

养元饮品 (603156.SH)

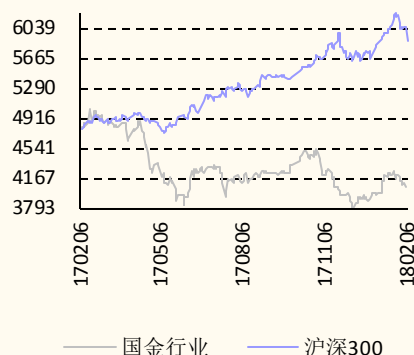
软饮料行业

新股研究报告

上市定价 (人民币): 78.73-78.73 元
目标价格 (人民币): 105.20-105.50 元

市场数据(人民币)

发行价(元)	78.73
发行 A 股数量(百万股)	53.81
总股本(百万股)	538.05
沪深 300 指数	4148.89
上证指数	3370.65



核桃乳开拓者，加强品牌渠道建设求持续发展

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	5.293	5.537	4.531	4.210	4.449
每股净资产(元)	11.39	12.07	17.04	25.94	30.39
每股经营性现金流(元)	5.11	4.85	1.36	-0.83	2.33
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	43.13%	4.61%	-18.16%	0.98%	5.68%
净资产收益率(%)	46.46%	45.88%	26.59%	16.23%	14.64%
总股本(百万股)	495.00	495.00	495.00	538.05	538.05

来源：公司年报、国金证券研究所

经营分析

- **依靠大单品进击，保持高利润率：**养元饮品高度依赖大单品核桃乳，其收入占比达 98%。近两年植物蛋白饮料行业竞争日趋加剧，其他饮料巨头均推出核桃乳产品，致使 2017 年前三季度公司实现收入 54.6 亿元，同比-10.2%，实现净利近 15.7 亿元，同比-17.7%，主要是由于原材料成本上升以及商超渠道拓展带来的费用增加，但整体依然保持着较高的净利润率水平。
- **扁平化+独家经销模式，流通渠道为主：**养元采取“分区域定渠道独家经销模式”：首先将销售市场划分为不同的经销区域；其次，在一个经销区域/渠道内只确定独家经销商；最后，公司将产品通过卖断方式直接销售给经销商，并要求经销商直接对零售终端商销售。这样公司的经销商为数众多，收入高度分散。单个经销商销售占比很小。公司目前继续加大了商超渠道费用以实现销售渠道从“流通渠道为主”向“流通、商超渠道并重”转换。
- **精准极致的营销，经销商补贴高：**2010 年开始，养元将“经常用脑，多喝六个核桃”的广告语对准了学生和脑力劳动者，定位精准，效果显著，养元的业绩也全面超过先行者露露。同时凭借对于经销商的高额补贴，鼓励经销商打开渠道。养元会根据经销商经营的市场特点，制定具体市场政策，对考核达标的经销商给予商业折扣额度奖励。2016/17H1 公司共奖励考核达标的经销商 4.08 亿元/2.85 亿元，收入占比分别达 4.6%/7.8%。
- **募集资金拓展营销网络，加码植物蛋白市场：**养元此次公开发行 5,380.5 万股，每股发行价 78.73 元，募集资金净额约为 32.7 亿元。其中近 29 亿元计划用于品牌建设 (18.95 亿元)、商超渠道建设 (9.15 亿元)、办事处建设三方面，以增加公司品牌的认知度和影响力。同时拟投资 3.66 亿元，拟建设年产 20 万吨植物蛋白饮料项目，以替换老旧的 4 条易拉罐灌装生产线。

估值

- 预计 2017-2019 年公司收入分别为 77.8 亿元/84.4 亿元/94.2 亿元，同比-12.5%/+8.0%/+12.1%，净利润分别为 22.4 亿元/22.6 亿元/23.9 亿元，同比-18.2%/+0.98%/5.68%，发行后总股本 5.38 亿股，对应 EPS 分别为 4.531 元（未回溯）/4.210 元/4.449 元，给予可比公司 2018 年平均 25X 的估值，目标价 105.2 元。

风险

- **单一产品占比高，无法及时转移产品老化风险；市场竞争加剧，**多家公司加码植物蛋白市场，竞争加剧，费用投放效用存在不达预期可能

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

内容目录

一、核桃乳开拓者，谋求持续发展	4
1.1 依靠大单品进击，保持高利润率	4
1.2 分区域独家经销模式，深耕渠道	7
1.3 灵活进击的管理团队，精准极致的营销	8
1.4 养元饮品 VS 承德露露	11
二、募集资金拓展营销网络，加码植物蛋白市场	14
2.1 行业竞争日趋激烈，养元加快品牌渠道建设步伐	14
2.2 营销网络建设及市场开发：增强公司品牌认知度和影响力	15
2.3 建设年产 20 万吨植物蛋白饮料项目，以替换老生产线	16
三、盈利预测	18
3.1 收入预测	18
3.2 成本预测	18
3.3 销售费用预测	19
四、风险提示	20

图表目录

图表 1：养元在国内植物蛋白饮料行业产量占比超 30%	4
图表 2：养元收入（亿元）及增速	4
图表 3：养元归母净利（亿元）及增速	4
图表 4：核桃乳产品收入占比超 98%（百万元）	5
图表 5：养元主要产品收入增速	5
图表 6：分产品毛利率（%）	5
图表 7：分产品销售价格（元/听）	5
图表 8：养元产品生产成本拆分	6
图表 9：养元核桃采购价格（元/kg）	6
图表 10：核桃农产品批发价（元/kg）	6
图表 11：镀锡板卷价格走势（元/吨）	7
图表 12：17H1 经销商多集中在华北（家）	7
图表 13：经销商数量基本稳定	7
图表 14：17H1 地区销售收入占比（%）	8
图表 15：前 20 名经销商收入占比约 10%	8
图表 16：公司股权结构（上市前）	8
图表 17：养元 2010 年收入翻倍（百万元）	9
图表 18：养元 3 年收入全面超过露露（百万元）	9
图表 19：2008-2010 年利润及净利率（百万元）	9
图表 20：2013-17H1 利润及净利率（百万元）	9

图表 21: 养元、露露广告宣传费用 (百万元)	10
图表 22: 养元、露露广告费用率	10
图表 23: 承德露露、养元渠道利差	10
图表 24: 养元履约奖励金额 (百万元)	10
图表 25: 考核达标奖励金额 (百万元)	10
图表 26: 搭本品促销占比 (百万元)	11
图表 27: 搭非本品促销占比 (百万元)	11
图表 28: 养元、露露收入比较 (百万元)	11
图表 29: 养元、露露收入增速 YoY	11
图表 30: 养元、露露销售量比较 (亿听)	12
图表 31: 养元、露露出厂价比较 (元/听)	12
图表 32: 养元、露露毛利率比较	12
图表 33: 养元、露露平均成本比较 (元/听)	12
图表 34: 养元、露露采购价格比较 (元/kg)	12
图表 35: 养元、露露销售费用率比较	13
图表 36: 养元、露露管理费用率比较	13
图表 37: 养元、露露预收账款比较 (亿元)	13
图表 38: 养元、露露存货周转天数	13
图表 39: 募集项目及计划进度	14
图表 40: 植物蛋白饮料销售量 (百万升)	14
图表 41: 植物蛋白饮料市场份额 (按销售额)	15
图表 42: 媒体计划投放进度表 (亿元)	16
图表 43: 卖场终端陈列	16
图表 44: 商超双卡板陈列	16
图表 45: 商超渠道建设进度表 (万元)	16
图表 46: 养元产能及利用率	17
图表 47: 养元销量 (亿听)	17
图表 48: 自产、委托加工情况 (亿听)	17
图表 49: 养元收入预测	18
图表 50: 成本测算 (百万元)	19
图表 51: 销售费用预测 (百万元)	19

一、核桃乳开拓者，谋求持续发展

河北养元智汇饮品有限公司成立于 1997 年，是国内核桃植物饮品的先行者。公司目前拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颖、四川简阳两个委托加工基地。目前公司自有产能 136 万吨，委外产能 65 万吨，合计 201 万吨的产能。2016 年公司总销量约 98 万吨，是我国核桃乳饮料产销量最大的企业。

图表 1：养元在国内植物蛋白饮料行业产量占比超 30%

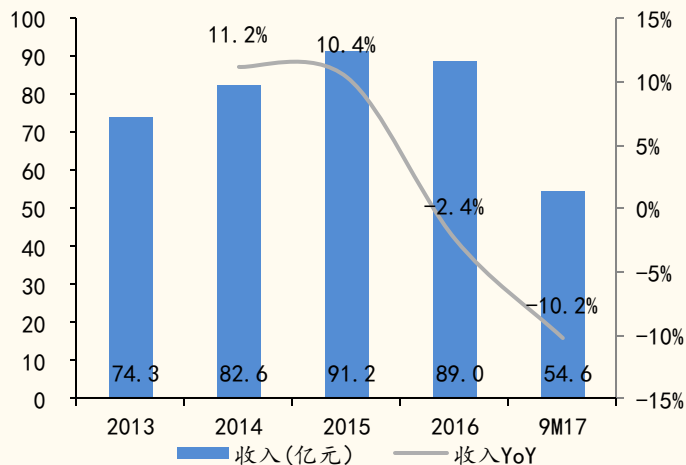
	植物蛋白饮料产量（万吨）			产量占比		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
养元饮品	94.39	101.39	98.63	30%	31%	34%
四川蓝剑	45.32	48.95	52.67	14%	15%	18%
椰树集团	39.00	38.82	33.93	12%	12%	12%
承德露露	30.84	32.57	32.60	10%	10%	11%
惠尔康	20.15	18.98	18.27	6%	6%	6%
维维股份	12.39	10.44	10.90	4%	3%	4%
其他	71.05	77.08	43.12	23%	23%	15%
合计	313.14	328.23	290.12	100%	100%	100%
统计家数	198	204	208			

来源：招股说明书，国金证券研究所

1.1 依靠大单品进击，保持高利润率

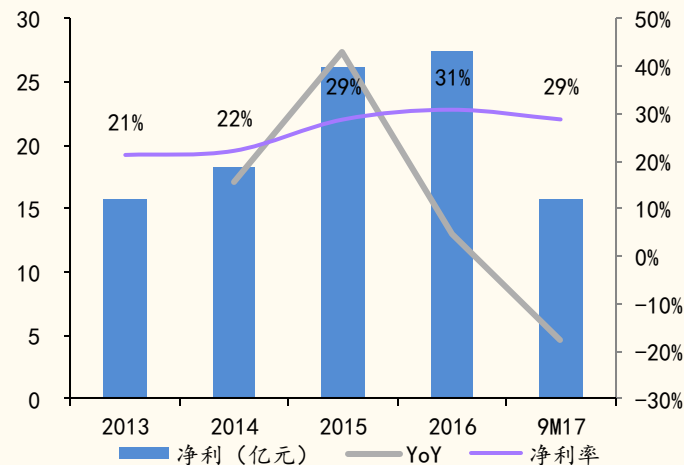
2017 年前三季度公司实现收入 54.6 亿元，同比-10.2%，主要由于竞争加剧带来的销量下滑，实现净利近 15.7 亿元，同比-17.7%，主要是由于原材料成本上升以及商超渠道拓展带来的费用，但依然保持着较高的净利润率水平。

图表 2：养元收入（亿元）及增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：养元归母净利（亿元）及增速

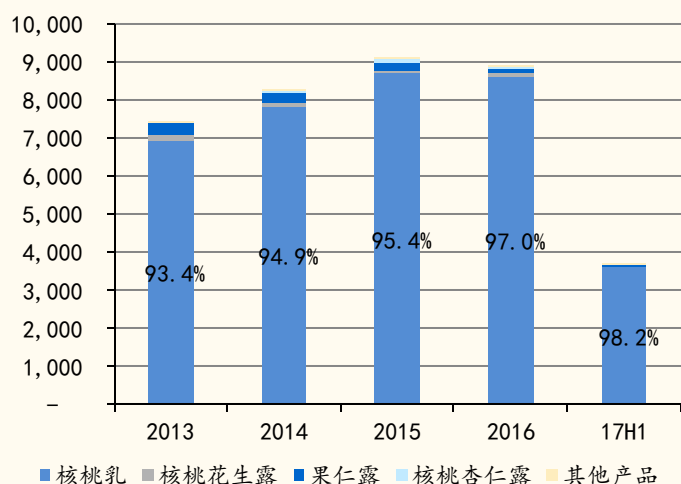


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 收入大部分来源于大单品核桃乳

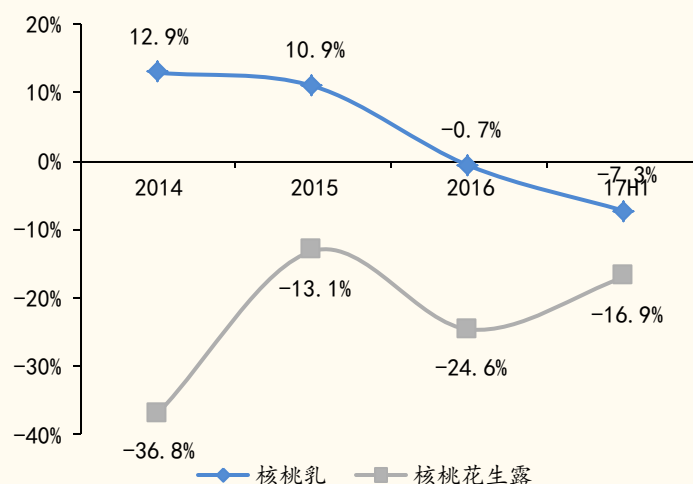
公司高度依赖大单品，大单品核桃乳的收入占比达 98%，其他品类也为核桃相关的植物蛋白饮料。近两年植物蛋白饮料行业竞争日趋加剧，露露、娃哈哈、伊利、蒙牛、三元均推出核桃乳产品，养元核心产品核桃乳收入 2016/17H1 同比分别下滑-0.7%/-7.3%。

图表 4：核桃乳产品收入占比超 98%（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：养元主要产品收入增速

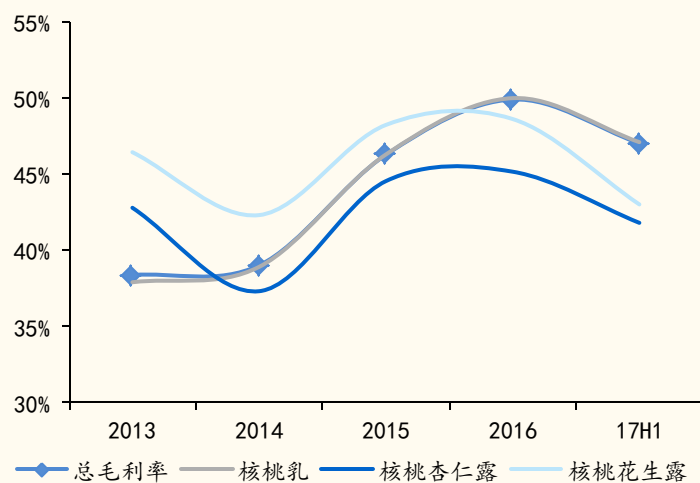


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 稳定高毛利，随成本波动

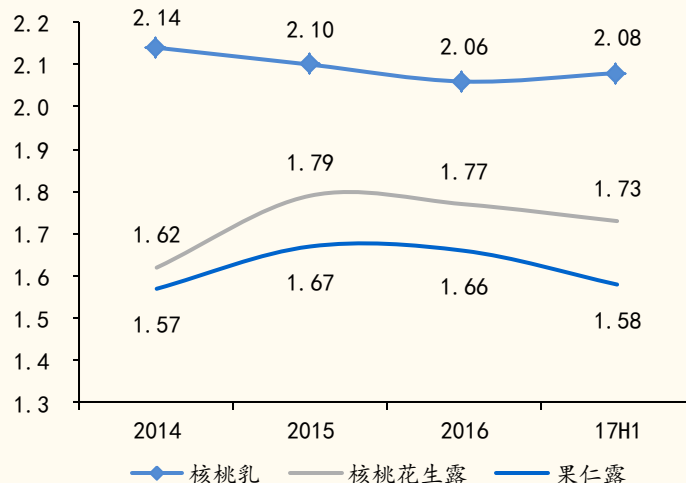
养元毛利率一直保持在较高水平，2016/9M17 毛利率分别为 49.9%/47.6%，公司产品的售价基本稳定，核桃乳平均出厂价 17H1 较 2014 年下滑约 2.8%。近年来由于送礼需求的降低，预计公司高端产品的销售量略有下滑，而普通产品占比的提升，使得出厂价略有下降。

图表 6：分产品毛利率 (%)



来源：招股说明书，国金证券研究所

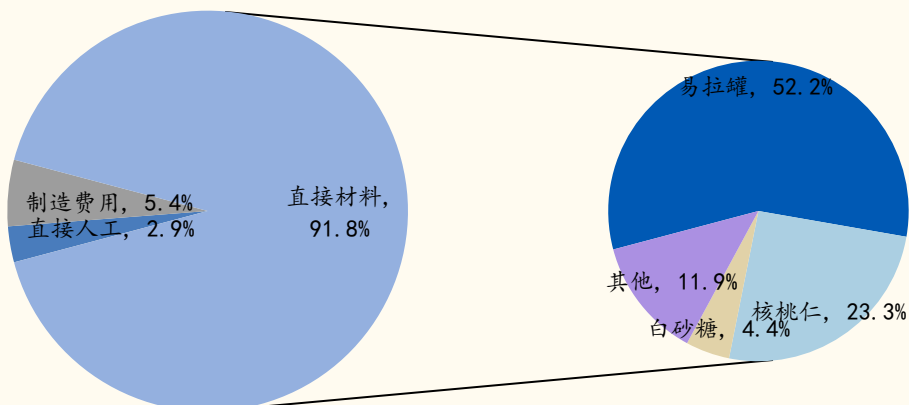
图表 7：分产品销售价格 (元/听)



来源：招股说明书，国金证券研究所

养元产品的成本中>90%来源于直接材料费用，其中易拉罐成本占比超 50%，核桃仁占比约 50%，而白砂糖占比约 4%，这就使得公司在产品均价基本稳定的情况下，毛利率水平和原材料价格高度相关。2017 年核桃的价格处于五年多的低位，而易拉罐的原材料马口铁 2016 年下半年开始反弹，影响了公司的毛利率，同时另一主要原料白糖 2016Q2 价格持续提升，于 17H1 维持价格高位，导致 17H1 公司毛利率同比-4.5ppt 至 47.05%。

图表 8：养元产品生产成本拆分

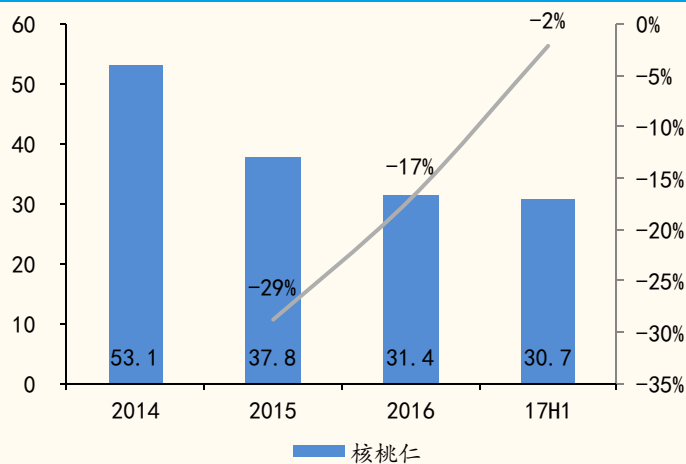


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 核桃仁：和供应商深度合作，稳定供应

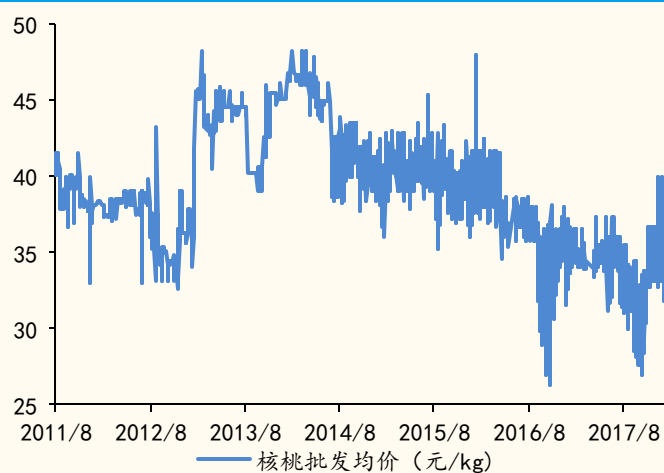
核桃的价格受供给和需求相对变化的影响较大，2012 年受下游零食需求的影响，Q4 开始价格快速上涨，并维持至 14Q1，2014Q2 开始随着产量的不断增加，价格开始下跌并持续走低，2016-17H1 处于五年多来的低位。核桃种植面积的持续增加带来的产量持续提高有利于核桃仁价格的稳定。为了稳定核桃仁供应，应对价格波动，公司采取和主要供应商建立深度合作、扩大采购范围平衡地区差异、保持合理库存以及增加进口核桃量等方式减少价格波动的风险。

图表 9：养元核桃采购价格（元/kg）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 10：核桃农产品批发价（元/kg）

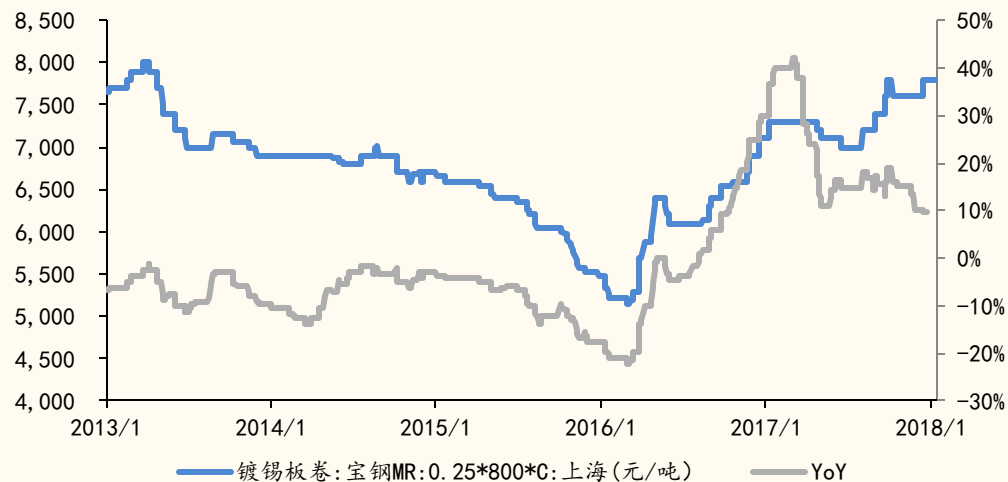


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 易拉罐：成本加成定价，成本占比>50%

易拉罐成本占养元生产成本超 50%，其价格于原材料镀锡板卷（马口铁）价格密切相关，公司供应商一般采取成本加成确定协议价格，并随行就市进行调整。马口铁价格从 16Q2 开始反弹，2017 年全年同比+20%，影响了公司的毛利率水平。

图表 11：镀锌板卷价格走势（元/吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

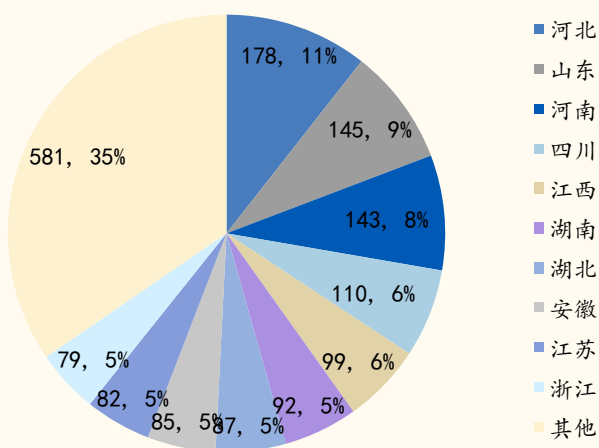
1.2 分区域独家经销模式，深耕渠道

公司超 98% 的收入来源于经销商销售，截至 2017 年 6 月底，公司约有经销商 1,700 家，合作的零售终端数量超过 100 万家。从经销网络覆盖范围看，目前公司销售区域已经基本覆盖了除了西藏、青海、甘肃、宁夏等西北省外以外的大部分地区；从经销网络深度看，公司在对全国覆盖范围内的县域市场进行重点开发的基础上，已经往上延伸至地级市和省会核心城市。

■ 经销商多集中在华北，数量基本稳定

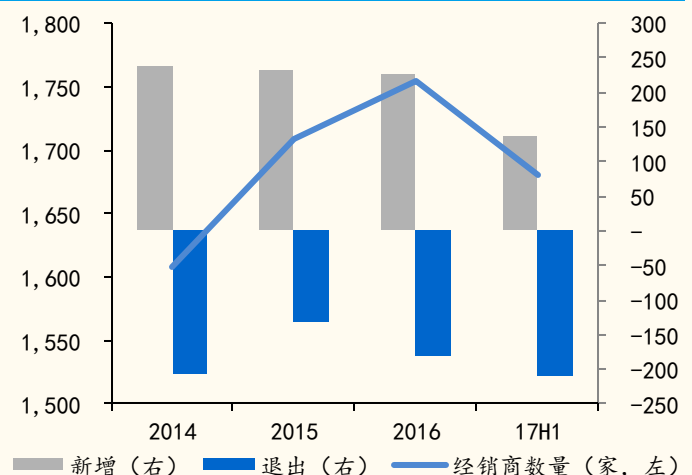
截至 2017 年 H1，养元约 35% 的经销商集中在华北地区，其中大本营河北地区占比约为 11%，而山东、河南、四川占比分别为 9%、9%、7%，这些省份的经销商数量都超 100 家。从 2014 年至 17H1 期间，经销商数量基本稳定，退出数量约占上年经销商总数的 11%，而新增户数约为上年经销商总数的 13%；从地区分布看，新增经销商多位于新市场，而原有市场的退出和新增变动较为一致。

图表 12：17H1 经销商多集中在华北（家）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 13：经销商数量基本稳定



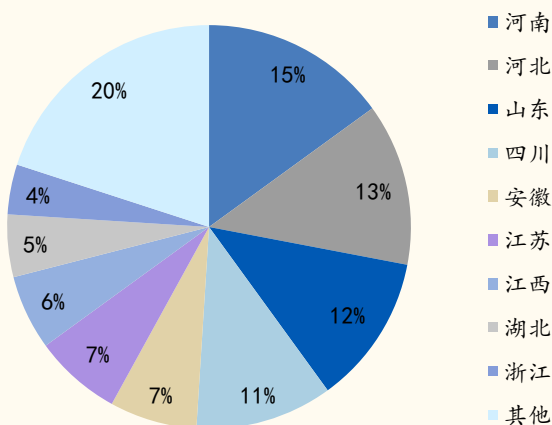
来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 扁平化+独家经销模式，收入高度分散

养元采取“分区域定渠道独家经销模式”：首先将销售市场严格划分为不同的经销区域，并以此为基础区分不同的经销渠道（流通渠道为主）；其次，在一个经销区域/渠道内只确定独家经销商；最后，公司将产品通过卖断方式直接销售给

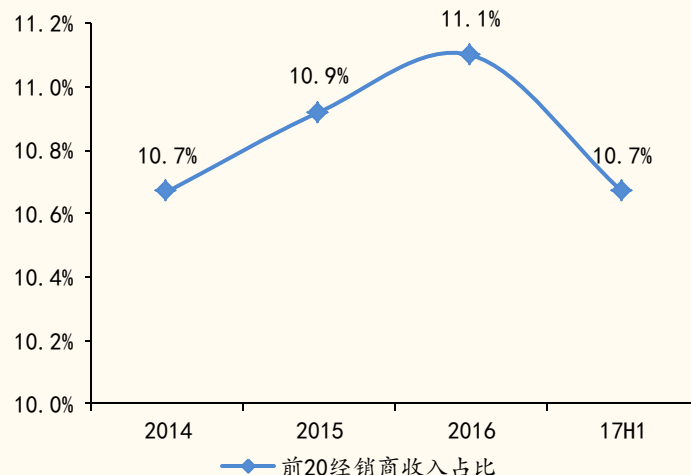
经销商，并要求经销商直接对零售终端商销售。公司通过这种“独家经销+扁平渠道”的模式，一方面能较好维护产品与市场秩序，另一方面减少渠道中间环节，确保经销商的利益最大化。公司这种经销模式架构，使得一个典型的销售区域就是一个县级市场，这样公司的经销商为数众多，收入高度分散。单个经销商销售占比很小。截至 2017 年上半年，前 20 位经销商销售占比约为 10.7%。

图表 14：17H1 地区销售收入占比 (%)



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 15：前 20 名经销商收入占比约 10%

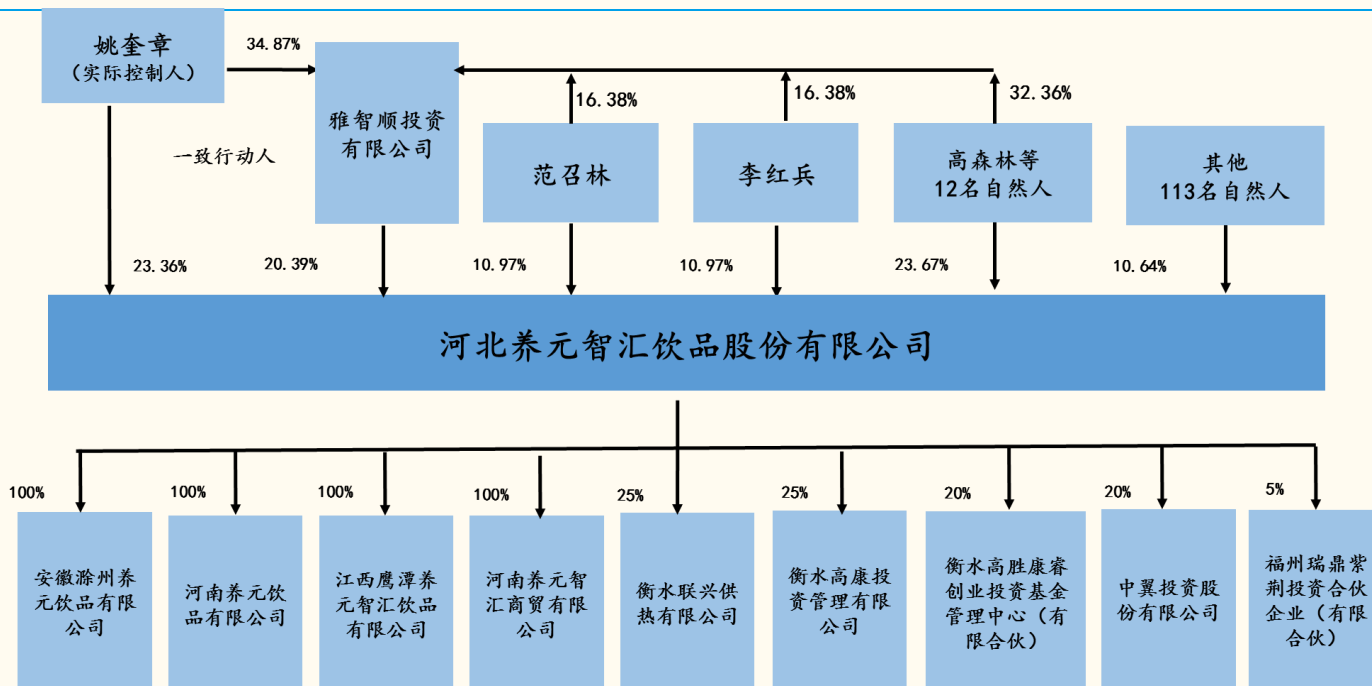


来源：招股说明书，国金证券研究所

1.3 灵活进击的管理团队，精准极致的营销

养元的前身叫河北元源保健品饮料，成立于 1997 年，是一家国企，当时的控股股东是衡水电力，但由于经营不善，1999 年 1 月元源转让至衡水老白干集团，但也未能扭转颓势。2004 年 9 月衡水老白干国改，集团决定将其列入市直系统改制试点企业，将持有的其全部国有产权转给其管理层和职工，58 名员工以自有财产共同出资 309 万元私有化养元。

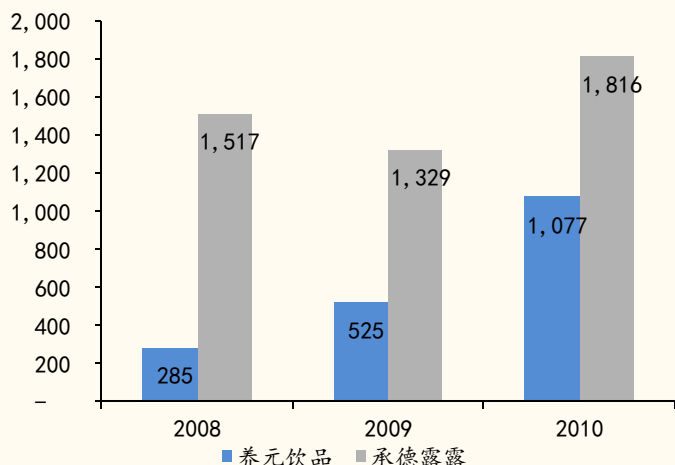
图表 16：公司股权结构（上市前）



来源：招股说明书，国金证券研究所

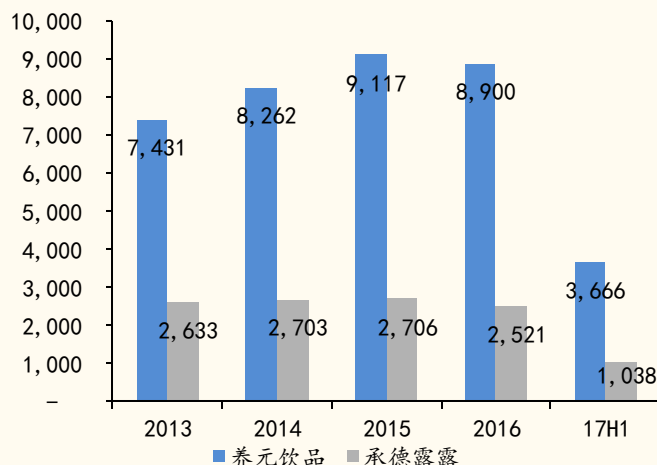
植物蛋白饮料素有西有唯怡、东有银鹭、南有椰树、北有露露的说法，但养元从 2010 年斥资 6,000 万，请节目主持人陈鲁豫代言并在央视黄金时段投放了广告，将“经常用脑，多喝六个核桃”的广告语对准了学生和脑力劳动者，效果显著。其后三年，养元全面超过露露，我们认为主要和精准营销分不开。

图表 17：养元 2010 年收入翻倍（百万元）



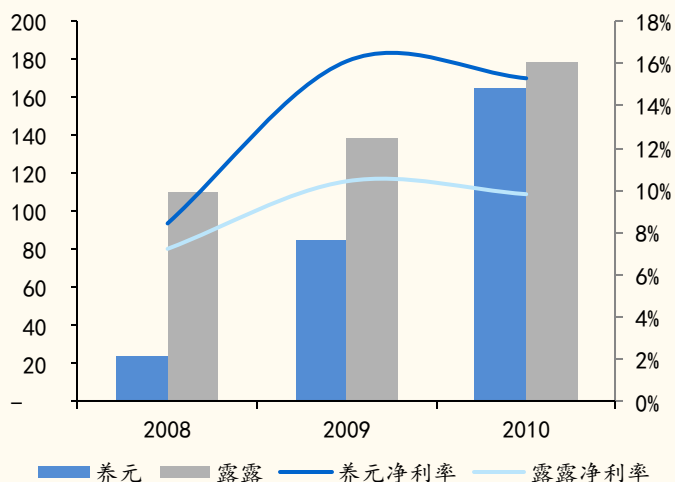
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 18：养元 3 年收入全面超过露露（百万元）



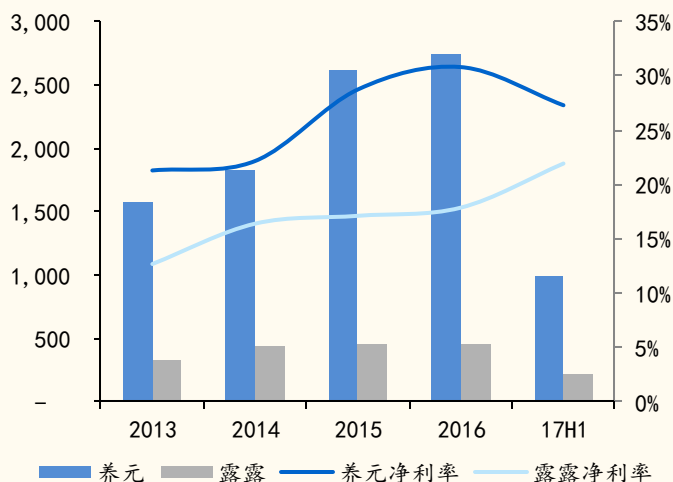
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 19：2008-2010 年利润及净利率（百万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 20：2013-17H1 利润及净利率（百万元）

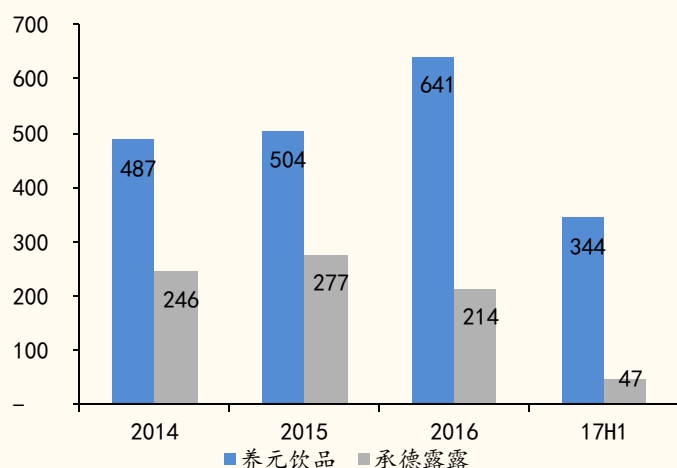


来源：Wind, 国金证券研究所

■ 精准、单一、极致的广告营销

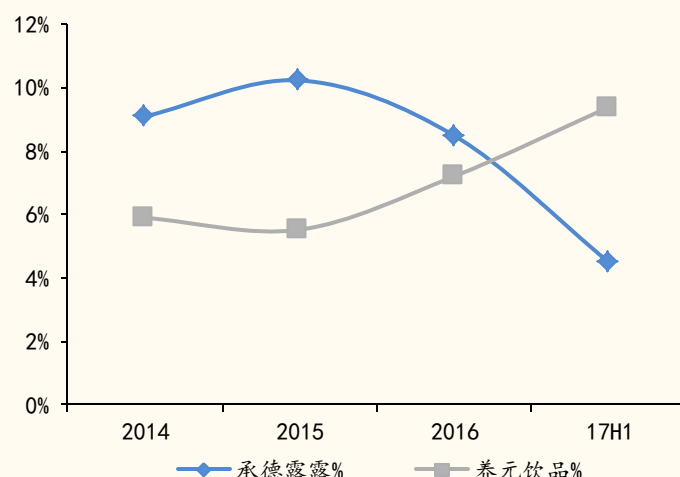
2010 年开始，养元将“经常用脑，多喝六个核桃”的广告语对准了学生和脑力劳动者，定位精准。公司大部分广告投放于和智力、大脑有关的节目，例如央视的《挑战不可能》以及江苏卫视的《最强大脑》，不断把脑和核桃乳联系起来，持续给消费者加强印象。而承德露露则稍显保守，他选择冠名 CCTV-2 的《回家吃饭》以及电视剧《芈月传》，营销手段较为温和。2016 年及 17H1 养元广告费用分别约为 4 亿元/2.5 亿元，收入占比分别为 4.48%/6.75%，而露露 2016/17H1 总体广告宣传费用（包括广告费用、促销费用及市场推广费用）分别为 2.14 亿元/4,673 万元，绝对值同比略有下滑，相比养元，营销费用投入力度不明显。

图表 21：养元、露露广告宣传费用（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所，广告宣传费用包括广告费、促销及市场推广费

图表 22：养元、露露广告费用率



来源：Wind，国金证券研究所

■ 给予经销商大力支持

价格体系方面，养元统一制定出厂价，对于经销商出货价，公司制定指导性价格范围；对于终端零售价，公司制定指导价格，要求经销商传达至零售终端并督导执行。相较露露，养元给予经销商账面上的渠道利益平均每罐高出 0.5 元/听左右，更多对于经销商支持在于对于经销商的奖励折扣上。

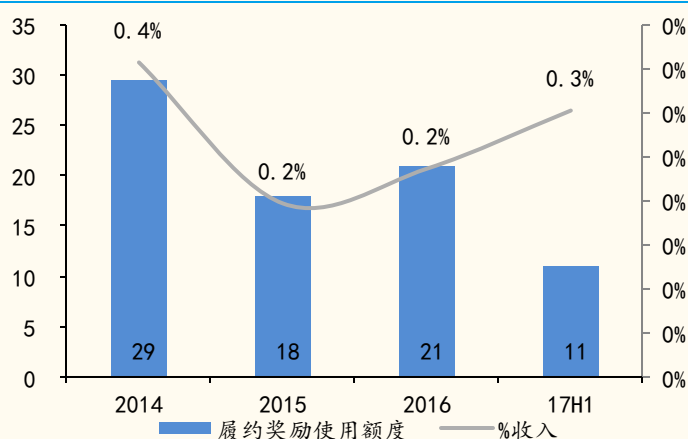
图表 23：承德露露、养元渠道利差

	平均出厂价（元/听）	终端均价（元/听）	渠道价差（元/听）
承德露露	1.94	3.48	1.54
养元饮品	2.10	4.17	2.07

来源：公司公告，国金证券研究所。价格以 2017 年中报为参考，出厂价为报表口径的各品种平均出厂价。

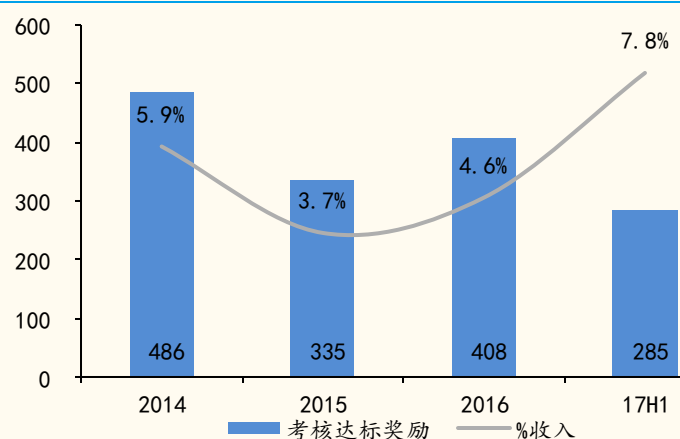
对经销商的履约奖励：主要是考察经销商履行合同的情况，包括不窜货、销售任务的完成以及价格体系的执行等。公司按月核定奖励，经销商后期再进货可以以正常售价扣除折扣后进货，报表直接抵扣至收入端。2016 年/17H1 公司共奖励履约经销商 2,104 万元/1,108 万元，人均奖励超 1 万元。

图表 24：养元履约奖励金额（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 25：考核达标奖励金额（百万元）

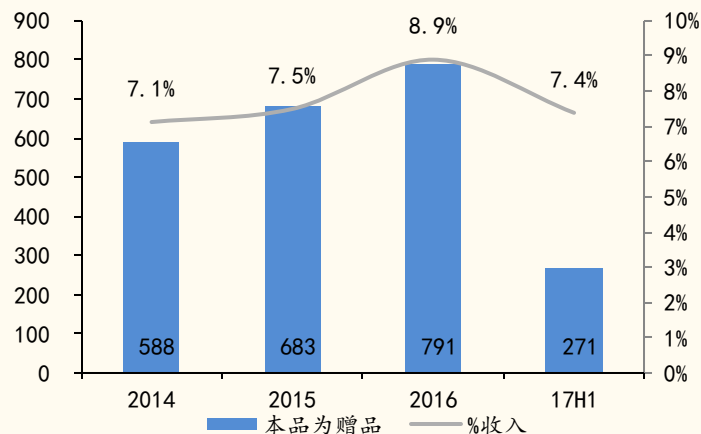


来源：国金证券研究所

考核达标奖励：养元会根据经销商经营的市场特点，制定具体市场政策，并由经销商自行担费用，随后对于市场政策执行情况执行考核，对考核达标的经销商给予商业折扣额度奖励，报表亦直接折扣进收入。2016/17H1 公司共奖励考核达标的经销商 4.08 亿元/2.85 亿元，收入占比分别达 4.6%/7.8%。

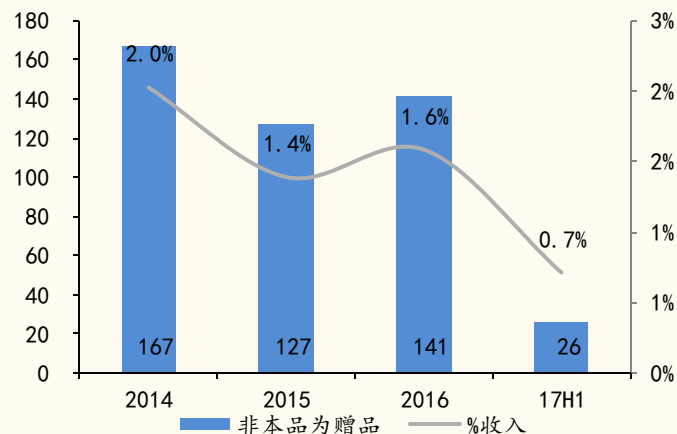
以上两项为对经销商最主要奖励方式，并不计入销售费用，若计入销售费用，则 2016/17H1 费用率分别达 16.88%/23.5%，基本属于食品饮料快消品公司的正常水平。除了以上促销方式，养元还通过搭本品、外购促销品或报销费用方式支持经销商执行市场政策。

图表 26：搭本品促销占比（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：搭非本品促销占比（百万元）



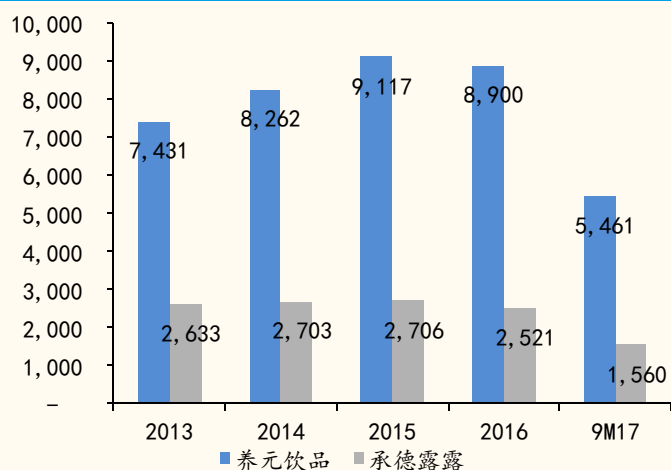
来源：招股说明书，国金证券研究所

1.4 养元饮品 VS 承德露露

■ 收入端：养元领先于露露，出厂均价差距缩小

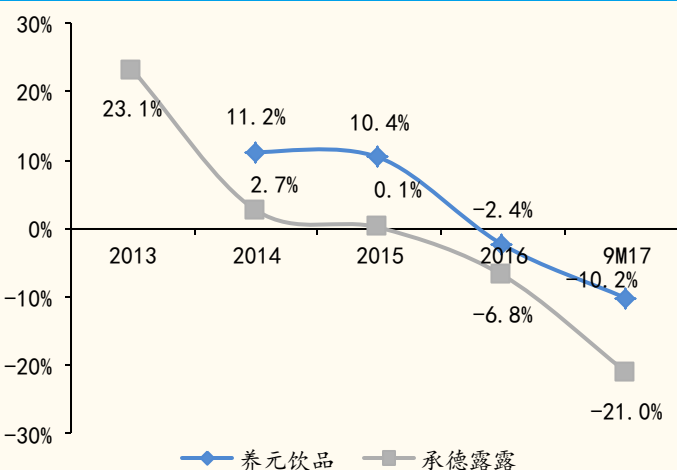
截至 2017 年前三季度，养元/露露分别录得收入 54.6 亿元/15.6 亿元，同比增速上，养元下滑的速度小于露露，养元/露露收入分别同比-10.2%/-21.0%。出厂均价方面，养元的出厂价每年略有下降，露露的出厂价每年略有上升，但养元的每听出厂价依然高于露露。养元出厂价格略有下降的原因，估计主要是由于对经销商的补贴力度加大，直接抵扣至收入中所致。

图表 28：养元、露露收入比较（百万元）



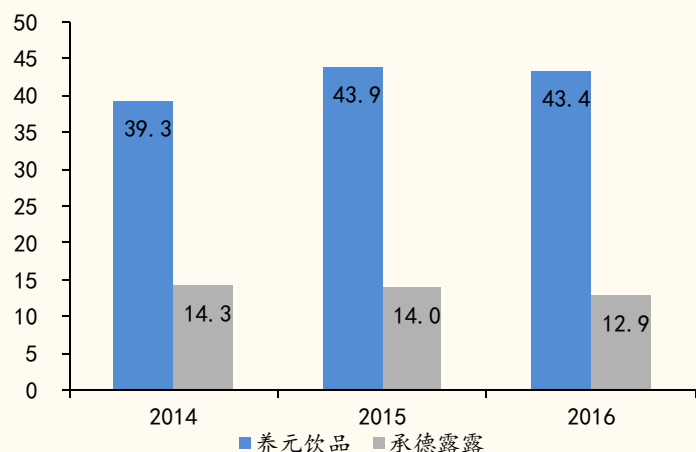
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：养元、露露收入增速 YoY



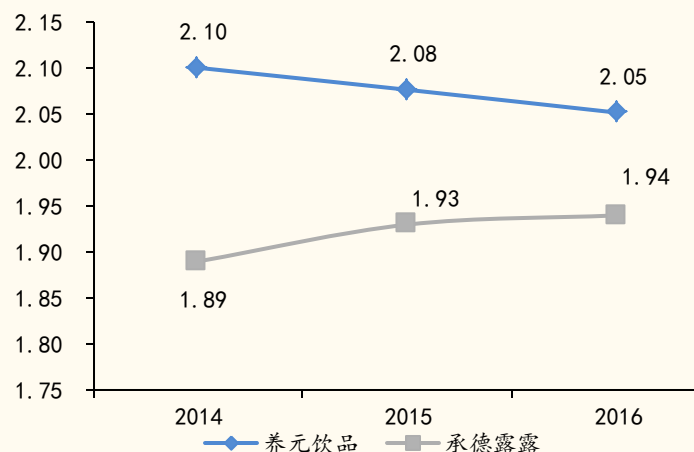
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：养元、露露销售量比较（亿听）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 31：养元、露露出厂价比较（元/听）

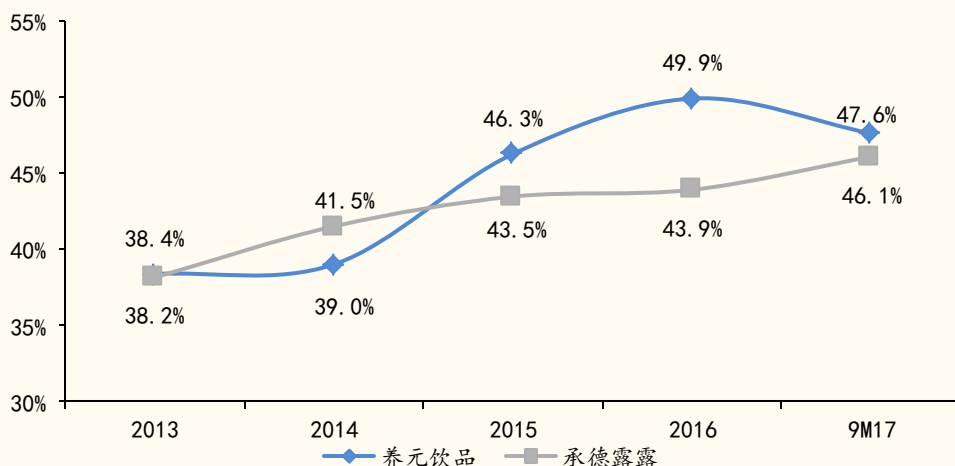


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 成本端：养元、露露毛利率差距减小

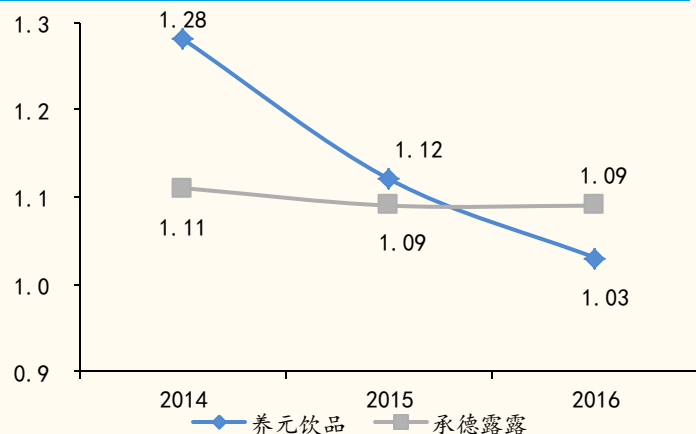
截至 2017 年前三季度，养元/露露的毛利率分别为 47.6%/46.1%，差距较前些年减小。主要是由于养元对经销商激励的增加，使得成本占比提升。另外由于养元成本中易拉罐占比较高，马口铁价格的波动影响了 17H1 的毛利水平。

图表 32：养元、露露毛利率比较

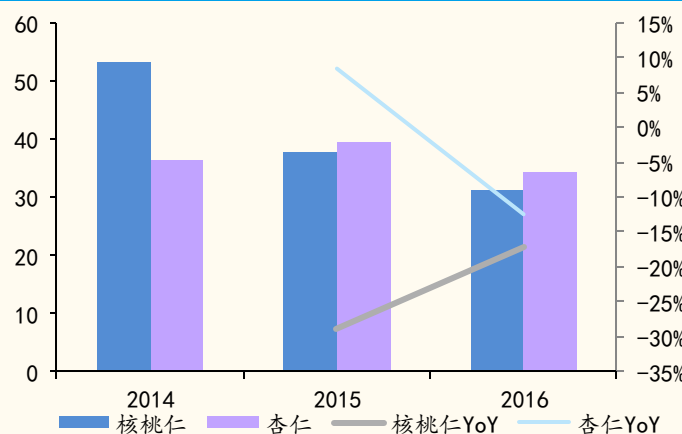


来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：养元、露露平均成本比较（元/听）



图表 34：养元、露露采购价格比较（元/kg）



来源：招股说明书，国金证券研究所

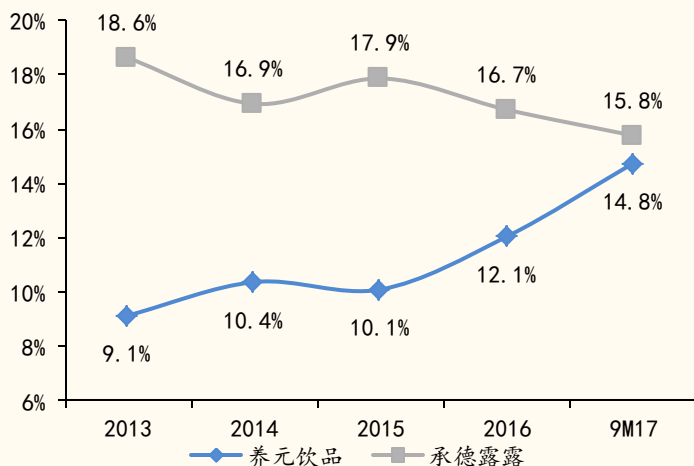
来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 费用端：销售费用率逐年接近

销售费用：近些年养元加大了广告以及商超渠道的布局，使得销售费用占比提升较快，逐步接近露露，随着未来养元继续拓展渠道，我们预计销售费用率会保持上升的趋势。

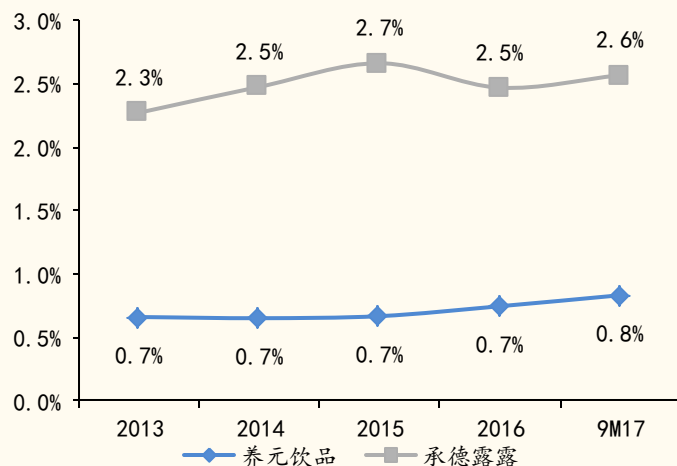
管理费用：养元的管理费用率水平远远低于露露，公司料主要原因是由于骨干管理人员持有公司股份，可获得相关股权收益，客观上降低了公司管理人员的平均薪酬。

图表 35：养元、露露销售费用率比较



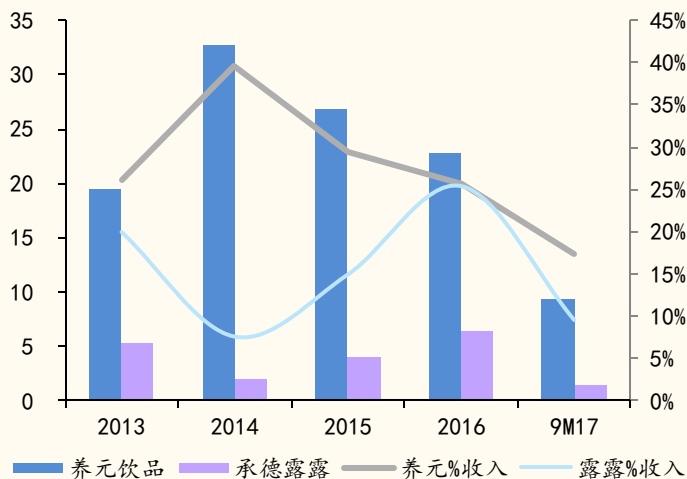
来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：养元、露露管理费用率比较



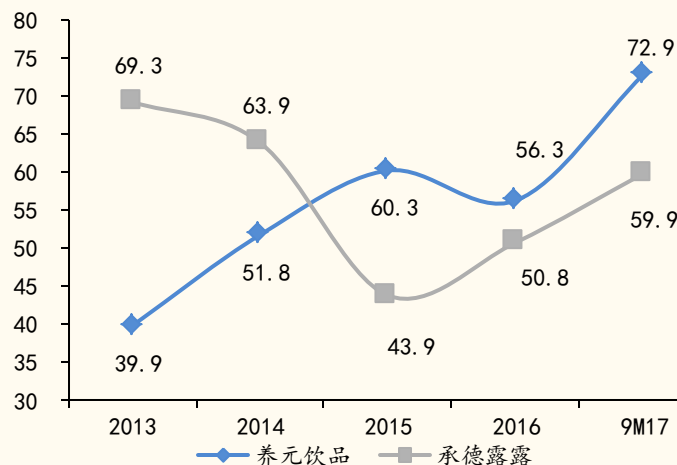
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：养元、露露预收账款比较 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：养元、露露存货周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

二、募集资金拓展营销网络，加码植物蛋白市场

养元此次公开发行 5,380.5 万股，每股发行价 78.73 元，募集资金净额约为 32.7 亿元，主要用于营销网络建设及市场开发项目以及衡水总部年产 20 万吨植物蛋白饮料项目。

图表 39：募集项目及计划进度

	总投资 (亿元)	第一年投入 (亿元)	第二年投入 (亿元)	第三年投入 (亿元)
营销网络建设及市场 开发项目	29.0	8.9	9.8	10.3
衡水总部年产 20 万吨 植物蛋白饮料	3.7	1.8	1.8	0
总计	32.7	10.7	11.7	10.3

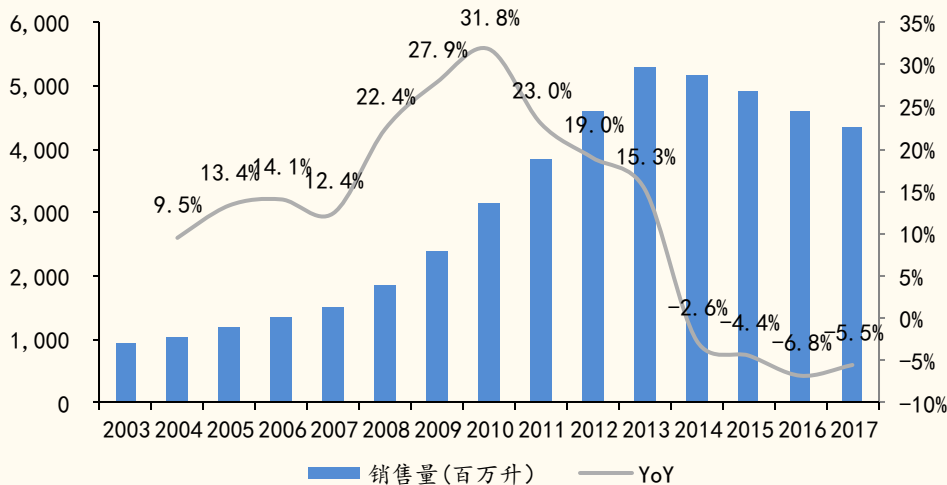
来源：招股说明书，国金证券研究所

2.1 行业竞争日趋激烈，养元加快品牌渠道建设步伐

■ 产品升级乏力，植物饮料行业整体销量下滑

由于 2008 年的三聚氰胺事件，消费者将注意力部分转向植物蛋白饮料，再加上露露、椰树以及养元等企业的推动，2008 年-2013 年是我国植物蛋白饮料的黄金发展时期，销量年复合增速达 23%。随后行业发展成基本每个子品类都有一个绝对龙头企业的状态，如核桃乳的“六个核桃”、杏仁露的“露露”以及椰汁的“椰树牌”，这几家企业基本无跨品类经营，都以大单品为主，近年来产品升级乏力，再加上其他饮料品类的兴起和牛奶消费的回暖等因素，植物饮料行业整体销售量从 2014 年开始出现下滑，根据欧睿数据统计，2017 年国内植物饮料销量约为 43.4 亿升，同比-5.5%。

图表 40：植物蛋白饮料销售量（百万升）



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 其他行业企业开始进军植物蛋白饮料市场，行业竞争加剧

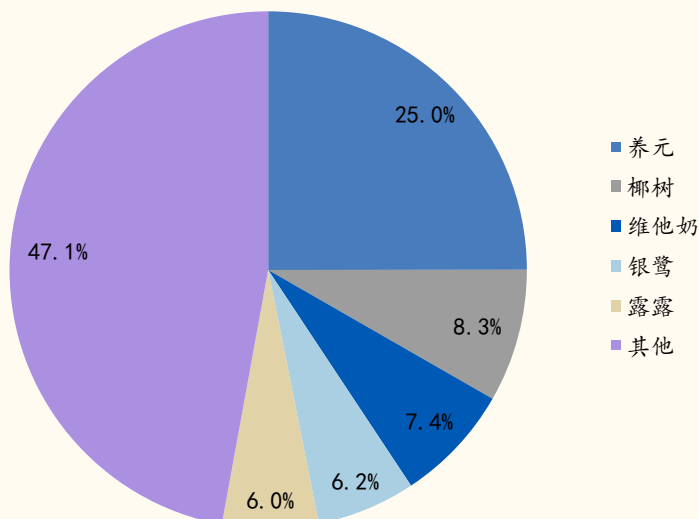
植物蛋白饮料本身具有高蛋白、含有适量不饱和脂肪酸的特性，属于饮料中更加有益于健康的品类。同时相对于牛奶，植物蛋白饮料更适合乳糖不耐受的东亚人群。目前植物蛋白饮料本身市场规模达 520 亿，但由于现有产品创新升级乏力，导致增速下滑的局面。目前其他行业企业已经开始布局植物蛋白饮料新领域，如达利和伊利，他们着眼于中国消费者较为熟悉的豆奶子品类，改良制造工艺，改善口感，叠加健康食品概念，未来几年将大举进发植物蛋白市场。这些企业本身品牌口碑高，渠道建设较为完备，他们的进入将加剧行业竞争。

■ 植物蛋白饮料龙头养元加快品牌渠道建设步伐

据估计，目前养元在植物蛋白饮料市场的市占率约为 25%，和第二名椰树相比，

领先优势明显。而和其他饮料公司相比，养元的全国化的品牌力和渠道力稍显不足。未来公司计划通过综合利用主流电视媒体、互联网、广播报纸、户外广告牌等多种媒体资源，结合品牌形象公关、主体推广等活动的实施，对公司品牌进行多维度宣传，以维护和提升公司品牌影响力。渠道拓展方面，公司将把商超渠道的拓展作为未来销售网络建议新的着力点，以实现销售渠道从“流通渠道为主”向“流通、商超渠道并重”转换。

图表 41：植物蛋白饮料市场份额（按销售额）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2 营销网络建设及市场开发：增强公司品牌认知度和影响力

养元计划投资近 29 亿元用于品牌建设、商超渠道建设、办事处建设三方面，以增加公司品牌的认知度和影响力，拓宽产品的终端陈列范围，增加消费者接触公司产品的机率，从而最终促进公司的盈利增长。其中品牌建设计划投资 18.95 亿元，占比约 65%；商超渠道建设 9.15 亿元，占比约 31%；剩余用于办事处建设。

■ 品牌建设以提高影响力：电视广告+其他媒体营销

目前养元大部分费用投放在经销商的激励方面，但是在媒体广告营销方面投入相对较少。根据招股说明书引用国家工商总局的数据显示，2015 年全国食品饮料类广告总额达 815 亿元，占全国广告经营额的 13.7%，据各行业广告支出之首。2016 年上半年，伊利广告支出达 40.7 亿元，占营业收入的 13.85%，蒙牛乳业广告支出达 28.26 亿元，占营业收入的 10.37%，而养元 2016 年全年广告宣传费用总计约为 6.4 亿元，占营业收入的 7.2%。养元计划综合利用主流电视媒体、互联网、广播报纸、户外广告牌等多种媒体资源，结合品牌形象公关、主体推广等活动的实施，对公司品牌进行多维度宣传，以维护和提升公司品牌影响力。

电视广告方面，公司拟定了“强弱相间”的电视广告策略，以最大限度的承接央视广告，发挥强势地方卫视的品牌传播效应。即在央视、江苏、湖南、浙江、上海等强势地方卫视台继续加大并维持较高广告强度，辅以地方频道差异化广告宣传，以完成电视广告媒体对公司品牌宣传的广泛覆盖。在其他媒体营销方面，公司将通过广播报纸、户外广告、互联网等多种媒体资源，结合形象公关、主体推广、公众形象建设等活动的实施，对公司产品和品牌进行立体式宣传。

图表 42：媒体计划投放进度表（亿元）

	第一年	第二年	第三年	合计
电视广告	5.2	5.4	5.4	16.0
其他媒体营销	0.7	1.1	1.2	3.0
合计	5.9	6.4	6.6	19.0

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 以流通渠道为主，拓展商超渠道

通过与经销商通力合作，养元目前主要以流通渠道为主，现已将商超渠道的拓展作为未来销售网络新的着力点。在河北、山东、河南、江苏、浙江、安徽、北京和天津 7 个成熟市场，养元已经进驻 1.1 万多家商超，其中已实现 6,000 多家商超的卡板陈列，占据了核桃饮品行业的最大市场份额。而在其他市场商超渠道铺货相对薄弱。随着公司产品结构的完善，品类增加，需在原有产品陈列接触上继续增加陈列面积，扩大陈列品类。公司计划两年内在公司已布局的销量前 30% 的商超，进行双卡板陈列，以适应商超渠道的激烈竞争。

图表 43：卖场终端陈列



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：商超双卡板陈列



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：商超渠道建设进度表（万元）

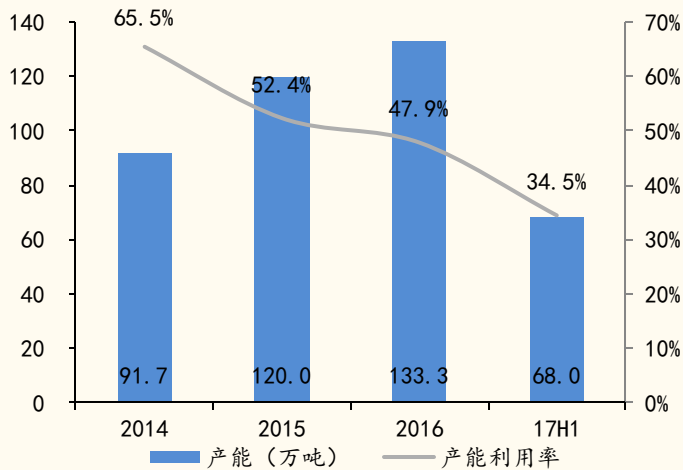
	终端卖场陈列商超		双板陈列商超		单板陈列商超		合计	
	家数	支出	家数	支出	家数	支出	家数	支出
第一年	300	3,600	4,741	15,934	4,657	7,620	9,698	27,154
第二年	400	4,800	5,222	17,599	5,682	9,328	11,304	31,727
第三年	500	6,000	5,222	17,599	5,582	9,088	11,304	32,687

来源：招股说明书，国金证券研究所

2.3 建设年产 20 万吨植物蛋白饮料项目，以替换老生产线

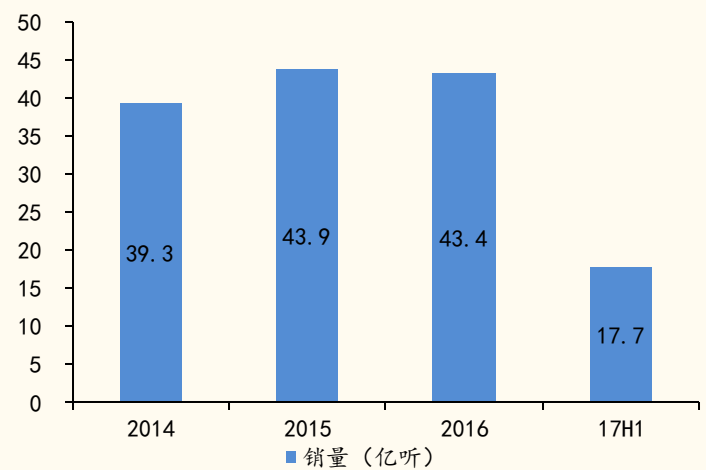
公司拟投资 3.66 亿元，拟建设年产 20 万吨植物蛋白饮料项目，以替换老旧的 4 条易拉罐灌装生产线。目前公司共有生产线 28 条，合计产能约 136 万吨/年。新生产线年产能为 20 万吨，公司预计若新建产能实现完全消化，可为公司每年增加销售收入约 13.68 亿元，每年增加净利润约 2.86 亿元。

图表 46：养元产能及利用率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 47：养元销量 (亿听)

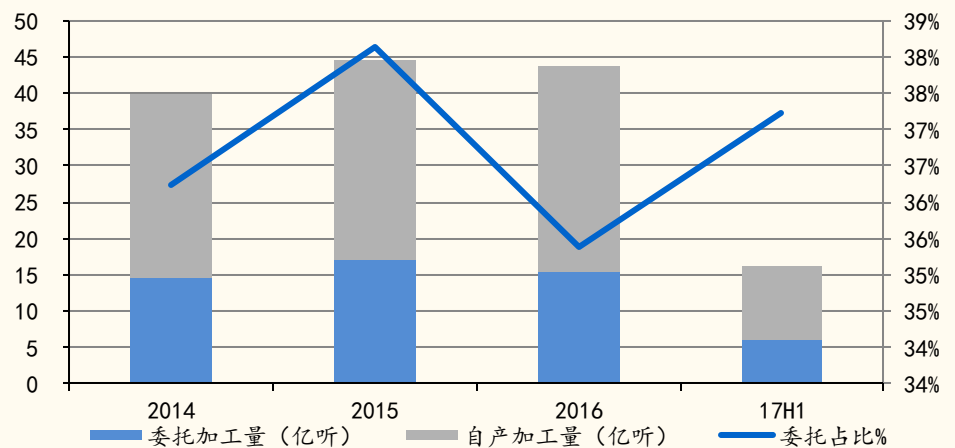


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 产能利用季节性不均匀

由于植物蛋白饮料产品的销售具有较为明显的季节性特征，公司销售淡季产能利用率较低，拉低了年产能利用率。在传统节日如中秋节、春节期间，公司产品进入旺季，会有集中生产，并有部分委托加工情况。

图表 48：自产、委托加工情况 (亿听)



来源：招股说明书，国金证券研究所

三、盈利预测

公司预计 17Q4 收入同比下滑 16.36%-21.79%，扣非后净利下滑 25.1%-30.1%。主要由于 2018 年春节较晚（2 月 16 日），比 2017 年春节（2017 年 1 月 28 日）晚 19 天，因此 2017Q4 相比 2016Q4 少旺季天数 19 天。2017 年全年收入为 76.6 亿元-78.2 亿元，同比下滑 12.15%-13.87%，归母净利 22.14 亿元-22.6 亿元，同比下滑 17.5%-19.1%，扣非后净利同比-23.1%-24.7%。

3.1 收入预测

由于公司募投建设的 20 万吨产能只是替换原有老旧生产线，所以公司未来收入的提升取决于广告投放的效率以及商超的渠道拓展的效果。从养元目前披露的数据看，17 年的出厂价略有上浮，预计收入的减少主要是销量的下滑所致，我们预计在广告的助推下，2018-19 年销量能够企稳回升。我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 77.8 亿元/84.4 亿元/94.2 亿元，同比 -12.5%/+8.0%/+12.1%。

图表 49：养元收入预测

销售收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售量（万听）	393,352	439,033	433,770	377,308	395,640	426,728
核桃乳	367,038	414,855	418,208	366,350	384,668	415,441
核桃杏仁露	6,873	5,519	4,326	3,028	3,028	3,089
核桃花生露	16,064	11,432	7,736	5,415	5,415	5,578
果仁露	2,888	6,015	3,178	2,225	2,225	2,291
其他产品	489	1,212	322	290	304	329
销量 YoY		11.6%	-1.2%	-13.0%	4.9%	7.9%
核桃乳		13.0%	0.8%	-12%	5%	8%
核桃杏仁露		-19.7%	-21.6%	-30%	0%	2%
核桃花生露		-28.8%	-32.3%	-30%	0%	3%
果仁露		108.3%	-47.2%	-30%	0%	3%
其他产品		147.9%	-73.4%	-10%	5%	8%
单价（元/听）	2.10	2.08	2.05	2.06	2.12	2.21
核桃乳	2.14	2.10	2.06	2.07	2.14	2.22
核桃杏仁露	1.56	1.69	1.62	1.59	1.59	1.60
核桃花生露	1.62	1.79	1.77	1.73	1.73	1.75
果仁露	1.57	1.67	1.66	1.56	1.56	1.58
其他产品	1.78	1.69	1.43	1.50	1.50	1.51
单价 YoY		-1.1%	-1.2%	0.5%	3.0%	4.0%
核桃乳		-1.9%	-1.5%	0.5%	3%	4%
核桃杏仁露		8.2%	-3.8%	-2.0%	0%	1%
核桃花生露		10.5%	-1.3%	-2.0%	0%	1%
果仁露		6.4%	-0.5%	-6.0%	0%	1%
其他产品		-5.0%	-15.6%	5.0%	0%	1%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 成本预测

公司产品成本组成中 50%取决于马口铁的价格走势，公司 2017 年前三季度营业成本下降幅度小于营业收入降幅的主要原因是随着钢铁价格的上涨，主要原料来易拉罐价格同比有所上升。三季度随着原料价格的稳定，毛利水平较 17H1 已有好转。我们预计 2017-2019 年毛利率分别为 47.8%/48.9%/50.9%。

图表 50：成本测算（百万元）

成本测算	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业成本	5,036	4,896	4,456	4,061	4,291	4,632
原材料	4,745	4,541	4,082	3,707	3,890	4,171
易拉罐	2,267	2,399	2,316	2,136	2,217	2,367
核桃乳	1,787	1,452	1,098	932	977	1,054
白砂糖	275	244	174	168	177	191
其他	416	445	493	472	519	560
人工费用	40	55	76	83	104	126
制造费用	111	120	126	108	118	137
委托加工费用	140	180	172	163	179	197
单位成本（元/听）						
委托加工数量占比	36.24%	38.14%	35.37%	37%	37%	36%
原材料	1.21	1.03	0.94			
易拉罐	0.58	0.55	0.53	0.57	0.56	0.55
核桃乳	0.45	0.33	0.25	0.25	0.25	0.25
白砂糖	0.07	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
其他	0.11	0.10	0.11	0.12	0.13	0.13
人工费用	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
制造费用	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
委托加工费用	0.10	0.11	0.11	0.12	0.12	0.13
YoY						
原材料		-14.3%	-9.0%			
易拉罐		-5.2%	-2.3%	6%	-1%	-1%
核桃乳		-27.2%	-23.4%	-3%	0%	0%
白砂糖		-20.6%	-27.6%	11%	0%	0%
其他		-4.2%	12.0%	10%	5%	0%
人工费用		25.0%	35.2%	28%	20%	10%
制造费用		0.5%	1.1%	2%	4%	6%
委托加工费用		9.5%	4.1%	4%	5%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 销售费用预测

募投计划中，养元计划未来三年投资近 29 亿元用于营销网络建设及市场开发，其中品牌建设计划投资 18.95 亿元，占比约 65%；商超渠道建设 9.15 亿元，占比约 31%；剩余用于办事处建设。我们预计公司未来销售费用率会有较大幅度提升。

图表 51：销售费用预测（百万元）

销售费用	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
合计	857	921	1,073	1,090	1,429	1,904
广告费	229	281	399	483	656	942
市场推广费	91	96	102	101	185	283
促销品费用	167	127	141	62	84	104
运输费用	159	189	173	156	176	207
包装物	143	155	171	163	176	198
员工薪酬	37	40	57	78	101	113
交通差旅费	19	24	24	39	42	47
日常办公费	12	10	7	8	8	9
					278	
销售费用率	10.4%	10.1%	12.1%	14.0%	17.0%	20.2%
广告费	2.8%	3.1%	4.5%	6.2%	7.8%	10.0%
市场推广费	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	2.2%	3.0%
促销品费用	2.0%	1.4%	1.6%	0.8%	1.0%	1.1%
运输费用	1.9%	2.1%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
包装物	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
员工薪酬	0.4%	0.4%	0.6%	1.0%	1.2%	1.2%
交通差旅费	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
日常办公费	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 77.8 亿元/84.4 亿元/94.2 亿元，同比-12.5%/+8.0%/+12.1%，净利润分别为 22.4 亿元/22.6 亿元/23.9 亿元，同比-18.2%/+0.98%/5.68%，考虑到发行后总股本 5.38 亿股，2017-2019 年 EPS 分别为 4.531 元（未回溯）/4.210 元/4.449 元，给予可比公司 2018 年平均 25X 的估值，目标价 105.2 元。

四、风险提示

- **单一产品占比较高：**公司大单品核桃乳收入占比超 95%，无法及时转移分散产品老化的风险
- **竞争加剧：**其他公司都开始布局植物蛋白市场，如伊利的植选豆乳饮料，市场竞争的加剧会影响广告投放的效果。
- **渠道费用投入不达预期：**公司前期的成功发展主要在于对经销商的补贴和支持，目前大力拓展商超渠道，费用投放效率存在不达预期可能。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	8,262	9,117	8,900	7,784	8,404	9,424
增长率		10.4%	-2.4%	-12.5%	8.0%	12.1%
主营业务成本	-5,036	-4,896	-4,456	-4,061	-4,291	-4,632
%销售收入	61.0%	53.7%	50.1%	52.2%	51.1%	49.1%
毛利	3,225	4,221	4,444	3,723	4,113	4,792
%销售收入	39.0%	46.3%	49.9%	47.8%	48.9%	50.9%
营业税金及附加	-62	-84	-96	-84	-91	-102
%销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-857	-921	-1,073	-1,090	-1,429	-1,904
%销售收入	10.4%	10.1%	12.1%	14.0%	17.0%	20.2%
管理费用	-54	-61	-66	-62	-84	-113
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	2,252	3,155	3,208	2,487	2,509	2,674
%销售收入	27.3%	34.6%	36.0%	32.0%	29.9%	28.4%
财务费用	9	3	1	4	11	18
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-5	-15	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	132	187	250	280	280	280
%税前利润	5.4%	5.3%	6.8%	9.4%	9.3%	8.8%
营业利润	2,388	3,329	3,448	2,771	2,800	2,971
营业利润率	28.9%	36.5%	38.7%	35.6%	33.3%	31.5%
营业外收支	54	168	208	220	220	220
税前利润	2,442	3,497	3,656	2,991	3,020	3,191
利润率	29.6%	38.4%	41.1%	38.4%	35.9%	33.9%
所得税	-611	-877	-915	-748	-755	-798
所得税率	25.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,831	2,620	2,741	2,243	2,265	2,394
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,831	2,620	2,741	2,243	2,265	2,394
净利率	22.2%	28.7%	30.8%	28.8%	27.0%	25.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,831	2,620	2,741	2,243	2,265	2,394
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	41	64	72	70	80	97
非经营收益	-132	-192	-248	-510	-500	-500
营运资金变动	796	36	-161	-1,130	-2,292	-739
经营活动现金净流	2,535	2,528	2,403	673	-447	1,252
资本开支	-270	-190	-105	160	30	30
投资	-1,911	547	-2,261	-1	0	0
其他	20	-89	354	280	280	280
投资活动现金净流	-2,161	268	-2,012	439	310	310
股权募资	0	0	0	0	3,255	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-495	-619	-2,248	220	0	0
筹资活动现金净流	-495	-619	-2,248	220	3,255	1
现金净流量	-121	2,177	-1,857	1,332	3,119	1,563

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	339	2,507	650	1,981	5,100	6,663
应收账款	16	7	24	183	198	222
存货	943	696	698	723	823	952
其他流动资产	5,505	4,689	6,781	7,349	9,773	10,835
流动资产	6,802	7,899	8,153	10,237	15,894	18,671
%总资产	90.5%	84.2%	83.5%	86.5%	90.3%	91.2%
长期投资	2	357	708	708	708	708
固定资产	550	666	717	700	802	887
%总资产	7.3%	7.1%	7.3%	5.9%	4.6%	4.3%
无形资产	111	111	136	144	152	160
非流动资产	712	1,479	1,608	1,599	1,709	1,802
%总资产	9.5%	15.8%	16.5%	13.5%	9.7%	8.8%
资产总计	7,514	9,378	9,761	11,835	17,603	20,473
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,706	3,382	3,171	2,847	3,058	3,397
其他流动负债	129	290	515	461	497	633
流动负债	3,835	3,673	3,686	3,308	3,555	4,030
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	42	67	101	91	91	91
负债	3,877	3,739	3,787	3,398	3,645	4,122
普通股股东权益	3,637	5,639	5,974	8,437	13,957	16,351
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,514	9,378	9,761	11,835	17,603	20,473

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	3.698	5.293	5.537	4.531	4.210	4.449
每股净资产	7.348	11.391	12.068	17.044	25.940	30.389
每股经营现金净流	5.121	5.107	4.855	1.359	-0.830	2.326
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	50.32%	46.46%	45.88%	26.59%	16.23%	14.64%
总资产收益率	24.36%	27.94%	28.08%	18.95%	12.87%	11.69%
投入资本收益率	46.40%	41.91%	40.20%	22.11%	13.48%	12.26%
增长率						
主营业务收入增长率	11.17%	10.35%	-2.38%	-12.54%	7.96%	12.14%
EBIT增长率	9.07%	40.09%	1.70%	-22.48%	0.90%	6.55%
净利润增长率	15.70%	43.13%	4.61%	-18.16%	0.98%	5.68%
总资产增长率	43.94%	24.80%	4.08%	21.25%	48.73%	16.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.3	0.6	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	52.5	61.1	57.1	65.0	70.0	75.0
应付账款周转天数	15.0	15.6	26.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	23.5	21.3	29.1	32.4	34.4	34.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.32%	-44.45%	-10.87%	-23.48%	-36.54%	-40.74%
EBIT利息保障倍数	-254.3	-1,231.4	-2,197.6	-630.3	-236.2	-151.8
资产负债率	51.59%	39.87%	38.80%	28.71%	20.71%	20.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH