

0151.HK 中国旺旺

未评级

老品持续衰退，受益成本回落盈利性提升

2017年03月14日

市场数据

报告日期	2017.3.14
收盘价(港元)	5.08
总股本(百万股)	12,500
流通股本(百万股)	12,500
总市值(百万港元)	63,600
流通市值(百万港元)	63,600
净资产(百万元)	12,500
总资产(百万元)	27,209
每股净资产(元)	1.00

数据来源: Wind

相关报告

中国旺旺(0151.HK)-2015年度业绩点评-20160315

中国旺旺(0151.HK)-2016半年度业绩点评-20160825

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjihui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015A	2016A
营业收入(百万元)	23,818	23,556	21,389	19,710
同比增长(%)	13.70%	-1.10%	-9.20%	-7.90%
净利润(百万元)	4,286	3,871	3,383	3,519
同比增长(%)	24.10%	-9.70%	-12.60%	4.00%
毛利率(%)	41.50%	40.20%	43.90%	47.80%
净利润率(%)	17.90%	16.30%	15.70%	17.90%
净资产收益率(%)	38.80%	31.10%	27.70%	28.50%
每股收益(元)	0.32	0.29	0.27	0.28
每股派息(元)	0.16	0.08	0.09	0.08

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **休闲食品、乳品及饮料销售额下降带动收入下滑:** 公司 2016 年实现收入 197.101 亿元, 同比下降 7.9%。收入中乳品及饮料占 47.2%, 米果类及休闲食品类合计占 52.6%。分品类数据, 米果类收入为 54.5 亿元, 同比增长 4.6%, 2017 年中国农历春节较 2016 年提前 11 天, 为米果类产品 2016 年销售带来积极影响。乳品及饮料类收入为 93.0 亿元, 同比衰退 13.4%, 主要是占乳品及饮料类收入 90% 的旺仔牛奶同比下降 12% 所致, 其中上半年旺仔牛奶同比降 17.4%, 下半年有所恢复, 同比降幅落入中单位数。休闲食品类收入 49.1 亿元, 同比降低 8.6%, 其中上半年休闲食品销售同比下滑 11.1%, 主要受累于 2016 年夏季天气原因带来的冰品销售下降。下半年小馒头销售状况得到稳定提升, 新品牌的加入有效拉动销售势头, 休闲食品降幅回落。
- **受益于毛利率提升和费用管控, 净利率提升:** 由于部分原材料, 包括全脂奶粉、包材与能源价格下跌, 公司 2016 年毛利率为 47.8%, 较 2015 年上涨 3.9 个百分点。2016 年米果类/乳品及饮料/休闲食品毛利率分别提升 0.6ppts/6.6ppts/1.7ppts 至 43.0%/50.7%/48%。2H16 米果毛利率环比上半年有所提升, 乳品及休闲食品毛利润率持平于上半年。2016 年公司营业费用同比下降 4.4%, 受益毛利提升与费用管控, 归属公司的权益持有人的净利润率同比增长 4.0%, 达到 35.19 亿人民币, 净利率为 17.9%。
- **我们的观点:** 预计未来公司将坚持推出新品牌、新产品的战略, 扩展市场渗透率, 同时提升对现有产能的利用率。2016 年下半年向市场推出的新品业绩贡献超下半年应收的 3%, 新产品增长暂仍难以弥补老品衰退。自 4Q16 起公司主要原料尤其是棕榈油、糖及包材价格出现显著提升, 我们预计 2017 年原奶价格也将出现温和反弹趋势, 年内公司毛利润率难有提升, 有望借助产品结构优化维持毛利率水平。根据 Bloomberg 市场一致预期, 目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 16.6 倍, 建议投资者审慎关注。
- **风险提示:** 食品安全; 原材料价格变动超预期; 费用超预期

报告正文

米果类销售增加，乳品及饮料、休闲食品销售下滑：公司 2016 年实现收入 197.1 亿元，同比下降 7.9%。其中乳品及饮料占比 47.2%，米果类及休闲食品类合计占比 52.5%。米果类产品收入贡献为 54.5 亿元，同比增长 4.6%，主要由于 2017 年中国农历春节较 2016 年提前 11 天，更多年节消费落入 2016 年内，为米果类产品销售带来积极影响。乳品及饮料类收入为 93.0 亿元，同比衰退 13.4%，主要是占乳品及饮料类收入 90% 的旺仔牛奶同比下降 12% 所致，其中上半年旺仔牛奶同比降 17.4%，下半年有所恢复，同比降幅落入中单位数。休闲食品类收入 49.1 亿元，同比降低 8.6%，其中上半年休闲食品销售同比下滑 11.1%，主要受累于 2016 年夏季天气原因带来的冰品销售下降。下半年小馒头销售状况得到稳定提升，新品牌的加入有效拉动销售势头，休闲食品降幅回落。

图 1、米果销售增加，乳品饮料及休闲食品收入下滑

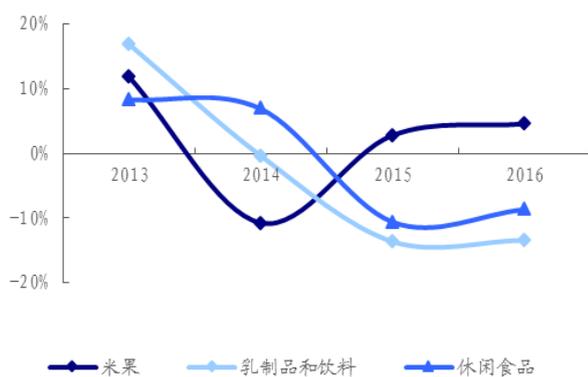
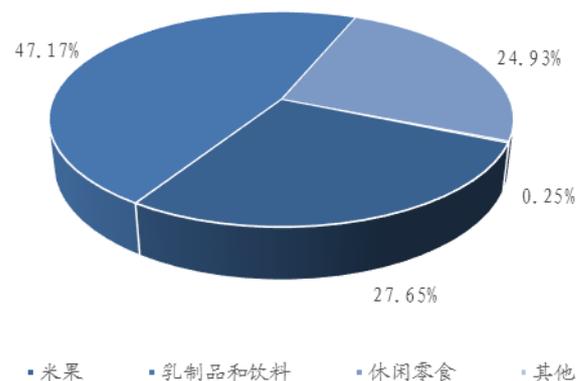


图 2、乳品及饮料占 2016 年销售收入近五成



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **原料价格回落，毛利率毛利额双涨：**受益于生产所需主要大宗原物料如全脂奶粉、包材及能源等使用价格的回落，公司 2016 年毛利率较 2015 年上涨 3.9 个百分点，达 47.8%，持平于 1H16。2016 年毛利额 94.242 亿人民币，同比增长 0.4%。分品类数据，各品类产品毛利率皆有不同程度上涨。2016 年米果类产品毛利率 43.0%，较去年上升 0.6 个百分点，其中米果主品牌产品通过大礼包通过产品优化以及成本价格回落，毛利率同比去年上涨 1.5 个百分点，2H16 米果类毛利率水平环比上半年也有明显提升。2016 年公司乳品及饮料类毛利率为 50.7%，与 2015 年相比上涨 6.6 个百分点，主要原因是奶粉采购价较 2015 年下降约 33%，以及公司较少进行价格促销。2H16 乳饮料毛利率水平持平于上半年。此外，得益于产品结构优化与原材料价格下降，休闲食品类毛利率为 48%，较 2015 年的 46.3% 上涨 1.7 个百分点，2H16 毛利率水平持平于上半年。

表 1、公司财务摘要

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	2016YoY
收入	11,354	11,784	11,138	9,870	9,709	10,001	1.33%
毛利润	6,775	7,053	6,409	5,380	5,069	4,784	-11.08%
毛利率	40.33%	40.15%	42.46%	45.50%	47.79%	47.83%	+2.8ppts
销售费用	1,458	1,525	1,611	1,443	1,368	1,372	-4.92%
占收入比重	12.84%	12.94%	14.46%	14.62%	14.09%	13.72%	-0.9ppts
行政费用	952	1,065	1,157	1,060	1,170	1,219	15.0%
占收入比重	8.38%	9.04%	10.39%	10.74%	12.05%	12.19%	+1.45ppts
归属母公司 净利润	1,952	1,851	1,750	1,572	1,756	1,763	12.15%
净利润率	17.19%	15.71%	15.71%	15.93%	18.09%	17.63%	+1.7ppts

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

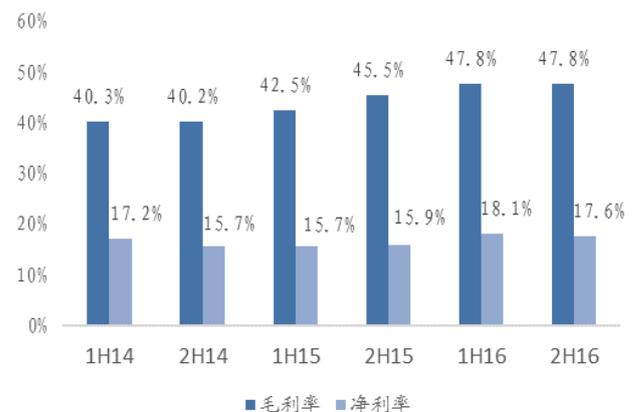
- **费用管控良好, 净利率提升:** 公司 2016 年营业费用为 51.29 亿人民币, 总金额较 2015 年下降 4.4%。其中分销成本从 2015 年的 31.09 亿减至 2016 年的 27.40 亿, 下降 11.9%。分销成本占总收益的比例由 2015 年的 14.5% 降至 2016 年的 13.9%, 2H16 公司销售费用占收入比重环比上半年略降 0.3ppts。行政费用由 2015 年的 22.58 亿上升 5.8% 到 23.89 亿, 占全年销售收益比例为 12.1%, 同比上升 1.45ppts, 下半年基本持平于上半年。2016 年 EBITDA 也较 2015 年增加 6.0% 至 57.28 亿人民币, 归属公司权益持有人净利润较 2015 年增长 4.0%, 达到 35.19 亿人民币, 净利润率为 17.9%, 同比提升 1.7ppts

图 3、行政费用与分销费用总占比下降



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 4、毛利率净利率稳步提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

- **存货减少，周转天数下降：**公司存货主要由米果类、乳品及饮料类、休闲食品类及其他类的制成品、运送中货物和在制品，以及原材料和包装材料构成。得益于奶粉单位采购成本的降低以及供应链营运效率的长期管控，公司 2016 年的存货为 24.53 亿人民币，较 2015 年的 28.86 亿人民币下降 15%。存货周转天数由 2015 年的 105 天降至 2016 年度的 94 天。
- **应收账款与应付账款周转天数均上升：**公司对中国大多数经销商以款到发货的形式销售产品，只给予部分现代分销渠道的客户赊销服务。2015 年公司贸易应收款周转天数为 14 天，2016 年升至 20 天，主要原因为 2016 年底至 2017 年节时期较长，销售增长使应收账款同步增加。此外部分客户建立财务共享中心，短期内拉长应收账款周转天数。应付账款主要由于赊购原材料，财务共享中心的建立提高了运营效率，公司的应付账款周转天数由 2015 年 36 天升至 2016 年 45 天。
- **回购注销部分股份，提升每股收益：**公司于 2015 年耗资 22.546 亿港元自公开市场回购 3.42 亿股自身股份，2016 年耗资 16.35 亿港元回购 3.3 亿股，两年共计回购 672 亿股份并随即注销。于回购后，公司流通中股份降至 125.24 亿股，每股盈余为 27.7 分，较 2015 年提升 7.3%。另外，公司拟派发 2016 年末期派息，每普通股 1.19 美仙，共计约 1.48 亿美元。2016 年全年共计派息约 2.22 亿美元。
- **我们的观点：**预计未来公司将坚持推出新品牌、新产品的战略，扩展市场渗透率，同时提升对现有产能的利用率。同时公司将深耕渠道，继续发力现代渠道、电商及母婴渠道，打造多元化销售体系。2016 年下半年向市场推出的新品业绩贡献超下半年应收的 3%，新产品增长暂仍难以弥补老品衰退。自 4Q16 起公司主要原料尤其是棕榈油、糖及包材价格出现显著提升，我们预计 2017 年原奶价格也将出现温和反弹趋势，年内公司毛利率难有提升，有望借助产品结构优化维持毛利率水平。根据 Bloomberg 市场一致预期，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 16.6 倍，建议投资者审慎关注。

风险提示：食品安全；原材料价格变动超预期；费用超预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。