



## 新品即将上市，积极挖掘核桃乳消费潜力

### 投资要点

- **事件：**近期我们调研了养元饮品，就公司经营状况与公司管理层进行了交流。
- **新产品上市在即，期待带来转折。**六个核桃上市以来一直主打礼品市场，过去几年产品升级换代停滞不前，同时酸奶、高端白奶等品类的快速放量对公司产生比较大的压力，核桃乳消费场景较为单一，品牌形象相对比较固化，拉力不足，而竞品较为强势导致公司收入增长乏力；尤其伊利、蒙牛自 17Q4 起持续加大市场投入抢夺市场份额，对核桃乳销售产生一定冲击，养元 18Q2 收入增速放缓、18Q3 负增长。公司即将推出的升级版新品五星六个核桃在口感、蛋白含量等方面有一定改善，着力于产品结构升级和渠道向上突破，产品定价提升 50% (90-100 元左右一箱)，形象提升明显，且场景消费有所改善，期待新品带动公司业绩转折。
- **渠道下沉空间有限，向上渗透有待验证。**自六个核桃推出以来，公司通过“深度分销+滚动复制”的方式实现快速扩张，目前在三四线及以下地区覆盖了 100 多万家终端，渗透率较高，未来渠道下沉空间有限；相比于三四线地区，一二线市场的覆盖率较低，公司自 2016 年起开始逐步向一二线城市渗透，通过经销商+直营模式布局商超、便利店、电商渠道，但进展相对缓慢，对收入增长贡献相对有限。短期看，商超终端依然快速增长，新品迎合一线消费趋势，但一线商超竞争压力较大，便利店红利公司难以享受，渠道升级有待于验证。
- **尝试消费场景扩充，但过程较为缓慢。**2018 年起公司进行了营销策略调整，加强消费者互动，试图挖掘“即饮”消费市场。1、寻找价值认同：贴近高考、进入互联网媒体、开展植入广告策略等，需要通过内容的渗透和传播来提升客户对产品价值的认同；2、全面体验：包括工厂开放，让消费者看到公司产品的真材实料和加工工艺，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。通过品牌年轻化及自下而上口碑营销的宣传方式实现消费场景扩充，打开成长空间。总体来看，即饮消费培育过程相对缓慢，公司如果能够加大餐饮渠道布局，有望带来起色。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.28 元、3.76 元、4.21 元，未来三年归母净利润复合增长率为 11%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销量或不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧的风险。

| 指标/年度          | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 7740.58 | 8121.52 | 9251.87 | 10265.29 |
| 增长率            | -13.03% | 4.92%   | 13.92%  | 10.95%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2309.88 | 2472.46 | 2831.37 | 3167.63  |
| 增长率            | -15.72% | 7.04%   | 14.52%  | 11.88%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 3.07    | 3.28    | 3.76    | 4.21     |
| 净资产收益率 ROE     | 31.48%  | 22.32%  | 24.24%  | 25.75%   |
| PE             | 14      | 13      | 11      | 10       |
| PB             | 4.43    | 2.93    | 2.78    | 2.64     |

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

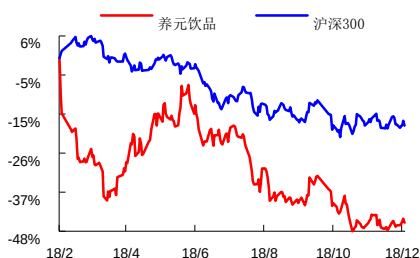
邮箱: lgg@swsc.com.cn

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) | 41.18-113.37 |
| 总市值(亿元)      | 324.66       |
| 总资产(亿元)      | 125.17       |
| 每股净资产(元)     | 14.54        |

### 相关研究

1. 养元饮品 (603156): Q3 业绩略低于预期, 新产品值得期待 (2018-10-26)
2. 养元饮品 (603156): “六个核桃”全方位升级, 打开核桃乳新局面 (2018-10-24)

## 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 .....      | 3  |
| 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 .....      | 6  |
| 3 公司分析：新产品值得期待，渠道向上渗透有待验证 .....  | 8  |
| 3.1 产品结构升级，新产品值得期待 .....         | 8  |
| 3.2 渠道下沉空间有限，向上渗透有待验证 .....      | 8  |
| 3.3 积极尝试消费场景扩充，引导“即饮”消费 .....    | 9  |
| 4 盈利预测与评级 .....                  | 10 |
| 5 风险提示 .....                     | 11 |

## 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 8：2017 年植物蛋白行业竞争格局.....          | 4 |
| 图 9：细分品类市场规模及龙头市占率（右轴）.....        | 4 |
| 图 10：植物蛋白行业收入及增速（右轴）.....          | 4 |
| 图 11：山寨植物蛋白产品.....                 | 5 |
| 图 12：养元、承德露露 2017 年年底以来收入增速企稳..... | 6 |
| 图 13：植物蛋白人均消费量（单位：kg）.....         | 7 |
| 图 14：植物蛋白市场规模及增速（右轴）预测.....        | 7 |
| 图 15：核桃乳行业竞争格局.....                | 8 |
| 图 16：公司经销与直销比例.....                | 9 |
| 图 17：公司终端结构.....                   | 9 |
| 图 18：养元广告宣传方式的演进.....              | 9 |

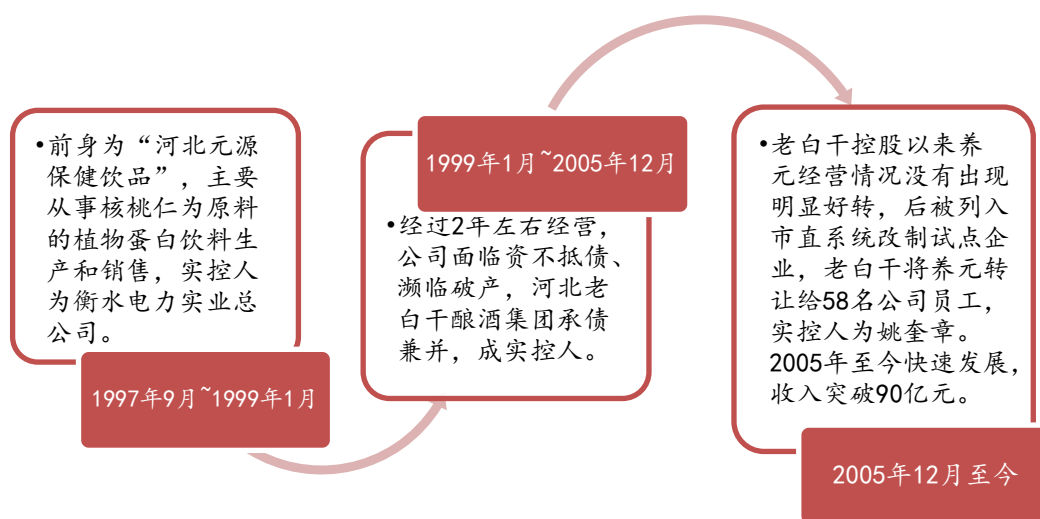
## 表 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表 1：植物蛋白主要品类及企业.....        | 3  |
| 表 2：礼品类饮料产品及价格.....         | 5  |
| 表 3：植物蛋白细分品类功能.....         | 6  |
| 表 4：食品饮料龙头企业在植物蛋白领域的布局..... | 7  |
| 表 5：分业务收入及毛利率.....          | 10 |
| 附表：财务预测与估值.....             | 12 |

## 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。

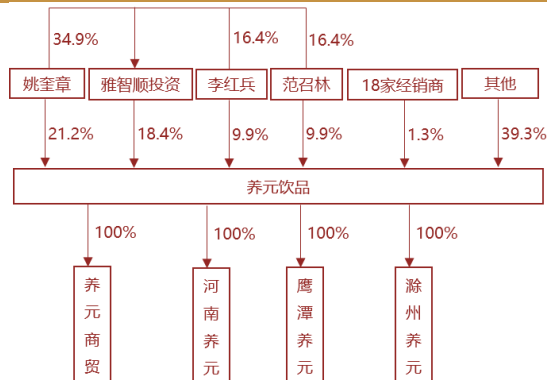
图 1：养元饮品发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

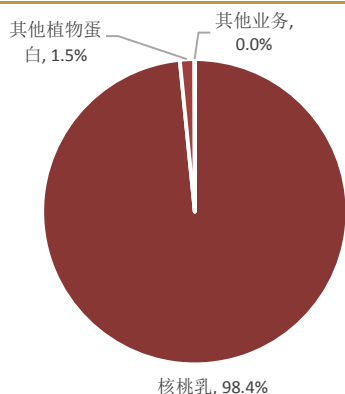
**公司股权结构：**截至 2018H1 公司董监高直接持股比例为 50.2%，此外通过员工持股平台雅智顺投资间接持有公司 18.4%的股权，合计持股比例约为 68.6%，所有权和经营权高度一致，激励充分；此外公司核心经销商通过参与增发的方式持有公司 1.3%的股份，实现利益绑定，调动经销商积极性。

图 2：养元饮品股权结构

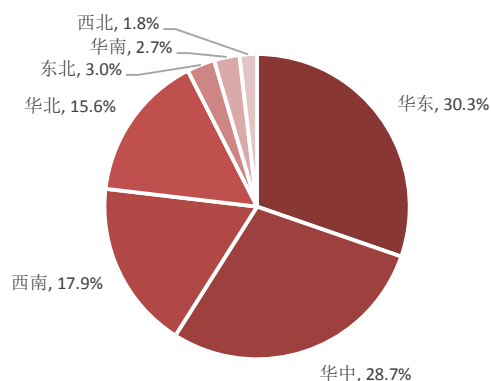


数据来源：公司公告，西南证券整理

**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。

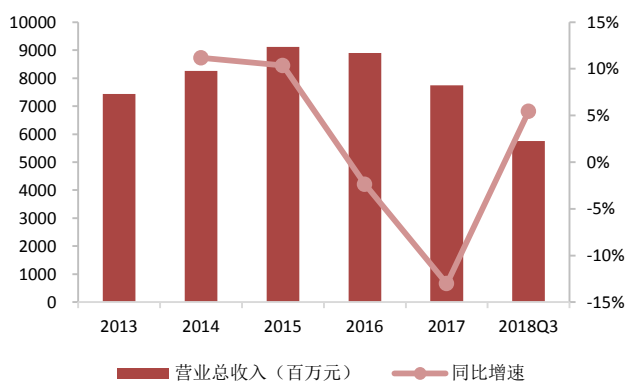
**图 3：公司 2017 年主营业务结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

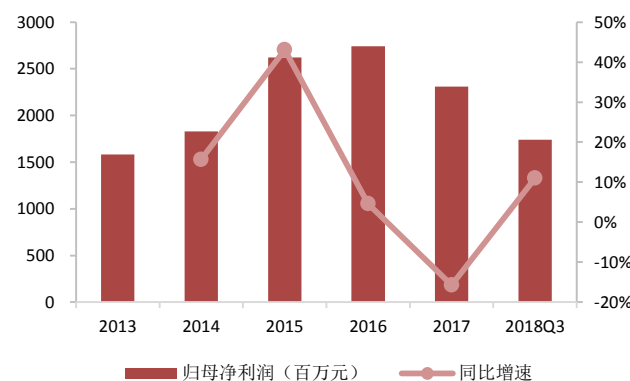
**图 4：公司销售区域分布**


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；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

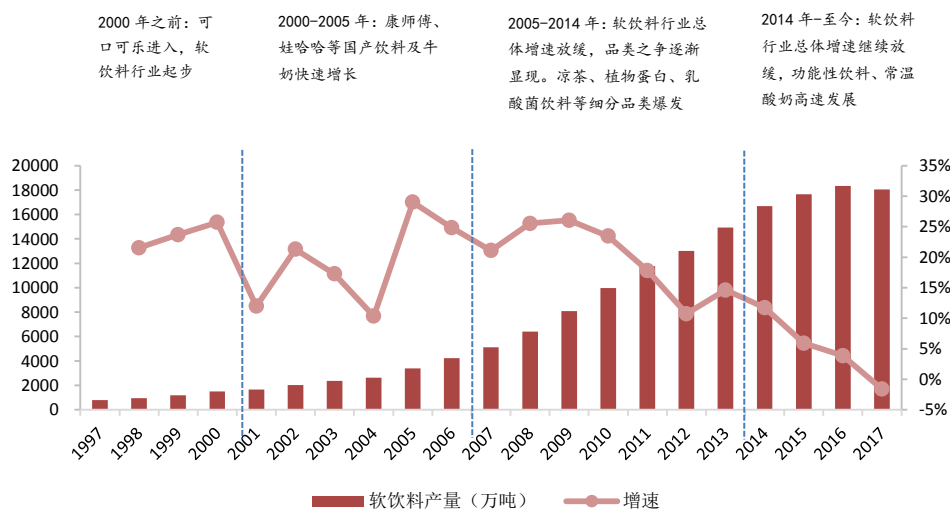
**图 6：公司 2013 年以来归母净利润及增速（右轴）**


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，未来随着消费升级持续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

### 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。

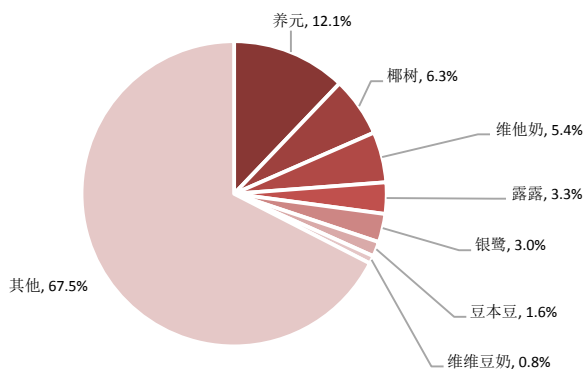
表 1：植物蛋白主要品类及企业

| 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

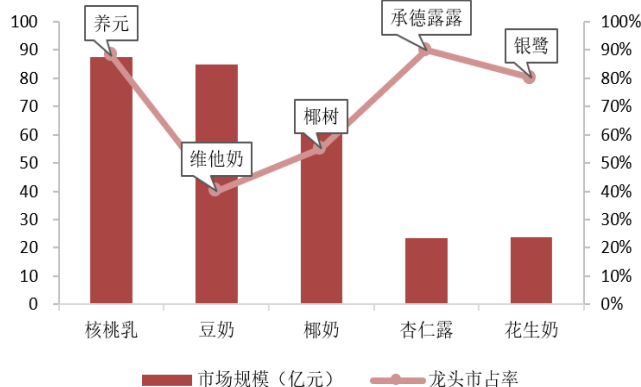
植物蛋白行业细分龙头共舞，总体较为分散。20 世纪 90 年代起，养元、承德露露、银鹭、海南椰汁、维维豆奶等企业相继布局植物蛋白市场，经过 20 多年的发展，各大企业占据各细分品类龙头地位，核桃乳、花生奶、杏仁露、椰奶龙头企业市占率均达到 80% 以上，豆奶龙头市占率也高达 40% 左右。但总体来看由于细分品类较多，植物蛋白行业总体集中度较低，CR3 为 24% 左右，行业集中度亟待提升。

图 8：2017 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 9：细分品类市场规模及龙头市占率（右轴）

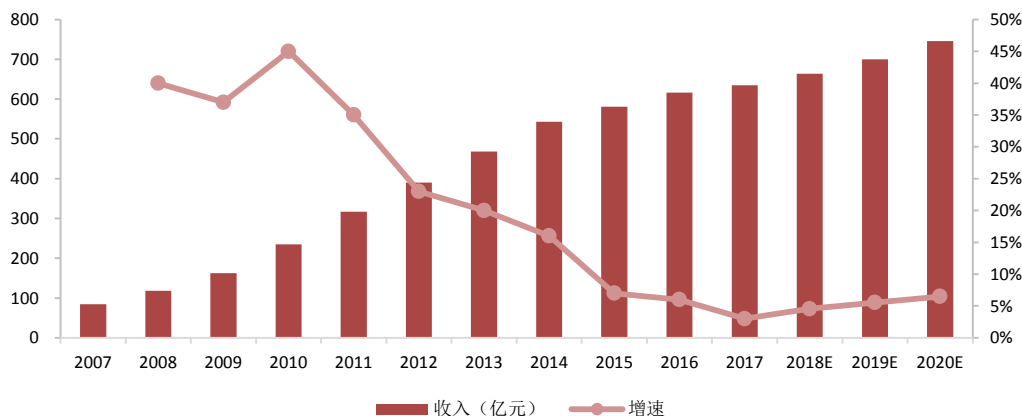


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 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 10：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 11：山寨植物蛋白产品



数据来源：西南证券整理

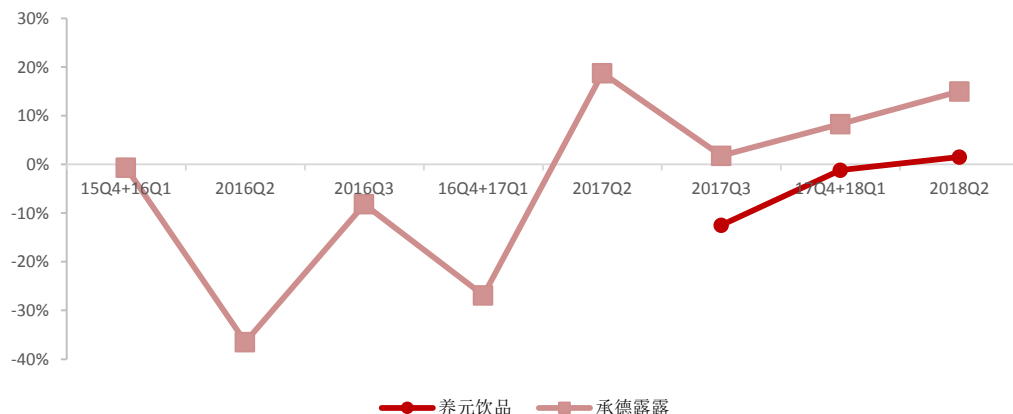
**竞品二：常温酸奶、高端白奶快速增长，跨品类挤压明显。**2014 年以来伊利、蒙牛、光明乳业等企业加大常温酸奶、高端白奶等品类的布局，通过持续的产品结构升级、渠道扩张以及品牌投入，近几年呈现爆发式增长。这类产品消费场景与植物蛋白饮料有一定重叠，尤其是礼品市场，与此同时植物蛋白企业渠道推广相对保守且产品结构老化严重，导致植物蛋白市场受到一定挤压。

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 12：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、调节非提特异免疫功能等      |
| 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。

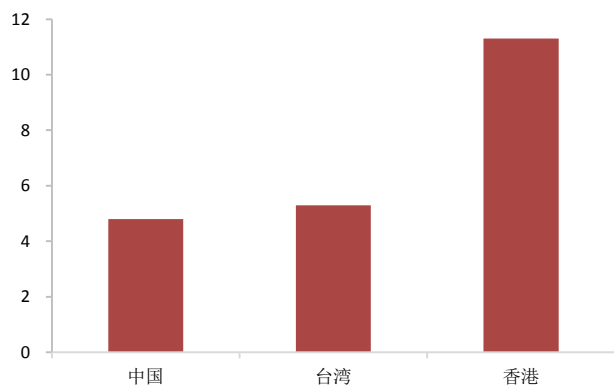
**表 4：食品饮料龙头企业在植物蛋白领域的布局**

| 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

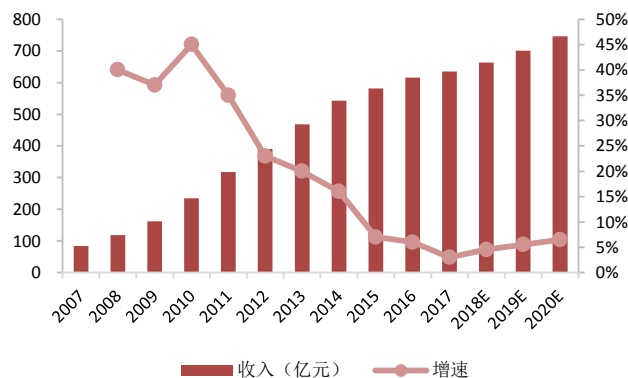
目前我国植物蛋白人均消费量为 4.8kg/年，与台湾、香港相比存在一定差距，未来提升空间较大。目前 2017 年植物蛋白市场规模为 630 亿元左右，对应 4.8Kg/年人均消费量，随着消费升级持续进行以及企业端合力推动，植物蛋白行业有望恢复稳定增长，预计到 2020 年，植物蛋白饮料市场规模有望达到 750 亿元左右，年均复合增速约为 5.5%，呈现稳定增长。

**图 13：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 14：植物蛋白市场规模及增速（右轴）预测**

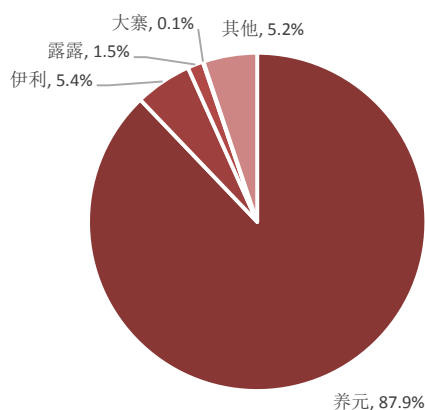


数据来源：中国饮料工业协会，西南证券整理

### 3 公司分析：新产品值得期待，渠道向上渗透有待验证

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 15：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，新产品值得期待

六个核桃上市以来一直主打礼品市场，过去几年产品升级换代停滞不前，同时酸奶、高端白奶等品类的快速放量对公司产生比较大的压力，核桃乳消费场景较为单一，品牌形象相对比较固化，拉力不足，而竞品较为强势导致公司收入增长乏力；尤其伊利、蒙牛自 17Q4 起持续加大市场投入抢夺市场份额，对核桃乳销售产生一定冲击，养元 18Q2 收入增速放缓、18Q3 负增长。公司即将推出的升级版新品五星六个核桃在口感、蛋白含量等方面有一定改善，着力于产品结构升级和渠道向上突破，产品定价提升 50%（90-100 元左右一箱），形象提升明显，且场景消费有所改善，期待新品带动公司业绩转折。

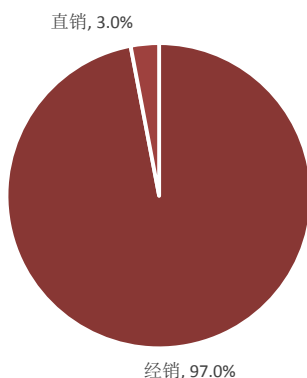
此外，养元在积极探索新品类。今年 6 月份公司推出了养元红枸杞饮料，目前处于试销阶段，借助现有渠道，探索跨界品类，寻找增长点。此外公司于 2017 年 12 月完成了另一重磅新品发酵核桃乳中试线调试工作，处于上市准备阶段，有望成为公司又一爆品。目前发酵乳行业仍处于快速增长阶段，植物蛋白相比于动物蛋白脂肪和胆固醇含量更低，优势明显；此外相对于原有产品，发酵乳口感更佳，风味受众群更加广泛，未来发展空间较大。

#### 3.2 渠道下沉空间有限，向上渗透有待验证

公司销售模式包括经销和直销，以经销为主。目前公司共有经销商 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。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，但主要集中在三四线及以下地区，一二线市场覆盖程度较低。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市场，通过经销商+直营模式布局商超、便利店、电商渠道，以点带面进行市场拓展，但进展相对缓慢，对收入增长贡

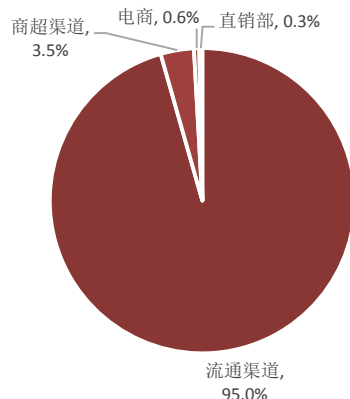
献相对有限。短期看，商超终端依然快速增长，新品迎合一线消费趋势，但一线商超竞争压力较大，便利店红利公司难以享受，渠道升级有待于验证。

图 16：公司经销与直销比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司终端结构

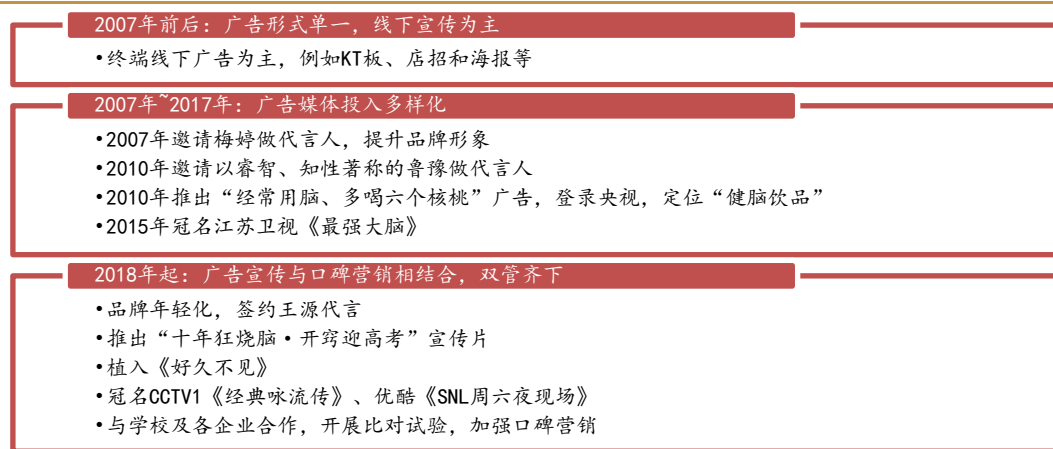


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 积极尝试消费场景扩充，引导“即饮”消费

“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，试图挖掘“即饮”消费市场。1、寻找价值认同：贴近高考、进入互联网媒体、开展植入广告策略等，需要通过内容的渗透和传播来提升客户对产品价值的认同；2、全面体验：包括工厂开放，让消费者看到公司产品的真材实料和加工工艺，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。通过品牌年轻化及自下而上口碑营销的宣传方式实现消费场景扩充，打开成长空间。总体来看，即饮消费培育过程相对缓慢，公司如果能够加大餐饮渠道布局，有望带来起色。

图 18：养元广告宣传方式的演进



数据来源：西南证券整理

## 4 盈利预测与评级

### 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 5%、13%、10%，对应销量为 87 万吨、98 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 50%、51%、52%。

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 5：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元       | 2015A  | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>合计</b>    |        |        |        |        |        |         |
| 营业收入         | 9117.3 | 8900.3 | 7740.6 | 8121.5 | 9251.9 | 10265.3 |
| yoy          | 10.4%  | -2.4%  | -13.0% | 4.9%   | 13.9%  | 11.0%   |
| 营业成本         | 4896.0 | 4456.4 | 4036.5 | 4069.5 | 4543.4 | 4938.6  |
| 毛利率          | 46.3%  | 49.9%  | 47.9%  | 49.9%  | 50.9%  | 51.9%   |
| <b>核桃乳</b>   |        |        |        |        |        |         |
| 收入           | 8696.8 | 8634.4 | 7618.7 | 7999.6 | 9130.0 | 10143.4 |
| yoy          |        | -0.7%  | -11.8% | 5.0%   | 14.1%  | 11.1%   |
| 销量（万吨）       | 97.2   | 98.0   | 82.9   | 87.1   | 98.4   | 108.2   |
| yoy          |        | 0.8%   | -15.4% | 5.0%   | 13.0%  | 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 | 3999.8 | 4473.7 | 4868.8  |
| 毛利率          | 46.3%  | 50.0%  | 47.9%  | 50.0%  | 51.0%  | 52.0%   |
| <b>核桃杏仁露</b> |        |        |        |        |        |         |
| 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%   |
| <b>核桃花生露</b> |        |        |        |        |        |         |
| 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%   |
| <b>果仁露</b>   |        |        |        |        |        |         |
| 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     |

| 单位：百万元      | 2015A | 2016A  | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 毛利率         | 43.6% | 46.1%  | 38.5%  | 38.0% | 38.0% | 38.0% |
| <b>其他业务</b> |       |        |        |       |       |       |
| 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% |
| <b>其他产品</b> |       |        |        |       |       |       |
| 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

**结论与评级：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.28 元、3.76 元、4.21 元，未来三年归母净利润复合增长率为 11%，维持“买入”评级。

## 5 风险提示

产品销量或不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧的风险。

**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         | 8121.52         | 9251.87         | 10265.29        | 净利润               | 2309.88         | 2472.46        | 2831.37         | 3167.63         |
| 营业成本          | 4036.52         | 4069.55         | 4543.42         | 4938.56         | 折旧与摊销             | 63.76           | 56.86          | 56.86           | 56.86           |
| 营业税金及附加       | 80.88           | 84.46           | 96.22           | 106.76          | 财务费用              | -2.01           | -13.03         | -27.17          | -32.95          |
| 销售费用          | 1073.06         | 1136.87         | 1303.43         | 1446.20         | 资产减值损失            | -31.80          | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 65.11           | 83.05           | 110.81          | 133.21          | 经营营运资本变动          | -1301.98        | 2529.68        | 1088.97         | 874.53          |
| 财务费用          | -2.01           | -13.03          | -27.17          | -32.95          | 其他                | 1095.07         | -270.00        | -298.00         | -301.00         |
| 资产减值损失        | -31.80          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>2132.91</b>  | <b>4775.98</b> | <b>3652.03</b>  | <b>3765.08</b>  |
| 投资收益          | 335.80          | 270.00          | 300.00          | 300.00          | 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         | 270.00         | 300.00          | 300.00          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 280.00          | 250.00          | 250.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1076.94</b> | <b>270.00</b>  | <b>300.00</b>   | <b>300.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>3077.92</b>  | <b>3310.61</b>  | <b>3775.17</b>  | <b>4223.51</b>  | 短期借款              | 0.00            | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | 2.00            | -14.00          | 0.00            | 0.00            | 长期借款              | 0.00            | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>3079.92</b>  | <b>3296.61</b>  | <b>3775.17</b>  | <b>4223.51</b>  | 股权融资              | 0.00            | 3389.33        | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 770.04          | 824.15          | 943.79          | 1055.88         | 支付股利              | -990.00         | -2078.89       | -2225.21        | -2548.24        |
| 净利润           | 2309.88         | 2472.46         | 2831.37         | 3167.63         | 其他                | -157.62         | -30.33         | 27.17           | 32.95           |
| 少数股东损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1147.62</b> | <b>1280.11</b> | <b>-2198.04</b> | <b>-2515.28</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 2309.88         | 2472.46         | 2831.37         | 3167.63         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-91.65</b>   | <b>6326.09</b> | <b>1753.99</b>  | <b>1549.80</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                 |                 |
| 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          | 6886.67         | 8640.66         | 10190.46        | <b>成长能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 116.69          | 133.82          | 144.76          | 159.83          | 销售收入增长率           | -13.03%         | 4.92%          | 13.92%          | 10.95%          |
| 存货            | 886.85          | 894.10          | 996.22          | 1084.03         | 营业利润增长率           | -10.73%         | 7.56%          | 14.03%          | 11.88%          |
| 其他流动资产        | 7570.25         | 5278.99         | 4625.93         | 4106.12         | 净利润增长率            | -15.72%         | 7.04%          | 14.52%          | 11.88%          |
| 长期股权投资        | 1109.50         | 1109.50         | 1109.50         | 1109.50         | EBITDA 增长率        | -10.43%         | 6.84%          | 13.43%          | 11.63%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 698.51          | 655.62          | 612.72          | 569.83          | 毛利率               | 47.85%          | 49.89%         | 50.89%          | 51.89%          |
| 无形资产和开发支出     | 132.77          | 118.80          | 104.83          | 90.86           | 三费率               | 14.68%          | 14.86%         | 14.99%          | 15.06%          |
| 其他非流动资产       | 114.95          | 114.95          | 114.95          | 114.95          | 净利率               | 29.84%          | 30.44%         | 30.60%          | 30.86%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>11190.11</b> | <b>15192.45</b> | <b>16349.58</b> | <b>17425.58</b> | ROE               | 31.48%          | 22.32%         | 24.24%          | 25.75%          |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 20.64%          | 16.27%         | 17.32%          | 18.18%          |
| 应付和预收款项       | 3681.24         | 3943.37         | 4484.58         | 4933.04         | ROIC              | 43.35%          | 53.13%         | 99.48%          | 170.79%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 40.56%          | 41.30%         | 41.13%          | 41.38%          |
| 其他负债          | 171.96          | 172.64          | 182.41          | 190.55          | <b>营运能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>3853.20</b>  | <b>4116.01</b>  | <b>4666.98</b>  | <b>5123.58</b>  | 总资产周转率            | 0.74            | 0.62           | 0.59            | 0.61            |
| 股本            | 495.00          | 753.27          | 753.27          | 753.27          | 固定资产周转率           | 11.31           | 12.71          | 15.52           | 18.55           |
| 资本公积          | 0.00            | 3346.28         | 3346.28         | 3346.28         | 应收账款周转率           | 387.57          | 467.49         | 491.24          | 475.81          |
| 留存收益          | 6798.55         | 6976.90         | 7583.06         | 8202.45         | 存货周转率             | 5.09            | 4.57           | 4.80            | 4.74            |
| 归属母公司股东权益     | 7336.91         | 11076.44        | 11682.60        | 12302.00        | 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            | <b>资本结构</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>7336.91</b>  | <b>11076.44</b> | <b>11682.60</b> | <b>12302.00</b> | 资产负债率             | 34.43%          | 27.09%         | 28.54%          | 29.40%          |
| 负债和股东权益合计     | 11190.11        | 15192.45        | 16349.58        | 17425.58        | 带息债务/总负债          | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%           | 0.00%           |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.43            | 3.28           | 3.15            | 3.09            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 2.19            | 3.05           | 2.93            | 2.87            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 42.86%          | 84.08%         | 78.59%          | 80.45%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 3.07            | 3.28           | 3.76            | 4.21            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 9.74            | 14.70          | 15.51           | 16.33           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.83            | 6.34           | 4.85            | 5.00            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 1.31            | 2.76           | 2.95            | 3.38            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           |                   |                 |                |                 |                 |
| EBITDA        | 3139.67         | 3354.45         | 3804.86         | 4247.42         |                   |                 |                |                 |                 |
| PE            | 14.06           | 13.13           | 11.47           | 10.25           |                   |                 |                |                 |                 |
| PB            | 4.43            | 2.93            | 2.78            | 2.64            |                   |                 |                |                 |                 |
| PS            | 4.19            | 4.00            | 3.51            | 3.16            |                   |                 |                |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 6.58            | 7.59            | 6.23            | 5.22            |                   |                 |                |                 |                 |
| 股息率           | 3.05%           | 6.40%           | 6.85%           | 7.85%           |                   |                 |                |                 |                 |

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       |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 15558686883   | 15558686883 | ybz@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       |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶    | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |