



# 康师傅控股

## 预计 2017~18 年实现快速复苏

### 业绩预览

#### 2017 年盈利有望超过一致预期 8%左右

4 季度，方便面收入加速增长（约 10%），饮料收入同比持平。方便面毛利率和 EBIT 利润率保持同比增长，饮料毛利率下滑有望进一步收窄。4 季度饮料亏损同比收窄主要得益于有效的费用控制、轻资产战略降低折旧费用和饮料业务持股比例同比小幅提升。因此，我们预计全年总收入有望增长 5.8%，盈利有望较市场预期高出 8%达到 18.5 亿元。公司自由经营性现金流是账面盈利的三倍多，因此公司有可能提高派息率。

#### 关注要点

**2018 年盈利有望保持增长。**2017 年实现快速复苏，我们认为方便面和饮料板块有望在 2018 年保持复苏趋势。从方便面板块来看，2016 年起高端产品需求不断增长，2017 年收入保持约 30% 的增长。考虑截止去年底高端产品的销量占比仅 8%，我们预计未来几年仍有望保持增势。

**提价将推升方便面料率，确保饮料业务毛利率保持稳定。**公司将经典系列方便面价格上调约 3%（经典系列在方便面收入中占比约 70%），统一在 1 月中旬跟随调价，调价幅度相同。

**饮料高端化和进一步资产处置的挑战仍存。**从长期看，我们认为公司的收入和利润率均有望实现稳定增长。2019 年方便面料率有望重回历史高点，但是饮料新品开发和高端化战略历史表现不佳以及未来几年闲置饮料资产处置的挑战可能会拖累饮料利润率的提升。公司第一批饮料资产主要是出售给关联人士，说明向公众出售此类资产具有难度。因此，我们预计 2018 年后盈利增速或将放缓。我们的盈利预测假设 2019~21 年公司盈利增速分别为 12.1%、8.2%和 7.8%。

完整版见第 3 页

#### 估值与建议

**考虑更好的利润率预期，我们上调 2017 年盈利预期 6.6%，基本维持 2018 年盈利预期。我们将 2018 年底目标价从 15.92 港元上调 8.4%至 17.25 港元，主要基于全球可比公司 12.1 倍当年平均 EV/EBITDA。维持推荐评级，在产品高端化和三个合理化战略（资产活化、渠道细化和组织结构重组）驱动公司 2017 和 2018 年业绩增长后，我们认为公司仍有收入和利润率稳定增长的前景。**

#### 风险

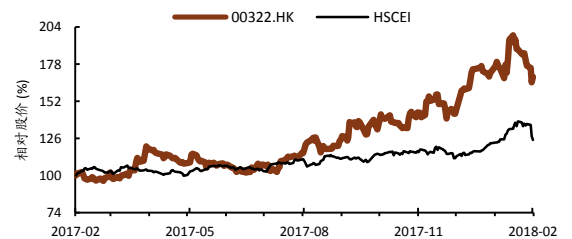
成本持续上涨；复苏不及预期。

#### 袁霏阳

分析员  
 feiyang.yuan@cicc.com.cn  
 SAC 执证编号: S0080511030012  
 SFC CE Ref: A12727

### 维持推荐

股票代码	00322.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 14.84
目标价	港币 17.25
52 周最高价/最低价	港币 17.48~8.39
总市值(亿)	港币 830
30 日日均成交额(百万)	港币 180.90
发行股数(百万)	5,617
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	11.19
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	55,254	58,463	61,225	63,555
增速	-2.5%	5.8%	4.7%	3.8%
归属母公司净利润	1,167	1,853	2,315	2,594
增速	-26.9%	58.7%	24.9%	12.1%
每股净利润	0.21	0.33	0.41	0.46
每股净资产	3.23	3.45	3.70	3.96
每股股利	0.10	0.17	0.21	0.23
每股经营现金流	1.41	1.41	1.19	1.25
市盈率	63.9	38.5	28.5	25.5
市净率	4.1	3.7	3.2	3.0
EV/EBITDA	19.3	15.1	10.4	9.1
股息收益率	0.8%	1.3%	1.8%	2.0%
平均总资产收益率	2.1%	3.2%	3.8%	4.0%
平均净资产收益率	6.4%	9.9%	11.5%	12.1%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	55,254	58,463	61,225	63,555	营业收入	-2.5%	5.8%	4.7%	3.8%
营业成本	-37,958	-41,030	-42,831	-44,299	营业利润	-11.8%	25.4%	14.5%	11.7%
营业费用	-11,990	-11,845	-12,406	-12,875	EBITDA	-29.9%	20.4%	27.9%	7.4%
管理费用	-2,031	-2,046	-2,143	-2,224	净利润	-26.9%	58.7%	24.9%	12.1%
其他	-406	59	276	446	<b>盈利能力</b>				
营业利润	2,869	3,600	4,121	4,603	毛利率	31.3%	29.8%	30.0%	30.3%
财务费用	-492	-494	-488	-516	营业利润率	5.2%	6.2%	6.7%	7.2%
其他利润	76	76	76	76	EBITDA 利润率	8.1%	9.2%	11.3%	11.7%
利润总额	2,454	3,182	3,709	4,163	净利润率	2.1%	3.2%	3.8%	4.1%
所得税	-1,048	-1,050	-1,224	-1,374	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-239	-279	-171	-195	流动比率	0.72	0.72	0.89	1.07
归属母公司净利润	1,167	1,853	2,315	2,594	速动比率	0.61	0.62	0.79	0.97
EBITDA	4,487	5,403	6,912	7,421	现金比率	0.43	0.44	0.61	0.79
扣非后净利润	1,167	1,853	2,315	2,594	资产负债率	57.4%	57.1%	56.5%	56.3%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	24.1%	15.2%	净现金	净现金
货币资金	10,232	11,293	16,373	22,310	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	1,590	1,682	1,762	1,829	总资产收益率	2.1%	3.2%	3.8%	4.0%
存货	2,482	2,683	2,801	2,897	净资产收益率	6.4%	9.9%	11.5%	12.1%
其他流动资产	2,734	2,886	3,016	3,126	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	17,038	18,543	23,951	30,162	每股净利润 (元)	0.21	0.33	0.41	0.46
固定资产及在建工程	32,557	34,286	31,737	29,010	每股净资产 (元)	3.23	3.45	3.70	3.96
无形资产及其他长期资产	6,926	6,904	6,887	6,868	每股股利 (元)	0.10	0.17	0.21	0.23
非流动资产合计	39,483	41,190	38,624	35,878	每股经营现金流 (元)	1.41	1.41	1.19	1.25
资产合计	56,521	59,734	62,575	66,040	<b>估值分析</b>				
短期借款	9,164	8,674	8,972	9,664	市盈率	63.9	38.5	28.5	25.5
应付账款	6,595	7,129	7,442	7,697	市净率	4.1	3.7	3.2	3.0
其他流动负债	7,949	9,922	10,360	10,720	EV/EBITDA	19.3	15.1	10.4	9.1
流动负债合计	23,708	25,724	26,774	28,081	股息收益率	0.8%	1.3%	1.8%	2.0%
长期借款	6,880	6,512	6,736	7,256					
非流动负债合计	8,712	8,361	8,595	9,122					
负债合计	32,420	34,086	35,369	37,203					
股本	235	235	235	235					
未分配利润	17,889	19,157	20,544	21,980					
股东权益合计	18,124	19,392	20,779	22,214					
负债及股东权益合计	56,521	59,734	62,575	66,040					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	2,454	3,182	3,709	4,163					
折旧和摊销	4,019	4,044	4,230	4,409					
营运资本变动	0	2,078	434	349					
其他	1,429	-1,409	-1,663	-1,879					
经营活动现金流	7,901	7,896	6,710	7,042					
资本开支	-2,029	-5,674	-1,587	-1,587					
其他	461	282	362	429					
投资活动现金流	-1,568	-5,392	-1,225	-1,158					
股权融资	-1,058	0	0	0					
银行借款	-1,703	-858	522	1,212					
其他	12	-584	-928	-1,159					
筹资活动现金流	-2,749	-1,442	-406	53					
汇率变动对现金的影响	-416	0	0	0					
现金净增加额	3,168	1,061	5,080	5,937					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

康师傅控股有限公司主要在中国从事生产和销售方便面、饮品、糕饼以及相关配套产业的经营。目前集团的三大品项产品，皆已在中国食品市场占有率有显著的市场地位。集团在中国的方便面及即饮茶饮料的市场占有率稳居市场第一位；包装水、稀释果汁、碳酸饮料及夹心饼干之市场占有率居同类产品市场的第二位。



## 2018年盈利有望保持增长

2017年实现快速复苏，我们认为方便面和饮料板块有望在2018年保持复苏趋势。从方便面板块来看，2016年起高端产品需求不断增长，2017年收入保持约30%的增长。考虑截止去年底高端产品的销量占比仅8%，我们预计未来几年仍有望保持增势。2017年公司高端方便产品（售价≥5元/碗/杯，以及≥3元/袋）的销售量同比增长约70%，公司高端产品在总销量中的占比同市场整体水平相近。公司设立了专门的团队运营高端方便产品。公司每碗或每杯单价大于5元的产品中，金汤和豚骨系列的增长潜力甚至好于黑/白胡椒系列，主要因为金汤和豚骨系列产品差异化程度更高且具有更多扩张机会，如去年11月末推出的藤椒豚骨面。今年公司将会升级杯面包装；锅煮拉面系列是高端袋装面的升级，类似于火锅面。此外，B2B团队正在打造针对商销客户的冷藏冷冻方便面。尽管2017年成本出现上涨（或将延续至今年），但在产品结构升级的带动下，2017年3季度起毛利率实现同比增长。因此，我们预计在产品结构升级以及经典系列产品（在公司方便收入占比中超过70%）提价3%的带动下，2017年全年毛利率将提升0.2个百分点，2018年将提升0.5个百分点。2017年费用率也有所收紧。2017年3季度，得益于削减广告促销费用，方便面板块的利润率达到12.55%。全年来看，我们预计2017年方便面板块的利润率有望达到9%，同比提升2.4个百分点，且2018年息税前利润率有望达到9.5%，2019年将重回双位数增长，接近2014年10.3%的水平（2015年10月方便面提价前）。因此，在2017和2018年收入增速仅保持在4%左右的基础上，方便面板块的EBIT在2017年有望实现超40%的增长，2018年有望实现10%的增长。

饮料板块方面，2017年良好的天气情况带动饮料行业实现高单位数的增长，公司饮料业务收入也有望实现约7%的增长，尽管公司饮料板块的产品结构升级工作刚刚开始，高端饮料产品目前的占比仅有2%。毛利率受到2017年成本上涨的影响，但我们预计息税前利润率有望提升1个百分点至4.6%，主要得益于费用控制以及轻资产战略。考虑有效税率降低且饮料业务的持股比例增加，净利润有望翻番。2018年，收入增速可能放缓，但最近的提价（平均上调3%）有望确保饮料板块在今年成本涨价（尤其是包装成本上涨）时仍能保持稳定的毛利率。我们因此预计毛利率保持稳定，并假设公司进一步实施轻资产战略，将带动饮料板块2018年的息税前利润率达到5.3%。饮料业务持股比例将增加至78%，因此2018年全年的盈利仍有望保持约70%的增长。

### 提价将推升方便面利润率，确保饮料业务毛利率保持稳定

公司将经典系列方便面价格上调约3%（经典系列在方便面收入中占比约70%），统一在1月中旬跟随调价，提价幅度相同。公司一直在考虑提升中低端产品的价格，但2015年10月由于统一和其他公司没有跟随，公司的提价尝试并没有成功。我们认为此次竞争对手跟随提价主要是因为今年成本可能仍有小幅上涨，2018年统一可能需要毛利率有提升以顺利实施聚焦利润率的战略，而非进一步压缩费用率。

今年初，公司还将康师傅饮料的价格上调了约3%。价格上调主要集中在公司掌控较大市场份额的品类如冰红茶以及部分中式果汁产品。公司主要上调了家庭装饮料的价格，而将普通瓶装包装规格从550ml减小到500ml，但没有调整售价。统一这次跟随上调饮料价格的原因和上调方便面价格的原因相同。我们因此预计如果康师傅能更加有效地实现产品结构升级，公司饮料业务有望保持稳定的利润率。部分产品价格大幅上调可能带来销售量下滑的风险，因为这些产品均是大众市场产品。过去几年，这些产品的增长主要得益于夏季炎热的天气以及农村人口向城市的不断转移。但是，这两个因素的不确定性可能会影响此次产品提价的效果。

### 饮料高端化和进一步资产处置的挑战仍存

从长期看，我们认为公司的收入和利润率均有望实现稳定增长。2019年方便面利润率有望重回历史高点，但是饮料新品开发和高端化战略历史表现不佳以及未来几年闲置饮料资产处置的挑战可能会拖累饮料利润率的提升。公司第一批饮料资产主要是出售给关联人士，说明向公众出售此类资产具有难度。因此，我们预计2018年后盈利增速或将放缓。我们的盈利预测假设2019~21年公司盈利增速分别为12.1%、8.2%和7.8%。



图表 1: 财务数据对比

(百万人民币)	YoY						历史数据											
	2017E			2016			季度				年度				半年度			
	4QE	4Q16	YoY	2H17E	2H16	YoY	2017E	2016	YoY	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	1H17	2H17E	
<b>销售收入</b>	<b>10,208</b>	<b>9,692</b>	<b>5.3%</b>	<b>29,895</b>	<b>27,839</b>	<b>7.4%</b>	<b>58,463</b>	<b>55,254</b>	<b>5.8%</b>	<b>14,198</b>	<b>14,370</b>	<b>19,687</b>	<b>10,208</b>	<b>55,254</b>	<b>58,463</b>	<b>28,568</b>	<b>29,895</b>	
方便面	5,304	4,822	10.0%	12,011	11,284	6.4%	22,283	21,379	4.2%	5,811	4,460	6,707	5,304	21,379	22,283	10,271	12,011	
饮料	4,495	4,488	0.1%	17,063	15,796	8.0%	34,599	32,367	6.9%	7,982	9,554	12,568	4,495	32,367	34,599	17,536	17,063	
方便食品	349	273	28.1%	580	494	17.3%	978	905	8.0%	219	179	230	349	905	978	398	580	
<b>毛利</b>	<b>2,721</b>	<b>2,556</b>	<b>6.5%</b>	<b>9,119</b>	<b>8,624</b>	<b>5.7%</b>	<b>17,432</b>	<b>17,302</b>	<b>0.7%</b>	<b>3,981</b>	<b>4,333</b>	<b>6,397</b>	<b>2,721</b>	<b>17,302</b>	<b>17,432</b>	<b>8,313</b>	<b>9,119</b>	
方便面	1,569	1,375	14.2%	3,644	3,337	9.2%	6,471	6,153	5.2%	1,613	1,214	2,075	1,569	6,153	6,471	2,827	3,644	
饮料	1,015	1,058	-4.1%	5,219	5,057	3.2%	10,488	10,688	-1.9%	2,247	3,023	4,204	1,015	10,688	10,488	5,270	5,219	
方便食品	133	104	27.6%	216	186	15.8%	352	332	6.1%	75	61	83	133	332	352	136	216	
销售费用	-2,957	-2,409	22.8%	-6,187	-5,892	5.0%	-11,845	-11,990	-1.2%	-2,612	-3,046	-3,230	-2,957	-11,990	-11,845	-5,658	-6,187	
管理费用	-341	-389	-12.5%	-985	-990	-0.5%	-2,046	-2,031	0.7%	-514	-547	-644	-341	-2,031	-2,046	-1,061	-985	
其他业务收入	635	861	-26.2%	707	931	-24.1%	824	1,021	-19.3%	55	63	71	635	1,021	824	117	707	
其他经营费用	-63	-729	-91.3%	-280	-911	-69.2%	-765	-1,427	-46.4%	-234	-251	-217	-63	-1,427	-765	-485	-280	
<b>息税前利润</b>	<b>-457</b>	<b>-422</b>	<b>8.1%</b>	<b>2,079</b>	<b>1,634</b>	<b>27.2%</b>	<b>3,600</b>	<b>2,869</b>	<b>25.4%</b>	<b>809</b>	<b>711</b>	<b>2,536</b>	<b>-457</b>	<b>2,869</b>	<b>3,600</b>	<b>1,521</b>	<b>2,079</b>	
方便面	498	220	125.8%	1,362	962	41.6%	2,005	1,420	41.2%	483	160	865	498	1,420	2,005	643	1,362	
饮料	-787	-790	-0.4%	905	498	81.8%	1,592	1,162	37.0%	238	449	1,692	-787	1,162	1,592	687	905	
财务费用	-133	-123	8.3%	-223	-254	-12.3%	-494	-492	0.3%	-131	-139	-90	-133	-492	-494	-270	-223	
联营及合管公司业绩	-71	-60	16.9%	-18	3	-757.9%	76	76	0.0%	49	46	52	-71	76	76	95	-18	
<b>除税前利润</b>	<b>-661</b>	<b>-606</b>	<b>9.1%</b>	<b>1,837</b>	<b>1,382</b>	<b>32.9%</b>	<b>3,182</b>	<b>2,454</b>	<b>29.7%</b>	<b>727</b>	<b>618</b>	<b>2,498</b>	<b>-661</b>	<b>2,454</b>	<b>3,182</b>	<b>1,345</b>	<b>1,837</b>	
所得税	29	-53	-155.7%	-585	-568	3.0%	-1,050	-1,048	0.2%	-252	-212	-615	29	-1,048	-1,050	-465	-585	
少数股东权益	546	420	29.9%	-99	-99	-0.2%	-279	-239	17.0%	-41	-139	-645	546	-239	-279	-180	-99	
<b>净利润</b>	<b>-85</b>	<b>-238</b>	<b>-64.2%</b>	<b>1,153</b>	<b>714</b>	<b>61.4%</b>	<b>1,853</b>	<b>1,167</b>	<b>58.7%</b>	<b>434</b>	<b>267</b>	<b>1,238</b>	<b>-85</b>	<b>1,167</b>	<b>1,853</b>	<b>700</b>	<b>1,153</b>	
方便面	404	197	105.1%	1,030	759	35.7%	1,562	1,158	34.9%	393	139	626	404	1,158	1,562	532	1,030	
饮料	-480	-382	25.7%	212	76	179.5%	378	193	95.6%	37	129	692	-480	193	378	166	212	
<b>毛利率</b>	<b>26.7%</b>	<b>26.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>30.5%</b>	<b>31.0%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>29.8%</b>	<b>31.3%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>30.2%</b>	<b>32.5%</b>	<b>26.7%</b>	<b>31.3%</b>	<b>29.8%</b>	<b>29.1%</b>	<b>30.5%</b>	
方便面	29.6%	28.5%	1.1%	30.3%	29.6%	0.8%	29.0%	28.8%	0.3%	27.8%	27.2%	30.9%	29.6%	28.8%	29.0%	27.5%	30.3%	
饮料	22.6%	23.6%	-1.0%	30.6%	32.0%	-1.4%	30.3%	33.0%	-2.7%	28.2%	31.6%	33.5%	22.6%	33.0%	30.3%	30.1%	30.6%	
销售费用率	29.0%	24.9%	4.1%	20.7%	21.2%	-0.5%	20.3%	21.7%	-1.4%	18.4%	21.2%	16.4%	29.0%	21.7%	20.3%	19.8%	20.7%	
管理费用率	3.3%	4.0%	-0.7%	3.3%	3.6%	-0.3%	3.5%	3.7%	-0.2%	3.6%	3.8%	3.3%	3.3%	3.7%	3.5%	3.7%	3.3%	
<b>息税前利润率</b>	<b>-4.5%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>1.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>7.0%</b>	
方便面	9.4%	4.6%	4.8%	11.3%	8.5%	2.8%	9.0%	6.6%	2.4%	8.3%	3.6%	12.9%	9.4%	6.6%	9.0%	6.3%	11.3%	
饮料	-17.5%	-17.6%	0.1%	5.3%	3.2%	2.2%	4.6%	3.6%	1.0%	3.0%	4.7%	13.5%	-17.5%	3.6%	4.6%	3.9%	5.3%	
<b>税前利润率</b>	<b>-6.5%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>12.7%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.1%</b>	
税率	4.4%	-8.7%	13.1%	31.9%	41.1%	-9.3%	33.0%	42.7%	-9.7%	34.7%	34.4%	24.6%	4.4%	42.7%	33.0%	34.6%	31.9%	
<b>净利率</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.9%</b>	
方便面	7.6%	4.1%	3.5%	8.6%	6.7%	1.8%	7.0%	5.4%	1.6%	6.8%	3.1%	9.3%	7.6%	5.4%	7.0%	5.2%	8.6%	
饮料	-10.7%	-8.5%	-2.2%	1.2%	0.5%	0.8%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%	1.3%	5.5%	-10.7%	0.6%	1.1%	0.9%	1.2%	

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

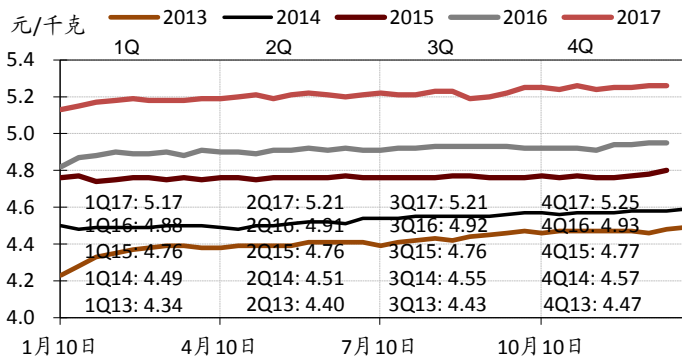
图表 2: 盈利预期调整

(百万元)	2017E			2018E			2019E
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	
<b>主营业务收入</b>	<b>59,065</b>	<b>58,463</b>	<b>-1.0%</b>	<b>61,768</b>	<b>61,225</b>	<b>-0.9%</b>	<b>63,555</b>
方便面	22,550	22,283	-1.2%	23,191	23,211	0.1%	24,234
饮料	34,934	34,599	-1.0%	36,917	36,433	-1.3%	37,740
<b>毛利</b>	<b>17,881</b>	<b>17,432</b>	<b>-2.5%</b>	<b>18,936</b>	<b>18,395</b>	<b>-2.9%</b>	<b>19,256</b>
销售费用	-11,964	-11,845	-1.0%	-12,513	-12,406	-0.9%	-12,875
管理费用	-2,067	-2,046	-1.0%	-2,162	-2,143	-0.9%	-2,224
<b>息税前利润</b>	<b>3,424</b>	<b>3,600</b>	<b>5.1%</b>	<b>4,126</b>	<b>4,121</b>	<b>-0.1%</b>	<b>4,603</b>
方便面	1,849	2,005	8.5%	2,203	2,205	0.1%	2,423
饮料	1,572	1,592	1.2%	1,920	1,931	0.6%	2,189
除税前利润	3,007	3,182	5.8%	3,714	3,709	-0.1%	4,163
净利润	1,739	1,853	6.6%	2,228	2,315	-0.2%	2,594
经常性净利润	1,739	1,853	6.6%	2,228	2,315	-0.2%	2,594
<b>利润率</b>							
<b>毛利率</b>	<b>30.3%</b>	<b>29.8%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>30.7%</b>	<b>30.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>30.3%</b>
方便面	29.4%	29.0%	-0.3%	29.8%	29.5%	-0.3%	30.0%
饮料	30.9%	30.3%	-0.6%	31.2%	30.4%	-0.8%	30.5%
销售费用率	20.3%	20.3%	0.0%	20.3%	20.3%	0.0%	20.3%
管理费用率	3.5%	3.5%	0.0%	3.5%	3.5%	0.0%	3.5%
<b>息税前利润率</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>7.2%</b>
方便面	8.2%	9.0%	0.8%	9.5%	9.5%	0.0%	10.0%
饮料	4.5%	4.6%	0.1%	5.2%	5.3%	0.1%	5.8%
<b>净利率</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.1%</b>
经常性净利率	2.9%	3.2%	0.2%	3.6%	3.8%	0.0%	4.1%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

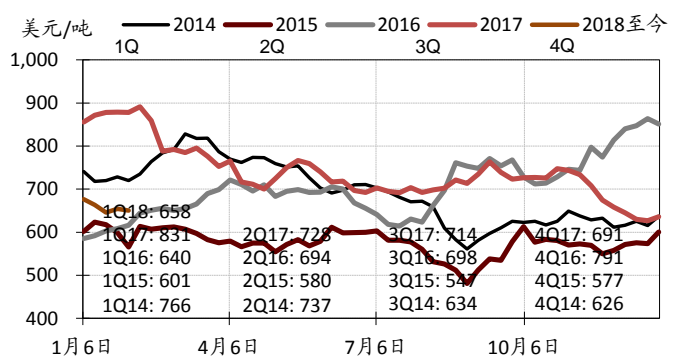


图表3：中国面粉价格



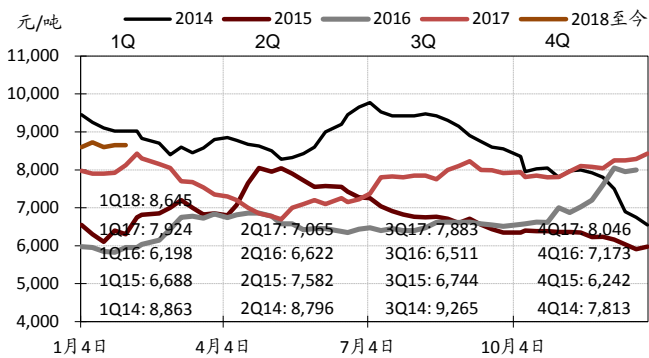
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表4：进口橄榄油价格



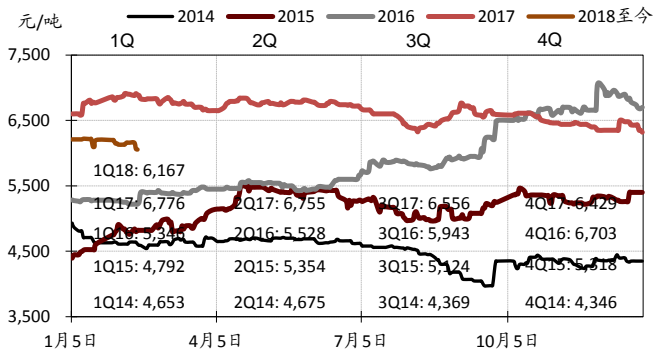
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表5：中国PET价格



资料来源：CCFEI、中金公司研究部

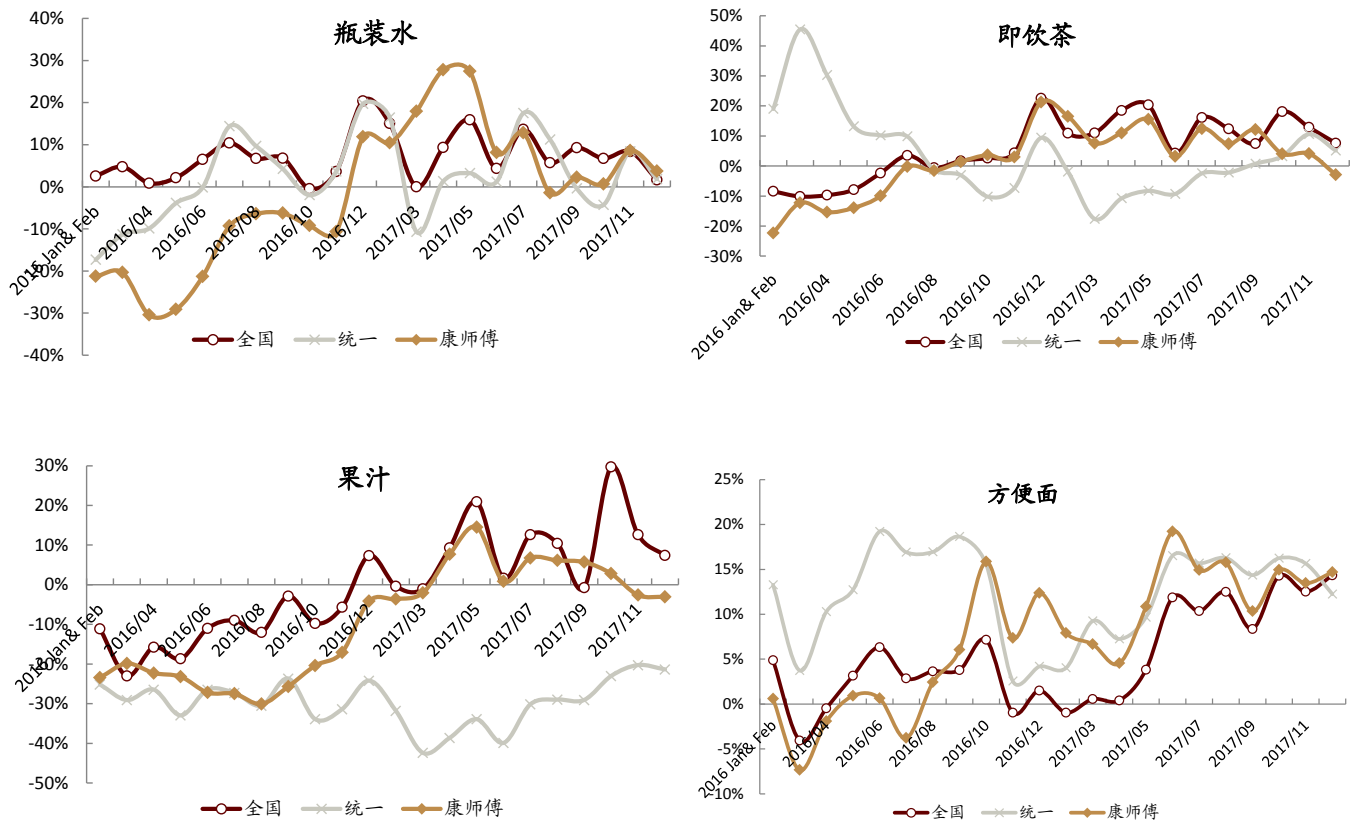
图表6：中国糖价



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



图表7: 方便面和饮料业务的现代渠道收入同比增速



资料来源: 商务部、中金公司研究部

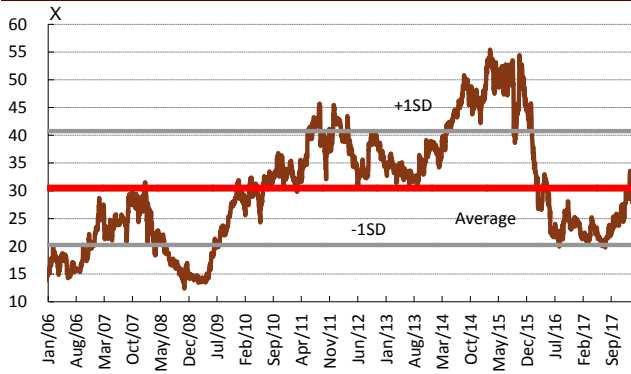
图表8: 全球可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率				市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
<b>国际可比公司</b>																		
雀巢	NESN SW Equity	255,853	27.9	21.6	20.2	18.2	3.9	3.6	3.6	14.2	16.6	17.8	3.0	3.1	3.3	16.0	15.2	14.1
可口可乐	KO US Equity	190,324	29.6	23.4	22.2	20.7	8.6	9.4	9.4	29.1	40.3	42.2	3.1	3.3	3.5	20.4	19.2	18.2
百事可乐	PEP US Equity	161,499	25.9	21.7	19.6	18.3	12.2	12.1	11.9	47.1	55.5	60.8	2.6	2.8	3.0	15.0	13.9	13.2
Mondelez国际公司	MDLZ US Equity	66,575	23.1	18.1	16.6	15.5	2.5	2.5	2.3	11.0	13.6	13.7	1.8	2.1	2.3	19.3	15.2	14.0
达能股份有限公司	BN FP Equity	54,533	23.5	19.1	17.4	15.8	3.3	2.7	2.7	14.2	14.3	15.5	2.6	2.7	2.9	16.8	14.2	13.0
金宝汤	CPB US Equity	13,569	15.5	15.1	14.3	13.5	8.1	10.3	6.3	52.1	68.5	44.3	3.1	3.3	3.5	9.8	9.6	9.4
三得利食品饮料有限公司	2587 JP Equity	14,595	34.7	29.0	24.4	22.8	2.7	2.7	2.5	7.9	9.3	10.2	1.4	1.5	1.6	10.3	10.0	9.6
日清食品控股	2897 JP Equity	8,242	34.7	30.2	28.6	27.2	2.2	2.2	2.1	6.3	7.3	7.4	1.1	1.3	1.4	20.3	15.8	14.8
统一企业中国*	220 HK Equity	3,806	42.9	29.2	25.0	24.2	2.2	2.0	1.7	5.1	6.9	7.1	0.5	0.7	2.0	11.2	9.6	8.1
农心集团公司	004370 KS Equity	1,719	8.9	18.4	15.8	14.5	1.0	1.0	0.9	10.9	5.3	5.9	1.3	1.3	1.4	7.5	6.8	6.2
<b>平均</b>			<b>24.2</b>	<b>19.8</b>	<b>20.4</b>	<b>19.1</b>	<b>6.5</b>	<b>6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>27.9</b>	<b>34.8</b>	<b>32.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>16.2</b>	<b>14.5</b>	<b>12.1</b>
康师傅控股	322 HK Equity	10,660	63.9	38.5	28.5	25.5	4.1	3.7	3.2	6.4	9.9	11.5	0.8	1.3	1.8	19.3	15.1	10.4

资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部 注: 带\*号的公司估值是基于中金公司盈利预测, 其他公司估值基于彭博一致预期。

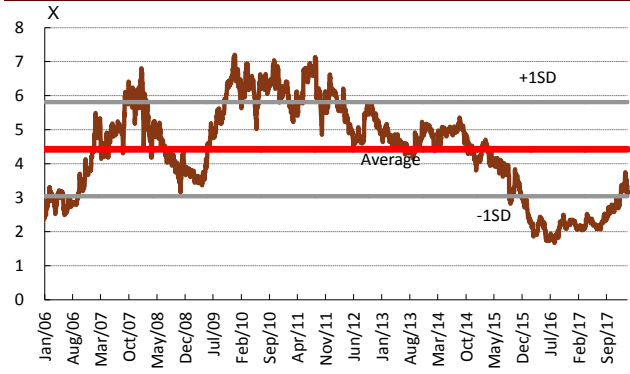


图表9：动态市盈率



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表10：动态市净率



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：张莹





## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



**CICC**  
中金公司

