，同比持平，近10年收入CAGR为5.5%。倘若不计出售北美洲事项，香港业务2018财年收入同比+2%，经营溢利同比-8%，主要由于投资为期两年的生产及物流设施升级项目；2017财年收入同比+4.8%，主要是由于出售北美洲事项完成后，北美洲由香港进口的饮料业务纳入香港业务。若不计及维他奶美国，香港业务的收入维持稳定。预计未来香港地区增速与当地GDP增速一致。

图58、香港地区收入及增速



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、香港地区经营溢利及增速



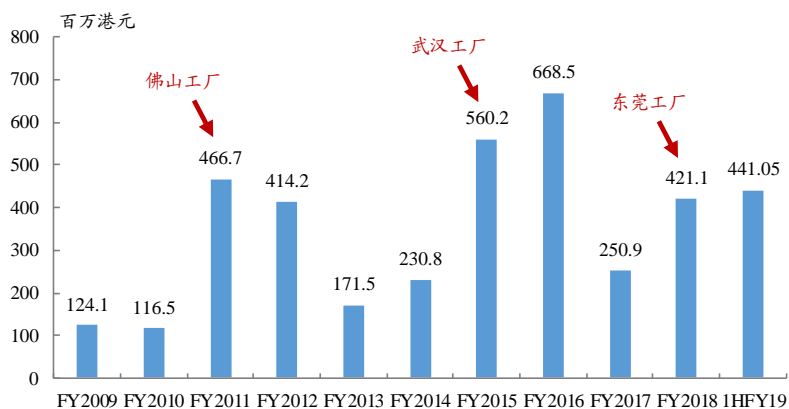
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

增加数码化投资。此外公司正在增加数码化方面的投资，提升跨部门及地区的效率，促进与供应商及客户同步及加强数据分析能力，令公司可在市场上作出更敏

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

捷的应变行动。预计随着香港两年期的综合项目投资、东莞工厂的建设、以及未来产能布局的持续推进和数码化投资，公司资本支出也将维持高位。

图60、公司历年资本支出



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

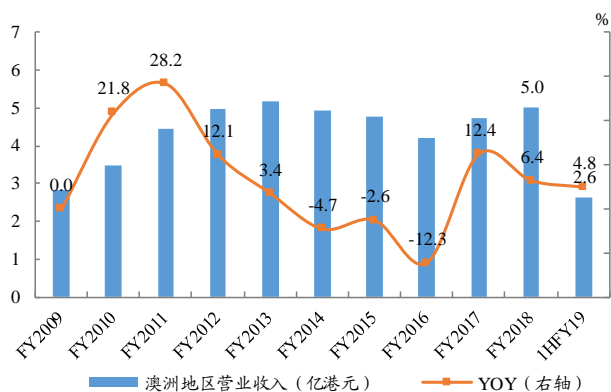
3.3.2、推进国际市场布局，实现全球销售增长

持续扩大覆盖区域有助集团保持强劲增长以应对市场不利因素。除了核心市场中国内地和香港外，公司还在澳洲、新加坡及菲律宾市场开拓了业务，有助于分散单一市场业务风险。

澳洲地区: 2018 财年实现营业收入 5.0 亿港元，同比+6.4%，占比 7.8%；实现经营溢利 0.95 亿港元，同比+9.0%，主要受超市销售增加所带动。公司在财年内推出新品杏仁奶及椰子奶产品系列，配合 2000 年推出的豆奶产品系列，将共同助益市场销售。

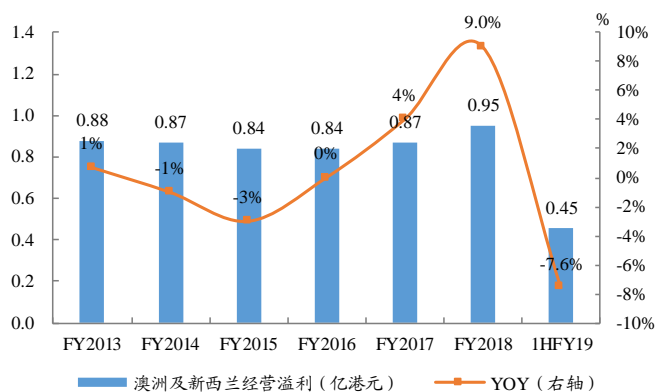
公司预计未来在植物奶品类的竞争将会加剧，部分销售较差的商品价格有可能下降，公司将通过市场推广计划和创新产品组合扩大业务规模，持续拓展澳洲业务，保持收入增长在稳定水平。

图61、澳洲地区收入及增速



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图62、澳洲地区经营溢利及增速



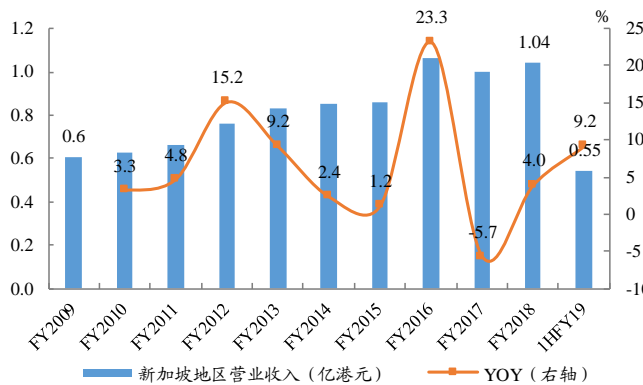
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

新加坡地区：2018 财年实现营业收入 1.04 亿港元，同比+4.0%，占比 7.8%；实现经营溢利 733 万港元，同比-36%，主要由于为了扩展业务，新加坡市场增加了广告及宣传、设施和人才等方面的投资。2017 财年实现营业收入 1.00 亿港元，同比-5.7%，主要由于准备转换新饮品分销商而刻意减少存货量所致，但由于与新分销商协定增加售价，故盈利有所提升，经营溢利同比+5%。

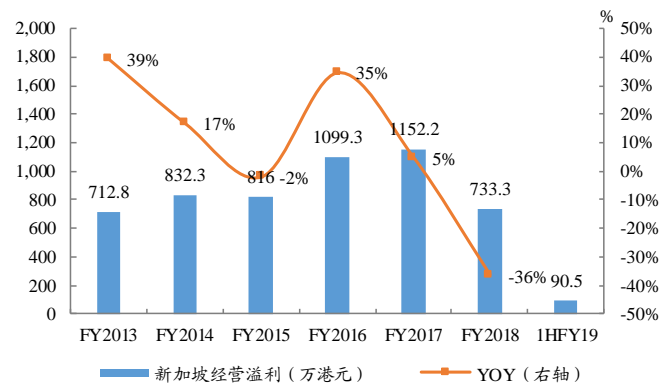
公司 2017 财年时，指引新加坡业务未来 3 年平均销售增长率为 13.4%，但 2018 财年时，预计新加坡业务未来三年平均销售增长率下降至 6.5%，形成商誉减值亏损 1,834.2 万港元，计入其他经营支出。公司未来将加强高端维他奶品牌及其创新，继续优化饮品的业务模式。

图63、新加坡地区收入及增速



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、新加坡地区经营溢利及增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

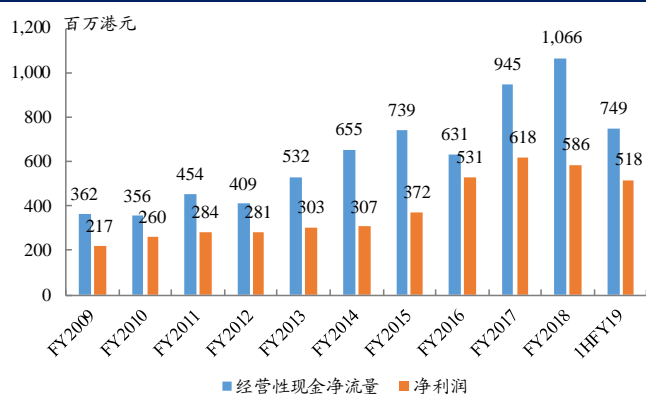
菲律宾地区：2017 年公司与 Universal Robina Corp 成立合营公司，持股 50%，将开拓菲律宾市场，以期销售大豆相关饮品。2018 财年该合营公司收入 3,584 万港元，亏损 3,562.8 万港元。公司未来将继续建立品牌知名度，逐步扩大业务规模，带来业绩贡献。

3.4、现金流稳定，分红率良好

作为家族企业，公司以稳健经营的风格为主，不冒进，长期保持良好的现金流与分红率。

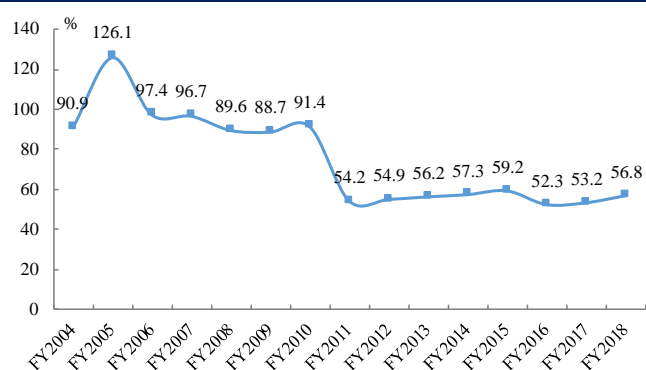
- 公司经营性现金净流量连年上升，且常年大幅大于净利润，业绩质量较高；且大于资本开支，能够满足投资活动的现金需要。
- 公司每年分红率较高且稳定。2010 财年前的分红率都在 90%左右，2010 财年之后加大了对大陆市场的投资，分红率也基本维持在 55%上下。

图65、公司经营现金净额常年大于净利润



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图66、公司分红比例高

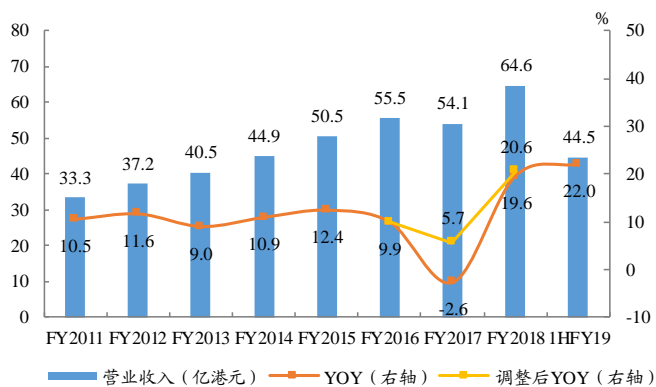


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、财务分析

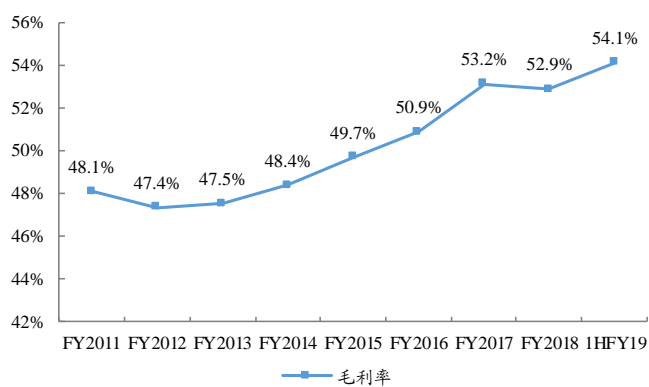
- 营业收入:** 2018 财年, 维他奶实现营业收入 64.65 亿港元, 同比+19.6%; 1HFY19 营业收入 44.5 亿港元, 同比+22.0%, 主要增长动力来自于中国内地市场。2017 财年, 实现营业收入 54.06 亿港元, 同比-2.6%, 主要由于 2016 年出售北美洲事项使得 2017 财年收入减少。若扣除出售北美洲事项的影响, 则 2017 财年实现收入 53.60 亿港元 (2016 财年为 50.72 亿港元), 同比+5.7%, 2018 财年收入同比+20.6%。
- 毛利率:** 从 2012 财年至 2017 财年, 由于销量的增加及原材料价格的下降, 毛利率从 47.4%提升 5.8pcts 至 53.2%。2018 财年, 尽管有原材料价格上涨等因素, 但因销量增加提升生产效率, 故毛利率基本维持平稳, 为 52.9%; 1HFY19 受益于销量增加和原材料价格下跌, 毛利率同比提升 1.4pct 至 54.1%。从行业对比来看, 公司毛利率领先于同行业其他上市公司, 这与公司产品的高定价有关。

图67、公司历年营业收入



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

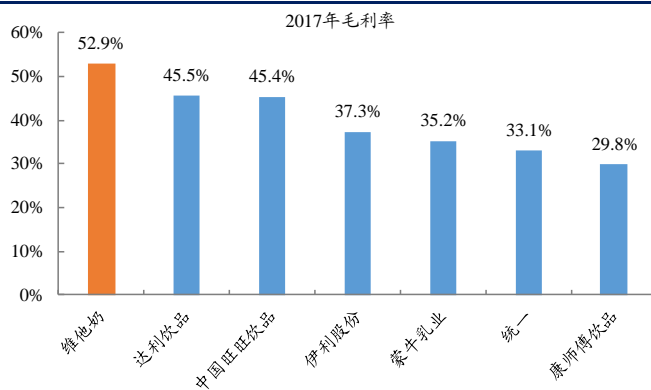
图68、公司历年毛利率



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

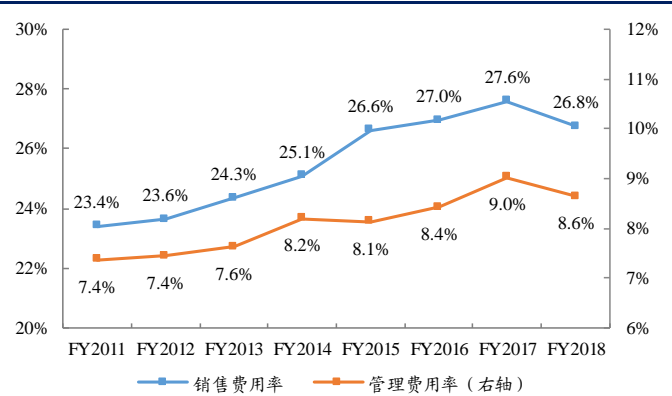
海外公司深度研究报告

图69、公司毛利率领先行业



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图70、公司历年销售费用率与管理费用率

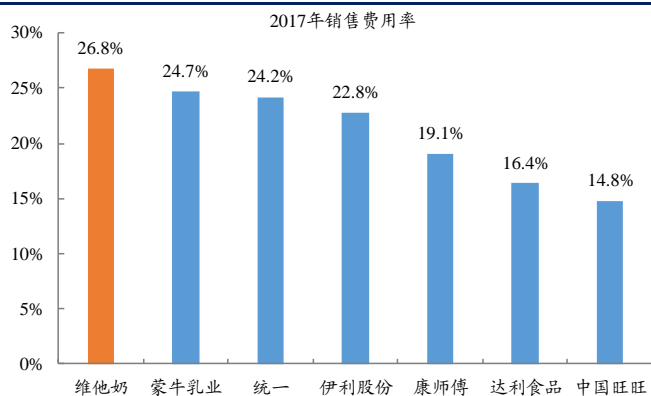


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 销售费用率、管理费用率:** 2011-2017 财年, 公司加强与消费者沟通及提升品牌价值的相关投资, 加大铺货, 同时销量增加也使得物流费用上升, 因此销售费用率从 23.4% 提升 4.2pcts 至 27.6%; 2018 财年公司销售费用同比+16.0% 至 17.29 亿港元, 但增速不及营收增速, 因而销售费用率下降 0.8pct。公司销售费用率领先于行业, 反映了公司还处于渠道大力拓展期, 销售力度较大。

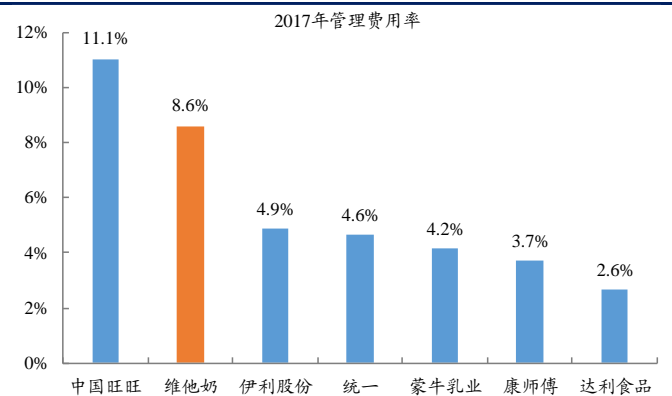
2011-2017 财年, 公司管理费用率从 7.4% 提升 1.6pcts 至 9.0%, 主要由于员工薪酬的上升, 执行数码化计划; 2018 财年管理费用同比+14.6% 至 5.59 亿港元, 但增速不及营收增速, 因而管理费用率下降 0.4pct。公司管理费用率位于行业前列, 仅次于中国旺旺。

图71、公司销售费用率领先行业



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

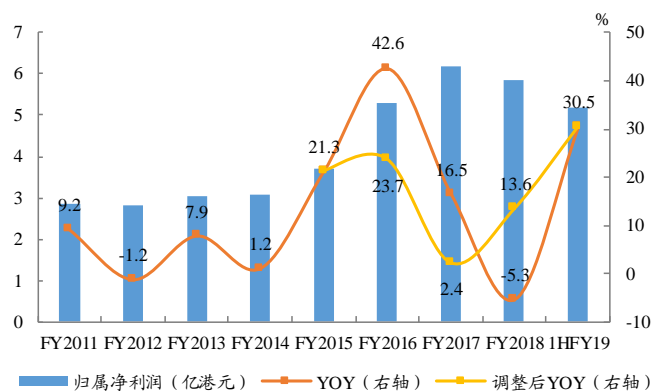
图72、公司管理费用率位于行业前列



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

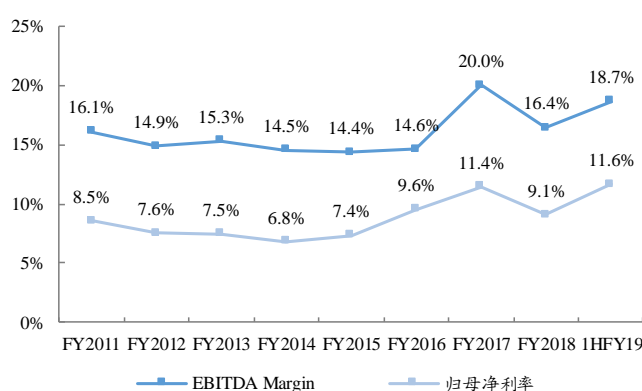
- 净利润:** 2018 财年公司归属净利润 5.86 亿港元, 同比-5.3%; 1HFY19 归属净利润 5.18 亿港元, 同比+30.5%。北美洲业务出售对 2016-2018 财年归属净利润均有所影响。倘扣除出售北美洲事项的影响, 2016 财年归母净利润为 5.04 亿港元, 若再扣除递延税项资产影响, 则归母净利润为 4.60 亿港元, 同比+23.7%; 2017 财年归母净利润 5.16 亿港元, 同比+2.4%; 2018 财年归母净利润 5.86 亿港元, 同比+13.6%。

图73、公司历年归属净利润



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图74、公司历年 EBITDA Margin 和归属净利率

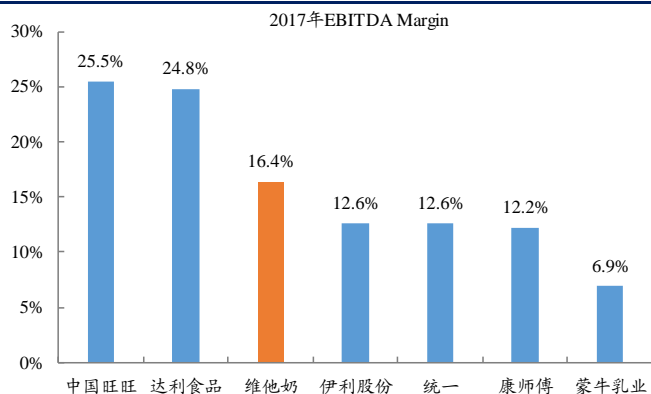


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从行业对比来看, 公司 EBITDA Margin 和归母净利率均位于行业前列, 仅次于中国旺旺和达利食品。结合前述财务分析可得:

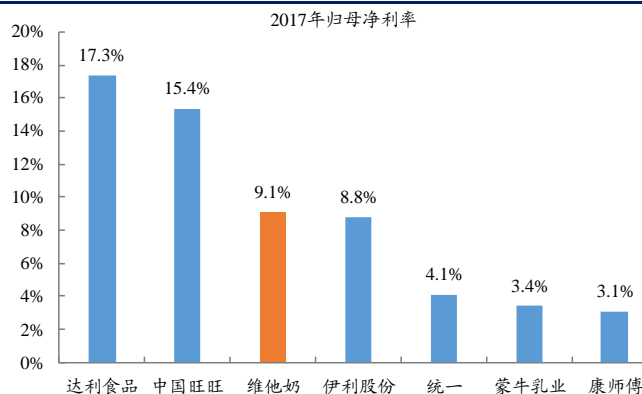
- 中国旺旺和达利食品类似, 都是售卖高毛利产品, 在销售费用上精简投放, 从而获得高 EBITDA Margin 和高净利率;
- 维他奶同样是售卖高毛利产品, 但采用高销售费用率的方法, 大力铺货, 与经销商共享利润, 亦获得较高 EBITDA Margin 和净利率;
- 康师傅和统一策略一致, 都是售卖低毛利产品获取低净利率, 薄利多销;
- 蒙牛则仍然处于高费用投放期, 未来净利率提升空间较大。

图75、公司 EBITDA Margin 位于行业前列



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

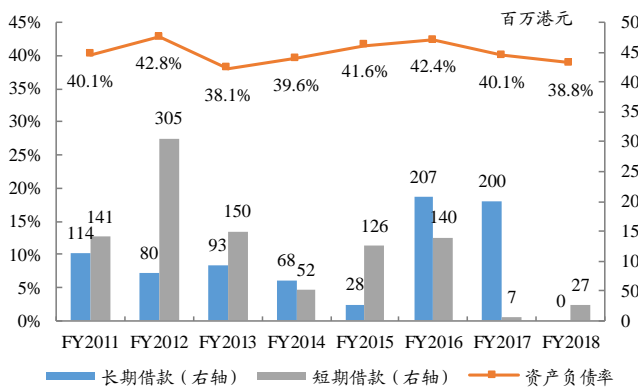
图76、公司归母净利率位于行业前列



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

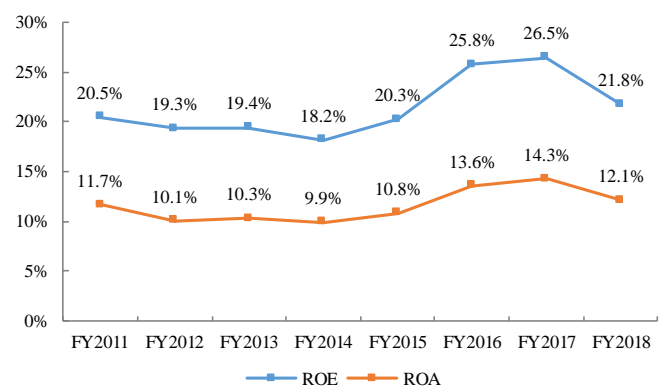
- **资产负债率:** 自 2017 财年起, 维他奶持续动用内部现金偿还长、短期借款。截止 2018 财年, 公司短期借款仅 0.27 亿港元, 无长期借款, 资产负债率仅为 38.8%。未来随着业绩持续增长, 公司将有能力保持较低负债水平。
- **ROE、ROA:** 公司历年净资产收益率 ROE 基本在 20% 以上, ROA 在 10% 以上, 盈利能力较强且较稳定。

图77、公司历年资产负债率



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图78、公司历年 ROE、ROA



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

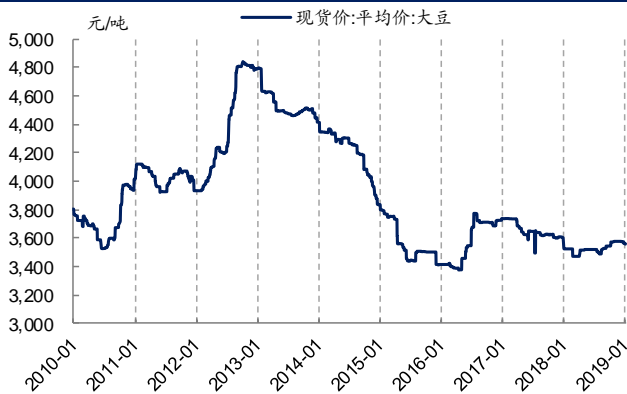
1、收入预测：

- **中国内地：**维他奶 2016 年建成投产的武汉工厂产能持续释放，加上渠道全国化更深更广布局，预计在未来 3-5 年内，在中国内地的收入有望实现再翻一倍，在中国内地的收入占比也有望提升至 7 成以上。
- **香港、澳门：**2018 财年若将北美洲尚未出售的出口饮品业务入账，香港业务收入增长 2%；此外香港市场投资为期两年的生产及物流升级计划，改善生产能力及效率。预计未来与香港 GDP 增速保持一致。
- **澳洲、新西兰：**预计植物奶品类竞争将会加剧，部分销售情况较差的产品价格有可能下降，公司将会善用品牌价值及创新产品组合扩大业务规模，帮助收入增长及保持产品的平均收入水平。
- **新加坡：**公司财报预计未来 3 年新加坡收入平均增速为 6.5%。

2、毛利率预测：

- 自 2015 年起，诸如糖和黄豆之类的原材料商品价格反弹，但 2017 年起价格开始下降，如今维持低位。
- 而自 2016 年底起，箱板纸价格涨势迅猛，从 3200 元/吨左右涨至最高 6165 元/吨，涨幅超过 90%；近期箱板纸价开始下跌行情。塑料价格也从 2016 年起不断上涨，近期开始下跌。
- 我们预计原材料价格随后将从低位反弹，但公司销量仍将保持增长，提升生产效率，且公司已同一些供应商签订长期合约以削弱原材料价格提升所带来的影响，并有能力将一部分所提升的成本转移到消费者身上，预计毛利率将缓慢增长。

图79、2010年至今大豆价格



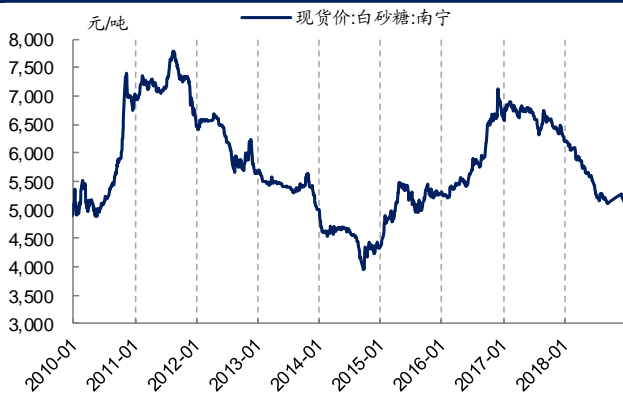
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图80、2010年至今塑料价格



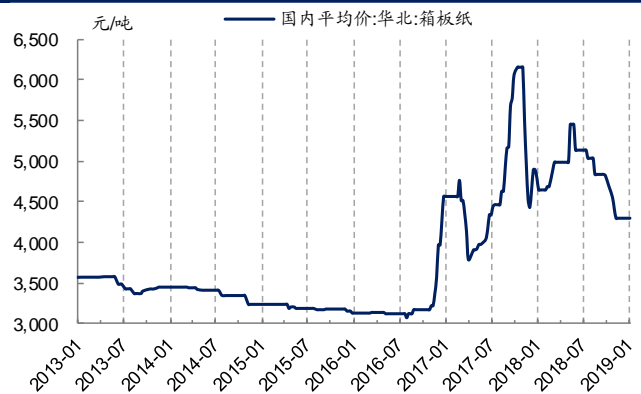
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图81、2010年至今白砂糖价格



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图82、2013年至今箱板纸价格



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、费用率预测:

- **销售费用率:** 由于公司加速扩张内地市场,加强消费者沟通及提升品牌价值,销售团队规模扩大,因此假设销售费用率逐渐提升。
- **管理费用率:** 公司不断推进数码化计划,2017财年中国内地的所有厂房均已实施企业资源计划(ERP)平台,有利部门作出更快更准确的决定,提升运营效率。随后在香港及澳门也开始推行ERP,因此假设管理费用率略有下降。

表11、公司盈利预测假设

亿港元	FY2017A	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
中国大陆收入	26.66	37.00	48.10	61.09	76.36
YoY	10.9%	38.8%	30.0%	27.0%	25.0%
占比	49.3%	57.2%	62.5%	66.8%	70.5%
香港澳门收入	21.68	21.59	22.45	23.58	24.87
YoY	4.7%	-0.4%	4.0%	5.0%	5.5%
占比	40.1%	33.4%	29.2%	25.8%	23.0%
澳洲新西兰收入	4.72	5.02	5.27	5.53	5.81
YoY	12.4%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	8.7%	7.8%	6.8%	6.1%	5.4%
新加坡收入	1.00	1.04	1.12	1.19	1.26
YoY	-5.3%	3.3%	7.5%	6.5%	6.0%
占比	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%

总收入	54.06	64.65	76.94	91.38	108.30
YoY	-2.6%	19.6%	19.0%	18.8%	18.5%
毛利率	53.2%	52.9%	53.8%	53.9%	54.0%
销售费用率	-27.6%	-26.8%	-28.0%	-28.2%	-28.5%
管理费用率	-9.0%	-8.6%	-8.5%	-8.4%	-8.3%
实际税率	22.6%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%
归属净利润	6.18	5.86	7.58	9.49	11.66
YoY	16.5%	-5.3%	29.4%	25.2%	22.8%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

根据以上假设，我们预测公司 2019-2021 财年实现收入 76.9/91.4/108.3 亿港元，同比增长 19.0%/18.8%/18.5%，实现归属母公司净利润 7.58/9.49/11.66 亿港元，同比增长 29.4%/25.2%/22.8%。

5.2、估值与评级

绝对估值：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 5 年期国债收益率 2.96% 为无风险利率，市场平均收益率采用为 10%，公司最近 3 年 Beta 值为 0.6173，所得税率维持在 22.0%。计算得出 WACC 为 7.30%。

表12、WACC 计算过程

Beta	0.6173
无风险利率	2.96%
市场收益率	10.0%
股权成本	7.31%
债务成本	5.0%
税率	22.0%
税后债权成本	3.90%
债权比例	0.1%
股权比例	99.9%
WACC	7.30%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

采用两阶段折现现金流方法进行计算。第一阶段为 2019-2021 财年，自由现金流来自预测利润表计算。第二阶段为 2022-2028 财年，假设自由现金流增速从 20% 逐年递减。永续增长率假设为 2.5%。公司的 FCFF 折现计算的股权价值为 369.55 亿港元，即每股 34.81 港元。

相对估值分析：

- 纵向来看，公司历史 PE 较高，近 5 年平均 PE 为 34.1x，当前公司股价（2019/1/29）对应 2019 财年 P/E 为 43.3x，高于历史平均估值。
- 横向来看，公司当前股价对应 2019 财年和 2020 财年 PE 分别为 43.3x/34.6x，而行业 2018/19 年平均 PE 分别为 24.3x/20.7x，公司估值高于行业平均水平。

图83、公司近五年 PE-Band

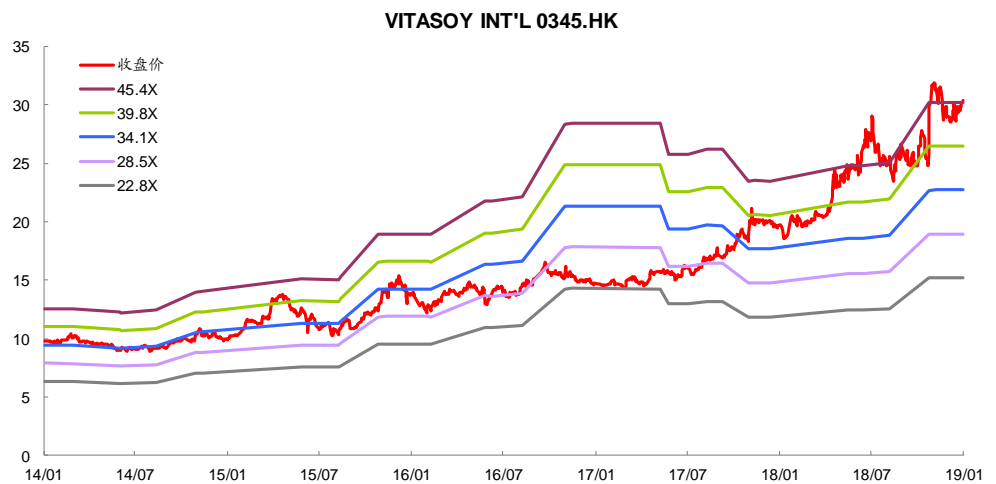


表13、行业估值表

公司	代码	货币	收盘价		市值 (亿元)	PE			PEG 2018E	未来3年 EPS CAGR
			2019/1/29			2017A	2018E	2019E		
华润啤酒	0291.HK	HKD	27.50		892	63.5x	43.0x	31.9x	1.14x	37.9%
蒙牛乳业	2319.HK	HKD	24.40		958	39.1x	26.9x	21.4x	0.88x	30.5%
中国旺旺	0151.HK	HKD	6.24		777	20.0x	19.6x	17.8x	2.23x	8.8%
达利食品	3799.HK	HKD	10.14		570	26.2x	19.5x	18.6x	1.13x	17.3%
康师傅控股	0322.HK	HKD	5.12		701	17.1x	15.8x	13.9x	1.21x	13.1%
青岛啤酒股份	0168.HK	HKD	33.70		530	30.1x	27.7x	25.5x	2.63x	10.6%
统一企业中国	0220.HK	HKD	6.83		295	28.1x	22.7x	20.3x	1.28x	17.7%
均值						32.0x	25.0x	21.3x	1.50x	19.4%
伊利股份	600887.SH	RMB	24.30	1,477		24.6x	23.2x	20.1x	1.91x	12.2%
养元饮品	603156.SH	RMB	43.34	326		14.1x	12.9x	11.8x		
香飘飘	603711.SH	RMB	7.79	76		18.4x	16.2x	13.9x	0.93x	17.4%
承德露露	000848.SZ	RMB	19.87	83		31.1x	27.3x	23.1x	1.91x	14.3%
维维股份	600300.SH	RMB	2.87	48		52.4x	36.7x	29.9x	1.28x	28.6%
均值						30.4x	24.3x	20.7x	1.15x	17.0%
VITASOY INT'L	0345.HK	HKD	30.95	329		55.8x	43.3x	34.6x	1.70x	25.5%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

考虑到公司稳定的高增长预期, 出色的盈利能力, 以及在中国内地市场巨大的成长空间, 市场给予公司超出行业平均水平的估值具备合理性。根据 DCF 模型 (WACC=7.30%, Perpetual g=2.5%), 我们给予公司股票目标价 34.81 港元, 对应 2020 财年 PE 为 38.9 倍, 相比现价 (2019/1/29) 30.95 港元有 12.5% 的涨幅, 给予“审慎增持”评级。

6、风险提示

1、豆奶行业市场竞争激烈;

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

-
- 2、公司中国内地市场区域扩张进度不达预期；
 - 3、食品安全问题；
 - 4、原材料价格超预期波动。

附表

资产负债表					单位:百万港元				
会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E					
流动资产	2660	3109	3709	4450					
货币资金	986	1127	1351	1655					
交易性金融资产	0	0	0	0					
应收账款及其他应收款	955	1137	1350	1600					
应收税项	10	10	10	10					
存货	709	835	998	1186					
非流动资产	2522	2730	2957	3202					
可供出售金融资产	0	0	0	0					
长期股权投资	45	45	45	45					
投资性房地产	4	4	3	3					
固定资产净值	2278	2488	2718	2965					
商誉及无形资产	23	23	22	22					
土地使用权	67	66	64	62					
其他非流动资产	105	105	105	105					
资产总计	5182	5839	6667	7652					
流动负债	1923	2235	2638	3109					
短期借款	27	27	27	27					
应付票据及账款	1864	2176	2579	3049					
应缴税金	31	31	31	31					
其他流动资产	1	1	1	1					
非流动负债	90	90	90	90					
长期借款	0	0	0	0					
其他	90	90	90	90					
负债合计	2013	2325	2728	3199					
股本	857	857	857	857					
储备	2052	2356	2735	3202					
其他综合性收益	0	0	0	0					
少数股东权益	259	301	346	394					
股东权益合计	3169	3514	3939	4453					
负债及权益合计	5182	5839	6667	7652					

现金流量表

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
净利润	642	818	1013	1235
折旧和摊销	251	277	306	338
财务费用	4	-9	-11	-14
非经常性损益	-18	0	0	0
营运资金的变动	-199	-4	-26	-34
长期经营性负债增加	7	0	0	0
其他非现金调整	-55	0	0	0
经营活动产生现金流量	1066	1090	1335	1592
投资活动产生现金流量	-443	-485	-533	-582
融资活动产生现金流量	-511	-464	-578	-706
现金净变动	133	142	223	304
现金的期初余额	853	986	1127	1351
现金的期末余额	985	1127	1351	1655

利润表					单位:百万港元				
会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E					
营业收入	6465	7694	9138	10830					
营业成本	3045	3555	4213	4982					
毛利	3420	4139	4926	5848					
销售费用	1729	2154	2577	3087					
管理费用	559	654	768	899					
其他经营支出	309	292	293	294					
营业利润	822	1039	1288	1569					
财务费用	2	-9	-11	-14					
权益性投资损益	-18	0	0	0					
非经营性损益	0	0	0	0					
利润总额	803	1049	1299	1583					
所得税	161	231	286	348					
净利润	642	818	1013	1235					
少数股东损益	56	60	64	69					
归属母公司净利润	586	758	949	1166					
EPS(港元)	0.56	0.71	0.89	1.10					

主要财务比率

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.6%	19.0%	18.8%	18.5%
营业利润增长率	-3.0%	26.4%	23.9%	21.8%
净利润增长率	-1.7%	27.4%	23.9%	21.8%
盈利能力(%)				
毛利率	52.9%	53.8%	53.9%	54.0%
净利率	9.9%	10.6%	11.1%	11.4%
ROE	21.8%	24.8%	27.9%	30.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	38.8%	39.8%	40.9%	41.8%
流动比率	1.38	1.39	1.41	1.43
速动比率	1.01	1.02	1.03	1.05
营运能力(次)				
资产周转率	1.34	1.40	1.46	1.51
存货周转率	4.71	4.60	4.59	4.56
每股资料(港元)				
每股收益	0.56	0.71	0.89	1.10
每股经营现金	1.01	1.03	1.26	1.50
每股净资产	2.75	3.03	3.38	3.82
估值比率(倍)				
PE	55.76	43.33	34.60	28.18
PB	11.26	10.23	9.14	8.09

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、皖蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司和国际济丰包装集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。