

承德露露 (000848)

高股息率系列：稳居细分龙头，持续尝试突破

增持 (首次)

2024年02月09日

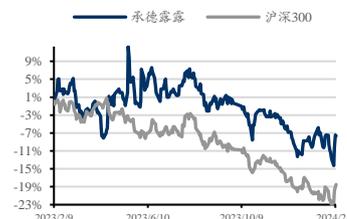
证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,524	2,692	2,786	2,999	3,218
同比	35.65%	6.66%	3.49%	7.64%	7.30%
归母净利润 (百万元)	569.50	601.89	602.78	642.83	694.13
同比	31.77%	5.69%	0.15%	7.31%	8.55%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.54	0.57	0.57	0.61	0.66
P/E (现价&最新摊薄)	14.73	13.94	13.92	13.05	12.09

股价走势



投资要点

- **牢据杏仁类饮品首位，品类基本盘稳固。**公司前身为承德罐头食品厂，20世纪70年代研发推出杏仁露产品，开创国内植物蛋白饮料产品先河，90年代推向市场，经过30多年持久深耕，已经牢固掌握杏仁露的从原料采购到生产工艺再到市场品牌的全链条，稳居杏仁露品类龙头位置，市占率达到90%水平。
- **公司治理进入新篇章，机制改革逐步推进。**2003和2006年通过国有股权转让和国有股回购注销，公司从国营转变为民营控股，原管理层掌握运营直至2014年，2016年后公司控制权和经营权全部理顺，但同期饮料行业竞争加剧，消费迭代较快，传统植物蛋白饮料企业产品单一且相对老化问题暴露，公司营收持续低增长，2016-2021年公司管理层变化较频。2019年10月换届以后，推进组织架构调整，销售队伍“重建”，2020、2022年连续推出2次回购，期间渠道拓展和产品推新有序推进，当前管理趋于稳态。
- **持续尝试市场和产品双突破，新品梯次面世。**公司2021年开始研发投入加大，当年研发投入增加71.37%，研发方向以低糖、杏仁奶、“杏仁+”产品为主，2022年继续增加有机杏仁奶、巴旦木产品和果蔬汁气泡水系列产品研发，2023年杏仁奶铺市销售，巴旦木奶上线销售。市场方面，“精耕”和“开拓”并举，除在优势区域继续精细化和下沉，公司选定西南(川渝)和华东重点省市(上海、杭州、南京、合肥等)优先布局突破，2022年完成初步人员布局和流通渠道经销商开户，2023年继续增强开拓。2022-2023年，公司传统“北部”优势市场之外地区增长更快。
- **现金流优异，股息率吸引力增强。**公司以其强品牌溢价力，销售结算模式为先款后货，给予经销商账期情形较少，应收账款余额占当期销售收现比例长期低于1%，同时资本开支较低，稳固而优异的现金流是提高分红率的前提。公司2006年来持续现金分红(2021年现金回购视同分红)，平均分红率65%，近3年平均分红率52%(剔除21年)，低市盈率下股息率吸引力大幅增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.03、6.43、6.94亿元，同比+0.15%/7.31%/8.55%，EPS分别为0.57/0.61/0.66元，当前市值对应PE分别为13.92x、13.05x、12.09x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**新品和新市场开拓低于预期；原料成本上涨及食安风险；股权激励预期转弱。

市场数据

收盘价(元)	7.95
一年最低/最高价	7.11/10.10
市净率(倍)	2.89
流通A股市值(百万元)	8,367.59
总市值(百万元)	8,367.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.75
资产负债率(%，LF)	15.87
总股本(百万股)	1,052.55
流通A股(百万股)	1,052.53

相关研究

内容目录

概述：投资重构，高股息率走向前台	4
1. 牢据杏仁饮品首位，市场份额绝对领先	4
1.1. 开创杏仁露品类，当下进入第四发展阶段	4
1.2. 股权结构十分稳定，股东背景“稳字当头”	7
1.3. 基本盘稳固，提价能力突出	8
2. 管理趋稳，营销加快尝试突破	9
2.1. 管理层更迭期已过，管理趋稳	9
2.2. 营收突围是重点，渠道和产品并进	10
2.2.1. 营销组织架构持续优化调整，当前销售队伍重新扩容	10
2.2.2. 北方精耕，南方重点开拓西南华东	12
2.2.3. 产品研发规划清晰，新品有序推出	13
3. 财务优，分红能力有望再上台阶	15
3.1. 品类基本盘稳，现金流优秀	15
3.2. 分红可持续，空间可继续提升	16
3.2.1. 货币资金充裕，经营现金流净额长期为正	17
3.2.2. 提价能力较强，费用率较低	17
4. 植饮新机遇，即饮和“+植饮”有突破	18
4.1. 植物蛋白饮料人均消费仍有较大空间	18
4.2. 饮料市场发展迅速，赛道差异明显	19
4.3. 品类+场景，植饮突围之路：创新驱动成长	20
4.3.1. 燕麦奶以咖啡伴侣切入，热度大幅提升	20
4.3.2. 瑞幸+椰汁成就爆款	21
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1:	食品饮料股息率前列品种 (市值取 2 月 7 日)	4
图 2:	1990s-2000s 年软饮料产量持续快速增长	5
图 3:	2000-2013 年含乳饮料和植物蛋白饮料市场快速扩容	5
图 4:	2020 年起新增开拓市场销售队伍重新扩容	7
图 5:	承德露露发展阶段	7
图 6:	公司股权结构稳定 (2023-9-30)	8
图 7:	北部市场收入和占比	9
图 8:	公司总体吨价 (杏仁露及其他所有品种合并, 杏仁露为主)	9
图 9:	2014-2019 公司营收增长疲软, 属于博弈期和管理层更迭期	10
图 10:	2016 以来组织架构调整变动情况	11
图 11:	公司销售人员先精简 (包括离职), 2019 年后重新扩容	11
图 12:	北部经销商数量变动情况 (单位: 个)	12
图 13:	公司产品矩阵情况 (其中橙色是 2022 年来新品)	14
图 14:	露露杏仁抹茶新品	14
图 15:	露露巴旦木奶新品	14
图 16:	承德露露线上销售品种	14
图 17:	公司资产负债率低, 流动比率稳定较高	15
图 18:	公司 ROE 较高且稳定	15
图 19:	公司先款后货销售, 应收账款低	15
图 20:	公司春节前备货旺季, 年末预收款余额高	15
图 21:	公司账面货币资金充裕而应付款项余额低	17
图 22:	公司经营现金流量净额及收现比	17
图 23:	马口铁价格走势	18
图 24:	苦杏仁市场价格走势	18
图 25:	公司销售费用率和其他公司比较	18
图 26:	净利润率走势	18
图 27:	中国植物蛋白饮料市场规模和预测	19
图 28:	饮料企业营收和市值对比	20
图 29:	OATLY 以较短时间在京东成为燕麦奶饮品的顶流	21
图 30:	瑞幸咖啡通过“+椰”成就爆款	22
图 31:	瑞幸“生椰拿铁”大获成功	22
表 1:	主要蛋白饮料情况	4
表 2:	改制前核心管理层退出情况	6
表 3:	2016-2021 万向系总经理和董事长变动情况	10
表 4:	公司上市以来累计分红情况	16
表 5:	OATLY 中国区销售收入	21
表 6:	公司收入拆分及预测 (单位: 百万元, %)	23
表 7:	可比公司估值表	23

概述：投资重构，高股息率走向前台

2024 年高股息率策略将继续行之有效，直至成长性标的的风险释放更为充分，以及顺周期逻辑更为扎实可验。2024 年东吴食品饮料投资策略即作此判断。为此我们推出高股息率报告首篇：承德露露。我们认为高股息率具有三个特征：1) 行业竞争格局基本稳定，龙头位置清晰；2) 现金流质量高且有持续性；3) 估值风险释放，注重分红收益。

承德露露具有财务稳健而估值低特征，在 50%左右分红率情况下实现近 4%股息率，在分红率有提升空间，产品创新维持增长的情况下，其在食品饮料板块内具有吸引力。

图1：食品饮料股息率前列品种（市值取 2 月 7 日）

简称	22 年归母净利润	2022 年分红	市值	分红率	股息率
养元饮品	147,425	227,789	3,290,283	154.5%	6.9%
元祖股份	26,637	24,000	366,720	90.1%	6.5%
双汇发展	562,089	554,346	10,186,104	98.6%	5.4%
桃李面包	64,006	53,324	1,094,208	83.3%	4.9%
重庆啤酒	126,360	125,833	2,841,395	99.6%	4.4%
有友食品	15,360	14,053	256,615	91.5%	5.5%
洋河股份	937,783	563,410	14,778,226	60.1%	3.8%
伊利股份	943,106	662,111	18,003,327	70.2%	3.7%
紫燕食品	22,184	30,900	762,200	139.3%	4.1%
承德露露	60,189	30,797	838,886	51.2%	3.7%

数据来源：公司公告，wind，东吴研究所；股息率按 2022 年度分红/2 月 7 日股价(归母净利润、分红、市值单位为万元)

1. 牢据杏仁饮品首位，市场份额绝对领先

1.1. 开创杏仁露品类，当下进入第四发展阶段

公司前身是建厂于 1950 年的承德市罐头食品厂，依托冀北地区丰富山杏资源，1975 年研发出杏仁露产品，相较中国大陆地区其他植物蛋白品类的面世时间，公司明显领先。1991 年露露杏仁露开始面向全国市场进行销售，并迅速打开局面。公司目前设计产能 51 万吨，市场占有率 90%水平，在快消品领域属于龙头份额极高的细分赛道。

表1：主要蛋白饮料情况

品牌	品类	产品推出时间	收入体量	企业属地
椰树	椰汁	1980-1990	40-50 亿	中国大陆
六个核桃	核桃乳	1990-2000	60-70 亿	中国大陆
露露	杏仁乳/露	1974-1975	25-30 亿	中国大陆
银鹭	花生乳	1990-1998	-	中国大陆

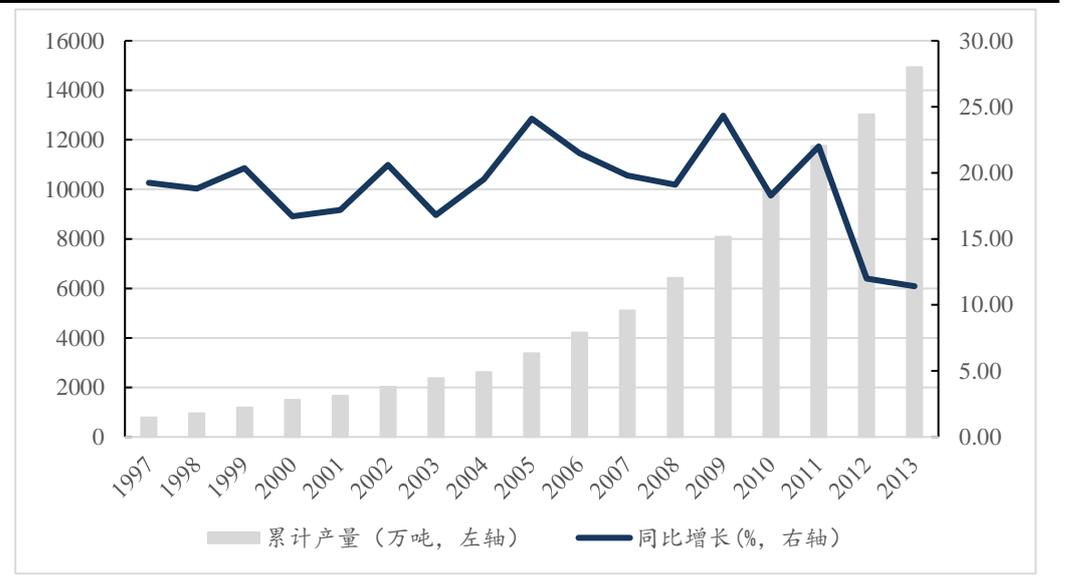
维他 豆奶 1940 60 亿 香港

数据来源：公司官网、wind 公司财报、东吴证券研究所（注：均为 2022 年营收规模）

复盘企业发展可概括为几个阶段：

第一阶段：开创品类，奠定植物蛋白细分赛道领跑者基础（1975-2002 年）。公司于 1974 年开始研发，于 1975 年推出首款杏仁露产品，1990 年代推向市场，随着销售市场的开拓和消费者接受度提升，公司扩大生产，销售收入稳步提升，从 1994 年的 1.22 亿提升到 2002 年 10.75 亿元，5 年复合平均增速 54.53%。1997 年公司深交所上市，获得资本助力。从宏观背景角度，1970s-2000s 商品物资相对匮乏，产品需求旺盛，饮料市场蓬勃发展。1990s 较早参与消费者教育的特色饮料企业基本均保持了细分品类领导位置。

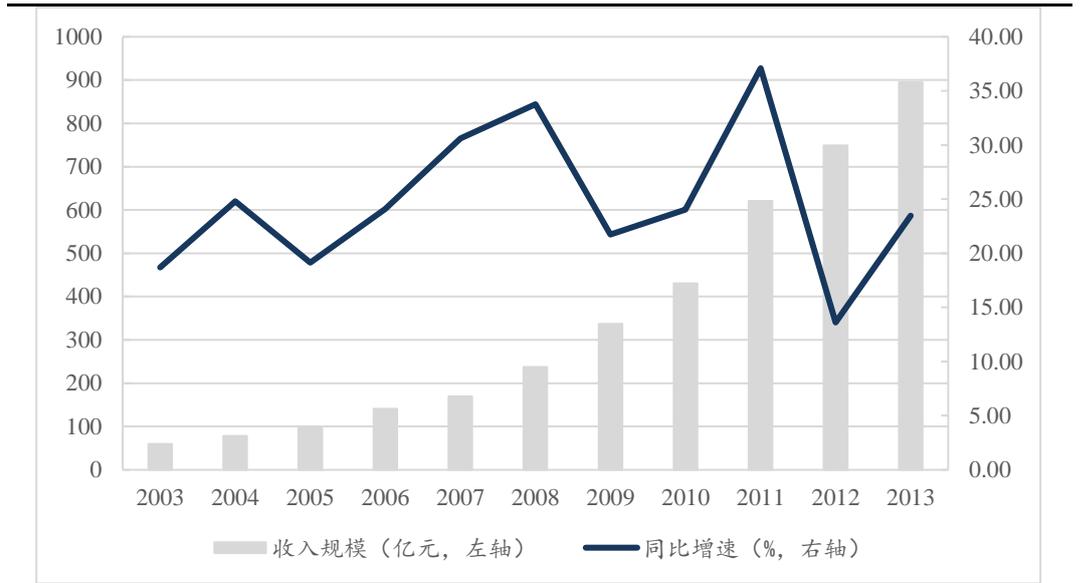
图2：1990s-2000s 年软饮料产量持续快速增长



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

第二阶段：改制发展，尽享饮料景气十年（2003-2013 年）。2003 年露露国有股转让引入万向投资成为第二大股东，2006 年公司回购国有股注销，并实现股权分置改革，万向成为公司第一大股东，持股比例 42.55%。2003-2013 年公司原管理层仍把握经营权，管理层和员工实现薪酬改革，高管薪酬 2006-2007 年实现跳升。公司经营较为稳定，而市场十分繁荣，2003-2013 年公司营收从 10.49 亿元增长至 26.33 亿元，在没有特别产品创新的情况下复合平均增速达到 10%左右，净利润复合平均增速更达到 28.04%。

图3：2000-2013 年含乳饮料和植物蛋白饮料市场快速扩容



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

第三阶段：博弈和探索阶段（2014—2019）。2014 年开始露露原核心管理层逐步退出，万向系开始全面掌控公司经营。开始产品和营销创新尝试，探索新发展，推新包括小露露，热饮款，并开始重视线上销售等。鲁永明+李兆军组合的 5 年（2014-2018）由于销售连续没有明显起色，营业收入从 27.0 亿元回落到 21.2 亿元，2019 年公司管理层再次变动，由万向派出梁启朝出任董事长兼总经理。

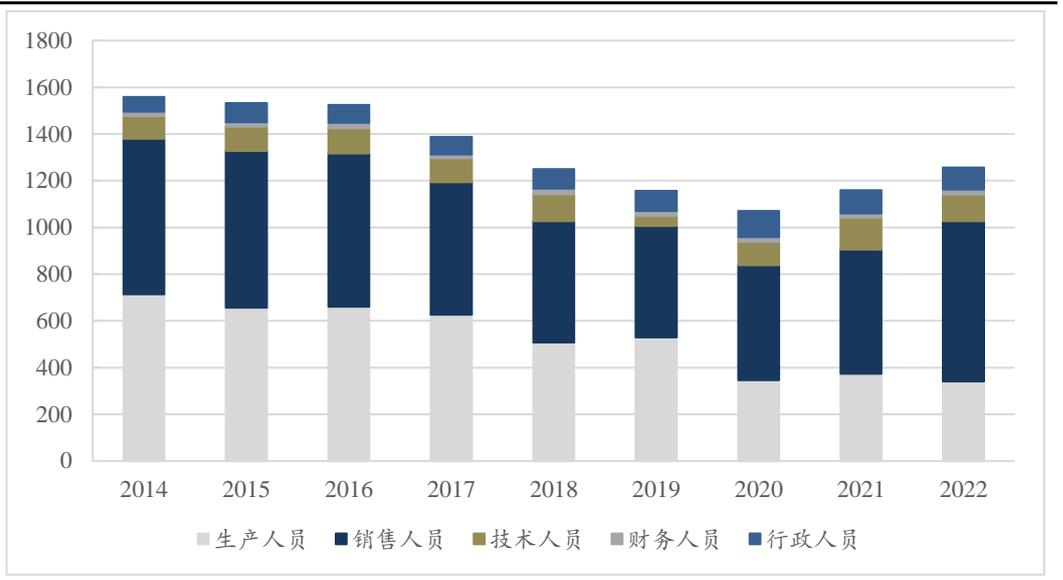
表2: 改制前核心管理层退出情况

人员	退出前职位	退出时间	接替人员
王秋敏	总经理	2014.7	李兆军
王秋敏	副董事长	2016.11	-
左辉	副总经理	2016.11	-
王旭昌	副总经理	2018.3	-

数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

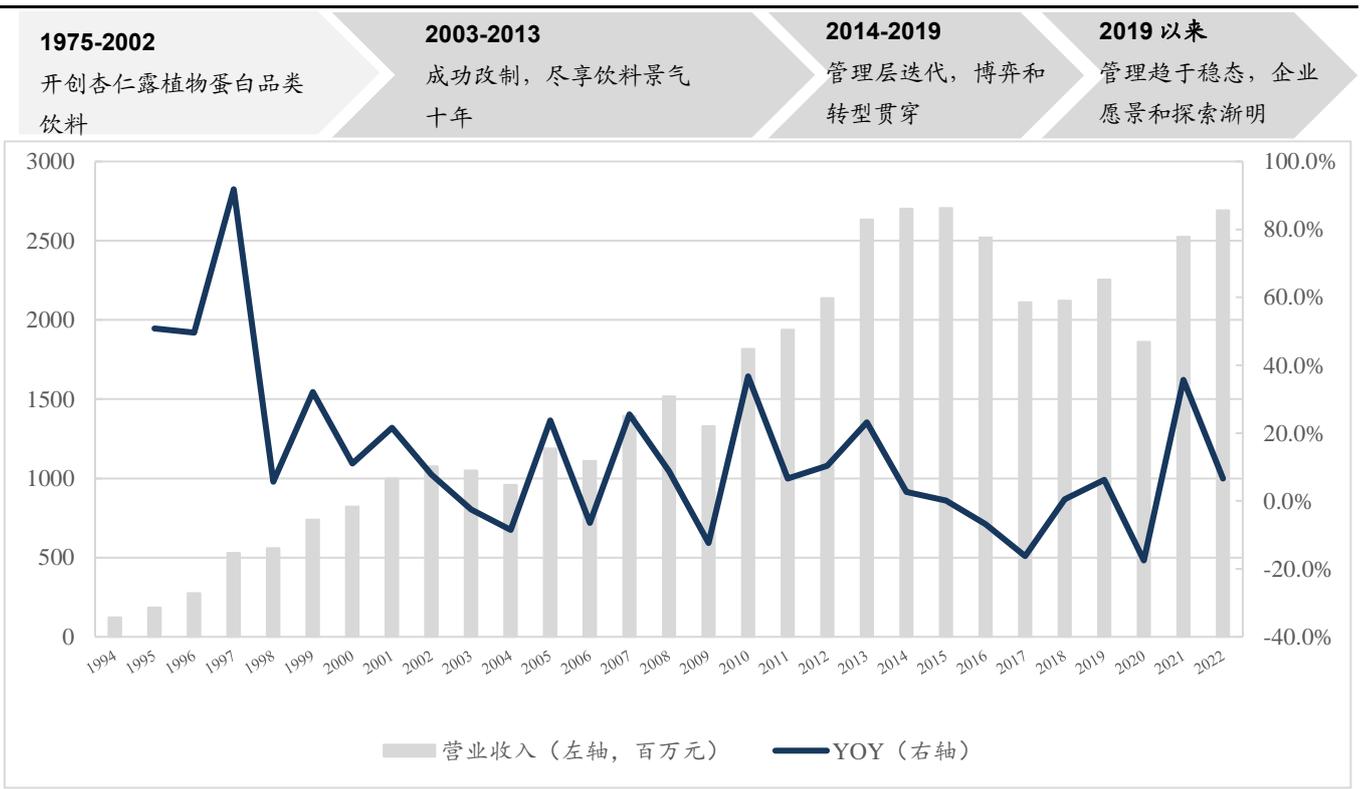
第四阶段：管理趋于稳态，转型发展（2019 以来）。2020 年疫情影响，公司营收大幅下滑 17.50%。2021 年初公司管理层略作调整，沈志军出任董事长，梁启朝继续担任总经理。2021 年恢复态势良好，2022-2023 年继续增长，管理趋于稳态。2020 年以来，在管理层稳定预期下，公司开始推动组织架构和考核机制改革，加大新品研发投入，2020-2022 销售人员和技术人员数量连续增加。公司在面向未来发展的探索中已经初步明朗，将围绕植物饮品，大力开展品类升级与创新，通过逐渐丰富产品品类拓展新消费场景和消费人群，满足新一代消费者多样化的消费需求，为植物饮品发展注入新鲜血液。公司 2021 年研发投入加大，当年研发投入增加 71.37%，研发方向以低糖、杏仁奶、“杏仁+”产品为主，2022 年继续增加有机杏仁奶、巴旦木产品和果蔬汁气泡水系列产品研发，2023 年杏仁奶和巴旦木奶先后面世。

图4：2020年起新增开拓市场销售队伍重新扩容



数据来源：Wind、公司年报、东吴证券研究所（单位：人）

图5：承德露露发展阶段



数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

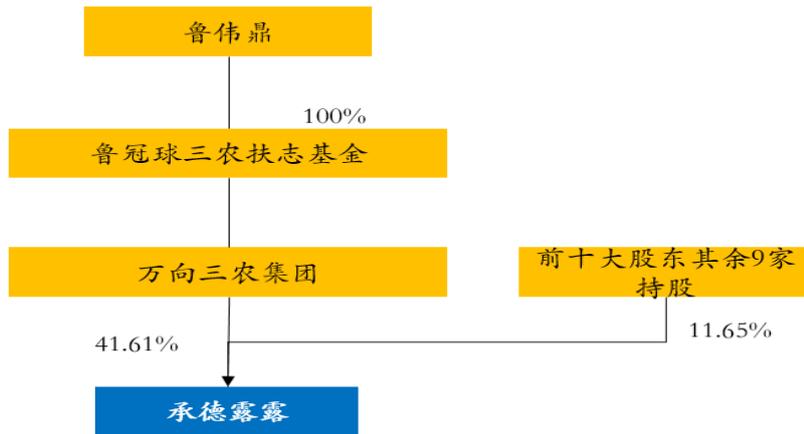
1.2. 股权结构十分稳定，股东背景“稳字当头”

2003年“万向投资”从露露集团受让26%股份成为第二大股东，2006年公司回购

国有股注销,持股比例升至 42.55%,成为第一大股东,其第一大股东位置保持直至当前。承德露露是万向系旗下稀缺的消费类现金“奶牛”上市公司。

万向集团以工业制造业起家,企业文化有鲜明的“精打细算”和“稳健”特征,对并购企业输出管理亦以“稳健”为重要特征。承德露露作为品牌快消类企业,属于万向并不擅长领域,因此在从获得控股权到完全接盘经营权过程长达 10 年,亦体现了“稳健”特质,我们判断公司未来发展仍将是“小步”“稳进”。

图6: 公司股权结构稳定 (2023-9-30)



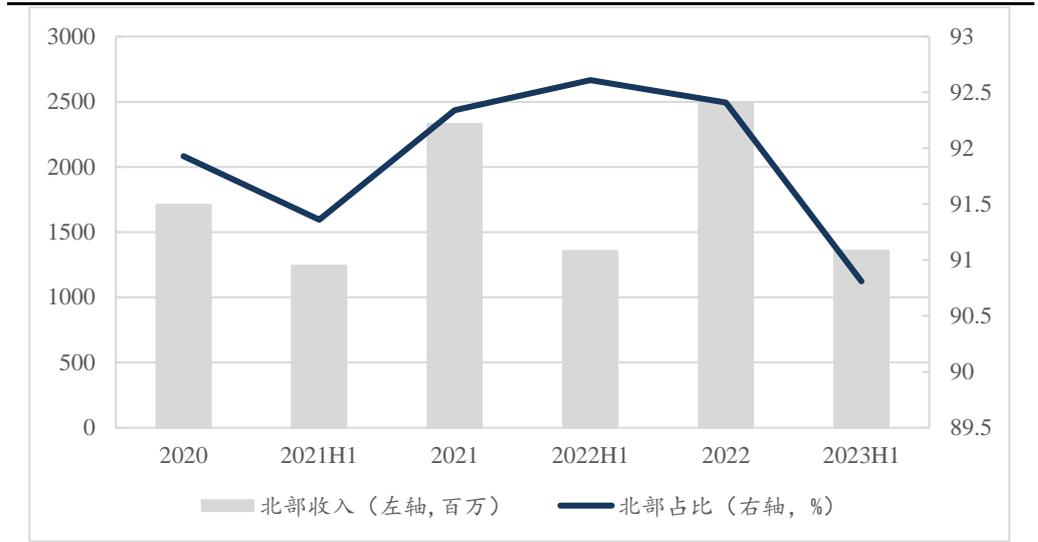
数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

1.3. 基本盘稳固，提价能力突出

公司杏仁露在北部(华北京津冀、西北、东北)市场具有非常扎实的基本盘。2020-2023H1 北部市场收入占比始终保持 90%以上。公司产品主销北方原因排序为: 1) 一开始是销售半径限制,公司仅在承德有工厂,其他如廊坊,北京布局均立足北方; 2) 南北口感接受度差异,盛产苦杏仁的北方对杏仁饮品的口感接受度更高; 3) 公司市场策略变动,对沿江及长江以南市场一度采取收缩,造成市场的退出; 4) 南方露露对南方若干省份的割裂。

公司以其较早培育消费者的先发优势和稳定优秀的品质始终保持北方市场对“露露”品牌的高忠诚度,北方市场基本盘稳固。在经历 2014-2018 年的博弈阶段和 2020 年的疫情阶段,2022 年公司营收恢复至前期高点,期间公司在北方市场实行精耕,下沉县、乡镇市场,开拓高铁店,学校店和餐饮店终端售点,效果明显。

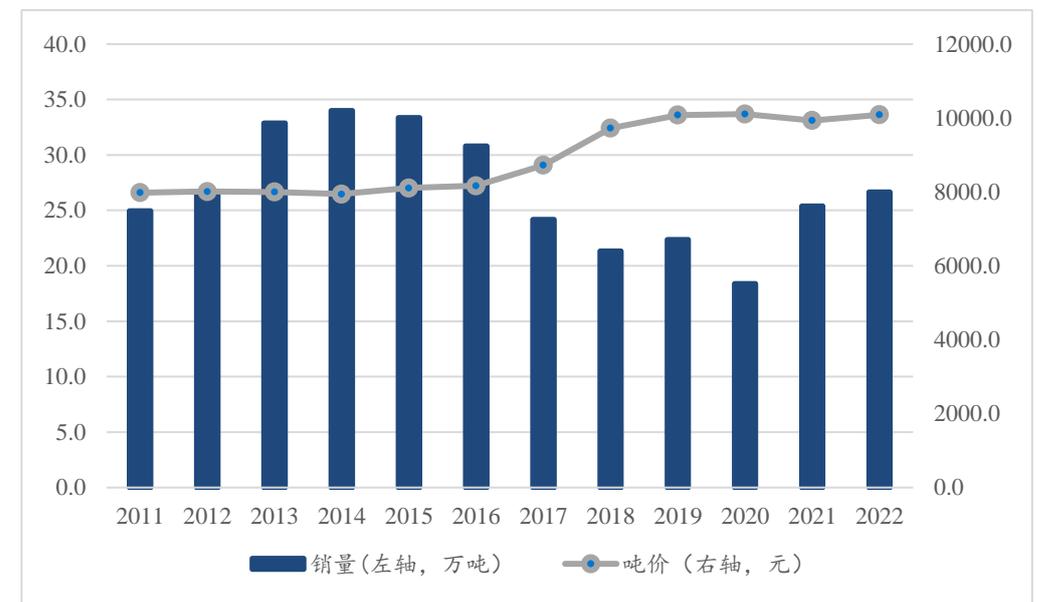
图7：北部市场收入和占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司以其高市场占有率和集中市场优势下的较高忠诚度，在饮料竞争加剧的背景下仍然具有较为良好的提价能力。

图8：公司总体吨价（杏仁露及其他所有品种合并，杏仁露为主）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

2. 管理趋稳，营销加快尝试突破

2.1. 管理层更迭期已过，管理趋稳

当前实控人大股东之位是通过国企改革股权收购而来，其经历过较长的“新股东+

老管理层”并行时期，其中 2014-2016 年我们认为博弈较为剧烈的年份，尤其是这一阶段集中爆发“产品老化、竞争加剧”的矛盾，公司营收增长承压。结合后来公司发起的针对原管理层和南方露露的诉讼也可以得到一定验证。

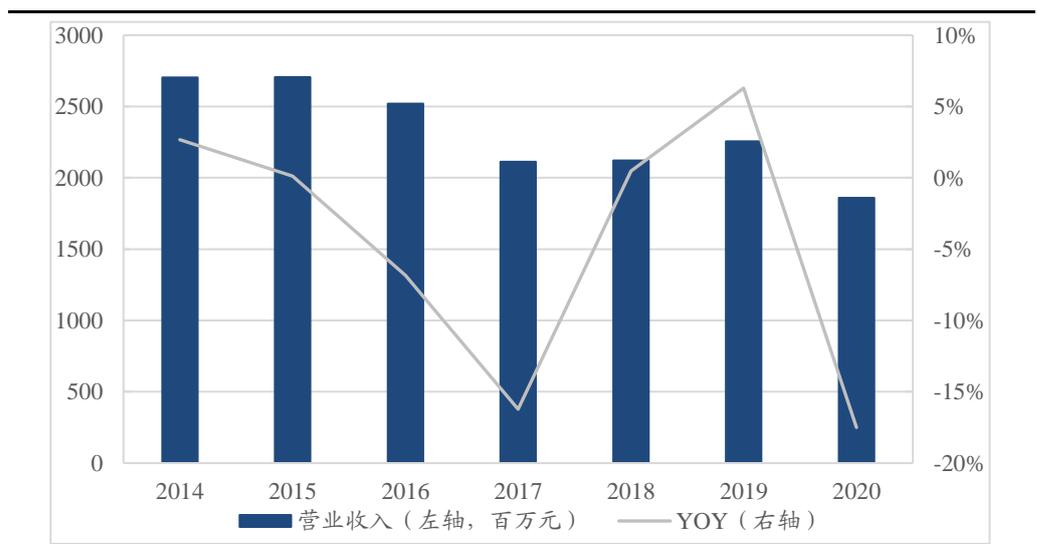
表3：2016-2021 万向系总经理和董事长变动情况

总经理	任职时间	董事长	任职时间
李兆军	8/2014-11/2016	管大源	6/2010-4/2018
鲁永明	11/2016-10/2019	鲁永明	4/2018-10/2019
梁启朝	10/2019-	梁启朝	10/2019-3/2021
		沈志军	3/2021-

数据来源：公司公告、wind、东吴研究所

2016-2019 年是万向委派的管理层实际操盘期，这一期间营收继续表现不佳。2019 年 10 月万向派驻梁启朝担任董事长兼总经理。2021 年沈志军担任董事长，梁启朝继续担任总经理，至此公司管理趋稳。公司连续 3 年提出较高增长目标，营收恢复和营收突破两步走，并打出了渠道和产品组合拳。

图9：2014-2019 公司营收增长疲软，属于博弈期和管理层更迭期



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

2.2. 营收突围是重点，渠道和产品并进

2.2.1. 营销组织架构持续优化调整，当前销售队伍重新扩容

在万向系接管经营尤其营销体系后，组织架构也动态调整优化。2017 年重点工作包括：将原来 14 个部门优化合成 7 个部门+1 个营销中心，强调了营销中心的核心地位。2019 年重点工作有：对营销机构重新优化调整，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，这一调整更加注重市场的精细化。

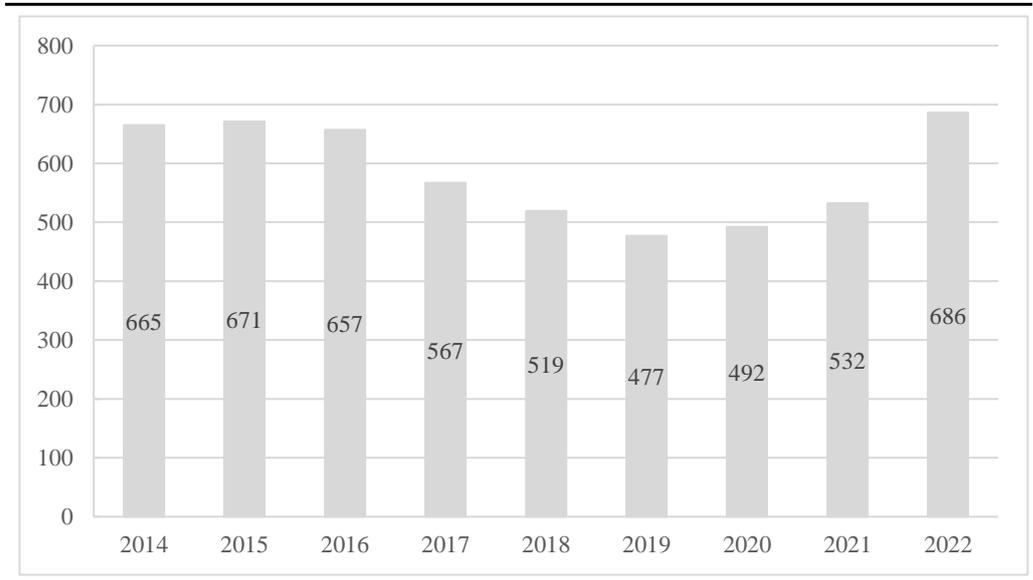
图10: 2016 以来组织架构调整变动情况

总经理	任职时间	组织架构特征	备注
李兆军	8/2014-11/2016	2中心+16部	市场营销中心下设销售大区 and 办事处
鲁永明	11/2016-10/2019	1中心+7部	强调营销中心核心地位，主推热饮款
梁启朝	10/2019——	(2019) 大区下设办事处和区块小组	重视区块经营和考核
		(2020) 成立了技术研发部及知识产权维权部	增强研发和商标专利的维权力量

数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

管理层调整，业务调整，组织架构调整，销售人员也随之动态变化。至 2019 年公司销售人员从 2015 年的 671 人缩减至 477 人，缩减幅度近三成。2020 年起随着公司组织架构调整完毕，以及西南、华东市场的重启，销售队伍开始恢复扩容，2021 年销售人员达到 532 人，2022 年继续增至 686 人，已经恢复到管理层频繁更迭期前水平。

图11: 公司销售人员先精简（包括离职），2019 年后重新扩容



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

2020 年开始公司推动营销条线绩效考核改革，调动员工积极性，2021 年营收大幅恢复，不仅有疫后自然恢复，也有改革驱动。首先改革一线基层销售人员薪酬体系，将薪资与绩效挂钩更深，底薪权重降低，浮动绩效部分权重提高；对不同层级以不同标准进行考核，考核内容更加全面和具象化，除了基础的销售额增长，还有

费效比、终端开发和维护、窜货及低价管理等。另外也按照区域市场的不平衡性来分解销售指标，加大了中部和西南华东市场的开拓力度。

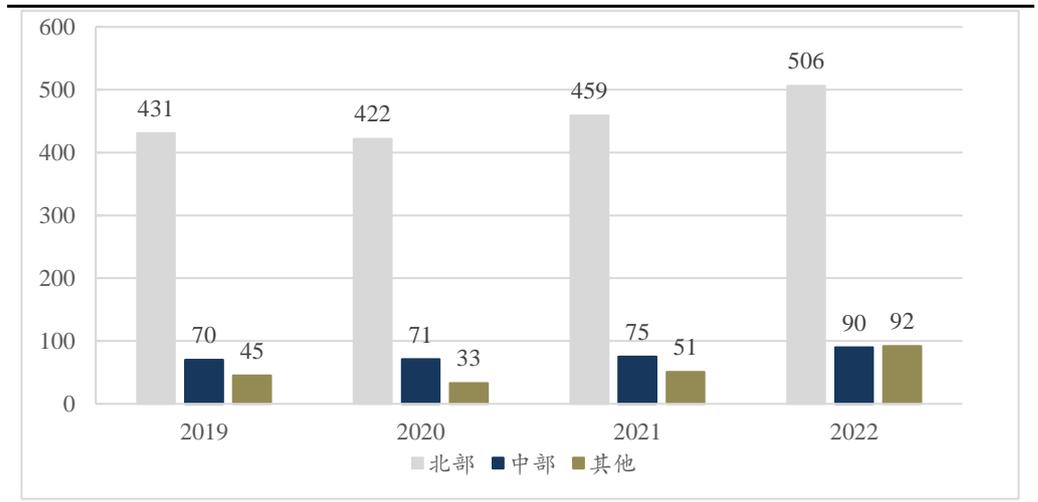
2.2.2. 北方精耕，南方重点开拓西南华东

北方市场区块化划分，重视下沉精耕，终端开发加力。2020 疫情过后经销商数量稳步提升，终端网点加密，如高铁店，学校店和餐饮店，都有积极开拓，增量明显。

2021-2023 公司在北部市场加强地市级、县市级和乡镇级空白市场开发，强化县乡镇市场下沉；加强空白渠道开发，重点开发校园、车站、宴会、餐饮、团购渠道；根据销售区域市场需求完善品项结构；细分市场，对成熟市场、发展市场、开拓市场、空白市场分别制定有针对性的销售策略，实现市场进一步拓展。2021 年公司总体经销商数量净增加 59 家至 585 家，同比增幅达到 11.2%，2022 年进一步增长 17.6% 至 688 家，其中北部 2021 年增加 37 家，2022 年进一步增加 47 家至 506 家经销商。

2021 年上半年新开发 9.23 万家餐饮空白点和高铁终端 888 家，有效终端现已超过 20 万个，并实行按周考核、按月奖励方法，加大对网点拓展的激励。2022 年公司共开发高铁商店 131 家，学校商店 322 家，打造形象店 7270 个，举办宴会 3977 场，开发餐饮店 17483 个。2023 年上半年共开发高铁商店 79 家，学校商店 215 家，打造形象店 2619 个，举办宴会 3091 场，开发餐饮店 6208 个。

图12：北部经销商数量变动情况（单位：个）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

疫情过后，2021 年开始中部市场（主要含华东，华中）和其他市场（主要是西南川渝）招商加快推进，2021-2022 年中部市场经销商分别净增 4 家和 15 家，累计增幅 26.8%；其他市场 2021-2022 经销商分别净增 18 家和 41 家，累计净增幅 178.8%。公司明确了西南和华东是重点突破区域，其中浙江拟建工厂（2023 年 4 月公告：根据公司总体经营需求及战略发展需要，随着南方市场的逐步开拓，以及产品品类多

元化发展的需求，公司拟在浙江省杭州市淳安县设立全资子公司——露露杭州千岛湖饮料有限公司，新设子公司注册资本 10000 万元，全部由公司现金出资，资金来源为自有资金。新设子公司拟投资 36,477 万元，建设年产 15 万吨露露系列饮料的生产基地)，预计招商动作继续。

2.2.3. 产品研发规划清晰，新品有序推出

我们认为“新产品老市场，老产品新市场”是消费品企业生命周期不断延续的基本动作，积极的产品推新策略不但能激活组织，而且在结合有效的推广策略下能贡献成长。公司 2020 研发受疫情影响推新滞后，2021 年开始加大加快研发投入，积极改进产品包装，和内容物升级，加大品类创新，力求缓解产品单一和老化问题，新品 23 年逐步投放，23 年上半年上新杏仁奶，杏仁量和植物蛋白含量更高。从公司产品矩阵规划看，公司除了丰富原有“露系列”，在“杏仁+”和植物基方向迈出实质性动作，未来甚至在“水系列”也将有所动作。公司产品动作具体几个方面：

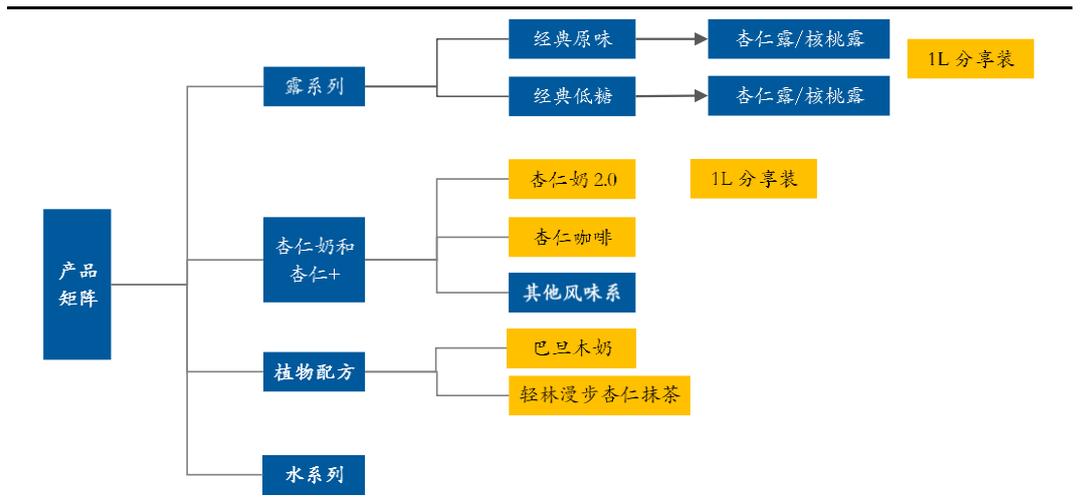
加大研发投入。2020 年新成立技术研发部，完善队伍，加快产品研发和储备，2021 年研发费用 1,882 万元，同比增长 71.4%，2022 年继续增长 21.3%。

恢复核桃露销售。公司核桃露业务一波三折，公司推出核桃露时间晚于养元饮品，2009 年推出，2013 年销售收入 1.47 亿元，多省份有售，一度势头向好。2018 年左右停售，聚焦杏仁露，重点推升级的热饮款。2020 年重启核桃露，当年营收 1226 万元，2021-2023 营收爬坡向上。

包装升级，餐饮款出新。容量方面，除常规 240ml，还有 960ml，380ml，180ml，1L 规格，满足不同饮用场景；包装规格方面，有 20 罐装（主流款），24 罐装（浓情款），15 罐装，6 罐装（6 连罐），满足不同购买需求；包装材质上，除了经典马口铁三片装，推新铝罐两片装和 PET 瓶装。

新品加快推出。杏仁露主推低糖，无糖方向，新增 1LPET 装杏仁露和杏仁奶；开拓杏仁+系列，再就是跨品类植物基饮品开发，甚至中长期接入“水系列”（相对“露”和“奶”）。

图13: 公司产品矩阵情况 (其中橙色是 2022 年来新品)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图14: 露露杏仁抹茶新品

京东自营礼品店

¥33.46
露露东方茶韵轻林漫步抹茶味饮料240ml/瓶0植脂末即饮杏仁奶茶 杏仁抹茶

¥30.52
露露东方茶韵轻林漫步抹茶味饮料 240ml*4瓶 0植脂末 即饮杏仁奶茶 杏仁奶

数据来源: 京东、东吴证券研究所

图15: 露露巴旦木奶新品

¥29.90
露露承德露露 原味巴旦木奶无糖款 220ml*4瓶 整箱 植物蛋白饮料

¥109.00
露露承德露露 巴旦木奶220ml*15瓶 整箱 巧克力味 植物蛋白饮料

数据来源: 京东、东吴证券研究所

图16: 承德露露线上销售品种

- 首页
- 全部分类 ▲
- 所有宝贝
- 店铺热卖
- 经典低糖
- 关于露露

经典原味系列 >

- 经典原味杏仁露
- 经典原味无糖杏仁露
- 经典原味杏仁露浓情款
- 经典原味杏仁露310
- 经典原味杏仁露家庭装
- 经典原味果仁核桃露
- 经典原味核桃露
- 经典原味杏仁露mini

经典低糖系列 >

- 经典低糖杏仁露
- 经典低糖核桃露
- 经典低糖果仁核桃露
- 经典低糖杏仁露mini

杏仁奶系列 >

- 杏仁奶2.0

2件9折专区 >

- 敦煌标箱
- 家庭款
- 低糖核桃12
- 敦煌mini原味
- 敦煌mini低糖
- mini杏仁原味
- 核桃露
- 果仁核桃245

会员专享优惠 >

- mini低糖
- mini低糖12
- mini原味
- mini原味12
- 低糖杏仁6
- 低糖杏仁12
- 果仁核桃
- 杏仁奶
- 敦煌标箱
- 核桃露

数据来源：京东、东吴证券研究所

3. 财务优，分红能力有望再上台阶

3.1. 品类基本盘稳，现金流优秀

公司报表质量优秀，具有优质品牌消费品企业典型财务特征，例如高 ROE，低负债率，高周转率，低应收款，优秀现金流等。10 年维度，2014 年以来公司资产负债率稳中有降，净利润率稳中有升。

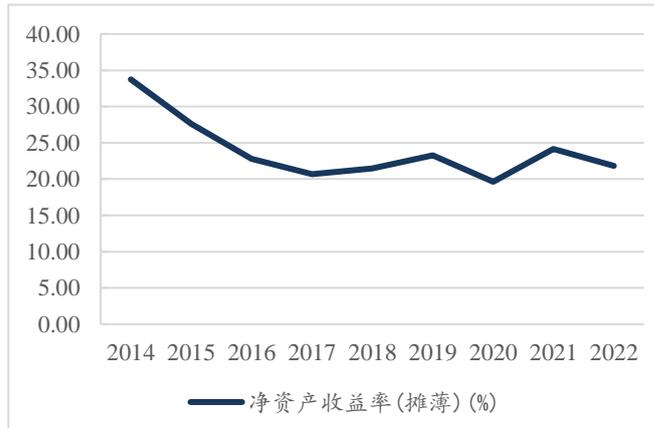
公司销售具有显著淡旺季特征。公司产品具有突出的季节性，主因礼品属性突出，加热饮用习惯突出。因此：1) Q1 销售占比高，2019-2022 年 Q1 营收平均占比 41.7%，而 Q2 夏季销售占比最低，2019-2022 年 Q2 平均占比 12.6%；2) 在春节前备货集中，因此 12 月末预收款余额高。养元饮品报表存在相似特征。

图17: 公司资产负债率低，流动比率稳定较高



数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

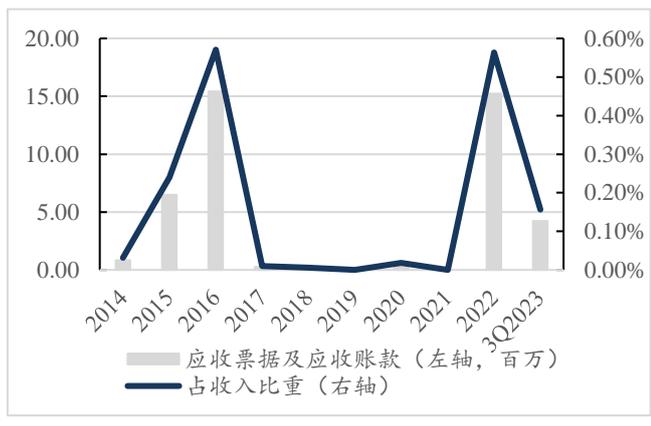
图18: 公司 ROE 较高且稳定



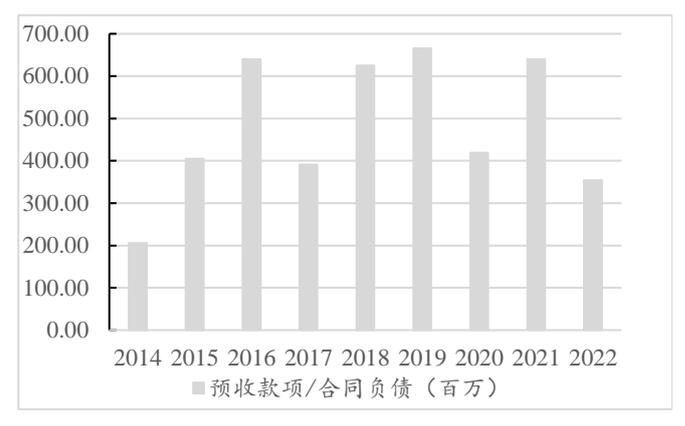
数据来源：公司年报、wind、东吴证券研究所

图19: 公司先款后货销售，应收账款低

图20: 公司春节前备货旺季，年末预收款余额高



数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所



数据来源：公司年报、wind、东吴证券研究所

3.2. 分红可持续，空间可继续提升

公司连续分红能力强。公司上市以来累计现金分红超过 35 亿元，累计现金分红率为 57.4%；最近 3 年平均现金分红比例为 52.2%。如果维持 2022 年分红力度，对应最新股价（2024-1-29）股息率（含税）约为 3.76%。

表4：公司上市以来累计分红情况

分红所属年度	归母净利润 (万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率(%)
2022/12/31	60,189.19	30,796.62	149,825.80	51.20%
2021/12/31	56,950.41	现金回购	90,065.09	
2020/12/31	43,218.86	27,310.89	65,596.75	63.20%
2019/12/31	46,486.85	19,571.25	56,217.44	42.10%
2018/12/31	41,305.73	39,142.51	52,553.46	94.80%
2017/12/31	41,359.79	48,928.14	64,415.12	118.30%
2016/12/31	45,036.71	39,142.51	67,667.49	86.90%
2015/12/31	46,323.47	15,054.81	64,553.53	32.50%
2014/12/31	44,318.99	10,036.54	57,787.22	22.60%
2013/12/31	33,394.01	14,051.16	41,200.79	42.10%
2012/12/31	22,242.83	12,043.85	21,872.46	54.10%
2011/12/31	19,341.35	18,248.26	19,900.99	94.30%
2010/12/31	17,846.20	18,248.26	26,740.26	102.30%
2009/12/31	13,869.20	7,603.44	29,767.31	54.80%
2008/12/31	10,984.12	7,603.44	23,501.54	69.20%
2007/12/31	8,730.32	7,603.44	20,120.86	87.10%
2006/12/31	6,884.52	1,900.86	11,582.78	27.60%
2005/12/31	4,290.40	--	4,994.13	
2004/12/31	3,707.84	5,185.00	7,085.18	139.80%
2003/12/31	2,820.49	5,185.00	9,338.01	183.80%
2002/12/31	5,157.16	--	7,314.74	

2001/12/31	9,782.70	17,110.50	3,202.52	174.90%
2000/12/31	5,340.22	--	12,486.86	
1999/12/31	10,152.13	--	8,214.68	
1998/12/31	7,162.12	5,775.00	397.51	80.60%
1997/12/31	5,471.73	693	442.81	12.70%
合计	612,367.34	351,234.48	--	57.40%

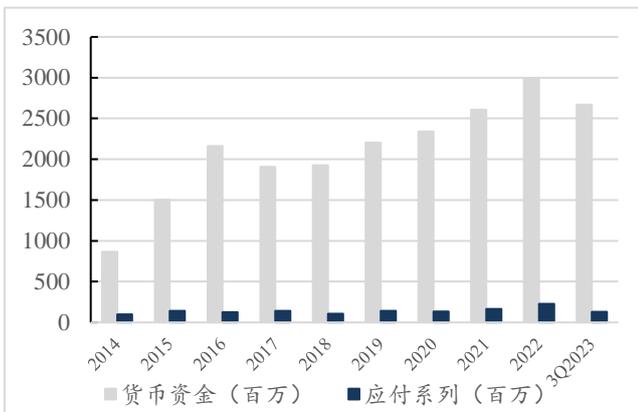
数据来源：公司公告、wind、东吴研究所（未现金分红年份主要是送红股）

3.2.1. 货币资金充裕，经营现金流净额长期为正

优秀的连续分红能力来源于优秀的现金流。近年来公司收入利润规模稳定，经营净现金流稳定，货币资金充裕。

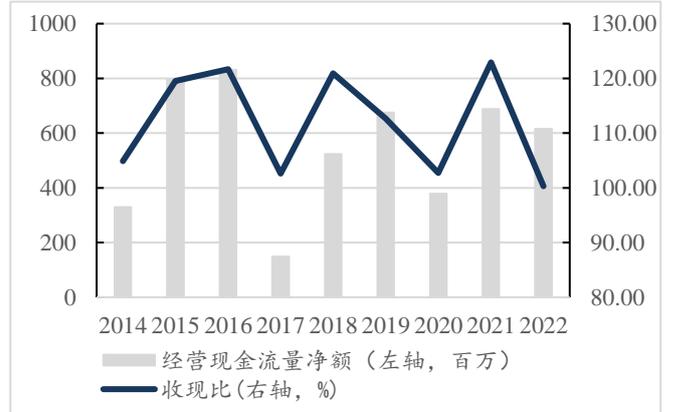
最近 10 年公司账面货币资金（大部分存于财务公司，但视同现金）总体稳步上升，2019 年以来稳定在 20 亿以上，每年经营净现金流为正，两项因素叠加，为公司稳定分红提供强保障。

图21：公司账面货币资金充裕而应付款项余额低



数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

图22：公司经营现金流量净额及收现比



数据来源：公司年报、wind、东吴证券研究所

3.2.2. 提价能力较强，费用率较低

公司原材料成本构成中包材（纸箱+罐）占比最高，其中又以马口铁最高，其次杏仁原料，再次是白糖等辅料。从较长周期看，公司涨价主要是原料成本上涨驱动，其次是产品升级驱动。

公司 2012-2022 年 11 年有 8 年销售均价提升，复合平均提价幅度 2.2%。公司主要包材马口铁 2017-2018 年显著上涨，杏仁价格在 2018-2019 年显著上涨，公司产品价格 2017-2019 年销售均价分别上涨 6.8%，11.5%和 3.6%。

图23: 马口铁价格走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

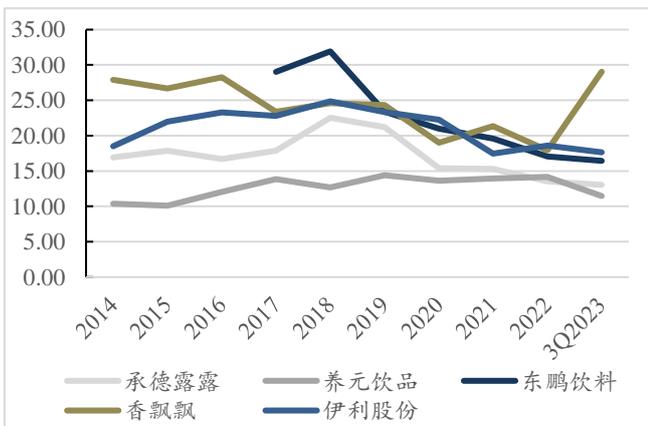
图24: 苦杏仁市场价格走势



数据来源: 药材网, wind、东吴证券研究所

公司销售费用率不高,同部分饮料可比公司相比偏低。销售费用率不高主要同竞争格局、消费者粘性和市场扩张策略相关,承德露露公司和养元饮品相似度更高,而乳品行业双寡头竞争格局下,存在一定囚徒困境;东鹏仍处于渠道和品类扩张期。

图25: 公司销售费用率和其他公司比较



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图26: 净利润率走势



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

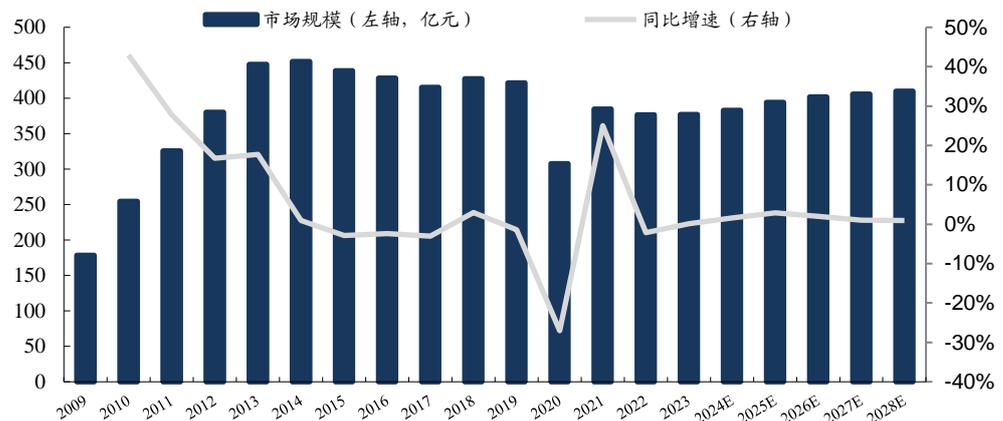
4. 植饮新机遇,即饮和“+植饮”有突破

4.1. 植物蛋白饮料人均消费仍有较大空间

相对于以牛奶为代表的动物蛋白饮品,植物蛋白饮料因其含有丰富的蛋白质和钙,同时不含胆固醇、乳糖、脂肪含量低、能量相对较低、粗纤维等健康优势被视为动物奶的最佳替代品,不但拥有饮用的普适性,而且尤其受到素食主义者与乳糖不耐受人群的欢迎。

从体量上看，我国植物蛋白饮料相较动物蛋白的消费有较大差距。2019年我国仅牛奶产量就达3201万吨（奶类总产量3298万吨），液体乳（成品）产量2537万吨；植物蛋白饮料2019年产量约880万吨（数字引自艾媒数据中心），约为前者的三分之一，意味着人均消费也是前者的三分之一左右，差距过大。欧睿数据显示，全球植物蛋白饮料市场规模在2022年为197.8亿美元，我国是376.4亿人民币，并且预测未来保持稳健。

图27：中国植物蛋白饮料市场规模和预测



数据来源：EUROMONITOR、东吴证券研究所

4.2. 饮料市场发展迅速，赛道差异明显

植物蛋白饮料品类固化相对严峻，大豆、核桃、杏仁、花生、椰汁品类开发较早，燕麦等开发较晚，品类发展既受产品特性限制，也受原料供应产业链限制。在早期品类龙头企业先发优势过于突出情况下，高集中度高稳定的竞争格局反而制约了企业研发和创新的积极性，所以植物蛋白饮料企业的产品组合总体过于单薄，跨品类意愿弱，成功案例少，从而高峰期后的成长表现雷同。

植物蛋白企业在同其他类型饮料企业比较当中，一定维度呈现“规模成长慢，创新活力弱，产品矩阵缺”的劣势。多元化/多品类化的饮料企业的渠道共享协同更好，例如农夫山泉，以及后起之秀元气森林、东鹏饮料。从饮料景气度看，功能/能量饮料、瓶装水、咖啡、电解质水等品类景气度居前，茶饮料焕发新活力，风味饮品活跃度亦高。

图28: 饮料企业营收和市值对比

公司	主要品类	营收规模-亿元	市值-亿元	备注
养元饮品	核桃露, 核桃乳	60	300	
承德露露	杏仁露/奶, 核桃露	25-30	80	
椰树集团	椰汁, 椰子水, 矿泉水	40-50	-	
农夫山泉	瓶装水, 茶饮料, 果汁, 咖啡, 奶茶, 功能饮料	330-350	4400	
元气森林	气泡水, 电解质水, 茶饮料, 奶茶	70-80	2020年融资估值60亿美元; 2021年底融资估值150亿美元(约1000亿人民币)	
东鹏饮料	能量饮料, 电解质水, 柠檬茶饮, 咖啡	85-90	670	
香飘飘	奶茶, 果汁茶	30-35	50-60	
维他奶		60	65	

注: 市值以2月2日取近似整数

数据来源: 公司官网、公开报道、公司年报、wind、东吴研究所

4.3. 品类+场景, 植饮突围之路: 创新驱动成长

新消费时代下, 消费者多变, 品牌和品类忠诚度降低, 当基本需求被满足后, 消费者对产品提出了更多样甚至更高标准的要求, 不仅追求天然健康、性价比, 还要兼顾包装美观性、口味丰富性、营养价值甚至包括话题性社交性等。

对于品牌而言, 如若要延长产品生命周期, 不仅要回归到产品品质本身, 还需要持续开启产品升级迭代。而且要在产品矩阵方面做更深层次的思考和尝试。我们认为, 植物蛋白饮料企业最迫切的是要延展经典产品的消费场景, 而成功的案例值得借鉴, 另外, 跨品类扩张尝试同样十分重要, 长时间的营收增长徘徊实际反映了原有品类天花板的高度。燕麦奶和瑞幸“+椰”爆款给植物蛋白饮料企业一些借鉴。

4.3.1. 燕麦奶以咖啡伴侣切入, 热度大幅提升

OATLY 燕麦奶 2018 年进入中国, 初始并未引起消费者关注。但 OATLY 很快转向 B 端, 以咖啡伴侣的角色切入, 迅速打开局面, 并且成功由 B 转向 C 端。OATLY 在欧洲和美国的成功具有相似性, 第一是勇于挑战牛奶饮品, 制造话题度, 吸引一批植物蛋白倾向性消费者, 产品上使用新技术“酶解技术”, 保留燕麦精华中的可溶性膳食纤维 β-葡聚糖, 且在包装上另辟蹊径; 第二是聚焦定点切入, OATLY 进入美国市场也是从咖啡馆突破, 以品质背书和示范效应拉动传播; 第三是打造“可持续发展”和“可持续的生活方式”标签, 比动物蛋白更低碳环保, 对地球和环境友好。

随着 OATLY 在中国的成长, 企业开始在中国建厂, 2021 年 11 月 OATLY 在中国的首家工厂——马鞍山生产基地一期正式启用, 除了可以缓解中国市场产品供不应求的局面外, 新工厂将与 OATLY 亚太创新研发中心联动, 根据中国消费者的实际需求, 开发

针对中国消费者的本土产品。

表5: OATLY 中国区销售收入

年度	营业收入 (亿元)	YoY	数据来源
2019	0.64		招股说明书
2020	3.27	411.60%	2021 年报
2021	7.21	120.43%	2021 年报
2022	9.01	24.93%	2022 年报

数据来源: 公司公告、wind、东吴研究所 (已通过年度汇率均值换算)

图29: OATLY 以较短时间在京东成为燕麦奶饮品的顶流

¥138.00

京东超市 OATLY 噢麦力 咖啡大师燕麦奶 咖啡早餐奶 送礼礼盒 进口饮料 1L*6 整箱

100万+条评价

OATLY京东自营旗舰店

数据来源: 京东、东吴证券研究所

4.3.2. 瑞幸+椰汁成就爆款

椰子品类空间潜力正在被挖掘。

瑞幸咖啡是国内咖啡新锐品牌。2021 年瑞幸咖啡凭借“生椰拿铁”新品爆火出圈，掀起生椰热潮，带动大量品牌开始布局椰类创意饮品，椰子饮品成为炙手可热饮品“顶流”。

2020 年 8 月，喜茶推出“生椰打打”系列，椰子成为奶茶界的一股新鲜势力。真正推动椰子成为爆款的是 2021 年 4 月瑞幸推出“生椰拿铁”饮品，上市之初，生椰拿铁便凭

借独特新颖的美味体验征服消费者，相关话题冲上微博热搜；随后，生椰系列先后完成单日销量破 42 万杯、单月销量超 1000 万杯的惊人成绩。到 2022 年 4 月，瑞幸官方数据显示，生椰拿铁单品销量突破 1 亿杯。生椰拿铁的火爆也助力瑞幸开店扩张，截至 2021 年 12 月 31 日，瑞幸门店总数达 6024 家，正式反超星巴克中国的 5557 家，一跃成为中国最大的连锁咖啡品牌。

生椰拿铁的火爆，带动整个椰子类饮品，在饮料圈掀起“椰风”。《2022 年中国饮品行业产品报告》显示，在取样的新茶饮统计品牌中，大多数上新了椰子元素产品，占全部取样品牌的 90% 以上。

椰汁+拿铁的成功，我们认为也是传统植物蛋白企业值得思考的一个现象，即开拓场景，吸引增量消费者是传统植物蛋白饮料企业和新入局植物蛋白饮料企业必须面对的破局关键。

图30: 瑞幸咖啡通过“+椰”成就爆款



数据来源：瑞幸官网、微信小程序、东吴证券研究所

图31: 瑞幸“生椰拿铁”大获成功



数据来源：瑞幸官网、微信小程序、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司基本盘稳固，产品品类逐渐丰富，我们预计杏仁露系列保持稳定增长，预计 2023-2025 年杏仁露收入分别为 27、29、31 亿元，核桃露系列收入分别为 0.63、0.79、0.91 亿元，新品杏仁奶保持较快增速，2023-2025 年收入分别为 0.09、0.27、0.45 亿元，综合来看，预计 2023-2025 年总营收分别为 27.9、30.0、32.2 亿元，分别同比+3.5%、7.6%、7.3%。

表6: 公司收入拆分及预测 (单位: 百万元, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	2,523.9	2,692.0	2,786.0	2,999.0	3,218.0
yoy	35.6%	6.7%	3.5%	7.6%	7.3%
综合毛利率	46.8%	44.9%	42.9%	42.5%	42.4%
其中:					
杏仁露系列收入	2472	2642	2713	2891	3081
yoy	33.8%	6.9%	2.7%	6.6%	6.6%
毛利率	47.1%	45.2%	43.4%	43.1%	43.1%
核桃露系列收入	49	48	63	79	91
yoy	300.8%	-2.5%	31.0%	26.3%	15.0%
毛利率	32.4%	24.6%	23.9%	24.4%	24.2%
杏仁奶系列收入	-	-	9	27	45
yoy				201.5%	65.0%
毛利率			31.0%	30.0%	29.3%
其他收入	2.6	1.8	1.3	1.3	1.3
毛利率	22%	22%	22%	22.0%	22%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.03、6.43、6.94 亿元, 同比 +0.15%/7.31%/8.55%, EPS 分别为 0.57/0.61/0.66 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 13.92x、13.05x、12.09x, 我们选取养元饮品、香飘飘、李子园作为可比公司, 对比可比公司当下估值具备性价比, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表7: 可比公司估值表

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE				EPS (元/股)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603156.SH	养元饮品	329	26.00	22.32	18.06	15.99	13.62	1.17	1.44	1.63	1.91
605337.SH	李子园	39	9.93	17.72	14.77	12.43	10.52	0.73	0.67	0.80	0.94
603711.SH	香飘飘	51	12.42	23.85	19.03	14.26	11.32	0.52	0.65	0.87	1.10
	均值			21.30	17.29	14.23	11.82				
000848.SZ	承德露露	84	7.97	13.94	13.92	13.05	12.09	0.57	0.57	0.61	0.66

数据来源: wind、东吴证券研究所(可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期, 2024 年 2 月 7 日收盘价)

6. 风险提示

竞争加剧风险: 饮料行业是完全竞争行业,且饮料巨头较多,跨品类竞争频繁发生,市场竞争激烈。植物蛋白饮料行业新进入者增多,有竞争持续加剧的风险,会影响企业销售规模和加大费用投入,从而影响盈利力。

新品推广存在不达预期风险: 新品推广需要多种有利因素配合,产品定位,渠道选择,营销推广方式等都对新品推广是否成功产生影响。公司经典产品相对单一且有一定程度的老化,新品推广如果不达预期将影响公司营收成长预期。

原材料价格大幅波动上涨风险: 公司原材料包括马口铁、纸箱、铝、杏仁和糖等,杏仁价格 2023 年上涨明显,原材料价格波动尤其是上涨如果公司不能有效应对则会对生产经营和盈利率产生影响。

食品安全风险: 食品安全内部控制是公司的声誉基石,若出现食品安全事件,公司的产品销售和企业形象都会遭到严重打击。

承德露露三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,261	3,910	4,150	4,615	营业总收入	2,692	2,786	2,999	3,218
货币资金及交易性金融资产	2,990	3,493	3,785	4,172	营业成本(含金融类)	1,485	1,591	1,725	1,855
经营性应收款项	18	22	10	24	税金及附加	26	25	27	29
存货	252	394	353	417	销售费用	364	364	386	411
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	32	34	37
其他流动资产	2	2	2	2	研发费用	23	24	26	27
非流动资产	551	577	604	624	财务费用	(39)	(45)	(47)	(52)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	2	2	2
固定资产及使用权资产	201	192	199	221	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	51	91	113	114	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	286	283	279	276	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	2	1	5
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	796	796	849	917
其他非流动资产	14	12	14	13	营业外净收支	(2)	2	1	1
资产总计	3,813	4,487	4,755	5,239	利润总额	795	798	850	918
流动负债	964	990	934	1,067	减:所得税	193	195	207	224
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	1	2	2	净利润	602	603	643	694
经营性应付款项	333	228	327	300	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	354	497	319	485	归属母公司净利润	602	603	643	694
其他流动负债	275	263	285	280	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.57	0.61	0.66
非流动负债	55	55	55	55	EBIT	789	773	826	887
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	810	795	851	916
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.85	42.89	42.48	42.37
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	22.36	21.64	21.44	21.57
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	6.66	3.49	7.64	7.30
负债合计	1,019	1,044	988	1,122	归母净利润增长率(%)	5.69	0.15	7.31	8.55
归属母公司股东权益	2,759	3,408	3,731	4,082					
少数股东权益	35	35	35	35					
所有者权益合计	2,794	3,443	3,766	4,118					
负债和股东权益	3,813	4,487	4,755	5,239					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	616	462	618	736	每股净资产(元)	2.56	3.24	3.54	3.88
投资活动现金流	(31)	(50)	(50)	(50)	最新发行在外股份(百万股)	1,053	1,053	1,053	1,053
筹资活动现金流	(201)	90	(276)	(299)	ROIC(%)	22.41	18.30	16.92	16.79
现金净增加额	383	503	293	387	ROE-摊薄(%)	21.82	17.61	17.46	17.44
折旧和摊销	21	22	25	29	资产负债率(%)	26.73	23.27	20.78	21.41
资本开支	39	50	50	50	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.94	13.92	13.05	12.09
营运资本变动	(51)	(118)	(6)	56	P/B(现价)	3.11	2.46	2.25	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>