

养元饮品 (603156)

高股息系列：核桃乳砥砺前行，产品裂变久久为功

增持 (首次)

2024年02月21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)	6,906	5,923	6,158	6,603	7,204
同比	55.99%	-14.24%	3.96%	7.24%	9.09%
归母净利润 (百万元)	2,111	1,474	1,642	1,888	2,201
同比	33.78%	-30.16%	11.41%	14.96%	16.59%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.67	1.16	1.30	1.49	1.74
P/E (现价&最新摊薄)	15.05	21.55	19.34	16.82	14.43

股价走势



投资要点

- 植饮领军企业，核桃乳基本盘稳固。**2005年公司现任董事长姚总接管后，敏锐调整产品战略，聚焦推广核桃乳单品“六个核桃”，通过广告宣传投放、“星级服务体系”、“零风险代理产品”等一系列营销举措，成功打开销售市场，成就核桃乳细分领域龙头。根据前瞻产业研究院及欧睿，2022年公司在植饮、核桃乳市场占有率分别达到20%+、80%+。
- 行业：乘健康化消费风潮，待产品裂变再启增长。**植物蛋白饮料兼具口味特色及营养功效，定位介于乳品与饮料之间，通常在心血管健康、体重管理和糖代谢等方面存在差异化优势，受到素食主义、乳糖不耐受、减脂控糖等人群的青睐。目前我国植物蛋白饮料市场规模预计近600亿元，2016年以前经历豆奶、杏仁露、花生露、核桃乳、椰汁等品类普及并实现第一轮爆发式发展，随后增长放缓，当前正处于产品创新及高端化趋势摸索之中，新品类如燕麦奶等逐渐涌现，但高端化进展相对缓慢。
- 公司：核桃乳产品、营销、渠道多维升级，期待增量兑现。**2015年以来，由于行业竞争加剧、产品消费场景单一等多重因素影响，公司收入体量有所回落。经过摸索总结，公司确定以丰富产品矩阵、扩大营销覆盖的思路优化增长表现：1) 在品牌与品类高度绑定的认知优势下，丰富核桃乳产品矩阵，推动产品裂变，争取拓展客群（针对学生/白领/老年等细分群体推出特定产品）及消费场景（推出不同规格产品）。2) 在传统流通渠道已有较好覆盖及管控优势下，持续贯彻深度分销，并尝试BC一体化建设，挖掘市场增量：通过县乡渠道下沉进一步渠道扩张（成熟市场下沉深挖、空白/薄弱低线市场加强覆盖）；针对高端产品聚焦样本市场加强费用倾斜及新品陈列，并尝试BC一体化模式培育。
- 接手红牛实现渠道复用，有望强化增长动能。**2020年养元孙公司获得红牛安奈吉系列产品（2022年更名为红牛维生素牛磺酸饮料）长江以北地区全渠道独家经销权，有望实现销售补充：1) 行业有空间：能量饮料市场超500亿元，2012-2022年CAGR约14%，未来五年有望保持稳定增长。2) 品类有认知：2012年红牛市占率80%+，长期稳居行业龙头。3) 公司有动作：接手后已基本理顺渠道价盘、完成口感调试，借助公司北方市场渠道优势，2022~23年销售连续实现突破，未来增量值得期待。
- 盈利预测与投资评级：**核桃乳基本盘稳固，主产品通过不同规格组合与对标细分消费人群保持销量稳定，后续渠道变化及新品培育预计带来增量；红牛完成渠道与口味调试，预计可开始贡献增量。我们预计2023-25年归母净利润分别为16.4、18.9、22.0亿元，同比+11%/15%/17%，当前市值对应PE为19、17、14x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**新品推广不达预期风险、原材料价格大幅波动上涨风险、食品安全风险。

市场数据

收盘价(元)	25.45
一年最低/最高价	19.60/27.77
市净率(倍)	3.04
流通A股市值(百万元)	32,206.81
总市值(百万元)	32,206.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.38
资产负债率(%，LF)	20.57
总股本(百万股)	1,265.49
流通A股(百万股)	1,265.49

相关研究

内容目录

概述：投资重构，高股息率走向前台	5
1. 植饮领军企业，分红回报突出	5
1.1. 国企改革，成就核桃乳领军企业	5
1.2. 管理层持股集中，重视股东回报	7
2. 行业：乘健康化消费风潮，待产品裂变再启增长	10
2.1. 定位：兼顾口味与功效，介于乳品与饮料之间	10
2.2. 现状：核心单品发展成熟，焕新浪潮仍待风起	13
2.2.1. 对比乳品：高端化进展缓慢，升级路径尚待摸索	15
2.2.2. 对比饮料：多元化收效平平，新品营销欠缺积累	18
3. 公司：核桃乳产品、营销、渠道多维升级，期待增量兑现	21
3.1. 差异化定位“健脑益智”，营销方式灵活创新	21
3.2. 丰富核桃乳产品矩阵，延伸植物奶品类赛道	23
3.3. 传统渠道精耕细作，多元布局开拓增量	25
3.4. 多维布局巩固品类优势，期待量价增量兑现	28
3.4.1. 植饮破局思路：巩固品类优势，推动产品裂变	28
3.4.2. 养元核桃乳：渠道下沉深挖市场，新品培育稳扎稳打	28
4. 接手红牛安奈吉长江以北独家运营权，有望强化增长动能	30
5. 财务分析：业绩逐步修复，高分红可持续	32
6. 盈利预测与投资建议	35
7. 风险提示	37

图表目录

图 1: 发展历程复盘图.....	6
图 2: 目前公司的股权结构 (截至 23 年三季度)	7
图 3: 公司分红规划.....	9
图 4: 公司历年现金分红情况.....	9
图 5: 2020 年植物蛋白饮料消费者性别比例.....	12
图 6: 2020 年植物蛋白饮料消费者画像分布.....	12
图 7: 2020 年植物蛋白饮料消费者年龄分布.....	12
图 8: 2020 年植物蛋白饮料消费者城市分布.....	12
图 9: 2023 年国内饮品非零售渠道销量占比.....	13
图 10: 2022 年植物蛋白饮料与牛奶零售渠道收入占比.....	13
图 11: 我国植物蛋白饮料零售规模及增速 (亿元, %)	14
图 12: 我国植物蛋白饮料细分品类占比.....	14
图 13: 蛋白饮料发展历程.....	15
图 14: 高端液态奶零售销售价值占比情况.....	15
图 15: 动植物蛋白饮料及其他饮料分价位带产品竞争.....	16
图 16: 常温白奶市场价格阶梯图.....	17
图 17: 牛奶用户需求地图.....	17
图 18: 农夫山泉、元气森林新品研发、测试及投放流程.....	21
图 19: 王源担任六个核桃品牌代言人.....	22
图 20: 23 年中秋机场大屏投放广告.....	22
图 21: 公司核桃乳营收及同比增速.....	23
图 22: 公司核桃乳销量及吨价表现.....	23
图 23: 近年公司经销渠道营收和同比增速 (亿元,%)	25
图 24: 近年公司经销商数量、单商均收.....	25
图 25: 春节线上推出六六大顺罐包装.....	27
图 26: 直销渠道收入及同比增速 (亿元,%)	27
图 27: 公司区域市场划分及 23 年前三季度分区域销售收入占比.....	27
图 28: 2022 年中国乳糖不耐受人群占比.....	28
图 29: 液态奶在城市和农村的销售占比情况 (%)	30
图 30: 中国消费者对大包装产品需求较大.....	30
图 31: 中国能量饮料市场零售额及同比增速.....	31
图 32: 2023 年分品牌零售额市占率.....	31
图 33: 公司功能性饮料收入.....	31
图 34: 2008-2023 年前三季度营收和同比增长率	32
图 35: 2008-2023 前三季度归母净利润和同比增长率	32
图 36: 公司加权净资产收益率和净利润率.....	33
图 37: 2015-2023 前三季度毛销差和毛利率	33
图 38: 2015-2023 前三季度销售费用和销售费用率	34
图 39: 2015-2023H1 销售费用率细分项目	34
图 40: 2018-2022 年公司产能利用率	35
图 41: 2018-2022 年公司产能和产销量 (万吨)	35
图 42: 2015-2022 年现金红利和未分配利润	35

图 43: 经营活动现金流净额与 CAPEX	35
表 1: 食品饮料 2022 年度分红对应股息率前列个股 (市值取 24 年 2 月 17 日)	5
表 2: 公司管理层情况 (截至 23 年三季度)	7
表 3: 股份回购方案内容	9
表 4: 动物蛋白、植物蛋白、复合蛋白饮料对比	10
表 5: 动物蛋白、植物蛋白饮料以及口味型饮料对比	11
表 6: 饮料行业细分品类情况	13
表 7: 植物蛋白饮料&动物蛋白饮料量价拆分	15
表 8: 植物蛋白饮料主要产品营养成分对比	17
表 9: 饮料企业 SKU 数量对比	18
表 10: 植物蛋白饮料及其他饮料销售场景、区域对比	20
表 11: 竞争企业品牌战略对比	21
表 12: 公司品牌营销方式梳理	22
表 13: 公司研发技术情况	23
表 14: 公司主要植饮产品	24
表 15: 公司主要厂商建设举措	26
表 16: 三种金罐红牛饮料主要情况	32
表 17: 2023 前三季度养元饮品及同业公司杜邦分析	33
表 18: 公司现有产能和在建产能 (截至 2022 年年报)	34
表 19: 公司收入拆分及预测 (单位: 百万元, %)	36
表 20: 可比公司估值表 (截至 2024/02/20 收盘价)	36

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系列报告。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) 公司现金流质量高且有持续性；3) 估值低位，风险释放充分，股东注重分红且分红率稳定。

养元饮品具有财务稳健而估值低的特征，上市以来累计分红率超过 90%，其中最近两年分红率均超过 100%。按照 100% 分红率估算，则公司 2023 年度分红对应股息率预计达到 5% 以上，在食品饮料板块位居前列，是基本面稳健、股息率优异的优质标的。

表1：食品饮料 2022 年度分红对应股息率前列个股（市值取 24 年 2 月 17 日）

股票代码	简称	利润(万元)	分红(万元)	市值(万元)	分红率	股息率
603156.SH	养元饮品	147,425	227,789	3,218,150	154.5%	7.1%
603886.SH	元祖股份	26,637	24,000	393,120	90.1%	6.1%
000895.SZ	双汇发展	562,089	554,346	9,898,537	98.6%	5.6%
603866.SH	桃李面包	64,006	53,324	1,099,007	83.3%	4.9%
600132.SH	重庆啤酒	126,360	125,833	2,799,289	99.6%	4.5%
603697.SH	有友食品	15,360	14,053	282,277	91.5%	5.0%
002304.SZ	洋河股份	937,783	563,410	14,838,484	60.1%	3.8%
600887.SH	伊利股份	943,106	662,111	17,939,666	70.2%	3.7%
603057.SH	紫燕食品	22,184	30,900	790,628	139.3%	3.9%
000848.SZ	承德露露	60,189	30,797	836,780	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/24 年 2 月 17 日股价

1. 植饮领军企业，分红回报突出

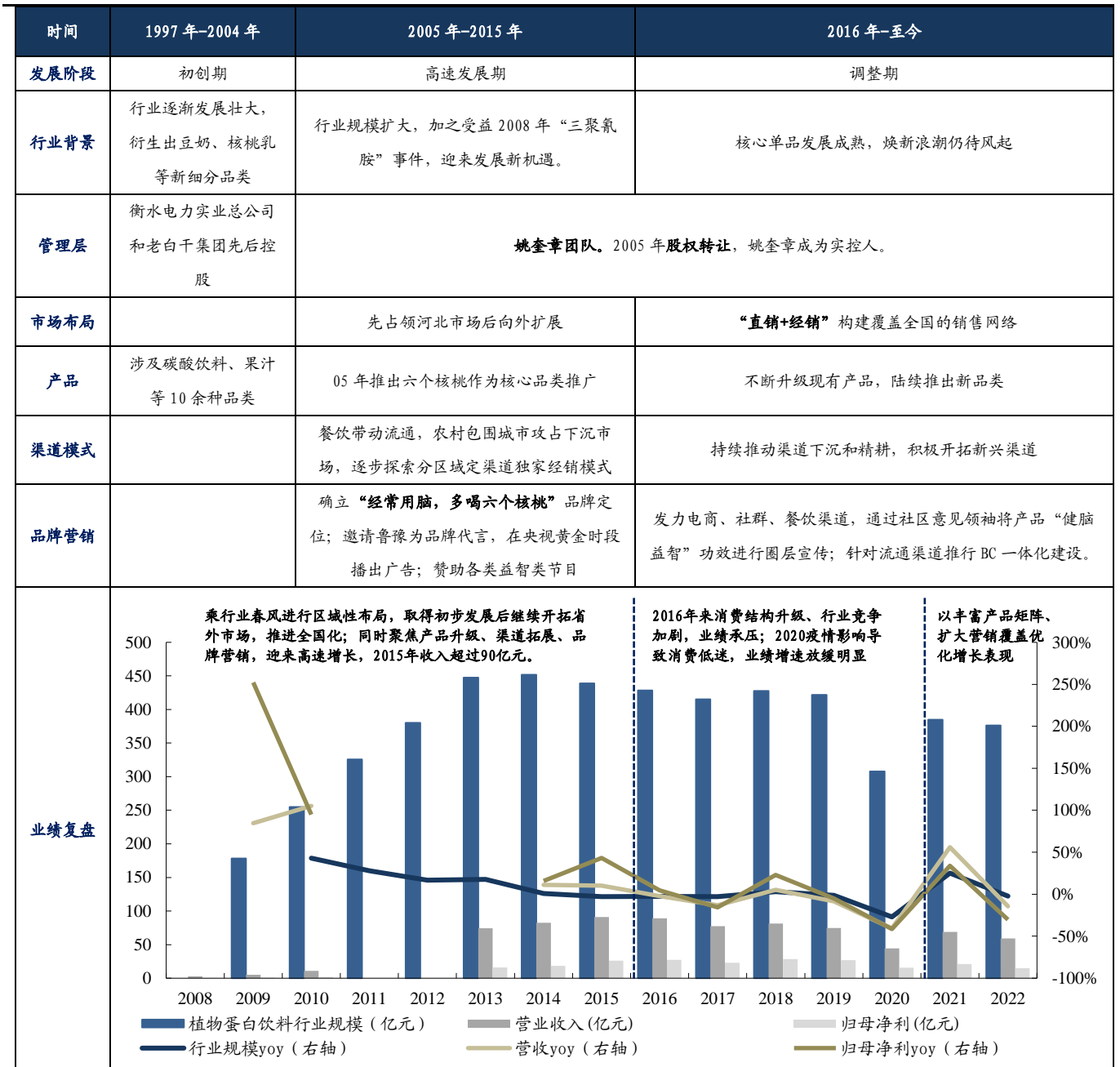
1.1. 国企改革，成就核桃乳领军企业

地方国企改革民营，成就核桃乳领军企业。河北养元智汇饮品股份有限公司前身河北元源保健饮品有限公司由衡水电力实业总公司投资成立，始建于 1997 年。自成立以来，公司一直经营状况不佳，濒临破产，1999 年老白干集团控股以后也未能扭转颓势。2005 年，在国有企业股权改制的大背景下，老白干集团决定将持有的公司全部国有产权转让给 58 名员工，时任老白干集团董事、养元饮品总经理的姚奎章成为实控人。

姚总接管后调整产品战略，2005 年推出“六个核桃”，次年就实现 3000 万元销售业绩，一举扭亏为盈。此后公司通过渠道深耕、营销宣传、区域拓展等多种方式推动收入

增长，2015 年营收达到峰值超 90 亿元，2008-2015 年营收 CAGR 达 64.09%，成为植物蛋白饮料行业的头部企业之一，核桃乳细分领域龙头。2015 年以来，由于行业竞争加剧、产品消费场景单一等多重因素影响，公司收入体量有所回落，对此公司经过摸索总结，确定以丰富产品矩阵、扩大营销覆盖的思路优化公司增长表现。目前公司针对不同消费群体和不同层级市场推出差异化产品，保持品牌宣传声量，在深耕传统线下渠道的同时完善线上渠道，构建起“全域深分销+全链 C 端运营”的特色营销模式。

图1：发展历程复盘图

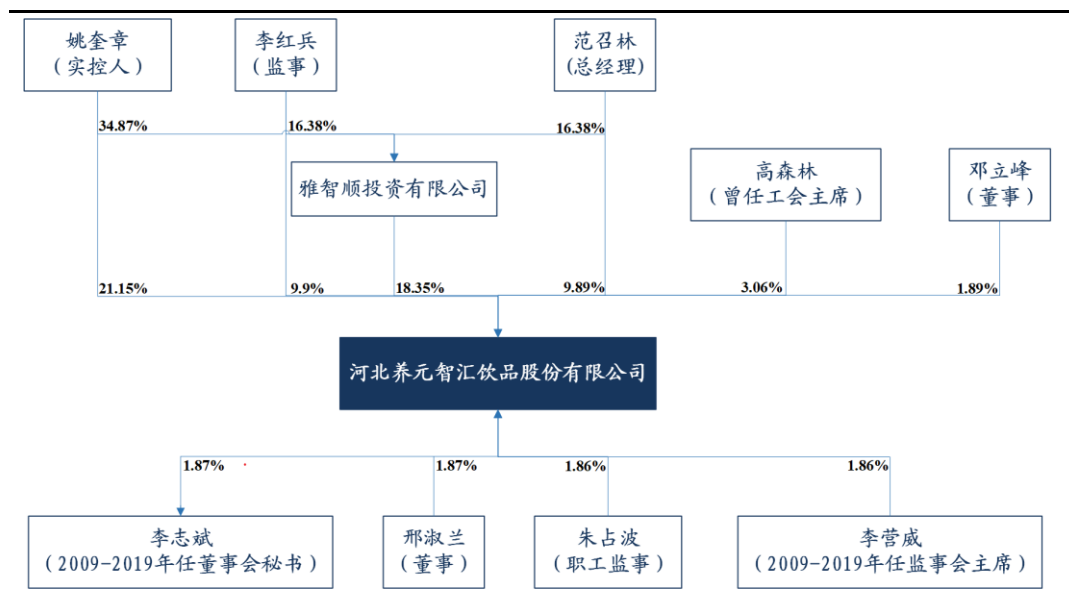


数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

1.2. 管理层持股集中，重视股东回报

通过改制重组及定增扩股，实现与管理层、经销商利益绑定，实控人持股集中。截至 2023 年三季度，董事长姚奎章直接持有公司约 21.15% 的股份，并通过一致行动人雅智顺投资有限公司持有公司约 6.40% 的股份，合计持有公司 27.55% 的股权，为公司实际控制人。此外，公司持股前十名股东中，多在公司担任管理层职务，如范召林任副董事、总经理，李红兵任监事会主席，朱占波任职工监事，邢淑兰、邓立峰任董事。2010 年公司向包括 20 名经销商在内的 86 名自然人定增扩股，将公司发展与多方利益绑定，推动员工和经销商的积极性提升。

图2：目前公司的股权结构（截至 23 年三季度）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

管理层经验丰富，核心团队稳定性强。公司实控人姚奎章曾任河北衡水老白干酒厂技术科技术员、生产科副科长、一分厂副厂长、集团生产处处长、集团董事；2005 年接手公司成为实控人后，带领团队聚焦核桃乳产品，使濒临破产的养元饮品逐渐发展为品牌鲜明的核桃乳领军龙头。公司现任总经理范召林曾任河北衡水老白干酒厂销售分公司副经理、经理，作为老白干“销售冠军”，深谙渠道营销之道：在深度分销基础上，结合企业发展战略和市场实际，开创分区域定渠道的经销模式，显著提升公司渠道竞争力。

表2：公司管理层情况（截至 23 年三季度）

姓名	职位	持股比例	年龄	个人履历
姚奎章	董事长, 董事	21.15%	58	曾任河北衡水老白干酒厂技术科技术员、生产科副科长、一分厂副厂长、集团生产处处长、集团董事，河北养元保健饮品有限公司总经理；2006 年 3 月起任公司第一、二、三、四、五届董事会董事长；2014 年 4 月起兼任雅智顺投资有限公司执行董事兼总经理；2016 年 8 月起兼任中冀投资股份有限公司董事；2021 年 3 月起任衡水市衡商创新发展有限公司董事长。现为衡水市第七届人大常委会委员、中国饮料工业协会第六届理事会副理事长、河北省食品工业协会理事会会长、核桃产业国家创新联盟理事长、河北省第七批省管优秀专家、河北省劳动模范。

范召林	副董事长, 董事, 总经理	9.89%	51	曾任河北衡水老白干酒厂销售分公司副经理、经理, 河北裕丰实业股份有限公司销售分公司经理, 河北养元保健饮品有限公司副总经理; 2006年3月起任河北养元智汇饮品股份有限公司第一至六届董事会董事, 2022年5月起任河北养元智汇饮品股份有限公司副董事长; 2008年9月起任河北养元智汇饮品股份有限公司总经理。
夏君霞	董事	0.07%	48	曾任河北养元保健饮品有限公司品控经理, 公司质量经理、技术部经理; 2015年10月起任公司生产技术部经理; 2016年3月至2019年4月任公司第四届监事会职工代表监事; 2019年4月起任公司第五届董事会董事。2017年入选河北省“三三三人才”工程第二层次人才; 2018年入选衡水市第七批市管优秀专家; 2019年被评为河北省政府特殊津贴专家; 现任中国饮料工业协会蛋白饮料分会副会长、河北省营养学会理事。
邓立峰	董事	1.89%	48	曾任衡水老白干集团销售总公司业务员, 河北裕丰实业股份有限公司销售总公司业务员, 河北养元保健饮品有限公司业务部副经理; 2002年2月至2023年2月任河北养元智汇饮品股份有限公司业务部经理, 2023年2月起任河北养元智汇饮品股份有限公司推广部经理; 2009年11月起任河北养元智汇饮品股份有限公司第二至六届董事会董事。
邢淑兰	董事	1.87%	55	曾任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司财务部会计, 河北养元保健饮品有限公司主管会计、财务部经理; 2006年3月起任公司第一、二、三、四、五届董事会董事、财务负责人; 2015年10月起兼任衡水高康投资管理有限公司董事。
李红兵	监事会主席, 监事	9.90%	57	曾任河北衡水老白干酒厂车间主任、集团董事, 河北养元保健饮品有限公司副总经理; 2006年3月起任公司第一、二、三、四、五届董事会董事, 2008年9月起任公司副董事长; 2014年8月至2018年5月兼任衡水联兴供热有限公司副董事长。
马永利	财务总监, 董事会秘书	0.61%	47	曾任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司销售总公司业务员, 河北养元保健饮品有限公司包装车间班长、销售内勤; 2006年3月至2017年9月担任河北养元智汇饮品股份有限公司监事会监事, 财务部主管会计; 2017年10月至2023年11月任河北养元智汇饮品股份有限公司财务经理; 2009年11月至2018年10月任河北养元智汇饮品股份有限公司证券事务代表; 2018年10月起任河北养元智汇饮品股份有限公司董事会秘书; 2022年8月起兼任河北养元智汇饮品股份有限公司综合办经理。
朱占波	职工监事	1.86%	50	曾在河北农安生化有限公司任职; 1999年7月起在养元饮品工作, 历任业务部区域经理、销售内勤、综合办经理; 2018年4月至2020年4月任河北养元智汇饮品股份有限公司第四、五届监事会股东代表监事(监事会主席), 2022年5月起任河北养元智汇饮品股份有限公司第六届监事会职工代表监事; 2016年7月起任河北养元智汇商贸有限公司监事, 2022年5月起兼任河北元潮创业投资有限公司董事, 2022年9月起兼任衡水市衡商创新发展有限公司法定代表人兼经理。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

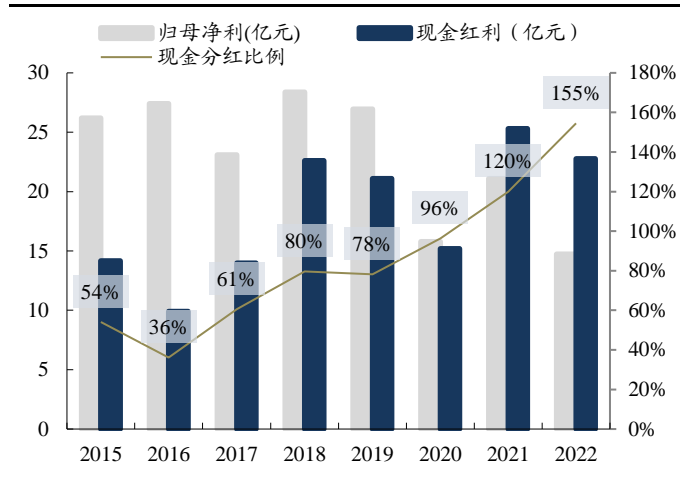
分红比例领先, 持续回馈公司股东。公司上市以来累计分红 120.95 亿元, 分红率 93.00%, 处于行业领先水平。2022 年公司发放现金红利 22.78 亿元, 现金分红比例为 154.51%, 股息率为 7.26%。根据招股书中的分红规划, 未来公司现金分红比例仍有望维持较高水平。

图3: 公司分红规划

公司发展阶段	现金分红比例
属成熟期且无重大资金支出安排	80%
属成熟期且有重大资金支出安排	40%
属成长期且有重大资金支出安排	20%

数据来源: 养元招股说明书、东吴证券研究所

图4: 公司历年现金分红情况



数据来源: wind、东吴证券研究所

发布股权回购方案, 彰显公司发展信心。2023年12月11日公司审议通过《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》, 回购股份注销并减少公司注册资本, 若按本次回购股份数量上限及回购价格上限测算, 预计拟回购资金总额不超过2.5亿元, 截至2024年1月31日已累计回购股份110万股, 占总股本比例0.0871%, 使用资金总额约2447万元, 本次反映管理层对公司价值被低估的判断, 亦有助于提升股东权益。

表3: 股份回购方案内容

项目	主要内容
回购用途	回购的股份将依法全部予以注销并减少公司注册资本
回购数量	拟回购股份数量不低于500.00万股(含)且不超过1,000.00万股(含)
占总股本比例	0.40%-0.79%
回购期限	自公司股东大会审议通过之日起十二个月内
回购价格	不超过人民币25.00元/股(含)(该价格上限不高于董事会通过回购股份决议前30个交易日公司股票交易均价的150%)
资金来源	公司自有资金
回购方式	通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式回购公司股份
回购目的	基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可, 为维护广大投资者的利益, 增强投资者信心, 综合考虑公司经营情况、财务状况和发展战略, 公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份, 回购股份将依法予以注销并减少公司注册资本。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 行业：乘健康化消费风潮，待产品裂变再启增长

2.1. 定位：兼顾口味与功效，介于乳品与饮料之间

植物蛋白饮料营养成分全面均衡。植物蛋白饮料以植物果仁和果肉为主要原料，经过研磨提取等方式加工制成的以植物蛋白为主体的乳状液体饮品，其具有不含或较少的胆固醇含量，富含蛋白质和氨基酸，适量的不饱和脂肪酸，营养成分较全等特点。对比动物蛋白饮料，植物蛋白饮料通常在心血管健康、体重管理和糖代谢等方面存在差异化优势，受到素食主义者与乳糖不耐受人群的青睐。

表4：动物蛋白、植物蛋白、复合蛋白饮料对比

	动物蛋白饮料	植物蛋白饮料	复合蛋白饮料
含义	1、含乳饮料：以乳或乳制品为原料，添加或不添加其他食品原辅料和（或）食品添加剂，经加工或发酵制成的制品。配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳酸菌饮料 2、液体乳：巴氏杀菌乳、灭菌乳、调制乳和发酵乳	以一种或多种含有一定蛋白质的植物果实、种子或种仁等为原料，添加或不添加其他食品原辅料和（或）食品添加剂，经加工或发酵制成的制品，包含豆奶和豆奶饮料、椰子汁、杏仁露、核桃乳、花生露（乳）	以乳或乳制品、植物蛋白为主要原料加工而成的产品
蛋白质含量	纯牛奶≥2.9g/100g；调制乳≥2.3g/100g；配制型、发酵型含乳饮料≥1g/100g；乳酸菌饮料≥0.7g/100g；发酵乳≥2.9g/100g	椰汁 ≥ 0.50g/100ml；杏仁露 ≥ 0.55g/100ml；核桃露 ≥ 0.60g/100ml	≥0.5g/100ml
主要品牌	特仑苏、金典、安慕希、旺旺、娃哈哈	六个核桃、露露、维他奶、椰树	银鹭花生牛奶
原料	牛乳（液态乳和乳粉）和脱脂乳（液态脱脂乳和脱脂乳粉）	椰子、花生、核桃、大豆、燕麦等植物蛋白	乳或乳制品以及植物蛋白
营养成分	蛋白质含量较高，含乳饮料含有甜味剂、果味剂等食品添加剂	含有人体所需的脂肪、蛋白质、维生素、矿物质等植物蛋白及其制品内含有大量亚油酸和亚麻酸，不含胆固醇；植物籽中含有较多的维生素E	兼具植物蛋白饮料和动物蛋白饮料的特点

数据来源：中商产业研究院、东吴证券研究所

植物蛋白饮料兼具口味特色及营养功效，定位介于乳品与饮料之间。营养功效方面，1)植物蛋白不含胆固醇、脂肪含量低、膳食纤维更丰富，对比动物蛋白，增加饱腹感的同时可以帮助减少热量摄入。2)植物蛋白中不含乳糖，因而植物蛋白饮料可以帮助动物蛋白饮料乳糖不耐受人群进行部分蛋白质摄入。3)基于原材料特性，如核桃富含磷脂（益智补脑）、杏仁含有丰富的抗氧化物、维生素e等（美白养颜）、花生含亚油酸和铁元素（补气血）等，植饮产品亦具备某些差异化营养特征。口味特色方面，相较口味较同质化的基础白奶，国内植物蛋白饮料基于原料特性，口味各具特色，其中杏仁露、花生露、椰汁等口感特征较豆奶、核桃露等更为突出；相较风味型饮料，国内植饮品牌则较少进行口味创新，大多仅仅基于原有植饮消费传统实现商品化销售。

表5: 动物蛋白、植物蛋白饮料以及口味型饮料对比

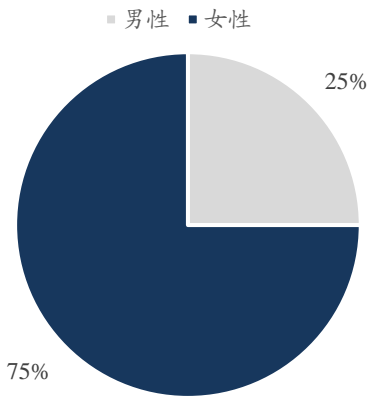
	动物蛋白饮料		植物蛋白饮料				风味型饮料
	基础白奶	核桃乳	豆奶	杏仁露	花生露	椰汁	碳酸饮料
推出时间	1997年(伊利利乐包常温奶)	2005年(六个核桃)	1940年(维他奶)	1975年(露露杏仁露)	1999年(银鹭)	1989年(椰树)	1927年(可口可乐)
高峰销售规模	百亿元+	近90亿元	近80亿元	约27亿元	50亿元+	约46亿元	300亿元+
营销理念	有机、天然、高品质、新鲜、健康	益智健脑、健康营养	减肥、养生、健康	健康养颜	天然、绿色、健康	原汁原味、天然健康、无添加	社交、情感
包装规格	200ml、250ml、1L	180ml、190ml、240ml	250ml、1L	240ml、180ml、1L	250ml、300ml、450ml、1L	245ml、320ml、1L	300ml、30ml、500ml、1L、2L
蛋白质含量	3.2g/100ml	0.6g/100ml	2g/100ml	0.6g/100ml	1.2g/100ml	0.6g/100ml	0g
其他营养成分	不饱和脂肪酸、钙、维生素	不饱和脂肪酸、镁、钾、维生素B、叶酸	不饱和脂肪酸、维生素E、维生素B、大豆卵磷脂	不饱和脂肪酸、镁、钙、铁、钾	不饱和脂肪酸、钙、铁、锌	不饱和脂肪酸、维生素、磷、铁、钾、镁	不饱和脂肪酸、维生素、钙、磷、铁
口味种类	脱脂牛奶、全脂牛奶	无糖、低糖、原味	原味、香草味、巧克力味	低糖、原味	原味、果味、咖啡、巧克力	原味、果味、奶味、茶味咖啡、巧克力	可乐型、柠檬型、橙子等果味型
主打场景	早餐、户外	年货礼品	早餐、佐餐	年货礼品	早餐、休闲、礼赠	早餐、休闲、礼赠	日常餐配、休闲、社交
面向客群:	全年龄向	儿童、学生、老年人为主	青少年、健身者和老年人	少年儿童、年轻女性	少年儿童、老年人、素食人群、健身者	少年儿童、老年人、素食人群、健身者	青少年、中青年人群

数据来源: 各公司官网、东吴证券研究所

从消费场景看, 现有主流植饮产品消费应用相对传统, 更为单一, 以营养补充、礼赠、餐饮为主。传统植饮消费场景较为单一, 大多聚焦在营养补充(更适合要求低脂低卡、乳糖不耐群体)、礼赠、餐饮场景: 1) 与品类本身特性有关: 一方面, 植饮相对动物白奶具有低脂低卡、不含乳糖等特点, 可以作为日常蛋白质摄入替代。另一方面, 基于产品原料特点, 核桃乳和杏仁露特定功能性相对更强(如养元六个核桃的健脑养生属性更适合学生和老年群体), 因此应用场景更偏向于礼赠; 豆奶与豆浆关联度高, 更多见于早餐场景; 椰汁淡化功能性而普适性更强, 即饮场景应用相对广泛。2) 与产品宣传策略有关: 养元“经常用脑, 多喝六个核桃”, 豆本豆“国民营养好豆奶”, 承德露露“冬天喝热露露”等, 植饮企业产品宣传通过加强功能和场景聚焦, 更好巩固消费受众。

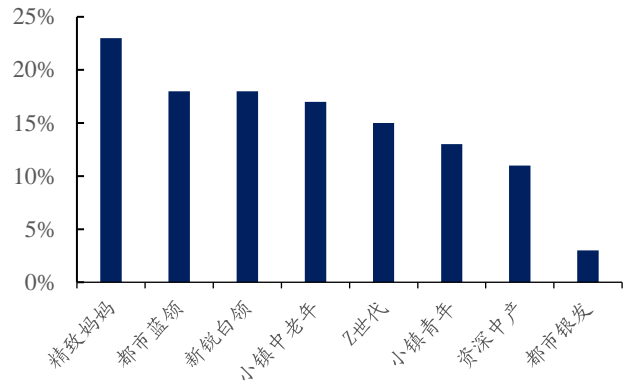
从消费者画像看, 植物蛋白饮料消费群体以二三线城市群体为主, 不同产品消费受众存在差异。植饮定价大多高于基础白奶, 消费群体以三线及以上城市居民为主。其中, 核桃乳定位“健脑益智”, 消费人群主要是小镇中老年及学生群体; 杏仁露定位“养颜健康”, 消费群体主要为精致女性群体; 燕麦奶宣扬的健康环保理念, 则更圈粉高线城市年轻群体。

图5：2020年植物蛋白饮料消费者性别比例



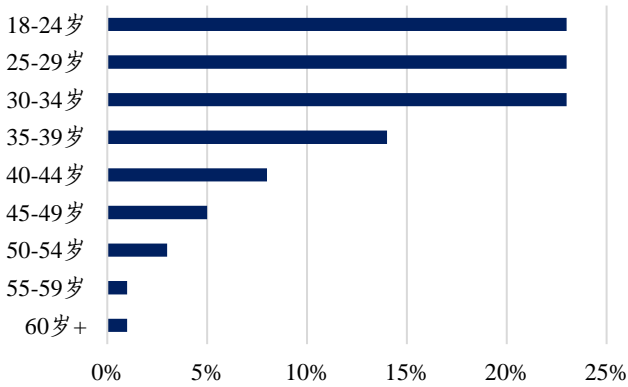
数据来源：天猫新品创新中心、东吴证券研究所

图6：2020年植物蛋白饮料消费者画像分布



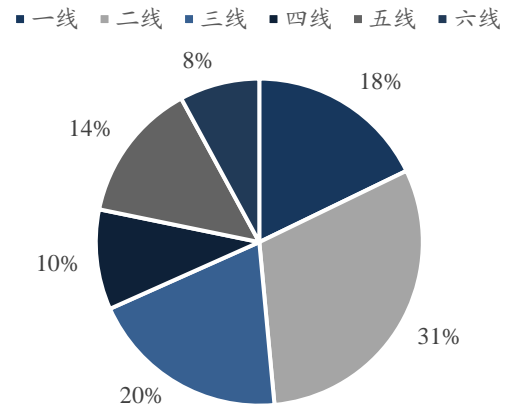
数据来源：天猫新品创新中心、东吴证券研究所

图7：2020年植物蛋白饮料消费者年龄分布



数据来源：天猫新品创新中心、东吴证券研究所

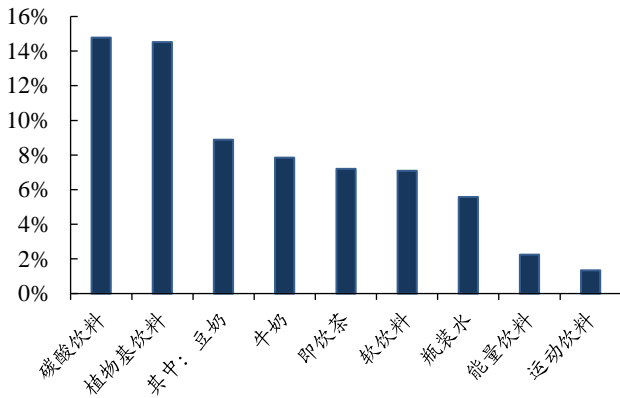
图8：2020年植物蛋白饮料消费者城市分布



数据来源：天猫新品创新中心、东吴证券研究所

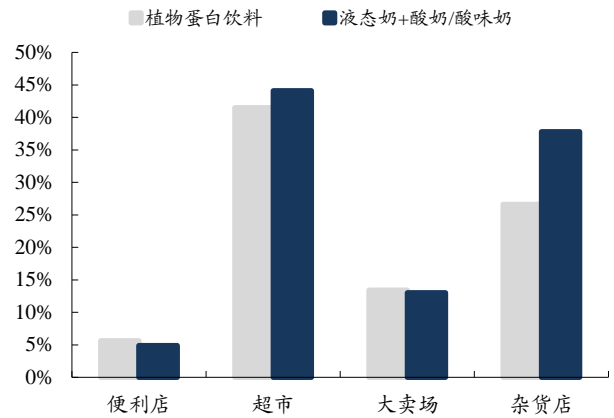
与礼赠、餐饮场景对应，国内植物蛋白饮料即饮、商超、杂货渠道占比相对较高。一方面，核桃露、杏仁露等礼赠、营养功能属性较强，零售渠道分布类似牛奶，以商超、卖场、杂货店为主，2022年商超、卖场、小型杂货店零售额占比超过80%（牛奶占比为70%+），便利店、特渠等占比偏低。另一方面，豆奶（唯怡等）、椰汁等蛋白饮料具有解腻解辣的佐餐属性，非零售渠道如餐饮等销量占比较牛奶、软饮等品类更高。

图9：2023年国内饮品非零售渠道销量占比



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

图10：2022年植物蛋白饮料与牛奶零售渠道收入占比



数据来源：欧睿、尼尔森、东吴证券研究所

2.2. 现状：核心单品发展成熟，焕新浪潮仍待风起

饮品赛道细分品类集中度高，亿量级单品层迭出现。饮品行业细分赛道众多，已有品类龙头格局稳固，特别在水、乳制品、功能饮料、凉茶等功能属性强的品类赛道，龙头份额集中度更加突出，如农夫山泉包装水、怡宝饮用水、伊利安慕希、蒙牛纯甄、红牛、王老吉等大单品销售规模已达百亿级。

表6：饮料行业细分品类情况

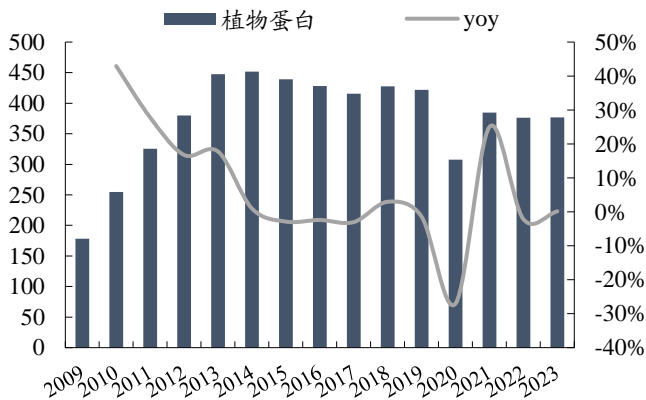
量级	产品	所属品类	企业	2021年规模
300 亿级	可口可乐	汽水	可口可乐	约 319 亿元
	特仑苏	牛奶	蒙牛乳业	超 300 亿元
200 亿级	中国红牛	功能饮料	华彬集团	超 200 亿元
	金典	牛奶		超 200 亿元
	伊利纯牛奶	牛奶	伊利股份	超 200 亿元
	安慕希	酸奶		超 200 亿元
	加多宝	植物饮料	加多宝集团	超 100 亿元
100 亿级	农夫山泉饮用天然水	包装水	农夫山泉	超 150 亿元
	纯甄	酸奶	蒙牛乳业	超 120 亿元
	旺旺牛奶		旺旺集团	超 118 亿元
	AD 钙奶	含乳饮品	娃哈哈	
	优酸乳		伊利乳业	超 100 亿元
	怡宝饮用纯净水	包装水	华润怡宝	
	王老吉凉茶	植物饮料	广药王老吉	超 97 亿元
50-70 亿级	百岁山天然矿泉水	包装水	景田集团	超 70 亿元
	六个核桃核桃乳	植物蛋白饮品	养元集团	67 亿元
	东鹏特饮		东鹏饮料	65.92 亿元
	脉动	功能饮料	达能集团	超 60 亿元

30-40 亿级	阿萨姆奶茶	茶饮料	统一企业	超 57 亿元
	蒙牛纯牛奶	含乳饮品	蒙牛乳业	超 50 亿元
	莫斯利安	酸奶	光明乳业	50 亿元左右
	椰树椰汁	植物蛋白饮品	椰树集团	超 40 亿元
	元气森林苏打气泡水	汽水	元气森林	约 40 亿元
	乐虎	功能饮料	达利集团	33.2 亿元
	大窑嘉宾汽水	汽水	大窑饮品	约 30 亿元

数据来源：食品版、东吴证券研究所

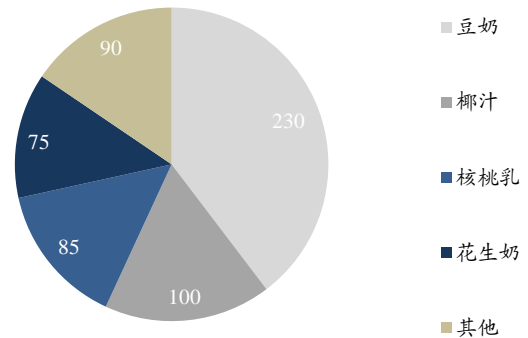
目前我国植物蛋白饮料市场规模预计近 600 亿元，细分品类已形成稳定格局，六个核桃、椰树椰汁等产品稳居细分龙头。随着人们生活水平的提高，消费观念正在加速转变，健康化、个性化、高品质消费需求成为市场发展的重要方向，植物蛋白饮料的天然健康绿色的属性符合当下消费趋势。参考细分品类规模及沙利文数据，预计目前我国植物蛋白饮料市场规模近 600 亿元，其中主要品类如豆奶、椰汁、核桃乳规模分别约为 230、100、85 亿元，主流单品六个核桃、椰树椰汁规模分别超过 60 亿元、50 亿元。

图 11: 我国植物蛋白饮料零售规模及增速 (亿元, %)



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

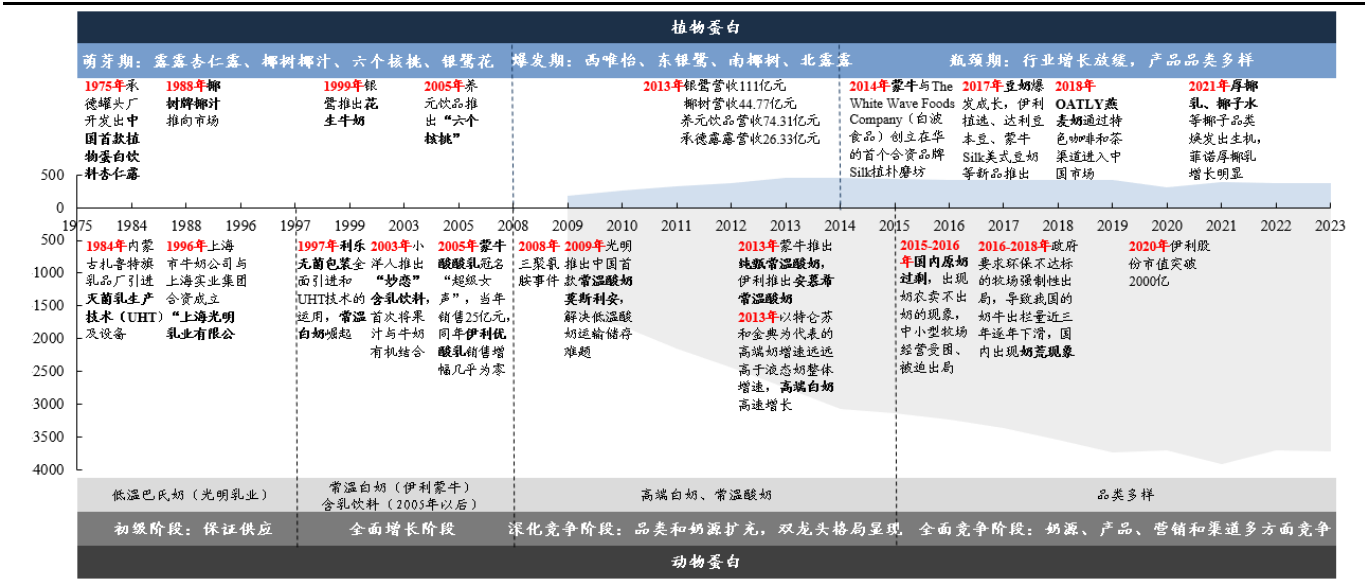
图 12: 我国植物蛋白饮料细分品类占比



数据来源：wind、东吴证券研究所预测

复盘行业发展历程，动物蛋白饮料行业历经低端纸装膜牛奶→利乐袋、利乐枕、利乐砖等普通白奶→以特仑苏、金典为代表的高端白奶→发酵升级常温酸奶、低温酸奶、乳酸菌饮品等，宣传方向从早期注重营养价值，逐步升级为宣传健康生活，成功通过品类裂变、产品高端化走出持续增长曲线。**植物蛋白饮料行业**顺应健康化、个性化、高品质消费风潮，在 2016 年以前经历豆奶、杏仁露、花生露、核桃乳、椰汁等品类普及并实现爆发式发展，2009-2016 年植饮零售额 CAGR 约为 13% (欧睿数据)。目前植饮行业已度过类动物蛋白饮料发展的第一阶段，处于产品创新及高端化趋势中，新品类如燕麦奶、椰乳/椰子水等不断涌现，但高端化速度相对缓慢，2017-2022 年 CAGR 约为-2% (欧睿数据)。

图13: 蛋白饮料发展历程



数据来源: 公司公告、公开资料整理、东吴证券研究所

注: 植物蛋白市场规模 (上, 亿元)、动物蛋白市场规模 (下, 亿元)

2.2.1. 对比乳品: 高端化进展缓慢, 升级路径尚待摸索

从行业量价表现看, 近年我国植物奶销量回落, 价增幅度不及白奶。2019年-2023年中国植物蛋白饮料量/价 CAGR 分别为-3.94%/1.71%, 而动物蛋白饮料量/价 CAGR 分别为 2.72%/3.28%, 植物基价格增幅落后于动物蛋白饮料, 前者 2023 年销售均价仅为后者的 83%, 低于西欧、美国、日本及韩国, 侧面说明我国植物蛋白饮料依靠价增推动高端化的进程相对偏慢。

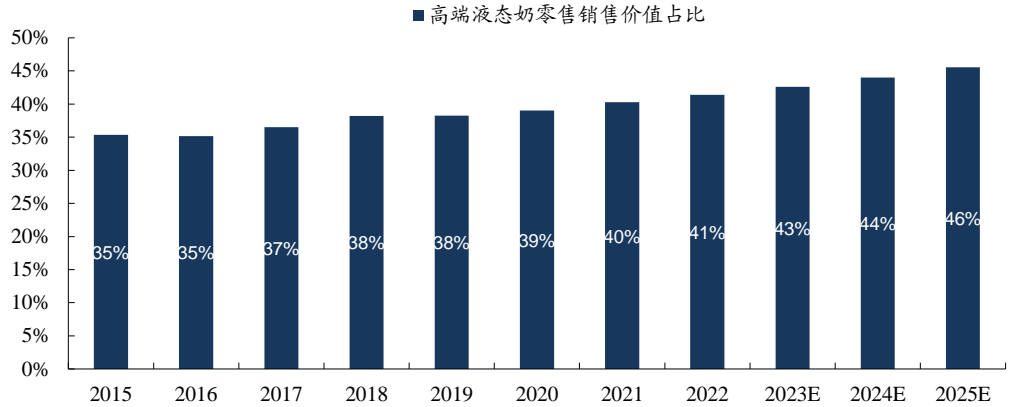
表7: 植物蛋白饮料&动物蛋白饮料量价拆分

国家/地区	2019-2023 年植物蛋白 CAGR			2019-2023 年动物蛋白 CAGR			价格对比 (美元/升, 2023 年)		
	零售额	销量	价格	零售额	销量	价格	植物基	基础白奶	植物基/液奶
西欧	11.29%	9.88%	1.28%	5.51%	-0.64%	6.19%	2.06	1.18	175%
英国	9.67%	9.02%	0.60%	7.45%	-0.29%	7.76%	2.14	1.14	187%
日本	-3.98%	-1.64%	-2.38%	-4.88%	-2.23%	-2.71%	2.10	2.27	93%
美国	10.77%	14.84%	-3.54%	5.32%	-2.22%	7.72%	1.72	1.4	123%
中国香港	5.91%	2.04%	3.79%	3.91%	1.45%	2.43%	3.05	4.14	74%
韩国	3.18%	1.40%	1.76%	-1.39%	-1.90%	0.52%	2.57	2.15	120%
中国大陆	-2.30%	-3.94%	1.71%	6.08%	2.72%	3.28%	1.93	2.34	83%

数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

国内动物白奶高端化进程较植饮发展更快。根据沙利文数据, 预计 2023 年高端液奶 (零售价不低于 5 元/250ml) 零售销售价值占比达 40%+, 且未来有望保持稳定提升。

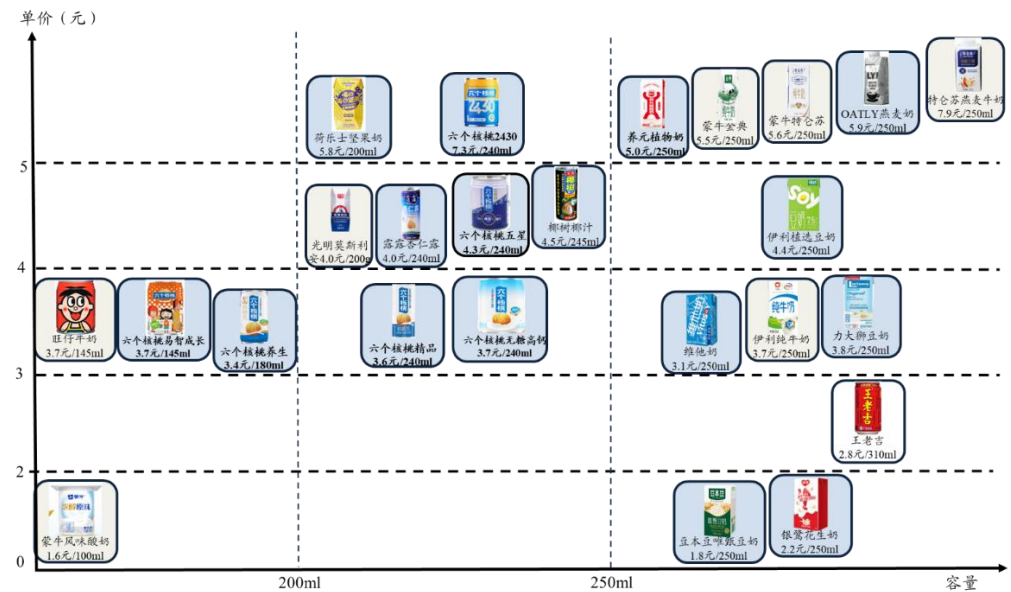
图14: 高端液态奶零售销售价值占比情况



数据来源：国家统计局、弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

国内植物蛋白饮料主流大单品多数定位于 3-6 元，尚未出现规模化高端单品。分价格带看，椰汁、核桃露、杏仁露等植物蛋白饮料单品多集中 3-6 元，纯牛奶、酸奶、调制乳等动物蛋白饮品亦在该价位带参与竞争；目前 6 元以上单品较少，如养元 2430 目前销售体量仅约几千万元，植物蛋白饮料赛道尚未出现规模化的高端单品。

图15：动植物蛋白饮料及其他饮料分价位带产品竞争

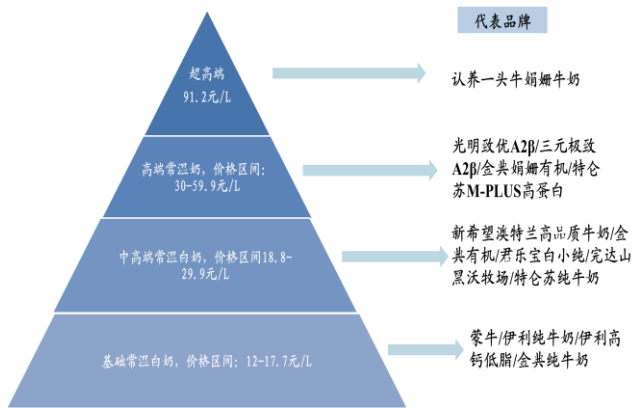


数据来源：天猫官方旗舰店、京东、东吴证券研究所

参考动物白奶品类市场发展方向，产品高端化主要通过奶源/口感升级、营养价值提升、包装外观创新等方面实现溢价支撑。1) 优质、稀缺奶源升级产品价值感：草饲、娟姗、水牛奶、牦牛奶等都是限定、稀缺奶源代表，通过差异化的营养成分及口感风味突出产品溢价。2) 技术工艺进步提升营养价值：膜过滤技术、超巴技术、超滤技术等工艺进步，通过提升牛奶中的营养成分含量（如每 100ml 乳蛋白），有效强化产品的营养

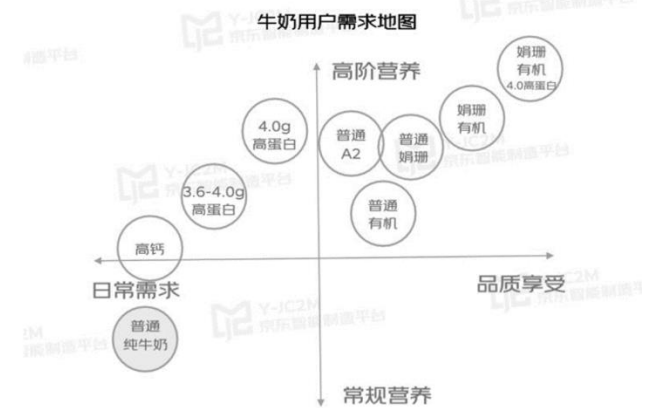
功效价值。3) 包装方式与档次提升: 产品设计向高端化、简约化转变, 如特仑苏、金典将普通吸管包装升级为梦幻盖包装, 解决了开启后不易携带、无法密封造成浪费等问题, 进一步提升便捷性和适用性。

图16: 常温白奶市场价格阶梯图



数据来源: 乳业在线、东吴证券研究所

图17: 牛奶用户需求地图



数据来源: 《京东有机牛奶趋势洞察白皮书》、东吴证券研究所

相比之下,我国植饮产品价格起点高,但高端化升级路径仍在摸索,进程相对缓慢。

1) **产品价值提升路径不清晰**。植物蛋白饮料基础产品价格通常对标高端白奶,溢价主要来自产品原料(坚果价格更高)及其差异化口味/功效(富含不饱和脂肪酸等营养成分),在蛋白含量方面则不占优势。因此,要讲好产品品质升级逻辑,植物蛋白饮料需要解决的发展瓶颈在于:如果参考动物奶的升级路径,主打蛋白质含量提升,则较高端白奶比上不足,产品溢价的说服力不足。如果突出自身差异化营养功能提升,在现有成分标注框架下,无法直接宣传产品差异化营养成分及功效(主因未获得保健食品标志或药准字号),难以直观强化消费者产品认知。如果强调口感升级(如更新鲜、更醇厚),则需要围绕产品工艺、饮用方式等实现产品创新,并实现新的消费观念/习惯培育。

2) **高端化产品的配套营销体系尚未完全形成**。在现有宣传管理框架下,要加强消费者对植饮产品特色营养成分或饮用口感升级的认知,还需要更创新、可视化的营销培育。现有产品传播矩阵多集中在传统电视、平面媒体,在新兴流量平台的口碑营销及用户互动相对较少,导致消费者认知尚浅。

3) **消费升级浪潮仍待风起**。植物蛋白饮料消费群体大多植根于二三线市场,近年新进涌现的高价产品,如瑞典高端品牌 Oatly 燕麦奶(2018年初进入中国市场)等,目前仍为相对小众化的产品,单品体量跟同价位白奶仍有明显差距(价格接近的特仑苏单品体量 300 亿元左右, Oatly 燕麦奶 9 亿元左右)。

表8: 植物蛋白饮料主要产品营养含量对比

项目	养元 2430	养元植物奶	养元精品型 六个核桃	露露杏仁奶	露露巴旦木 植物奶	露露青林漫 步杏仁茶饮	特仑苏纯牛奶	金典纯牛奶
能量	296KJ	209KJ	169KJ	277KJ	101KJ	133KJ	309KJ	309KJ
NRV	4%	2%	2%	3%	1%	2%	4%	4%
蛋白质	1.6g	3.6g	0.6g	2g	1g	0.8g	3.6g	3.6g
NRV	3%	6%	1%	3%	2%	1%	6%	6%
脂肪	5.8g	2.8g	2.4g	5.2g	1.6g	1.4g	4.4g	4.4g
NRV	10%	5%	4%	9%	3%	2%	7%	7%
--饱和脂肪酸	0.6g	0.4g	-	0.5g	0.2g	0.2g	-	-
碳水化合物	3.2g	2.1g	3.6g	3g	2.5g	4g	5g	5g
营养卖点	每罐含有 24 克核桃仁, 精简配方, 0 糖 0 胆固醇 0 反式脂肪酸	高钙高蛋白, 不含胆固醇	植物营养、低糖、蛋白质、核桃	一罐杏仁奶膳食纤维 ≈ 一个苹果; 便捷的不饱和脂肪酸补充来源	0 添加蔗糖, 0 胆固醇, 0 反式脂肪酸, 乳糖不耐友好	低糖低负担, 营养好吸收	每 100 毫升牛奶高达 3.6 克天然优质乳蛋白和 120 毫克天然高钙, 超出国家标准 13.8%	3.6g 蛋白质和丰富的营养成分

数据来源: 天猫旗舰店、东吴证券研究所 (注: 均为每 100ml 成分含量)

2.2.2. 对比饮料: 多元化收效平平, 新品营销欠缺积累

植饮产品生命周期较长, 企业在售 SKU 数量较少。消费大多定位于礼赠或特定餐饮场景, 对比饮料定位的即饮场景, 传统植饮产品的消费频次及口感权重相对更低, 产品生命周期往往较饮料更长 (更具功能属性), 能够依靠一款大单品长期屹立于市场, 产品更迭速度相对偏慢。而饮料企业产品口味更新换代快, 需要采用车轮战术连续创新尝试, 不断推出爆款。

表9: 饮料企业 SKU 数量对比

植饮企业	产品	饮料企业	产品
海南椰树集团	椰子汁系列: 椰树椰子汁、椰树果肉椰子汁、椰树无糖椰汁、椰树胶原蛋白椰汁 水类系列: 火山岩矿泉水、长寿泉天然矿泉水、椰树纯净水、椰树椰子水 果汁系列: 果肉芒果、荔枝汁饮料、菠萝汁饮料、芒果汁饮料、荔枝爽、核桃露、芒果菠萝 2 合 1、豆奶 茶饮系列: 椰树下火、菊花茶、冬瓜茶	娃哈哈集团	水系列: 晶钻水、596 纯净水、苏打水 (无味)、苏打水 (甜味)、苏打水 (薄荷柠檬味)、pH9.0 苏打水 (柠檬味)、pH9.0 苏打水 (玫瑰味)、激活茶饮品: 龙井绿茶、蜂蜜绿茶、冰红茶 奶类饮品: AD 钙奶、锌多多、钙多多、营养快线、爽歪歪、哈哈宝贝 奶茶饮品: 黑糖奶茶、呦呦奶茶 (原味)、呦呦奶茶 (香芋味)、呦呦奶茶 (茉莉味)、呦呦奶茶 (桂花味) 碳酸饮品: C 驱动、非常可乐、非常柠檬、格瓦斯 可口可乐系列: 可口可乐 (瓶装)、可口可乐 (罐装)、可口可乐 (无糖罐装)、可口可乐 (无糖瓶装)、可口可乐纤维+ (瓶装)、可口可乐纤维+ (罐装)、香草味可口可乐 (瓶装)、香草味可口可乐 (罐装)、蜜桃味可口可乐、草莓味可口可乐 雪碧系列: 雪碧清爽柠檬味 (瓶装)、雪碧清爽柠檬味 (罐装)、雪碧无糖清爽柠檬味 (瓶装)、雪碧无糖清爽柠檬味 (罐装)、雪碧无糖纤维+柠檬味 (瓶装)、雪碧无糖纤维+柠檬味 (罐装) 芬达系列: 芬达橙味、芬达橙味无糖、芬达苹果味、芬达水蜜桃味、芬达葡萄味、芬达西瓜味 咖世家系列: 醇正拿铁、纯萃美式、金妃拿铁、浓醇风味摩卡、白桃乌龙味轻乳茶、葡萄茉莉味轻乳茶、生椰乌龙味轻乳茶、生椰拿铁、燕麦拿铁、燕麦摩卡、香草芝士味丝绒拿铁、榛果白巧味丝绒拿铁 粗粮王系列: 美人红豆谷物浓浆、浓郁核桃谷物浓浆、抹茶绿豆谷物浓浆 植白说系列: 燕麦乳、坚果燕麦乳、椰子汁、燕麦乳 0 蔗糖、豆奶、厚椰乳 甄谷说 3x3 系列: 燕麦红豆红枣谷物饮品、燕麦绿豆糙米谷物饮品、燕麦核桃芝麻谷物饮品 阳光系列: 无糖柠檬味茶饮、桃桃乌龙茶、柠檬味茶饮、菊花茶植物饮料 淳茶舍系列: 冷萃茉莉花茶、冷萃武夷大红袍、冷萃玉露绿茶、冷萃铁观音乌龙、普洱茶 纯悦系列: 包装饮用水、pH 9.0+柠檬口味苏打水、加钙苏打水、烟酸苏打水、果水 (水蜜桃味)、果水 (柠檬味)、果水 (菠萝味) 怡泉系列: 苏打水汽水 (瓶装)、苏打水汽水 (迷你罐)、苏打水汽水 (摩登
承德露露	经典系列: 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、经典原味核桃露、经典原味果仁核桃露、经典原味杏仁露迷你款、经典原味杏仁露餐饮装 经典低糖系列: 经典低糖杏仁露、经典低糖核桃露、经典低糖杏仁露餐饮装 杏仁奶系列: 杏仁奶	可乐	

<p>河北养元</p>	<p>六个核桃系列：精品型六个核桃、易智五星六个核桃、智汇养生六个核桃、精研型六个核桃、无糖精品型六个核桃、无糖型六个核桃易智成长儿童核桃乳、核桃杏仁露、六个核桃 2430、六个核桃 2430 考前 30 天、六个核桃 2430 梦浓 植物奶系列：养元植物奶、Sojasun 法国素芽膳</p>	<p>罐)、柠檬味苏打水汽、桃汁苏打水汽、苦柠味苏打水汽、+c 柠檬味汽水、干姜水、汤力水 水动力系列：营养素饮料(桃味)、营养素饮料(橙味)、营养素饮料(蜂蜜柠檬味)、营养素饮料(缤纷莓果味) smartwater 系列：包装饮用水 美汁源系列：果粒橙、果汁桃桃、爽粒花语槐花风味葡萄汁、爽粒花语玫瑰风味葡萄汁、热带果粒复合果汁、百香果柠檬风味复合果汁、蜜桃气泡饮、葡萄气泡饮、香柠气泡饮、酷儿橙汁、酷儿苹果汁、酷儿葡萄汁、酷儿蜜桃汁、果粒奶优(原味)、果粒奶优(芒果味)、果粒奶优(草莓味)、果粒奶优(菠萝味)、果粒奶优(香蕉味)、果粒奶优(蜜桃味)、果粒奶优(椰子味) 水类：饮用天然水(380ml-19L 共十种) 东方树叶茶系列：茉莉花茶、青柑普洱、黑乌龙、乌龙茶、红茶、绿茶 茶π茶系列：青提乌龙茶、柑普柠檬茶、蜜桃乌龙茶、西柚茉莉花茶、柚子绿茶、柠檬红茶 功能饮料(尖叫系列)：海盐青橘风味、海盐柚子风味、白桃味、青芒味、复合果味、西柚味、柠檬味 功能饮料(力量帝维他命水系列)：柑橘风味、西海桃子风味、柠檬味、柚子复合风味、热带水果味、蓝莓树莓味、石榴蓝莓味 农夫果园果汁系列：橙+苹果+樱桃李+树莓+芒果、凤梨+苹果+芒果+椰子+香蕉、桃+苹果+芭乐+草莓+树莓、葡萄+苹果+蓝莓+石榴+西梅、山楂+苹果+乌梅+草莓+石榴 水溶 C100 系列：柠檬味复合果汁饮料、西柚汁饮料、青皮桔味复合果汁饮料 100%NFC 果汁系列：芒果混合汁、橙汁、新疆苹果汁、番石榴混合汁、苹果香蕉汁 100%NFC 果汁(冷藏型)系列：橙汁、苹果汁、芒果混合汁、凤梨混合汁 17.5° 100%鲜果冷压榨果汁系列：橙汁、苹果汁 苏打天然水饮品系列：柠檬风味、白桃风味、日向夏橘风味 苏打气泡水饮品：知夏桃桃味、佛手柚柚味、春见油柑味 汽茶系列：黄皮茉莉、青柑普洱、百香乌龙 炭火咖啡饮料系列：无糖黑咖、拿铁、低糖拿铁、无糖美式、醇香拿铁 打奶茶系列：茉莉奶绿奶茶饮品、铁观音奶茶饮品、乌龙奶茶饮品、红茶奶茶饮品 大柠檬系列：鲜榨柠檬汁汽水、复合果汁饮料(冷藏型) 元气森林气泡水系列：白桃味、夏黑葡萄味、卡曼橘味、荔枝味 乳茶系列：茉莉奶绿、经典原味、丝绒草莓 外星人电解质水系列：小青桔口味、青苹果口味、百香果芭乐口味、荔枝海盐口味、小雏菊口味、青柠口味、西柚口味、白葡萄芦荟口味、白桃口味、盐渍青梅口味 燃茶系列：青柑普洱、茉莉花茶、醇香乌龙 纤茶系列：玉米须茶、杭白菊花茶、桑叶茶、青柑陈皮茶、桑葚五黑茶 北海牧场宝石碗系列：特浓原味、黄桃流心燕麦、白桃流心玫瑰、草莓流心芝士、白葡萄流心茶、流心荔枝甘露、草莓蜜桃味、香蕉牛油果味、蓝莓味、甜橙味、无甜原味、轻甜原味、特浓牛乳风味、椰子菠萝风味 其他：冰茶</p>
<p>银鹭集团</p>	<p>雀巢萃萃系列：凤梨鸭屎香风味青茶、柠檬冻红茶、桃子清乌龙、冰板柠檬茶、樱花青提风味绿茶 气泡水系列：苏打气泡水(柠檬味)、苏打气泡水(经典原味)、苏打气泡水(蜜桃味) 茶系列：正山小种、茉莉花茶 其他：ou 椰生榨椰汁、花生乳、牛奶花生蛋白饮品、花生牛奶蛋白饮品</p>	<p>农夫山泉</p> <p>元气森林</p>
<p>vitasoy 维他奶国际集团</p>	<p>豆奶系列：原味豆奶、巧克力味豆奶、香草味豆奶、椰子味豆奶、黑豆奶、低糖原味豆奶、无添加蔗糖豆奶 茶系列：柠檬茶、低糖柠檬茶、冰爽柠檬茶、菊花茶、低糖气泡菊花茶、无糖茉莉花茶、无糖大红袍乌龙茶、无糖桂花味乌龙茶、蜜桃茶、气泡蜜桃橙味碳酸茶饮料、气泡西柚味碳酸茶饮料、气泡柠檬味碳酸茶饮料、无糖蜜桃味茶饮料 燕麦奶系列：原味燕麦奶、抹茶红豆味燕麦奶、巧克力味燕麦奶 奶茶系列：港式奶茶</p>	<p>杭州味全</p> <p>味全每日果汁系列：橙汁、胡萝卜汁、桃汁、杨梅汁、葡萄汁、莓莓桃桃汁、荔枝汁 椰汁系列：好喝椰 发酵乳饮(活性乳酸菌系列)：原味、芦荟味、草莓味、低糖原味、低糖白桃乌龙味 发酵乳饮(金装鲜酪系列)：草莓口味、原味口味、苹果黄桃口味、烤酸奶口味、原味奶香口味、芝士香芒口味、奶香草莓口味 牛奶乳饮系列：纯牛奶、草莓牛奶饮品、巧克力牛奶饮品、黑巧克力牛奶饮品、谷粒牛奶饮品 咖啡饮品系列(贝纳颂)：冰滴拿铁、冰滴重烘焙、经典蓝山风味、经典摩卡风味、经典澳白风味、曼巴低糖拿铁风味、经典拿铁风味</p>

数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

过去植饮企业也曾进行多元化品类尝试，如 2010 年承德露露推出核桃露、花生露和果汁，2012 年核桃露营收突破 1 亿元，2014 年达到 3.4 亿元，但随后发展搁置，2020 年营收仅 1200 万；椰树集团曾推出清凉茶、果汁、豆奶、矿泉水等产品，但只有火山岩矿泉水在省外实现销量扩张，其他产品并未激起太大波澜。相比饮料企业，植饮企业在新品尝试方面通常存在挑战：

1) 植物蛋白饮料现有产品的消费人群、场景及区域分布相对固定且饱和，产品推新要开辟新消费人群、场景或区域，通常需要较长时间的持续投入。国内植饮大单品大

多推出于 2005 年以前，乘 2000~2010 年代商品消费风口实现渠道占领，形成“西唯怡、东银鹭、南椰树，北露露”的区域割据格局；结合其原料特点，消费场景也相对固定，如六个核桃作为补脑礼品、承德露露作为冬日热饮、唯怡作为解辣伴侣等。而植饮企业的新品尝试，往往意味着对品牌以往场景定位或品类形象进行突破，通常需要较大的额外投入和时间积累。

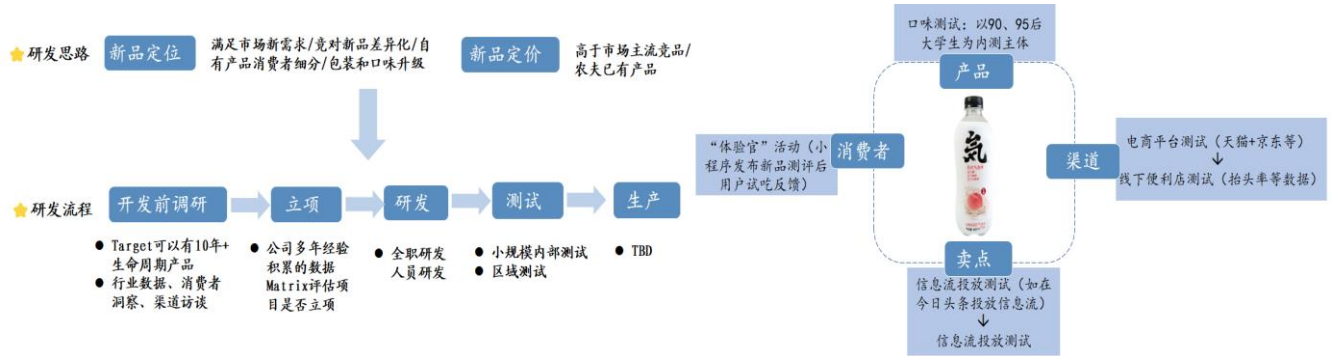
表10：植物蛋白饮料及其他饮料销售场景、区域对比

企业	推出时间	主要销售区域	广告词	场景定位
植物蛋白饮料				
承德露露	1974-1975 年	北部	滋润心情，温暖亲情，喝露露，真滋润。	冬日热饮，滋润健康
养元六个核桃	2005 年	华北、华东、华中	经常用脑，多喝六个核桃	学生、老年人益智补脑
椰树椰汁	1980-1990 年	华东、华南、西北	天然原榨椰汁，健康有营养。 椰汁无香精，认准椰树牌。	解渴营养，天然健康
唯怡豆奶	2001 年	西南	喝唯怡，E 多更美丽。	解腻解辣，天然健康
维维豆奶	1990-1999 年	华东、华南、华中	维维豆奶，欢乐开怀。	老少皆宜
银鹭花生牛奶	1990-1998 年	华东、华南	一口香浓，一口幸福。银鹭，爱的味道。	团圆聚会
达利园豆本豆	2017 年	华东、华北	植物营养，好吸收。国民营养，好豆奶。	日常营养补充
其他饮料				
康师傅冰红茶	1996 年	全国	冰力十足，畅快够爽。	解渴、聚餐
农夫果蔬汁	2002 年	全国多数区域	农夫果园，喝前摇一摇。	聚会、日常营养补充
水溶 C	2008 年	全国多数区域	五个半柠檬 C，满足每日所需维生素 C。	聚会、日常营养补充
东方树叶	2011 年	全国多数区域	传统的中国茶，神奇的东方树叶。	0 卡补水、纯净茶饮
元气森林气泡水	2018 年	全国多数区域	0 糖 0 脂 0 卡	0 卡补水、解腻解辣

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2) 植饮企业过去依靠传统广告宣传+渠道下沉实现产品突围，未来持续推新的营销能力仍有待打磨。传统植饮企业产品 SKU 相对精简，在产品的设计、新品试销、品牌营销等环节的积累相对薄弱，尚未形成较强的市场感知（通过数据反馈知道消费者需要什么）及营销传达（通过精准营销匹配/触达目标消费者）能力。对标优秀饮料企业，如农夫山泉、元气森林等，后者已经形成成熟的新品研发、测试及投放流程，从而帮助提升爆品命中率。

图18: 农夫山泉、元气森林新品研发、测试及投放流程



数据来源: 公开资料整理、东吴证券研究所

3. 公司: 核桃乳产品、营销、渠道多维升级, 期待增量兑现

3.1. 差异化定位“健脑益智”, 营销方式灵活创新

开辟核桃露单品赛道, 差异化打造健脑益智标签。“六个核桃”诞生前, 国内植物蛋白饮料市场大多产品主打“绿色、健康、营养”, 并形成椰汁、豆奶、核桃露、花生奶等领跑单品, 养元敏锐抓住核桃“补脑”的天然特性, 开辟核桃露品类赛道, 以营养、益智定位与市面饮品形成差异化竞争。2009年公司品牌宣传推出标语“经常用脑, 多喝六个核桃”, 将目标客户精准聚焦学生、脑力工作者等经常用脑群体, 强化品牌标签。

表11: 竞争企业品牌战略对比

品类	主要企业	品牌	品牌宣传
核桃乳	养元饮品	六个核桃	“经常用脑, 多喝六个核桃”
杏仁露	承德露露	露露	“露露杏仁露 滋润健康每一天”
椰汁	椰树集团	椰树	“天然、健康、无添加”
豆奶	达利集团	豆本豆	专注植物营养“国民营养好豆奶”
	维他奶集团	维他奶	“真心做好豆奶”
花生奶	维维食品	维维	“维维豆奶, 快乐开怀”
	银鹭	银鹭	“银鹭花生牛奶, 真材实料好味道”

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

加大广告媒体投放, 加深品牌认知。2010年, 养元“经常用脑, 多喝六个核桃”广告语登陆央视《新闻联播》后黄金时段, 媒体投放实现“央视+战略市场卫视”覆盖, 同年签约知名主持陈鲁豫为代言人, 迅速打开品牌知名度。随后公司陆续冠名《最强大脑》、《挑战不可能》、《学霸天团》等强势智娱节目, 持续巩固深化消费者品类价值认知, 推动产品知名度提升。

图19: 王源担任六个核桃品牌代言人



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图20: 23 年中秋机场大屏投放广告



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

丰富销售渠道, 深化口碑宣传。在服务于送礼场景的流通渠道之外, 公司近年亦积极开拓其他渠道增量: 一方面发力电商、社群、餐饮渠道以触达更多消费群体, 另一方面通过社区意见领袖将产品“健脑益智”功效进行圈层宣传, 逐步带动自饮等日常消费。针对流通渠道, 公司近年推行 BC 一体化建设, 即在各个市场选取一定比例终端门店, 将终端门店老板作为终端消费者培养, 其饮用后作为消费者进一步宣传产品特性(如微信朋友圈发布产品宣传图等), 提升终端产品认知和口碑宣传能力, 持续推动品类教育。

表12: 公司品牌营销方式梳理

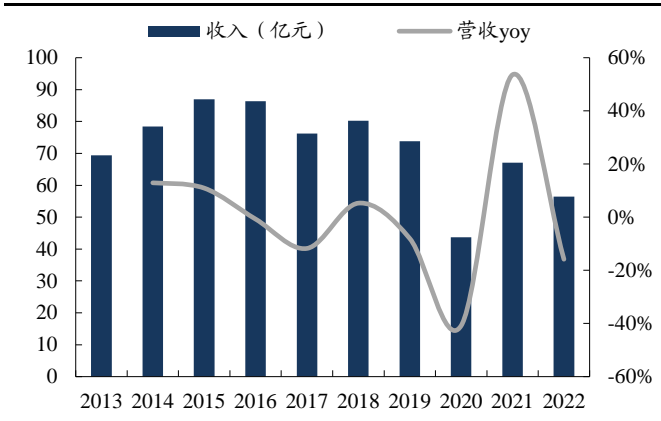
时间	主要营销活动	效果
2017	首次开启“狂烧脑, 为闪耀”的品牌时尚化、年轻化升级战略, 通过学习篇、电竞篇等系列 TVC 视频, 切入了年轻人的生活场景, 掀起一轮“跨界”烧脑风潮	商超渠道 2017 年 1-5 月份实现整体增长 48%, 电商平台 1-6 月份同比增长 402.85%
2018	与王源, 张子栋等流量明星合作, 在抖音、微博、头条等大流量平台, 展开了“高考季”“开学季”“春节季”等系列主题推广活动	2018 年“高考季”活动上线当天 3 小时, 养元六个核桃的京东、天猫电商平台销售量同比增长 +1100%。当年公司电商平台收入 1.23 亿元, 同比增长 +131.46%。
2019	明星代言、包装升级, 异业整合、拓展渠道, 升级服务、合作共赢, 一物一码、营销变革。具体有: 设立国际钢琴大师郎朗、王源为品牌代言人; 设计全新的品牌内涵及宣传语; 开展“高考季”“春节”等活动	2019 年直销渠道收入同比 +28%。
2020	推出流行文案: “一罐有钱花, 一罐吃不胖, 一罐发量惊人, 一罐锦鲤附体等等”; 积极开拓电商如京东、淘宝旗舰店、直播、社群团购等新型渠道	与薇娅商业合作, 2 分钟售空 6000 箱; 塑造年轻、潮流的品牌认知。
2021	参加淘宝年货节, 站内图文短视频覆盖、搭配红人明星主播直播售卖, 22 场跨界连麦拉升流量; 与京东开启双平台高密度直播, 提升“牛运罐”与“2430”两大重点产品整体曝光率	店铺直播间较节前 GMV 增长 44 倍, 多次冲上年年货节小时榜 & 食品连麦小时榜 TOP1, 获得额外流量加持, 各渠道内容总浏览人次增长 +3500%。

数据来源: 公司官网等、东吴证券研究所

3.2. 丰富核桃乳产品矩阵，延伸植物奶品类赛道

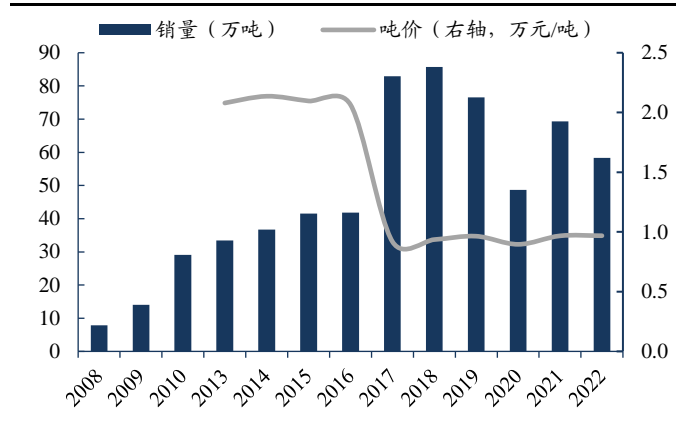
瞄准核桃乳品类空白，大单品战略抢占先发优势。2005年前公司产品涉及碳酸类、果汁类、苹果醋等10余种品类，主线不突出，单品有一定销售但难以形成规模。2005年后伴随行业快速发展，过长产品线分散了有限资源，难以形成营销合力。姚总团队履新后，广泛进行市场调研，彼时杏仁露、椰汁等细分领域已有企业进入并形成一定规模，而核桃乳市场缺乏强势品牌，未成热点也少有跟风，因此公司以核桃乳为主导产品，集中营销资源打造核桃乳强势品牌。2005~2006年六个核桃在河北地区销售额突破3000万元，伴随品牌认知提升+渠道拓展，单品势能持续释放，2015年总营收突破90亿元。

图21: 公司核桃乳营收及同比增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图22: 公司核桃乳销量及吨价表现



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

优质原材料+先进工艺技术为产品品质及口感保驾护航。1) 原料方面：为从源头保障产品品质，公司勘察了全国20多个省市的核桃产区，进行3万多次数据比对、6000多次口感盲测后选择新疆、云南和太行山三大核桃黄金产区作为原料基地，并且从良种培育、土地肥水管理、灾害防控等多方面，帮助产区进行标准化管理，保障核桃仁供应量的同时，亦为原料品质和安全打下坚实基础。2) 技术方面，公司采用“全核桃CET冷萃工艺”和“五重细化研磨”工艺，在行业里首先实现了核桃仁种皮苦涩物质的去除，核桃乳不但研磨颗粒的平均直径能够达到纳米级别，营养成分的利用率也更高。

表13: 公司研发技术情况

内容	特点
“5·3·28”工艺	养元饮品历经多年专业研发而成，由“五项专利、三项独特技术、二十八道工序”组成，其中“去皮脱涩工艺”是关键的一个环节，通过核桃仁处理工艺去除核桃种皮，脱除涩感，产品香气自然浓郁、口感良好。
技术创新 全核桃CET冷萃工艺	通过独创的靶向脱离，有效去除核桃仁种皮的苦涩成分，实现对核桃仁及其种皮营养的更好利用，核桃蛋白、脂肪等营养成分利用率提高至97%以上。
五重细化研磨工艺	实现核桃乳颗粒的平均直径最小能达到纳米级，让消费者更好地吸收核桃营养。

研发能力	产学研合作	产学研合作机制已经成为养元饮品技术创新的重要战略组成部分。养元饮品拥有国内领先的六大技术研发平台和1个国家实验室，即中国轻工业核桃饮品重点实验室、河北省企业技术中心、河北省植物蛋白饮品发酵工程实验室，河北省核桃饮品工程技术研究中心，六个核桃院士工作站、六个核桃博士后科研工作站以及国际资质互认的CNAS实验室。
技术引进	全球顶级全豆生产设备	养元植物奶作为第二大战略单品，成功引进中国大陆第一条、也是目前唯一一条全球顶级全豆生产设备，并于2021年投用。

数据来源：公司公告、新京报、衡水经济、中国创投网、东吴证券研究所

细分品类迭代升级，打造核桃乳产品矩阵。“系列化”是延长大单品生命周期的方法之一，其实质是针对消费者需求的深度挖掘，聚焦打造大单品群，以满足多人群、多场景需求，养元产品布局思路主要表现为：1) 丰富产品矩阵，陆续推出高端型2430面向学生&白领等消费群体、易智成长满足儿童需求。2) 升级产品口感及营养，如2430使用“全核桃CET冷萃工艺”和“五重细化研磨工艺”等创新工艺，实现口感和营养双升级。3) 推出不同规格装产品，主打产品包括有240ML罐装产品、250ML利乐装产品、1L利乐装产品等多种规格。

低端系列精品+养生系列收入占比约80%，高端占比有所提升，产品结构升级在途。从主要单品收入占比看，较早推出的低端产品精品型（定位学生和白领群体）和养生型（定位中老年群体）目前收入占比约80%；近年来公司逐步培育五星系列、2430系列等高端价位带产品，占比有所提升。针对核桃乳品类，未来公司计划根据市场环境及消费趋势变化，动态调整产品销售侧重。

积极拓宽品类边界，战略布局植物奶赛道。在原有核桃乳品类基础上，2022年公司推出第二大品牌“养元植物奶”，为弥补普通植物奶钙含量低的劣势，特别添加300mg/250ml的营养高钙，每盒养元植物奶钙含量相当于一盒全脂牛奶的钙含量，契合健康化需求，2022年销售额达0.75亿元。伴随产品推广及渠道铺开，未来有望成为第二增长曲线。

表14: 公司主要植饮产品

种类	系列	产品	推出时间	规格	零售价	定位
六个核桃	精品系列	精品型六个核桃	2006-2007	240ml*24	86.9元	需补脑人群，如学生、白领等重点人群
	养生系列	智汇养生六个核桃	2014	180ml*20	67.9元	中老年人
	五星系列	五星级六个核桃	2020-2021	240ml*20	86元	无糖配方，蛋白含量较国家标准高45%、特别添加磷脂，满足追求品质生活高端消费者需求
	无糖型	无糖高钙六个核桃	2022	240ml*16	71.9元	中老年人、健康消费者
	易智成长	易智成长儿童核桃乳	2022	145ml*16	59元	儿童

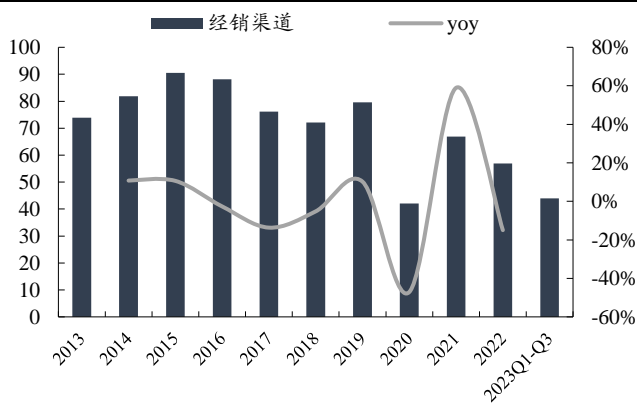
其他植物 饮料（植 物奶系 列）	2430	六个核桃 2430	2021	240ml*15	110 元	高端健脑功能型产品，面向学生、白领等消费群体，满足消费者高品质需求
		六个核桃 2430 梦浓		145ml*10	150 元	
	-	养元植物奶	2022	250ml*12	59.9 元	早餐奶+健康安全、绿色环保生活理念
	-	Sojasun 法国素芽膳	2021	250ml/瓶	8 元/瓶	健康品质生活

数据来源：公司公告、公司官网、天猫旗舰店、京东、东吴证券研究所

3.3. 传统渠道精耕细作，多元布局开拓增量

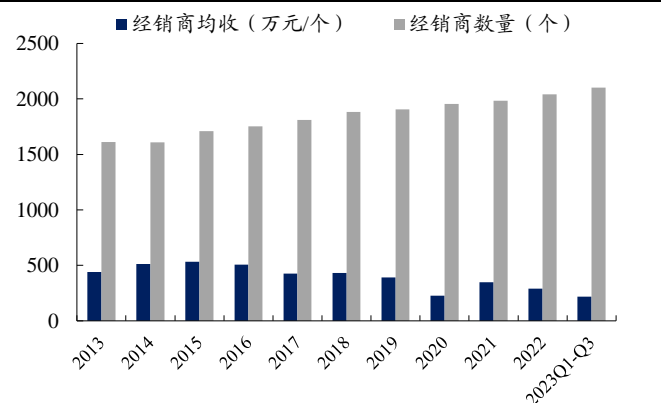
公司经销收入占比达 95%+，传统流通渠道为主，近年来渠道丰富度不断增加。养元销售模式主要包括经销和直销，截至 2023 年三季度末，经销渠道收入占比 95%+，省内外经销商数量 2042 家，单商均收 217.96 万元，可触达终端数量超过 100 万家。进一步细分来看，流通渠道占比 80%+，商超渠道占比 10%+。2017 年以来经销渠道丰富性不断提升，目前已成功入驻 711、全家、全时、罗森等全国 5 万家便利连锁店。

图23：近年公司经销渠道营收和同比增速（亿元,%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图24：近年公司经销商数量、单商均收



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

成功探索“分区域定渠道独家经销”模式，深度分销构建坚实渠道网络。2010年以前，考虑已有大单品竞争压力、品牌知名度，并且销售团队大部分来自衡水老白干，有丰富酒水渠道运作经验，养元在发展早期选择先集中做餐饮渠道推广，通过餐馆、酒店实现消费者认知破局，进而借助消费者自点反向拉动流通渠道商进货；针对流通渠道下沉网络重心，专注县乡市场，自下而上走农村包围城市路线，构建以厂家为主导的“厂家+核心批发商+核心终端”的深度分销模式。2010年以来公司逐步探索出“分区域定渠道独家经销”模式推进全国化，形成以区域市场开发为基础、以厂家为主导的“厂家+区域经销商+核心终端”的营销体系，其本质仍是区域精耕、滚动复制的深度分销模

式，近年来在深耕原有三四线城市基础上，公司亦逐步向“北上广深”等一二线城市渗透，持续提升终端掌控力、推动销售网络的扩大与渗透。

多措并举加强厂商建设，夯实传统流通渠道发展根基。经销渠道的发展离不开良性的厂商关系，公司自发展初期至今持续推动厂商一体化建设，通过“金商工程”及“保姆式管理”等举措强化渠道产出，并通过经销商持股实现利益绑定，从而不断织密经销商网络，撬动市场规模。

- **配套服务：**2002年推出“星级服务体系”、“零风险代理产品”，2006年推出“大预售制”，2010-2012年推出为期三年的“金商工程”，通过辅助铺货、客户维护、终端生动化建设等工作持续提升经销商积极性，通过一系列举措成功构筑了坚实的厂商关系。公司始终坚持对经销商的“保姆式管理”，如为其制定旺季发货和产品计划、给予奖励及折扣、及时沟通反馈，增厚经销商队伍实力，推动厂商一体化建设。
- **利益绑定：**2010年公司增资580万，对象包括公司核心管理层和骨干员工以及20位优秀经销商，经销商持有公司1.4%股份，将公司利益与经销商绑定，充分调动经销商销售积极性。

表15：公司主要厂商建设举措

推出时间	主要措施	主要内容	效果
2009年前	星级服务体系	建立销售团队帮助经销商确定渠道价格和促销政策，培训铺货技巧和业务员，通过多轮示范性铺货，协助经销商产品顺利上市。	经销商数量从2008年的350家增长至2010年的900家，CAGR达60.36%
	零风险代理产品	公司负责对渠道积压产品拿出消化方案并协助执行，对即期产品给予无条件的退、换货支持，代理商代理期满后如不再续约，公司原价购回产品。	
	大预售制	在为预付款客户提供优先发货权与优惠基础上，提前竞争品牌一个月实施战略，以市场实际需求为导向，确定优惠门槛等级。	
2010-2012年	金商工程	建立量化的一级经销商评估和淘汰机制，要求经销商做到同品类专营。	

数据来源：酒业家、公司公告、东吴证券研究所

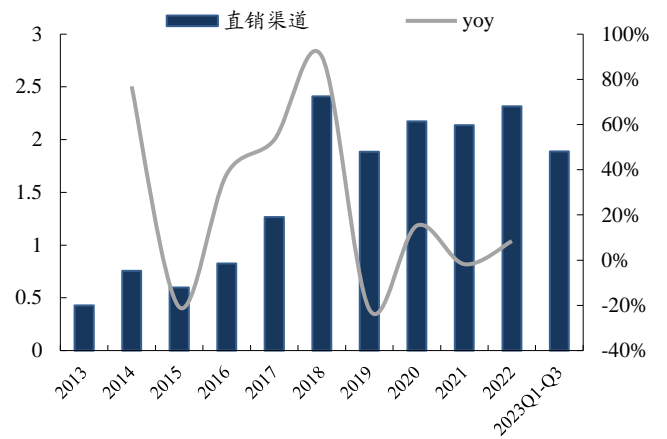
加快线上渠道发展，线上线下相互赋能，推动销量增长。近年来在持续加强传统渠道建设的同时，公司抓住年轻消费群体喜欢线上网购、直播种草、O2O到家等新型消费方式特点，积极开拓如线上电商、kol红人直播和社区团购等新兴渠道，通过线上用户沉淀、品牌声量和流量外溢赋能，在线下形成虹吸效应，实现线上、线下联动，进一步推动销量提升。

图25: 春节线上推出六六大顺罐包装



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

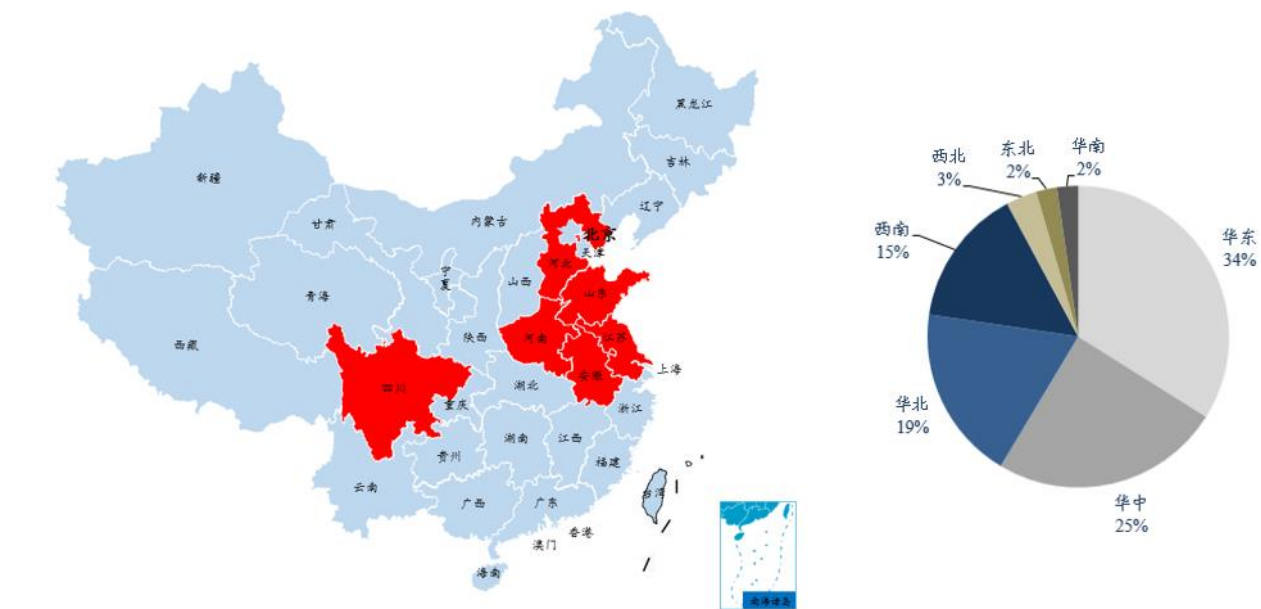
图26: 直销渠道收入及同比增速 (亿元,%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

从区域布局看, 伴随渠道网络持续扩张, 覆盖全国立体销售网络逐渐成型。2008 年以前公司销售区域以河北为主, 伴随省内渠道下沉和精耕取得一定进展, 2008 年开始公司进军河南、山东, 形成以冀鲁豫为核心的销售区域。2009-2010 年, 在各项基础工作扎实推进下, 养元顺利跨越 10 亿门槛, 品牌影响力、市场销售基础和组织建设等均进入新发展阶段, 2010 年开始发展视野由冀鲁豫市场转向全国化布局, 深入“冀鲁豫、苏浙皖、江西、川渝”区域市场, 加快两湖、闽粤滇桂黔、东北、西北等区域市场成长, 目前已建立除西藏、台湾外基础布局架构, 推进全国化进程居于植物蛋白饮料行业前列。

图27: 公司区域市场划分及 23 年前三季度分区域销售收入占比



数据来源: 公司官网、公司公告、东吴证券研究所 (注: 标红部分为亿级市场)

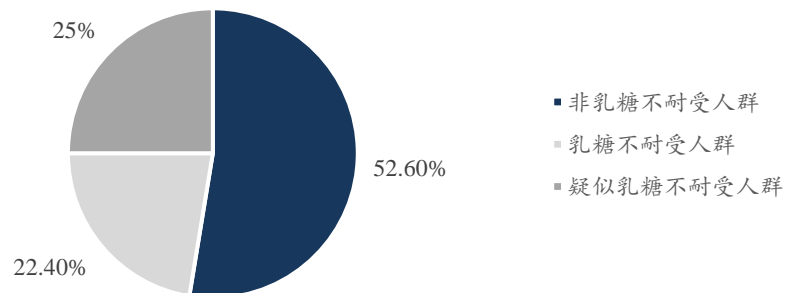
3.4. 多维布局巩固品类优势，期待量价增量兑现

3.4.1. 植饮破局思路：巩固品类优势，推动产品裂变

对比乳品、饮料企业，植饮行业仍有积极增长空间，需求驱动主要在于：

1) **针对乳糖不耐人群的营养优势。**我国乳糖不耐受人群占比 22.4%，疑似乳糖不耐人群占比 25%，明显高于欧美。而植物蛋白饮料不含乳糖，可供乳糖不耐人群补充蛋白质等营养物质，大基数的乳糖不耐人群基数为我国植物蛋白饮料消费市场提供发展空间。

图28：2022年中国乳糖不耐受人群占比



数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

2) **低脂、天然等消费健康化风潮。**植物蛋白饮料在蛋白质补充之外，还具有低脂、养颜、益智等差异化营养功效。随着消费升级和企业持续推进消费教育，居民健康意识增强，对高品质蛋白饮料摄入需求提高，有望带动植物蛋白饮料未来增长。

3) **消费场景拓展。**植饮产品口味相对温和，存在饮料跨界合作空间，更多即饮消费场景（参考燕麦奶+星巴克、厚椰乳+瑞幸咖啡）有待挖掘。传统植物蛋白饮品在餐饮和礼赠场景之外，或可通过B端合作，实现场景拓展。

但现有植饮大单品大多进入成熟期，植饮公司要巩固甚至提升当前收入体量，更务实的选择是**扬长避短，深挖市场下沉及产品裂变增量**。参考 2.2 部分分析，植饮公司经过品类普及实现第一轮增长过后，二轮成长启动偏慢，是产品升级路径不清晰、新品营销推广不完善、消费场景/区域相对局限等多种因素叠加的结果。对比乳品及饮料行业特点，我们认为，植饮公司拓品类营销能力尚欠缺积累，同时现有植饮大单品的系列化/高端化空间仍有待挖掘，驱动增长的更务实选择，是结合自身品类认知及渠道铺设优势，充分挖掘市场下沉及产品裂变（现有品类产品做系列化升级、跨界合作等）增量。

3.4.2. 养元核桃乳：渠道下沉深挖市场，新品培育稳扎稳打

养元近年在市场下沉及产品裂变方面稳步发力，期待公司守正笃实，久久为功，实现**销售突破**。市场下沉方面，公司持续推动渠道扩张及网络下沉建设，1 则通过县乡渠道下沉做好低线市场开拓，2 则针对高端产品聚焦样本市场加强费用倾斜及新品陈列，

并尝试 BC 一体化模式培育。产品裂变方面，公司不断丰富核桃乳产品矩阵，争取拓展客群（推出不同系列）及消费场景（推出不同规格）。针对高端新品，公司打法清晰：空中加强广告宣传侧重，地面则优先选取基础较好的部分市场进行 2-3 轮铺货，逐步形成多轮动销，再以此思路做城市复制，从而稳步推进新品培育。在现有领先体量的基础上，期待公司更好实现宣传端及费用端的规模效应，逐步实现势能积聚，新品销售率先乘风而起。

对比乳品、饮料企业，养元公司的比较优势则主要在于：

1) 自身品牌即品类的消费者认知优势。国内植饮市场各细分赛道均有领军优势品牌，凭借先发优势实现品牌即品类的消费者认知，如养元六个核桃-核桃蛋白饮品、露露-杏仁露、椰树-椰汁、维维-豆奶、Oatly-燕麦奶等。植饮公司集中广告营销资源宣传打造特定品类，使其该品类成为品牌联想产品，实现品牌与品类的高度绑定。

2) 特定渠道的占有优势。养元发展初期考虑①彼时公司品牌知名度相对较低，同时一二线城市营销成本相对更高；②一二线城市头部乳企竞争激烈，目标消费群体重合度高，主要采用“农村包围城市”的战略，抢占低线市场销售份额，2022 年公司在县乡镇市场销售占比达 70%+。核桃露作为类牛奶品类，核心渠道壁垒在于有效终端数量&配套服务能力：以伊利为例，截止 2019 年底公司服务液态奶终端数量达到 191 万家，服务乡镇村网点近 103.9 万家，市场费用投放力度较大，持续加强终端陈列，提升产品曝光度，同时业务人员定期进行终端维护、门店拜访、驻店销售、协助地推场景活动执行，持续提升渠道把控和建设。养元目前触达零售终端数量超过 100 万家，对终端门店秩序进行动态监督、价格指导以及节点考核；针对核心门店实行费用聚焦投入，并在特殊销售节点制定活动策划，如增加箱堆陈列、促销品以及配套促销人员，以进一步提升终端卖力。

结合公司优势及产品特点，公司在渠道及产品方面稳步发力，我们认为量价增长的观点主要在于：

1) 渠道下沉：渠道下沉体现在两个方面：一是售卖场所的小型化、便利化；二是从高线城市向低线城市与农村转移。养元发展初期即确定“农村包围城市”路径，聚焦下沉市场，目前公司一方面持续深耕县乡镇级下沉市场，深挖末梢市场潜力；另一方面推进空白/薄弱地区渠道覆盖（如华南、西北、东北等相对体量较小地区），纵深推动线下渠道下沉，打开单品上限。

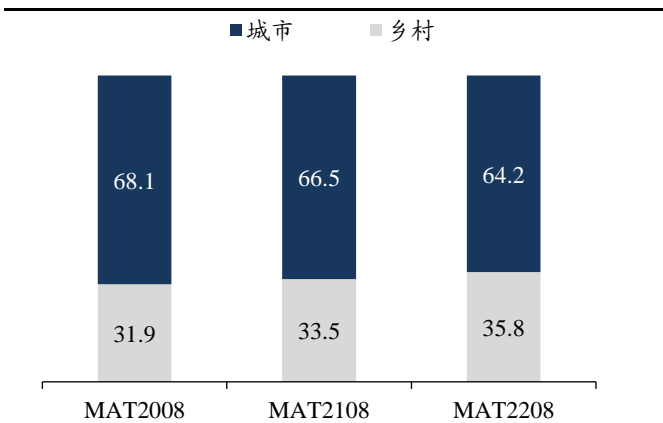
2) 渠道精耕：渠道精耕：养元过去是 1 个厂家业务负责 1 个地级市，给经销商人员一定底薪或者其他支持，厂家人员负责费用管理、辅导经销商人员，经销商人员服务终端。该模式下人员负担相对少、管理相对简单，但伴随市场拓展和产品种类的增加，各地经销商人员数量及素质参差不齐，市场经营情况差异较大，费用投入不精准甚至被打折扣。近年来公司通过筛选适配的经销商和终端渠道资源、选取动销较好渠道和门店集中投放资源和费用，预计未来伴随产品生动化陈列、

人员素质提升、费用考核更严格，有望进一步加强已有渠道的精细化管理。

3) 通过丰富产品规格,拓展消费场景:旺仔 2021 年推出 1L 利乐装适配餐饮渠道、2022 年推出 PET 瓶装适合日常携带 (2022 财年收入已经超过 8000 万元); 娃哈哈将传统 220ml 小规格产品升级为 450ml 畅饮装, 同时推出 750ml 盒装以及 1.5L 餐饮装, 满足聚会、早餐等更广谱的消费需求。公司目前核桃乳产品包括 240ML/180ML/145ML 罐装产品、250ML/1L 利乐装产品等多种规格, 认为未来伴随不同规格、包装产品的推出 (如考虑针对餐饮推出大包装产品), 辐射场景有望进一步扩大。

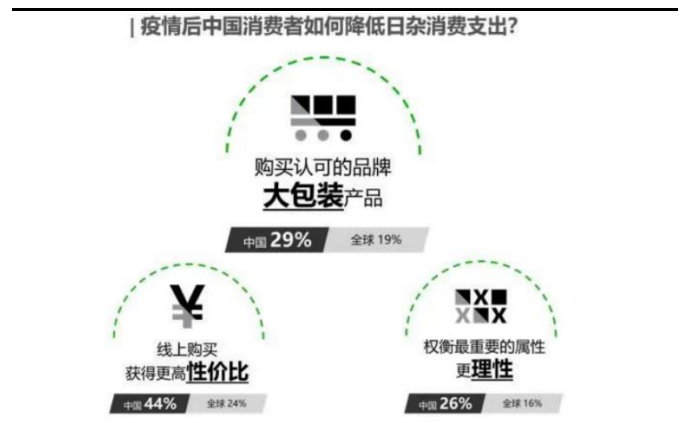
4) 产品高端化: 养元近年来亦针对核桃乳品类进行产品扩充, 推出中高端产品如无糖高钙、易智成长、2430 等, 新品培育思路清晰 (优先选取基础较好的部分市场进行 2-3 轮铺货, 逐步形成多轮动销, 再以此思路做城市复制), 目前 2430 样本市场销售已有起色。参考白奶高端化升级进度 (2005~06 年常温白奶先后推出高端产品特仑苏、金典, 2010 年占比达 10%, 结合欧睿数据, 我们预计 2023 年达到 40~50%), 核桃乳品类高端产品未来经过一定时间持续推广, 有望实现销售放量。

图29: 液态奶在城市和农村的销售占比情况 (%)



数据来源: 尼尔森、东吴证券研究所 (注: MAT2008 即 2020 年 8 月销售趋势, 其余同理)

图30: 中国消费者对大包装产品需求较大



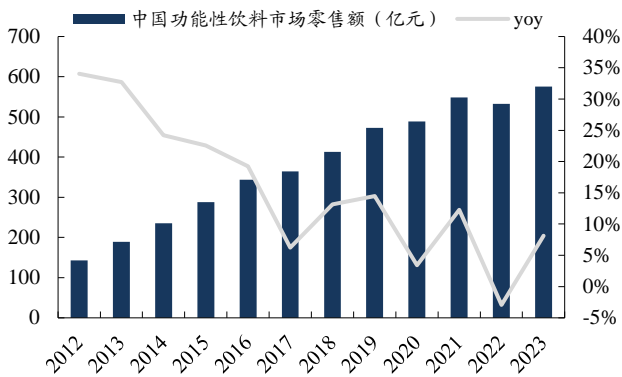
数据来源: 尼尔森、东吴证券研究所

4. 接手红牛安奈吉长江以北独家运营权, 有望强化增长动能

能量饮料市场零售额超 500 亿元, 2012-2022 年 CAGR 约为 14%, 未来五年有望保持稳定增长。功能饮料是中国饮料市场中增速第二的细分市场, 消费者对功能饮料的偏好超过碳酸饮料和果汁饮料。在居民健康意识日益增强、食品科技的创新发展背景下, 消费者对功能饮料的需求将进一步增长。根据欧睿数据, 2022 年功能性饮料市场零售额超 500 亿元, 未来保持稳定增长, 预计 2023-2028 年市场零售额 CAGR 约为 6%。

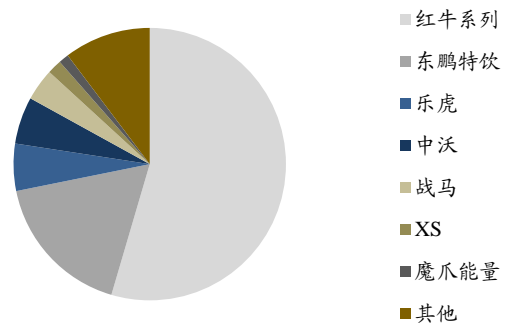
红牛维持龙头地位，2016 年以来陷入商标博弈，目前尚未作出明确裁决。1966 年泰国天丝集团创始人许书标发明红牛饮料，1995 年许书标与华彬集团创始人严彬合资成立红牛维他命饮料有限公司，并获得在华经营权。2012 年红牛市占率超 80%，长期以来稳居行业龙头。2016 年起，泰国天丝与华彬集团就经营权期限问题展开诉讼，泰国天丝坚持授权经营期限 20 年，而华彬集团坚持经营权期限为 50 年，但截至目前法院尚未作出明确裁决。

图31：中国能量饮料市场零售额及同比增速



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

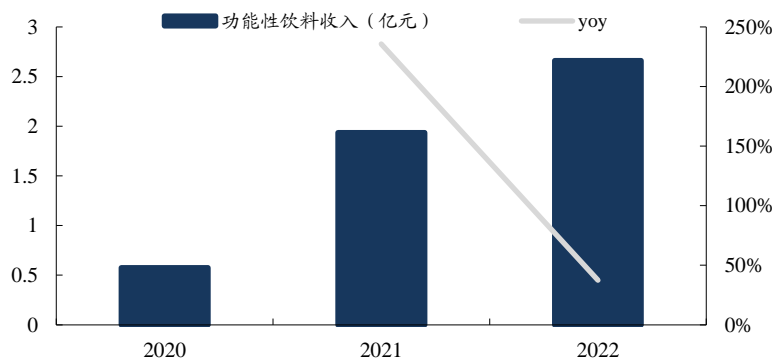
图32：2023 年分品牌零售额市占率



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

接手红牛安耐吉北方市场运营，持续贡献收入。2020 年孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司获得红牛安耐吉饮料系列产品（2022 年改名为红牛维生素牛磺酸饮料）长江以北地区全渠道独家经销权，在理顺渠道（此前价盘较乱，接手后增加渠道政策理顺价格）、升级口感（原有西洋参成分调整减少苦味）后，目前经营稳中向好，公司预计 23 年报表收入 4 亿元+。

图33：公司功能性饮料收入



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

合作有望实现共赢，未来增量值得期待。目前中国市场上共有三种金罐红牛饮料：红牛维生素功能饮料（华彬）、红牛维生素风味饮料（泰国天丝）及公司获得经销权的红牛安耐吉饮料（现已更名为红牛维生素牛磺酸饮料），根据公司公告，2020 年三款产品

市占率分别为 85%/10%/5%，其中中华彬红牛主要销售区域为华南、华东、西北、东北区域，而北方处于相对弱势区域。借助公司在北方市场的渠道优势，我们预计红牛维生素牛磺酸饮料有望稳步提升在北方市场的渗透率，综合考虑行业未来增长空间以及产品合法性，未来收入增量值得期待。

表16: 三种金罐红牛饮料主要情况

产品	公司	进入中国时间	是否有蓝帽子	2023 年预计销售规模
红牛维生素功能饮料	泰国天丝授权华彬集团	1996 年	是	200 亿元+
红牛维生素风味饮料	泰国进口	2020 年	否	20 亿元+
红牛安奈吉饮料（现已更名为红牛维生素牛磺酸饮料）	泰国天丝授权广州曜能量	2019 年	是	5 亿元+

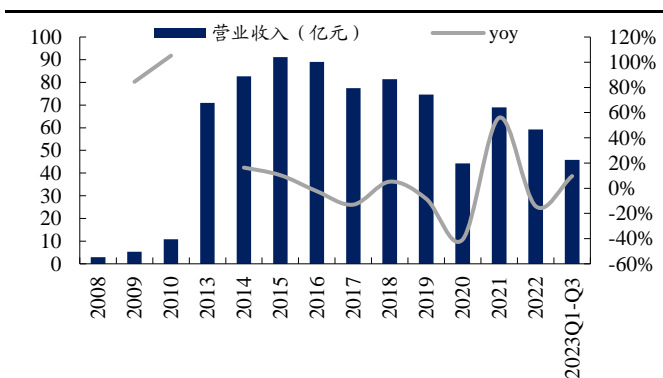
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：蓝帽子标志是国家食品药品监督管理局批准的保健食品标志，23 年预计销售规模为东吴研究所测算

5. 财务分析：业绩逐步修复，高分红可持续

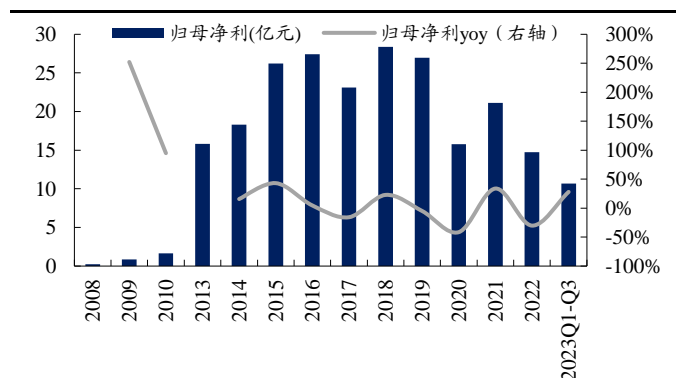
销售收入止跌企稳，利润弹性逐步修复。2008-2015 年公司营收 CAGR 为 54.24%、归母净利润 CAGR 为 79.76%。收入端，公司 2015 年营收达到 91.16 亿元峰值，随后由于行业竞争加剧（竞品分流）、产品老化及消费场景单一等多重因素影响，公司销售规模回落。伴随疫情影响消退，公司渠道下沉及新品拓张持续推进，2023 年前三季度公司营收达 45.84 亿元，同比+9.61%，预计 2023 全年收入有望止跌企稳，后续有望延续温和修复态势。利润端，近两年归母净利润增幅低于收入增幅，主系：①销售费用支出增加（21 年同比增长 60%）；②产品结构变化和疫情影响等原因导致毛利率下滑（22 年毛利率同比下滑 4pct）；③投资净收益大幅下降（22 年投资净收益合计 0.22 亿元，同比-120%，其中联营企业和合营企业的投资亏损 1 亿元，银行理财收益同比减少约 1.8 亿元）。从 2023 年前三季度看，伴随收入企稳、毛利率小幅抬升、销售费用率显著下行，归母净利润同比+28%至 12.9 亿元，净利率实现低位回升。

图34: 2008-2023 年前三季度营收和同比增长率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：公司未公开披露 2011-2012 年数据）

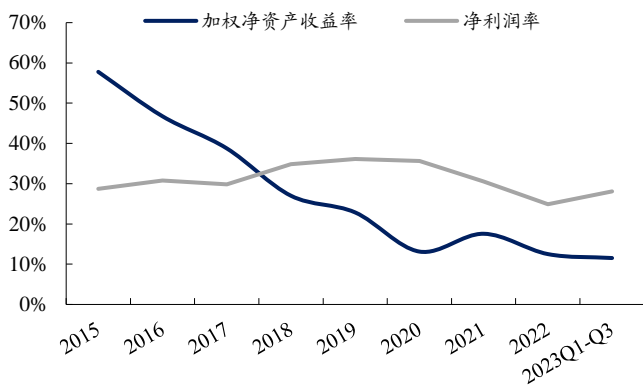
图35: 2008-2023 前三季度归母净利润和同比增长率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：公司未公开披露 2011-2012 年数据）

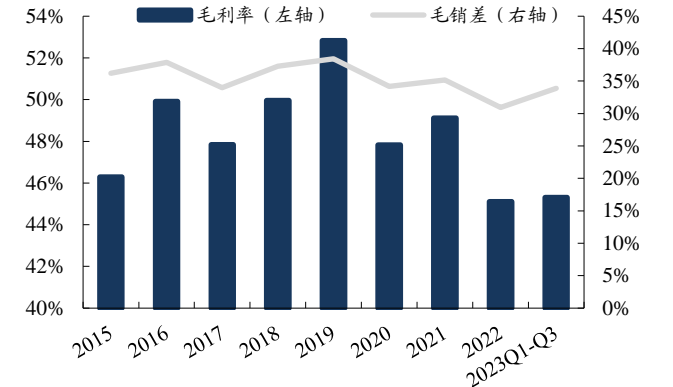
销售、管理费用同比改善，推动净利率提升。2015 年至今公司毛利率基本稳定在 40%+，与承德露露接近但显著高于伊利股份。费用端看，23 年前三季度公司销售费用率偏低，一则 23 年以来广告费用率有所下降，预计主系广告单价下行影响，二则动物蛋白行业在双寡头竞争格局下费用率偏高。

图36: 公司加权净资产收益率和净利润率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图37: 2015-2023 前三季度毛销差和毛利率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

ROE 拆解来看: 对比同行业企业, 养元较高 ROE 主要得益于自身的较高盈利能力 (毛销差领先同业), 具体来看:

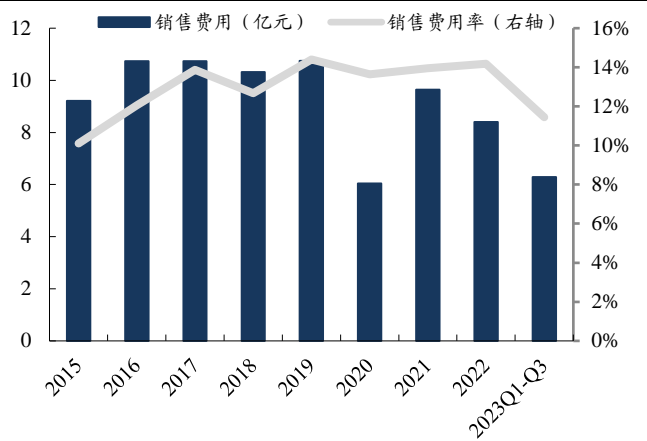
表17: 2023 前三季度养元饮品及同业公司杜邦分析

	养元饮品	承德露露	维维股份	伊利股份
ROE	11.53%	14.88%	4.31%	18.03%
总资产周转率	0.32	0.56	0.68	0.69
其中: 应收账款周转率	177.41	209.25	36.57	31.84
存货周转率	3.69	5.47	4.25	4.77
固定资产周转率	5.73	10.69	1.85	2.84
净利率	28.11%	21.79%	4.03%	9.66%
其中: 毛利率	45.31%	43.15%	18.84%	32.90%
销售费用率	11.44%	13.04%	6.47%	17.71%
管理费用率	1.54%	1.19%	5.31%	3.99%
权益乘数	1.26	1.19	1.47	2.66

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

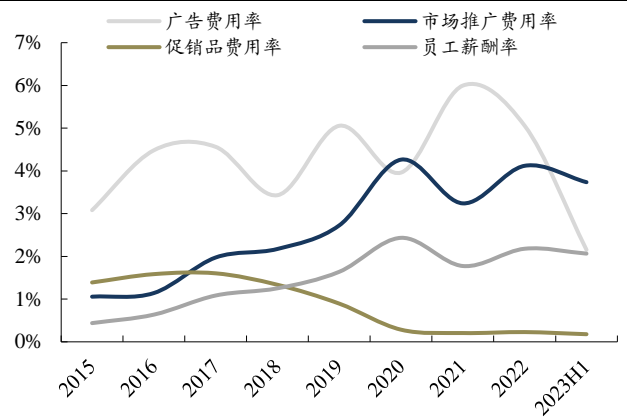
杠杆率、存货周转率相对偏低, 固定资产周转率受收入影响波动较大。养元权益乘数低于维维股份与伊利, 且近年来基本保持稳定, 说明杠杆使用率低, 利息压力较小; 存货周转率略低, 我们预计主系周期性所致 (三季报一般偏低), 产品滞销风险不大但销售 and 存货管理能力仍有待提升; 固定资产周转率受收入变动影响在 6%-10%之间波动。

图38: 2015-2023 前三季度销售费用和销售费用率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图39: 2015-2023H1 销售费用率细分项目



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

从产能布局看, 公司在全国范围内选址自建生产基地, 同时委托外单位加工产品。目前公司拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颍、四川简阳委托加工基地, 多点布局有效降低物流成本, 更好更快推进产销配合。

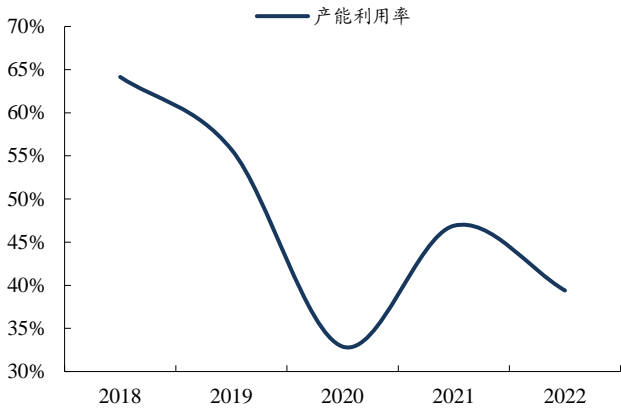
表18: 公司现有产能和在建产能 (截至 2022 年年报)

产能状况	名称	设计产能 (万吨)	实际产能 (万吨)	特点
现有产能	养元饮品	74	74	自生产基地, 有 34 条植物蛋白饮料生产线, 可生产目前产品组合主要产品, 生产模式为以销定产
	安徽养元	50	50	
	江西养元	24	24	
	河南加工基地	40	40	
	简阳加工基地	30	30	
	合计	218	218	-
在建产能	河北养元年产 4 万吨健康型无菌灌装植物蛋白饮料项目	4	-	计划投资 22,682.30 万元, 累计投资 21,979.13 万元
	河北养元年产 2.4 万吨营养型植物蛋白饮料项目	2.4	-	计划投资 8,590.00 万元, 累计投资 6,784.75 万元
	河北养元植物奶原料脱皮技术改造项目	-	-	计划投资 5,200.00 万元, 累计投资 1,611.11 万元
	鹰潭养元年产 16 万吨健康型智能化无菌灌装植物蛋白饮料项目一期	16	-	计划投资 60,000.00 万元, 累计投资 14,536.14 万元

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

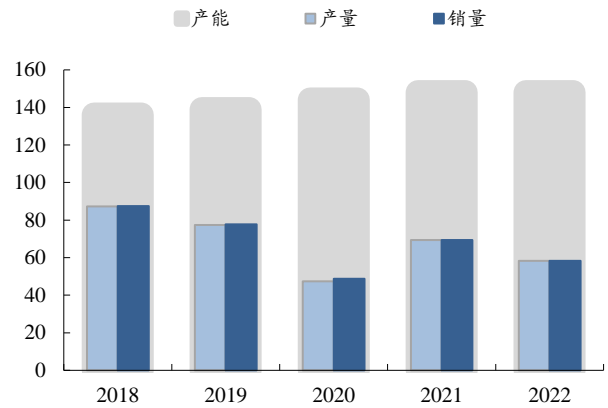
产能利用率震荡下行, 主系季节性生产影响。2018 年至 2022 年公司产能利用率呈现下降趋势, 2022 年产能利用率为 39.39%, 一则公司近年来产能有所扩张, 二则公司产品具有明显淡旺季特征, 旺季生产线火力全开, 淡季大部分生产线处于停工状态, 目前公司利用部分工厂闲置产能为可乐代工椰乳产品, 其余工厂合作事项亦在稳步推进, 未来有望进一步提高产能利用率。

图40: 2018-2022 年公司产能利用率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

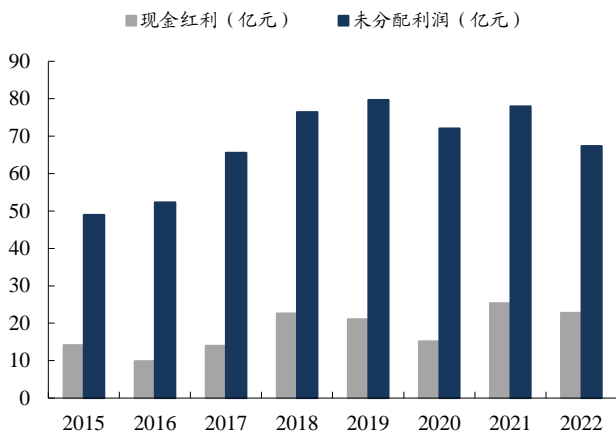
图41: 2018-2022 年公司产能和产销量 (万吨)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

现金流仍有提升空间, 高分红具备基础。近年来公司资本开支保持相对稳定, 考虑到扩产进度更多观察利乐包销售情况 (目前尚未有追加投入需要), 且公司暂无并购意向, 我们预计短期公司无较大资本开支, 同时近年来经营性现金流净额始终为正, 预计未来伴随收入的稳定增长仍有提升空间, 且过去几年公司货币资金及交易性金融资产、未分配利润较高, 综合来看, 公司高分红水平有较为坚实的基础。

图42: 2015-2022 年现金红利和未分配利润



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图43: 经营活动现金流净额与 CAPEX



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

公司核桃乳基本盘稳固, 主产品通过不同规格组合与对标细分消费人群保持销量稳定, 后续渠道变化及新品培育预计带来增量; 红牛产品完成渠道与口味调试, 预计可开始贡献增量。我们预计 2023-2025 年核桃乳收入分别为 57.0、60.5、65.4 亿元, 功能性

饮料收入分别为 4.5、5.5、6.6 亿元，其他植物饮料收入分别为 0.01、0.01、0.01 亿元，综合来看，预计 2023-2025 年总营收分别为 62、66、72 亿元，分别同比+4%、7%、9%。

表19：公司收入拆分及预测（单位：百万元，%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	6906	5923	6158	6603	7204
yoy	56.0%	-14.2%	4.0%	7.2%	9.1%
毛利率	49.1%	45.1%	45.1%	47.7%	50.2%
其中：					
核桃乳	6706	5645	5701	6052	6536
yoy	53.6%	-15.8%	1.0%	6.1%	8.0%
毛利率	49.6%	45.8%	46.2%	49.0%	51.9%
功能性饮料	194	266	451	546	662
yoy	235.7%	37.5%	69.6%	21.1%	21.2%
毛利率	32.6%	29.8%	31.1%	32.2%	34.0%
其他植物饮料	1	8	1	1	1
yoy	26.2%	417.3%	-90.0%	20.0%	20.0%
毛利率	23.5%	47.2%	47.2%	47.2%	47.2%
其他业务收入	0.06	0.43	0.43	0.43	0.43
yoy	-82.7%	618.9%	0.0%	0.0%	0.0%

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 16.4、18.9、22.0 亿元，同比+11%/15%/17%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 19、17、14x，我们选取同为植饮行业代表企业的承德露露，以及商业模式、消费场景具有相似性的香飘飘、李子园、东鹏饮料作为可比公司，公司当前估值低于可比公司均值，首次覆盖，给予“增持”评级。

表20：可比公司估值表（截至 2024/02/20 收盘价）

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
000848.SZ	承德露露	84	7.98	14	14	13	12	0.57	0.57	0.61	0.66
605337.SH	李子园	44	11.20	15	17	14	12	0.73	0.67	0.80	0.94
603711.SH	香飘飘	59	14.41	28	22	17	13	0.52	0.66	0.87	1.10
605499.SH	东鹏饮料	721	180.35	50	36	28	22	3.60	5.06	6.54	8.10
	均值			27	22	18	15				
603156.SH	养元饮品	318	25.10	22	19	17	14	1.16	1.30	1.49	1.74

数据来源：wind、东吴证券研究所（承德露露、养元饮品为东吴证券研究所预测，其余均为 wind 一致预期）

7. 风险提示

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，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、核桃仁和糖等，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

养元饮品三大财务预测表

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	10,123	10,809	10,895	11,706	营业总收入	5,923	6,158	6,603	7,204
货币资金及交易性金融资产	9,029	9,711	9,804	10,533	营业成本(含金融类)	3,251	3,381	3,456	3,584
经营性应收款项	128	296	237	232	税金及附加	61	58	61	69
存货	638	684	720	769	销售费用	840	696	792	878
合同资产	0	0	0	0	管理费用	105	98	104	109
其他流动资产	328	118	135	173	研发费用	29	29	32	35
非流动资产	4,941	5,130	5,042	4,956	财务费用	(80)	(84)	(136)	(164)
长期股权投资	1,036	1,036	1,036	1,036	加:其他收益	152	153	135	153
固定资产及使用权资产	833	775	708	635	投资净收益	2	(62)	0	0
在建工程	177	142	113	91	公允价值变动	77	60	50	40
无形资产	141	146	152	162	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	(2)	(2)	(3)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	1,945	2,129	2,478	2,883
其他非流动资产	2,755	3,032	3,032	3,032	营业外净收支	3	2	1	2
资产总计	15,064	15,939	15,937	16,662	利润总额	1,948	2,131	2,479	2,885
流动负债	3,407	3,861	3,731	4,016	减:所得税	474	488	591	684
短期借款及一年内到期的非流动负债	400	400	400	400	净利润	1,474	1,642	1,888	2,201
经营性应付款项	857	843	845	905	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,346	1,733	1,622	1,812	归属母公司净利润	1,474	1,642	1,888	2,201
其他流动负债	803	885	865	900	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.30	1.49	1.74
非流动负债	139	153	153	153	EBIT	1,789	2,047	2,343	2,721
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,888	2,143	2,442	2,820
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.11	45.09	47.67	50.25
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	24.89	26.67	28.59	30.56
其他非流动负债	139	153	153	153	收入增长率(%)	(14.24)	3.96	7.24	9.09
负债合计	3,546	4,014	3,884	4,169	归母净利润增长率(%)	(30.16)	11.41	14.96	16.59
归属母公司股东权益	11,515	11,922	12,050	12,490					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	11,518	11,925	12,053	12,493					
负债和股东权益	15,064	15,939	15,937	16,662					

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	1,153	2,217	1,826	2,477	每股净资产(元)	9.10	9.42	9.52	9.87
投资活动现金流	2,052	1,656	1,593	2,229	最新发行在外股份(百万股)	1,265	1,265	1,265	1,265
筹资活动现金流	(2,134)	(1,251)	(1,772)	(1,773)	ROIC(%)	11.10	13.01	14.40	16.38
现金净增加额	1,072	2,623	1,646	2,933	ROE-摊薄(%)	12.80	13.78	15.67	17.62
折旧和摊销	99	97	98	100	资产负债率(%)	23.54	25.18	24.37	25.02
资本开支	(192)	(8)	(11)	(14)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.55	19.34	16.82	14.43
营运资本变动	(364)	451	(124)	203	P/B(现价)	2.76	2.66	2.64	2.54

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>