

承德露露 (000848)

边际改善或逐步落地，露露有望迎来再次腾飞

承德露露是我国植物蛋白饮料细分赛道的龙头，从97年上市至今，历经股改、快速发展等阶段，近几年营收维持在20亿规模，发展进入瓶颈阶段。公司近几年发展放缓，主因一是软饮料行业供给增加，行业多元化致使公司需求有所分流；二是公司产品运作思路老化，产品形象等与目前消费趋势有所脱节；三是公司管理层变动频繁，使得其管理思路无法得到贯彻；四是因官司等原因，公司发展有所束缚，市场开拓放缓。

我们认为公司正迎来边际向好机会，一方面公司资质优秀，其主力产品杏仁露在北方地区具备较强的用户基础，基本盘稳定，同时财务数据健康，分红稳定，是一块优质资产。另一方面，公司管理层与年初进行更替，管理层整体运营思路打开，1) 组织架构上，积极引入行业优秀人才进行团队补充，从而对行业年轻化趋势有更好的把握，同时推进股权激励，以期给团队予以强激励；2) 运作思路，不再拘泥于南方露露官司和老品市场，积极推进新品研发，同时逐渐恢复南方市场的销售；3) 新品和渠道上，新品或朝着功能化卖点进行挖掘，同时在产品包装形式上有望进行年轻化设计，同时推动渠道精耕和开拓。未来随着人才引入、股权激励、新品推出等落地，公司有望迎来积极变化。

- ◆ 新品研发和营销方面，通过逐渐丰富的产品系列拓展新消费场景和消费人群，满足新一代消费者多样化的消费需求。另一方面，保持品牌宣传力度，加强费效比管理，并利用互联网开展线上营销，提升线上销售额占比，并在营销过程中宣传“健康”、“年轻”等概念，打破公司原有保守的品牌形象，增强产品对年轻一代消费者吸引力。
- ◆ 渠道建设方面，线下渠道，公司将在现有销售区域内继续深耕细作，不断提高渠道终端覆盖率，并在继续发展传统渠道的同时，开拓团购渠道和以学校、火车站等场景为代表的特殊渠道。线上渠道方面，公司通过电商平台加强线上销售力度，并尝试直播带货等新兴销售方式，紧跟当下消费潮流。
- ◆ 除此之外，公司还将从外部吸收快消品行业中高端人才，并配合股权激励推进外部招聘。目前公司核心管理层虽管理经验较为丰富，但均非快消品行业出身，短期内对于行业理解及未来发展方向判断或存在一定短板。随着更多具备丰富从业经验和专业知识的行业专业人才加入公司团队，公司管理经营水平将得到进一步提升。

投资建议：我们预计公司2021-2023年实现营收27.50/33.85/43.11亿元，同比+47.80%/23.09%/27.35%，实现归母净利润5.55/7.05/9.24亿元，同比+28.36%/27.01%/31.13%，EPS分别为0.52/0.65/0.86元。采用可比公司估值法，给予公司21年25倍PE，对应目标价13元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；产品结构相对单一；产品质量风险；新品铺货速度不达预期风险；疫情对公司经营造成不利影响；专利权和商标权法律纷争影响业务发展的风险；公司近期股票交易存在异动。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,255.39	1,860.64	2,749.99	3,385.07	4,310.87
增长率(%)	6.29	(17.50)	47.80	23.09	27.35
EBITDA(百万元)	653.64	602.39	752.50	952.23	1,237.48
净利润(百万元)	464.87	432.19	554.74	704.60	923.93
增长率(%)	12.54	(7.03)	28.36	27.01	31.13
EPS(元/股)	0.43	0.40	0.52	0.65	0.86
市盈率(P/E)	24.31	26.15	20.37	16.04	12.23
市净率(P/B)	5.66	5.13	4.61	4.13	3.64
市销率(P/S)	5.01	6.07	4.11	3.34	2.62
EV/EBITDA	8.44	8.84	10.63	8.82	5.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.5元
目标价格	13.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,076.42
流通A股股本(百万股)	1,076.39
A股总市值(百万元)	11,302.40
流通A股市值(百万元)	11,302.12
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	21.25
一年内最高/最低(元)	11.29/6.09

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 分析师
SAC执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕杏仁露领域，公司基本面扎实，厚积薄发.....	4
1.1. 杏仁露第一品牌，品类形象深入人心.....	4
1.2. 公司北方市场具备深厚群众基础，营收规模持续稳定.....	5
1.3. 公司盈利能力持续提升，现金流充沛，分红稳定.....	7
2. 经营思路积极改变，股权激励有望落地，公司发展或突破增长瓶颈.....	9
2.1. 新管理层上任或为公司带来新的经营思路.....	9
2.2. “产品+营销”双管齐下，积极顺应时代趋势.....	11
2.2.1. 植物蛋白饮料处于行业风口，杏仁露大单品潜能仍具挖掘空间.....	11
2.2.2. 存量时代软饮行业市场风向难预测，管理层运作思路是关键.....	13
2.2.3. “产品+营销”双管齐下，公司有望突破增长瓶颈.....	13
2.3. 渠道精耕细作持续推进，积极开拓南方市场.....	14
3. 投资建议：优质资产+边际变化=戴维斯双击.....	16
3.1. 主营业务拆分：.....	16
3.2. 盈利预测与投资建议：.....	16
4. 风险提示：.....	16

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司近 10 年营收情况.....	5
图 3：2011 年-2020 年公司杏仁露系列营收占比情况.....	5
图 4：2018-2020 年杏仁露系列产品销售量、生产量、库存量情况.....	5
图 5：2019、2020 年公司分地区营收（亿元）.....	6
图 6：2020 年公司分地区营收占比情况.....	6
图 7：公司净利润情况.....	7
图 8：公司吨价及吨成本.....	8
图 9：公司毛利率.....	8
图 10：公司期间费用率.....	8
图 11：公司销售费用及增速.....	8
图 12：公司经营性现金流情况.....	9
图 13：公司现金分红及现金分红比例.....	9
图 14：软饮行业主要上市公司现金分红比例.....	9
图 14：公司领导层变动情况.....	10
图 16：新任管理层上任后公司经营变化.....	11
图 17：植物蛋白饮料市场规模.....	11
图 18：植物蛋白饮料行业产量.....	11
图 19：植物蛋白饮料消费者年龄结构.....	12
图 20：植物蛋白饮料消费者所在城市结构.....	12

图 21: 2019 年植物蛋白饮料市场结构	12
图 22: 2019 年植物蛋白细分领域龙头市场份额	12
图 23: 植物蛋白饮料细分领域市场规模 (亿元)	12
图 24: 我国软饮料产量及销量情况	13
图 25: 我国软饮料市场规模 (亿元)	13
图 26: 推新概念的投资逻辑	13
图 27: 公司产品及营销创新	14
图 28: 承德露露商标纠纷过程	15
表 1: 公司产品矩阵	6
表 2: 公司销售团队规模 (人)	15
表 3: 主营业务拆分:	16
表 4: 可比公司估值情况	16

1. 深耕杏仁露领域，公司基本面扎实，厚积薄发

1.1. 杏仁露第一品牌，品类形象深入人心

河北承德露露股份有限公司创立于 1950 年，是生产植物蛋白饮料专业化龙头企业，国内最大杏仁露生产厂家。公司的主营业务是饮料的生产和销售，核心产品是植物蛋白饮料露露牌杏仁露，连续四年在全国产品竞争力排行榜上名列国内饮料前三名，2019 年在国内杏仁露市场占有 90% 以上的市场份额，深受广大消费者喜爱。目前公司已拥有河北承德、北京怀柔、河北廊坊、河南郑州四个生产基地，年生产能力达 40 万吨，助力公司持续稳健发展。公司七十余年发展历程总体可划分为四个阶段：

- 起步阶段（1950-1996）：**1950 年，承德露露的前身承德市罐头厂成立。1974 年工厂管理层开始投入人力物力开发杏仁饮料，并于 1975 年开发出世界首款植物蛋白饮料——杏仁露。之后受 1989 年西方国家制裁以及 1991 年前苏联解体的影响，承德罐头食品厂罐头出口业务全面萎缩，而杏仁露却连创佳绩，年销售超过 200 万，故此工厂放弃生产罐头，将杏仁露作为工厂唯一产品向全国市场推出。露露公司以市场需求为导向，在整个罐头行业低迷时期，依托当地丰富的山杏仁资源，开发生产了拥有自主知识产权的杏仁露，奠定了露露腾飞的基础。
- 股改阶段（1997-2008）：**1997 年河北承德露露股份有限公司在深交所成功上市，成为国内植物蛋白饮料行业第一家上市公司，被国家批准为绿色食品、保健食品。通过上市募集的资金全部用于技术改造，使企业技术装备达到国际领先水平。2006 年经过国企改制，万向集团（国内五百强企业）持有公司 42.55% 股份，成为公司第一大股东。
- 成长阶段（2009-2013）：**随着消费市场升级，消费者的消费偏好也逐渐发生变化，更可持续、更健康乐活的生活方式日益受到全球消费者追捧，“营养+健康”观念逐渐深入人心，市场对以植物蛋白饮料为代表的健康产品需求不断增加，杏仁露产品也形成快速扩张趋势。在 2009 年-2013 年，承德露露产品销售增长迅速，营业收入从 2009 年 13.29 亿元迅速增加至 2013 年 26.33 亿元，实现翻倍增长。
- 平稳阶段（2014-2020）：**此阶段，公司持续保持稳定发展。2014 年露露股份起草的杏仁露标准被确定为国家标准并于 2015 年 12 月实施，之后公司也一直在不断精进、优化产品，带领行业共同实现产业规范和消费升级。但由于产品结构单一、创新力缺乏，露露在 2015 年-2017 年经历了长达三年的业绩迟缓期。2018 年露露推出热饮款露露杏仁露，旨在用好的营养载体和热饮更健康的理念，满足消费者特别是城市年轻白领人群对品质健康生活的追求。露露杏仁露所代表的高端植物蛋白饮品或将成为继牛奶之后绿色营养早餐的又一选择。

图 1：公司历史沿革

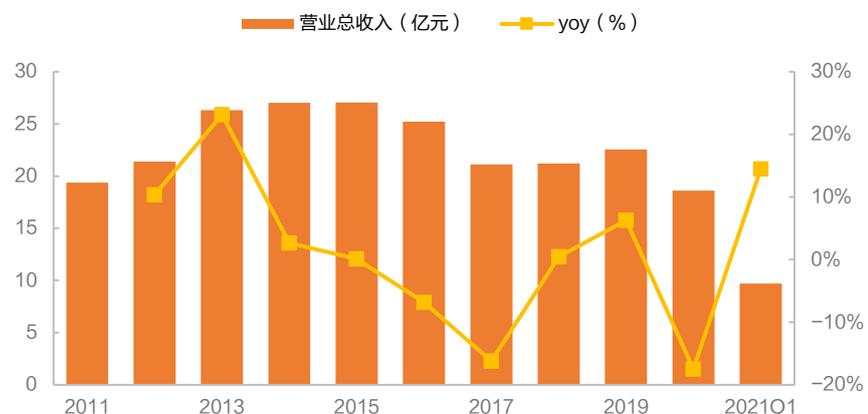
1950	• 露露股份的前身承德市罐头食品厂成立
1975	• 露露股份开发出世界首款植物蛋白饮料——杏仁露
1989	• 露露商标注册成功
1990	• 露露杏仁露完成专利注册
1991	• 承德市罐头食品厂全面放弃罐头生产，推出杏仁露
1992	• 露露完成海外商标注册
1997	• 公司在深交所上市，并被国家卫生部批准为保健食品
1998	• 被中国绿色食品发展中心批准为绿色食品
1999	• 国家工商局商标局认定“露露”商标为中国驰名商标
2001	• 万向投资持有承德露露 26% 股份，成为公司第二大股东
2006	• 承德露露定向回购并注销露露集团所持国家股。万向集团持有公司 42.55% 股份，成为第一大股东
2007	• 公司以 3.01 亿元购买原露露集团的商标等无形资产
2014	• 露露股份起草的杏仁露标准确定为国家标准
2018	• 露露推出热饮款露露杏仁露

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司北方市场具备深厚群众基础，营收规模持续稳定

公司近年来营收规模总体稳定，其深厚市场基础与实力底蕴助力公司稳健增长。2020 年公司乃至整个饮料行业整体受疫情影响较大，公司业绩有所承压，营业收入有所下滑，公司全年实现营业收入 18.61 亿元，同比-17.47%。公司近几年发展有所承压，但其基地市场稳固、用户基础较强，规模基本稳定在 20 亿左右。2018 年、2019 年公司营业收入分别为 21.22 亿元、22.55 亿元，同比+0.48%、+6.29%。公司营收进入瓶颈，我们认为一是公司产品结构单一，营销策略落后等问题逐渐显现，公司自成立至今几乎只有杏仁露一款核心产品，且公司在产品包装、营销方式等方面进化缓慢，产品包装更新周期长达十年，无法满足快速变化的市场需求；二是近几年公司频繁换帅，影响公司团队凝聚力并导致战略无法长期得到执行；三是软饮料行业竞争加剧以及南方露露官司影响导致公司运作思路守旧。但尽管公司存在多重内外压力，公司依然能在整体经营没有较大动作的情况下，维持相对稳定的业绩表现，足见公司仍然具备较为深厚的竞争实力和市场基础，未来随着内部管理和外部环境的改善，业绩将有望实现突破。

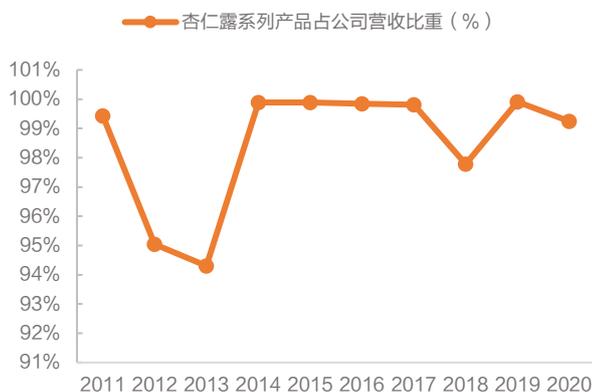
图 2：公司近 10 年营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

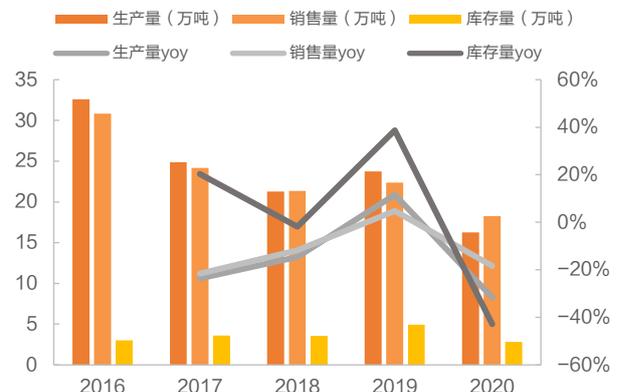
公司目前形成了以杏仁露为主、其他植物蛋白饮料为辅的产品序列。公司主导产品是露露牌杏仁露，该系列产品为其主要收入及盈利来源。杏仁露作为公司业绩基本盘总体表现稳定，2017-2020 该产品分别实现营业收入 21.08/20.75/22.53/18.47 亿元，在总营收中贡献占比 99.81%/97.79%/99.91%/99.25%，为公司核心收入来源。销量方面，公司杏仁露系列产品 2020 年销售量为 18.26 万吨，占产品总销量的 99.27%，生产量为 16.24 万吨，占产品总销量的 98.83%，产销率高达 112%。未来，杏仁露仍将作为公司主要产品继续助力业绩发展，杏仁露产品作为公司基本盘也将支撑公司未来长期业绩稳定性。

图 3：2011 年-2020 年公司杏仁露系列营收占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2018-2020 年杏仁露系列产品销售量、生产量、库存量情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 1: 公司产品矩阵

名称	目标人群	产品卖点	产品图片
经典款露露杏仁露	城市年轻白领人群	产品家喻户晓, 特有石磨研磨工艺精制而成, 入口香浓丝滑	
热饮款露露杏仁露	城市年轻白领人群	43° 原生态野山杏仁研磨而成; 适合加热饮用、适合早餐	
无糖款露露杏仁露	对糖分摄入有特殊要求人群	添加木糖醇、低聚糖等益生因子, 改善肠道功能, 改善细胞膜健康	
小露露杏仁露	6-18 岁青少年	植物蛋白含量 ≥ 1.2g/100ml, 北纬 43° 野山杏仁为原料	

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司北方市场基本盘稳定, 并且持续向长江以南地区渗透。承德露露在 1997 年已在全国初步形成以 24 个大城市为轴心, 覆盖全国 140 个地级市的销售网络。目前公司的主要优势区域在华北、东北、西北及中原等地区。受益于在北方市场的多年深耕, 公司产品在北方知名度及渗透率极高, 且几乎成为节日必备刚需饮品。2020 年, 北部地区、中部地区以及其他地区分别实现营收 17.10/1.08/0.42 亿元, 同比 -16.94%/-17.04%/-36.15%, 营收占比分别为 91.93%/5.83%/2.25%。由此可见, 北部地区在公司的营业收入上占据主导地位。公司南方市场收入较少主因其与汕头露露之间法律纠纷, 该纠纷导致公司主力产品杏仁露无法顺利进入南方市场。但公司近年来已开始不断开拓市场范围, 持续推动向南方发展。目前, 公司的核桃露、果仁核桃露系列产品已在南方部分城市试点销售, 力图打开南方市场。

图 5: 2019、2020 年公司分地区营收 (亿元)

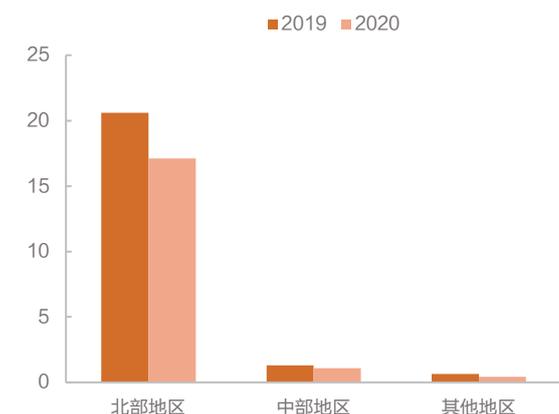
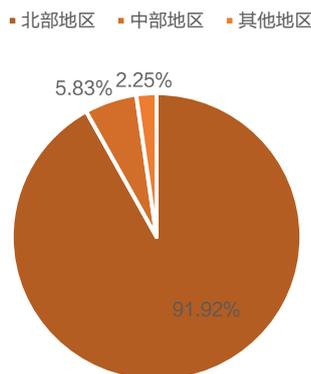


图 6: 2020 年公司分地区营收占比情况



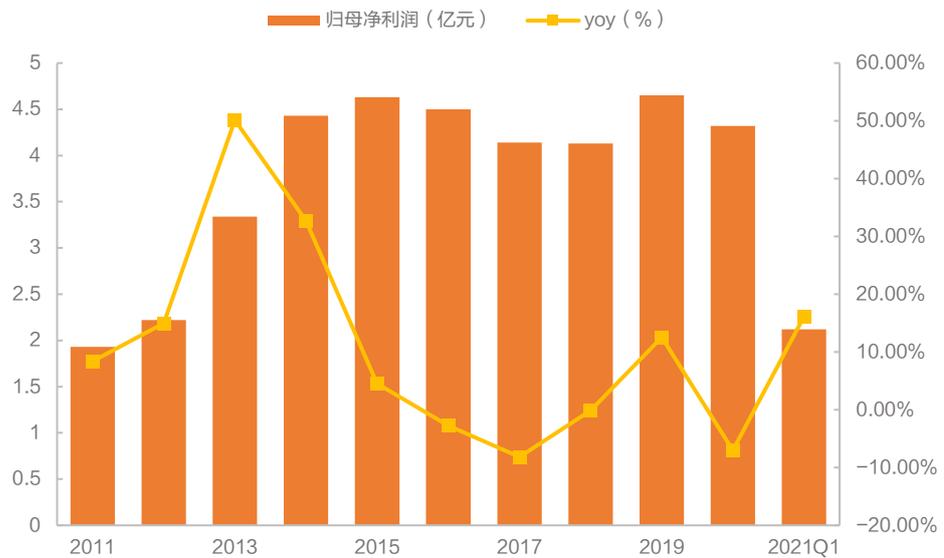
资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 公司盈利能力持续提升，现金流充沛，分红稳定

2020 年由于疫情的负向冲击,公司利润有所下滑,实现归母净利润 4.32 亿元,同比-7.03%。疫情前公司业绩较为稳定,2018 年、2019 年公司实现归母净利润 4.13 亿元,4.65 亿元,同比-0.13%, +12.54%。疫情冲击缓解后,公司迅速调整,业绩持续恢复,2021 年一季度实现归母净利润实现 2.12 亿元,同比+16.14%。我们预计公司盈利能力有望持续提升,主因其产品独特的需求属性、细分市场内稳固的垄断地位和高效的费用投放管理。

图 7: 公司净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

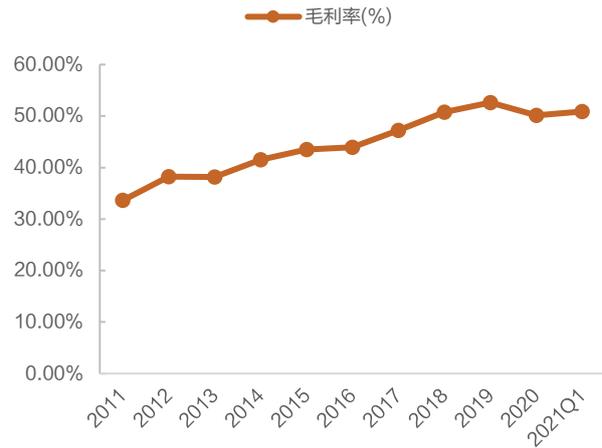
- 较高的消费粘性和领先的市场地位，公司吨价涨幅总体高于吨成本上升。**公司产品在市场销售多年，深受消费者喜爱，尤其在北方市场几乎成为节日必备饮品，已具备一定刚需属性，并且公司在杏仁露市场具有领先地位，使得其具有较强定价权。2016 年产品吨价为 8180.85 元/吨，2020 年上涨至 10115.72 元/吨，CAGR 为 5.45%。另外，公司成立于我国主要山杏产区承德市，具有低成本采购优质山杏仁的先天优势。随着郑州、北京、廊坊等地工厂的建立，公司进一步增强了其对产业链上游的控制能力，同时公司还通过建立原材料收购站，杏仁基地示范区等方式使得其在原材料采购方面具有较强议价权。因此，公司能够有效控制成本，使得吨成本保持在合理区间运行。凭借在杏仁露市场的垄断地位及上游原材料采购的先天优势，公司毛利率持续提升，2011 年至 2020 年十年间，公司销售毛利率从 33.62%，上升至 50.13%，产品盈利能力持续增强。

图 8：公司吨价及吨成本



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

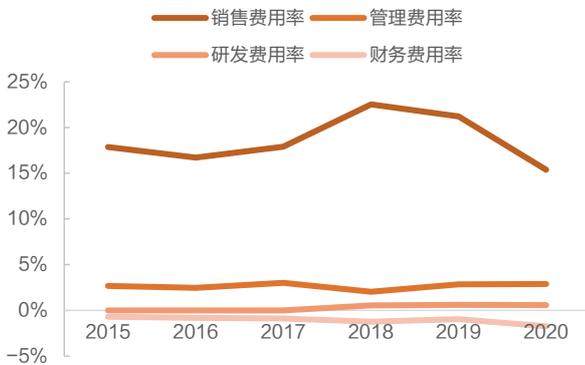
图 9：公司毛利率



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

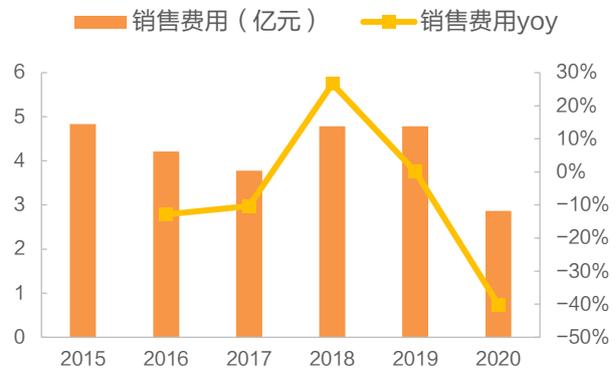
- 产品营销加码，费用投入高效稳定。**公司销售费用是期间费用的主要组成部分，每年销售费用支出远超管理费用等其他费用，销售费用率常年稳定在 15%-20%左右。2018 年公司加大产品营销力度，致使广告费用出现明显增加，销售费用达到 4.78 亿元，同比增长 26.61%，销售费用率从 2016 年的 16.71% 增长至 2018 年的 22.53%，其中 2018 年增量主要来自于广告费用支出增加 0.85 亿元。2020 年因疫情影响导致销售费用有所减少，2020 年全年销售费用为 2.86 亿元，同比-40.17%，主因广告促销费用同比-40.81%以及新的会计准则下运输费用计入营业成本，销售费用率下降到 15.38%。总的来看，公司近年来注重产品营销，不断加大营销宣传力度，预计销售费用率将回到 19 年水平，并保持稳定，而管理费用率等或有所优化，助力公司盈利能力持续提升。

图 10：公司期间费用率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

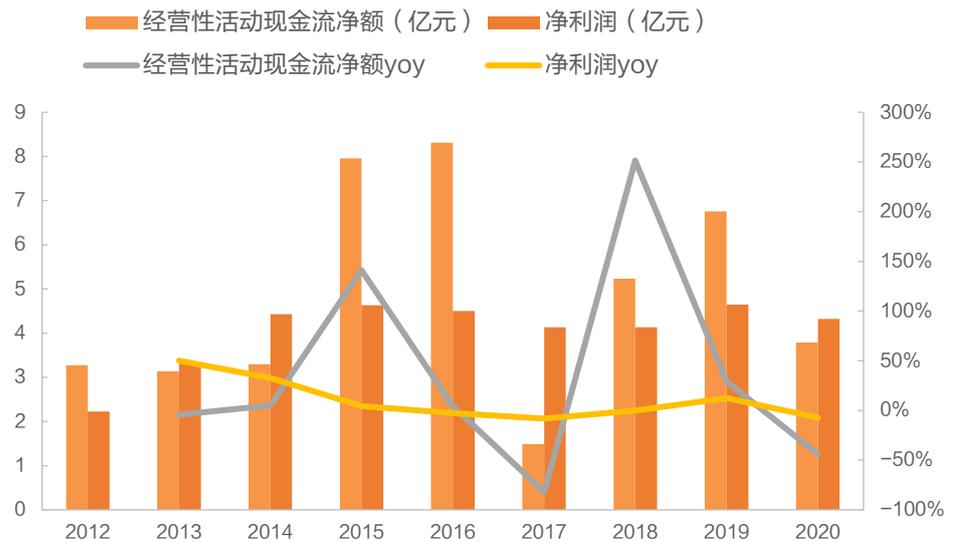
图 11：公司销售费用及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

现金流较为充足，整体保持稳健。公司主营业务造血能力充足，近年来经营性现金流较为充沛，虽短期来看存在一定波动但长期整体与公司净利润情况相匹配，2018-2020 年经营活动现金流净额分别为 5.23/6.75/3.79 亿元，除 2017 年受业绩波动及 2020 年受疫情影响现金流净额稍低外，公司现金流整体情况较为稳定。

图 12：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

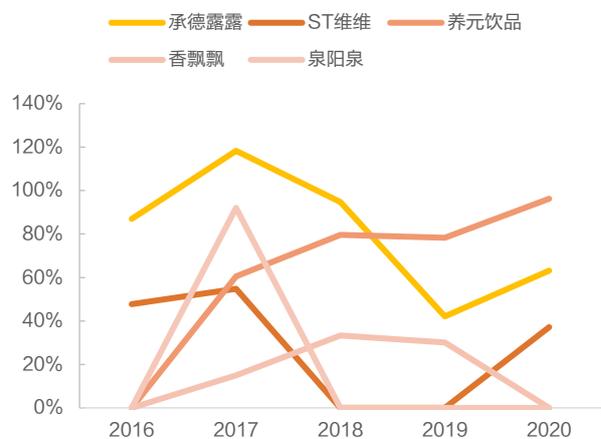
公司近年来保持了较高比例现金分红。2018-2020 年现金分红金额分别为 3.91/1.96/2.73 亿元，占归母净利润比率分别为 94.76%/42.10%/63.19%，近五年现金分红比例始终高于行业平均水平，对股东回馈较为稳定。公司基本盘扎实、分红稳定，是二级市场“现金牛”的代表，而充沛的现金流也为公司未来的发展蓄力。

图 13：公司现金分红及现金分红比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：软饮行业主要上市公司现金分红比例



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 经营思路积极改变，股权激励有望落地，公司发展或突破增长瓶颈

2.1. 新管理层上任或为公司带来新的经营思路

公司近年来战略难以得到长期贯彻，主因领导班底不稳定。自 2006 年万向集团成为公司第一大股东并获得公司控制权后，其通过对公司管理层派驻始终保持对公司的稳定有效控制。2010 年初时任公司副董事长，原万向集团资深执行副总裁管大源接任原公司董事长王宝林，此后连续八年担任公司董事长职位，并于在任期间带领上市公司取得优秀业绩。但近几年，随着公司业绩波动及外界经营环境变化，公司管理层人员调整较为频繁，导致公司经营理念难以得到长期执行，影响了公司的经营战略的稳定性和具体经营措施的持续性。2018 年 4 月原公司董事鲁永明接任管大源担任公司董事长职位，其上任后曾试图通过推出“热饮款露露杏仁露”等经营策略试图为公司寻找新增长点，并在渠道及营销等方面给予

新品支持，但由于人员变动该战略并未能够得到长期延续。2019年10月原万向通达公司副总经理梁启朝接任鲁永明担任公司董事长职位，此后2020年3月原万向集团公司办公室主任沈志军接任梁启朝担任公司董事长职位，梁启朝改任公司副董事长，执行董事，两人搭档形成公司目前新一届领导班底。目前领导班底确定后公司未来策略有望得到长期执行。

图 15：公司领导层变动情况

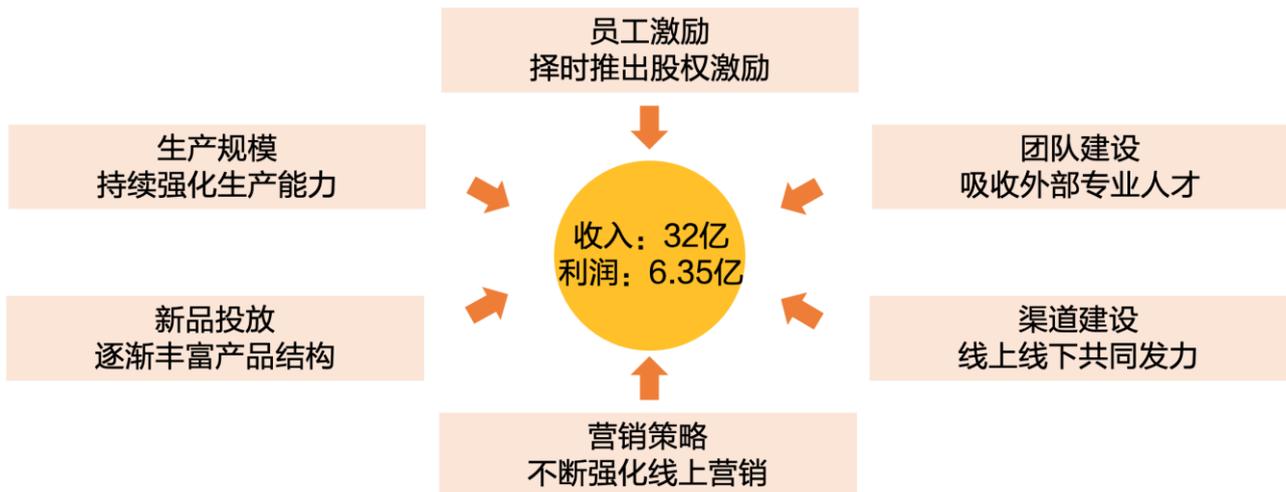


资料来源：公司公告，天风证券研究所

新一届管理层上任后，公司改革逐步推进，且有望带来积极改变。公司一改公司以往保守的企业形象，在新品研发，营销策略、渠道建设、生产规模、员工激励及团队建设等方面均进行积极改变，并确定了2021年营业收入32亿元，利润总额6.35亿元的业绩目标，营收和利润相比2020年分别同比增长72%和47%，力争全方位改善公司经营情况，开启公司长期发展新局面。

- ◆ 新品研发方面，公司致力于完善研发团队建设，加强研发投入力度，推动公司产品迭代并逐渐丰富产品结构，通过逐渐丰富的产品系列拓展新消费场景和消费人群，满足新一代消费者多样化的消费需求。
- ◆ 营销策略方面，公司保持品牌宣传力度，加强费效比管理，并利用互联网开展线上营销，提升线上销售额占比，并在营销过程中宣传“健康”、“年轻”等概念，打破公司原有保守的品牌形象，增强产品对年轻一代消费者吸引力。
- ◆ 渠道建设方面，公司将兼顾线上渠道与线下渠道。线下渠道方面，公司将在现有销售区域内继续深耕细作，不断提高渠道终端覆盖率，并在继续发展传统渠道的同时，开拓团购渠道和以学校、火车站等场景为代表的特殊渠道。线上渠道方面，公司通过电商平台加强线上销售力度，并尝试直播带货等新兴销售方式，紧跟当下消费潮流。
- ◆ 生产规模方面，公司启动“年产50万吨露露系列饮料项目”建设，扩大公司生产能力，为未来业务扩张提供支持。
- ◆ 公司近期还将推出股权激励措施，配合外部人才引进，进一步绑定管理层利益，激发管理才能。目前，公司已确定未来将推出压力型员工持股计划，并已完成股票回购，正在安排专业机构进行相关方案设计，将在时机成熟时实施。
- ◆ **除此之外，公司还将从外部吸收快消品行业中高端人才，并配合股权激励推进外部招聘。**目前公司核心管理层虽管理经验较为丰富，但均非快消品行业出身，短期内对于行业理解及未来发展方向判断或存在一定短板。随着更多具备丰富从业经验和专业知识的行业专业人才加入公司团队，公司管理经营水平将得到进一步提升。

图 16：新任管理层上任后公司经营变化



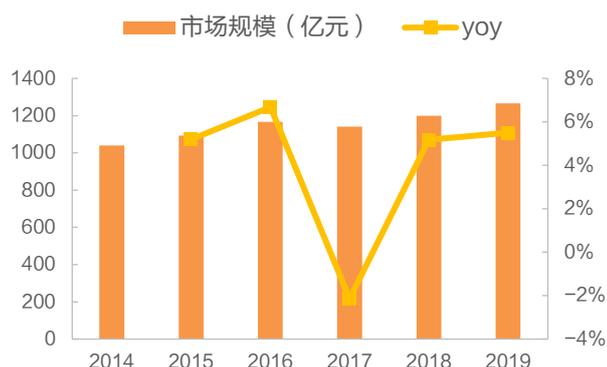
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. “产品+营销”双管齐下，积极顺应时代趋势

2.2.1. 植物蛋白饮料处于行业风口，杏仁露大单品潜能仍具挖掘空间

消费升级趋势下，植物蛋白饮料长期处于行业风口。我国植物蛋白饮料市场，以上世纪七十年代杏仁露的推出为起点，随着近年来消费者消费能力的提升，消费升级趋势愈发明显，“营养+健康”观念逐渐深入人心，市场对以植物蛋白饮料为代表的健康产品需求不断增加，此外我国约有 3.1 亿人口为乳糖不耐受人群，近 3.5 亿人为疑似乳糖不耐受患者，庞大的“牛奶敏感人群”也为植物蛋白饮品开辟出一个可观的消费市场，推动我国植物蛋白饮料市场规模近年来稳步增长，目前已突破 1200 亿元，2018 年行业总产量已突破 80 万吨；根据前瞻产业研究院预测，2019 年行业总产量将近 90 万吨。逐渐庞大的植物蛋白饮料市场也吸引了众多企业纷纷入局，并推出各自产品，如养元饮品的核桃乳产品，银鹭集团的花生牛奶产品，达利集团的豆奶产品，传统乳企巨头蒙牛、伊利也在近几年纷纷布局植物蛋白市场，2016 年，蒙牛将美国纯真 silk 植物饮品引入中国，推出植朴磨坊纯香豆奶；2017 年底，伊利集团推出“植选”豆奶，正式进入豆奶市场，众多知名企业入局有利于消费者培育，将共同推动行业的持续发展。除此之外，根据天猫推出的《2020 植物蛋白饮料创新趋势》，目前我国植物蛋白饮料消费者主要为高线城市年轻一代消费者，为消费升级的主力人群，其中 35 岁以下消费者占 69%，一二线城市消费者占近 50%，具备较强的持续消费能力，在未来的消费升级持续强化趋势下有望为行业带来长期需求。此外横向对比发达地区市场，我国植物蛋白饮料消费仍然具备可观的扩容空间。2018 年我国植物蛋白饮料人均年消费量仅 3.2kg，相比之下中国台湾和中国香港地区人均消费量则分别为 5.3kg 和 11.3kg，远高于全国平均水平，若市场培育下我国植物蛋白饮料渗透率能够达到港台水平，则整个植物蛋白市场规模有望冲击 3000 亿元。

图 17：植物蛋白饮料市场规模



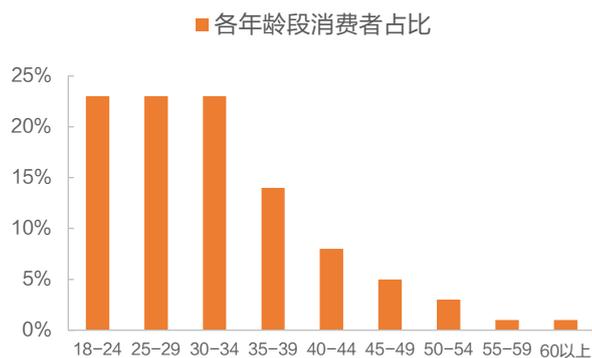
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 18：植物蛋白饮料行业产量



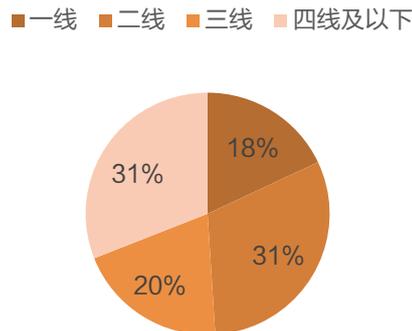
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 19：植物蛋白饮料消费者年龄结构



资料来源：《2020 植物蛋白饮料创新趋势》，天风证券研究所

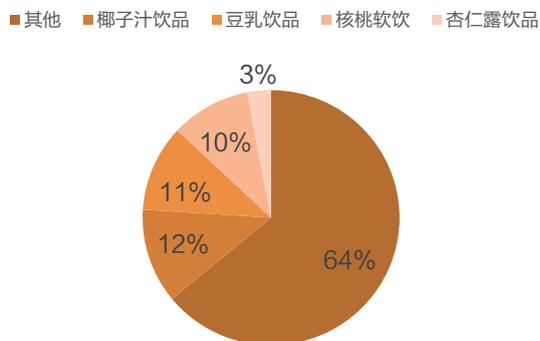
图 20：植物蛋白饮料消费者所在城市结构



资料来源：《2020 植物蛋白饮料创新趋势》，天风证券研究所

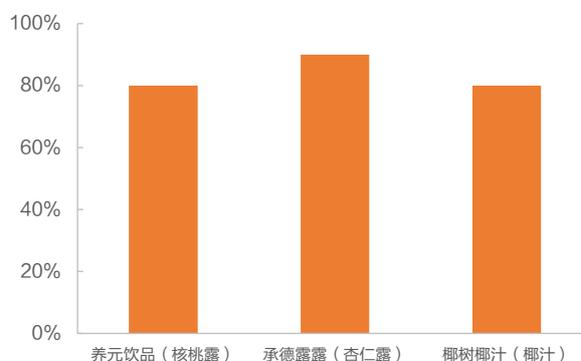
杏仁露作为植物蛋白饮料头部产品，具备可观的挖掘潜力。经过近 50 年发展，目前我国植物蛋白饮料市场呈现出整体市场集中度低，但各细分领域内部集中度高的市场格局。以养元饮品，承德露露，椰树椰汁等企业为代表的植物蛋白饮料生产商长期在其各自领域内部深耕细做，在 2019 年分别占据其所处细分领域 80%以上市场份额，却难以在跨品类市场内取得突破。其中杏仁露作为我国最早市场化的植物蛋白饮料产品依然具备可观的市场挖掘潜力，目前杏仁露市场规模约 35 亿元左右，仅占整个植物蛋白饮料市场份额的 3%。相比之下，豆乳、核桃乳和椰子汁等其他发展更晚的植物蛋白饮料品类则均能占到 10%以上市场份额。与其他植物蛋白饮料品类相比，杏仁露在营养价值，产品风味等方面均具备其独特性。尤其公司所推出的杏仁露产品以北纬 43° 野山杏仁为原料，并采用其独特的研磨工艺、专利技术精制而成，具有美容养颜、润肺止咳、润肠通便、调节血脂等功效，符合当代消费者对于健康养生的需求，商业价值具备进一步挖掘基础。

图 21：2019 年植物蛋白饮料市场结构



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 22：2019 年植物蛋白细分领域龙头市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 23：植物蛋白饮料细分领域市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2.2. 存量时代软饮行业市场风向难预测，管理层运作思路是关键

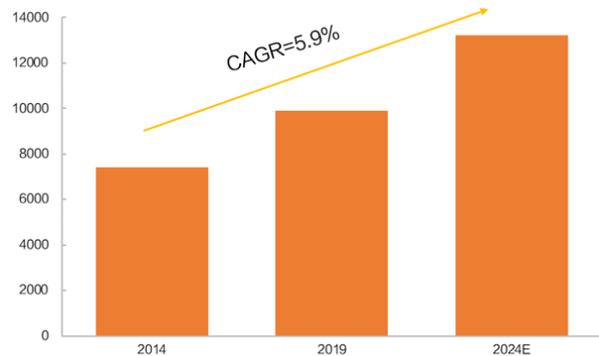
我国软饮行业正在从增量阶段进入存量阶段，但存量市场依然可观。我国软饮行业在发展早期随着消费者可支配收入和消费水平的提升快速发展，销量同比增速一度超过 10%，但近年来消费群体、消费理念以及消费习惯的转变对软饮料市场的发展产生了一定影响，软饮料市场增速逐渐放缓。从产销状况看，我国软饮料产销量增速自 2011 年以来逐年下降，17 和 18 两年甚至出现负增长，行业逐渐从增量阶段进入存量竞争的成熟阶段，而从市场规模来看 2019 年我国软饮料市场规模约 9914 亿元，预计 2024 年将增长至 13230 亿元，年复合增长率 5.9%，尽管市场整体规模已出现放缓但消费升级趋势下依然能保持 6%左右增速并达到万亿以上级别，未来如何从庞大存量市场中争取到更大市场份额将成为行业主要参与者的竞争关键。

图 24：我国软饮料产量及销量情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

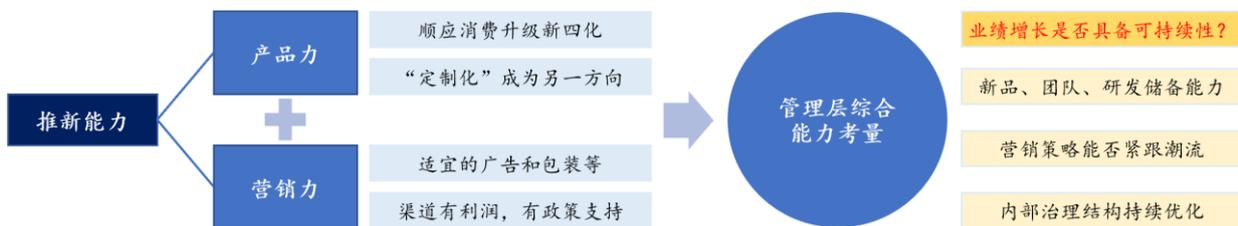
图 25：我国软饮料市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

推新能力表面上看是产品力和营销力的表现，而其背后是管理层综合能力的考量。推新能力是软饮料行业的核心竞争点，通过对行业未来的发展和消费趋势的变化，在产品和营销上做出相应的变化。产品力方面，公司能够培育一款大单品，只能证明公司现阶段产品策略是正确的，但由于该品类消费粘性弱，会遇到产品生命周期短等问题。如何让公司业绩能够持续增长，考验的是公司新品储备和持续研发的能力，更考验的是管理层是否能够把握行业发展趋势，与时俱进，而不是安于现状。营销力方面，产品的营销讲究精细化，且不可太过激进，同时对经销商政策的执行力要强，要与经销商共同成长，这就要求管理层能够持续优化内部治理结构，销售机制能够顺应时代发展进行变革。总之，**推新能力不能只是业绩上短暂的昙花一现，应该抓住其本质，投资于管理层建设平台型企业的愿景。**

图 26：推新概念的投资逻辑



资料来源：天风证券研究所

2.2.3. “产品+营销”双管齐下，公司有望突破增长瓶颈

公司近年来在产品和营销两方面均在不断尝试突破创新。产品方面，公司以特定消费场景和目标客户作为切入点，有针对性的推出新产品从而扩充产品矩阵，力图改变原有极为单一的产品结构，为公司寻找杏仁露以外的业绩第二支撑点。营销方面，公司突破传统营销渠道，转而尝试电视节目代言、网络线上直播等新兴营销方式从而刷新消费者对于公司的品牌认知，打破原有保守形象并树立“健康”、“年轻”的新品牌形象。

- **公司不断尝试新品，力图打破原有单一产品结构。**公司产品结构较为集中，目前公司形成了原味杏仁露、热饮款杏仁露、无糖杏仁露、小露露杏仁露、果仁核桃露等多个系列的植物蛋白饮料，但核心产品杏仁露占据绝对主导地位，贡献公司超过 99% 营收。为打破原有单一的产品结构，公司近年来推出多款新品，不断尝试通过产品迭代拓展消费场景并打破固有产品形象。**未来，我们认为公司可在产品卖点上加大对杏仁露产品的开发，形成偏功能性的产品，作为新品的补充和开拓。**
- **公司在推出新产品的同时，也在不断加强品牌建设和市场推广。**“露露”作为国内饮料行业的知名品牌和悠久品牌，在国内市场尤其是北方市场具备极高的品牌知名度和认可度，但由于公司早期营销策略较为保守，导致“露露”品牌形象老化问题逐渐显现。近年来，公司在品牌建设和市场推广等方面不断作出创新性尝试，在 2018 年的真人秀节目《野生厨房》中，承德露露成为其独家指定的植物蛋白饮品，热饮款露露杏仁露在节目中频繁“露脸”，此外公司还赞助了热播剧《如懿传》，使得“杏仁露润肺”的功能深入人心。2018 年北京马拉松，在赛前博览会和赛后体验区，公司为参赛者们提供 6 万罐热露露作为赛事补给，陪伴马拉松选手一“露”向北，加深产品“健康”形象，此外近两年公司还尝试网络直播等线上营销方式，并不断提升各平台占有率，积累线上粉丝，以此对外传达公司文化、产品理念、品牌形象。**而在营销的年轻化方面，近年来公司也在着手打造年轻化团队，吸引行业内高端人才，加大人才引进力度，构建公司未来发展所需的人资队伍。**

图 27：公司产品及营销创新



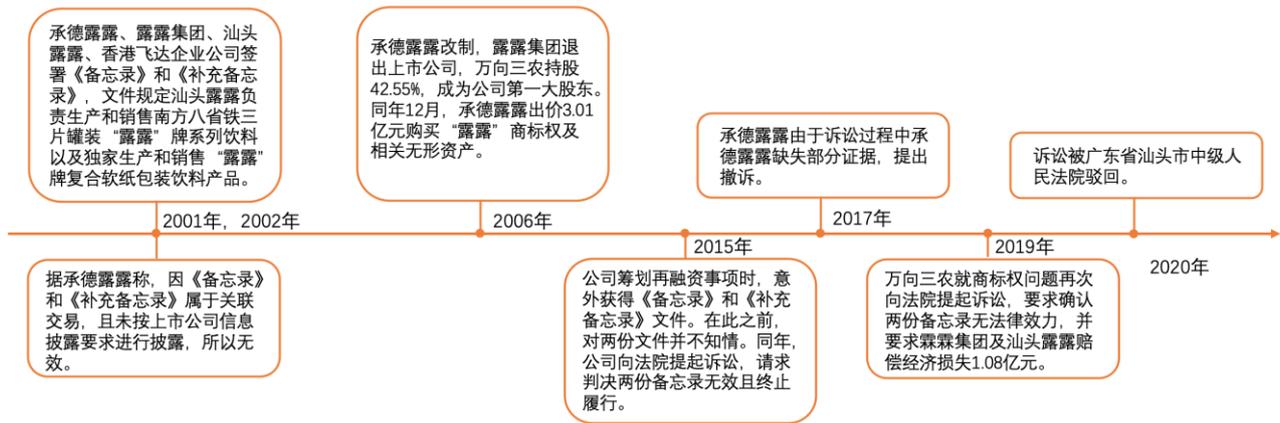
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 渠道精耕细作持续推进，积极开拓南方市场

公司此前因与汕头露露专利权和商标权法律纷争导致业务南下受阻。承德露露与汕头露露原均属于露露集团（现已更名为“霖霖集团”）子公司，汕头露露为开拓南方市场而成立。2001 年 12 月、2002 年 3 月承德露露、露露集团、汕头露露、香港飞达企业公司（汕头露露的外企股东）分别签署《备忘录》和《补充备忘录》，文件规定汕头露露负责生产和销售南方八省（广东、福建、广西、海南、江西、云南、贵州、湖南）铁三片罐装“露露”牌杏仁露系列饮料以及独家生产和销售“露露”牌复合软纸包装饮料产品。但据承德露露称，因《备忘录》和《补充备忘录》属于关联交易，且未按上市公司信息披露要求进行披露，所以无效。2006 年 4 月承德露露改制，露露集团退出上市公司，万向三农持股 42.55%，成为公司第一大股东。同年 12 月，承德露露出价 3.01 亿元购买“露露”商标权及相关无形资产。据公司公告称，2015 年公司筹划再融资事项时，意外获得《备忘录》和《补充备忘录》文件。在此之前，对两份文件并不知情。同年，公司向法院提起诉讼，请求判决两份备忘录无效且终止履行。2017 年 7 月，由于诉讼过程中承德露露缺失部分证据，提出撤诉。2019 年 3 月，万向三农就商标权问题再次向法院提起诉讼，要求确认两份备忘录无法法律效力，并要求霖霖集团及汕头露露赔偿经济损失 1.08 亿元，但于 2020 年 12 月被驳回。公司与汕头露露长期法律纠纷导致其无法在南方八省销售其拳头产品，进而导致公司此前

长期对在南方市场进行渠道铺设及营销宣传动力不足，影响公司业务南下。

图 28：承德露露商标纠纷过程



资料来源：公司公告，虎嗅，新浪网，蓝鲸财经，看点快报，天风证券研究所

公司销售渠道持续深耕细作，并已开始提前布局南下扩张。近年来公司出于费效比考虑，销售团队规模有所缩减，但公司并未弱化销售力度，而是在销售渠道方面不断精耕细作，并在完善线下渠道的同时逐渐开拓线上渠道，实现线上线下双线发展。线下渠道方面，公司实施区块经营，对营销机构不断优化调整，按区域划分6个销售大区，65个办事处，209个区块小组和110个独立区块，销售网络覆盖东北、华北、中原和西北地区43个地级以上城市，不断提高渠道终端覆盖率，减少空白市场，完善餐饮渠道并与商超卖场开展深度合作，同时开展团购业务并开拓火车站、学校等特殊渠道。除此之外，公司还通过信息系统改善企业内部控制，提升生产、物流、营销信息化水平，推出二维码数字营销方案，从承德市、北京市两个城市餐饮、便利店渠道推广试点，继而推广到全国，增加了露露产品渠道精细化管理能力，提高了公司对销售终端的掌控能力。线上渠道方面，公司开设线上旗舰店，并依托天猫、京东、拼多多等电商平台，一方面更符合当下消费习惯，另一方面也可绕过法律纠纷在全国范围内销售杏仁露、核桃露等核心产品。此外，对于南方空白市场的线下渠道建设公司已完成前期策划，预计将在2022年完成招商及招收当地业务员的全部工作，2023年形成一套完整的营销队伍体系，并在当地建立系统的销售网络。南方市场相比于北方市场消费水平更高，市场潜力可观，若公司能够成功打开南方市场，将为公司业绩带来大幅提升。

表 2：公司销售团队规模（人）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售人员数量	671	657	567	519	477	492
销售人员数量变化	+6	-14	-90	-48	-42	+15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

新品推出和营销思路转变或主力公司打开南方市场。受困于与汕头露露的法律纠纷问题，公司目前南方市场贡献收入不足3%。由于公司与汕头露露的法律纠纷短期内仍将影响公司拳头产品杏仁露进入南方市场，公司正在尝试从产品端解决问题，并推出核桃露等产品力图扩张南方市场。相比于原有杏仁露产品，核桃露在“六个核桃”等产品的消费者培育下市场接受度已相对较高，目前其市场约为杏仁露三倍左右，此外由于核桃露对于产品原材料要求相对较低，因此进入门槛相对较低，更容易实现大规模生产，公司能够通过核桃露进行渠道的建立。未来随着南方市场渠道的逐渐铺设，公司有望通过导入类杏仁露产品，实现产品矩阵的丰富，进而实现全国化的扩张。

3. 投资建议：优质资产+边际变化=戴维斯双击

3.1. 主营业务拆分：

核心假设：

- 1) 因管理层运营思路变化，公司老品杏仁露或迎来快速增长；
- 2) 公司新品核桃露和类杏仁露产品有望在 21 年实现突破；
- 3) 因成本控制能力提升，公司毛利率水平稳步提升；
- 4) 因新品推广和品牌年轻化等战略实施，公司销售费用率或维持 19 年高位水平；
- 5) 公司吨价随着公司产品矩阵的优化，有望持续提升。

表 3：主营业务拆分：

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
杏仁露及其他（百万元）	2,253.37	1,847.05	2,580.79	3,036.16	3,716.27
yoy	8.57%	-18.03%	39.73%	17.65%	22.40%
核桃露（百万元）		12.26	74.54	140.66	178.11
yoy			507.80%	88.70%	26.63%
其他业务（含新品）（百万元）	2.02	1.33	94.66	208.25	416.49
yoy	-95.66%	-34.02%	7000%	120%	100%
合计（百万元）	2,255.39	1,860.64	2,749.99	3,385.07	4,310.87
yoy	6.29%	-17.50%	47.80%	23.09%	27.35%
毛利率	52.62%	50.13%	51.62%	51.85%	52.51%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 盈利预测与投资建议：

我们认为公司正迎来边际向好机会，一方面公司资质优秀，其主力产品杏仁露在北方地区具备较强的用户基础，基本盘稳定，同时财务数据健康，分红稳定，是一块优质资产。另一方面，公司管理层于年初进行更替，管理层整体运营思路打开，1) 组织架构上，积极引入行业优秀人才进行团队补充，从而对行业年轻化趋势有更好的把握，同时推进股权激励，以期给团队予以强激励；2) 运作思路，不再拘泥于南方露露官司和老品市场，积极推进新品研发，同时逐渐恢复南方市场的销售；3) 新品和渠道上，新品或朝着功能化卖点进行挖掘，同时在产品包装形式上有望进行年轻化设计，同时推动渠道精耕和开拓。未来随着人才引入、股权激励、新品推出等落地，公司有望迎来积极变化。

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 27.50/33.85/43.11 亿元，同比+47.80%/23.09%/27.35%，实现归母净利润 5.55/7.05/9.24 亿元，同比+28.36%/27.01%/31.13%，EPS 分别为 0.52/0.65/0.86 元。采用可比公司估值法，选取养元饮品、香飘飘、均瑶健康作为公司可比公司，对应 21 年平均估值水平为 25 倍，对应目标价 13.00 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

PE	2021E	2022E	2023E
养元饮品	15.88	14.08	12.86
香飘飘	17.86	15.33	13.49
均瑶健康	39.36	32.84	27.11
平均值	24.37	20.75	17.82

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

4. 风险提示：

市场竞争风险：伴随行业的快速发展，植物蛋白饮料有力竞争者不断涌现。公司未来能否保持市场竞争优势、持续及时应对市场变化，仍然存在一定的不确定性。

产品结构相对单一：杏仁露产品占公司营收比例超过九成，若其市场环境及消费者偏好等发生不利变化，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

产品质量风险：将对公司的品牌声誉和产品销售产生不利影响。

新品铺货速度不达预期风险：公司新品铺货情况受市场环境，消费者偏好等多方面因素影响，具有一定不确定性，若新品铺货不达预期，将对公司业绩产生不利影响。

疫情对公司经营造成不利影响：随着国外疫情蔓延以及我国境外输入性病例增加，疫情的持续时间及影响范围尚不明朗，疫情反复或加剧将对公司盈利水平造成不利影响。

专利权和商标权法律纷争影响业务发展的风险：公司因与南方露露官司等问题或影响到公司全国市场拓张。

公司近期股票交易存在异动：公司近期股价波动较大，存在一定风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,203.62	2,341.88	3,327.13	2,931.59	4,603.59
应收票据及应收账款	0.00	0.50	0.23	0.34	0.38
预付账款	12.39	11.24	25.71	22.28	40.27
存货	313.36	193.24	526.17	343.14	737.33
其他	1.28	0.49	1.03	0.86	1.14
流动资产合计	2,530.65	2,547.35	3,880.26	3,298.20	5,382.72
长期股权投资	2.01	2.55	2.55	2.55	2.55
固定资产	230.37	217.84	207.91	200.75	194.19
在建工程	27.85	19.87	27.80	29.80	30.80
无形资产	297.00	295.78	270.71	258.63	227.90
其他	17.63	9.54	14.28	13.63	12.42
非流动资产合计	574.86	545.58	523.24	505.36	467.85
资产总计	3,105.50	3,092.93	4,403.51	3,803.56	5,850.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	217.61	194.13	265.48	327.68	459.18
其他	805.44	608.25	1,595.41	649.39	2,193.23
流动负债合计	1,023.04	802.38	1,860.89	977.07	2,652.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.46	52.46	51.20	51.71	51.79
非流动负债合计	51.46	52.46	51.20	51.71	51.79
负债合计	1,074.50	854.84	1,912.09	1,028.78	2,704.20
少数股东权益	35.41	36.71	37.47	38.99	41.00
股本	978.56	1,076.42	1,076.42	1,076.42	1,076.42
资本公积	17.31	17.31	17.31	17.31	17.31
留存收益	1,017.02	1,155.64	1,377.54	1,659.38	2,028.95
其他	(17.31)	(47.98)	(17.31)	(17.31)	(17.31)
股东权益合计	2,031.00	2,238.10	2,491.42	2,774.79	3,146.37
负债和股东权益总	3,105.50	3,092.93	4,403.51	3,803.56	5,850.57

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	465.85	433.48	554.74	704.60	923.93
折旧摊销	29.65	18.34	52.32	55.39	56.73
财务费用	0.00	0.00	(40.41)	(44.62)	(53.71)
投资损失	1.85	(0.54)	0.95	0.75	0.39
营运资金变动	192.57	381.24	704.85	(696.14)	1,264.12
其它	(14.49)	(453.98)	0.76	1.52	2.01
经营活动现金流	675.42	378.55	1,273.21	21.51	2,193.46
资本支出	(2.96)	(4.15)	26.51	37.65	20.35
长期投资	(1.85)	0.54	0.00	0.00	0.00
其他	(3.87)	(10.95)	(52.71)	(76.56)	(41.17)
投资活动现金流	(8.68)	(14.56)	(26.20)	(38.91)	(20.82)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	21.88	99.57	71.08	44.62	53.71
其他	(412.15)	(325.30)	(332.84)	(422.76)	(554.36)
筹资活动现金流	(390.26)	(225.73)	(261.76)	(378.14)	(500.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	276.48	138.26	985.25	(395.54)	1,672.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,255.39	1,860.64	2,749.99	3,385.07	4,310.87
营业成本	1,068.71	927.99	1,330.37	1,629.95	2,047.20
营业税金及附加	25.37	20.70	30.25	37.24	47.42
营业费用	478.50	286.28	605.00	727.79	918.22
管理费用	64.36	53.96	72.87	81.24	101.31
研发费用	13.69	10.98	16.50	19.97	24.57
财务费用	(21.88)	(32.38)	(40.41)	(44.62)	(53.71)
资产减值损失	(7.88)	(12.10)	(6.13)	(8.70)	(8.98)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.85)	0.54	(0.95)	(0.75)	(0.39)
其他	17.97	19.96	1.89	1.51	0.77
营业利润	618.42	584.73	740.59	941.45	1,234.46
营业外收入	0.59	0.29	0.39	0.42	0.37
营业外支出	0.77	0.04	0.31	0.38	0.24
利润总额	618.24	584.97	740.67	941.50	1,234.59
所得税	152.39	151.48	185.17	235.37	308.65
净利润	465.85	433.48	555.50	706.12	925.94
少数股东损益	0.98	1.30	0.76	1.52	2.01
归属于母公司净利润	464.87	432.19	554.74	704.60	923.93
每股收益(元)	0.43	0.40	0.52	0.65	0.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.29%	-17.50%	47.80%	23.09%	27.35%
营业利润	12.63%	-5.45%	26.66%	27.12%	31.12%
归属于母公司净利润	12.54%	-7.03%	28.36%	27.01%	31.13%
获利能力					
毛利率	52.62%	50.13%	51.62%	51.85%	52.51%
净利率	20.61%	23.23%	20.17%	20.81%	21.43%
ROE	23.29%	19.63%	22.61%	25.75%	29.75%
ROIC	3862.09%	-215.13%	-463.39%	-79.13%	-519.58%
偿债能力					
资产负债率	34.60%	27.64%	43.42%	27.05%	46.22%
净负债率	-108.50%	-104.64%	-133.54%	-105.65%	-146.31%
流动比率	2.47	3.17	2.09	3.38	2.03
速动比率	2.17	2.93	1.80	3.02	1.75
营运能力					
应收账款周转率	27,787.88	7,442.57	7,542.83	12,000.00	12,000.00
存货周转率	7.56	7.35	7.65	7.79	7.98
总资产周转率	0.76	0.60	0.73	0.82	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.40	0.52	0.65	0.86
每股经营现金流	0.63	0.35	1.18	0.02	2.04
每股净资产	1.85	2.05	2.28	2.54	2.88
估值比率					
市盈率	24.31	26.15	20.37	16.04	12.23
市净率	5.66	5.13	4.61	4.13	3.64
EV/EBITDA	8.44	8.84	10.63	8.82	5.44
EV/EBIT	8.83	9.12	11.42	9.36	5.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com