



“六个核桃”全方位升级，打开核桃乳新局面

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、植物蛋白饮料行业受益于消费升级，发展空间较大，预计未来三年市场容量年均复合增速 5.5% 左右，呈现稳定增长。2、公司于 2017 年下半年开始针对产品、渠道、营销全方位升级：(1) 积极布局新产品，寻找全新增长点；(2) 发力商超和电商，向一二线城市延伸，打开成长空间；(3) 品牌宣传强调年轻化和口碑营销，引导“即饮”消费，挖掘增量市场。随着公司投入力度不断加大，未来收入规模和盈利能力有望再上新台阶，预计将于 2020 年突破 100 亿元收入。
- 行业：竞品爆发影响短期增长，长期空间依旧可观。** 植物蛋白饮料作为软饮料细分品类之一自 2005 年起进入爆发式增长阶段，目前市场规模约为 630 亿元，最近几年受山寨品、常温酸奶、高端白奶等产品影响，收入增速放缓至 3% 左右，龙头企业呈现阶段性收入规模收缩。从竞争格局的角度来看，各细分品类龙头企业市占率较高，如花生露、核桃乳、杏仁露、液奶等均在 80% 以上，但植物蛋白行业总体集中度较低。长期来看，植物蛋白作为健康饮品仍旧具备一定的成长空间，主要原因在于：1、目前我国植物蛋白消费量仅为 4.8kg/年左右，与香港、美国等发达地区差距较大，未来在消费升级的带动下，植物蛋白人均消费量有望逐步提升；2、伊利、蒙牛、达利、盼盼等食品饮料巨头积极布局植物蛋白行业，企业端合力推动促进植物蛋白有望恢复较快增长。预计到 2020 年植物蛋白饮料市场容量将接近 750 亿元，年均复合增速为 5.5%。
- 公司：聚焦核桃乳，产品+渠道+营销升级开启新征程。** 养元饮品是核桃乳绝对龙头，市占率约为 88%。近几年受礼品市场竞争加剧及自身产品升级不力的影响，收入规模持续下滑，2017 年下半年起公司加大投入，2018 年上半年收入增速企稳。未来公司将加大产品、渠道和品牌营销方面的投入，做大做强“六个核桃”。1、**产品结构升级：**公司将于 18Q4 推出升级版新产品，提高产品档次和盈利能力；今年上半年跨品类布局枸杞饮料和发酵核桃乳，积极寻找全新增长点。2、**渠道升级：**公司主打“农村包围城市”战略，县级及以下区域收入占比接近 70%，且以流通渠道为主。未来公司将发力商超、电商实现渠道全布局，在此基础上进军一二线城市，填补空白市场，进行深度全国化。3、**营销升级：**公司自今年起将加强与消费者互动，通过品牌年轻化及自下而上口碑营销的宣传方式，让消费者切身感受到核桃乳的“健脑”功能，挖掘“即饮”市场，实现消费场景扩充。未来在产品、渠道、营销方式全面升级的带动下，“六个核桃”销售规模和盈利能力有望再上新台阶。
- 财务分析：盈利能力较强，ROE 行业领先。** 2017 年养元饮品 ROE 水平为 31.5%，领先于伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、承德露露等龙头公司，主要原因在于公司净利率较高。1、高毛利：核桃乳龙头地位稳固，较强的议价能力使得公司毛利率维持在比较高的水平；2、低费用：公司通过员工持股实现充分激励，人均创收较高，管理费用率处于较低水平。此外，未来随着养元全方位升级逐步落地，其收入规模有望持续扩大，资产周转率恢复，ROE 有望再上新台阶。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年收入和归母净利润复合增速分别为 10% 和 11%。考虑到公司是核桃乳领域龙头企业，结合行业估值中位数，给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 67.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7740.58	8350.08	9263.41	10278.12
增长率	-13.03%	7.87%	10.94%	10.95%
归属母公司净利润 (百万元)	2309.88	2522.29	2831.08	3170.92
增长率	-15.72%	9.20%	12.24%	12.00%
每股收益 EPS (元)	3.07	3.35	3.76	4.21
净资产收益率 ROE	31.48%	22.67%	24.22%	25.76%
PE	15	14	13	11
PB	4.82	3.18	3.03	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

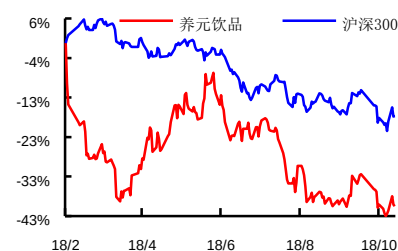
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.53
流通 A 股(亿股)	0.60
52 周内股价区间(元)	45.04-113.37
总市值(亿元)	353.96
总资产(亿元)	140.25
每股净资产(元)	14.01

相关研究

投资要件

关键假设

1、收入和毛利率：随着公司产品、渠道、品牌认知的提升，公司未来核桃乳产品有望实现量价齐升。预计 2018-2020 年公司核桃乳销量增速为 8%、10%、10%，单价增速分别为 0%、1%、1%，预计 2018-2020 年核桃乳毛利率分别为 49%、50%、51%。

2、费用投入：未来随着商超、电商占比的逐步提升，销售费用率有望维持在比较高的水平，预计 2018-2020 年公司销售费用率为 14%左右；管理费用率维持稳定。

我们区别于市场的观点

市场认为植物蛋白饮料行业受其他品类影响，规模可能会持续收缩，进而对公司成长空间带来压力。我们认为：1、植物蛋白饮料行业增速有望企稳回升，受益于行业竞争环境改善、企业端主动进行市场布局（区域市场扩张及产品结构升级），植物蛋白饮料有望恢复增长。2、从公司层面来看，养元针对产品、渠道和品牌宣传进行全方位升级，通过区域市场扩张、填补空白渠道及引导即饮消费的方式，一方面可以打开自身成长空间，另一方面作为核桃乳龙头可以带动行业增长。

从估值的角度来看，目前股价对应公司 2018 年不到 15 倍的估值，相对较低。我们认为公司一直以来净盈利较强，并且持续提升；此外 ROE 高于伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、承德露露等龙头公司。未来随着公司收入规模持续增长、产品结构不断升级，公司净利率和资产周转率有望带动 ROE 再上新台阶，养元饮品理应享有更高的估值水平。

股价上涨的催化因素

升级版精品型六个核桃、发酵核桃乳等新产品上市；一二线城市渗透率提升；估值切换。

估值和目标价格

预计公司 2018-2020 年收入为 83.5 亿元、92.6 亿元、102.8 亿元，归母净利润为 25.2 亿元、28.3 亿元、31.7 亿元，未来三年收入和归母净利润复合增速分别为 10%和 11%。考虑到公司是核桃乳领域龙头企业，结合行业估值中位数，给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 67.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

- 1、食品安全风险。如果公司在原材料采购、生产、包装、存储、流通等环节的安全控制不到位，或流通运输不当等，会导致产品质量不合格甚至引发食品安全事故。
- 2、新产品、新市场表现不及预期的风险。公司产品面向的竞品种类较多，如果推广不力，新产品上市表现或不及预期；一二线城市布局不及预期的风险。公司的优势市场多集中在三四线流通渠道，商超和电商渠道管理会给公司带来一定挑战，如果管理不当，一二线城市布局有可能低于预期。
- 3、原材料价格大幅上涨的风险。主要原材料易拉罐、核桃价格如果出现大幅上涨，会造成公司成本端压力。
- 4、人力成本变动的风险。未来如果公司员工基本工资大幅提升，会提升人力成本。

目 录

1 公司概况：“六个核桃”——核桃乳龙头	1
2 行业分析：竞品爆发影响短期增长，长期空间依旧可观	3
2.1 植物蛋白品类丰富，细分领域各领风骚	4
2.2 市场乱局叠加强势竞品，短期行业增长乏力	4
2.3 顺应消费升级，植物蛋白有望重拾增长	7
3 公司分析：聚焦核桃乳，产品+渠道+营销升级开启新征程.....	9
3.1 产品结构升级，“六个核桃”大有可为	9
3.2 多渠道、多区域立体化布局，升级销售网络	11
3.3 营销方式升级，引导“即饮”消费贡献增量	13
4 财务分析：盈利能力较强，ROE 行业领先	14
4.1 高毛利率、低费用率，盈利能力突出	15
4.2 收入规模下降拖累资产周转率，未来改善空间较大	16
4.3 资产负债率低，现金充裕，债务融资尚未触及	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 绝对估值	19
5.3 相对估值	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1：养元饮品发展历程	1
图 2：养元饮品股权结构	1
图 3：公司 2017 年主营业务结构情况	2
图 4：公司 2018H1 销售区域分布	2
图 5：公司 2013 年以来营业收入及增速（右轴）	2
图 6：公司 2013 年以来归母净利润及增速（右轴）	2
图 7：我国软饮料行业发展历程	3
图 8：我国软饮料行业规模及增速（右轴）	3
图 9：2017 年植物蛋白行业竞争格局	4
图 10：细分品类市场规模及龙头市占率（右轴）	4
图 11：植物蛋白行业收入及增速（右轴）	5
图 12：山寨植物蛋白产品	5
图 13：动物蛋白细分品类增速	6
图 14：养元、承德露露 2017 年年底以来收入增速企稳	7
图 15：植物蛋白人均消费量（单位：kg）	8
图 16：植物蛋白市场规模及增速（右轴）预测	8
图 17：核桃乳行业竞争格局	9
图 18：养元产品结构	9
图 19：养元饮品产能分布（单位：万吨）	10
图 20：2018H1 公司经销与直销比例	11
图 21：公司终端结构	11
图 22：养元区域市场分布	12
图 23：养元市场的全国分布	12
图 24：养元“星级助销工程”	12
图 25：养元广告宣传方式的演进	13
图 26：非白酒饮品 2017 年 ROE 比较（单位：%）	14
图 27：非白酒饮品 2017 年净利率比较（单位：%）	14
图 28：非白酒饮品 2017 年资产周转率比较	14
图 29：非白酒饮品 2017 年权益乘数比较	14
图 30：养元饮品 2013 年以来 ROE 及相应杜邦分析	15
图 31：竞品企业报表毛利率比较	16
图 32：竞品企业实际毛利率比较	16
图 33：竞品企业报表销售费用率比较	16
图 34：竞品企业实际销售费用率比较	16
图 35：竞品企业管理费用率比较	16
图 36：竞品企业净利率比较	16
图 37：养元饮品资产结构	17
图 38：资产周转率分类解析	17
图 39：公司自 2013 年以来资产负债率	17

图 40：公司自 2013 年以来的负债结构	17
图 41：公司自 2013 年以来的所有者权益结构	18
图 42：公司自 2013 年以来的货币+理财规模（单位：百万元）	18

表 目 录

表 1：植物蛋白主要品类及企业	4
表 2：礼品类饮料产品及价格	6
表 3：植物蛋白细分品类功能	7
表 4：食品饮料龙头企业在植物蛋白领域的布局	8
表 5：植物蛋白市场规模测算	8
表 6：养元在建工程情况	11
表 7：分业务收入及毛利率	18
表 8：绝对估值假设条件	20
表 9：FCFF 估值敏感性分析	20
表 10：可比公司财务和估值数据比较	20
附表：财务预测与估值	22

1 公司概况：“六个核桃”——核桃乳龙头

养元饮品成立于 1997 年，主要从事“六个核桃”牌核桃乳及复合植物蛋白饮料的生产及销售。公司自成立以来，经历了衡水电力实业总公司实控、老白干实控和姚奎章实控三个阶段。前两个阶段公司在国有企业体系下经营情况萎靡不振；进入姚奎章实控的第三个阶段后，企业明确了核心品牌及其定位，费用投入有的放矢，自 2005 年“六个核桃”创立以来突破 90 亿元收入规模，成为我国核桃乳第一品牌。目前公司拥有河北衡水、河南漯河、安徽滁州、四川简阳、江西鹰潭等加工生产基地，年综合产能超过 200 万吨，是国内核桃乳行业绝对龙头。

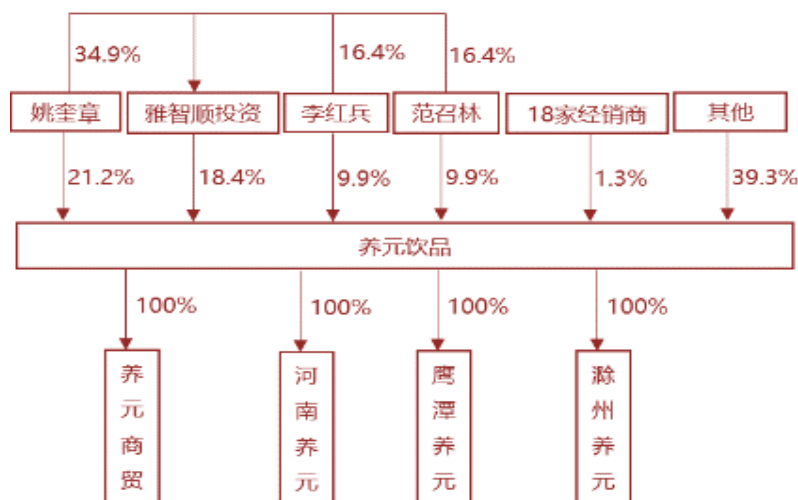
图 1：养元饮品发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：截至 2018H1 公司董监高直接持股比例为 50.2%，此外通过员工持股平台雅智顺投资间接持有公司 18.4%的股权，合计持股比例约为 68.6%，所有权和经营权高度一致，激励充分；此外公司核心经销商通过参与增发的方式持有公司 1.3%的股份，实现利益绑定，调动经销商积极性。

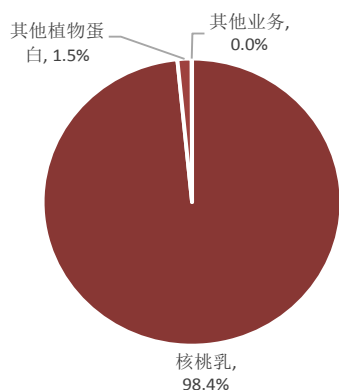
图 2：养元饮品股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

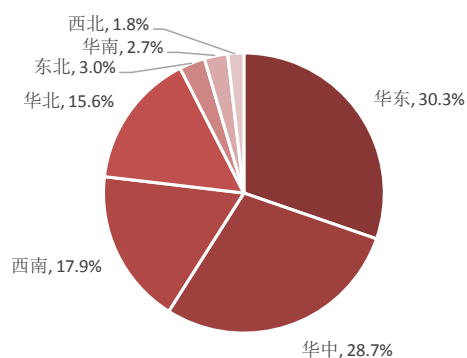
公司主营业务结构：核桃乳是公司的核心业务，2017 年收入占比超过 98%；从市场分布上来看，华东、华中、西南、华北是公司主要的销售区域，18H1 合计收入占比超过 80%。未来公司将持续完善市场布局，通过渠道精耕和区域拓展并举的方式扩大收入规模。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

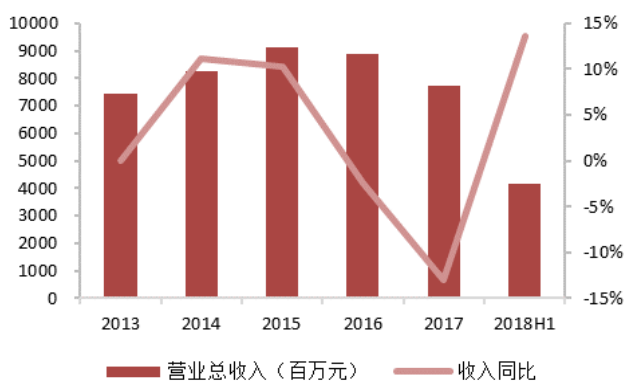
图 4：公司 2018H1 销售区域分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

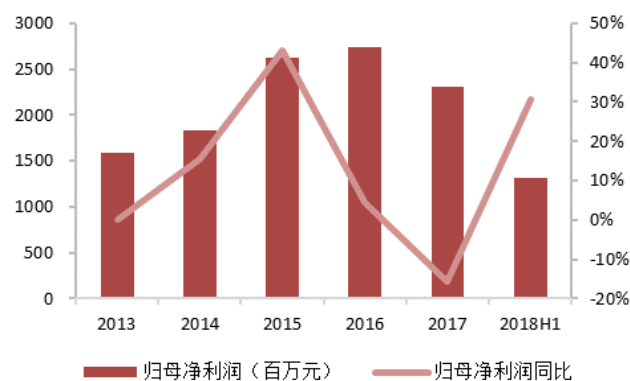
公司业绩状况：从收入端来看，近几年受常温酸奶等竞品爆发式增长的影响，植物蛋白行业增速放缓，公司作为核桃乳龙头企业，2015 年起收入增速下降甚至出现负增长，剔除春节因素，2018 年以来公司收入增长止跌企稳，且 18Q2 呈现小幅上涨；从利润端来看，受益于核桃仁价格下降，2015 年公司归母净利润增速远超收入增长，2016 年以来利润增长与收入表现几乎持平。

图 5：公司 2013 年以来营业收入及增速（右轴）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2013 年以来归母净利润及增速（右轴）

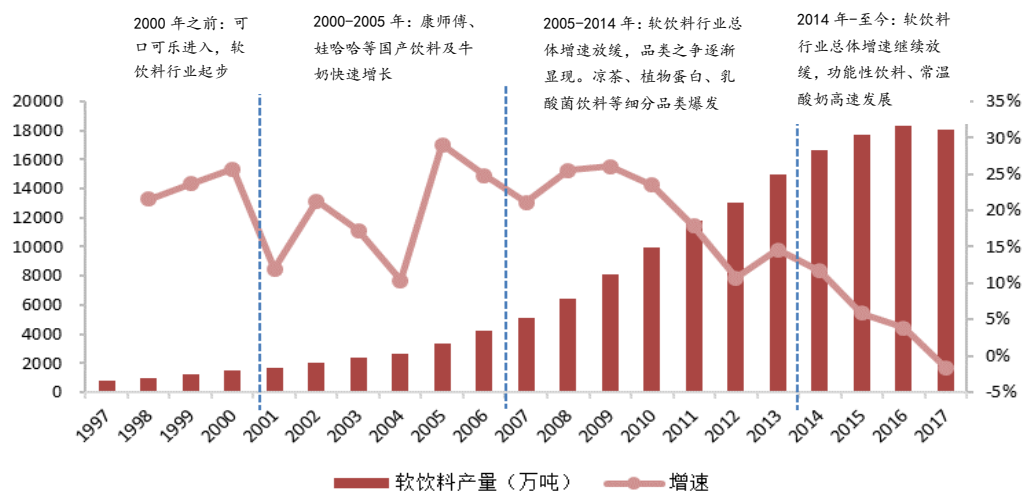


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：竞品爆发影响短期增长，长期空间依旧可观

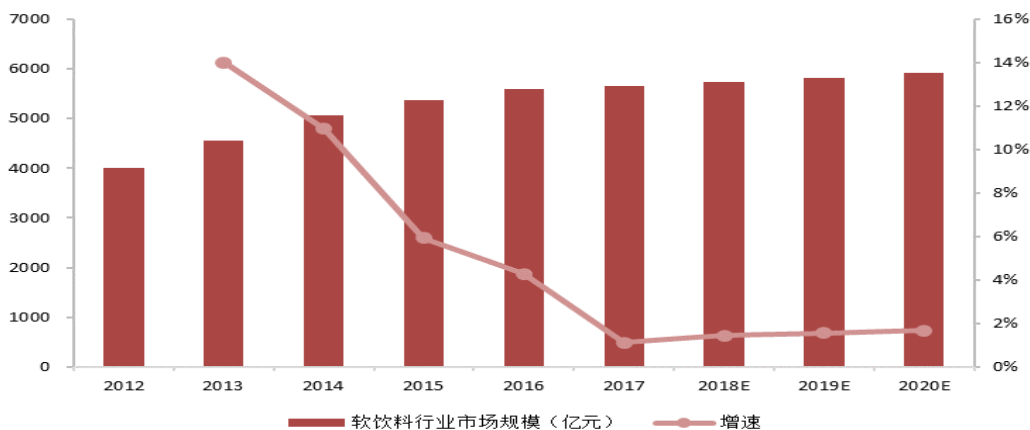
20 世纪 90 年代前后随着可口可乐、百事可乐等饮料产品的引入，我国软饮料行业进入快速发展阶段，2017 年国内软饮料行业产量达到 1.8 亿吨，收入规模达到 5653 亿元。植物蛋白作为软饮料细分品类之一，于 2005 年起进入爆发式增长阶段；由于植物原材料较为丰富，植物蛋白饮料也较为多样化，主要的细分品类有各自的龙头品牌，但总体竞争格局较为分散；近几年受常温酸奶等品类快速增长的影响，植物蛋白行业增速大幅放缓，未来随着消费升级以及各大食品品牌在植物蛋白领域的加快布局，植物蛋白有望恢复较快增长。

图 7：我国软饮料行业发展历程



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：我国软饮料行业规模及增速（右轴）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2.1 植物蛋白品类丰富，细分领域各领风骚

植物蛋白原材料丰富，品类多样化。植物蛋白是以植物果仁、果肉等作物为原材料，经过加工、调配、杀菌等工艺制得的乳状饮料；根据原材料不同，主要分为核桃乳、杏仁露、花生奶、椰奶、豆奶、豆浆等。植物蛋白营养丰富，主要用于礼品、佐餐和平时即饮消费。

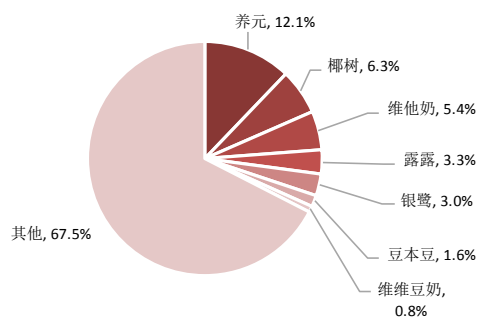
表 1：植物蛋白主要品类及企业

产品	品牌	主要企业	成立时间	2017 年收入规模
核桃乳	六个核桃	养元智汇饮品	1997 年	77 亿元
杏仁露	露露	承德露露	1997 年	21 亿元
椰奶	椰树牌	海南椰汁	1998 年	40 亿元
豆奶	维维	维维食品	1994 年	5 亿元
豆奶	维他奶	维他奶	1940 年	24 亿元
花生奶	银鹭	银鹭	1985 年	23 亿元
复合坚果饮料	唯怡	四川蓝剑	2003 年	13 亿元
谷物饮料	惠尔康	厦门惠尔康	1992 年	2 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

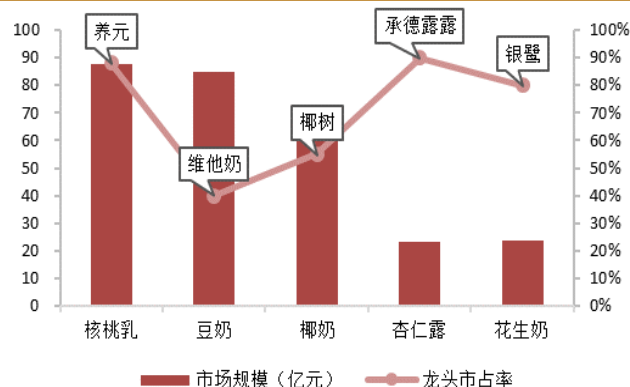
植物蛋白行业细分龙头共舞，总体较为分散。20 世纪 90 年代起，养元、承德露露、银鹭、海南椰汁、维维豆奶等企业相继布局植物蛋白市场，经过 20 多年的发展，各大企业占据各细分品类龙头地位，核桃乳、花生奶、杏仁露、椰奶龙头企业市占率均达到 80% 以上，豆奶龙头市占率也高达 40% 左右。但总体来看由于细分品类较多，植物蛋白行业总体集中度较低，CR3 为 24% 左右，行业集中度亟待提升。

图 9：2017 年植物蛋白行业竞争格局



数据来源：公司公告，彭博，中国饮料工业协会，西南证券整理

图 10：细分品类市场规模及龙头市占率（右轴）

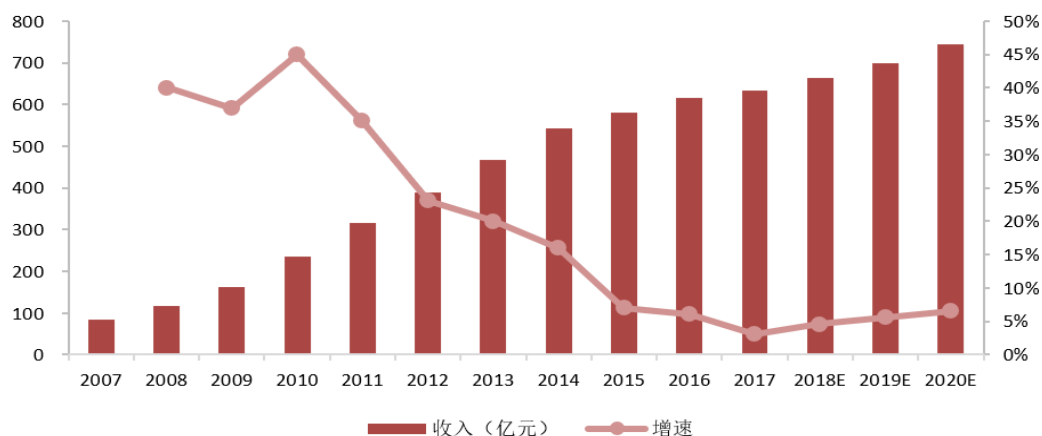


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 市场乱局叠加强势竞品，短期行业增长乏力

2000-2015 年植物蛋白快速增长，市场规模突破 580 亿元；2015 年至今受竞品品类增多且增速较快、植物蛋白产品结构升级缓慢的影响，行业增速下降到 10% 以下，2017 年市场规模达到 630 亿元左右。

图 11：植物蛋白行业收入及增速（右轴）



数据来源：中国饮料工业协会，西南证券整理

竞品一：山寨产品频出，冲击主流品牌。植物蛋白行业的快速发展吸引了众多厂商的加入，由于同类产品同质化较为严重、主流企业终端渗透率有限，过去几年众多仿冒产品频出。例如针对“六个核桃”核桃乳，至少出现 7 种仿冒产品，如“六仁核桃”、“大仁核桃”、“六大核桃”等，其他品类也有类似情况出现。2018 年央视“315”晚会曝光了市面上曝光养元、承德露露的山寨产品，在一定程度上改善了竞争环境；企业端也在主动打击假冒产品，维权意识提升。

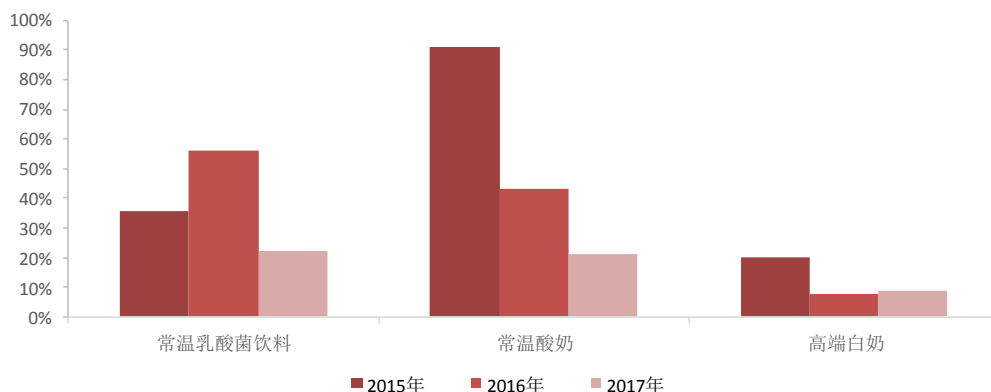
图 12：山寨植物蛋白产品



数据来源：西南证券整理

竞品二：常温酸奶、高端白奶快速增长，跨品类挤压明显。2014 年以来伊利、蒙牛、光明乳业等企业加大常温酸奶、高端白奶等品类的布局，通过持续的产品结构升级、渠道扩张以及品牌投入，近几年呈现爆发式增长。这类产品消费场景与植物蛋白饮料有一定重叠，尤其是礼品市场，与此同时植物蛋白企业渠道推广相对保守且产品结构老化严重，导致植物蛋白市场受到一定挤压。

图 13：动物蛋白细分品类增速



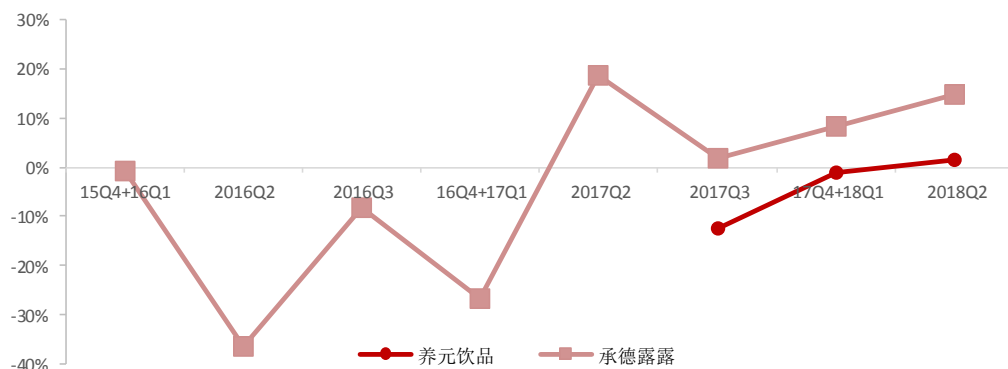
数据来源：尼尔森，凯度，西南证券整理

表 2：礼品类饮料产品及价格

品牌	品类	规格	客单价（元）
安慕希	常温酸奶	205g*12 盒	69.6
纯甄	常温酸奶	200g*12 盒	68.0
金典	高端白奶	250ml*12 盒	65.7
特仑苏	高端白奶	250ml*12 盒	56.9
六个核桃	核桃乳	240ml*12 罐	55.0
汇源	果汁	200ml*12 盒	48.0
加多宝	凉茶	310ml*12 罐	59.8
露露	杏仁露	240ml*20 罐	73.0
银鹭	花生奶	370g*12 罐	45.8
旺仔	复原乳	245ml*12 罐	55.6

数据来源：天猫，西南证券整理

2017 年下半年以来，以养元、承德露露为代表的企业投入加大，同时山寨品类在一定程度上得以肃清，部分企业收入增速恢复正增长。养元通过加强产品研发提升产品品质，同时通过加入“CCTV 国家品牌计划”等电视广告的方式加大品牌宣传；承德露露通过推出“热饮款”新品、加大便利店、商业楼等渠道的广告投入，促进收入增长。随着企业端投入持续加大，未来植物蛋白行业增速有望企稳回升。

图 14：养元、承德露露 2017 年年底以来收入增速企稳


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 顺应消费升级，植物蛋白有望重拾增长

2.3.1 顺应消费升级，即饮消费有望成为增量

植物蛋白饮料营养丰富，具备一定功能性，大部分植物蛋白饮料有以下特点：（1）不含胆固醇，有利于心脏健康。（2）不含饱和脂肪，降低肥胖的风险。（3）不含乳糖，减少肠胃负担，适用于乳糖不耐受症人群；且不同细分品类有各自独特的产品功能。

表 3：植物蛋白细分品类功能

产品	主要功能
核桃乳	滋养血脉、增进食欲、乌须生发，健脑、延缓记忆力衰退等
杏仁露	止渴、润肺、调节血脂、防止动脉硬化、调节非提特免疫功能等
椰奶	清凉消暑、生津止渴、强心、利尿、止呕止泻、美容等
豆奶	柔软血管，稳定血压，防止肥胖
花生奶	增强记忆力、抗老化、预防心脑血管疾病、润肺化痰，滋养调气、清咽止咳等

数据来源：西南证券整理

随着我国经济持续发展，人均收入水平逐渐提高，消费升级明显。

- （1）目前植物蛋白饮料消费场景以礼品为主，即饮消费潜力尚未开发充分。未来随着消费者健康意识逐渐增强，对于植物蛋白产品功能性认识提升，即饮消费有望为行业扩容贡献增量。
- （2）消费者品牌意识逐渐加强，对产品品质要求持续提升，助力产品结构升级，促进行业持续增长。

2.3.2 各行业龙头积极布局，植物蛋白有望重拾增长

植物蛋白饮料顺应消费升级，市场潜力较大，各大食品饮料巨头近几年纷纷进入植物蛋白领域。娃哈哈、盼盼、伊利、王老吉相继布局核桃乳行业；伊利、达利于 2017 年推出豆奶产品，2017 年豆本豆上市 2 个月实现 2 亿收入，全年突破 10 亿元销售额；此外蒙牛、可口可乐也通过内生和外延的方式积极布局植物蛋白行业。行业巨头的加入有利于加快消费者培育和行业扩张速度，植物蛋白行业恢复增长指日可待。

表 4：食品饮料龙头企业在植物蛋白领域的布局

企业	在植物蛋白领域的布局
娃哈哈	2015 年推出“娃哈哈·都是核桃”进入核桃乳行业
伊利	2014 年推出伊利牌核桃乳；2017 年推出“植选”进入豆奶行业
蒙牛	2014 年启用全新品牌“植朴磨坊”切入植物蛋白行业
王老吉	2016 年与大寨饮品合作，布局核桃乳行业
可口可乐	2016 年收购粗粮王饮品，切入植物蛋白饮料市场
盼盼	2014 年推出“核桃慧”进入核桃乳行业
达利	2017 年推出“豆本豆”，切入豆奶行业

数据来源：西南证券整理

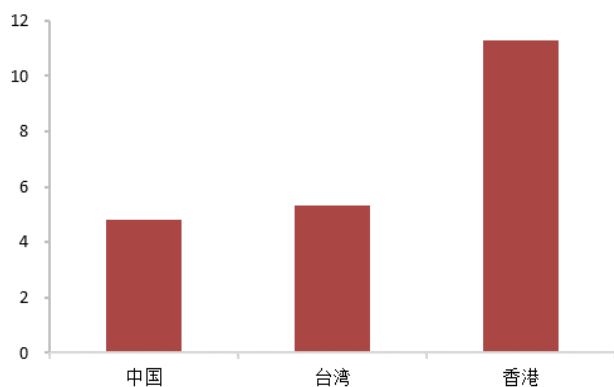
目前我国植物蛋白人均消费量为 4.8kg/年，与台湾、香港相比存在一定差距；与美国相比，中国植物蛋白人均消费额约 10 美元/年，为美国的 1/10。目前 2017 年植物蛋白市场规模为 630 亿元左右，对应 4.8Kg/年人均消费量，总销量 670 万吨，产品均价为 9500 元/吨，未来随着消费升级持续进行以及企业端合力推动，植物蛋白行业有望恢复稳定增长，预计到 2020 年人均消费量有望达到 5.3kg/年（年均复合增速 3%），总销量达到 740 万吨左右（年均复合增速 3.5%），产品均价有望达到 10000 元/吨（年均复合增速 2%），植物蛋白饮料收入规模将接近 750 亿元，年均复合增速为 5.5%左右，呈现稳定增长。

表 5：植物蛋白市场规模测算

年份	总销量 (万吨)	增速	人口数量 (亿人)	增速	人均消费量 (kg)	增速	单价 (元/吨)	增速	市场容量 (亿元)	增速
2015	603	7.1%	13.7	0.5%	4.4	6.6%	9642	-0.1%	581	7.0%
2016	669	11.0%	13.8	0.6%	4.8	10.4%	9206	-4.5%	616	6.0%
2017	670	0.1%	13.9	0.5%	4.8	-0.4%	9471	2.9%	635	3.0%
2018E	687	2.5%	14.0	0.5%	4.9	2.0%	9661	2.0%	664	4.6%
2019E	711	3.5%	14.0	0.5%	5.1	3.0%	9854	2.0%	700	5.5%
2020E	742	4.4%	14.1	0.4%	5.3	4.0%	10051	2.0%	746	6.5%

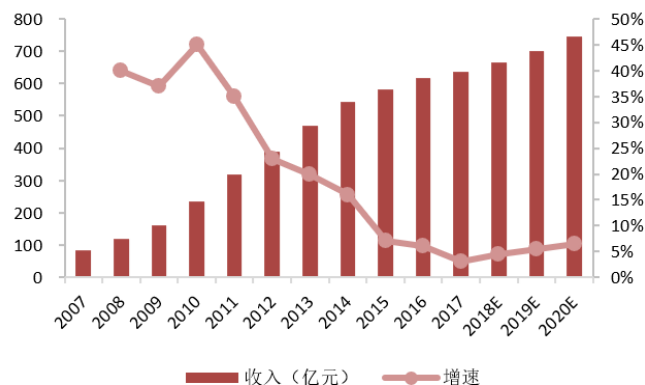
数据来源：中国饮料工业协会，西南证券整理

图 15：植物蛋白人均消费量（单位：kg）



数据来源：中国饮料工业协会，西南证券整理

图 16：植物蛋白市场规模及增速（右轴）预测

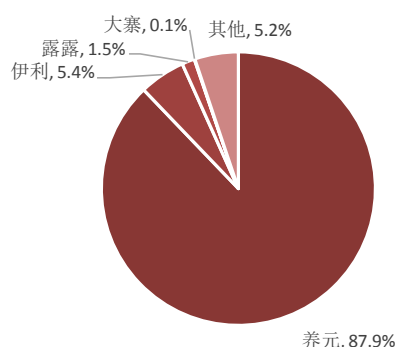


数据来源：中国饮料工业协会，西南证券整理

3 公司分析：聚焦核桃乳，产品+渠道+营销升级开启新征程

养元饮品是核桃乳绝对龙头，市占率约为 88%。自 2005 年推出“六个核桃”品牌以来，公司聚焦大单品，主打三四线市场，经过 10 年快速发展销售额突破 90 亿元。未来养元将通过产品结构升级、渠道向商超、电商及餐饮延展、营销方式创新等方式做大做强“六个核桃”，实现深度全国化。

图 17：核桃乳行业竞争格局

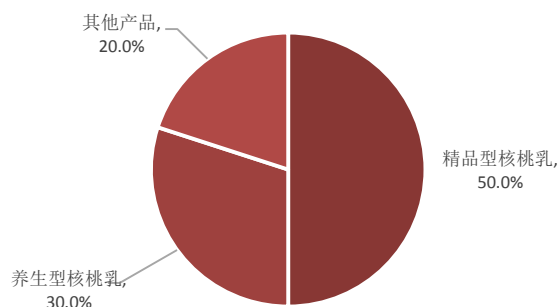


数据来源：尼尔森，西南证券整理

3.1 产品结构升级，“六个核桃”大有可为

多年来公司坚持“六个核桃”大单品战略，持续丰富产品矩阵。目前销售规模较大的细分产品为精品型核桃乳和养生型核桃乳，收入占比分别为 50%和 30%。为应对消费升级，公司自 2015 年以来持续梳理产品结构，层次分明。按照高、中、低不同档次，公司通过至尊智圣、易智状元、精品型全方位布局；针对不同消费人群，公司开发了易智成长、易智状元、智汇养生以满足儿童、学生和老年人的需求；对于不同渠道养元也推出了相应的产品，如商超渠道的“易智优+”、电商渠道的“智慧乐源”和“易智养元”、餐饮渠道的“智慧喜顺”等。公司不断扩充产品系列，充分利用品牌力，挖掘细分市场潜力。

图 18：养元产品结构



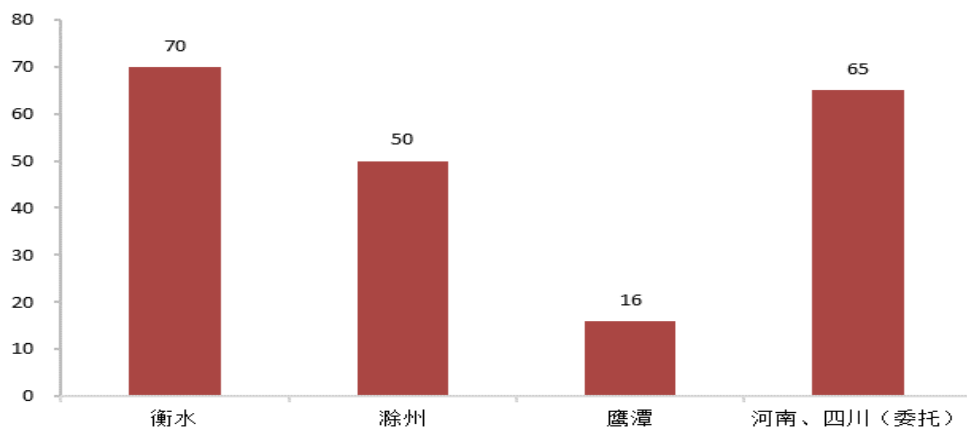
数据来源：尼尔森，西南证券整理

新产品储备丰富，产品升级在即。未来公司产品升级主要通过现有品类提升和创新品类布局两种方式进行。

- (1) **现有品类直接升级——进可攻退可守。**今年6月份通过电商渠道推出精典型六个核桃，对精品型产品进行了包装和部分工艺升级。公司对精品型的全面升级产品将于今年四季度推出。首先，引进美国、德国设备进行工艺的升级，通过 CET 冷萃技术，保留核衣营养成分；第二，新产品的核桃仁使用量将提升一倍；此外，产品包装也将全面升级。预计产品价格将比传统产品高 50% 左右；销售渠道以一二线城市和三四线城市的商超为主，与现有优势渠道几乎不重叠，产品宣传可以在现有广告资源基础上直接嫁接，最大限度降低了对原有产品的冲击。升级版新品在口感、营养价值、浓香度等方面均有大幅提升，有望带动公司未来收入规模和盈利能力提升。
- (2) **创新品类——品牌长青之根本。**公司于今年6月份推出了养元红枸杞饮料，目前处于试销阶段，借助现有渠道，探索跨界品类，寻找增长点。此外公司于 2017 年 12 月完成了另一重磅新品发酵核桃乳中试线调试工作，处于上市准备阶段，有望成为公司又一爆品。目前发酵乳行业仍处于快速增长阶段，植物蛋白相比于动物蛋白脂肪和胆固醇含量更低，优势明显；此外相对于原有产品，发酵乳口感更佳，风味受众群更加广泛，未来发展空间较大。

产能储备充足，生产线升级助力产品升级。目前公司在全国共有 5 个工厂，合计产能 201 万吨，其中衡水、滁州、鹰潭为自有工厂，产能为 136 万吨，剩余产能来自为河南和四川（华冠）2 个委托加工工厂。公司在全国多点布局生产基地，降低运输成本，提高市场反应速度。目前公司在建项目有鹰潭和衡水两个工厂，鹰潭项目完成后产能将提升至 24 万吨，衡水项目拟建设 20 万吨（4 条生产线）高自动化程度的易拉罐装植物蛋白饮料灌生产线替代原有老旧生产线，通过引入美国、德国设备和新工艺生产升级版新产品，提高产品品质。

图 19：养元饮品产能分布（单位：万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：养元在建工程情况

项目名称	产品	投资额（亿元）
鹰潭养元年产 24 万吨植物蛋白饮料建设项目	核桃乳、复合植物蛋白	3.8
河北养元年产 20 万吨营养型植物蛋白饮料项目	核桃乳	3.7

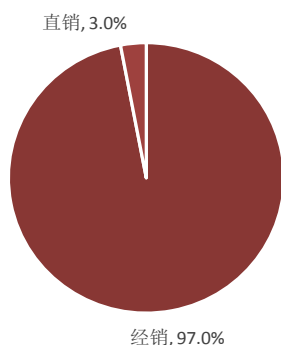
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 多渠道、多区域立体化布局，升级销售网络

3.2.1 夯实流通渠道，发力商超和电商

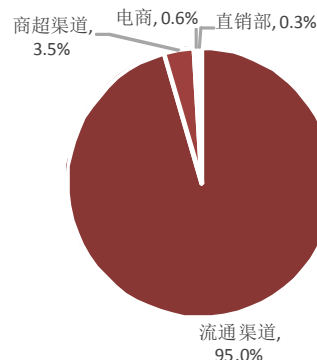
公司销售模式包括经销和直销，以经销为主。截止 2018H1，公司共有经销商 1800 家，这部分经销商具备全国所有县级地区的覆盖能力，并且扁平化程度高，公司要求经销商直接对接终端。在经销商激励和管理上公司采用“萝卜+大棒”的方式，一方面在保证总体经销商总数相对稳定的情况下，实行“优胜劣汰”机制，每年会有 10% 左右的新老经销商更替；另一方面公司通过向部分优质经销商增发方式，实现利益绑定，提高经销商积极性。此外，公司还通过“星级服务体系”等在促销及终端维护方面给予支持和奖励，提高经销商服务质量，提高忠诚度。从销售终端来看，公司的终端结构相对单一，传统流通渠道占比为 95%，目前覆盖的终端数量已经超过 100 万家，但相比现有经销商的覆盖能力，未来公司渗透率提升仍有较大空间。未来公司将通过市场扩张和渠道下沉不断增加终端覆盖度，进而提高市场规模。

图 20：2018H1 公司经销与直销比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司终端结构



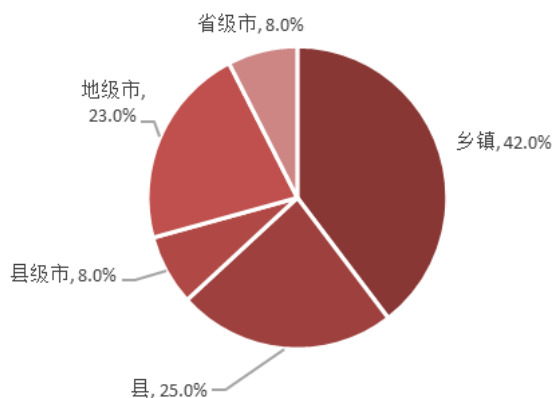
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司除流通渠道外，未来将重点布局商超和电商，实现渠道全覆盖。目前已经完成 2 万多家商超进店，其中有 9400 多家实现了现场陈列；公司在募投项目中计划用于商超渠道建设的投资额为 9 亿元，主要用于 3.2 万余家商超渠道的扩张，助力一二线城市的布局。此外，目前电商渠道处于高速发展阶段，公司通过代销和自营的方式实现大力拓展电商渠道，目前与天猫、京东、1 号店、苏宁易购、工行融 e 购等平台达成合作。公司将持续发力商超和电商渠道，完善渠道布局，逐步实现全国化。

3.2.2 纵横交错，逐步实现深度全国化

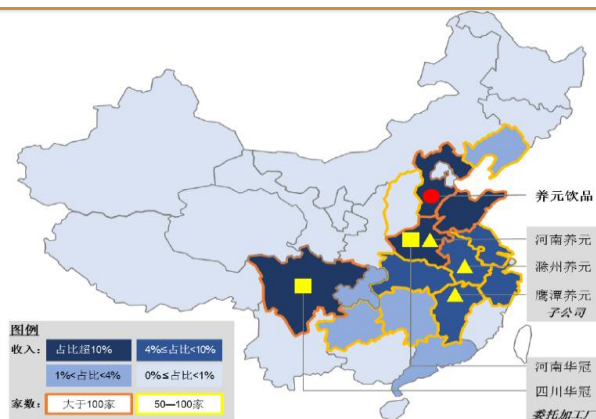
目前公司销售区域已经覆盖河北、河南、山东、安徽、江苏、浙江、江西、湖南、湖北、四川、重庆，并且进入北京、天津、山西、陕西、甘肃、新疆、贵州、上海、福建、广东、广西等地区，销售网络持续扩大。从销售区域层级来看，公司主要市场集中在县级、乡镇级地区，收入占比接近 70%，地级市以上区域占比渗透率有限，主要受公司“农村包围城市+滚动复制”的市场战略的影响。未来公司将通过重点城市渠道精耕，一二线逐步渗透的方式实现深度全国化。

图 22：养元区域市场分布



数据来源：尼尔森，西南证券整理

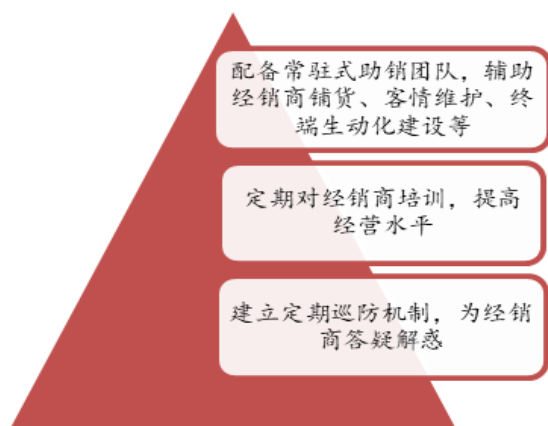
图 23：养元市场的全国分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

横向拓展：深度分销+滚动复制，优势市场持续精耕。公司率先以衡水为根据地，面向河北及周边的县级市场进行布局，迅速完成 100 多个县级市场的招商，通过“星级助销工程”深度分销实现渠道精耕，2005 年底达到 80 万元以上的样板市场共有 40 多余家；在此基础上，2008 起通过滚动复制的方式开始进军河南、山东、川渝地区，目前均实现 10 亿元以上的销售规模。“六个核桃”在衡水地区年人均消费额为 80 元，在以上 4 个优势市场年人均消费额为 50 元左右，在全国已覆盖区域年人均消费额为 30 元左右，挖潜空间较大。未来公司还将继续布局安徽、江苏、浙江、湖北、江西等地区，各个击破，逐步实现深度全国化。

图 24：养元“星级助销工程”



数据来源：西南证券整理

纵向延伸：进军一二线城市，填补空白市场。自 2015 年起，公司开始提升市场中心，大力开发消费潜力巨大的一二线城市市场。公司进行了产品结构升级和商超渠道布局，通过以点带面的方式加速一二线市场拓展。

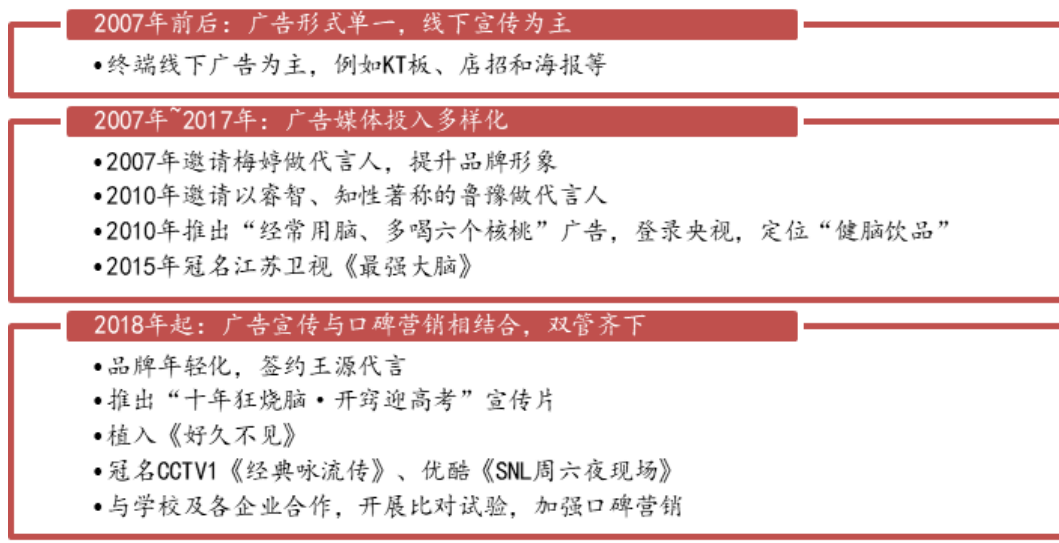
3.3 营销方式升级，引导“即饮”消费贡献增量

“六个核桃”上市以来，广告宣传方式以自上而下的线下+线上相结合的方式为主，如制定电视广告、节目冠名、邀请代言人、公交车及其他媒体宣传等，多年来公司通过这种方式提升了消费者对核桃乳“健脑”功能的认识，使其成为礼品市场的热销品类。2018 年起，公司进行了营销策略调整，加强消费者互动，挖掘“即饮”消费市场。通过品牌年轻化及自下而上口碑营销的宣传方式，使其消费者切身感受到核桃乳的“健脑”功能，进而实现消费场景扩充，打开成长空间。

（1）广告宣传年轻化：贴近高考、进入互联网媒体、开展植入广告策略等；

（2）口碑营销：通过“对比实验”的方式，主动培养证券、银行等行业白领和学校范围内的意见领袖，引导消费者切身感受核桃乳“健脑”功能。

图 25：养元广告宣传方式的演进



数据来源：西南证券整理

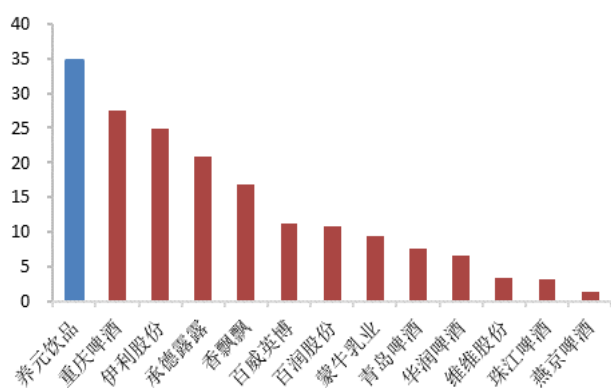
4 财务分析：盈利能力较强，ROE 行业领先

2017 年养元饮品 ROE 水平为 31.5%，在非白酒类饮品领域首屈一指，甚至领先于伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、承德露露等龙头公司。按照杜邦分析法拆分如下：

- (1) 净利率：养元 2017 年实现净利率约 30%，远高于其他非白酒饮品公司
- (2) 资产周转率：养元 2017 年资产周转率为 0.7，处于非白酒饮品中游水平
- (3) 权益乘数：养元 2017 年权益乘数为 1.6，处于非白酒饮品中游水平

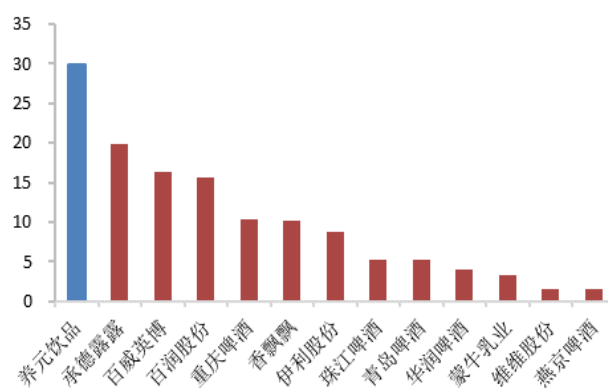
由此可见，养元较高的净资产回报率主要得益于较强的盈利能力。

图 26：非白酒饮品 2017 年 ROE 比较（单位：%）



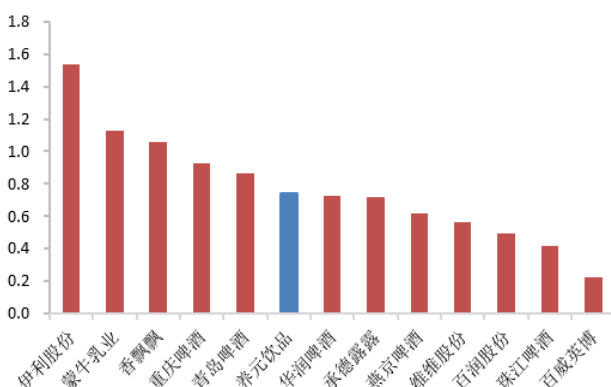
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：非白酒饮品 2017 年净利率比较（单位：%）



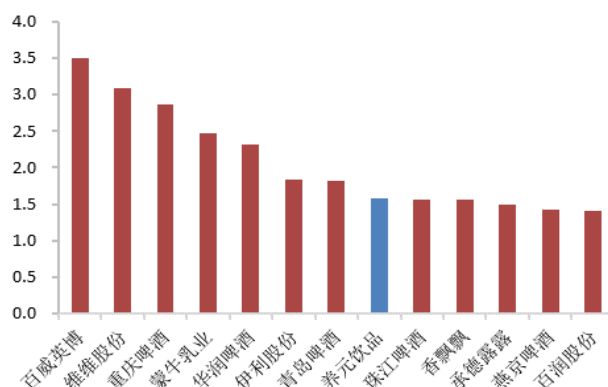
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：非白酒饮品 2017 年资产周转率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

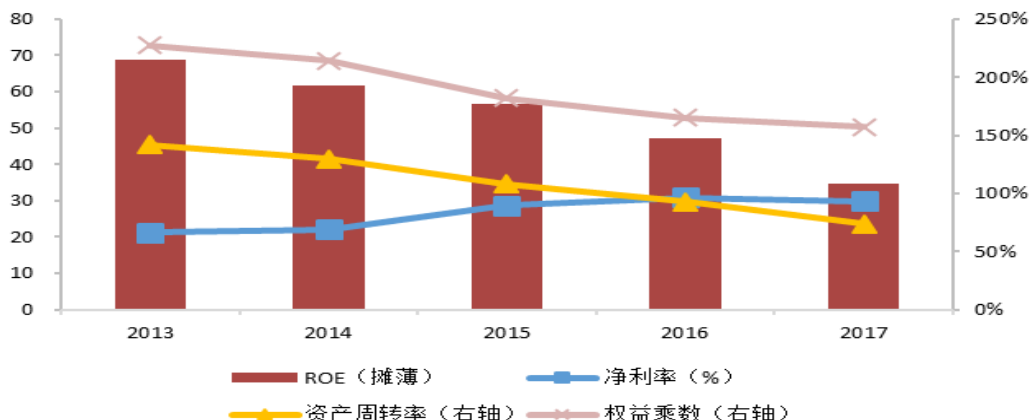
图 29：非白酒饮品 2017 年权益乘数比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

自 2013 年以来养元净资产收益率由 69%下降到 32%左右，在此过程中公司净利率水平持续提高，但由于近几年其收入增速下降甚至负增长、未分配利润逐年增加、负债保持稳定，资产周转率和权益乘数逐年下降，使得净资产回报率呈下降趋势。未来随着养元针对产品、渠道、品牌宣传的全方位升级，公司盈利能力、收入规模有望再上新台阶，净利率和资产周转率有望随之提升，净资产回报率有望进入上升通道。

图 30：养元饮品 2013 年以来 ROE 及相应杜邦分析



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1 高毛利率、低费用率，盈利能力突出

4.1.1 核桃乳龙头地位稳固，毛利率较高

养元作为核桃乳细分行业龙头，毛利率相比于竞品企业较高。2015-2017 年公司实现毛利率 46%、50%、48%，剔除搭赠商品后毛利率维持在 50%以上，期间小幅波动主要因为易拉罐价格波动。公司毛利率较高，主要原因在于养元产销规模是承德露露 3 倍左右，规模优势明显。未来随着公司全国化持续布局及产品结构提升，其毛利率有望稳步提升。

4.1.2 员工持股激励充分、人力资本利用效率高，费用率较低

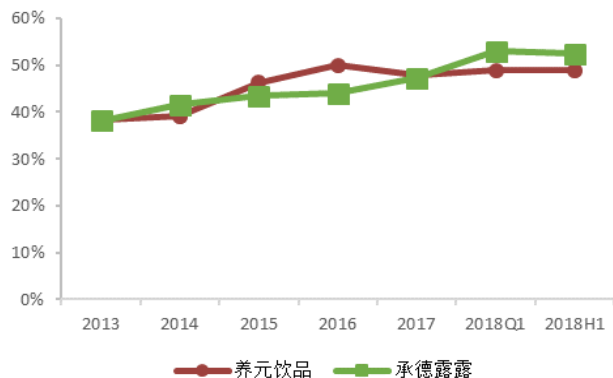
(1) 销售费用率与竞品企业相当：2015-2017 年公司销售费用率 10%、12%、14%，考虑搭赠商品后销售费用率为 17%左右，与竞品企业基本持平。

(2) 员工薪酬费用较低：2015-2017 年养元管理费用率为 0.7%、0.7%、0.8%，远低于竞品企业，主要得益于：①公司高管和其他员工持股比例较高，激励相对充分，因此员工薪酬相关费用较少（2017 年养元饮品、承德露露员工平均薪资分别为 4.8 万元、8.5 万元）。②公司人员管理效率较高，2017 年人均创收高达 337 万元，远高于竞品企业（2017 年承德露露为 177 万元）。

4.1.3 高毛利率+低费用率，净利率维持高位

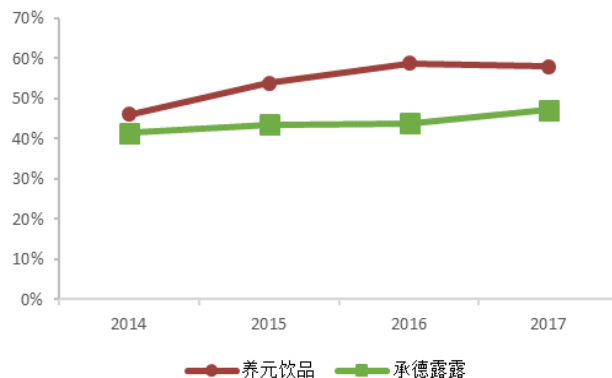
得益于公司较高的毛利率和较低的费用率，2013 年以来公司净利率水平始终维持在 20%以上，且逐年提升，明显高于竞品企业。未来随着公司市场扩张和产品结构提升持续推进，控费能力逐步凸显，公司盈利能力有望进一步提升。

图 31：竞品企业报表毛利率比较



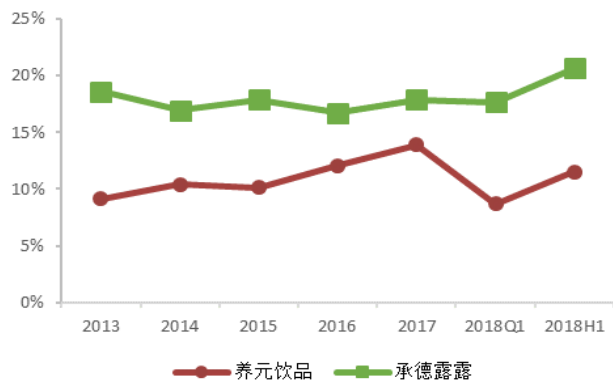
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：竞品企业实际毛利率比较



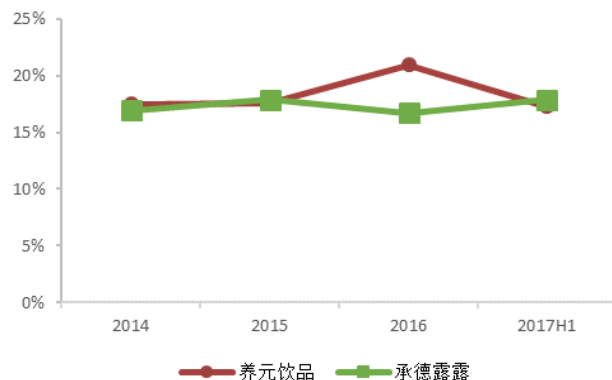
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：竞品企业报表销售费用率比较



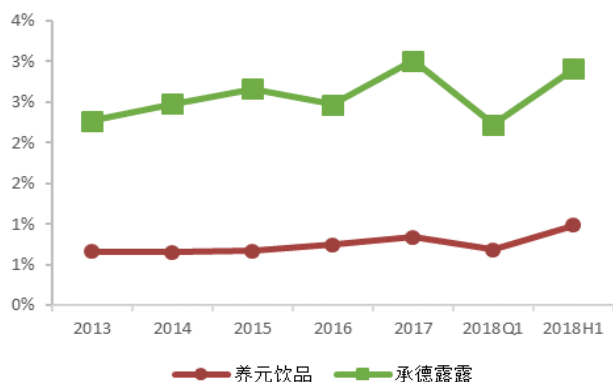
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：竞品企业实际销售费用率比较



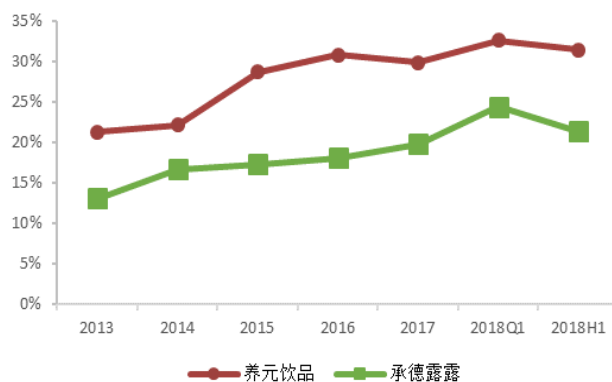
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：竞品企业管理费用率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：竞品企业净利率比较

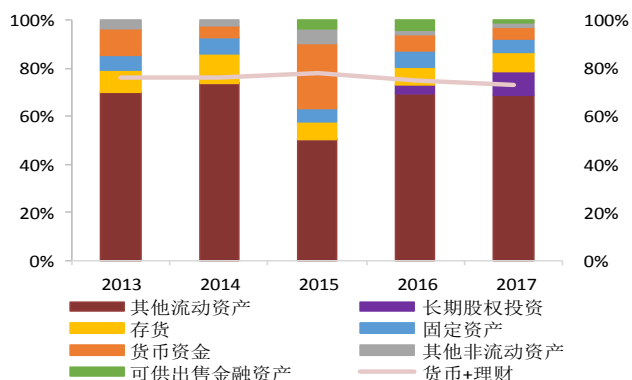


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 收入规模下降拖累资产周转率，未来改善空间较大

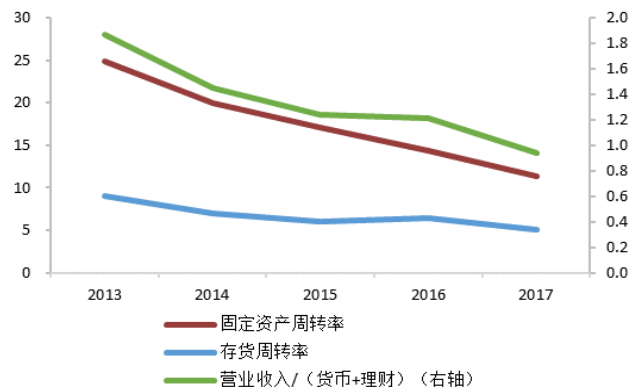
从养元资产结构来看，公司 70%以上的资产来源于现金和理财类资产，存货占比约为 7-10%左右，固定资产占比约为 6-7%左右，其他资产占比较小。自 2013 年以来，公司收入增速放缓甚至负增长使得存货周转率、固定资产周转率下降，公司现金+理财类资产规模持续扩大，导致其资产周转率下降。未来随着公司全方位升级，打开收入增长空间，资产周转率有望逐步提升。

图 37：养元饮品资产结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：资产周转率分类解析



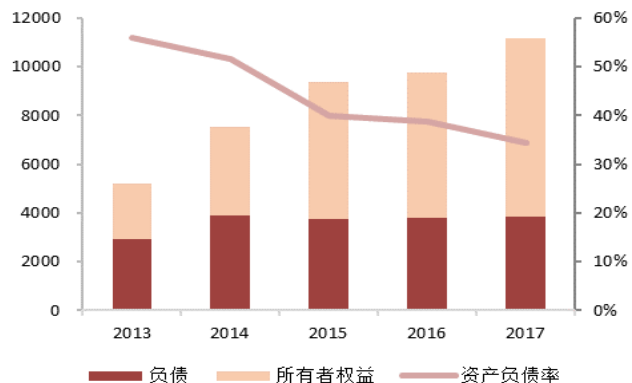
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 资产负债率低，现金充裕，债务融资尚未触及

养元自 2013 年以来资产负债率由 50%以上下降到 2017 年 34%左右，主要原因在于近几年以预收账款和应付票据及应付账款为主的负债规模基本稳定在 37-38 亿元左右；而利润积累带来的所有者权益逐年增长带来总资产规模持续扩大。

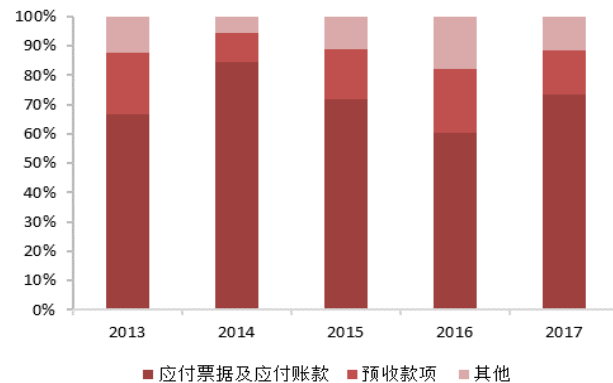
从负债端来看，公司预收款占比较高，主要原因在于公司的产品销售主要集中在节假日前后，且打款方式以先款后货为主，每年年末为春节打款高峰期，所以预售账款规模相对较高。此外 2013 年以来公司没有进行过银行贷款等债务融资，主要原因在于现金十分充裕，截止 2017 年公司货币资金+理财规模已经达到 82 亿元左右，为公司未来内生和外延扩张提供了充足的资本保障。

图 39：公司自 2013 年以来资产负债率

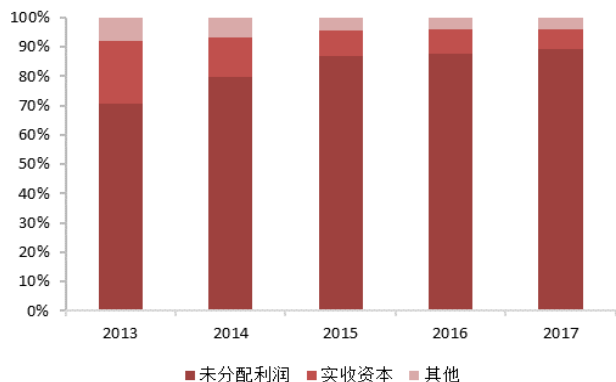


数据来源：公司公告，西南证券整理

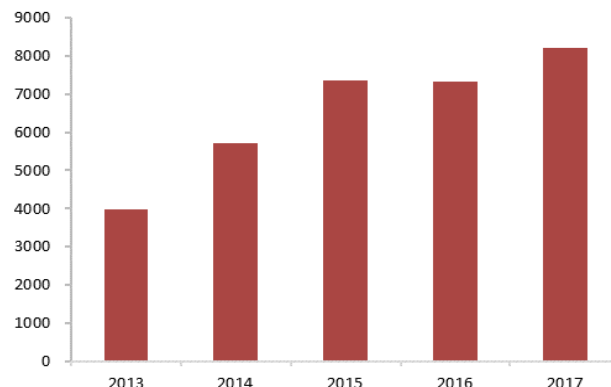
图 40：公司自 2013 年以来的负债结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司自 2013 年以来的所有者权益结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：公司自 2013 年以来的货币+理财规模（单位：百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

(1) 核桃乳：随着公司产品、渠道、品牌认知的提升，公司未来核桃乳产品有望实现量价齐升。预计 2018-2020 年公司核桃乳销量增速为 8%、10%、10%，对应销量为 90 万吨、99 万吨和 108 万吨；单价增速分别为 0%、1%、1%，对应吨价分别为 9188 万元/吨、9280 万元/吨和 9373 万元/吨；预计 2018-2020 年核桃乳毛利率分别为 49%、50%、51%。

(2) 其他：收入占比较小，经营情况相对稳定，收入和毛利率变动幅度不大。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	9117.3	8900.3	7740.6	8350.1	9263.4	10278.1
yoy	10.4%	-2.4%	-13.0%	7.9%	10.9%	11.0%
营业成本	4896.0	4456.4	4036.5	4266.1	4640.5	5046.3
毛利率	46.3%	49.9%	47.9%	48.9%	49.9%	50.9%
核桃乳						
收入	8696.8	8634.4	7618.7	8228.2	9141.5	10156.2
yoy		-0.7%	-11.8%	8.0%	11.1%	11.1%
销量（万吨）	97.2	98.0	82.9	89.6	98.5	108.4
yoy		0.8%	-15.4%	8.0%	10.0%	10.0%
单价（元/吨）	8946.0	8810.6	9188.1	9188.1	9280.0	9372.8
yoy		-1.5%	4.3%	0.0%	1.0%	1.0%
成本	4668.8	4315.9	3966.7	4196.4	4570.8	4976.5

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	46.3%	50.0%	47.9%	49.0%	50.0%	51.0%
核桃杏仁露						
收入	93.0	70.1	55.6	55.6	55.6	55.6
yoy		-24.6%	-20.7%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	51.6	38.4	33.0	32.8	32.8	32.8
毛利率	44.6%	45.2%	40.6%	41.0%	41.0%	41.0%
核桃花生露						
收入	204.7	136.7	53.2	53.2	53.2	53.2
yoy		-33.2%	-61.1%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	105.9	70.2	29.8	29.8	29.8	29.8
毛利率	48.3%	48.7%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
果仁露						
收入	100.5	52.8	10.1	10.1	10.1	10.1
yoy		-47.4%	-80.8%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	56.7	28.5	6.2	6.3	6.3	6.3
毛利率	43.6%	46.1%	38.5%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务						
收入	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
yoy		-2.8%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	0.0	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
毛利率	97.7%	76.3%	93.7%	90.0%	90.0%	90.0%
其他产品						
收入	20.5	4.6	1.0	1.0	1.0	1.0
yoy		-77.6%	-77.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	13.0	3.1	0.7	0.7	0.7	0.7
毛利率	36.7%	33.3%	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 绝对估值

关键假设：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) β 系数选用软饮料（申万分类）行业最近 36 个月 β 值的算术平均；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 8：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.0%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.0%
β 系数	1.4
债务资本比重 Wd	0.0%
债务资本成本 Kd	0.0%
有效税率 Tx	25.0%
股权资本成本 Ke	14.0%
WACC	14.0%

数据来源：Wind，西南证券

表 9：FCFF 估值敏感性分析

	12.50%	13.00%	13.50%	14.00%	14.50%	15.00%	15.50%
0.5%	41.96	40.61	39.36	38.20	37.13	36.13	35.20
1.0%	42.65	41.22	39.91	38.69	37.57	36.53	35.57
1.5%	43.41	41.89	40.50	39.23	38.05	36.97	35.96
2.0%	44.23	42.62	41.15	39.81	38.57	37.43	36.38
2.5%	45.14	43.42	41.86	40.44	39.13	37.93	36.83
3.0%	46.14	44.30	42.64	41.12	39.74	38.48	37.32
3.5%	47.26	45.27	43.49	41.87	40.41	39.07	37.85

数据来源：Wind，西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 39.8 元。

5.3 相对估值

我们选取了 2 家动物蛋白饮料和 3 家植物蛋白饮料行业龙头公司作为可比公司。动物蛋白饮料与植物蛋白饮料在消费场景、商业模式等方面较为类似，具备一定的可比性；从标的选择来看，伊利、蒙牛、VITASOY、承德露露、维维股份是各自细分领域行业龙头，与养元饮品有较强的可比性。以上公司 2018 年平均估值为 27 倍，从行业空间、竞争格局及投资回报的角度来看，养元饮品及其所在行业具备一定优势，公司目前股价对应 2018 年估值为 14 倍，被严重低估。

表 10：可比公司财务和估值数据比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	ROE(%)			市盈率 PE			总收入（百万元）			净利润（百万元）		
			2017	2016	2015	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
603156.SH	养元饮品	368	35	47	57	16	14	13	7660	8546	9373	2310	2648	2944
	最高值	1610	35	47	57	55	42	37	67547	79063	90118	6001	6669	7845
	中位值	322	21	26	25	33	26	21	6425	7480	8273	1259	1615	1799

代码	证券简称	总市值 (亿元)	ROE(%)			市盈率 PE			总收入（百万元）			净利润（百万元）		
			2017	2016	2015	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
平均值		560	19	21	25	34	27	23	24554	28453	32020	1889	2274	2697
600887.SH	伊利股份	1610	25	26	24	27	24	21	67547	79063	90118	6001	6669	7845
2319.HK	蒙牛乳业	976	9	-4	11	40	28	22	60301	69019	76684	2048	3123	3996
0345.HK	VITASOY INT'L	275	22	27	26	47	42	37	5189	6413	7172	469	581	653
000848.SZ	承德露露	82	21	25	31	20	17	14	2089	2446	2822	414	490	580
600300.SH	维维股份	50	3	3	4	55	38	31	4538	5227	5949	92	131	161

数据来源: Wind, 西南证券整理

结论与评级: 预计公司 2018-2020 年收入为 83.5 亿元、92.6 亿元、102.8 亿元, 归母净利润为 25.2 亿元、28.3 亿元、31.7 亿元, 未来三年收入和归母净利润复合增速分别为 10% 和 11%。考虑到公司是核桃乳领域龙头企业, 结合行业估值中位数, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 对应目标价 67.0 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

- 1) 食品安全风险。如果公司在原材料采购、生产、包装、存储、流通等环节的安全控制不到位, 或流通运输不当等, 会导致产品质量不合格甚至引发食品安全事故。
- 2) 新产品、新市场表现不及预期的风险。公司产品面向的竞品种类较多, 如果推广不力, 新产品上市表现或不及预期; 一二线城市布局不及预期的风险。公司的优势市场多集中在三四线流通渠道, 商超和电商渠道管理会为公司带来一定挑战, 如果管理不当, 一二线城市布局有可能低于预期。
- 3) 原材料价格大幅上涨的风险。主要原材料易拉罐、核桃价格如果出现大幅上涨, 会造成公司成本端压力。
- 4) 人力成本变动的风险。未来如果公司员工基本工资大幅提升, 会提升人力成本。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7740.58	8350.08	9263.41	10278.12	净利润	2309.88	2522.29	2831.08	3170.92
营业成本	4036.52	4266.11	4640.49	5046.28	折旧与摊销	63.76	56.86	56.86	56.86
营业税金及附加	80.88	86.84	96.34	106.89	财务费用	-2.01	-13.00	-27.13	-32.95
销售费用	1073.06	1168.03	1295.79	1437.73	资产减值损失	-31.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.11	77.04	83.15	92.26	经营营运资本变动	-1301.98	2460.20	1151.28	874.69
财务费用	-2.01	-13.00	-27.13	-32.95	其他	1095.07	-350.00	-348.00	-351.00
资产减值损失	-31.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2132.91	4676.36	3664.09	3718.52
投资收益	335.80	350.00	350.00	350.00	资本支出	-128.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-948.85	350.00	350.00	350.00
其他经营损益	0.00	250.00	250.00	250.00	投资活动现金流净额	-1076.94	350.00	350.00	350.00
营业利润	3077.92	3365.05	3774.77	4227.90	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.00	-2.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3079.92	3363.05	3774.77	4227.90	股权融资	0.00	3389.33	0.00	0.00
所得税	770.04	840.76	943.69	1056.97	支付股利	-990.00	-2078.89	-2270.06	-2547.97
净利润	2309.88	2522.29	2831.08	3170.92	其他	-157.62	-30.36	27.13	32.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1147.62	1280.07	-2242.93	-2515.02
归属母公司股东净利润	2309.88	2522.29	2831.08	3170.92	现金流量净额	-91.65	6306.43	1771.16	1553.51
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	560.58	6867.01	8638.17	10191.68	成长能力				
应收和预付款项	116.69	139.90	147.40	162.81	销售收入增长率	-13.03%	7.87%	10.94%	10.95%
存货	886.85	937.29	1017.54	1107.70	营业利润增长率	-10.73%	9.33%	12.18%	12.00%
其他流动资产	7570.25	5427.55	4631.70	4111.25	净利润增长率	-15.72%	9.20%	12.24%	12.00%
长期股权投资	1109.50	1109.50	1109.50	1109.50	EBITDA 增长率	-10.43%	8.58%	11.60%	11.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	698.51	655.62	612.72	569.83	毛利率	47.85%	48.91%	49.91%	50.90%
无形资产和开发支出	132.77	118.80	104.83	90.86	三费率	14.68%	14.76%	14.59%	14.57%
其他非流动资产	114.95	114.95	114.95	114.95	净利率	29.84%	30.21%	30.56%	30.85%
资产总计	11190.11	15370.63	16376.83	17458.58	ROE	31.48%	22.67%	24.22%	25.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.64%	16.41%	17.29%	18.16%
应付和预收款项	3681.24	4067.67	4505.14	4955.57	ROIC	43.35%	53.54%	97.93%	170.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	40.56%	40.83%	41.07%	41.37%
其他负债	171.96	176.69	184.41	192.77	营运能力				
负债合计	3853.20	4244.36	4689.54	5148.33	总资产周转率	0.74	0.63	0.58	0.61
股本	495.00	753.27	753.27	753.27	固定资产周转率	11.31	13.07	15.54	18.58
资本公积	0.00	3346.28	3346.28	3346.28	应收账款周转率	387.57	474.10	485.33	475.81
留存收益	6798.55	7026.73	7587.74	8210.70	存货周转率	5.09	4.68	4.74	4.74
归属母公司股东权益	7336.91	11126.27	11687.29	12310.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	7336.91	11126.27	11687.29	12310.24	资产负债率	34.43%	27.61%	28.64%	29.49%
负债和股东权益合计	11190.11	15370.63	16376.83	17458.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.43	3.22	3.14	3.08
					速动比率	2.19	2.99	2.92	2.86
					股利支付率	42.86%	82.42%	80.18%	80.35%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	3139.67	3408.92	3804.50	4251.81	每股收益	3.07	3.35	3.76	4.21
PE	15.32	14.03	12.50	11.16	每股净资产	9.74	14.77	15.52	16.34
PB	4.82	3.18	3.03	2.88	每股经营现金	2.83	6.21	4.86	4.94
PS	4.57	4.24	3.82	3.44	每股股利	1.31	2.76	3.01	3.38
EV/EBITDA	7.19	8.34	7.00	5.90					
股息率	2.80%	5.87%	6.41%	7.20%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn