

关注稳健增长下的 长期竞争优势凸显

核心观点:

1. 事件

承德露露最新跟踪观点。

2. 我们的分析与判断

(一) 新品力争引领全国化扩张

公司在杏仁露绝对优势的基础上，一直在不断积极开发新产品。分别于2008年推出了美颜坊、2009年推出核桃露、2010年的花生露以及近两年又开始大力推广核桃露。其中，纯核桃露作为公司的高端产品推广，而果仁核桃作为大众产品进行重点推广。我们认为，这其中既有对新市场的试水，也有对于其他蛋白饮料竞品的防御性战略举措。在杏仁露随行业继续增长的同时，预计果仁核桃露也将有望实现新增长。据我们测算，2014年果仁核桃于核桃露占比接近90%，同比增速预计可高达100%，已成为绝对主力。预计在此前的低基数水平下，2015年果仁核桃仍有望维持高速增长。

同时，为了弥补公司目前在中部市场的不足，未来的总体战略是要通过果仁核桃先进入中部地区市场，杏仁露跟进，组合引领全国化扩张。

(二) 产能释放缓解公司压力

公司现有产能主要是靠承德本部厂区（现产能约30万吨，市政规划本部搬迁，新址设计产能40万吨）以及河南郑州厂区（目前运行6万吨，实际可超过10万吨）共同承担。按照目前现有设计产能计算，我们预计，公司2016年产能将有望加速提升，可较好的满足公司未来产品销量增长所需。

(三) 优质企业有望在行业规范中胜出

核桃露国家标准于去年12月1日开始执行，我们预计，随着市场的不断规范，未来核桃露行业将会经历一轮淘汰整合，剩下少数几家高品质公司，因此，看好露露在这一市场的长期领先地位。

3. 投资建议

我们认为，承德露露在良好的品牌背书下，依靠新品扩张+渠道下沉等策略，可确保公司未来长期稳健增长。如果能考虑引入具有快消品相关渠道或营销优势的战略投资者，则有望提升其在现有行业格局中的竞争优势。因此，预测公司2014-16年EPS为0.81/1.03/1.28元，对应PE为28/22/17倍，给予“推荐”评级。

承德露露 (000848.SZ)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李球

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢: 岳思铭 010-66568238

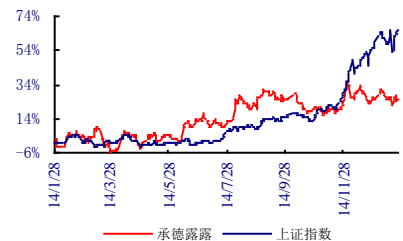
(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.01.27

A股收盘价(元)	22.30
A股一年内最高价(元)	24.95
A股一年内最低价(元)	17.48
上证指数	3352.96
市净率	9.22
总股本(万股)	50182.70
实际流通A股(万股)	50164.47
限售的流通A股(万股)	18.24
流通A股市值(亿元)	112

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 1.承德露露(000848): 营销改革计划初见成效 20140312
- 2.食品饮料行业 2015年投资策略: 大中小品种全面开花, 净值和涨幅各有千秋 20141130

一、承德露露：积极进行新市场开拓的杏仁露企业龙头

承德露露以生产天然饮料为主，是一家跨地区、跨行业和跨国多元化经营的企业，同时也是我国最大的 10 家饮料生产企业之一。其生产的杏仁露单品收入从 2000 年的 8.21 亿元增长到 2013 年的 24.83 亿元，CAGR 达到 9%，北方地区单品市场占有率常年保持在 90% 以上。

此外，公司本届管理层自上任以来积极梳理销售渠道，加强人员激励力度，2013 年有了显著的增长，杏仁露销量增加 22.43% 至 31.02 万吨；核桃露增加 42.06% 至 1.85 万吨。2014 年中报较去年同期继续增长 4.01%，同时，随着公司在郑州新建的投产，公司的地理战略布局完成了重要的一步。自此公司可以积极开拓华中地区，帮助产品更好的走出河北，作为新品的果仁核桃露弹性较大，将有望迎来大幅的增长，给予“推荐”评级。

附：承德露露最新关注要点

1、核桃露市场的竞争格局分析，以及公司的应对措施？

核桃露的市场培育已经到了一定规模。虽然现在格局纷繁复杂，但预计未来能存活下来的企业不会太多，坚信露露一定能存活。核桃露新的国家标准 12 月 1 号开始执行，一方面是优胜劣汰，另一方面也是凸显高品质公司的市场价值。

2、万向产业比较多，对于露露未来的定位？杏仁露未来的增长目标？

希望公司抗风险能力增加，有好的增速和业绩。2014 年整个饮料行业表现不是太好，处在调整期，前两年表现太好，行业经营总量这几年得到了快速发展，但实际消费能力并没有随着投资而增长。标准没有实施之前乱象比较严重，作为露露来说，稳健经营更重要，不会去做非常浮躁的事情，不会去做损害品牌的事情。强调产品质量最优、货真价实是底线。市场占有率不强不是说公司没有做市场的能力，而是坚守底线的结果。

露露在万向当中占的营收比例是比较小的，但是作为万向 4、5 家上市公司之一，万向是希望它的市值更高，做大做强的。万向是完全有能力、有条件去支持露露的，会在它的投资上积极支持，只要市场有需求，就会有投资。但不是盲目的投资，还是要以快速周转，无风险的快速扩容基础上，考虑整个经济环境（消费者需求），并结合公司自身发展。

3、原料成本分析

山杏仁公司每年用的有 1.5 万吨/年（60% 左右的出仁率），杏核总的储量比较大，是百万级的。按采摘量（50 万吨）算能有 3-4%。三北防护林可以保证以稳定价格进行交易，确保农民受益。苦杏仁从 2007 年的 1.2-1.3 万/吨到现在的 2.3-2.4 万吨/年，未来不排除随着人工采摘价格上涨而提升。

4、公司销售改善预期如何？伊利出核桃新品是否会对公司有冲击？

公司自身比较是有改善和发展的，但是与行业相比可能还不够快。不过，公司更看重追求速度下的平衡，保持平稳增长态势，符合食品品牌的特点。对食品工业来说，爆发式增长是肯定存在问题的。总体来说，随着市场的变化和考核体系的要求，公司都在提升过程中。

至于伊利出核桃露新品，公司在积极关注。以露露现有资源来说，大规模快速全国化拓展

是不现实的，竞争对手跑在前面，其实是对公司未来全国化布局有好处的，未来坚信公司是能立得住的。

5、核桃露未来 3-5 年的规划，主销区域？

核桃露未来是要硬碰硬的。对手哪里做的好就哪里去，哪里做的透就哪里去。公司在东北、西北、北京以北是有一定优势的，而中部地区对手更强。总体来说，要保持良性的发展态势，果仁核桃到现在这个规模算是已经能立得住了。

6、新址建厂问题

争取 2015 年建成。怎么布局在规划之中，要等水电气配套后才会大规模搬迁。

7、对于渠道下沉（乡镇一级）不够的看法？以及关于品牌定位（形象代言人）的问题？

终端考核力度这块更强，与员工收入挂钩，有正向拉动作用。中部地区以果仁核桃来开拓，杏仁露跟进，组合推进发展。未来也可以考虑新产品有新的代言人。

8、万向的考核？有无减持预期？

露露一直以来的利润指标还可以，营收稍有欠缺，因此在万向内部的考核过程中对管理层也扣了一些分。指标是 25.89% 的增速，但考虑到国家宏观经济发展情况，会有微调。实际经营过程中，对利润考虑的并不多，但是到年底来一看，还是不错的。

股票套现是跟万向的财务结构安排有关，有做一些对外投资，并不代表对公司不看好。

9、有没有股权激励的安排？

会考虑做，但目前来说整个激励方案还不成熟。所以时间表现在也说不上来。

工资一直是稳定增长的，多劳奖金就多。高管这块都是透明的。充分发挥积极性是终极目标，内部在做营销年考核的过程中，没有发生因为激励不到位影响工作状态的，现在考核还是为自己的收入在干，公司现在营销管理团队积极性都还是很高。

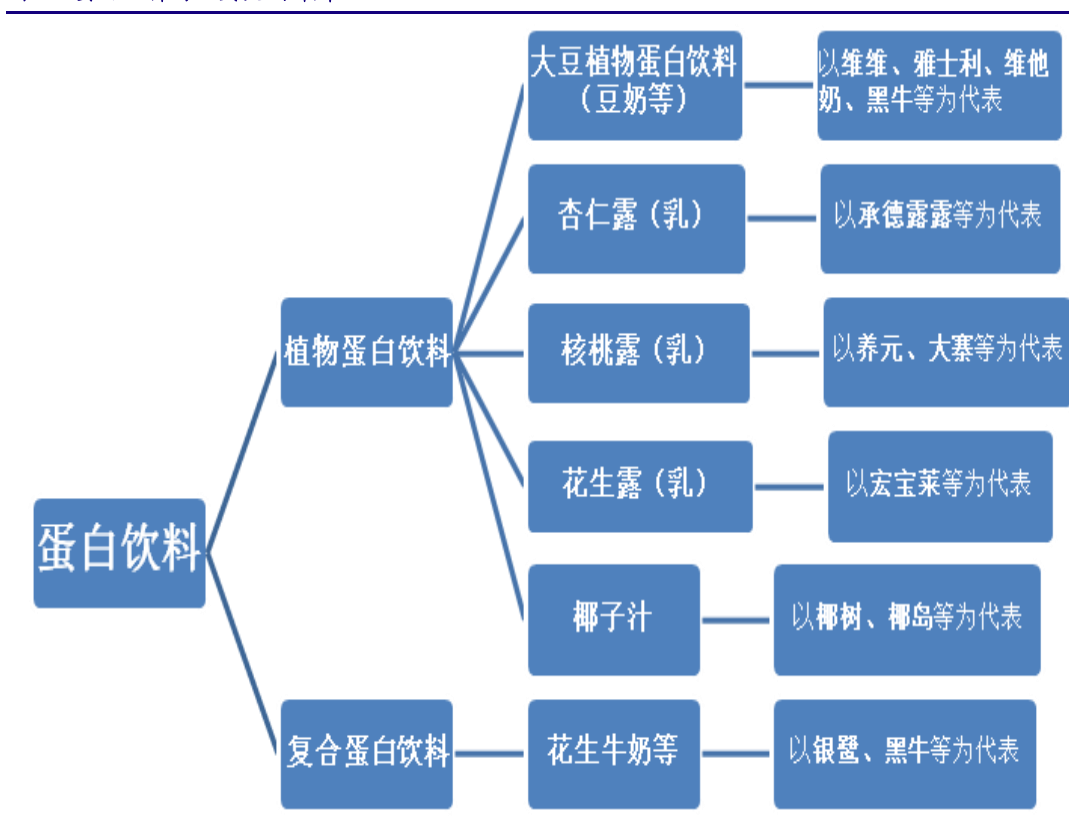
产销平衡、零库存。销售能力刚好与产能挂钩，因此目前追求利润，控制成本。夯实渠道，做终端市场为的是模式能复制到一个个中小城市，培养新的营销队伍，在未来投资增加后，能迅速达到产销平衡点。从销售人员数量上看，公司从 440 人上升到 700 人。在产能增加的同时要把销售也做到极致，一定要跟上产销平衡。

二、蛋白饮料：符合营养转型标准的新兴成长型行业

（一）植物蛋白行业：处于高速成长期，发展空间广阔

植物蛋白饮料取材植物的果仁、果肉，根据加工原料的不同，可分为如豆奶、核桃露（乳）、杏仁露（乳）、椰汁以及花生露（乳）等不同的品类。其最大的特点是因使用的原料不同，各种植物蛋白饮料的营养价值也会有所不同，因此，在品类上拥有了巨大的拓展空间，既可以开发出新的原料品类，也可以在现有品种的基础上进行搭配整合。其最终目的，都是为了更好地满足消费者不断提升的营养与健康需求。

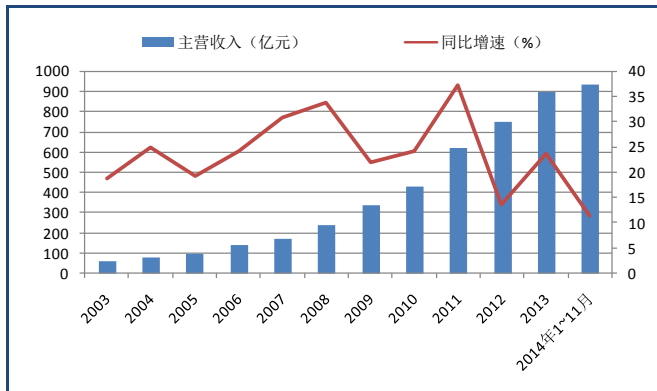
图 1：蛋白饮料的主要类别详解



资料来源：中国银河证券研究部

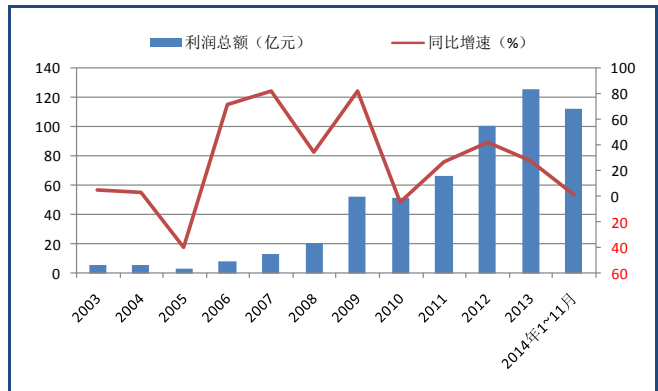
2003-2013 年植物蛋白行业的 CAGR 高达 31%。观察我国含乳饮料和植物蛋白饮料制造行业的经营数据，自 2003 年以来，行业总体呈现较高的收入和利润增速水平，特别是利润总额同比增速自 2006 年以来有了较为明显的提升。进入 2014 年，行业收入与利润总额增速因高基数导致有所下降。2014 年 1-11 月份，我国含乳及植物蛋白饮料行业累计实现收入 933.10 亿元，同比增长 11.30%；实现利润总额 112.83 亿元，同比增长 1.65%。对比 2013 年同期，行业累计实现收入 862.12 亿元，同比增长 25.47%；实现利润总额 117.17 亿元，同比增长 24.77%。我们认为，现阶段市场上流行的饮料仍多以解渴为诉求，然而，未来行业的发展方向将会更趋向于营养化与多元化。因此，预计植物蛋白行业未来三年的 CAGR 仍将有望维持在 20% 左右的高增速水平。

图 2: 我国含乳&植物蛋白饮料行业收入累计值及增速变动 (2003-2014 年 1-11 月)



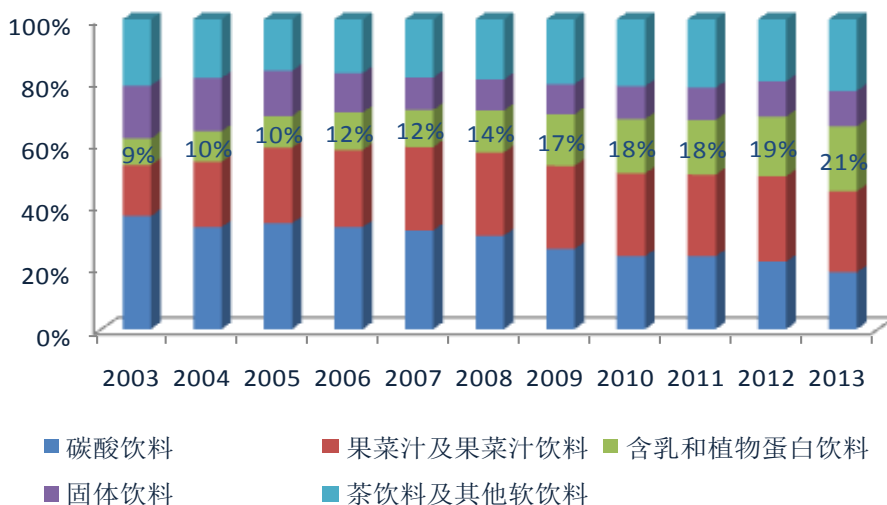
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 3: 我国含乳&植物蛋白饮料行业利润总额累计值及增速变动 (2003-2014 年 1-11 月)



产量数据方面, 根据最新发布的《中国饮料行业“十二五”发展规划建议》显示, 预计未来五年我国饮料总产量将保持在 12%-15% 的年均增长水平, 而植物蛋白饮料作为增速第一的高成长细分行业, 更有望获得 30% 的高增速发展。

图 4: 含乳&植物蛋白饮料行业占比稳步提升, 正在挤占碳酸饮料等的份额



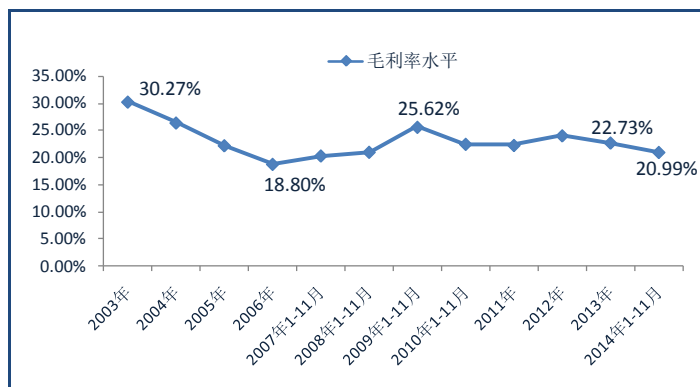
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

截至 2013 年, 含乳和植物蛋白饮料在整体行业中的占比已稳步提升到了 21%。与此同时碳酸饮料的占比已下滑至 18.34%, 仍然有一定的可替代空间。因此, 我们预计, 随着消费者对营养健康的日益重视, 植物蛋白饮料行业符合消费升级需求, 未来 3-5 年内将继续处于高速增长长期。

未来几年, 饮料行业的发展趋势与如下特性息息相关: 一是健康与保健将会成为饮料行业主旋律之一; 二是可持续发展, 即提高生产与供应效率, 注重道德采购、减少食品里程 (消费者与食物原产地之间的距离); 三是便利性, 上班族繁忙而无序的生活方式催生的饮食需求; 四是传统工艺食品, 消费者亲近自然的观念助推传统健康食品的发展; 五是改善口味, 健康

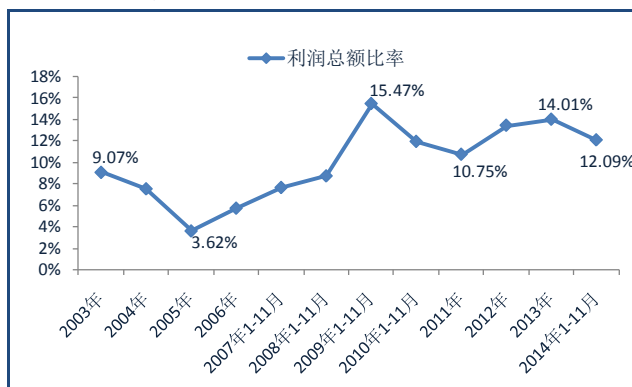
食品要求的减盐、减糖、减脂肪及不同风味的饮品将成为时尚趋势。

图 5: 我国含乳&植物蛋白饮料行业毛利率水平变动 (2003-2014 年 1-11 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 6: 我国含乳&植物蛋白饮料行业利润总额比率变动 (2003-2014 年 1-11 月)



我国含乳及植物蛋白饮料行业毛利率水平自 2010 年以来基本保持稳定。2014 年 1-11 月最新数据显示, 我国含乳及植物蛋白饮料行业累计实现收入 933.10 亿元, 同比增长 11.30%; 主营业务成本 737.22 亿元, 同比增长 13.64%; 毛利率为 20.99%, 相比去年同期下滑 3.20 个百分点, 但仍维持在 20% 以上。

2014 年 1-11 月利润总额比率 12.09%, 同比下降 1.5 个百分点。据我们测算, 2014 年 1-11 月行业利润总额比率为 12.09%, 对比 2013 年同期 (13.59%) 下滑 1.5 个百分点。从历史数据来看, 90 年代后期至 2005 年, 随着行业企业数量的增加, 同质化竞争加剧, 商超渠道进场费和小企业以低品质产品低价格倾销, 导致行业利润水平走低, 至 2005 年达到最低点 3.62%; 此后, 市场竞争开始由单一价格竞争转向品质、品牌的竞争以及市场细分、产品差异化的综合竞争, 国家对食品行业的整治提升了行业进入门槛和运行水平, 行业排名前几名的企业利润开始回归正常水平, 并随着销售规模的扩大, 保持提高的态势, 至 2009 年 11 月利润总额比率达到 15.47% 的高点; 后又因受物价上涨尤其是上游原材料价格提升的影响, 同乳品等食品行业一样, 行业的利润水平受到了挑战, 行业排名前几名的企业凭借良好的管理和应变能力, 利润受影响较小, 而行业小企业尤其是应变能力差的企业, 则从销量到利润都受到较明显的冲击。我们预计, 未来行业的市场份额和利润会进一步向主要龙头企业集中。

(二) 复合蛋白饮料市场: 开拓未来主战场

经过多年的市场竞争洗牌, 植物蛋白饮料行业目前已基本形成稳定的竞争格局。按照细分行业来看, 承德露露已占据杏仁露 (乳) 品类的绝对优势; 核桃露 (乳) 市场已拥有包括养元、大寨、露露在内的众多企业竞争; 南方黑芝麻乳和椰树牌椰汁也均已建立起很高的消费者品牌忠诚度。

总体来说, 我们认为, 植物蛋白饮料市场虽然仍然拥有较大的高速增长空间, 但对单一细分行业的“后来者”而言, 要想加入竞争并获得超额收益绝非易事。那么, 企业若想继续享有蛋白饮料行业的快速成长红利, 建议通过精准定位, 开拓复合蛋白新品类市场以突破单一品类限制, 成功概率较大。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn