

【广发海外】中国食品 (00506.HK)

产品组合升级带动增长，内部整合持续进行

核心观点:

● 业务重组聚焦可口可乐罐装业务

2017 年公司参与可口可乐在华业务重组，并出售公司与饮料无关的业务，专注于可口可乐罐装业务。目前公司拥有中国 19 个省级单位的可口可乐专营权。2018 年公司营业收入 156.48 亿元，同比增长 17%。

● 可口可乐强大的品牌、研发和渠道优势保障公司稳定增长

公司一方面依托可口可乐，共享其全球广告、品牌和产品资源，另一方面利用深耕中国的成熟分销体系实现了经营区域内县级经销商全面覆盖，渠道优势明显。根据公司 2018 年年报，2018 年公司镇级经销商覆盖率超过 60%，公司对于销售渠道可控率达到 81%，强大的渠道控制力为公司产品销售提供坚实的基础。可口可乐强大的产品研发能力也为公司发展提供动力，2018 年中国食品一共推出了 35 款新产品，为公司贡献了 3.5% 的年销量和 7.2% 的年销售额。

● 产品结构改善，整合业务短期内有助于公司提升利润率

公司产品结构改善，无糖系列产品增长强劲，同时产品包装升级，有助于抵消原材料成本压力。短期来看，新收购灌装厂利润率存在提升空间，随着新厂经营效率提升和资源整合的进行，公司整体的利润率有望进一步提升。我们看好公司包装水业务和功能饮料的发展前景。

● 预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为人民币 0.13、0.15 和 0.17 元/股

公司受益于内生增长和产品结构升级推动营业收入和毛利率增长，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为人民币 0.13、0.15 和 0.17，当前价格对应 2019-2021 年 PE 为 21.92、19.29 和 17.05 倍，基于 DCF 模型下公司合理价值为 3.97 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：主要产品销售不及预期；原材料价格大幅上涨。

盈利预测：(单位：人民币)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,358	15,648	17,416	19,338	21,368
增长率(%)	34.32%	17.14%	11.30%	11.03%	10.50%
EBITDA(百万元)	2,819	1,238	1,204	1,332	1,465
净利润(百万元)	1,558	321	367	417	472
增长率(%)	248.55%	-79.41%	14.50%	13.61%	13.13%
EPS(元/股)	0.56	0.11	0.13	0.15	0.17
市盈率(P/E)	5.25	25.49	21.92	19.29	17.05
市净率(P/B)	2.07	1.94	1.80	1.69	1.58
EV/EBITDA	3.23	7.35	7.45	6.74	6.12

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

公司评级

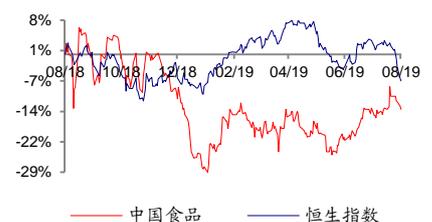
公司评级	买入
当前价格	3.24 港元
合理价值	3.97 港元

报告日期 2019-08-07

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2797/2797.
总市值/流通市值(百万港元)	9063/9063
一年内最高/最低(港元)	4.05/2.69
30 日日均成交量/成交额(百万)	1.04/3.42
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	4.20/1.62

相对市场表现



分析师:

刘峤



SAC 执证号: S0260519010006



SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 罗捷 020-66335147
gfluojie@gf.com.cn

目录索引

一、公司介绍-可口可乐全球第五大灌装合作伙伴.....	4
二、股权结构.....	5
三、中国软饮料行业处于产品结构升级阶段.....	6
四、公司拥有可口可乐品牌及产品组合和强大渠道资源双重优势.....	7
(一) 中国食品受益于可口可乐强大的品牌优势及产品组合.....	7
(二) 中国食品拥有成熟强大的分销体系.....	11
五、公司规模和盈利能力有望同步提升.....	12
(一) 产品结构优化继续提高利润率，包装水等于行业增长空间大.....	12
(二) 瓶装厂效率提升提高公司利润率.....	14
(三) 原材料价格稳定.....	14
六、盈利预测与估值假设.....	15
(一) 盈利预测假设.....	15
(二) 可比公司估值.....	16
(三) DCF 估值.....	18
七、投资建议.....	20
八、风险提示.....	21

图表索引

图 1: 中国食品经营区域内的可口可乐主要产品	4
图 2: 截至 2018 年 11 月 12 日中国食品股权结构	5
图 3: 中国软饮料销量 (单位: 百万升)	6
图 4: 中国软饮料销售额 (单位: 百万元)	6
图 5: 2013 年中国软饮料结构	6
图 6: 2018 年中国软饮料结构	6
图 7: 可口可乐产品: 怡泉	7
图 8: 可口可乐产品: 魔爪	7
图 9: 可口可乐产品: 可乐纤维+	8
图 10: 可口可乐产品: 雪碧爽椰派	8
图 11: 2018 年公司饮品收入结构	8
图 12: 可口可乐密语瓶	9
图 13: 可口可乐摩登城市罐	9
图 14: 中可勘察加	9
图 15: 中可贝加尔	9
图 16: 雪碧与王者荣耀的联合营销	10
图 17: 公司经营区域及工厂	11
图 18: 2018 年公司销售渠道	11
图 19: 2018 年公司经营区域非酒精饮料市场占有率 (%)	11
图 20: 公司汽水类饮料市场占有率 (%)	11
图 21: 果汁含量 39% 以下浓缩类果汁市场占有率 (%)	12
图 22: 瓶装水市场占有率 (%)	12
图 23: 2018 年全球部分可比公司销售毛利率	12
图 24: 可口可乐人均饮用量 (八安士装)	13
图 25: 可口可乐中国内地销售量 (百万瓶八安士装) 与专营区域人口 (百万)	13
图 26: 中国包装水人均消费量 (升)	13
图 27: 中国功能饮料人均饮用量 (升)	13
图 28: 铝价格 (元/吨)	14
图 29: 白糖价格 (元/吨)	14
图 30: 果糖价格 (元/吨)	15
图 31: PET 价格 (元/吨)	15
表 1: 经典可口可乐不同规格包装	9
表 2: 毛利率和期间费用率预测	15
表 3: 盈利预测利润表 (单位: 百万元人民币)	15
表 4: 按产品划分的收入明细 (单位: 百万元人民币)	16
表 5: 可比公司估值比较 (中国食品为按 2019 年 08 月 06 日收盘价广发预测, 其他为 2019 年 08 月 06 日彭博一致预期) (P/E 单位: 倍)	17
表 6: 中国食品 DCF 模型预测	18
表 7: 中国食品核心假设	18
表 8: DCF 结果和敏感性分析 (单位: HKD)	19

注：除非特别注明，货币均为人民币。

一、公司介绍-可口可乐全球第五大灌装合作伙伴

中国食品（00506.HK）是中粮集团旗下唯一的专业化饮料业务平台。中国食品原为中粮集团旗下的食品饮料制造商，主要生产饮料、酒类、厨房食品和休闲食品，拥有“长城葡萄酒”、“福临门食用油”等品牌。2000年，中粮与可口可乐成立合资公司，开展战略合作，截至可口可乐在华业务重组前，中国食品共拥有15个省、市、地区的市场经营权。

2017年4月，中国食品控股公司中可饮料完成可口可乐中国区域业务重组，获得重庆、四川、黑龙江、吉林、辽宁、山西、陕西的市场经营权，并出售江西、海南、湛江区域瓶装业务和其余六地的少数权益。2017年9月和12月中国食品相继完成剥离厨房食品业务，酒产品和休闲食品业务，仅保留饮料业务，成为中粮唯一的专业化饮料业务平台。

2017年4月可口可乐在华业务重组完成后，中可饮料拥有19家装瓶厂，经营19个省级市场（北京、天津、河北、山东、黑龙江、吉林、辽宁、山西、陕西、四川、重庆、内蒙、甘肃、宁夏、青海、西藏、新疆、湖南、贵州），覆盖了81%的国土面积和51%的中国大陆人口，是可口可乐全球第五大灌装合作伙伴。

通过与可口可乐公司的装瓶合作，中可饮料在区域内生产、配送、推广和销售可口可乐系列产品，向消费者提供包括汽水、果汁、果奶、水、功能水、咖啡、茶、能量饮料等9大品类、18个品牌的产品。

图 1：中国食品经营区域内的可口可乐主要产品

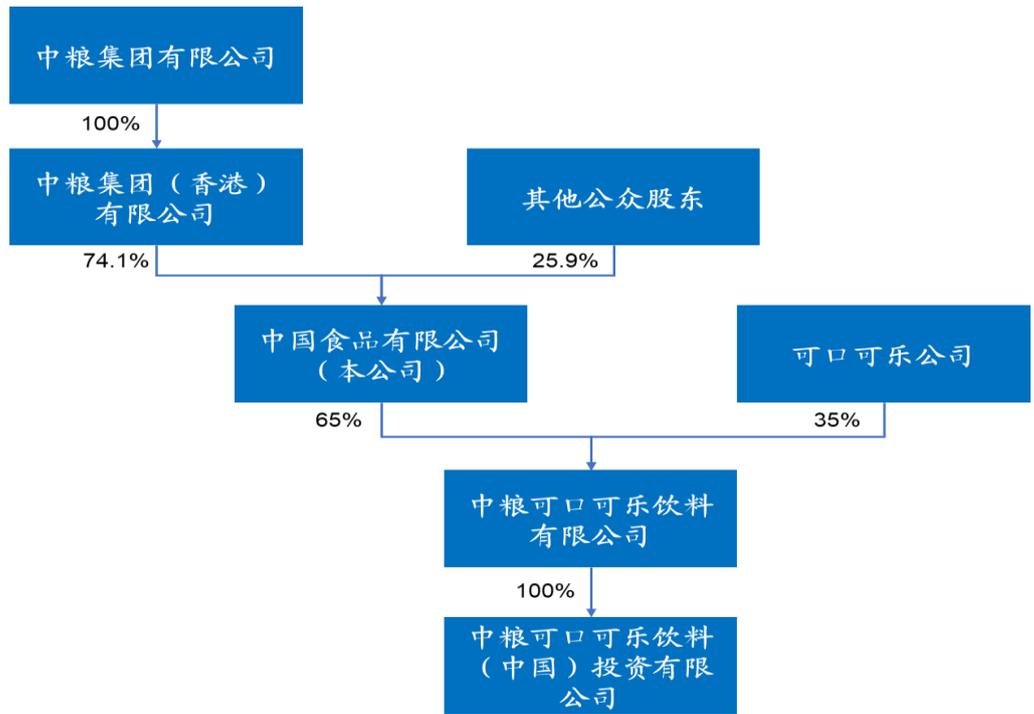


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

二、股权结构

中粮集团实际持有中国食品74.1%股份。中国食品通过中粮可口可乐饮料有限公司（中可饮料）开展可口可乐系列产品相关业务。中国食品和可口可乐公司分别持有中可饮料65%和35%股权。

图 2：截至2018年11月12日中国食品股权结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

三、中国软饮料行业处于产品结构升级阶段

我国软饮料市场规模增速经历波动后已经企稳并恢复增长，行业企业也陆续开始了结构升级。2017年饮料市场消费增速触底反弹，当年销售额同比增长3.0%。据尼尔森数据显示，2018年中国软饮料销量同比增长了4.0%，销售额同比增长2.9%，在销量回暖的同时高端产品占比也在提升。

图 3：中国软饮料销量（单位：百万升）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

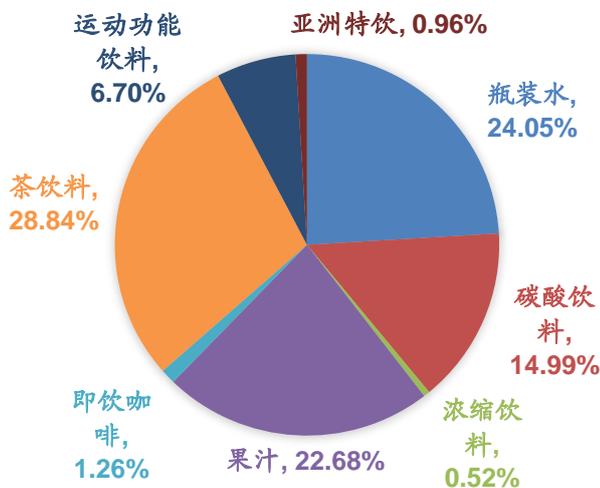
图 4：中国软饮料销售额（单位：百万元）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

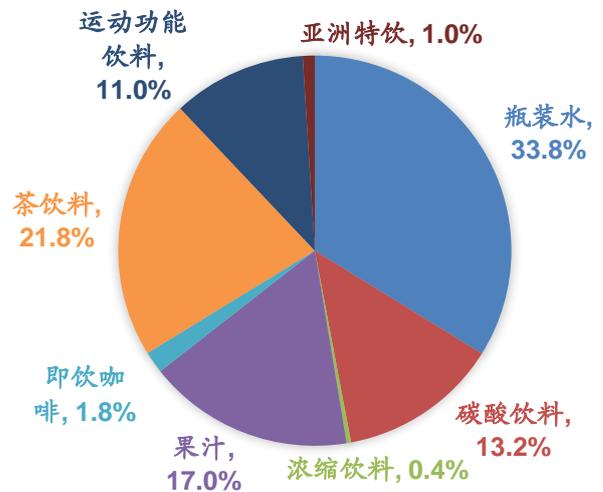
国内饮料市场结构在不断变化，不同品类产品的表现分化：茶饮料和碳酸饮料出现下滑，而瓶装水和功能饮料的增速远快于其他细分品类。部分公司抓住消费者口味和品质升级的要求，打造出的畅销产品带动了整个品类的发展。

图 5：2013年中国软饮料结构



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 6：2018年中国软饮料结构



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

四、公司拥有可口可乐品牌及产品组合和强大渠道资源 双重优势

可口可乐和中国食品的合作方式有利于双方发挥自己的优势。可口可乐是全球软饮料跨国巨头，拥有享誉全球的品牌及强大的全球化营销能力，同时其通过研发和收购等方式形成了一个全面的产品和子品牌组合。在双方的合作中，中国食品将专注于渠道分销和协同研发及产品本地化等事务，可口可乐侧重于品牌建设及营销活动并提供必要的技术支持等。

（一）中国食品受益于可口可乐强大的品牌优势及产品组合

据凯度消费者指数发布的《2018全球品牌足迹报告》显示，可口可乐是全球最受欢迎的品牌；中国食品在所在销售地区独家销售可口可乐产品，具有区域垄断优势。

- 1、可口可乐享誉全球的品牌及积累的产品组合和中国食品形成资源互补。2018年中国食品一共推出了35款新产品，为其贡献了3.5%的年销量和7.2%的年销售额。公司产品不但在口味上推出各种创新，同时也根据中国消费者口味喜好引入部分可口可乐在世界其他地区的畅销品到中国市场销售，如在美国畅销的能量型饮料魔爪等。

图 7：可口可乐产品：怡泉



数据来源：公司广告、广发证券发展研究中心

图 8：可口可乐产品：魔爪



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

中国食品迎合消费者追求健康和时尚的需求升级产品，在去年“可乐纤维+”及“雪碧纤维+”的基础上今年新推出“黄瓜味雪碧纤维+”及无糖椰子水“爽椰派”；2018年公司无糖系列已上市了5款产品，市场表现均高于预期。2019年上半年公司无糖系列产品有着强大成长潜力。2018年公司汽水产品类贡献了将近73%的收入，增长稳健，未来将会继续推动汽水新产品的渗透率。

图 9: 可口可乐产品: 可乐纤维+



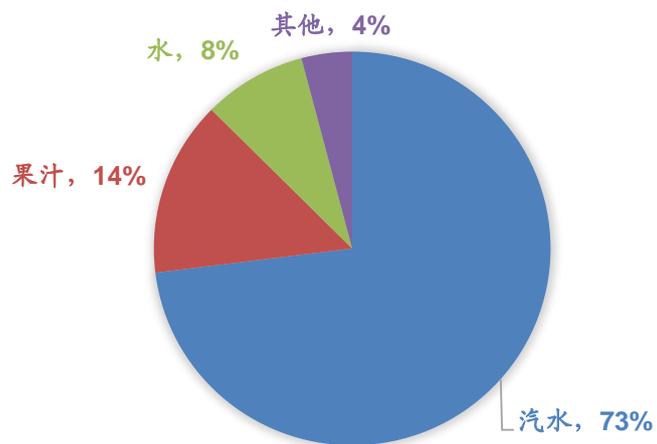
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 10: 可口可乐产品: 雪碧爽椰派



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 11: 2018公司饮品收入结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

中国食品在产品包装上也不断推出各种新设计吸引消费者, 如密语瓶, 台词瓶、昵称瓶等; 2018年公司推出带有城市标签的摩登“城市罐”, 深受消费者喜爱, 今年更新推出“纤维+”系列摩登罐。公司未来将继续推动摩登罐、多包装的快速成长, 让经典产品焕发新的活力。中国食品除了挑选可口可乐产品库中的各种畅销产品外, 公司也自行根据市场需求推出各类饮品, 如公司2018年推出的高端矿泉水勘察加和俄罗斯水源水贝加尔(7元/瓶)。可口可乐各种规格的产品适应消费者在不同消费场景下的需求。

图 12: 可口可乐密语瓶



数据来源: 公司广告、广发证券发展研究中心

图 13: 可口可乐摩登城市罐



数据来源: 公司广告、广发证券发展研究中心

图 14: 中可勘察加



数据来源: 京东、广发证券发展研究中心

图 15: 中可贝加尔



数据来源: 京东、广发证券发展研究中心

表 1: 经典可口可乐不同规格包装

规格	价格	产品	规格	价格	产品
		单只装			多只装
300ml	¥ 2.0		200ml x 12	¥ 23.8	

330ml	¥ 2.5		300ml x 12	¥ 22.9	
330ml	¥ 3.0		330ml x 6	¥ 12.8	
500ml	¥ 3.0		330ml x 24	¥ 59.9	
1.25L	¥ 5.0		500ml x 24	¥ 80.9	
2L	¥ 7.0		1.25L x 12	¥ 62.8	

数据来源：京东、广发证券发展研究中心

2、可口可乐拥有强大的市场营销能力。可口可乐是全球性运动会如世界杯、奥运会的赞助商，这些活动的赞助让公司拥有高度的品牌曝光率，为产品的高渗透率打下基础。同时，公司紧贴时下流行趋势吸引目标受众，拉升品牌年轻化形象；如可口可乐的雪碧与手游“王者荣耀”和电影漫威家族结合吸引年轻消费群体购买。

图 16：雪碧与王者荣耀的联合营销



数据来源：公司广告、广发证券发展研究中心

(二) 中国食品拥有成熟强大的分销体系

截至2018年底，中国食品拥有约11,000名销售人员，服务超过1,450,000家客户。2018年，公司营销网络覆盖其销售区域100%的城市和县城及68%的乡镇，并占据经营区内半数以上的零售点。

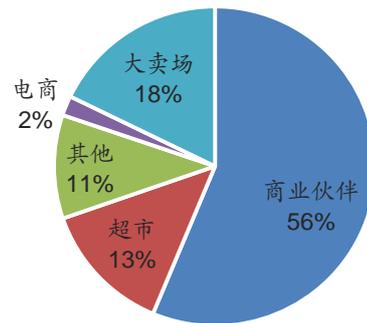
公司对于销售渠道可控率达到80%（可控指公司能掌握从取货到最终全程数据），区域高覆盖率和强大的渠道控制力，促进了客户数量的增长进而推动销售收入的增长，同时提高了配送效率，降低配送成本。

图 17: 公司经营区域及工厂



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

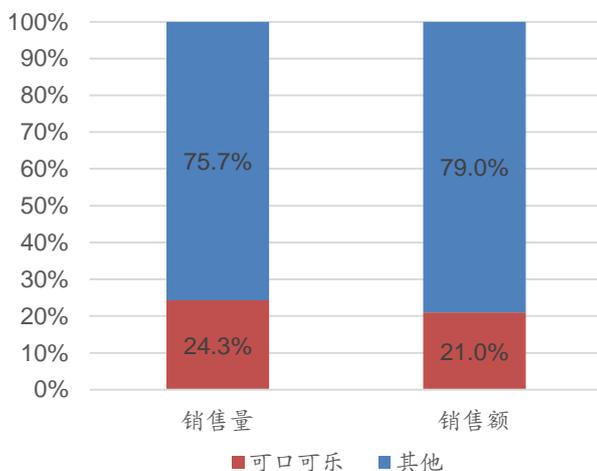
图 18: 2018公司销售渠道



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

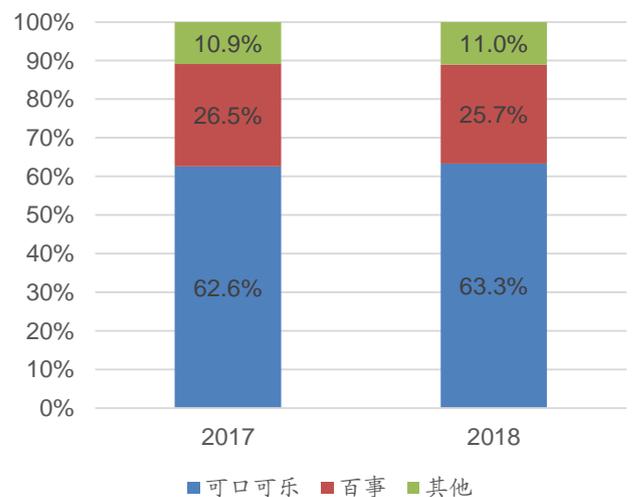
公司主要产品的市场占有率领先竞争对手。2018年据尼尔森市场调查数据显示，中国食品在经营区域内市场占有率保持领先地位，其中汽水、果汁、瓶装水、果奶和功能水等品类合计销量及销售额占比分别为24.3%和21%，其中汽水和果汁继续保持市场占有率第一。

图 19: 2018公司经营区域非酒精饮料市场占有率 (%)



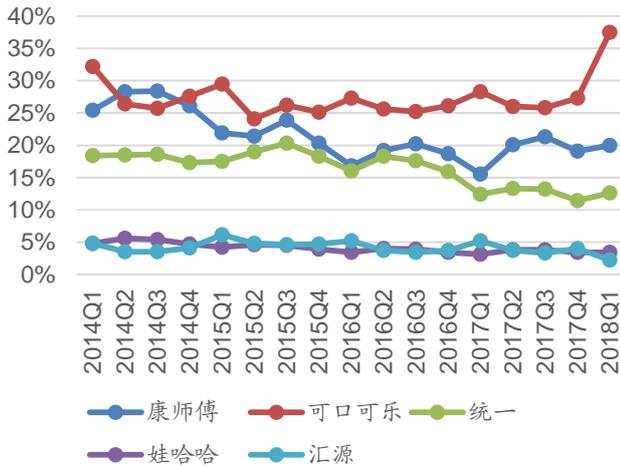
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 20: 公司汽水类饮料市场占有率 (%)



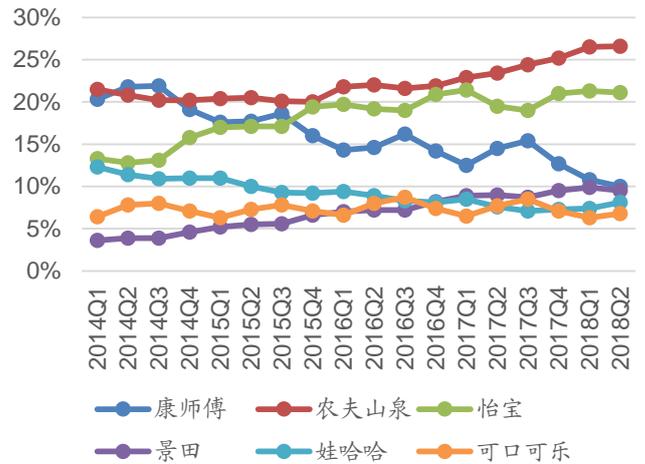
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 21: 果汁含量39%以下浓缩类果汁市场占有率 (%)



数据来源: 康师傅 2018 年报、广发证券发展研究中心

图 22: 瓶装水市场占有率 (%)



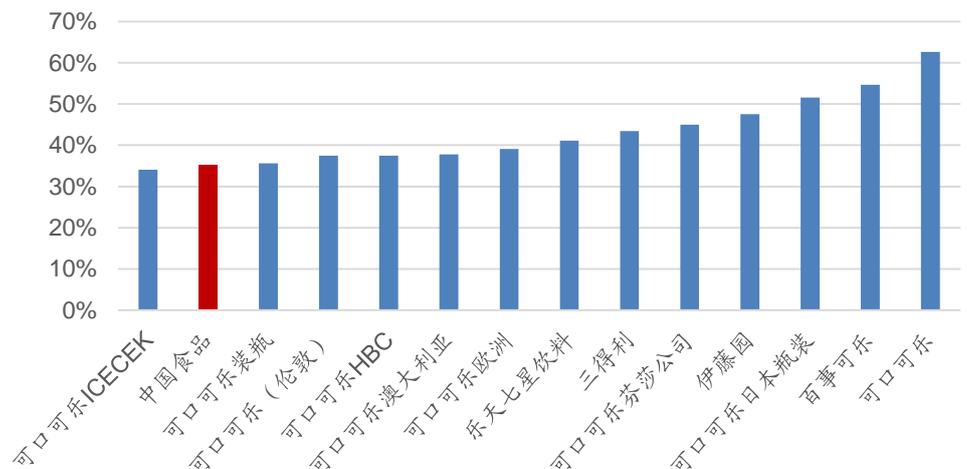
数据来源: 康师傅 2018 年报、广发证券发展研究中心

五、公司规模和盈利能力有望同步提升

(一) 产品结构优化继续提高利润率, 包装水等子行业增长空间大

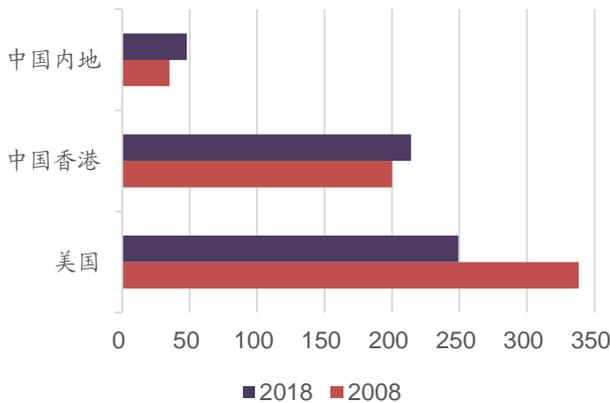
2018年中国食品收入同比增长17.1%，销量提升17%，ASP同比上涨2%。ASP提升主要受到单价和毛利较高的碳酸饮料新品如无糖和高纤维饮料等销量提升的推动。2018年，公司瓶装水的市占率同比提升0.5个百分点，中国食品已经推出单价为7元的勘察加和贝加尔湖两大水源水，我们认为高端产品的占比会提高，产品的结构改善将会进一步提高公司的利润率。

图 23: 2018全球部分可比公司销售毛利率



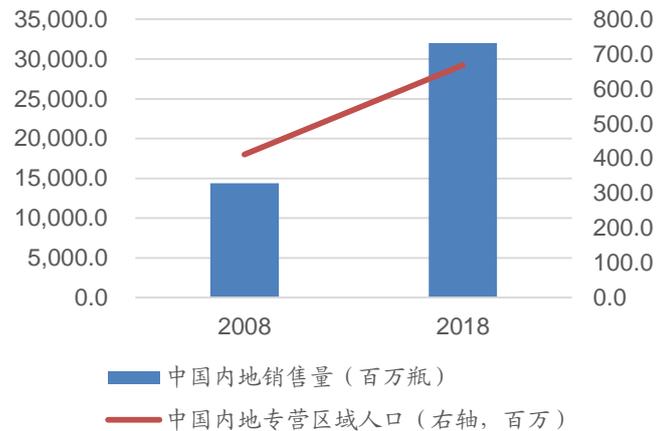
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 24: 可口可乐人均饮用量 (八安士装)



数据来源: 太古 2018 年报饮料部门、广发证券发展研究中心

图 25: 可口可乐中国内地销售量 (百万瓶八安士装) 与专营区域人口 (百万)

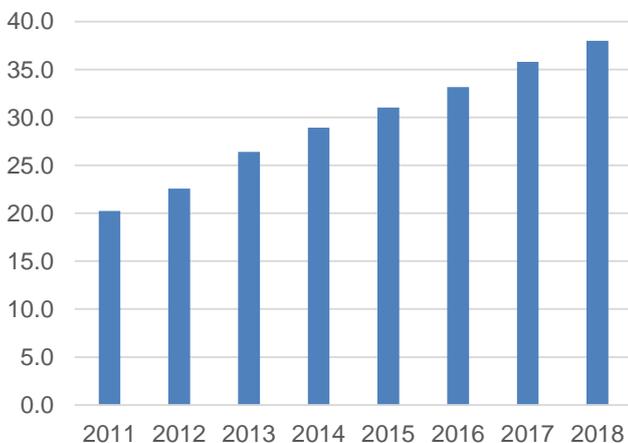


数据来源: 太古 2018 年报饮料部门、广发证券发展研究中心

包装水、茶饮料和功能饮料等景气度较高, 有望推动公司结构优化。随着消费者生活水平的提高, 中国消费者更加追求健康的饮品。我国人均包装水消费量每年稳定增长, 趋势明显, 未来瓶装水在中国的消费增长将会继续加速。得益于渠道和品牌的优势, 预计两元水的增长将持续, 同时未来公司将会继续提升2元水的市场份额。近年来中国的功能饮料人均饮用量也在快速增加。魔爪饮料在美国市场取得了巨大的成功, 而这部分产品在中国食品的销量占比依然很低, 公司会继续增加线下的推广和品牌营销, 我们预计功能饮料有望在中国打开市场, 成为公司新的增长驱动力。

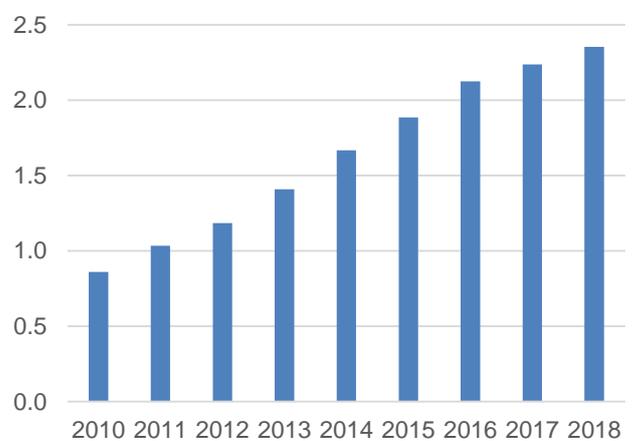
同时依托着可口可乐全球强大的研发能力, 我们预计公司的产品创新会持续, 2019年公司将会推出即饮茶饮料开拓新的品类市场。公司的包装水和功能饮料未来的增长空间巨大, 在公司持续推广的情况下有望为公司业绩成长提供持续动力。

图 26: 中国包装水人均消费量 (升)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 27: 中国功能饮料人均饮用量 (升)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

(二) 瓶装厂效率提升提高公司利润率

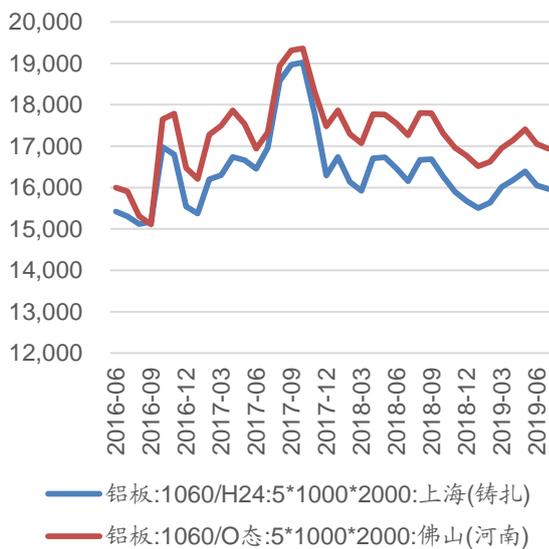
2018年，不包括新并入的瓶装厂，公司的销售有机增长率为10%，主要得益于产品结构的优化和收购工厂的整合效果。我们预计2019年会继续维持稳固的有机增长。公司2018年新收购的8个灌装厂净利率比公司原有灌装厂低1个百分点，公司将致力于提升新灌装厂的运营效率，我们认为新灌装厂的净利率将会有所提升。公司历史上每年有7-10亿的资本开支，投资生产线升级，公司今年将新增4条生产线，进一步提高生产能力。

公司在稳定销售费用率的情况下持续提升利润率水平，公司2018年销售费用率同比轻微上涨0.38个百分点，主要由于下半年网点建设投入的增加，但有利于未来销售的增长。另外由于公司经营效率改善，2018年管理费用率同比下降1.7个百分点。我们预计公司内部整合还会继续，公司经营效率会提高，整体的费用有望进一步下降。

(三) 原材料价格稳定

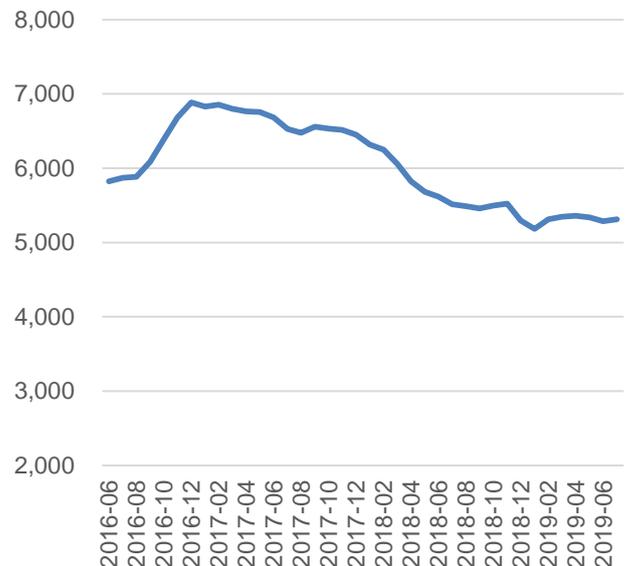
2019年上半年公司主要原材料中铝、白糖及果糖价格保持稳定；PET价格稳中下降，我们预计成本价格总体稳定有利于公司维持产品毛利率。

图 28: 铝价格 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 29: 白糖价格 (元/吨)



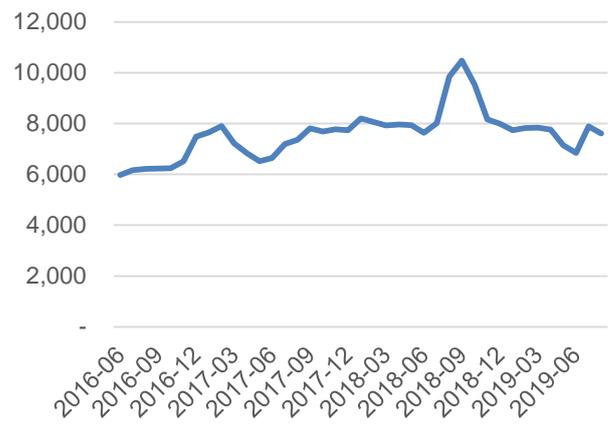
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 30: 果糖价格 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 31: PET价格 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、盈利预测与估值假设

(一) 盈利预测假设

我们认为公司重组后由于品牌垄断优势, 依托成熟的销售网络, 未来营业收入有很大提升空间, 公司内部整合还会持续进行, 释放出更多的内生增长潜力; 同时公司今年的增长有望延续去年的趋势。预计未来公司2019、2020和2021年的收入增长率分别为11.30%、11.03%和10.50%。

由于整合带来的协同效应, 同时公司自身经营效率进一步改善, 预计公司未来三年的毛利率成长趋于稳定, 同时SG&A的费用也基本持平。

表 2: 毛利率和期间费用率预测

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率 (%)	35.16	35.41	35.00	35.00	35.00
期间费用率 (%)	33.46	31.91	30.09	29.95	29.89

数据来源: 公司财务报表、广发证券发展研究中心

总体而言, 我们认为公司经营结构稳定, 研发能力强, 公司能根据消费者口味和消费习惯的改变推出满足市场需求的各类产品。我们预测2019、2020和2021年公司营业收入分别为17,416、19,338和21,368百万元人民币。由于公司持续推行产品结构的升级, 我们预测公司2019-2021年的毛利率持平在35%左右。

表 3: 盈利预测利润表 (单位: 百万元人民币)

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,358	15,648	17,416	19,338	21,368
营业成本	8,661	10,107	11,321	12,570	13,889
毛利	4,697	5,541	6,096	6,768	7,479

其他收入	1,953	229	207	219	249
销售费用	3,768	4,467	4,702	5,221	5,739
管理费用	614	451	505	557	641
其他费用	10	83	85	83	84
投资净收益	41	44	57	64	71
EBIT	2,288	808	1,061	1,180	1,303
财务费用	88	75	33	14	7
利润总额	2,211	738	1,034	1,175	1,327
所得税	589	162	269	306	345
净利润	2,001	576	765	870	983
少数股东损益	443	256	398	452	510
归属母公司净利润	1,558	321	367	417	472
EBITDA	2,819	1,238	1,204	1,332	1,465
EPS (元)	0.56	0.11	0.13	0.15	0.17

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

表 4：按产品划分的收入明细（单位：百万元人民币）

		2018A	2019E	2020E	2021E
碳酸饮料	收入	11,428	12,799	14,207	15,628
	同比	-	12%	11%	10%
	占总收入%	73%	73%	73%	73%
果汁	收入	2,256	2,278	2,324	2,370
	同比	-	1%	2%	2%
	占总收入%	14%	13%	12%	11%
水	收入	1,320	1,623	2,013	2,496
	同比	-	23%	24%	24%
	占总收入%	8%	9%	10%	12%
其他	收入	645	716	795	874
	同比	-	11%	11%	10%
	占总收入%	4%	4%	4%	4%

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

(二) 可比公司估值

公司目前估值和瓶装厂相差不大，但是低于饮料公司市场平均水平。

表 5: 可比公司估值比较 (中国食品为按2019年08月06日收盘价广发预测, 其他为2019年08月06日彭博一致预期) (P/E 单位: 倍)

代码	名称	市值(百万 HKD)	P/S	P/E TTM	P/E:20 19	P/E:20 20	P/E:20 21	P/B	P/B:20 19	P/B:20 20	ROE:20 18	ROA:20 18
00506.HK	中国食品	9,035	0.49	23.75	21.92	19.29	17.05	1.88	1.80	1.69	10.09	2.8
	平均值	184,890	1.97	59.48	29.23	22.32	19.95	4.87	3.72	3.63	14.44	6.66
CCOLA TI	可口可乐伊斯坦布尔	11,820	0.76	22.53	14.1	10.03	7.63	1.41	1.38	1.29	3.15	7.52
COKE US	可口可乐装瓶有限公司	21,561	0.58	41.34	39.92	35.31	31.28	7.76	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
KOFL MM	可口可乐芬沙公司	98,676	2.29	38.18	N.A.	N.A.	N.A.	16.16	N.A.	N.A.	9.95	4.33
CCEP US	可口可乐欧洲	203,775	2.06	21.34	18.97	17.49	16.14	3.54	3.7	3.64	16.78	6.12
MNST US	怪兽饮料公司	256,420	8.51	31.46	28.93	25.99	23.67	8.84	8.05	7.04	25.92	20.53
KO US	可口可乐	1,751,989	6.32	24.24	24.79	22.85	21.17	12.29	12.06	13.11	49.73	10.13
2579 JP	可口可乐装瓶日本	39,877	0.51	475.91	91.58	31.63	23.13	0.84	0.82	0.81	1.88	2.31
2593 JP	伊藤园	30,930	0.82	40.46	41.16	36.71	35.01	3.63	3.76	3.58	10	7.1
CCL AU	可口可乐阿马提尔	38,917	1.56	18.47	19.75	18.85	18.05	4.8	4.46	4.28	24.16	7.43
CCH LN	可口可乐HBC	95,755	1.65	24.6	21.38	19.14	17.34	3.54	4.35	4.08	15.85	7.26
005300 KS	乐天七星饮料株式会社	6,936	0.42	N.A.	20.4	15.33	12.78	0.75	0.88	0.85	2.07	0.69
00220.HK	统一企业中国	39,608	1.62	27.12	27.59	24.87	22.93	2.69	2.63	2.57	8.35	5.35
00322.HK	康师傅控股	63,994	0.95	23.33	21.6	19.87	18.08	2.92	2.78	2.62	12.87	5.15
2587 JP	三得利食品饮料	104,050	1.08	19.99	20.21	18.91	17.99	1.96	1.81	1.7	11.28	6.51

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

(三) DCF 估值

2019-2021年的数据预测均来自我们财务预测模型，2021年以后期间主要假设如下：

我们假设中国食品2021年以后的增长放缓。2028年后按0%的永续增长。同时我们假设公司的盈利能力（EBIT Margin）和折旧维持当前稳定水平。无风险利率Rf为中国三十年期国债收益，市场风险利率RM取恒生指数近十年年化收益率。

根据以上假设DCF显示公司的合理价值为3.97港元，敏感性分析显示公司的合理价值区间为3.49港元至4.72港元。

表 6：中国食品DCF模型预测

FCFF (单位： 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
销售收入	15,648	17,416	19,338	21,368	23,275	25,188	27,079	29,097	31,246	33,533	35,960
同比增速	17.14%	11.30%	11.03%	10.50%	8.92%	8.22%	7.51%	7.45%	7.39%	7.32%	7.24%
EBIT	738	836	919	1,004	1,094	1,196	1,300	1,411	1,531	1,660	1,798
同比增速	-66.62%	13.25%	9.88%	9.33%	8.92%	9.37%	8.64%	8.57%	8.50%	8.41%	8.32%
EBIT Margin	4.72%	4.80%	4.75%	4.70%	4.70%	4.75%	4.80%	4.85%	4.90%	4.95%	5.00%
税率	21.92%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
EBIT (1-t)	576	619	680	743	809	885	962	1,044	1,133	1,228	1,331
折旧摊销	430	511	543	549	549	576	601	636	670	703	735
资本性支出	344	385	520	510	525	583	640	704	776	857	931
净营运资本变化	256	312	236	284	304	319	335	352	370	388	408
自由现金流	406	432	467	498	529	559	588	624	657	686	727
同比增速		6.32%	8.01%	6.67%	6.27%	5.70%	5.14%	6.11%	5.29%	4.40%	5.95%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：中国食品核心假设

关键假设	结果
税率 t	26.00%
永续增长率	0.00%
Beta	1.07
无风险利率 Rf	3.15%
市场收益率 RM	8.00%
股本成本 Ke	8.34%
债务成本 Kd	6.27%
债务比率	0.00%
WACC	6.12%
2018 年负债 (人民币, 元)	1,167
2018 年现金 (人民币, 元)	243
股数	2,797,223,396

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8: DCF 结果和敏感性分析 (单位: HKD)

		永续增长				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC	6.50%	3.13	3.37	3.70	4.14	4.77
	6.30%	3.22	3.49	3.84	4.31	5.02
	6.10%	3.32	3.61	3.98	4.51	5.29
	5.90%	3.43	3.73	4.14	4.72	5.59
	5.70%	3.54	3.86	4.31	4.94	5.92

数据来源: 广发证券发展研究中心

七、投资建议

中国食品依托品牌和渠道的优势，碳酸饮料、饮用水和功能饮料增长稳定，主要受无糖系列和纯悦增长带动。我们看好公司未来汽水、包装水和功能饮料的销售增长，同时预计公司会推出更多的产品，满足不同消费群体的需求。

我们预计公司2019-2021年的收入为17,416、19,338和21,368百万人民币；EPS分别为0.13、0.15和0.17元人民币，当前价格3.24HKD（2019年08月06日收盘价）对应的2019-2021年PE分别21.92、19.29和17.05倍，基于DCF模型计算得出合理估值为3.97港元，首次覆盖给予“买入”评级。

八、风险提示

1、主要产品销售不及预期:

公司的主要产品为碳酸饮料和果汁，如果竞争对手采取恶性竞争策略，公司的销售存在大幅下滑的可能。

2、原材料价格大幅上涨:

原材料价格上涨是公司毛利率被压制的主要原因，PET价格受国际市场波动影响较大，如果原材料价格大幅上升，公司的成本也将会大幅提高，侵蚀公司的利润。

资产负债表

单位: 百万元CNY

至12月31日	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,472	3,221	3,475	3,853	5,062
货币资金	832	243	300	482	729
应收及预付	797	871	1,120	1,244	1,728
存货	1,292	1,650	1,650	1,722	2,105
其他流动资产	551	456	405	405	500
非流动资产	9,714	10,068	10,368	10,800	11,218
长期股权投资	708	742	800	863	934
固定资产	4,658	4,887	5,129	5,497	5,845
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3,506	3,506	3,506	3,506	3,506
其他长期资产	841	933	933	933	933
资产总计	13,186	13,288	13,843	14,653	16,280
流动负债	4,929	5,688	5,898	6,076	6,863
短期借款	0	580	269	0	0
应付及预收	4,514	3,332	3,853	4,300	5,087
其他流动负债	415	1,776	1,776	1,776	1,776
非流动负债	2,005	887	577	464	464
长期借款	1,757	587	277	164	164
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	248	300	300	300	300
负债合计	6,934	6,575	6,474	6,540	7,327
股本	293.20	293.20	293.20	293.20	293.20
资本公积	3,663	3,926	3,926	3,926	3,926
留存收益	0	0	257	549	880
归母公司股东权益	3,957	4,219	4,476	4,768	5,098
少数股东权益	2,296	2,495	2,893	3,345	3,855
负债和股东权益	13,186	13,288	13,843	14,653	16,280

利润表

单位: 百万元CNY

至12月31日	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,358	15,648	17,416	19,338	21,368
营业成本	8,661	10,107	11,321	12,570	13,889
其他收入及收益	1,953	229	207	219	249
销售费用	3,768	4,467	4,702	5,221	5,739
管理费用	614	451	505	557	641
财务费用	88	75	33	14	7
其他费用及亏损	10	83	85	83	84
投资净收益	41	44	57	64	71
利润总额	2,211	738	1,034	1,175	1,327
所得税	589	162	269	306	345
净利润	2,001	576	765	870	983
少数股东损益	443	256	398	452	510
归属母公司净利润	1,558	321	367	417	472
EBITDA	2,819	1,238	1,204	1,332	1,465
EPS (元)	0.56	0.11	0.13	0.15	0.17

现金流量表

单位: 百万元CNY

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	447	1,275	1,199	1,208	889
净利润	2,365	588	765	870	982
折旧摊销	531	430	143	152	162
营运资金变动	-282	256	312	236	-192
其它	-2,167	0	-22	-49	-63
投资活动现金流	2,606	-1,034	-385	-520	-510
资本支出	-667	-681	-385	-520	-510
投资变动	3,094	5	0	0	0
其他	179	-359	0	0	0
筹资活动现金流	-3,234	-829	-757	-505	-132
银行借款	-677	-590	-621	-381	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	36	0	0	0	0
其他	-2,594	-239	-135	-124	-132
现金净增加额	-181	-589	57	182	247
期初现金余额	1,013	832	243	300	482
期末现金余额	832	243	300	482	729

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	-46.6%	17.1%	11.3%	11.0%	10.5%
归属母公司净利	248.6%	-79.4%	14.5%	13.6%	13.1%
获利能力(%)					
毛利率	35.2%	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率	12.15%	3.68%	4.39%	4.50%	4.59%
ROE	39.4%	7.6%	8.2%	8.8%	9.3%
ROIC	51.8%	18.1%	22.8%	24.9%	25.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6%	49.5%	46.8%	44.6%	45.0%
净负债比率(%)	14.8%	13.8%	3.3%	-3.9%	-6.3%
流动比率	0.70	0.57	0.59	0.63	0.74
速动比率	0.38	0.20	0.23	0.27	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.97	1.18	1.28	1.36	1.38
应收账款周转	18.05	51.79	36.50	36.50	36.50
存货周转率	3.55	6.87	6.86	7.30	9.13
每股指标					
每股收益	0.56	0.11	0.13	0.15	0.17
每股经营现金	0.16	0.46	0.43	0.43	0.32
每股净资产	1.41	1.51	1.60	1.70	1.82
估值比率					
P/E	5.25	25.49	21.92	19.29	17.05
P/B	2.07	1.94	1.80	1.69	1.58
EV/EBITDA	3.23	7.35	7.45	6.74	6.12

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。