

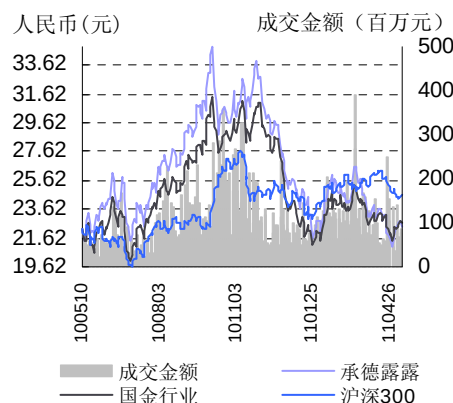
承德露露 (000848.SZ)**软饮料行业****评级: 买入 维持评级****公司研究**

市价(人民币): 22.41元

目标(人民币): 22.59-26.35元

长期竞争力评级: 高于行业均值**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	304.01
总市值(百万元)	6,815.72
年内股价最高最低(元)	34.91/21.06
沪深300指数	3153.22
深证成指	12216.94

**内生性挖潜走向外延式拓展;****公司基本情况(人民币)**

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.730	0.587	0.753	0.980	1.269
每股净资产(元)	3.39	2.45	3.21	4.19	5.46
每股经营性现金流(元)	1.52	1.04	1.24	1.54	1.57
市盈率(倍)	36.16	43.88	28.93	22.22	17.16
行业优化市盈率(倍)	74.56	74.56	74.56	74.56	74.56
净利润增长率(%)	26.26%	28.68%	28.30%	30.20%	29.45%
净资产收益率(%)	21.54%	23.91%	23.47%	23.41%	23.26%
总股本(百万股)	190.09	304.14	304.14	304.14	304.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑: 露露高成长拐点已现, 11年是基础年, 12年将是加速年。

- **大股东万向对公司积极的影响正不断体现, 管理改善加速可期:** 公司历史遗留问题被加速肃清, 商标/关联交易/产能扩张瓶颈等问题逐一得以解决, 未来我们预期应能看到集团内部产能整合/营销队伍建设/新品推广等系列动作。11年基础年将为12年的加速提供坚实的基础。
- **公司渠道下沉潜力大, 确保明后两年增长:** 露露公司销售收入基本在北方大城市实现, 县乡市场开发不足。对比竞争对手养元则通过“农村包围城市”的市场策略, 在乡县市场实现了“小区域, 高收入”, 如在河北市场几乎覆盖所有县乡市场, 县乡市场贡献收入超过60%, 运作较好的县乡市场平均能实现500-1000万的销售收入。我们认为露露凭借其过硬的产品力和深入人心的品牌积淀在县乡消费升级的浪潮中增长潜力巨大。目前露露的城市与县乡销售比例大致80/20, 若渠道下沉提升县乡比例至40%的话, 杏仁露的销售将轻松做到30亿。渠道的有效下沉, 将确保公司未来两年实现持续高增长。打造过亿的地级市和过千万的县级市将是公司未来的发展趋势。
- **一纵一横的产品扩展策略, 打造“一仁多核”的产品矩阵, 为公司两年后的持续高增长奠定良好基础。** 产品横向发展核桃露/花生露/养颜坊等植物蛋白饮料。纵向发展杏仁水/杏仁精油/杏仁咖啡/高端杏仁露。通过一纵一横, 形成与杏仁露产品的良好互补和互动。

盈利预测及估值

- 我们预计: 2011-2013年公司收入为21.91、27.61、34.79亿元, 同比增长20.6%、26.0%、26.0%; 净利润为2.29、2.98、3.86亿元, 同比增长28.3%、30.20%和29.45%, 全面摊薄后对应EPS为0.753、0.980、1.269元。
- **核心假设:** 公司11年受制于现有产能瓶颈, 预计增长幅度在20%左右, 12年产能的顺利释放将带来超过25%的增长。增长的空间主要来自渠道的深化和下沉, 由于公司销售基本集中在一线大城市, 县乡市场和地级市增长潜力仍非常大。
- **投资建议:** 维持公司“买入”评级, 目标价格区间22.59-26.35元, 对应30-35X11PE的估值。逢低吸纳。

风险

- 产能扩张进程低于预期, 外延式扩张不达预期。

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑：拐点已现	4
盈利预测及估值	4
公司经营概况	5
逻辑阐述 1：植物蛋白饮料将是增速最快的软饮料行业	6
植物蛋白质饮料行业成长潜力很大	6
公司受益行业发展机会大	9
逻辑阐述 2：对比竞争对手看公司成长空间	9
传统植物蛋白饮料厂商：露露与椰树的比较，一仁多核与一树多花	10
新贵植物蛋白饮料厂商：露露与养元智汇比较	10
承德露露、养元智汇市场环境比较	10
承德露露、养元智汇经营比较	12
比较后看公司成长性	14
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：销售收入预测	5
图表 2：收入呈现波动性	5
图表 3：露露盈利能力较强	5
图表 4：露露市场主要在北方	6
图表 5：京津唐地区及河北主要地市是主销区	6
图表 6：软饮料四大品类的市场容量	7
图表 7：软饮料四大品类的复合增速对比	7
图表 8：植物蛋白饮料四大品类	7
图表 9：植物蛋白饮料主要企业对比	8
图表 10：恶意仿冒露露情况严重	9
图表 11：植物蛋白饮料仿冒现象严重	9
图表 12：核桃露表现显示公司品牌优势和强新品介入能力	9
图表 13：椰树“一树多花”产品策略	10
图表 14：产能分布比较	11
图表 15：养元智汇的主市场也在北方	11
图表 16：二者盈利能力在食品饮料中处于较高水平	11
图表 17：养元智汇近年来发展迅速	12
图表 18：养元智汇盈利指标状况	12
图表 19：2009 年度中国轻工业行业饮料行业十强企业	12
图表 20：露露美颜坊广告	13

图表 21: 养元“健脑”走功能饮料路线.....	13
图表 22: 养元经销商数快速增加	14
图表 23: 经销商平均销售额增长可观	14
图表 24: 公司加强营销、整顿管理在费用得到部分体现.....	15

投资逻辑：内生性挖潜走向外延式扩张

- 植物蛋白饮料行业是软饮料细分品类中增速最快的行业之一：
 - 我们认为植物蛋白饮料因其天然与保健的特性，将充分受益于饮料消费升级。软饮料四大品类中，含乳及植物蛋白饮料的复合增速一直保持30%的年复合增速，高于果菜汁饮料及茶饮料，远高于碳酸饮料。含乳及植物蛋白饮料品类未来30%以上的复合增速依然可期。
- 露露高成长拐点已现：11年是基础年，12年将是加速年；
 - 大股东万向对公司积极的影响正不断体现：公司历史遗留问题被加速肃清，商标/关联交易/产能扩张瓶颈等问题逐一得以解决，未来我们预期应能看到集团内部产能整合/营销队伍建设/新品推广等系列动作。11年基础年将为12年的加速提供坚实的基础。
 - 从露露与养元汇智的对比可以看到露露未来增长潜力巨大。公司渠道下沉潜力大：露露公司销售收入基本在北方大城市实现，县乡市场开发不足。而养元则通过“农村包围城市”的市场策略，在乡县市场实现了“小区域，高收入”，如在河北市场几乎覆盖所有县乡市场，县乡市场贡献收入超过60%，运作较好的县乡市场平均能实现500-1000万的销售收入。我们认为露露凭借其过硬的产品力和深入人心的品牌积淀在县乡消费升级的浪潮中增长潜力巨大。目前露露的城市与县乡销售比例大致80/20，若渠道下沉提升县乡比例至40%的话，杏仁露的销售将轻松做到30亿。渠道的有效下沉，将确保公司未来两年实现持续高增长。打造过亿的地级市和过千万的县级市将是公司未来的发展趋势。
 - 一纵一横的产品扩展策略，打造“一仁多核”的产品矩阵。产品横向发展核桃露/花生露/养颜坊等植物蛋白饮料。纵向发展杏仁水/杏仁精油/杏仁咖啡/高端杏仁露。通过一纵一横，形成与杏仁露产品的良好互补和互动。我们认为一纵一横的策略将为公司两年后的持续高增长奠定良好基础。

盈利预测及估值

- 我们预计：2011-2013年公司收入为21.91、27.61、34.79亿元，同比增长20.6%、26.0%、26.0%；净利润为2.29、2.98、3.86亿元，同比增长28.3%、30.20%和29.45%，全面摊薄后对应EPS为0.753、0.980、1.269元。
- 核心假设：公司11年受制于现有产能瓶颈，预计增长幅度在20%左右，12年产能的顺利释放将带来超过25%的增长。增长的空间主要来自渠道的深化和下沉，由于公司销售基本集中在一线大城市，县乡市场和地级市增长潜力仍非常大。
- 投资建议：给予公司“买入”评级，给予30-35X11PE的估值区间，即22.59-26.35元，逢低吸纳。

图表1: 销售收入预测

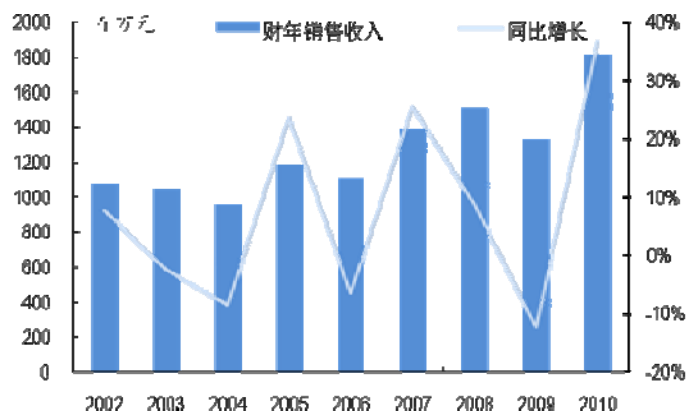
项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
杏仁露						
平均售价 (元/吨)	8,507.73	8,677.88	9,025.00	9,545.67	10,022.96	10,524.10
增长率 (YOY)	2.00%	2.00%	4.00%	5.77%	5.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	20.43	15.28	19.96	22.95	27.54	33.05
增长率 (YOY)	1.79%	-25.23%	30.66%	15.00%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	1,506.46	1,325.62	1,801.40	2,191.13	2,760.82	3,478.63
增长率 (YOY)	8.71%	-12.00%	35.89%	21.63%	26.00%	26.00%
毛利率	29.20%	34.27%	34.46%	34.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	1,066.57	871.33	1,180.64	1,446.14	1,794.53	2,261.11
增长率 (YOY)	11.19%	-18.31%	35.50%	22.49%	24.09%	26.00%
毛利 (百万元)	439.89	454.29	620.76	744.98	966.29	1,217.52
增长率 (YOY)	3.13%	3.27%	36.64%	20.01%	29.71%	26.00%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售总收入 (百万元)	1506.46	1325.62	1801.40	2191.13	2760.82	3478.63
销售总成本 (百万元)	1066.57	871.33	1180.64	1446.14	1794.53	2261.11
毛利 (百万元)	439.89	454.29	620.76	744.98	966.29	1217.52
平均毛利率	29.20%	34.27%	34.46%	34.00%	35.00%	35.00%

来源: 国金证券研究所

公司经营概况

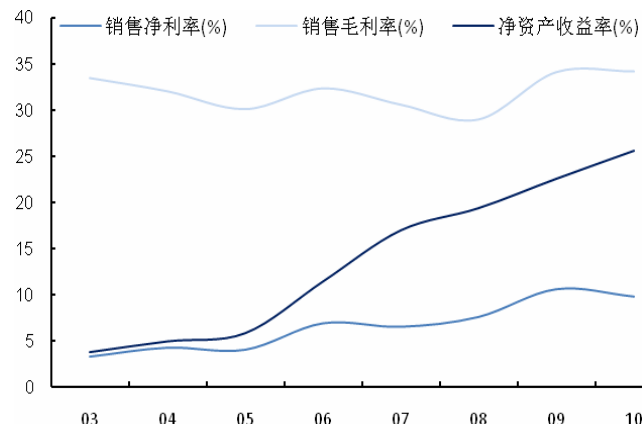
- **核心产品稳定, 次核心产品仍在寻觅。**公司杏仁露产品是公司当仁不让的主打产品, 占公司收入、毛利的 95%以上, 是公司稳定的现金牛业务, 事实上, 消费者从“露露”到“杏仁露”联想度非常高, 公司杏仁露产品的核心地位非常明显, 与此同时, 露露曾经开发过果汁、矿泉水等产品, 但影响较小, 从近几年来看, 公司于 2009 年底开始, 推出包括美颜坊、花生露、核桃露系列产品, 但到目前为止, 美颜坊已经停产, 花生露贡献有限, 核桃露产品是表现最有希望的一款产品, 2010 年销量估计为 7000 元左右, 公司仍然在寻觅新品类, 培育新利润增长点。
- **营收增长波动较大, 盈利能力可观。**2010 年公司的营收规模达到 18.16 亿元, 创历史新高。由于销售受节假日影响较大, 各季度营收规模波动明显。公司的盈利能力近年来却有着相对良好的表现, 自 2006 年万向成为公司的控股股东后, 公司的净利率水平进入了上升通道, 目前 10%左右的净利润水平已处于食品饮料行业中的较高位置。

图表2: 收入呈现波动性



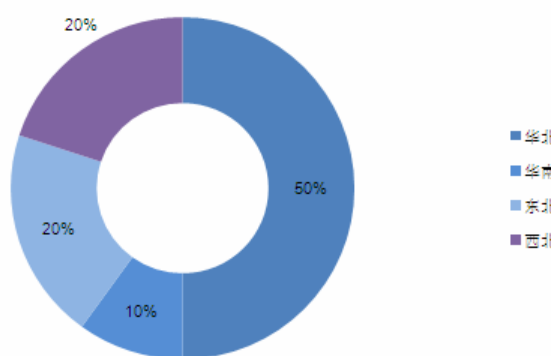
来源: 国金证券研究所

图表3: 露露盈利能力较强



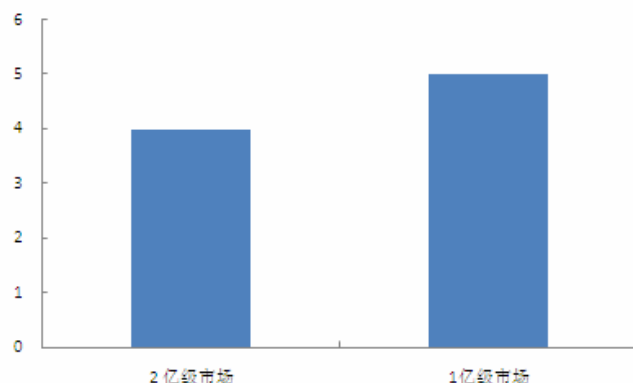
- **杏仁露领域几无竞争，压力来自其它蛋白质饮料。**据公司资料披露，公司的杏仁露产品市场占有率达 90%以上，属于绝对垄断，剩下的多为小的地方性品牌甚至是假冒品牌，不过公司仍然面临着不小的竞争压力，按竞争程度从强到弱主要包括其它植物蛋白饮料（核桃露、花行露、豆奶）、牛奶饮料（牛奶、混合风味牛奶）、其它饮料。如生产核桃露的养元智汇营收规模已经达到 10.77 亿元。
- **北方仍为主要市场所在。**北方市场为公司产品主要市场，杏仁露在北方的接受程度较高，在有些地区尤其是河北省内已经形成了冬日自饮与送礼为主的消费氛围，目前公司产品销售分布为基本呈现 5: 2: 2: 1 态势，即华北强势市场占 50%、华南相对弱势占 10%、东北、西北各占 20%左右。细分华北市场来看，河北省内+京津唐的格局形成已久，省内方面，河北省内（包括唐山）销售收入预计在 5 亿元左右，京津唐地区收入预计也在 5 亿元左右。

图表4：露露市场主要在北方



来源：国金证券研究所

图表5：京津唐地区及河北主要地市是主销区

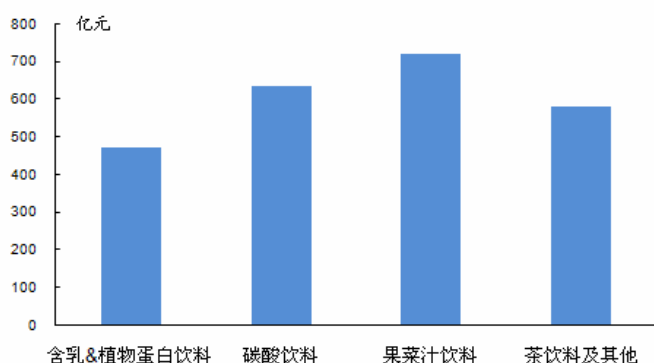


逻辑阐述 1：植物蛋白饮料将是增速最快的软饮料行业

植物蛋白质饮料行业成长潜力很大

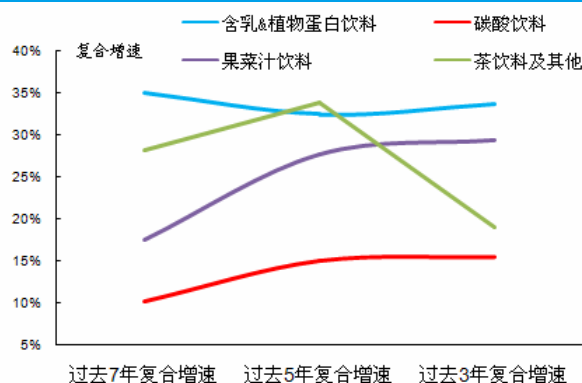
- **植物蛋白饮料因其天然与保健的特性，将充分受益于饮料消费升级。**自上世纪 80 年代，饮料逐渐走近我国消费者身边以来，饮料的主要潮流已经数次更迭，从最初以健力宝、两乐为代表的碳酸饮料，到娃哈哈、乐百氏等出品的矿泉水，到统一、汇源等兴起的果汁，到康师傅、蒙牛、伊利等推出的茶乳饮料产品，到近年来的脉动等功能性饮料。植物蛋白质饮料产品虽然由来已久，以椰树和露露等为代表的企业也早已成名，但是却从来没有真正成为饮料界的主流。但是我们认为，目前植物蛋白质饮料面临着快速成长的契机，原因正在于其内含的营养、健康的天然属性与目前消费者越来越关注的产品“天然”和“保健”元素相契合，而另外被消费者主要关注的“时尚”元素则完成可以通过产品合理引导、推广而获得，而在口感方面，植物蛋白质饮料认可度也一直较高，过去 10 几年内，植物蛋白质饮料在没有特别的营销举措推动情况下，能保持销量的稳定增长，靠的正是其产品品质，即口感的较高认同度。
- **软饮料四大品类中，含乳及植物蛋白饮料的复合增速一直保持 30%的年复合增速，高于果菜汁饮料及茶饮料，远高于碳酸饮料。**

图表6：软饮料四大品类的市场容量



来源：国金证券研究所

图表7：软饮料四大品类的复合增速对比



- **植物蛋白饮料行业细分品类众多。**植物蛋白质饮料是基于不同植物的果实、种子、核果类或坚果类的果仁为原料，与水按一定比例磨砂、去渣后，加入配料制得的液体乳制品。由于不同植物材料的口味、风味相差较大，因此区分度较一般食品饮料更大，从而有必要更进一步细分为不同子行业，目前市场主流的植物蛋白子行业包括杏仁露、椰汁、豆奶、花生乳、核桃露等，不同的子行业间虽然存在一定的替代性，但是比其它饮料如可乐、果汁的可替代性要小很多。
- **产品原料关注度较高。**原料风味的独特性在植物蛋白饮料中扮演着重要的角色，消费者往往会注重产品是否地道，是否正宗，因此，产地设在原料主产区的公司更容易受到青睐，反过来这也成为相应公司的主要竞争优势之一，如椰汁产自海南、杏仁露产自承德往往会被认为是产品正宗的必要条件。

图表8：植物蛋白饮料四大品类

类别	竞争格局	消费群体	主要包装形态
杏仁饮料	市场起步较早，增长较慢，生产厂家较少。领导性品牌为承德露露，其市场占有率高，一直保持行业第一。	消费人群广泛，但脾胃虚寒的人或有腹泻症状的人不宜饮用。	易拉罐、利乐包
椰汁	市场起步早，但受原料限制，成长缓慢，竞争品牌很少，领导性品牌为海南椰树集团。	适合所有人群。	易拉罐、利乐包
花生饮料	市场规模小，多为小企业通过低价格争抢市场。领导性品牌为厦门银鹭。	适合所有人群。	易拉罐、利乐包、PET瓶
核桃饮料	市场起步晚，增长快，吸引越来越多的企业进入该行业，市场竞争日趋激烈。代表性的品牌为养元智汇和大寨核桃。	适合所有人群，尤其是学生、脑力劳动者等主要用脑群体	易拉罐

来源：国金证券研究所

- **植物蛋白饮料四大品类细分龙头，割据一方。**

图表9：植物蛋白饮料主要企业对比

企业名称	所在地	成立时间	主要产品、年产能	主要销售区域
承德露露	河北省承德市	1997 年	杏仁露等，产能超过 30 万吨	北方地区，尤其是华北地区
椰树集团	海南省海口市	1956 年	椰子汁、矿泉水等，产能超过 30 万吨	东南沿海地区
厦门银鹭	厦门市	1985 年	八宝粥罐头、花生牛奶、豆奶等，产能 100 万吨	全国
山西大寨	山西省阳泉市	2001 年	核桃饮料，产能超过 5 万吨	北京、天津、河北河南、山东、山西
养元智汇	河北省衡水市	1997 年	核桃饮料等，产能 16 万吨	河北、河南、山东山西、辽宁、天津等
汇源饮料	北京市	1992 年	果汁及果汁饮料，开始进入植物蛋白饮料行业	全国

来源：国金证券研究所

- **植物蛋白饮料将在龙头企业带领下，逐步迈向规范化。**目前蛋白质饮料行业没有绝对强势的品牌、存在领先者却没有领导者是目前行业仿冒现象严重的主要原因，消费者对领先品牌的熟悉程度不够，辨别能力不强，给予了仿冒者生存的空间，我们认为，在这种情况下，行业呼唤领导品牌出现来肃清市场，随着领导品牌的出现，品牌的知名度、美誉度的提升将引致辨识度的提升，起到抑制仿冒品牌的生长的作用，此外，还将提供更好的行业成长环境，同时也将进一步巩固自身的市场地位。
- **假冒成风损害龙头企业。**植物蛋白质饮料仿冒成本不高，如新建工厂进行杏仁露产品仿冒往往只需要 20 万元左右，其中 10 万元用于购买二手设备，10 万元用于其它，这导致了市场上仿冒产品层出不穷，不管是露露，还是椰树、银鹭，一直以来都在为杜绝仿冒产品对自身的侵权进行着各种努力，但是苦于维权成本太高，侵权仿冒现象仍然此起彼伏。以露露为例，每年露露花在打假的时间在 300 天以上，目前市场上至少有 40 多个恶性仿冒版本，从销量影响来看，以石家庄为例，每年山寨杏仁露至少占到露露杏仁露销量的 10%以上，不管是从实际业绩还是公司的品牌打造，恶性仿冒产品都对公司造成了很大的负面影响。

图表10：恶意仿冒露露情况严重



来源：国金证券研究所

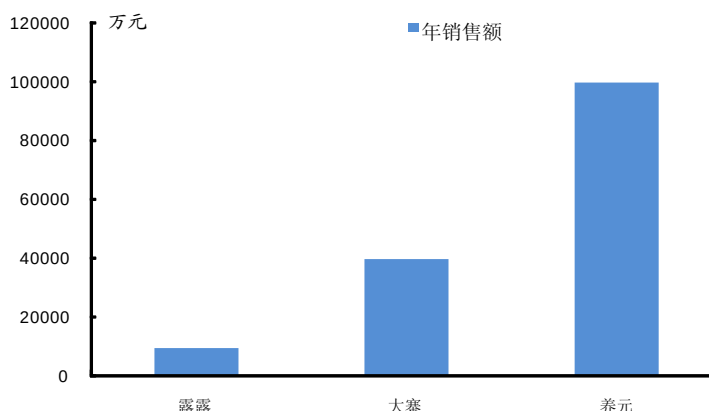
图表11：植物蛋白饮料仿冒现象严重

品牌	仿冒品牌
六个核桃	七个、八个、九个、新六个等
银鹭	银鹭、劲露、福山银鹭、银鹭等
椰树	“椰x”、“冰x”、“禾x”等

公司受益行业发展机会大

- **公司将受益产品强独特性。**公司的杏仁露产品具有很强的独特性，这一点与椰树椰汁相仿，杏仁最适生长区域为北纬 35°-45° 之间，燕山山脉河北一带为主产区，其中承德产量约占全国 1/4，另外主要产地为河北的张家口、内蒙古赤峰、辽宁朝阳。公司的产品独特性强意味着公司的替代性较弱，同样是植物蛋白饮品，花生乳、豆奶面临的则是另一种情况，由于这两种产品地域性不强，消费者增加的植物蛋白饮料需求很容易被当地新兴企业所满足，甚至消费者通过自己生产来解决，豆浆机就是一个例子。
- **公司品牌优势增加成功进军热门新品类可能性。**公司可以通过增加新品类的方法来进行扩张来充分受益整个植物蛋白质饮料行业的发展，而露露品牌将是其中的一个重要筹码，正如公司 2009 年以来推出的核桃露（目前领先者为养元和大寨）产品表现一样，对于新兴的热门品类，公司进入后能够凭借其品牌优势，迅速占领一席之地，公司 2010 年核桃露及花生露销售额约 7000 万元左右。

图表12：核桃露表现显示公司品牌优势和强新品介入能力



来源：国金证券研究所

逻辑阐述 2：对比竞争对手看公司成长空间

传统植物蛋白饮料厂商：露露与椰树的比较，一仁多核与一树多花

- **不变的品牌诉求，稳定的产品品质。**露露与椰树都成名于上世纪 90 年代，“北露露，南椰树”的说法表明了露露和椰树在植物蛋白饮料领域的地位。在品牌诉求上，椰树椰汁多年来一直围绕“国宴、美体美容、礼节”概念反复诉求。跟露露一样，椰树凭借准确的品牌定位和过硬的品质，牢牢的占领椰汁这一单品的主导地位，成为一支经典的饮料产品。与此相比，银鹭则从传统的“明星代言+美容概念”到提出“年轻双动力”显示了公司正尝试与时俱进，试图抓住消费心理变化，也非常成功的将花生牛奶打造成时尚的植物饮料消费单品。
- **南椰北露，两者在区域与渠道的推进都略显缓慢。**椰树和露露的渠道仍然主要依赖经销商，对终端涉足不够，有“重拉轻推”的迹象，终端促销、陈列、堆头等较少。作为经典产品，椰汁和杏仁露都是薄利多销的产品，经销商销售中也以自然走量为主，在渠道推广上难有较大积极性。
- **老厂商的新变化，椰树的一树多花。**椰树 07 年完成改制，机制民营化，经营多有创新。公司先后推出多款产品，如以火山岩为诉求的矿泉水、“吓火”凉茶、石榴汁等多个系列的产品。椰树的新产品更多是对原有椰汁产品线的补充。

图表13：椰树“一树多花”产品策略



来源：国金证券研究所

新贵植物蛋白饮料厂商：露露与养元智汇比较

- 与传统植物蛋白饮料厂商不同，作为新贵的养元智汇体现出了更加现代性的营销经营思路，我们将尝试在确认二者可比性强的基础上，对二者经营方面进行比较，从对比中看露露潜藏的成长空间。

承德露露、养元智汇市场环境比较

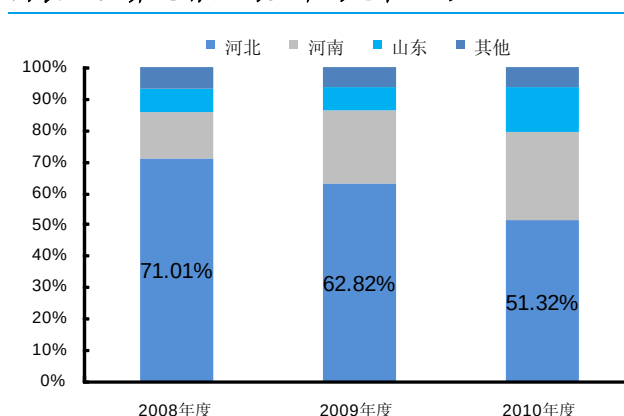
- **主营产品比较。**露露的主营产品为杏仁露，养元智汇主营产品为核桃露，二者的主营产可品有很高相似性。
 - 产品类别相近。杏仁露与核桃露皆属于植物蛋白质饮料，二者拥有着高蛋白质含量，营养丰富、口感爽滑等诸多共性；
 - 消费概念相近。杏仁露与核桃露都注入了较强的健康、养颜等概念，消费者一般将二者认同为“补品”，消费者消费该产品与碳酸饮料不同，寻求的是滋润、温暖而不是清凉、激爽。
 - 消费氛围相近。由于厂商的引导与产品本身的特性，杏仁露与核桃露的消费氛围目前比较固定在“冬季饮品”与“年节礼品”上面，消费者习惯于将产品置于温水中加热后饮用，同时，亲友间走访往来之间，二者也被认为是合适的礼品，因此往往在春节、中秋节等节日期间销售比较旺盛；

- **市场现状比较。**承德露露与养元智汇面临的市场现状也有很高相似性，主要体现在区域性、市场容量等方面。
- 二者产销区域重叠度较高。产能方面：二者分别位于河北承德市、衡水市，露露目前拥有产能 35 万吨，除去北京 4 万吨产能外，另外 31 万吨 产能皆在河北省内，其中承德为 30 万吨，廊坊 1 万吨；养元智汇拥有 16 万吨 产能目前则全部集中河北衡水市；销售区域方面：二者皆体现出立足河北、主打华北的态势，露露华北销售占总销售的 50%左右，养元的地域性则更为明显，河北市场占销售收入的 51.32%，河北河南两地市场共同占据销售收入的 79.17%

图表14：产能分布比较

承德露露	承德	30
	廊坊	1
	北京	4
	郑州	10 预计2012年上半年达产
养元智汇	衡水	16

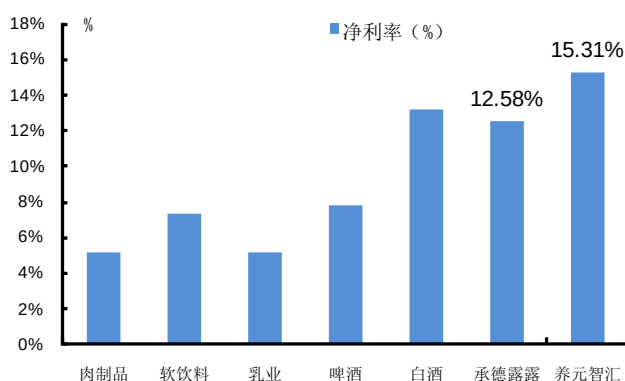
图表15：养元智汇的主市场也在北方



来源：国金证券研究所

- 二者皆近似于补丁市场。补丁市场一般拥有规模小、盈利能力强的特点，而杏仁露与核桃露皆属于植物蛋白质饮料市场的细分市场，市场规模较小，很难引起大饮料厂商的注意，虽然早年娃哈哈曾在杏仁露市场做过尝试，但是有限的规模使其很快就退出了这个领域；除此之外，二者皆拥有较强的盈利能力，露露的净利率水平达到 12.58%、养元智汇为 15.31%，在食品饮料行业中处于较高水平；

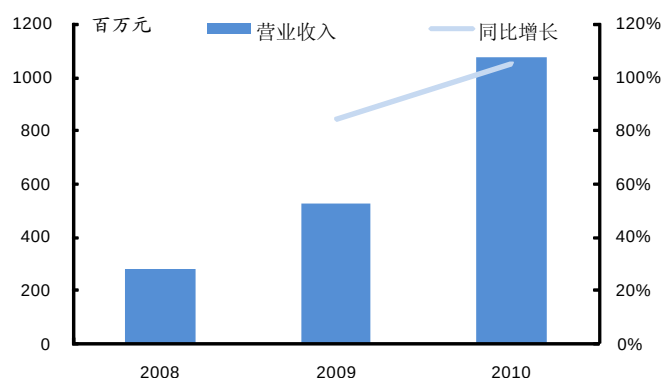
图表16：二者盈利能力在食品饮料中处于较高水平



来源：国金证券研究所

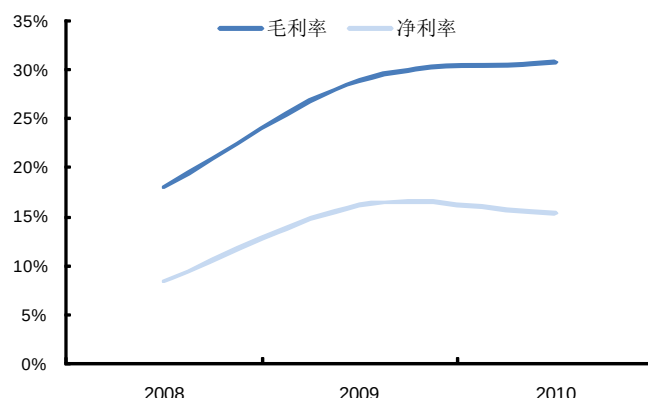
- **相似的市场环境下二者可比性强。**我们认为，由于二者市场环境相似，二者市场开拓、经营方面都有着较高的参照借鉴意义，从这个角度来理解公司在经营各方面的改善空间将会更加直观、具体，我们将试图借助与养元智汇的比较来看成长露露的成长空间所在。

图表17：养元智汇近年来发展迅速



来源：国金证券研究所

图表18：养元智汇盈利指标状况



承德露露、养元智汇经营比较

- **二者经营思路比较。**露露走的是“先品牌、后渠道”的路线，公司于上世纪末开始发动广告攻势，收效非常明显，“露露”品牌知名度非常高，时至今日，“露露”品牌的积淀已经较为深厚，相比而言，露露在渠道方面显得较为粗放。养元走的是“先渠道、后品牌”的路线，公司从本地做起，深耕渠道、然后再逐步向省内的其它地区辐射，继而走向其它省市，品牌打造方面，与渠道推进同步，于 2010 年 9 月份在央视黄金时段打响公司品牌广告，“六个核桃”品牌知名度逐步提升。
- **二者品牌比较。**经过多年的耕耘，露露作为国内植物蛋白质饮料的先行者，已经打下了非常牢固的基础，并且形成了一定的消费者的忠诚度，但是通过与养元的对比，我们还是能看到公司在品牌打造方面还有很大的空间可为。

图表19：2009 年度中国轻工业行业饮料行业十强企业

序号	企业名称	综合得分
1	杭州娃哈哈集团有限公司	99.42
2	康师傅饮品控股有限公司	79.64
3	厦门银鹭食品有限公司	64.42
4	农夫山泉股份有限公司	63.82
5	北京汇源饮料食品集团有限公司	62.77
6	红牛维他命饮料有限公司	59.65
7	惠尔康集团有限公司	58.90
8	杭州中萃食品有限公司	57.50
9	椰树集团有限公司	57.19
10	华润怡宝食品饮料（深圳）有限公司	54.27
	河北承德露露股份有限公司	54.27

来源：国金证券研究所

- **露露品牌打造情况：**露露从上世纪末就开始发动空中广告攻势，并在接下来的每年都保持着高广告投入，初期效果明显，加上产品独特，容易形成辨识度，品牌塑造效果良好，但是我们发现，在随后的品牌打造过程中，产品理念停滞不前，创新更新步伐缓慢，代言人阵容几乎没有变化，虽然宣传语由简单的“每天要喝露露哦”转变为“喝露露、真滋润”大打滋润牌，但是“滋润”系诉求模糊，难以引起消费者共鸣，与消费者沟通效果一般。公司于 2009 年推出高端产品美颜

坊系列，宣传语为“我的私房美容饮品”，我们认为产品概念清晰是一大进步，但对消费者心智的占领仍不足。

- 养元智汇品牌打造时抓住“健脑”这一利益诉求点，由访谈秀著名主持人鲁豫代言，“经常用脑，常喝六个核桃”将产品概念定义的非常清晰，很容易与消费者进行沟通，并且，在健康饮料成为时下新风尚、社会节奏加快的背景下，“健脑”饮品容易形成消费者的共鸣。

图表20：露露美颜坊广告



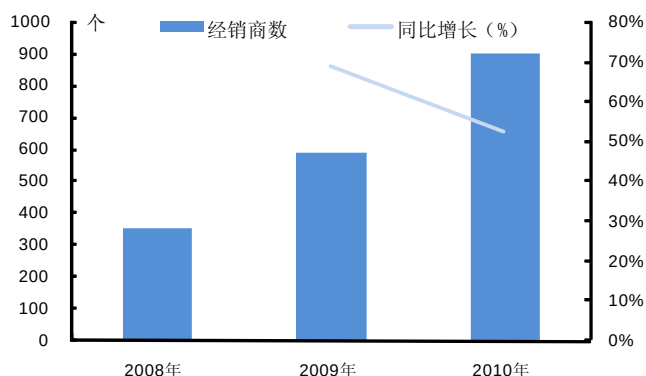
来源：国金证券研究所

图表21：养元“健脑”走功能饮料路线



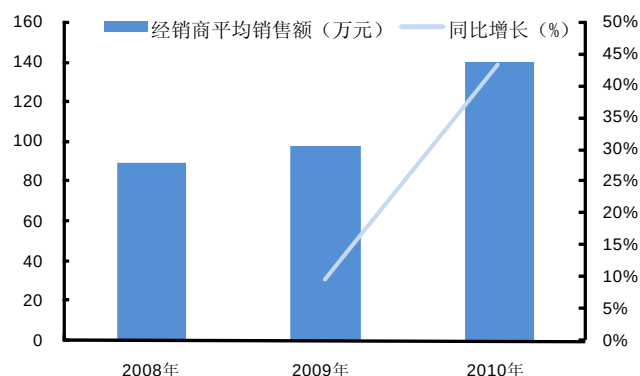
- 露露可以改进的空间：对比来看，露露的品牌运作空间还很大，品牌完全可以注入更加清晰的概念，效仿养元走“功能性饮品”道路，改变单一植物蛋白饮品内涵，这将有助于公司品牌的全面升级，甚至加快公司打入南方弱势市场的步伐，这一点还可以从王老吉身上得到启发，王老吉凉茶系列也拥有杏仁露一样的地域性限制，南方湿热的环境，更适于凉茶的饮用，但是王老吉“怕上火、喝王老吉”的定位将公司品牌定义为清热降火产品，成功引导消费者场内消费需求，公司的产品成功推向全国，形成小品类 160 亿销售规模的奇迹。
- 近年露露品牌经营亮点带来希望：近几年公司在品牌打造方面有了更多的活力，如 2010 年推出的“冰润一夏”广告，着手尝试打破传统的杏仁露只适合在冬天喝的印象，美颜坊产品清晰定位白领女性高端美容饮品，虽然这两个动作的效果都不是很好，但是公司在品牌打造创新活力开始有所体现。
- 二者渠道比较。养元在品牌处于劣势的情况下，实现连年的 100% 左右增长，靠的主要是在渠道方面的精耕，公司重视渠道扩张，管控，渠道扩张精细化、思路清晰；相比而言，露露销售更多依赖其品牌形成终端拉力，对渠道推动方面更为粗放化，随着露露在渠道方面更加精细化操作，公司通过渠道改善推动销售的潜力还很大。
- 养元渠道扩张更为积极。长年以来，露露的销售队伍阵容扩张很少，虽然品牌早已走向全国，但是销售队伍仍显单薄，2009 年底为 406 人，2010 年为 440 人，养元目前拥有销售人员 184 人，目前正在积极扩张销售队伍，为公司向省外扩张做准备。

图表22：养元经销商数快速增加



来源：国金证券研究所

图表23：经销商平均销售额增长可观



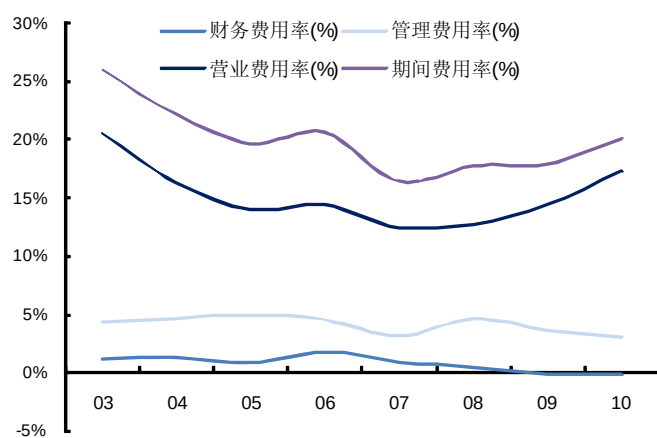
- 养元价格体系更加顺畅。养元对出厂价到一批商、二批商及终端零售价都有着严格的规定，充分保障各级的利益，相比而言露露则对价格体系的管控更加松散，例如 2002 年就出现过经销商利润空间被过分压榨而挫伤经销商积极性的现象，公司产品窜货现象较为严重。
- 养元网络设扁平化程度更高。多年以来，露露往往在一地区只设总代理，公司与渠道的联系往往只涉及到这一层就停止了，养元的做法则更为精细，扁平化程度较高，在省内地级市市场，经销商往往只有一级，而对县级城市市场，也往往由公司直接供货，公司对渠道参与度非常高，对市场信息更加灵敏的同时也使得价格体系更加合理，有效防止窜货等恶性现象的发生。
- 养元更加重视与经销商沟通。养元的业务人员则介入积极充分，同时，公司提出“零风险经营”承诺，提出“无条件”退货经营，取得了与经销商的良好沟通与信任。
- 养元直接参与终端市场开发精耕市场。养元提出“星级助销”服务模式，捆绑全程开展市场精耕，在片区派驻常驻式助销团队，全力帮助经销商铺货、做终端生动化建设，另外，还指导经销商在人员、仓储、店面经营等内部管理。
- 露露渠道管控改革转折或将来临。公司的粗放式渠道经营与公司“品牌第一，渠道第二”的思路相契合，但是近年来，公司在渠道方面的改革正在推进，并取得一定的效果，销售队伍开始壮大，销售人员工资提升提高销售队伍积极性，而在价格体系、网络扁平化方面改革也在推进当中。

比较后看公司成长性

- 公司成长空间大，营销力革新将激发产品力和品牌力的潜能。通过以上比较，我们认为，公司在渠道方面大有潜力可为，公司目前要做的不是超越目前的前沿管理模式，而更多的是赶上现代的营销管理水平，改变自己相对落后的经营管理方式，其难度要比突破创新小很多，具体来看，无论是品牌还是渠道，公司复制起来并不存在不可逾越的壁垒，因此，只要这一块得到重视，公司加大投入，公司很有希望能够较快的弥补这一劣势。
- 养元或促成鲶鱼效应。养元在多个方面与公司存在重叠，其快速发展对露露来说是一个刺激，鲶鱼效应下可能会加快公司营销改善的步伐，成为公司成长的动力源之一。
- 产能扩张+管理改善仍然是公司的成长核心动力。虽然市场对这两方面带来公司的快速成长一直抱有预期，但是实际上进程却显得比较缓慢，公司在河南 10 万吨产能投放要到 2012 年才能达成，因此，目前仍需等待。万

向系获得控制权后，公司的改革力度预计会进一步加大，但是管理改善将有一个过程。

图表24：公司加强营销、整顿管理在费用得到部分体现



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,517	1,329	1,816	2,191	2,761	3,479
增长率		-12.4%	36.7%	20.6%	26.0%	26.0%
主营业务成本	-1,077	-875	-1,195	-1,446	-1,795	-2,261
% 销售收入	71.0%	65.9%	65.8%	66.0%	65.0%	65.0%
毛利	440	454	622	745	966	1,218
% 销售收入	29.0%	34.1%	34.2%	34.0%	35.0%	35.0%
营业税金及附加	-9	-11	-12	-14	-18	-23
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-191	-190	-313	-372	-469	-574
% 销售收入	12.6%	14.3%	17.2%	17.0%	17.0%	16.5%
管理费用	-69	-48	-55	-66	-97	-122
% 销售收入	4.6%	3.6%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	170	205	242	293	382	499
% 销售收入	11.2%	15.4%	13.3%	13.4%	13.9%	14.4%
财务费用	-8	1	3	13	15	15
% 销售收入	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-8	-8	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	-1	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	153	197	240	305	397	515
营业利润率	10.1%	14.8%	13.2%	13.9%	14.4%	14.8%
营业外收支	-2	-1	0	0	0	0
税前利润	151	195	240	305	397	515
利润率	10.0%	14.7%	13.2%	13.9%	14.4%	14.8%
所得税	-35	-54	-61	-76	-99	-129
所得税率	23.2%	27.6%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	116	141	179	229	298	386
少数股东损益	6	3	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	110	139	178	229	298	386
净利率	7.2%	10.4%	9.8%	10.4%	10.8%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	116	141	179	229	298	386
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	47	39	25	43	70
非经营收益	11	4	-4	-8	0	0
营运资金变动	-13	89	98	130	128	21
经营活动现金净流	168	282	312	376	469	477
资本开支	-6	-27	-47	-84	-534	-385
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	2	2	4	0	0	0
投资活动现金净流	-4	-25	-44	-85	-534	-385
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-100	-50	0	0	0	1
其他	-109	-80	-79	0	0	0
筹资活动现金净流	-209	-130	-79	0	0	1
现金净流量	-45	126	189	290	-65	93

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	144	278	472	762	698	791
应收款项	5	6	12	7	9	11
存货	223	220	269	317	369	403
其他流动资产	67	61	57	74	92	115
流动资产	440	566	811	1,161	1,167	1,320
% 总资产	43.4%	50.6%	59.2%	65.4%	51.4%	48.2%
长期投资	26	20	16	17	16	16
固定资产	221	217	197	253	740	1,050
% 总资产	21.8%	19.5%	14.4%	14.3%	32.6%	38.3%
无形资产	320	310	340	341	346	351
非流动资产	574	552	559	613	1,104	1,419
% 总资产	56.6%	49.4%	40.8%	34.6%	48.6%	51.8%
资产总计	1,014	1,117	1,370	1,774	2,271	2,739
短期借款	50	0	0	0	0	0
应付款项	340	402	549	716	899	958
其他流动负债	21	43	43	65	81	103
流动负债	412	445	592	781	980	1,061
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	8	13	0	0	0
负债	412	453	606	781	980	1,062
普通股股东权益	581	644	746	975	1,274	1,659
少数股东权益	21	20	18	18	18	18
负债股东权益合计	1,014	1,117	1,370	1,774	2,271	2,739

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.578	0.730	0.587	0.753	0.980	1.269
每股净资产	3.058	3.388	2.454	3.207	4.187	5.456
每股经营现金净流	0.882	1.525	1.041	1.235	1.543	1.569
每股股利	0.400	0.400	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.89%	21.54%	23.91%	23.47%	23.41%	23.26%
总资产收益率	10.83%	12.41%	13.03%	12.91%	13.12%	14.09%
投入资本收益率	20.02%	22.06%	23.14%	22.09%	22.21%	22.31%
增长率						
主营业务收入增长率	8.80%	-12.40%	36.71%	20.63%	26.00%	26.00%
EBIT增长率	-15.75%	20.50%	17.98%	20.98%	30.72%	30.55%
净利润增长率	25.82%	26.26%	28.68%	28.30%	30.20%	29.45%
总资产增长率	-4.65%	10.17%	22.62%	29.51%	28.03%	20.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	64.9	92.4	74.7	80.0	75.0	65.0
应付账款周转天数	54.5	73.7	45.3	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	52.7	59.7	39.3	37.6	71.1	75.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.59%	-41.91%	-61.77%	-76.76%	-54.02%	-47.09%
EBIT利息保障倍数	22.5	-163.8	-69.5	-22.9	-25.3	-32.5
资产负债率	40.58%	40.54%	44.21%	44.02%	43.15%	38.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	1
买入	1	2	6	6	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.90	1.88	1.88

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-21	买入	9.62	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室