

# 养元饮品 (603156)

证券研究报告

2018年06月21日

## 国内植物蛋白饮料龙头，新市场、新品类带动新增长

### 一、植物蛋白饮料行业龙头公司，行业地位稳固。

公司主营以核桃仁为原料的植物蛋白饮料研发、生产、销售。植物蛋白饮料行业稳步增长，且市场格局稳定。公司凭借“养元六个核桃”系列产品已经成为核桃乳产量最大的企业，品牌知名度较高，市占率较高。

### 二、民营机制助力公司发展，管理、渠道能力优秀。

公司改制成为民营体制，管理层优秀的经营能力在长期市场环境中得到验证。公司已探索出能够深度挖掘市场潜力的“分区域定渠道独家经销模式”，建立起网点众多、覆盖面广、渗透力强的销售网络。

### 三、更改经营范围，从大单品战略到新品类扩张战略有望加快

养元饮品公告更改经营范围，把原来的生产饮料（蛋白饮料类）、罐头（其他罐头）改为生产饮料、罐头，扩大经营范围，意欲进军泛饮料领域，2018年公司推出发酵型核桃乳等新品，进一步增强品牌活力。

公司加大品牌投入，激发品牌活力，引领核桃乳饮料由营养饮料向类功能饮料发展。未来加强公司在核桃健脑品类领域品牌地位，维持自身植物蛋白饮料行业的龙头地位。

### 四、公司区域市场集中在少数省份，未来区域扩张空间较大。

公司主要销售区域为华东、华中、西南、华北，这些地区仍有市场潜力可挖掘，同时还有广大的华南、西北、东北市场有待于进一步拓展，对这些市场空间的拓展和占有将为公司中长期的稳定发展奠定坚实的市场基础。

公司的分区域定渠道独家经销模式促成公司与经销商和谐共赢，深度挖掘市场潜力。未来一方面深入开展营销渠道下沉，拓展并巩固乡镇、农村市场；另一方面在销售终端陈列位置、陈列数量做到市场领先。

### 五、盈利预测：

17年公司受春节提前、原材料上涨等因素出现收入和利润下滑，我们认为不会影响到其长期发展，18年处于恢复阶段。预计公司18-20年收入分别为87.86/98.4/109.2亿元，净利润分别为28.2/32/36.8亿元，EPS分别为3.75/4.24/4.88元，对应PE分别为17、15、13倍。考虑公司市场地位，管理层能力优秀，区域扩张、新品类扩张有望带动业绩增长，给予公司18年25倍市盈率，目标价93.75元。

**风险提示：**植物蛋白饮料行业需求下滑；植物蛋白饮料行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨风险；食品安全问题风险

#### 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	60.69元
目标价格	93.75元

#### 基本数据

A股总股本(百万股)	753.27
流通A股股本(百万股)	60.27
A股总市值(百万元)	45,715.96
流通A股市值(百万元)	3,657.79
每股净资产(元)	21.46
资产负债率(%)	14.64
一年内最高/最低(元)	113.37/57.28

#### 作者

刘鹏 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,900.35	7,740.58	8,785.56	9,839.83	10,922.21
增长率(%)	(2.38)	(13.03)	13.50	12.00	11.00
EBITDA(百万元)	3,505.39	2,916.38	3,594.14	4,014.86	4,600.53
净利润(百万元)	2,740.69	2,309.88	2,818.61	3,195.90	3,678.15
增长率(%)	4.61	(15.72)	22.02	13.39	15.09
EPS(元/股)	3.64	3.07	3.75	4.24	4.88
市盈率(P/E)	17.41	20.66	16.90	14.93	12.98
市净率(P/B)	7.99	6.51	4.87	3.93	3.29
市销率(P/S)	5.36	6.17	5.43	4.85	4.37
EV/EBITDA	0.00	0.00	11.96	10.14	8.32

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 植物蛋白饮料行业稳定增长，市场格局稳定	4
1.1. 植物蛋白饮料是饮料行业中增速最快的子行业	4
1.2. 植物蛋白饮料产品品种丰富	5
1.3. 植物蛋白饮料的行业有区域性和季节性	5
2. 养元饮品作为植物蛋白行业龙头，管理、渠道能力优秀	6
2.1. 民营机制助力公司发展，管理层经营能力优秀	6
2.2. 公司主要产品为“六个核桃”核桃乳，消费市场广阔	7
2.3. 公司分区域定渠道独家经销模式拥有覆盖广泛的销售网络	8
2.3.1. 公司的销售模式有经销和直销，经销模式是主流销售模式	8
2.3.2. 分区域定渠道独家经销深度营销模式的四个要点	9
2.4. 公司毛利率净利率基本稳定，成本端维持稳定	10
3. 未来公司将通过新市场、新品类扩张，带动公司新增长	15
3.1. 扩张南方市场，有望带动公司收入增长	15
3.2. 公司加强餐饮渠道布局，拓展市场空间	16
3.3. 从大单品战略到新品类扩张战略有望加快，借助公司品牌及渠道优势打造新增长点	16
4. 盈利预测及估值：	17
5. 风险提示：	19

## 图表目录

图 1：植物蛋白饮料增速高于其他饮料子行业	4
图 2：2016 年植物蛋白饮料行业规模占饮料行业占比%	4
图 3：公司上市后股权情况	6
图 4：公司部分产品图	7
图 5：公司经销模式的运行	9
图 6：公司各省份收入、经销商家数情况	10
图 7：营业收入（亿）	10
图 8：归母净利润（亿）	10
图 9：公司三大费用率%	11
图 10：公司毛利率、净利率情况%	11
图 11：公司主要为核桃乳业务，占比超收入 98%	11
图 12：公司供应商采购的核桃仁产地分布图	12
图 13：核桃全国批发均价（元/千克）	13
图 14：镀锡板卷（宝钢 MR:0.25*800*C:上海）价格走势（元/吨）	13
图 15：重点制糖企业白砂糖销售均价走势	14

表 1: 2007-2016 年饮料行业细分领域市场规模 (单位: 亿元)	4
表 2: 行业主流产品品种都出现了龙头企业和主要品牌	5
表 3: 行业内生产规模较大、品牌知名度较高的生产商的基本情况	5
表 4: 公司的植物蛋白饮料产量及其占比最高, 且保持稳定。	6
表 5: 公司“六个核桃”核桃乳产品介绍	8
表 6: 公司两种模式的销售情况 (单位: 百万元)	9
表 7: 公司自产产品的生产成本构成 (单位: 百万元)	11
表 8: 公司主要原材料价格的变化情况	12
表 9: 根据采购对象的不同, 公司的具体采购情况	12
表 10: 公司商超渠道拓展计划 (个)	15
表 11: 公司经销商各省家数情况 (家)	15
表 12: 公司产品的销售市场分布 收入 (百万) 及占比 (%)	16
表 13: 主要产品的产量、销量、销售收入及销售价格 (数量单位: 万听; 金额单位: 万元; 价格单位: 元/听)	17
表 14: 养元饮品分业务业绩拆分 (亿)	18
表 15: 可比公司估值水平 (PE)	19

## 1. 植物蛋白饮料行业稳定增长，市场格局稳定

养元饮品是植物蛋白饮料行业龙头公司，行业地位稳固。公司主营以核桃仁为原料的植物蛋白饮料研发、生产、销售。植物蛋白饮料行业增长至 1200 亿规模，成为第四大软饮料子行业，且市场格局稳定。公司“养元六个核桃”系列产品已经成为核桃乳产量最大的企业，品牌知名度较高，市占率较高。

### 1.1. 植物蛋白饮料是饮料行业中增速最快的子行业

消费者越来越重视饮食健康，营养和健康成为饮料行业未来消费升级的方向。相比其它饮料，植物蛋白饮料具备营养健康的特点，因此近些年来，低脂肪、无胆固醇的植物蛋白资源受到消费者的青睐。

植物蛋白饮料消费较少受地域限制，为消费者广泛接受。植物蛋白饮料中的核桃露（乳）、杏仁露（乳）、花生露（乳）、豆奶（乳）等均为广大消费者所接受，较少受地域及不同消费群体的限制。

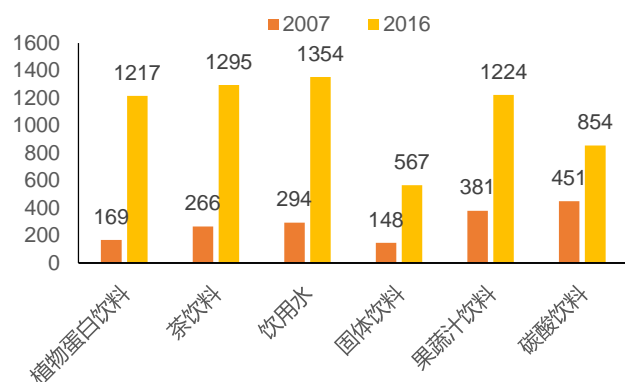
2007 年以来各饮料子行业增速最快的是植物蛋白饮料。2016 年植物蛋白饮料行业收入为 1217.2 亿元，2007-2016 年复合增速达 24.5%，在整个饮料行业的占比上升 8.8 个百分点至 18.7%。预计 2020 年行业的市场会进一步提升达到 2583 亿元，占饮料制造业市场总规模的 24.2%，仍为饮料制造业的主要细分品类。

表 1：2007-2016 年饮料行业细分领域市场规模（单位：亿元）

	市场规模			市场份额			2020 年预计	
	2007	2016	复合增长率	2007	2016	增长百分点	市场规模	市场份额
植物蛋白饮料	169	1217	24.5%	9.9%	18.7%	8.8%	2583	24.2%
茶饮料	266	1295	19.2%	15.6%	19.9%	4.3%	2281	21.4%
饮用水	294	1354	18.5%	17.2%	20.8%	3.6%	2442	22.9%
固体饮料	148	567	16.1%	8.7%	8.7%	0.0%	783	7.3%
果蔬汁饮料	381	1224	13.9%	22.3%	18.8%	-3.5%	1580	14.8%
碳酸饮料	451	854	7.4%	26.4%	13.1%	-13.3%	1000	9.4%
饮料合计	1709	6511	16.0%	100.0%	100.0%		10670	100.0%

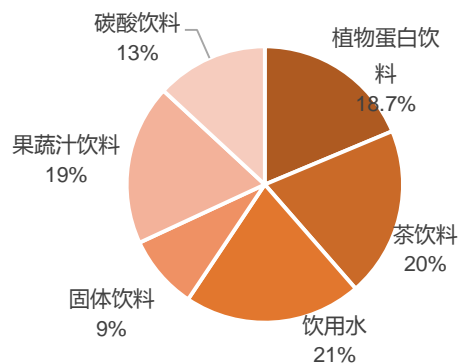
资料来源：中国饮料工业协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 1：植物蛋白饮料收入（亿）及增速（%）



资料来源：中国饮料工业协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 2：2016 年植物蛋白饮料行业规模占饮料行业占比%



资料来源：中国饮料工业协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

## 1.2. 植物蛋白饮料产品品种丰富

植物蛋白饮料产品根据其使用的主要原料的不同,可分为核桃露(乳)饮料、杏仁露(乳)饮料、花生露(乳)饮料、椰子汁(乳)饮料、豆奶(乳)饮料等品种。

表 2: 行业主流产品品种都出现了龙头企业和主要品牌

主流产品	竞争格局
核桃露(乳)饮料	市场起步晚,增长快速。主要品牌为公司的“养元·六个核桃”核桃乳。
杏仁露(乳)饮料	市场起步较早,生产厂家较少。主要品牌为“露露”杏仁露,其市场占有率高,一直保持行业第一。
椰子汁(乳)饮料	市场起步早,成长缓慢,生产厂家少。主要品牌为“椰树”椰子汁。
豆奶(乳)饮料	市场起步早,主要产品有“维维”系列豆奶等。

资料来源:公司招股书,天风证券研究所

## 1.3. 植物蛋白饮料的行业有区域性和季节性

随着我国居民收入、生活水平的持续提高,植物蛋白饮料由于具备营养、健康的特征,市场增长较快。众多知名品牌如承德露露、娃哈哈、伊利、蒙牛、三元、盼盼、可口可乐等均已推出核桃乳或类似产品。

表 3: 行业内生产规模较大、品牌知名度较高的生产商的基本情况

企业名称	注册地	成立时间	主要产品、产量
河北养元智汇饮品股份有限公司	河北省衡水市	1997 年	核桃乳、核桃花生露、核桃杏仁露等,2016 年产量约 99 万吨
河北承德露露股份有限公司(000848.SZ)	河北省承德市	1997 年	杏仁露等,年产能 50 多万吨,2015 年产量 32.5 万吨,销量 33 万吨,收入 27 亿元;2016 年产量 32.6 万吨,销量 30.8 万吨,收入 25 亿元
椰树集团海南椰汁饮料有限公司	海南省海口市	1998 年	椰子汁等,植物蛋白饮料 2015 年产量 38.8 万吨,2016 年产量 33.93 万吨
四川蓝剑饮品集团有限公司	四川省德阳市	2003 年	坚果饮料等,植物蛋白饮料 2015 年产量 49 万吨,2016 年产量 52.67 万吨
厦门惠尔康食品有限公司	福建省厦门市	1992 年	植物蛋白饮料 2015 年产量 18.98 万吨,2016 年产量 18.27 万吨
维维食品饮料股份有限公司(600300.SH)	江苏省徐州市	1994 年	豆奶等,植物蛋白饮料 2015 年产量 10.44 万吨,销量 10.45 万吨,收入 5.59 亿元;2016 年产量 10.9 万吨,销量 10.8 万吨,收入 5.48 亿元

资料来源:公司招股书,天风证券研究所

植物蛋白饮料行业的生产具有明显的区域性,销售半径一般在 600 公里左右,企业普遍进行多生产基地的分散性布局。受产品特点(质量较大、单价低)影响,饮料行业运输费用较高,同时受运输条件和配送能力影响,销售半径一般在 600 公里左右,向销售半径之外的市场进行销售会导致运费较多且供应效率下降。

植物蛋白饮料行业行业的销售具有较为明显的季节性特征。在我国传统节日如中秋节、春节等节日临近及期间,市场需求集中释放,饮料购销会出现高峰,因此饮料生产企业的销售存在节前逐渐升温、节日后迅速回落的节日效应。从月份上看,销售旺季一般在 7 月、8 月、9 月(中秋节旺季),以及 12 月、次年 1 月、2 月(春节旺季);从季度上看,一、三季度销售收入占全年的比重较大,二、四季度销售收入占全年的比重较小,但年末距春节越近,四季度销售收入占比越高。

表 4：公司的植物蛋白饮料产量及其占比最高，且保持稳定。

公司名称	植物蛋白饮料产量（万吨）			产量占比		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
养元饮品	94.4	101.4	98.6	30%	31%	34%
四川蓝剑	45.3	49.0	52.7	14%	15%	18%
椰树集团	39.0	38.8	33.9	12%	12%	12%
承德露露	30.8	32.6	32.6	10%	10%	11%
惠尔康	20.1	19.0	18.3	6%	6%	6%
维维股份	12.4	10.4	10.9	4%	3%	4%
其他	71.0	77.1	43.1	23%	23%	15%
合计	313.1	328.2	290.1	100%	100%	100%
统计家数	198	204	208	-	-	-

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

数据来源：公司、中国饮料工业协会《2014 年全国饮料工业企业经济指标资料汇编》《2015 年全国饮料工业企业经济指标资料汇编》《2016 年全国饮料工业企业经济指标资料汇编》、承德露露历年年报、维维股份历年年报。

## 2. 养元饮品作为植物蛋白行业龙头，管理、渠道能力优秀

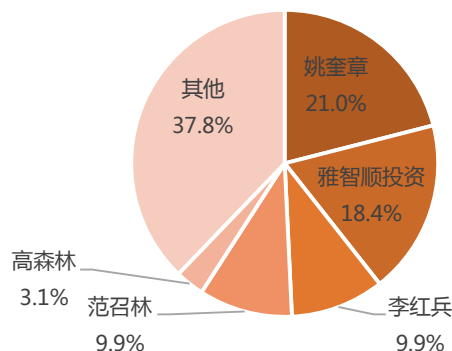
### 2.1. 民营机制助力公司发展，管理层经营能力优秀

公司自其前身设立起，一直致力于主要以核桃仁为原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售。在长期的市场竞争中已逐步在产品定位、品牌建设、工艺技术、质量安全控制、营销模式、生产能力等方面形成了自身的核心竞争力。

管理层优秀的经营能力在长期市场环境中得到验证。公司抓住两个战略机遇，一是 2008 年“三聚氰胺”事件，乳制品行业受到打击，植物蛋白饮料最为替代品受到欢迎，公司在此时加大扩张力度；二是积极开拓竞争对手没有覆盖的南方市场，找到了自己的成长空间。

管理层持股，股权结构有利于绑定各方利益，激发公司活力。目前公司实际控制人为姚奎章，直接持有公司 21.0% 的股权，并通过雅智顺投资间接持有公司股权。另外范召林、李红兵、高森林等自然人分别直接持有公司 9.9%、9.9%、3.1% 的股权，并通过雅智顺投资有限公司间接持有公司股权。

图 3：公司上市后股权情况



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

## 2.2. 公司主要产品为“六个核桃”核桃乳，消费市场广阔

公司的主要产品“六个核桃”核桃乳主要分为有糖型与无糖型两个系列，目前主要消费形式为礼品消费、场合饮用、家庭饮用、日常饮用等，适合大多数人群。

在全国已布局多个生产基地，及时满足不断扩大的市场需求，同时在全国范围内多点布局可以降低产品物流成本，提高产品供应的及时和稳定性，更好满足市场需求。目前公司在原来衡水总部单一基地的基础上，已发展成为拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颖、四川简阳两个委托加工基地的全国性布局。公司及子公司拥有自有产能 136 万吨，委托加工商拥有产能 65 万吨，共计 201 万吨的产能。

图 4：公司部分产品图

		
养元低糖精选型六个核桃核桃乳	养元低糖精研型六个核桃核桃乳	养元低糖精品型六个核桃核桃乳
		
养元精选型易智成长六个核桃核桃乳	养元精选型智汇养生六个核桃核桃乳	养元智汇养生六个核桃核桃乳
		
养元添加磷脂六个核桃核桃乳	养元限量纪念版六个核桃核桃乳	养元智汇喜顺六个核桃核桃乳
		
养元无糖易智状元六个核桃核桃乳	养元精装无糖六个核桃核桃乳	养元无糖六个核桃核桃乳
		
养元智尊智圣六个核桃核桃乳	养元核桃杏仁露	养元添加磷脂核桃杏仁露
		
养元核桃花生露	养元坚果核桃果仁露	养元精选型杏浓杏仁露

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 5：公司“六个核桃”核桃乳产品介绍

主要产品名称	配料表	主要配料的质量占比情况		
		水	核桃仁	白砂糖
<b>1、有糖型</b>				
精品型 六个核桃核桃乳	水、核桃仁、白砂糖 < 4%、食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯、酪氨酸钠、黄原胶、蔗糖脂肪酸酯、碳酸钠、三氯蔗糖）、食品用香精。	约 92%	约 4%	约 3.5%
智汇养生 六个核桃核桃乳	水、核桃仁、白砂糖 < 4%、低聚果糖（添加量：100mg/100mL）、低聚异麦芽糖（添加量：50mg/100mL）、食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯、酪氨酸钠、黄原胶、蔗糖脂肪酸酯、碳酸钠、三氯蔗糖）、食品用香精。	约 92%	约 4%	约 3.5%
<b>2、无糖型</b>				
无糖 六个核桃核桃乳	水、核桃仁、食用盐、食品添加剂（麦芽糖醇、蔗糖脂肪酸酯、单硬脂酸甘油酯、羧甲基纤维素钠、黄原胶、焦磷酸钠、碳酸钠、安赛蜜、三氯蔗糖）、食品用香精。	约 94%	约 4%	-
无糖易智状元 六个核桃核桃乳	水、核桃仁、食用盐、食品添加剂（麦芽糖醇、单，双甘油脂肪酸酯、酪氨酸钠、碳酸钠、黄原胶、蔗糖脂肪酸酯、三氯蔗糖）、食品用香精。	约 92%	约 5%	-
智尊智圣 六个核桃核桃乳	水、核桃仁、低聚半乳糖、食用盐、食品添加剂（麦芽糖醇、蔗糖脂肪酸酯、单硬脂酸甘油酯、羧甲基纤维素钠、碳酸钠、黄原胶、焦磷酸钠、三氯蔗糖）、食品用香精。	约 90%	约 8%	-

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司加大品牌投入，激发品牌活力，引领核桃乳饮料由营养饮料向类功能饮料发展。2017 年公司广告费用达到 3.5 亿，市场推广费为 1.5 亿，合计占公司营收 6.5%。2017 年公司在“经常用脑，多喝六个核桃”品牌标语的基础上，提出“狂烧脑为闪耀”的品牌主张并推出相辅广告片，更加贴近年轻受众群体，激发了品牌活力。公司聚焦益智类栏目，冠名江苏卫视《最强大脑》第四季、东方卫视《诗书中华》、浙江卫视《向上吧！诗词》等益智栏目，强化品类价值认知，引领核桃乳饮料由营养饮料向类功能饮料发展。

未来加强公司在核桃健脑品类领域品牌地位，维持自身植物蛋白饮料行业的龙头地位。

### 2.3. 公司分区域定渠道独家经销模式拥有覆盖广泛的销售网络

经过 10 年多的不懈努力，已探索出能够深度挖掘市场潜力的“分区域定渠道独家经销模式”，建立起网点众多、覆盖面广、渗透力强的销售网络。截至 2017 年底，公司的经销商约 1,800 家，销售区域已基本覆盖河北、河南、山东、安徽、江苏、浙江、江西、湖南、湖北、四川、重庆等省，并已进入北京、天津、山西、陕西、甘肃、新疆、上海、福建、广东、广西等地。销售网络持续扩大是公司市场竞争力的集中体现。

#### 2.3.1. 公司的销售模式有经销和直销，经销模式是主流销售模式

公司的销售模式有经销和直销。经销模式下，公司的产品通过卖断方式直接销售给经销商，再由经销商销售给零售终端商，最后由零售终端商直接销售给消费者。经销销售收入占公司全部主营业务收入比重平均达到 98%以上；除此之外，公司对要求与公司直接开展购销业务的大型商超、通过直销部在衡水市区、滁州市区、鹰潭市区以及通过电商渠道（电商代销、平台自营）进行直销。

核桃乳饮料作为大众快速消费品，主要通过经销渠道抵达最终消费者。经销渠道具有商家数量多、渠道类别多、零售终端网点多的特点。销售渠道主要有流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、电商渠道等类别，每类渠道都含有为数众多的零售终端，如社区店、批发部、便利店、大卖场、超市、餐饮店、电商平台、网吧、车站乃至农村农贸市场和集市等。任何商家、渠道类别都不能独自改变产品销售格局。



表 6：公司两种模式的销售情况（单位：百万元）

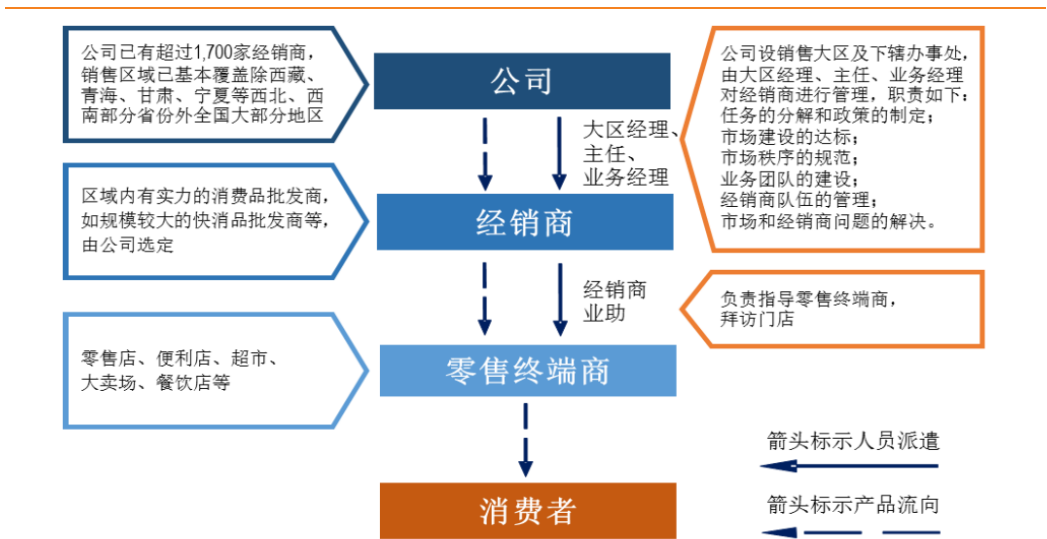
销售模式	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-6 月	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
经销	8,186	99.1%	9,056	99.3%	8,816	99.1%	3,598	98.2%
直销	76	0.9%	60	0.7%	83	0.9%	67	1.8%
其中：商超	44	0.5%	33	0.4%	44	0.5%	35	1.0%
直销部	31	0.4%	26	0.3%	28	0.3%	12	0.3%
电商	-	-	1	0.0%	11	0.1%	21	0.6%
电商代销	-	-	-	-	7	0.1%	19	0.5%
平台自营	-	-	1	0.0%	3	0.0%	1	0.0%
合计	8,261	100.0%	9,116	100.0%	8,899	100.0%	3,665	100.0%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 2.3.2. 分区域定渠道独家经销深度营销模式的四个要点

- 1、“分区域”即将销售市场严格划分为不同的经销区域。通常一个县域市场是一个典型的经销区域，一个省会级中心城市通常会划分几个经销区域，如郑州市分成三个经销区域；
- 2、“定渠道”，即在划定的经销区域的基础上，还要区分不同的经销渠道。一般而言，快销品的经销渠道主要有流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、特殊渠道、网络渠道等，公司的经销渠道主要是流通渠道；
- 3、“独家”：即在一个经销区域或确定的经销渠道内只确定一家经销商独家经销；
- 4、“经销”：即公司与选定合作的经销商签订《经销合同》，依据《经销合同》的具体约定，将产品通过卖断方式直接销售给经销商，再由经销商按《经销合同》中约定的经销区域或渠道向下销售。在经销商向下销售时，公司要求经销商直接对零售终端商销售，以减少渠道中间环节，维护市场秩序，确保经销商的利益最大化，因此公司经销模式的显著特点是渠道扁平化，即公司直接销售给经销商，再由经销商销售给零售终端商，最后由零售终端商直接销售给消费者。

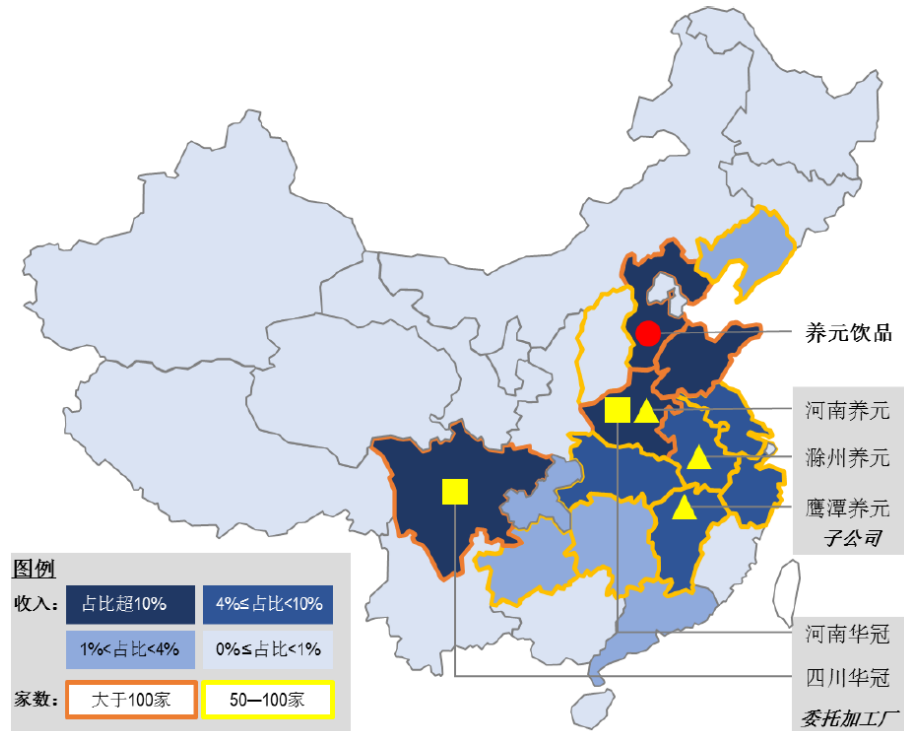
图 5：公司经销模式的运行



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：图中的产品流向表示公司的产品逐级销售的过程；人员派遣流向表示销售网络各环节派出业务人员对下属渠道逐级跟踪管理过程。

图 6：公司各省份收入、经销商家数情况

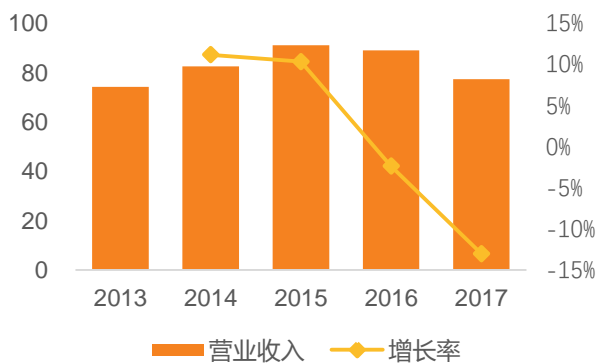


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

#### 2.4. 公司毛利率净利率基本稳定，成本端维持稳定

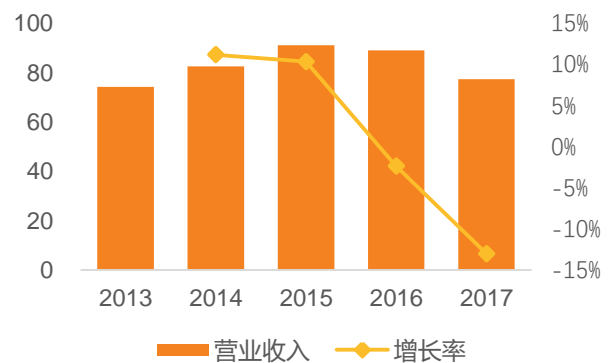
公司主营业务收入均来自于植物蛋白饮料行业，2017 年核桃乳收入占比为 98.4%，其他植物蛋白饮料收入占比为 1.6%。**1、核桃乳**：2017 年营业收入 76.19 亿，同比下滑 11.8%，毛利率 47.9%，同比减少 2.1 个百分点。**2、其他植物蛋白饮料**：2017 年营业收入 1.20 亿，同比下滑 54.6%，毛利率 41.9%，同比减少 5.1 个百分点。

图 7：营业收入（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：归母净利润（亿）

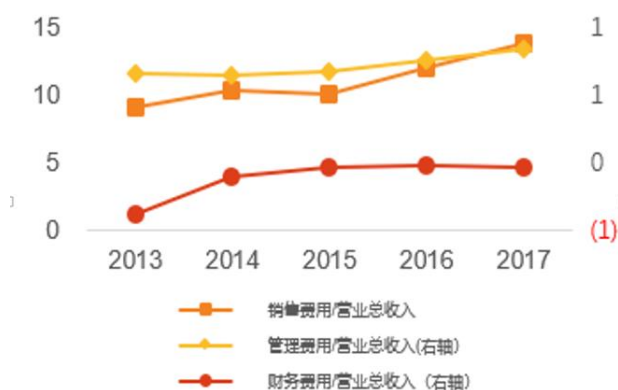


资料来源：wind，天风证券研究所

公司毛利率、净利率维持高位，2017 年毛利率 47.9%，净利率 29.8%。2017 年受毛利率下降、销售费用率上升等因素影响，公司净利率略有下降。

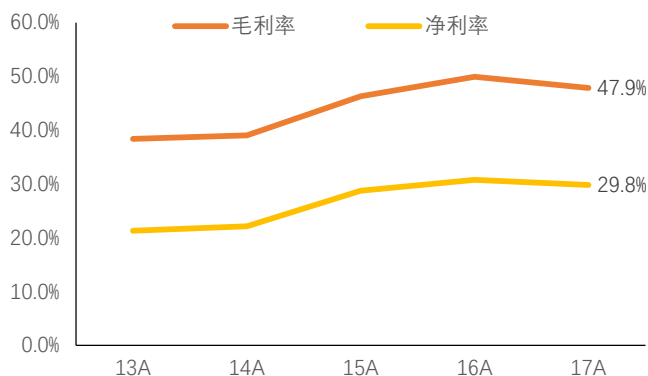
公司规模经济优势逐渐凸显，管理费用率和销售费用率维持低位，由于广告费及市场推广费增长导致销售费用率有所提升。公司的销售费用率由 2016 年的 12.1% 提升至 2017 年的 13.9%。

图 9：公司三大费用率%



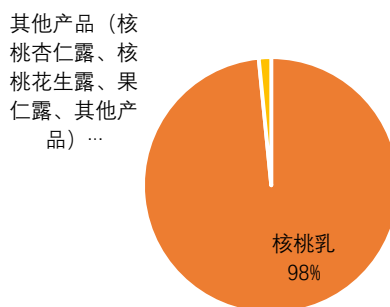
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：公司毛利率、净利率情况%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司主要为核桃乳业务，占比超收入 98%



资料来源：wind，天风证券研究所

核桃乳产品来说，向上游采购的主要原材料为核桃仁，2017 年上半年占自产产品成本 23%；包装材料主要为铁制易拉罐，2017 年上半年占自产产品成本 52%；白砂糖 2017 年上半年占自产产品成本 4.4%。

表 7：公司自产产品的生产成本构成（单位：百万元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一、直接材料费	3,048	95.3%	2,859	94.1%	2,666	92.8%	1,017	91.8%
1、易拉罐	1,450	45.3%	1,504	49.5%	1,514	52.7%	578	52.2%
2、核桃仁	1,161	36.3%	926	30.5%	719	25.0%	258	23.3%
3、白砂糖	176	5.5%	151	5.0%	113	3.9%	48	4.4%
4、其他	262	8.2%	278	9.1%	321	11.2%	132	11.9%
二、直接人工费	41	1.3%	56	1.9%	79	2.8%	32	2.9%
三、制造费用	111	3.5%	124	4.1%	129	4.5%	59	5.4%
其中：电力	26	0.8%	29	0.9%	30	1.0%	11	1.0%
蒸汽	19	0.6%	21	0.7%	15	0.5%	5	0.5%
天然气	11	0.4%	12	0.4%	11	0.4%	8	0.8%
煤炭	6	0.2%	4	0.1%	6	0.2%	2	0.2%

合计	3,200	100.0%	3,039	100.0%	2,874	100.0%	1,109	100.0%
----	-------	--------	-------	--------	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

从供应量来看：**1、核桃供应量充足：**我国核桃栽培历史悠久，种植范围广泛，主产区有云南、新疆、四川、陕西、河北、山西、山东、吉林、辽宁、甘肃等地，2009 年以来核桃仁的产业需求持续快速增长，促进了核桃种植面积的不断扩大，供应量也逐步释放，提供了稳定的供应市场。**2、铁制易拉罐供应量稳定：**铁制易拉罐的供应一般不存在问题。尽管每到旺季来临，易拉罐供应商的生产会比较紧张，但供应商都会积极提前做好准备以确保销售旺季供应。

图 12：公司供应商采购的核桃仁产地分布图



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 8：公司主要原材料价格的变化情况

类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-6 月	
	采购均价	采购均价	变动	采购均价	变动	采购均价	变动	
核桃仁 (元/kg)	53.10	37.80	-28.8%	31.36	-17.0%	30.68	-2.2%	
易拉罐 (元/套)	0.57	0.54	-5.6%	0.54	-1.2%	0.57	5.9%	
白砂糖 (元/kg)	4.26	4.61	8.2%	5.42	17.6%	6.09	12.2%	

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 9：根据采购对象的不同，公司的具体采购情况

类别	供应商选择	采购数量的确定	合同签订	采购价格的确定	结算方式	库存数量的管理
核桃仁	以核桃仁主产区所在地贸易商为主	长期备货	一般签订短期临时合同	据核桃仁产区当地的市场价格而定	收到货物和发票后结算；电汇	核桃仁采取长期备货模式，以保障原料供应，平抑成本波动
易拉罐	长期合作的行业知名的易拉罐供应商	中秋、春节旺季根据预计销量确定期间数量；其余根据生产计划确定	每月签订合同	根据宝钢马口铁的价格协商确定	一般在对方开发票后结算；电汇	库存根据各个品种的需求量备出 5-7 天的库存，然后再根据生产计划随时调货

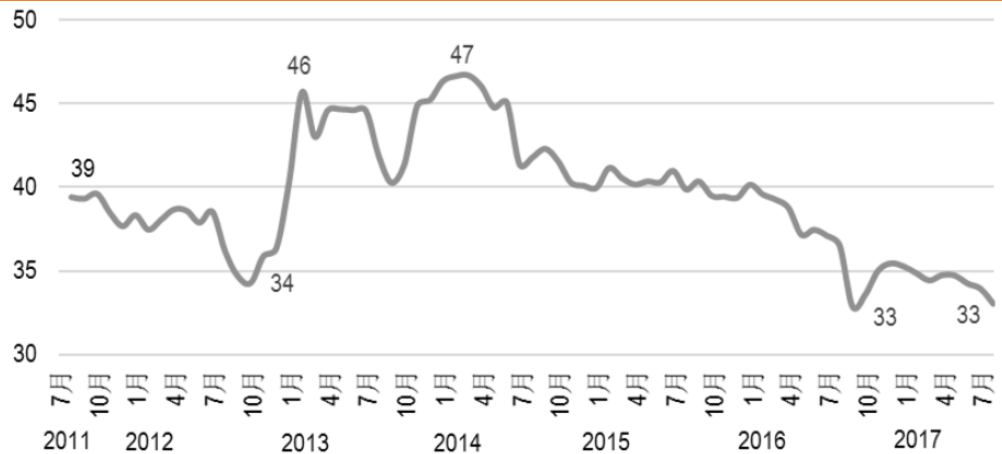
食品添加剂	一般每种食品添加剂选定行业内一个品牌供应商	根据预计产品销量及生产计划确定	签订短期临时合同	根据市场价格协商确定	到货后月结；电汇	用量较大的维持半个月用量的库存，其余则为 1 个月左右
-------	-----------------------	-----------------	----------	------------	----------	-----------------------------

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**核桃仁价格维持低位：**核桃仁的价格受核桃仁供给和需求相对变化的影响很大。公司核桃仁采购地区及供应商相对分散，公司根据采购地区核桃仁市场行情与核桃仁供应商情况确定采购价格。

由于 2009 年以来核桃仁的产业需求持续快速增长，而核桃种植面积的扩大和产量的释放有一个过程，因此，核桃仁价格在 2009—2014 年一季度经历了一个快速上涨过程，此后随着产量的不断增加，价格持续走低，2017 年上半年价格处于近 5 年多来的低位。核桃种植面积的持续增加带来的产量持续提高为核桃仁价格保持稳定或下行趋势提供了供给侧保障。

图 13：核桃全国批发均价（元/千克）

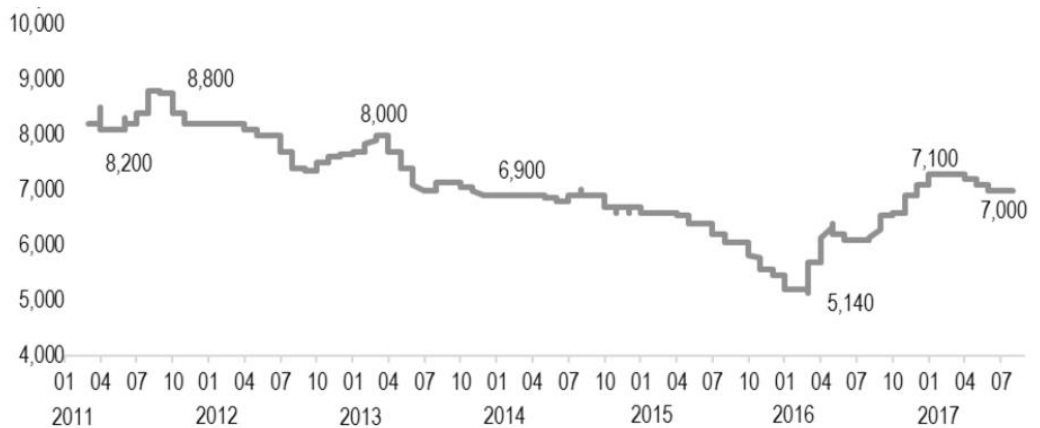


资料来源：公司招股书，中国农业信息网，Choice 数据，天风证券研究所

**易拉罐价格逐步回升：**易拉罐的价格主要受马口铁价格走势影响，公司主要参考马口铁（镀锡卷板）的价格，每月与供应商确定易拉罐的采购价格。

2013—2015 年价格呈下降态势，于 2016 年起价格逐步回升，2017 年上半年价格回升至 2014 年初的水平，但仍低于 2013 年初的水平。

图 14：镀锡板卷（宝钢 MR:0.25\*800\*C:上海）价格走势（元/吨）

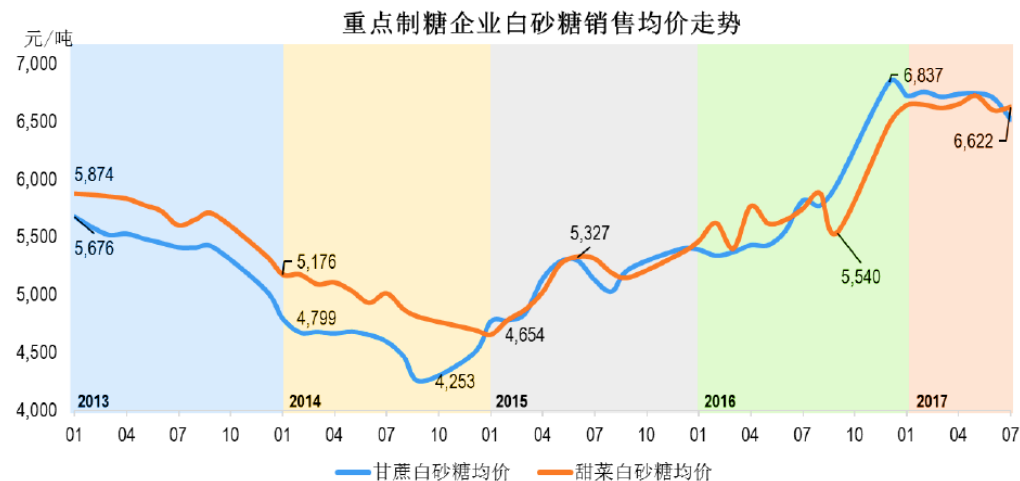


资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

**白砂糖处于历史高位：**公司参考白砂糖期货价格，与供应商确定白砂糖采购价格。根据中国糖业协会，全国重点制糖企业的甘蔗白砂糖与甜菜白砂糖月度销售均价在 2013—2017

年上半年呈现较大幅度的先降后升的态势。以甘蔗白砂糖为例，价格在 2013 年初约为 5,700 元/吨，后小幅下降，自 2013 年 9 月起出现大幅下跌，并于 2014 年 9 月探底至约 4,200 元/吨，后企稳于 2015 年 6 月回升至约 5,300 元/吨，后保持小幅波动至 2016 年初，2016 年二季度价格持续提升，于 2016 年 12 月达到 6,800 元/吨，为近几年历史顶峰，并于 2017 年上半年维持价格高位。

图 15：重点制糖企业白砂糖销售均价走势



资料来源：招股说明书中国糖业协会，Wind 资讯，天风证券研究所

### 3. 未来公司将通过新市场、新品类扩张，带动公司新增长

#### 3.1. 扩张南方市场，有望带动公司收入增长

公司区域市场集中在少数省份，未来区域扩张空间较大。公司 2017 年销售占比前 4 大销售区域为华东、华中、西南、华北，销售占比分别为 32.6%、27.6%、16.7%、16.1%。这些地区多是经济较为发达或人口较为稠密的地区，仍有相当大的市场潜力可以挖掘，同时还有广大的华南、西北、东北市场有待于进一步拓展，对这些市场空间的拓展和占有将为公司中长期的稳定发展奠定坚实的市场基础。

未来公司一方面实行全渠道建设，深入开展营销渠道下沉，拓展并巩固乡镇、农村市场，产品进入更多终端销售网点；另一方面打造质感销售终端，结合公司产品群策略，在销售终端陈列位置、陈列数量、陈列生动化方面做到市场领先。

**扩张南方市场，带动公司新增长。**在沪、赣闽、鄂、湘、川、粤琼、渝黔等七个新兴市场，截至 2016 年 6 月末，公司产品已在 9,100 余家商场超市完成进店，在近 2,500 余家商超进行了产品单卡板陈列，通过对成熟市场的商超运作分析并结合七个市场的实际情况，计划再增加 7,090 家收银口大于 4 个（含 4 个）商超的公司产品卡板陈列，基本上能够实现整个商超渠道的有效覆盖。

表 10：公司商超渠道拓展计划（个）

市场	计划增加陈列的商超数	实现陈列商超数
成熟及准成熟市场	2469	6000
新兴市场	7090	2500
其他市场	1745	900
合计	11304	9400

数据来源：公司招股书，天风证券研究所

表 11：公司经销商各省家数情况（家）

省份	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-6 月		
	经销商数量	占比	经销商数量	占比	经销商数量	占比	经销商数量	占比	
数量为 100 家以上	河北	197	12%	198	12%	196	11%	178	11%
	山东	156	10%	158	9%	151	9%	145	9%
	河南	142	9%	146	9%	150	9%	143	9%
	四川	73	5%	93	5%	105	6%	110	7%
	小计	568	35%	595	35%	602	34%	576	34%
数量为 50-100 家	江西	92	6%	100	6%	99	6%	99	6%
	湖南	74	5%	88	5%	95	5%	92	5%
	湖北	82	5%	81	5%	81	5%	87	5%
	安徽	99	6%	91	5%	94	5%	85	5%
	江苏	86	5%	87	5%	78	4%	82	5%
	浙江	81	5%	82	5%	81	5%	79	5%
	贵州	19	1%	40	2%	69	4%	71	4%
	辽宁	62	4%	66	4%	65	4%	58	3%
	山西	80	5%	72	4%	77	4%	54	3%

广西	38	2%	42	2%	55	3%	50	3%
小计	713	44%	749	44%	794	45%	757	45%
数量为 20—49 家粤、黑等 8 省份	272	17%	287	17%	283	16%	271	16%
数量为 20 家以下滇、津等 9 省份	55	3%	78	5%	75	4%	77	5%
合计	1,608	100%	1,709	100%	1,754	100%	1,681	100%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 12：公司产品的销售市场分布 收入（百万）及占比（%）

区域	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-6 月		
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	
占比≥10%	河南	1637	20%	1593	17%	1371	15%	546	15%
	河北	1074	13%	1115	12%	1162	13%	485	13%
	山东	1244	15%	1194	13%	1245	14%	427	12%
	四川	382	5%	700	8%	813	9%	400	11%
	小计	4338	53%	4601	50%	4591	52%	1857	51%
4%≤占比<10%	安徽	712	9%	709	8%	662	7%	249	7%
	江苏	640	8%	675	7%	656	7%	247	7%
	江西	394	5%	527	6%	510	6%	236	6%
	湖北	448	5%	468	5%	456	5%	177	5%
	浙江	539	7%	439	5%	373	4%	142	4%
小计	2734	33%	2819	31%	2657	30%	1050	29%	
1%≤占比<4% 湘、渝、粤、辽	536	6%	886	10%	816	9%	369	10%	
0%≤占比<1% 京、贵、津等	653	8%	809	9%	835	9%	389	11%	
合计	8261	100%	9116	100%	8899	100%	3665	100%	
数量为 20—49 家粤、黑等 8 省份	271	16%	283	16%	287	17%	272	17%	
数量为 20 家以下滇、津等 9 省份	77	5%	75	4%	78	5%	55	3%	
合计	1,681	100%	1,754	100%	1,709	100%	1,608	100%	

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 3.2. 公司加强餐饮渠道布局，拓展市场空间

目前公司产品主要通过流通渠道、商超渠道等渠道销售，产品定位偏礼品或家庭消费饮品，在餐饮渠道的销售提升空间较大。公司已经针对餐饮渠道开发智汇喜顺产品，拓展市场空间。未来将重点加强分销、进店、店员等环节的销售能力。

### 3.3. 从大单品战略到新品类扩张战略有望加快，借助公司品牌及渠道优势打造新增长点

公司近期更改经营范围，从大单品战略到新品类扩张战略有望加快，借助公司品牌及渠道优势打造新增长点。公司围绕“六个核桃”大单品战略，2017 年核桃乳销售收入占主营业务收入比例达到 98%。养元饮品公告更改经营范围，把原来的生产饮料（蛋白饮料类）、罐



头（其他罐头）改为生产饮料、罐头，扩大经营范围，意欲进军泛饮料领域，2018 年公司推出发酵型核桃乳等新品，进一步增强品牌活力。

**2017 年公司产品总产量约 84 万吨，总销量约 85 万吨，是我国核桃乳饮料产销量最大的企业。**公司共生产核桃乳等植物蛋白饮料 84.02 万吨，销售核桃乳等植物蛋白饮料 84.81 万吨。

**从大单品战略到新品类扩张战略有望加快，借助公司品牌及渠道优势打造新增长点。**通过大单品战略建立起强大的品牌及营销体系，未来有望拓展其他植物蛋白饮料、功能性饮料等新品类，借助公司品牌及渠道优势有望形成新增长点。

表 13：主要产品的产量、销量、销售收入及销售价格（数量单位：万听；金额单位：万元；价格单位：元/听）

期间	产品类别	自产量	委托加工量	产量合计	其中：委托加工量占比	销量	产销率	销售收入	销售价格
2017 年 1-6 月	核桃乳	99,737	59,641	159,378	37.4%	173,232	108.7%	359,901	2.08
	核桃花生露	943	497	1,440	34.5%	1,593	110.6%	2,748	1.73
	果仁露	191	324	514	63.0%	514	100.0%	810	1.58
	核桃杏仁露	1,098	17	1,115	1.5%	1,828	163.9%	2,976	1.63
	其他产品	63		63	0.0%	65	103.1%	104	1.61
	合计	102,031	60,478	162,509	37.2%	177,231	109.1%	366,539	2.07
2016 年	核桃乳	271,919	149,836	421,755	35.5%	418,208	99.2%	865,798	2.06
	核桃花生露	4,795	2,869	7,665	37.4%	7,736	100.9%	13,670	1.77
	果仁露	2,552	850	3,401	25.0%	3,178	93.5%	5,283	1.66
	核桃杏仁露	3,289	1,047	4,336	24.2%	4,326	99.8%	4,657	1.62
	其他产品	30	47	77	61.0%	322	419.6%	459	1.43
	合计	282,585	154,649	437,234	35.4%	433,771	99.2%	889,867	2.05
2015 年	核桃乳	259,833	161,626	421,459	38.4%	414,855	98.4%	869,679	2.10
	核桃花生露	6,496	4,859	11,355	42.8%	11,432	100.7%	20,473	1.79
	果仁露	4,001	1,982	5,983	33.1%	6,015	100.5%	10,052	1.67
	核桃杏仁露	4,325	1,214	5,539	21.9%	5,519	99.6%	9,302	1.69
	其他产品	1,124	324	1,449	22.4%	1,212	83.7%	2,046	1.69
	合计	275,780	170,005	445,784	38.1%	439,032	98.5%	911,552	2.08
2014 年	核桃乳	236,861	134,330	371,191	36.2%	367,038	98.9%	783,985	2.14
	核桃花生露	9,778	6,522	16,300	40.0%	16,064	98.6%	26,029	1.62
	果仁露	1,741	1,296	3,037	42.7%	2,888	95.1%	4,538	1.57
	核桃杏仁露	4,979	2,008	6,987	28.7%	6,873	98.4%	10,704	1.56
	其他产品	361	46	408	11.3%	489	119.9%	869	1.78
	合计	253,720	144,203	397,923	36.2%	393,352	98.9%	826,125	2.10

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测及估值：

核心假设：

- 1、收入 18 年恢复增长，19、20 年随着全国化深入形成规模优势，持续增长。
- 2、产品矩阵增加，产品结构调整，毛利率水平逐渐提升

我们认为随着公司调整战略、收入恢复增长，短期坚持大单品战略，以及产品矩阵结构的改善，毛利水平有望逐渐提升。

表 14：养元饮品分业务业绩拆分（亿）

	15A	16A	17A	18E	19E	20E
营业总收入	91.17	89	77.41	87.9	98.4	109.2
核桃乳	86.97	86.34	76.19	86.5	96.4	104.8
核桃杏仁露	0.93	0.7	0.56	0.5	0.5	1
核桃花生露	2.05	1.37	0.53	0.5	0.5	1
果仁露	1.01	0.53	0.1	0.37	0.97	2.37
其他业务	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他产品	0.2	0.05	0.01	0.01	0.01	0.01
收入增速(%)	10.35	-2.38	-13.02	13.5	12	11
核桃乳	10.93	-0.72	-11.76	13.5	11.45	8.71
核桃杏仁露	-13.08	-24.73	-20.00	-10.71	0	100
核桃花生露	-21.15	-33.17	-61.31	-5.66	0	100
果仁露	124.44	-47.52	-81.13	270	162	144
其他业务	100	0	0	0	0	0
其他产品	122.22	-75.00	-80.00	0	0	0
营业成本	48.96	44.56	40.37	44.02	48.7	52.81
核桃乳	46.69	43.16	39.67	43.1	47.39	50.3
核桃杏仁露	0.52	0.38	0.33	0.3	0.5	0.6
核桃花生露	1.06	0.70	0.30	0.31	0.3	0.6
果仁露	0.57	0.28	0.06	0.3	0.5	1.3
其他业务	0.00	0.00	0.00	0	0	0
其他产品	0.13	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利润	42.21	44.44	37.04	43.88	49.7	56.39
核桃乳	40.28	43.19	36.52	43.33	49.1	54.57

核桃杏仁露	0.41	0.32	0.23	0.2	0	0.4
核桃花生露	0.99	0.67	0.23	0.19	0.2	0.4
果仁露	0.44	0.24	0.04	0.14	0.38	154
其他业务	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
其他产品	0.08	0.02	0.00	0	0	0
毛利率(%)	46.30	49.93	47.85	50	50.5	51.65
核桃乳	46.32	50.02	47.93	50.7	51	52
核桃杏仁露	44.57	45.19	40.59	40	40	55
核桃花生露	48.26	48.65	44.00	38	40	55
果仁露	43.56	46.13	38.48	38	39	40
其他业务	97.67	76.28	93.71	94.5	95	95
其他产品	36.69	33.29	35.50	33	34	34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 18-20 年收入分别为 87.86/98.4/109.2 亿元，净利润分别为 28.2/32/36.8 亿元，EPS 分别为 3.75/4.24/4.88 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍。

估值比较：考虑公司市场地位，管理层能力优秀，区域扩张、新品类扩张有望带动业绩增长，给予公司 18 年 25 倍市盈率，目标价 93.75 元。

我们认为养元饮品在植物蛋白领域的渠道力要领先于承德露露，从产品接受人群来看也要好于承德露露，在渠道力、产品力上可与香飘飘比较，因此我们认为给予养元 25 倍估值比较合理。

表 15：可比公司估值水平（PE）

公司	2018 年	2019 年
香飘飘	33	28
承德露露	22	18

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

## 5. 风险提示：

植物蛋白饮料行业需求下滑；植物蛋白饮料行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨风险；食品安全问题风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	649.54	560.58	4,403.29	6,739.61	9,209.19
应收账款	24.28	19.66	12.15	53.44	19.37
预付账款	163.69	97.03	189.73	146.00	203.72
存货	698.04	886.85	639.54	1,068.99	766.55
其他	6,617.21	7,570.25	6,234.99	6,807.10	6,870.70
<b>流动资产合计</b>	<b>8,152.75</b>	<b>9,134.37</b>	<b>11,479.70</b>	<b>14,815.15</b>	<b>17,069.52</b>
长期股权投资	327.80	1,109.50	1,109.50	1,109.50	1,109.50
固定资产	708.49	660.54	662.34	677.70	688.18
在建工程	8.87	37.98	58.79	83.27	79.96
无形资产	136.20	132.77	129.28	125.78	122.28
其他	426.46	114.95	222.26	154.56	163.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,607.82</b>	<b>2,055.74</b>	<b>2,182.17</b>	<b>2,150.81</b>	<b>2,163.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,760.58</b>	<b>11,190.11</b>	<b>13,661.87</b>	<b>16,965.95</b>	<b>19,233.37</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	466.92	305.80	378.36	459.77	453.72
其他	3,219.28	3,458.60	3,396.64	4,277.45	4,195.84
<b>流动负债合计</b>	<b>3,686.20</b>	<b>3,764.41</b>	<b>3,775.00</b>	<b>4,737.22</b>	<b>4,649.56</b>
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	100.71	88.80	85.45	91.65	88.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>100.71</b>	<b>88.80</b>	<b>85.45</b>	<b>91.65</b>	<b>88.63</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,786.91</b>	<b>3,853.20</b>	<b>3,860.45</b>	<b>4,828.87</b>	<b>4,738.20</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	495.00	495.00	753.27	753.27	753.27
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	5,478.67	6,798.55	9,048.15	11,383.81	13,741.91
其他	0.00	43.36	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>5,973.67</b>	<b>7,336.91</b>	<b>9,801.42</b>	<b>12,137.08</b>	<b>14,495.18</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9,760.58</b>	<b>11,190.11</b>	<b>13,661.87</b>	<b>16,965.95</b>	<b>19,233.37</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,740.69	2,309.88	2,818.61	3,195.90	3,678.15
折旧摊销	59.14	63.76	40.88	43.66	46.32
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(250.39)	(335.80)	(285.00)	(360.00)	(300.00)
营运资金变动	(1,400.96)	(1,380.55)	1,500.55	71.38	57.83
其它	1,254.68	1,475.62	0.03	(0.02)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,403.17</b>	<b>2,132.91</b>	<b>4,075.07</b>	<b>2,950.92</b>	<b>3,482.31</b>
资本支出	403.40	835.10	63.35	73.80	53.02
长期投资	300.84	781.70	0.00	0.00	0.00
其他	(2,715.96)	(2,693.74)	58.39	171.84	254.31
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,011.72)</b>	<b>(1,076.94)</b>	<b>121.73</b>	<b>245.64</b>	<b>307.33</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.46	45.37	214.91	0.00	0.00
其他	(2,249.71)	(1,192.99)	(569.01)	(860.24)	(1,320.06)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,248.25)</b>	<b>(1,147.62)</b>	<b>(354.10)</b>	<b>(860.24)</b>	<b>(1,320.06)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,856.80)</b>	<b>(91.65)</b>	<b>3,842.71</b>	<b>2,336.32</b>	<b>2,469.58</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>8,900.35</b>	<b>7,740.58</b>	<b>8,785.56</b>	<b>9,839.83</b>	<b>10,922.21</b>
营业成本	4,456.43	4,036.52	4,401.57	4,870.72	5,280.89
营业税金及附加	96.36	80.88	79.07	98.40	109.22
营业费用	1,072.74	1,073.06	983.98	1,180.78	1,201.44
管理费用	66.45	65.11	52.71	78.72	76.46
财务费用	(1.46)	(2.01)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	12.51	(31.80)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.03	(0.02)	0.00
投资净收益	250.39	335.80	285.00	360.00	300.00
其他	(500.78)	(894.90)	(570.06)	(719.96)	(600.01)
<b>营业利润</b>	<b>3,447.71</b>	<b>3,077.92</b>	<b>3,553.26</b>	<b>3,971.20</b>	<b>4,554.20</b>
营业外收入	222.96	11.78	180.00	290.00	350.00
营业外支出	14.93	9.78	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3,655.74</b>	<b>3,079.92</b>	<b>3,733.26</b>	<b>4,261.20</b>	<b>4,904.20</b>
所得税	915.05	770.04	914.65	1,065.30	1,226.05
<b>净利润</b>	<b>2,740.69</b>	<b>2,309.88</b>	<b>2,818.61</b>	<b>3,195.90</b>	<b>3,678.15</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,740.69</b>	<b>2,309.88</b>	<b>2,818.61</b>	<b>3,195.90</b>	<b>3,678.15</b>
每股收益(元)	3.64	3.07	3.75	4.24	4.88

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.38%	-13.03%	13.50%	12.00%	11.00%
营业利润	3.57%	-10.73%	15.44%	11.76%	14.68%
归属于母公司净利润	4.61%	-15.72%	22.02%	13.39%	15.09%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.93%	47.85%	49.90%	50.50%	51.65%
净利率	30.79%	29.84%	32.08%	32.48%	33.68%
ROE	45.88%	31.48%	28.76%	26.33%	25.38%
ROIC	105.17%	50.28%	40.27%	58.72%	66.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.80%	34.43%	28.26%	28.46%	24.64%
净负债率	20.64%	42.76%	33.59%	-4.47%	-13.18%
流动比率	2.21	2.43	3.04	3.13	3.67
速动比率	2.02	2.19	2.87	2.90	3.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	564.54	352.36	552.35	300.00	300.00
存货周转率	12.77	9.77	11.51	11.52	11.90
总资产周转率	0.93	0.74	0.71	0.64	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.64	3.07	3.75	4.24	4.88
每股经营现金流	3.19	2.83	5.41	3.92	4.62
每股净资产	7.93	9.74	13.01	16.11	19.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.41	20.66	16.90	14.93	12.98
市净率	7.99	6.51	4.87	3.93	3.29
EV/EBITDA	0.00	0.00	11.96	10.14	8.32
EV/EBIT	0.00	0.00	12.10	10.25	8.40

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