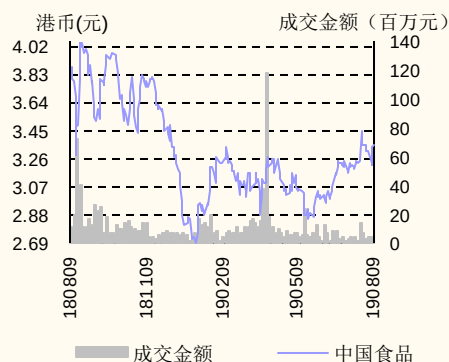


中国食品(00506.HK) 买入 (首次评级)**港股公司深度研究**

市价 (港币): 3.350 元
目标 (港币): 4.000 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 2,797.22
总市值(百万元) 8,895.17
年内股价最高最低(元) 4.050/2.690



股价表现(%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	9.84	3.72	-13.66
相对香港红筹	15.90	9.69	-9.84

基本面持续向上，估值底部已现**公司基本情况**

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	15648	17123	18635	20172
同比增长	16.8%	9.4%	8.8%	8.2%
母公司股东溢利(百万)	321	399	484	578
同比增长	-70.7%	24.2%	21.5%	19.3%
毛利率	35.4%	36.2%	36.7%	37.3%
净利润率	3.7%	4.2%	4.7%	5.1%
每股收益	0.11	0.14	0.17	0.21
每股经营现金流	0.46	0.47	0.51	0.53
市盈率(倍)	26	21	17	14
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.5

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论

- **资产重组并理顺定位，中粮集团唯一专业化全品类饮料平台：**2017 年中国食品旗下中可饮料资产重组，同时中国食品剥离非饮料资产（仅剩中可饮料），未来定位于中粮集团唯一专业化全品类饮料平台。我们认为，中可饮料当前战略清晰，品牌力领先，通路精耕程度在饮料行业中遥遥领先，背靠中粮集团可与美国可口可乐形成良好协同效应，在当前饮料行业“混战”情形下，已经拥有较强优势和坚实发展基础，预期将有较为稳步的增长。
- **2018 年中国食品深化调整，业绩持续改善：**2018 年全年中国食品实现营业收入 156.48 亿元（+17.14%）；从分部业绩来看，2018 年饮料分部业绩预计为 5.48 亿元（+141.6%）。业绩实现快速提升主要在于新并购厂管理改善、新品推出以及产品结构的优化。除去一季度同比并购厂提供的增量外，2018 年中可饮料在收入端拥有较往年更高的有机增长（预计为 10%），结合不断深化调整内部管理，实现并购厂业绩的改善，推动盈利弹性持续提升。
- **迎发展机遇而上，未来有望实现稳健增长：**预计公司将持续进行“变相提价”拉动毛利率的持续提升，再加上增值税下调丰厚利润（预计 2019 年提升净利率 0.6pct）以及销售规模增加后费用率下降，将持续为利润创造一定空间，有望持续推动利润率的上升。我们预期中国食品目前及未来 1-3 年内将持续发生较大的变化，包括混改的进展提速、持续“提价”和产品结构的优化、全品类战略的实施等，都将给中国食品带来崭新的面貌，并持续推动着一个全新的、具备更多市场份额优势的全品类饮料公司的诞生。

投资建议

- 预计公司 2019-2021 年收入分别为 171.2 亿元/186.4 亿元/201.7 亿元，同比 +9.4%/+8.8%/+8.2%；归母净利润分别为 4.0 亿元/4.8 亿元/5.8 亿元（三年复合增速为 21.7%），同比 +24.2%/+21.5%/+19.3%，对应净利率分别为 4.2%/4.7%/5.1%，折合 EPS 为 0.14 元/0.17 元/0.21 元，对应 2019-2021 年 PE 为 21X/17X/14X。以 19 年行业平均估值（25 倍 PE）为基础，给予目标价 4.0 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 需求下滑/新产品增速不达预期/混改延期/美国可口可乐产品对接变动风险/食品安全问题。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

tangchuan@gjzq.com.cn

1

内容目录

写在前面	5
一、历年业绩波动不断，目前奠定稳定发展基础	6
1.1 结构变化与模式调整，历年业绩波动明显	6
1.2 重组并购焕然一新，公司确定发展定位	8
1.3 中可饮料近年增速较为稳定，内部产品结构不断优化	12
二、碳酸饮料行业格局稳固，非碳酸饮料行业蓬勃发展	14
2.1 碳酸饮料：可口可乐地位稳固，中可饮料承接品牌与新品红利	14
2.2 非碳酸饮料：拥抱消费升级，空间逐步打开	17
三、公司深化调整，业绩持续改善	19
3.1 内部优化持续进行，全年收入实现较快增长	20
3.2 新并购厂管理不断改善，利润率持续提升	20
3.3 新品持续推出并落地，有效改善和优化产品结构	21
四、迎发展机遇而上，未来 1-3 年内有望实现稳健增长	22
4.1 混改预期提速，公司动能持续增强	22
4.2 持续“变相提价”和完善营销体系，推进业绩稳步提升	23
4.3 依托品牌优势与渠道优势，全品类公司逐渐成型	26
五、财务分析：财务指标向好趋势明显，预期未来有望持续改善	28
六、盈利预测、估值与投资建议	30
七、风险提示	31
附录：三张报表预测摘要	32

图表目录

图表 1: 可比公司估值情况一览 (单位: 人民币)	6
图表 2: 中国食品历年公司业务变化 (货币: 人民币)	6
图表 3: 2000-2018 年公司营收变动情况 (亿元)	7
图表 4: 2000-2018 年公司净利变动情况 (亿元)	7
图表 5: 2005-2018 年公司分部营收 (亿元)	7
图表 6: 2007-2018 年公司各分部业绩 (亿元)	7
图表 7: 近年中国食品承担集团品牌消费品终端出口职责.....	8
图表 8: 2017 年中国食品 (中可饮料) 成为专业平台.....	8
图表 9: 中国食品股权结构图.....	8
图表 10: 中可饮料中国区重组示意图.....	9
图表 11: 中可饮料重组前后版图对比.....	10
图表 12: 2017 年国内饮料企业市场份额.....	11
图表 13: 碳酸汽水产品类中可口可乐份额较高.....	11
图表 14: 果汁品类中可口可乐份额较高.....	11
图表 15: 水品类中农夫山泉与怡宝份额较高.....	11
图表 16: 即饮咖啡品类中雀巢份额最高.....	11
图表 17: 能量饮料品类中红牛份额最高.....	11
图表 18: 2009-2018 年公司分部 (饮料) 营收 (亿元)	12
图表 19: 2009-2018 年公司分部 (饮料) 业绩 (亿元)	12
图表 20: 2009-2017 年饮料行业各品类同比增速 (%)	13
图表 21: 2018 年中可饮料分品类情况.....	13
图表 22: 我国碳酸饮料市场规模及增速 (亿元)	14
图表 23: 我国碳酸饮料市场销量及其增速 (万吨)	14
图表 24: 可口可乐与百事可乐全方位对比一览表.....	15
图表 25: 可口可乐与百事旗下产品情况.....	16
图表 26: 百事采取多元化战略, 业务品类丰富.....	16
图表 27: 可口可乐与百事可乐赞助对比.....	16
图表 28: 可口可乐餐饮合作伙伴数量显著多于百事.....	16
图表 29: 中可饮料与太古饮料相比来说更有优势.....	17
图表 30: 我国果汁行业历年发展规模与增速 (亿元)	17
图表 31: 果汁行业的增长点在于品类增长和结构升级.....	17
图表 32: 我国瓶装水行业历年发展规模与增速 (亿元)	18
图表 33: 我国瓶装水行业主要品牌以及定位.....	18
图表 34: 我国功能饮料行业发展规模与增速 (亿元)	19
图表 35: 中国功能饮料人均饮用量与消费额较低.....	19
图表 36: 2017 年我国功能饮料市场格局.....	19
图表 37: 中国软饮料细分市场增长趋势预测 (亿元)	19

图表 38: 2018 年营业收入实现较快增长 (亿元)	20
图表 39: 2018 年测算分部业绩实现高速增长 (亿元)	20
图表 40: 2018 年中国食品饮料业务产品结构	21
图表 41: 公司 2017 与 2018 年毛利率、费用率变化	21
图表 42: 2018 年中国食品推出新品共涉及 13 个品牌、35 个 SKU	22
图表 43: 中可饮料管理层快消品行业经验丰富	23
图表 44: 2017-2019.07 白糖现货价格指数 (元/吨)	24
图表 45: 2017-2019.07 果糖现货价 (元/吨)	24
图表 46: 2017-2019.07 PET 现货价 (元/吨)	24
图表 47: 2017-2019.07 铝材价格指数走势	24
图表 48: 中国食品毛利率敏感性分析	25
图表 49: 毛利率不变前提下的提价幅度	25
图表 50: 公司逐步收回利润的不同比例下收入增速、毛利率情况测算	25
图表 51: 中可饮料营销体系核心	26
图表 52: 中可饮料覆盖率和可控销量比例	26
图表 53: 20 年来可口可乐品牌并购情况	27
图表 54: 可口可乐定位全品类饮料公司	27
图表 55: 中可饮料渠道优势明显	27
图表 56: 同行业内不同公司营收增速对比	29
图表 57: 同行业内不同公司销售费用率对比	29
图表 58: 同行业内不同公司毛利率对比	29
图表 59: 同行业内不同公司净利率对比	29
图表 60: 同行业内不同公司应收账款周转天数对比	30
图表 61: 同行业内不同公司 ROE 对比	30
图表 62: 中国食品分产品盈利预测表 (百万)	31

写在前面

我们为什么推荐中国食品？

- 中国食品如若抛开“壳”的名称，实质是可口可乐在中国北方区的装瓶集团，承接可口可乐在北方区除品牌投放之外的所有经营工作，包括生产、销售等。公司具备可乐体系最精华和灵魂的部分——**超强渠道掌控能力及深度分销机制**，在仍然处于饮料品类渠道为王的今天，这是一个被资本市场忽视和埋没的公司，我们深挖其价值，希望带给市场更多的思考。
- 2017 年中国食品与太古饮料“二分天下”后，中国食品承接了可口可乐中国区的自有工厂资产和渠道体系，但由于这些资产体系存在效率相对低下问题，导致净利率低于中国食品本身净利率。因此从 2018 年开始至今，中国食品净利率开启了一轮重新修复过程（从 2018 年分部利润率来看较 2017 年同比提升 1.8pct 至 3.5%），此过程也伴随着饮料行业迎来经典产品回归趋势——可口可乐碳酸产品在渠道体系及渗透率稳定提升基础上的自然动销加快，18 年公司有机增长预计达到 10%，摆脱过往碳酸汽水低增速为主下的整体低增速趋势，实现增速复苏。我们认为中国食品进入**收入和净利增速全面复苏的黄金时期**。
- 中国食品被确定为中粮集团唯一的全品类饮料平台，仅有碳酸汽水为主的结构难以符合此定位。我们预期中国食品未来孕育着并购可能；此外，中国食品作为中粮集团管理下的专业化公司，是中粮集团国企改革的被执行业单位之一，在较多专业化公司已经持续在进行改革进程的同时，我们预期中国食品近年也孕育着国企改革可能，其中混改进程有望继续进行，可口可乐公司在中可饮料股权有望上翻，管理层激励有望落实，均有助于公司乘势而起，不断释放增长的潜力和保持向上的趋势。

我们为什么在此时推荐中国食品？

- **剥离非饮料业务的缓冲期已过，奠定稳定发展的基础。**中国食品于 2017 年将非饮料业务全部剥离，仅留下饮料分部（中可饮料）。目前公司业务聚焦，剥离其他业务的缓冲期已过，不再对公司损益表造成影响，为公司未来的稳健发展打下基础。
- **毛利率趋势上升，叠加增值税利好，利润释放可期。**中性估计若 2019 年中国食品果糖和 PET 价格上涨 2%，铝材全年预计持平，以 2018 年数据为基础，则毛利率为 35.05%，下降 0.36pct，而中国食品若“变相提价”0.56%便可守住毛利率不变。展望未来，中国食品“变相提价”策略有望一直持续，再加上增值税下调丰厚利润，有望持续推动利润率的上升。
- **当前估值低于历史中枢，底部有望抬升。**目前中国食品 PE 估值仅为 21 倍，低于公司近三年 PE31 倍的估值中枢。我们认为，公司已进入收入和净利增速全面复苏的黄金时期，基本面有望持续向上，目前公司估值仍在底部，后期有望迎来抬升。

盈利预测、估值与投资建议

- 预计公司碳酸汽水占比将会逐年下降，同时碳酸品类增速放缓，水、功能饮料等其他非碳酸品类将贡献较高增速。预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 171.2 亿元/186.4 亿元/201.7 亿元，同比+9.4%/+8.8%/+8.2%。
- 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.0 亿元/4.8 亿元/5.8 亿元（三年复合增速为 21.7%），同比+24.2%/+21.5%/+19.3%，对应净利率分别为 4.2%/4.7%/5.1%，折合 EPS 为 0.14 元/0.17 元/0.21 元，对应 2019-2021 年 PE 为 21X/17X/14X。以 19 年行业平均估值（25 倍 PE）为基础，给予目标价 4.0 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况一览（单位：人民币）

股票代码	公司简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
0506. HK	中国食品	0.14	0.17	0.21	21	17	14
603156. SH	养元饮品	2.83	3.07	3.37	11	10	9
000848. SZ	承德露露	0.45	0.48	0.53	17	16	14
0220. HK	统一企业中国	0.27	0.32	0.35	30	25	23
0322. HK	康师傅控股	0.47	0.52	0.57	21	19	18
0345. HK	维他奶国际	0.72	0.87	1.16	44	36	27
平均值：					25	21	18

来源：wind，国金证券研究所；注：除中国食品外其他公司 EPS 均采取 wind 一致预期；以 8 月 09 日收盘价为 PE 计算依据；汇率统一为 1 港元=0.90 元人民币

一、历年业绩波动不断，目前奠定稳定发展基础

1.1 结构变化与模式调整，历年业绩波动明显

- 中国食品 2007 年前业务结构较为庞杂（见下表），07 年后基本形成了以厨房食品（福临门油）、饮料（可口可乐）、酒类（长城葡萄酒等）和休闲食品（金帝巧克力）为核心业务的结构。在此结构中，厨房食品一般营收规模占比较高（50%左右），但净利率极低（一般不超过 1%）；休闲食品占比较小（一般不超过 5%），净利润持续数年亏损；酒类业务主要是长城葡萄酒和进口葡萄酒，12 年营收达到顶峰 31.5 亿元（以长城为主），13 年受到三公消费限制、进口葡萄酒冲击等影响，收入拦腰斩断，开始发展进口葡萄酒（中粮名庄荟），16 年酒类业务逐步恢复到 22.4 亿元（包含进口葡萄酒），收入占比 8.9%；饮料业务是中国食品最稳定增长和贡献主要盈利的业务，2016 年分部业绩利润中饮料业务占据 76% 的比例，远高于其他业务。可见结构变化一直持续影响着中国食品的业务表现。
- 另外，中粮集团期间实行全产业链战略，2010 年以中国食品作为全产业链终端出口，调整业务模式从事事业部制到职能制，各品类产供销由统一的销售运营部管理，业务模式和流程发生了较大的变化。然而由于跨品类管理存在很多的协调问题，同时也涉及到终端业务人员经验问题，因此公司虽然进行了不断优化，但也在一定程度上造成管理沟通成本的上升以及公司运转效率的下降，进而造成对业绩的影响，加重了业绩的波动性。

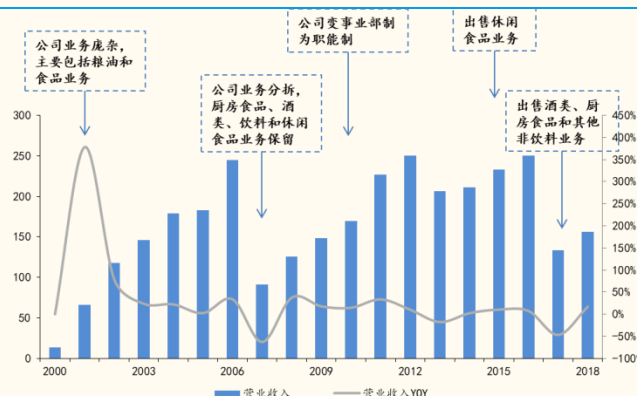
图表 2：中国食品历年公司业务变化（货币：人民币）

时间	控股股东	管理层	公司主要业务
2005-2006	中粮集团	宁高宁、曲喆（董事总经理）	· 公司名称：中国粮油国际有限公司，2007 年 4 月改名为中国食品有限公司 · 公司业务：厨房食品（福临门油）、饮料（可口可乐）、酒类（长城葡萄酒等）、休闲食品（金帝巧克力）、大米贸易及加工、啤酒原料、生物燃料和生化、面粉制造、食用油和豆粕等产品生产销售 · 公司业绩：营收与净利规模持续上升，2006 年达到历史顶峰，分别为 245 和 9.9 亿元。
2007-2009	中粮集团	宁高宁、曲喆（董事总经理）	· 公司名称：中国食品有限公司 · 公司业务：厨房食品、饮料、酒类、休闲食品 · 公司业绩：剥离大宗粮油业务后，2007 年营收和净利规模仅为 91.2 和 7.4 亿元，到 2009 年营收持续上升到 148.1 亿元，净利则不断波动，保持在 5 亿元上下。
2010-2012	中粮集团	宁高宁、迟京涛、栾秀菊（董事总经理）	· 公司业务：厨房食品、饮料、酒类、休闲食品 · 公司模式：2010 年开始公司承担中粮集团消费品终端出口重任，逐步调整事业部制到职能制 · 公司业绩：业绩稳步上升，但 2012 年由于厨房食品业务遭遇成本上涨、业务模式调整和市场激烈竞争等原因录得亏损（分部业绩亏 1.86 亿元），拖累公司业绩出现下滑。

2013-2016	中粮集团	于旭波、 马建平、 江国金（董事 总经理）	· 公司业务：厨房食品、饮料、酒类、休闲食品（15 年售出） · 公司业绩：2013 年业绩到达低谷，营收录得 206.1 亿元，净利亏损 7.0 亿元，主要归因于酒类、厨房食品和休闲食品业务各自遭遇行业（三公消费限制等）、竞争对手（进口葡萄酒等）、自身问题（休闲食品市场营销问题）等原因，规模和利润均下滑。2015 年售出休闲食品业务。2016 年重回业绩高点，营收 250 亿元，净利 4.5 亿元。
2017-2018	中粮集团	马建平、 栾秀菊（董事 总经理）	· 公司业务：饮料、厨房食品（17 年出售）、酒类（17 年出售） · 公司事件：饮料业务与可口可乐（中国）及太古饮料公司三方资产重组，与太古二分天下中国可乐装瓶业务 · 公司定位：中可饮料成为中粮集团 18 个直属公司之一，定位集团旗下唯一全品类饮料公司，接管中国食品上市平台 · 公司业绩：17 年饮料业务由于当年 4 月并购资产，营收达 133 亿元（16 年 101 亿元），净利润 15.6 亿元（16 年分部业绩约 5.7 亿元）；18 年专注饮料业务实现营业收入 156 亿元（+17.14%），净利润 3.21 亿元（分部业绩约 5.5 亿元，业绩逐步回调，改善趋势明显）。
2019 至今	中粮集团	于旭波、 陈朗、 栾秀菊（董事 总经理）	· 公司业务：饮料 · 公司业绩：根据终端渠道反馈，2019 年上半年终端动销较好，结合间接提价以及新品发力，我们预计上半年收入有望实现双位数增速。

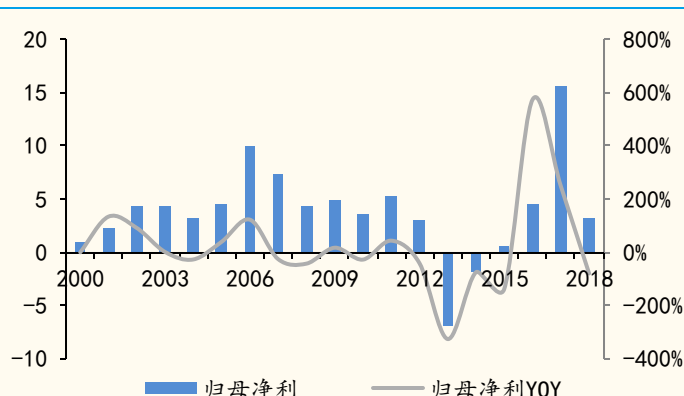
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2000-2018 年公司营收变动情况（亿元）



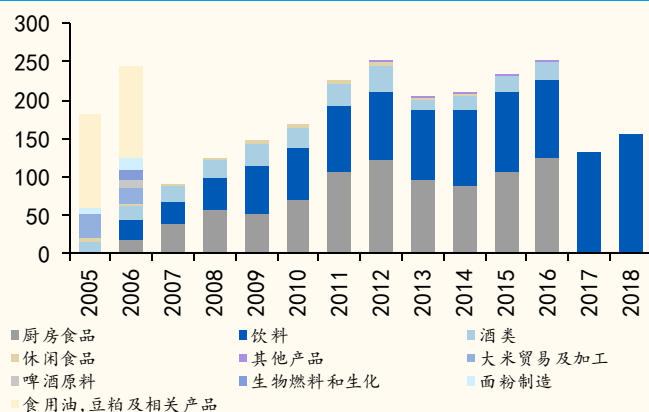
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2000-2018 年公司净利变动情况（亿元）



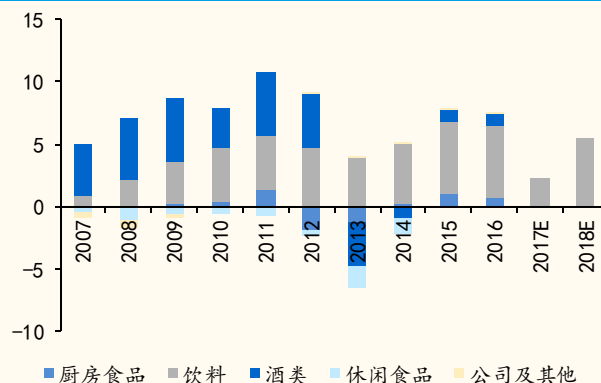
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2005-2018 年公司分部营收（亿元）



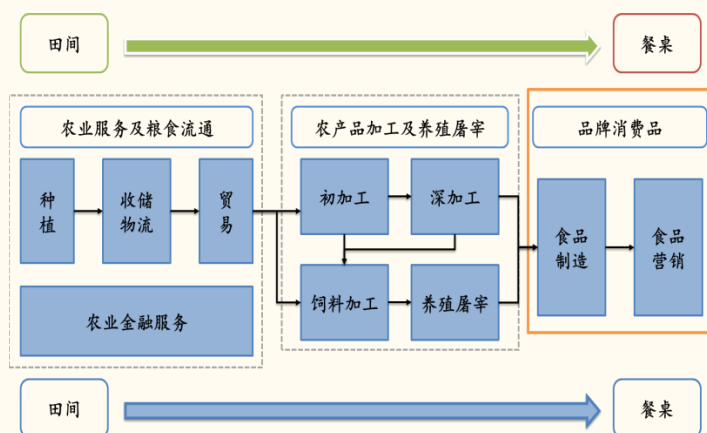
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2007-2018 年公司各分部业绩（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所；注：2017/2018 年中国食品仅剩饮料分部业务，并未披露分部业绩具体数据，在此我们使用营业利润（不含其他收支、营业外收支以及资产处置收益等）作为 2017 与 2018 年饮料分部业绩。

图表 7：近年中国食品承担集团品牌消费品终端出口职责



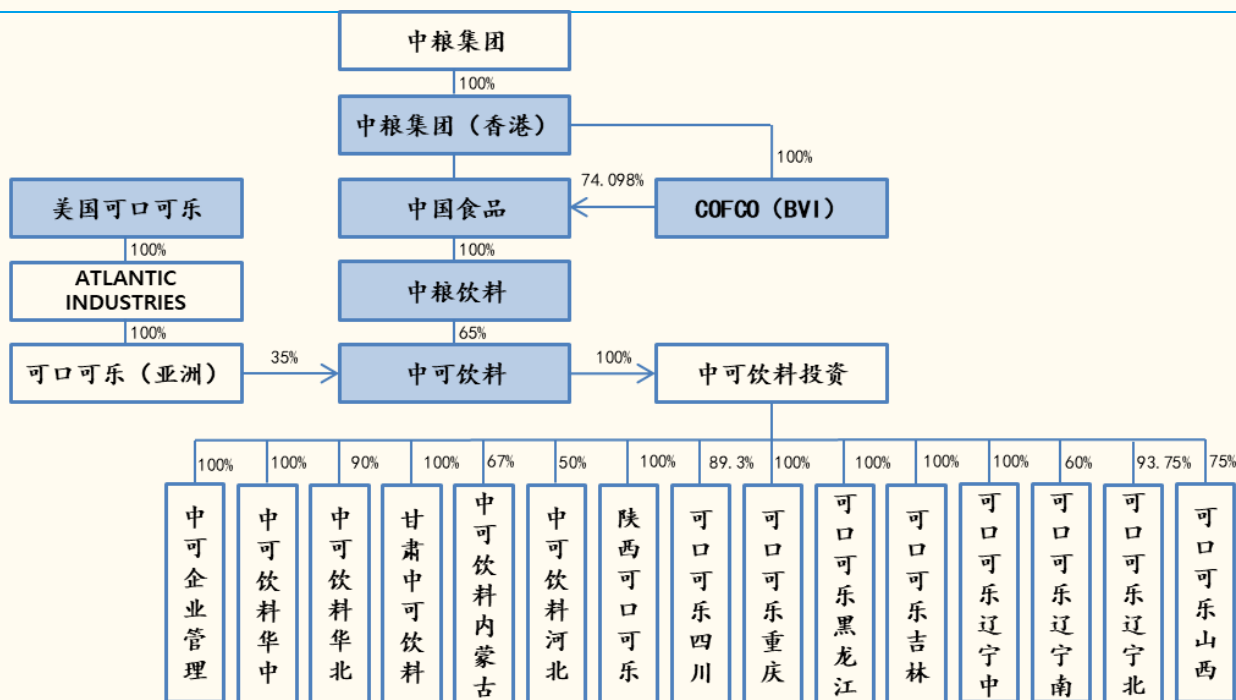
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2017 年中国食品（中可饮料）成为专业平台



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：中国食品股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 重组并购焕然一新，公司确定发展定位

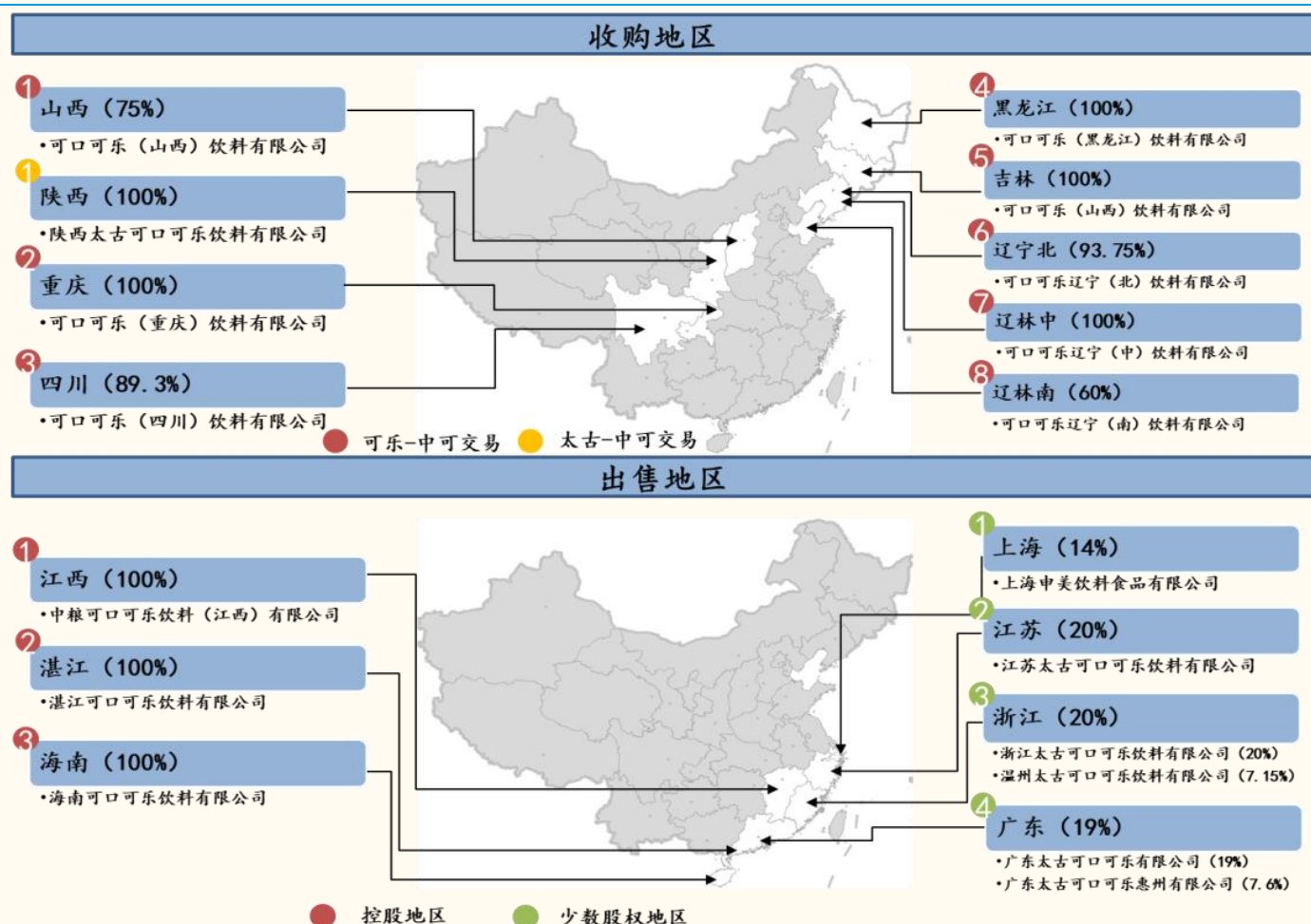
中可饮料、太古饮料为可口可乐在中国的两大装瓶集团，承担可口可乐公司产品在中国的生产和销售工作。可口可乐公司获取股权收益（35%）和主剂（可乐等产品糖浆）价差，同时承担可乐产品在国内的品牌投放工作。

由于可口可乐在全球推进轻资产模式，可口可乐将其在国内的自营装瓶厂出售给中可饮料和太古饮料。2017 年中国食品在出售非饮料资产前，于 4 月 1 日完成了中可饮料、可口可乐中国和太古饮料装瓶厂的资产重组，并顺应中粮集团专业化发展思路，确定了公司定位和未来发展方向。

➤ 重组并购焕然一新，三分天下变为二分天下

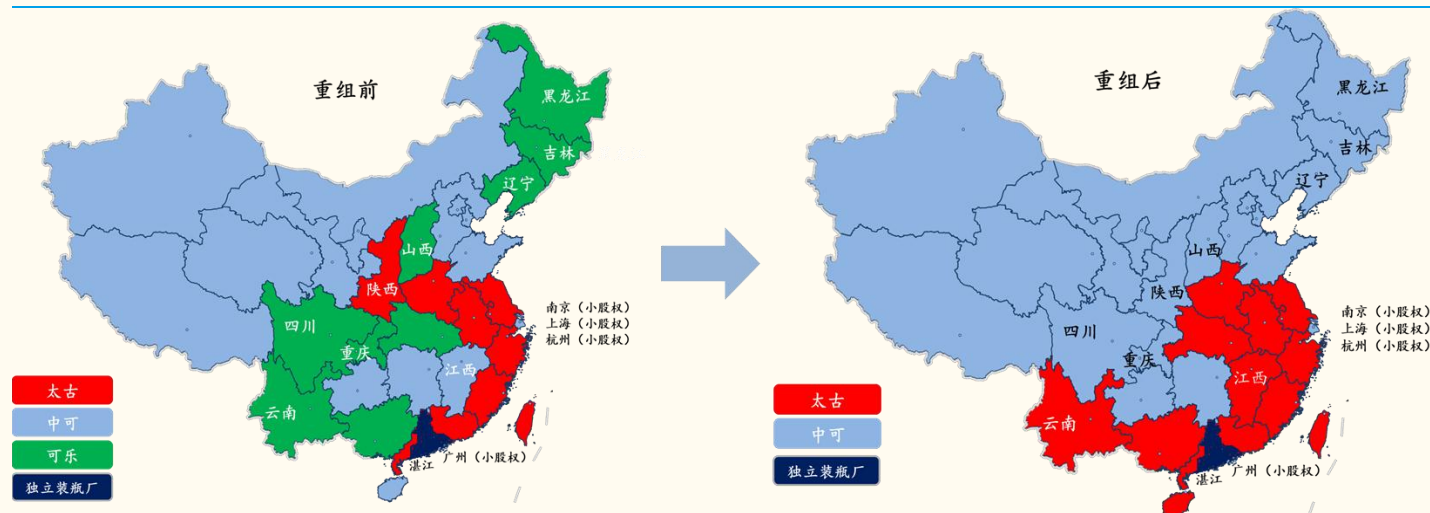
- 资产重组中，可口可乐中国区由原有的 3 家装瓶集团（可乐中国、中可饮料、太古饮料）变为 2 家（中可饮料、太古饮料），由可乐中国将原有旗下 10 家工厂出售给中可饮料和太古饮料，同时中可与太古之间也进行资产重组。具体来看，中可饮料原有 12 家装瓶厂，出售给太古饮料 3 个厂（海南、江西和湛江）以及 4 家厂少数股份（浙江、上海、江苏和广东），同时并购太古饮料陕西厂以及可乐中国 8 个厂（山西、重庆、四川、黑龙江、吉林、辽宁北、辽宁中和辽宁南），最终持有 18 家装瓶厂（若加上 2017 年 4 月投产的华中厂，目前中可共有 19 个装瓶厂），销售区域从原来 15 个省份提高到 19 个，占据国土面积的 81%以及人口数量的 51%。
- 我们认为，此次重组并购短期将带来中可饮料规模的增长，长远伴随中可饮料并购厂管理效益的提升，将带来更多的盈利空间。另外，生产供应区域扩大，将带来成本协同效应和规模经济，可以最大限度优化区域产能利用率，同时重新优化运输路线，节省运输成本。最后，这也将更好地与可口可乐之间进行协同，双方确定和梳理清晰各自在中国区的职责，可以简化以往各项费用控制和品牌预算流程，更加有利于未来双方的合作。

图表 10：中可饮料中国区重组示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 11：中可饮料重组前后版图对比



来源：公司官网，国金证券研究所

➤ 公司确定发展定位：中粮集团旗下唯一的专业化饮料平台

中粮集团确立了集团专业化公司发展路线，制定了中粮集团十三五规划，其中中可饮料被调整为中粮集团旗下唯一的专业化饮料平台，即集团唯一可以生产销售饮料品类的公司。基于此，中可饮料对自身进行了深入分析，结合中粮集团要求，确定了未来将丰富饮料品类、打造全品类饮料平台的目标。

据尼尔森数据，2018 年中国食品饮料市场份额为 21%（销售额口径），公司规划前景是市场份额提高至 30%，同时每年成长快过行业增速。尽管公司并未披露具体的业绩指引，但就战略定位来讲，我们认为正确且符合其发展方向的：

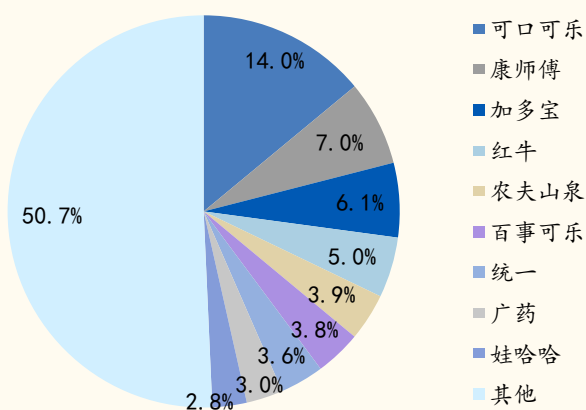
（1）从行业角度，饮料品类竞争异常激烈，主要品类已成型，未来创造新品类的可能性极低，仅限于在现有品类下的创新，全品类战略为中可饮料创造未来可能性；

（2）从自身角度，中可饮料碳酸品类占据大部分比重，此品类在全球及国内增速放缓已成共识，未来驱动中可饮料前进的引擎将更多来自于非碳酸业务的成长，中可饮料可选择有较快增速的品类切入，为未来增速提供保障；

（3）从与可口可乐合作角度来看，全品类战略会加速中可与可口可乐之间的合作紧密度，中可将比以往更加密切的关注可口可乐全球新产品的引入；

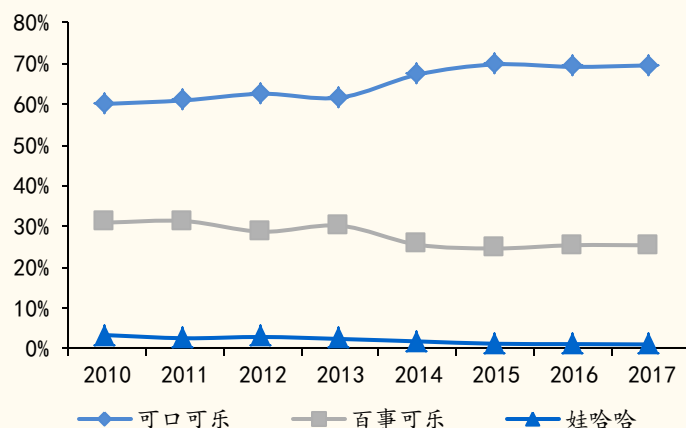
（4）从竞争格局角度来看，目前尚未出现一家实力强劲、旗下所有品类产品份额均能够在行业领先的多品类饮料企业，而是行业内各个竞争对手均在 1-2 个细分品类中有相对优势（如中可饮料在汽水、果汁行业领先，农夫山泉、怡宝在水行业领先，雀巢在即饮咖啡行业领先，红牛在能量饮料行业领先）。虽然全品类战略已经成为各家开展的方向，但就中可饮料自身强大的品牌力与渠道优势来讲，未来在增速较快行业提供差异化和更适合主流人群的产品，是充满发展机会的。

图表 12：2017 年国内饮料企业市场份额



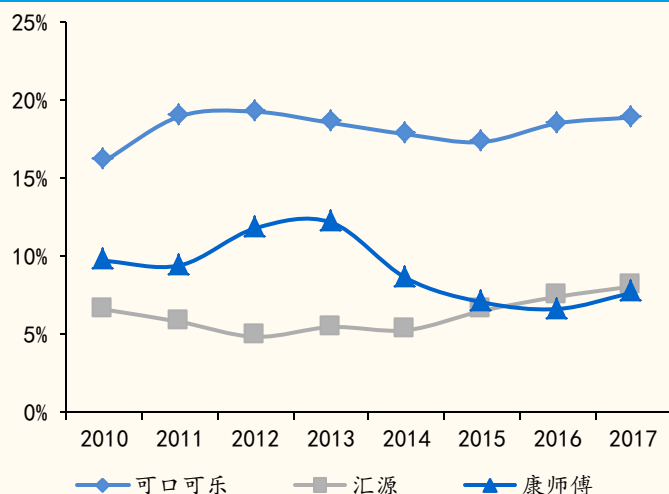
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 13：碳酸汽水产品类中可口可乐份额较高



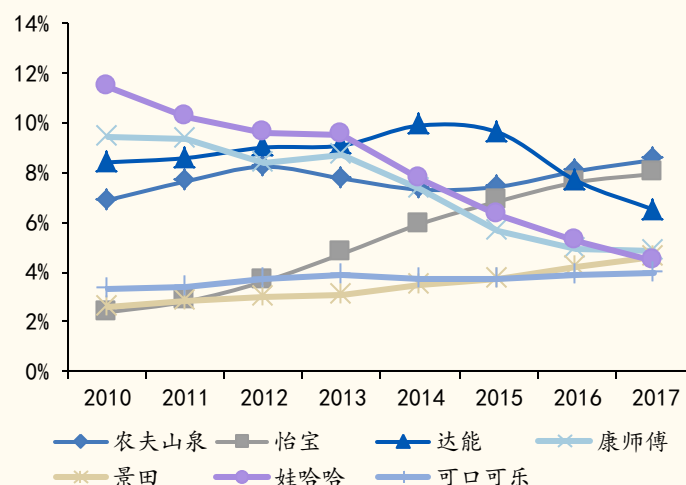
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 14：果汁品类中可口可乐份额较高



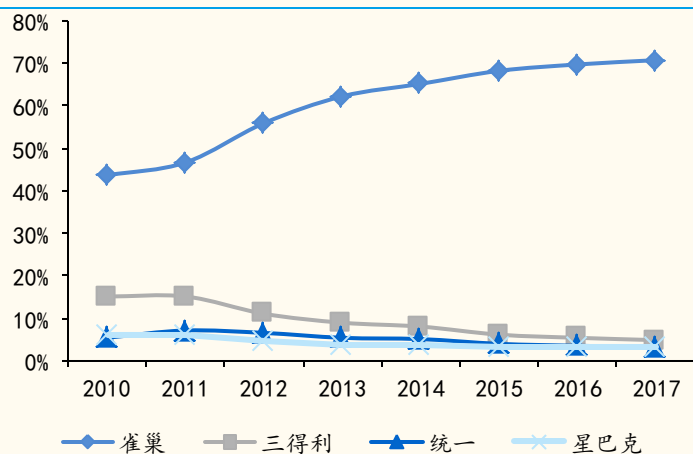
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 15：水品类中农夫山泉与怡宝份额较高



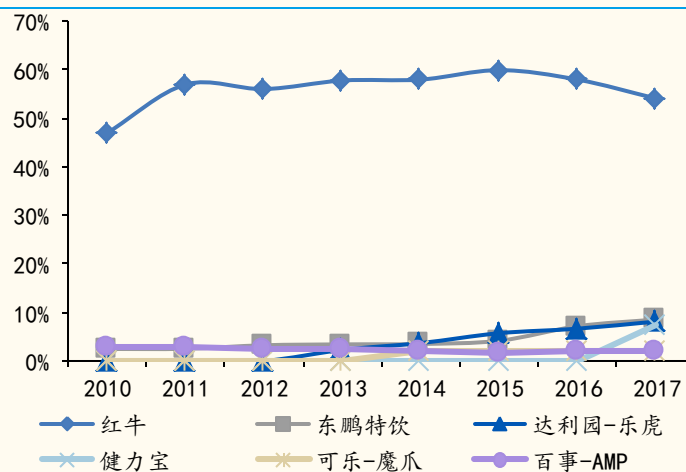
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 16：即饮咖啡品类中雀巢份额最高



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 17：能量饮料品类中红牛份额最高

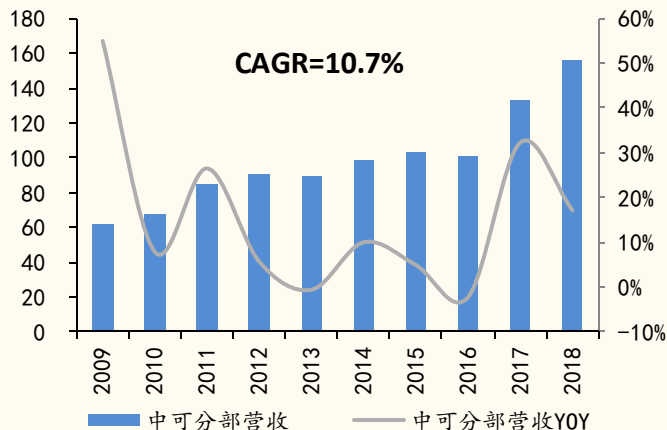


来源：欧睿数据，国金证券研究所

1.3 中可饮料近年增速较为稳定，内部产品结构不断优化

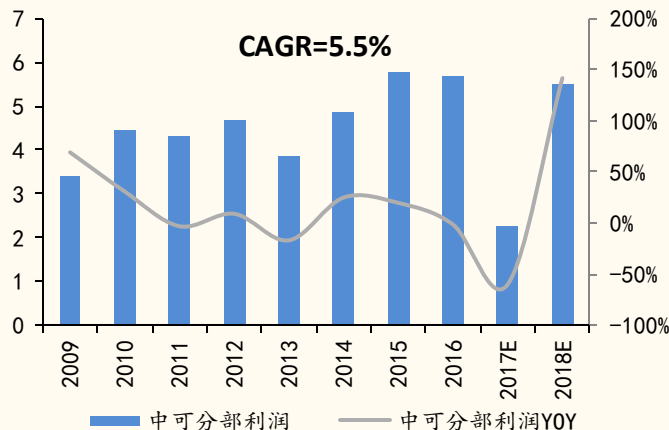
- 近年来中可增速较为稳定，保持个位数复合增长。中可饮料所有原有厂（重组前的工厂）在 2009-2016 年复合增速为 7.1%（2009 年中可最后一厂-北京厂合并报表），分部业绩年复合增长率为 7.7%，均保持个位数稳定复合增速。2017 年中可饮料进行资产重组后，当年营收实现 133.6 亿元人民币，归母公司应占溢利（持续性业务）11.2 亿元人民币（含一次性并购收益），分别同比+32%/367%。如去除并购影响，预计 2017 年公司有机增长仍然为个位数增速。整体来看，2018 年前公司业绩增长始终维持在一个较为稳定的增速。

图表 18：2009-2018 公司分部（饮料）营收（亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

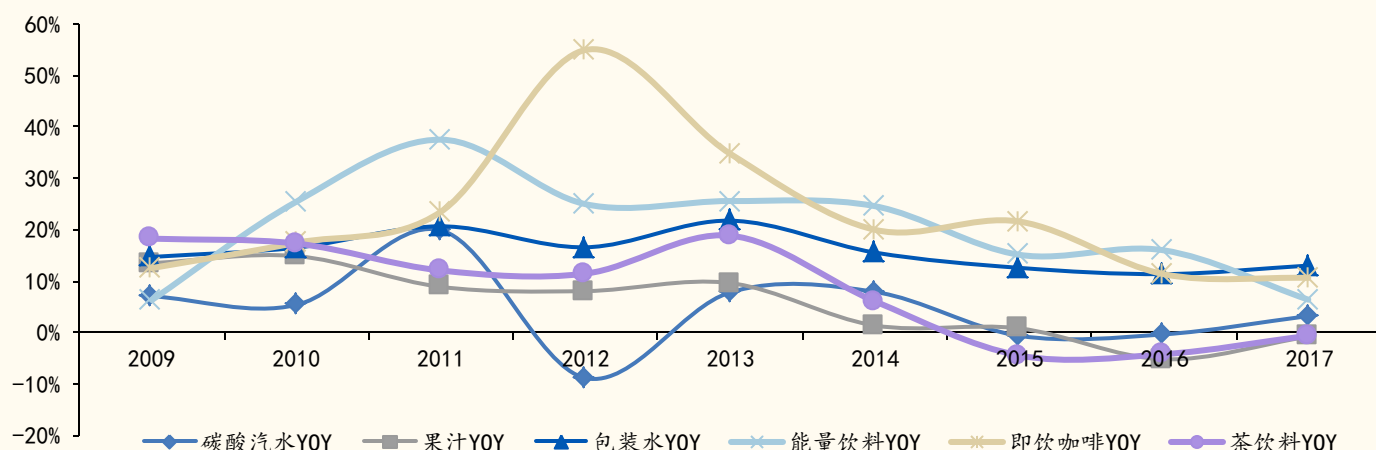
图表 19：2009-2018 公司分部（饮料）业绩（亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

- 从各品类行业增速来看，据欧睿数据，2008-2017 年汽水、果汁、水和能量饮料行业复合增长率分别为 4.3%、5.5%、15.8%和 19.8%，而中可饮料营收占比最高的是汽水，其余依次是果汁、水和能量饮料。公司虽未披露各产品近年增速，不过从公司碳酸汽水在行业内份额较高可以得出结论，预计公司近年增速较为稳定的原因在于占比较高的汽水业务的稳定性。
- 公司近年来大力发展非汽水业务（增速预计高于汽水），因此预计推动着公司产品结构的不断优化：自从中可饮料意识到碳酸汽水放缓的大趋势后，近十年公司不断致力于提高中可水业务（纯悦、冰露）以及其他行业增速较高品类（能量饮料）的占比，并保持不低于行业的增速发展，实际上这些品类在产品结构优化中扮演着越来越重要的角色。非汽水业务占比提升的意义不仅在于给予公司未来规模成长的推动力，还会在未来规模优势下提供更好的盈利弹性，而我们相信在公司优秀的品牌力和渠道力下，产品结构的优化将是大势所趋。

图表 20：2009-2017 年饮料行业各品类同比增速 (%)



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 21：2018 年中可饮料分品类情况

各品类	规模占比	主要核心产品	图片示例	一般渠道零售单价 (元/瓶)	主要规格	主要竞品
碳酸汽水	73.0%	可乐系列：普通可乐、零度可乐、健怡可乐、樱桃可乐		3	- 玻璃瓶 - 易拉罐：330ml - PET 瓶：500ml、600ml、880ml、1L、1.25L、1.5L	百事可乐系列，如可乐、七喜和美年达等
		雪碧系列：普通雪碧、雪碧零卡				
		其他系列：芬达、醒目、怡泉+C				
果汁	14.4%	美汁源果粒橙		3	PET 瓶：300ml、450ml、1-1.5L、1.8L	汇源、鲜橙多等
		美汁源三重果粒橙、爽粒花语（白葡萄+槐花）、爽粒花语（红葡萄+玫瑰）、美汁源热带果粒		3		
水	8.4%	冰露		1	PET 瓶：500ml、1L	康师傅、今麦郎等
		纯悦		2	PET 瓶：500ml、1L	怡宝、农夫山泉等
		神纤水、中可·堪察加、中可·贝加尔		5-6	PET 瓶：330ml、480ml	百岁山、恒大冰泉、巴黎水等
其他	4.1%	水动乐、怡泉水、果粒奶优、乔雅咖啡、魔爪、嗜茶、可乐咖啡		3-6	PET 瓶：480ml、500ml、1L、1.5L	脉动、营养快线、星巴克、红牛、香飘飘等

来源：公司官网，国金证券研究所

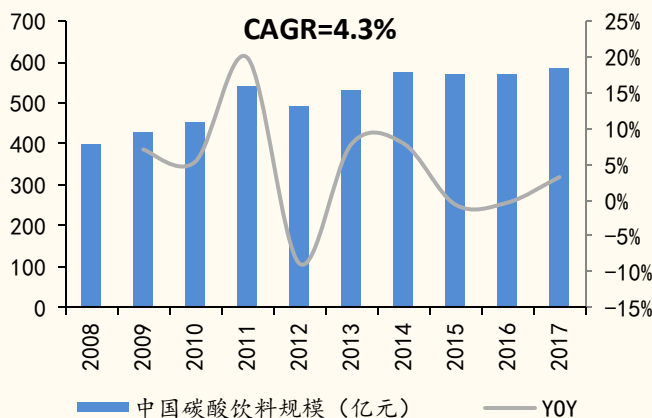
二、碳酸饮料行业格局稳固，非碳酸饮料行业蓬勃发展

中国食品定位全品类饮料公司（以非碳酸为主），目前主要产品有碳酸汽水、果汁、水、能量饮料以及其他品类（咖啡、即饮茶等），2018 年碳酸汽水收入占比为 73%，仍是公司目前的第一大饮料品类。从行业角度来看，碳酸饮料行业增速放缓，但无糖系列等新品预期会成为新的增长点，而中国食品的碳酸汽水业务有望依托可口可乐的品牌优势与新品优势，不断提升高增速品类占比，从而维持较为稳定的增长；非碳酸饮料行业蓬勃发展，公司也将受益于行业发展红利，同时在自身较强的品牌以及渠道优势下，加快非碳酸品类的布局。

2.1 碳酸饮料：可口可乐地位稳固，中可饮料承接品牌与新品红利

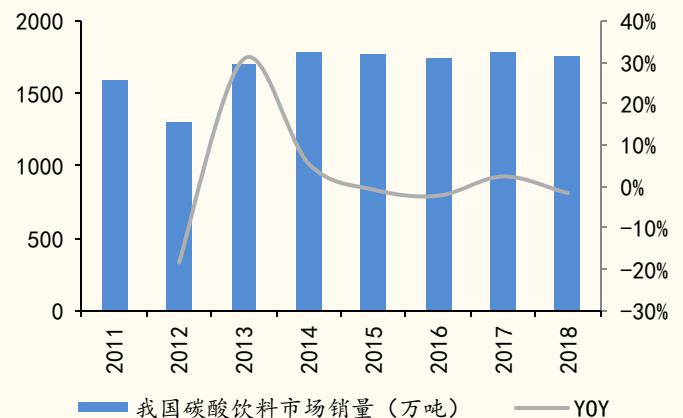
- **碳酸饮料行业增长趋势渐缓，低/无糖+品类创新成为新的突破口。**据欧睿数据，近年来碳酸饮料行业增速为低个位数增长甚至负增长，2008-2017 年复合增长率仅为 4.3%。同时根据前瞻产业研究院，我国碳酸饮料市场销量近 5 年几乎没有增长。一方面，碳酸饮料行业规模体量已在高位，渠道布局也几乎实现“面面俱到”，需求量在趋于饱和的情况下增速逐渐放缓；另一方面，非碳酸饮料行业新品频出，尤其是健康饮食理念的大背景下，“低热量”饮品备受推崇，增长迅速，对碳酸饮料行业也造成一定的冲击。我们认为，碳酸饮料若想打破目前销量停滞不前的局面，必须要迎合当前消费者的需求（如无糖碳酸饮料），同时在口味、产品端进行不断突破（如各类“碳酸+”产品），才能拉动碳酸饮料行业进入新一轮增长。

图表 22：我国碳酸饮料市场规模及增速（亿元）



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 23：我国碳酸饮料市场销量及其增速（万吨）



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **两强格局稳固，而可口可乐始终保持领先地位。**目前碳酸饮料行业两强竞争格局十分稳固，可口可乐、百事可乐合计占据这一市场的大半壁江山。但两者市占率并不相对均衡，可口可乐由于其先发优势、渠道优势、品牌优势以及饮料专一性的战略特点，市场份额始终保持领先。据 DT 财经资料显示，2018 年可口可乐占领了全球软饮料市场的 40%，百事仅为其 1/2。在国内市场，可口可乐这一领先优势得到了放大：据欧睿数据，2017 年可口可乐在我国碳酸饮料市场占有率将近 70%，而百事可乐市占率仅为 25%。我们认为，在国内合作伙伴、装瓶业务发展、资源投放、渠道覆盖程度以及新品推出速度等多个维度来看，可口可乐均更具优势，这也就意味着可口可乐在中国将会获取相对更多的市场与发展机会。

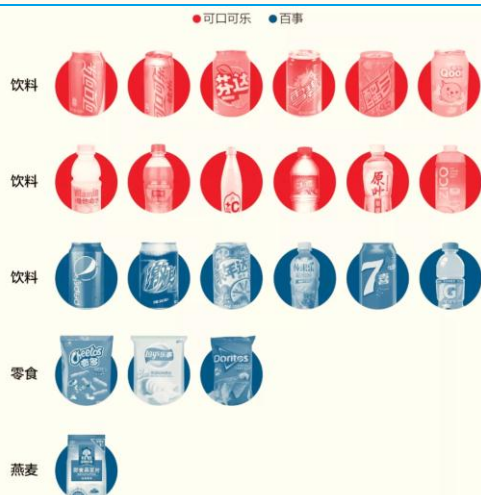
图表 24：可口可乐与百事可乐全方位对比一览表

可比角度		可口可乐	百事可乐
全球范围	市场份额	40%	20%
	品牌价值	680 亿美元	105 亿美元
	主要产品	可口可乐、雪碧、芬达、monster、冰露等	百事可乐、七喜、美年达、奇多小饼干、麦片等
	产品定位	相对全员覆盖，并没有针对某一细分人群进行定向攻略	聚焦年轻人市场，以色彩鲜明的包装去切入这一人群
	主要战略	饮料品类多元化（专注饮料本身，拓展非碳酸品类）+轻资产模式（将瓶、罐的生产全部外包，只研发和生产可乐原浆配方）	业务多元化（将旗下业务由饮料逐步拓展至非饮料区域，如零食、麦片等）
	品牌推广	国际奥委会 TOP 成员（具有全球性以及赞助品类排他性），续签协议至 2032 年奥运会（连续合作达 104 年）	2015 年起成为 NBA 联赛的独家食品和饮料赞助商，在中国市场则会与本土品牌康师傅合作，成为 NBA 中国赛区联赛的合作伙伴
	合作餐饮	美国 34 家主流品牌餐厅，快餐巨头麦当劳、Subway、汉堡王和达美乐等	快餐品牌必胜客、肯德基等，版图相对较小
中国区域	市场份额	70%	25%
	国内合作伙伴	始终为太古集团、中粮集团	早期合资方分散，2011 年后为康师傅
	国内装瓶业务发展	可口可乐在进入中国伊始便敲定中粮、太古两位实力雄厚的合作伙伴，2017 年三方重组后，流程大幅精简，工厂安排也更为合理，产线管理也更加有效率	百事进入中国区域发展时合资方数量较多且大多实力一般，同时与中方的内耗、生产、品牌都要兼顾（不同于可口可乐的轻资产模式），错失发展先机。2011 年康师傅收购百事装瓶业务后，精力难以聚焦（康师傅还有其他品牌），运营效率不及可口可乐
	资源投放	中国食品为中粮旗下专一的饮料平台，同时中可饮料产品大多来自可口可乐产品库，可口可乐资源投放更为聚焦	康师傅为综合性食品企业，同时拥有母品牌（康师傅）多款饮品，难以聚焦百事的资源投放
	渠道覆盖	不仅体现在一二线城市的全面覆盖，更体现在二三级城市以及周边乡镇市场，县级以上覆盖率达到 100%，乡镇也超过 60%	重点突破上海、广州、成都、重庆、武汉、深圳等重点城市，而对于下线城市以及乡镇来说，覆盖程度并不如可口可乐
	国内新品推出情况	新品推出较为频繁：近两年陆续推出樱桃味、姜味可乐，全新口味的健怡可乐以及雪碧/可乐纤维+，19 年推出全新产品“咖啡+”	更喜欢在包装上更新换代，推出新品相对较少：2017 年推出黑罐无糖可乐之后，18 年几乎没有推出新品，19 年推出雪盐焦糖味、无糖树莓味可乐

来源：公司官网，欧睿数据，Statista，DT 财经，公开资料，国金证券研究所整理；

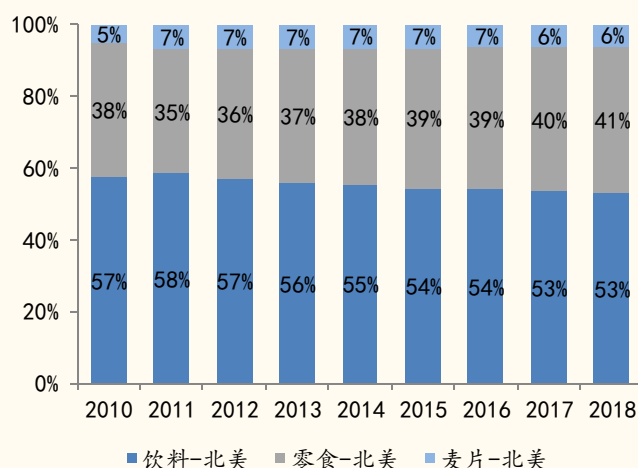
注：品牌价值数据来源于 Statista，发布于 2018 年 5 月，计算针对全球软饮料市场；

图表 25：可口可乐与百事旗下产品情况



来源：品牌官网，DT 财经整理，国金证券研究所；注：图中统计信息仅反映可口可乐公司（Coca-Cola Company）和百事公司（PepsiCo, Inc.）在中国市场的产品情况

图表 26：百事采取多元化战略，业务品类丰富



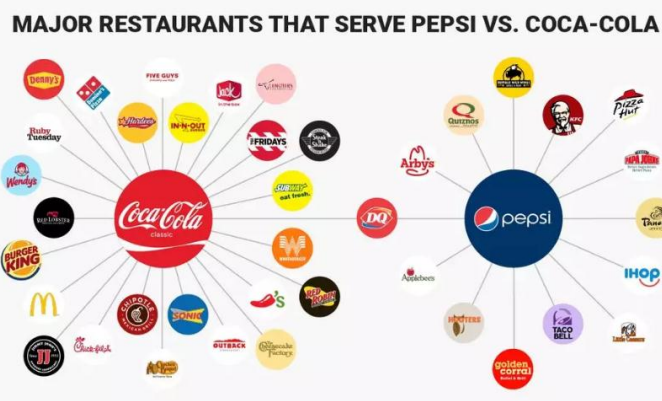
来源：公司公告，wind，国金证券研究所；注：公司只披露北美分业务收入

图表 27：可口可乐与百事可乐赞助对比



来源：公开资料，国金证券研究所绘制

图表 28：可口可乐餐饮合作伙伴数量显著多于百事



来源：BUSINESS INSIDER，DT 财经，国金证券研究所

- 中可饮料受益可口可乐品牌红利，有望在碳酸市场攫取更多的市场份额。从上文分析可以发现，无论是全球还是仅就中国而言，可口可乐都占据着领先地位，拥有着强大的品牌价值。而中可饮料与太古饮料作为可口可乐中国合作伙伴，将会直接受益于可口可乐的品牌力。与中可饮料相比，目前太古饮料持有和运营 18 家装瓶厂，在中国内地的专营区域覆盖 12 个省市（中可目前持有 19 家装瓶厂，销售区域覆盖 19 个省市），覆盖范围相对较少；另一方面，中粮集团可与中可饮料形成较好的协同效应，而太古公司业务跨度较大（地产、海洋等），协同效应较小。因此我们认为中可饮料与太古饮料相比更具有竞争优势，同时在可口可乐这一品牌力的传导下，有望在保持现有产品市场份额的基础上在新品市场获得更大的发展机会以及市场份额，确保碳酸业务的稳定增长。

图表 29：中可饮料与太古饮料相比来说更有优势

对比角度	中可饮料	太古饮料
母公司	中粮集团（央企）	太古集团（外企）
可乐装瓶厂	19（原有 12 家）	18（原有 9 家）
覆盖区域	覆盖中国北方市场，销售区域遍布我国 19 个省市，包括重庆、四川、黑龙江、吉林、辽宁等地	覆盖中国的南方市场，销售区域覆盖 12 个省市，包括海南、江西、云南、福建、台湾等地
资源投入	较为聚焦，平台为中粮旗下唯一饮料品类上市公司（中国食品，0506.HK）	相对没有那么聚焦，在上市公司（太古股份公司 A，0019.HK）中仅占据饮料分部
集团协同效应	中粮集团是中国最大的粮油食品进出口公司和实力雄厚的食品生产商，全产业链布局，与中国食品（中可饮料）可以形成较好的渠道协同效应，同时可依托集团的资源寻求合适的、可能的并购对象，用以扩大版图	太古股份有限公司是一家主要从事地产业务的香港投资控股公司，业务多元化，分五个营业部门：地产、航空、饮料、海洋服务以及贸易及实业部门。业务跨度较大，饮料方面协同效应较小

来源：公司官网，公司公告，公开资料，国金证券研究所整理

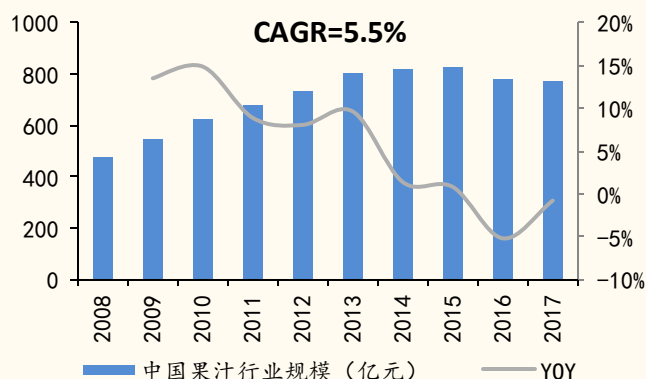
2.2 非碳酸饮料：拥抱消费升级，空间逐步打开

在碳酸饮料行业增速逐渐放缓、碳酸产品销量停滞不前的同时，一些“低热”、“无糖”、“健康”、“创新”的饮料品类正逐渐兴起，如 100%纯果汁、果汁茶、运动饮料、即饮咖啡等。在瞬息万变的当下，消费者在追求“品质升级”“无糖健康”的同时，也在不断寻求新的尝试，而这些非碳酸饮料品类也正逐步打开它们的市场空间。

➤ 各细分品类发展迅速，未来看点十足

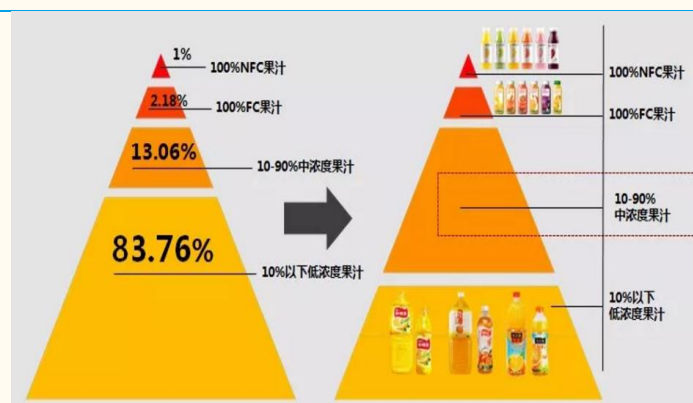
■ 果汁消费尚在初级阶段，结构升级成为新增长点。从果汁占整体饮料零售额的比例来看，我国果汁占比约为 14%，而美国、欧洲、日本的比例均超过 20%。从人均饮用量情况来看，目前中国年人均果汁饮用量仅为 1 公升左右，而美国是 46 公升，德国有 48 公升，日本和新加坡也达到了 15 公升以上。由此可见，我国的果汁消费尚处在初级阶段。然而根据欧睿数据，我国果汁行业的年复合增速却并不高，2008-2017 年复合增长率仅为 5.5%，略高于碳酸饮料，但远远低于瓶装水、功能饮料等其他品类。我们认为这主要与果汁行业的内部结构有关：占比较低（约 1%）的 100%NFC 果汁增速较快，而占比最高（约 84%）的低浓度果汁增速却迅速下降，使得果汁行业整体增速不高。我们认为，随着消费者健康消费观念的日益提升，低浓度果汁将让渡出很大一部分市场空间，未来果汁行业的增长点在于品类增长和结构升级，中国的果汁行业还有很大的结构提升空间。

图表 30：我国果汁行业历年发展规模与增速（亿元）



来源：欧睿数据，国金证券研究所

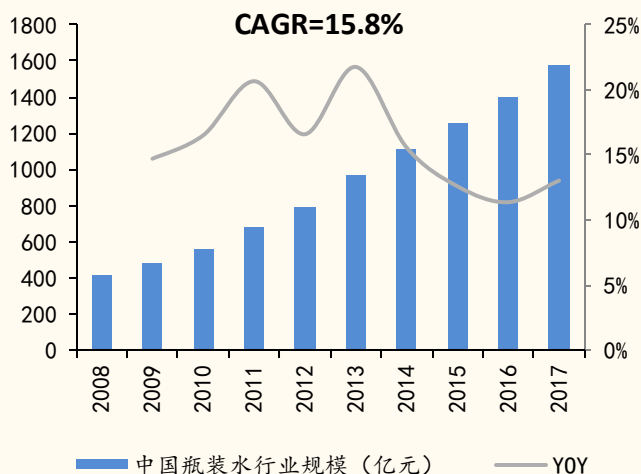
图表 31：果汁行业的增长点在于品类增长和结构升级



来源：食业家，国金证券研究所

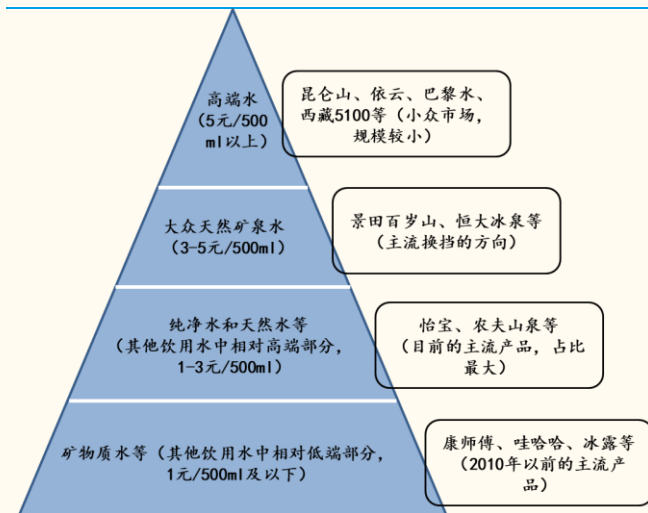
- 我国瓶装水市场集中度远低于成熟市场，仍处于增速较快的发展阶段。我国瓶装水行业可根据定位差异分为四个梯队，第一梯队是进口和国产的高端天然矿泉水，售价基本在 5 元/500ml 以上，主要包括依云、昆仑山等品牌，规模较小；第二梯队是大众天然矿泉水品牌，最典型的代表是景田百岁山，产品多定位于 3-5 元，近两年增长较快；第三梯队是纯净水和其他饮用水中相对高端的产品，代表是怡宝和农夫山泉，目前国内市场份额最高；第四梯队则主要是康师傅、娃哈哈等主打矿物质水的品牌。而瓶装水行业市场集中度明显较低，据欧睿数据，市占率最高的农夫山泉仅占比 8.5%，不到 10%。随着消费升级的推动，水行业品牌将不断集中，行业发展也会逐渐加快，据欧睿数据，2008-2017 年水行业年复合增长率为 15.8%，显著高于碳酸饮料与果汁行业。

图表 32：我国瓶装水行业历年发展规模与增速（亿元）



来源：欧睿数据，国金证券研究所

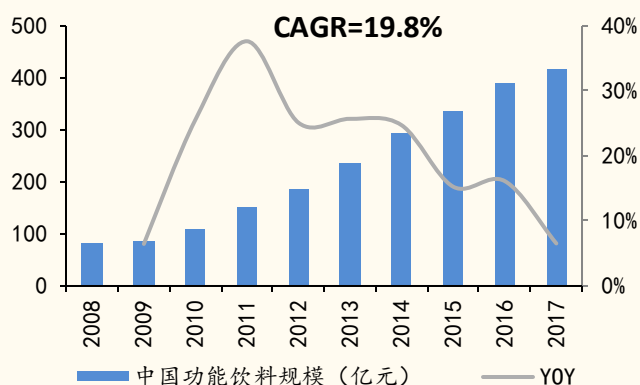
图表 33：我国瓶装水行业主要品牌以及定位



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

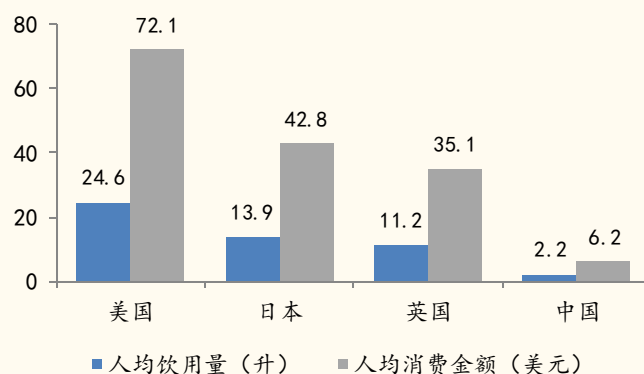
- 功能饮料呈现一超多强的竞争格局，“红牛之争”为其他品牌带来发展机遇。据欧睿数据，2008-2017 年功能饮料行业年复合增长率高达 19.8%，远超汽水、果汁等传统饮料行业。功能性饮料较快的发展速度主要得益于其日益增长的需求，根据欧睿数据，目前我国人均饮用量仅为美国、日本、英国的 1/10~1/5，与海外市场相比仍有较大的提升空间。此外，功能饮料的竞争格局呈现出一超多强的局面，据欧睿数据，2017 年红牛在功能饮料行业占比达到 54%，远高于其他品牌。然而这一格局或许并不是稳定不变的，据欧睿数据，近年来红牛占比不断下降，从 2015 年的 60% 降至 2017 年的 54%。红牛受累于中国市场商标纠纷，其品牌创始者泰国天丝医药集团和中国市场运营者华彬集团就商标授权期限和侵权问题产生法律诉讼，部分红牛在华工厂关停，对其在华销售产生直接负面影响。同时，天丝直接在国内授权生产红牛安奈吉，并开始招募红牛安奈吉经销商，双方“红牛之争”愈演愈烈，耗费较大精力，使得近两年红牛份额有所下降，而与之相对的，东鹏特饮等其他品牌增长却十分显著（2018 年东鹏特饮规模超过 50 亿）。我们认为这一风波将给其他功能饮料品牌带来发展机遇，尤其是市占率前几名（如东鹏特饮、乐虎、健力宝等），将有望迎来更快发展。
- 其他饮料品类新品频出，发展迅速。随着消费场景的不断多元化，我国的饮料行业也在不断地进行各种新品尝试，如即饮咖啡、茶饮料、植物蛋白饮料等等，同时也会结合多种不同的元素进行创新，如果汁茶、果奶等品类，多元化的新品可以满足更丰富的消费需求，发展迅速。以即饮咖啡为例，据欧睿数据，2008-2017 年即饮咖啡行业年复合增长率高达 22.3%，远超传统饮料行业。

图表 34：我国功能饮料行业发展规模与增速（亿元）



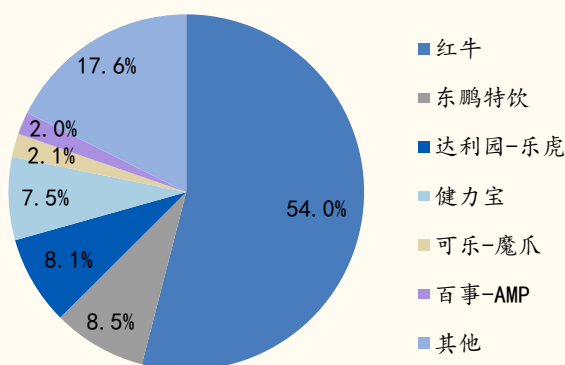
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 35：中国功能饮料人均饮用量与消费额较低



来源：欧睿数据，壹食刊，国金证券研究所

图表 36：2017 年我国功能饮料市场格局



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 37：中国软饮料细分市场增长趋势预测（亿元）

细分品类	2017 年规模	CAGR (2008-2017)	CAGR (2017-2022)
碳酸饮料	588	4.3%	3.0%
果汁	775	5.5%	4.2%
瓶装水	1579	15.8%	10.0%
功能饮料	415	19.8%	12.0%
即饮咖啡	81	22.3%	16.0%
即饮茶	989	7.9%	5.0%
软饮料	4488	10.0%	7.0%

来源：欧睿数据，国金证券研究所

综合来看，我们认为中国食品在行业内兼具品牌优势与渠道优势，拥有较为坚实的发展基础。中可饮料可依托美国可口可乐的品牌优势以及新品红利实现较为稳健的增长，同时软饮料行业也迎来经典产品回归趋势——可口可乐碳酸产品在渠道体系及渗透率稳定提升基础上的自然动销加快（据可口可乐年报，2018 年可口可乐营业收入同比下降 10%，而 2019 年上半年营收同比增长 5.5%，其中经典可口可乐碳酸饮料同比增长 4%），利好公司碳酸业务发展。我们认为，目前中可饮料战略清晰，品牌力领先，通路精耕程度在饮料行业中遥遥领先，背靠中粮集团可与美国可口可乐形成良好协同效应，在当前饮料行业“混战”情形下，已经拥有较强优势和坚实发展基础，预期将有较为稳步的增长。

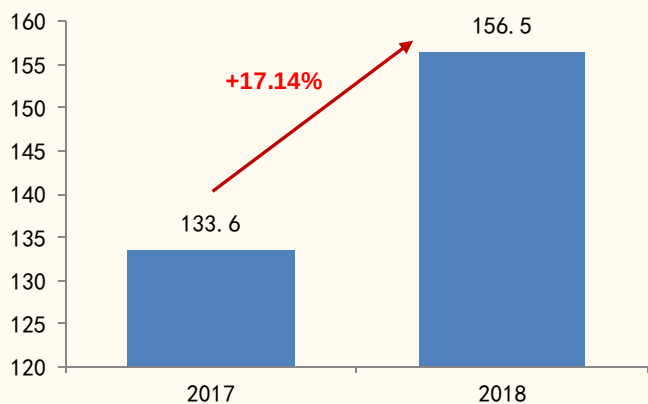
三、公司深化调整，业绩持续改善

近年来中可饮料增速稳定，其中 2017 年营收和净利的增长实质更多来自于重组并购，有机增长实际并未实现较快飞跃，但根据我们测算，2018 年公司有机增长较往年略有提高（我们测算大约在 10% 左右），且净利率也较同期有所改善（我们测算大约提升 1.8pct）（同期由于并入厂的净利率较低拖累公司 17 年净利率）。我们认为，背后的原因与新并购厂管理改善、新品推出以及产品结构优化是分不开的。

3.1 内部优化持续进行，全年收入实现较快增长

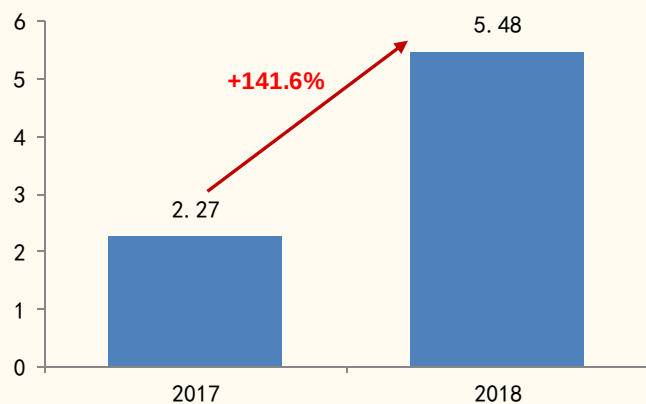
- 据公司业绩公告，2018 年全年中国食品实现营业收入 156.48 亿元，同比增长 17.14%，主要是由于一季度同比并购厂增量的影响（并购厂于 2017 年 4 月合并报表）。此外，所有品类均实现较往年的高增长，也使得 18 年整体收入增速有所加快。受益于内部优化持续进行，包括营销体系持续优化（持续提高三四线覆盖率）、产品结构优化（新品推出等“变相提价”方式）以及并购厂管理持续改善的推动，我们预计中国食品 18 年全年有机增长略高于近年平均增速，据我们测算预计达到 10% 左右。
- 2018 年公司实现归母净利润 3.21 亿元，同比下降 79.43%（因同期增加非经常性并购损益 19.53 亿元）。若扣除非经常性并购损益，同比增长约 117%。由于目前中国食品只剩下饮料分部，从分部业绩角度来看，2018 年饮料分部业绩约为 5.48 亿元，与 2017 年 2.27 亿元相比增长 141.6%，实现快速提升，其中也因为 2018 年叠加并购厂 1-3 月份利润（由于 2017、2018 年分部业绩并未披露，我们以公司营业利润为基础进行估算）。

图表 38：2018 年营业收入实现较快增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：2018 年测算分部业绩实现高速增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 新并购厂管理不断改善，利润率持续提升

- 新并购厂在进入中可体系之前存在着一些问题：（1）**净利率较低**。从毛利率角度，我们认为新并购厂多低于原有厂，主要因为产品结构没有原有厂合理。从费用率角度，新并购厂多高于原有厂，主要由于其多在气温较低地区，维持产品销量往往需要投入较高费用。因此，整体导致新并购厂的净利率较低，并低于原有厂净利率；（2）**产能利用率相对较低**。主要因为新并购厂近年销量增长放缓，且原设计产能更需要保证旺季产品不断货，因此淡旺季产能利用率相差较大（淡季气温低，销量较低），平均产能利用率则相对较低。
- 2017 年 4 月 1 日新并购厂纳入中可管理范畴，中可饮料立即采取了较多管理措施，并针对如上存在问题进行了针对性的管理改善。主要措施有：
 - （1）**管理层派驻**：中可进行了整个系统内管理层人员调拨，最终向各个并购厂派驻了主要管理层人员，原有管理层可选择进入中可原有厂体系工作，最终稳定了新并购厂管理层；
 - （2）**体制机制调整**：并购厂原有体制机制大都为可口可乐外企体制机制，在一些核心业务流程和操作上面与原有厂均不同，包括 IT 系统也不同，因此从接管后中可便制定了各并购厂体制机制对接时间表，进行全力调整，成功在年底前全部完成体系切换工作。同时也将并购厂激励机制与原有厂进行对接，进行适度调整，加大奖金比例，激励业绩增长；
 - （3）**产能和费用优化**：并购厂淡季产能利用率较低，中可加强了全体系装瓶厂的产能重新调整和分配，以各大区域，如华北、东北等为一个整体进行整体区域产能和物流体系的重新优化，进一步降低成本，提高了产能利用率，2018

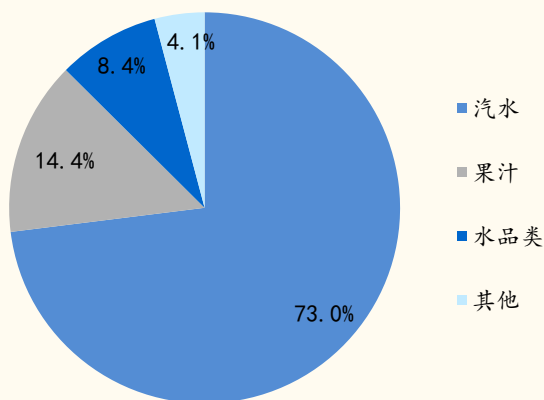
年底新并购厂产能利用率提升至 64%，同比提升约 6pct；

(4) **产品结构梳理**：针对并购厂产品结构进行了重新梳理，确定了核心高毛利率产品的占比提升目标，加强了水及其他增速较快品类的重点投入，重新优化产品结构，力图提高整体毛利率；

(5) **销售费用优化**：针对销售费用高企原因进行深入剖析，对比中可原有厂销售费用标准，在不影响销售的前提下重新优化费用，提高费用投放效率。

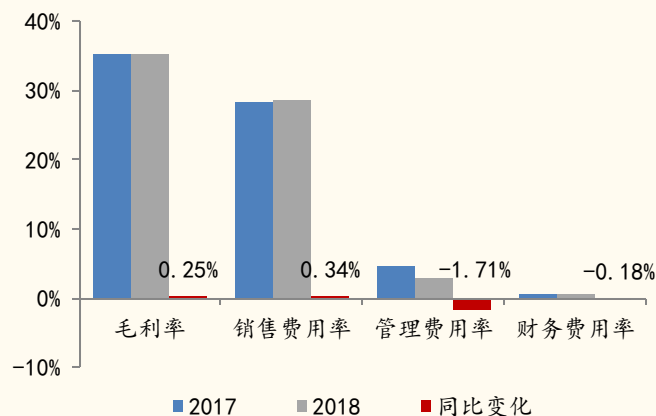
2017 年在中可饮料管理下，新并购厂销量同比提升，扭转以往下降趋势，利润率也有所提升。进入 2018 年后，新并购厂利润率持续在提升。从 2018 年分部利润率来看（较 2017 年同比提升 1.8pct 至 3.5%），我们认为应归功于新并购厂的管理效率有了较明显的改善。

图表 40：2018 年中国食品饮料业务产品结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：公司 2017 与 2018 年毛利率、费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 新品持续推出并落地，有效改善和优化产品结构

- **中可饮料产品结构优化一大重要措施就是推出新品，新品主要来源是可口可乐全球产品库。**2018 年中可饮料推出的新品主要集中在可乐、雪碧、魔爪、咖啡、茶饮料和水系列。其中碳酸汽水以无糖系列或添加食用纤维为主，水以中高端进口水、功能水为主，能量饮料和茶饮料以丰富的口味和包装为主。全年新品共涉及 13 个品牌、35 个 SKU，新产品分别占总销量及收入的 3.5% 及 7.2%，其中一半左右是可乐 plus 与雪碧 plus。
- **与传统产品相比，新品一般具备较高的价格与较高的毛利率，收入占比的提升能够有效改善和优化产品结构，并更大程度地为整体赢取营收和利润增量。**此外，新品可以不断吸引潜在消费者和维持原有消费者粘性，同时抵抗占比较高的碳酸汽水和果汁的行业增速下滑趋势。我们认为，中可饮料自成为中粮集团 18 家专业化公司之一后，集团加强了对其战略目标和规划的要求，也相应更大程度支持其与可口可乐进行新品引入工作。我们预期公司未来将会引入更多适合中国市场和中国消费者口味的新品，不断促进产品结构的优化。

图表 42：2018 年中国食品推出新品共涉及 13 个品牌、35 个 SKU



来源：2018 年年报，国金证券研究所

四、迎发展机遇而上，未来 1-3 年内有望实现稳健增长

中国食品作为中粮集团下唯一全品类饮料平台，承载着中粮集团对饮料业务未来的期望和意志。饮料业务作为中粮集团长期以来稳定的盈利来源、优质的资产，具备集团内外最全面的渠道体系，注定了此平台未来可以运作更多的品类和创新产品，并有望取得较好的成绩。同时，我们预期中国食品目前及未来 1-3 年内将持续发生较大的变化，包括混改的进展提速、持续“提价”和产品结构的优化、全品类战略的实施等，都将给中国食品带来崭新的面貌，并持续推动着一个全新的、具备更多市场份额优势的全品类饮料公司的诞生。

4.1 混改预期提速，公司动能持续增强

- 中粮集团是国企改革首批两家试点企业之一。近两年中粮集团共有 6 家专业化公司，包括中粮置地、中粮工科、中粮肉食、中粮包装、中国茶叶和中粮资本，分别通过不同形式实现了混改（含上市）。截至目前，中粮旗下 18 家专业化公司已经有 14 家完成混改或实现股权多元化。其余没完成混改企业中，中国食品即是其中一家，而中国食品混改主要涉及到要完成占据中可 35%股份的可口可乐公司股权上翻到中国食品，其次是制定管理层激励。目前中国食品混改尚未有明确时间表，但是中粮集团作为国企改革试点企业，我们预期未来中国食品等几家企业混改进展有望提速。
- 目前中可饮料核心管理层平均拥有超过 20 年快消品行业经验、16 年可口可乐系统工作经验以及 10 年中可饮料工作经验，其余非核心管理层也均在快消品或可口可乐系统内工作多年。中可饮料这些年销售收入的快速增长（近 18 年 CAGR 为 14.5%），离不开这些具备丰富经验的管理层。可以说，在没有股权激励的年代，中可饮料依然能够稳健发展，倘若管理层激励不日推出，我们认为，这将会为中可饮料（中国食品）提供更加充足的动能。

图表 43：中可饮料管理层快消品行业经验丰富

姓名	职务	履历
陈朗	董事会主席，非执行董事	曾任华润万家有限公司首席执行官、华润燃气控股有限公司副主席兼行政总裁、华润创业有限公司首席执行官。现亦为中国蒙牛乳业有限公司非执行董事、董事会主席，华润创业有限公司执行董事，华润（集团）有限公司董事及副总经理、中国华润总公司董事，以及华润雪花啤酒（中国）投资有限公司、华润五丰有限公司及华润麒麟饮料（控股）有限公司董事长，
栾秀菊	执行董事、董事总经理	曾于 2007 年 3 月至 2013 年 9 月期间担任中国食品有限公司执行董事及于 2011 年 2 月至 2013 年 9 月期间担任中国食品董事总经理，现亦为中可饮料董事兼行政总裁及中国食品若干附属公司董事。
沈芃	执行董事	曾任赛德（中国）控股有限公司和夏威夷发电（中国）有限公司任财务分析员、甘肃可口可乐饮料有限公司财务总监及北京可口可乐饮料有限公司财务总监，现亦为中可公司财务总经理。
肖建平	非执行董事	曾任中国华孚商贸公司财务综合部副经理，中国华孚商贸公司财务部经理，中国华孚贸易发展集团公司财务部经理、总会计师，现亦为华商储备商品管理中心常务副总经理兼总会计师。
莫卫斌	独立非执行董事	曾任北京可口可乐饮料有限公司总经理、杭州中萃食品有限公司及南京中萃食品有限公司总经理、太古饮料有限公司总经理，现亦为雅士利国际控股有限公司独立非执行董事兼、中粮可口可乐饮料有限公司高级顾问
张吉娴	总经理助理	曾任海南中粮可口可乐饮料有限公司总经理、湖南中粮可口可乐饮料有限公司总经理、中粮可口可乐饮料（北京）有限公司总经理，现亦为公司饮料事业部首席运营官。

来源：wind，国金证券研究所

4.2 持续“变相提价”和完善营销体系，推进业绩稳步提升

我们预计未来中国食品仍将充分运用“变相提价”（产品结构优化）以提升毛利率以及完善营销体系以提升销量这两个重要思路来持续推进业绩稳步提升，在收入端和利润端均有望实现持续较好的表现。

► 近年持续“变相提价”，18 年较为集中

- 由于市场竞争激烈，近二十年可乐中国区三大装瓶厂（可乐中国、太古饮料和中可饮料）几乎没有进行过终端提价，中国食品旗下主力碳酸汽水系列在国内终端零售指导价常年保持平稳，仅在不同渠道略有区别。一般 GT 渠道售价 3 元左右。虽然没有进行过终端提价，但是近年来却持续进行着“变相提价”的工作，包括包装、新品和销售策略的变化，用以覆盖可能上升的成本。而对于终端价格的调整，我们认为很难预测未来三年是否会提价，这取决于两家上市公司（中国食品和太古股份）的诉求以及对竞争格局的认识。

- 就“变相提价”而言，主要采取如下措施：

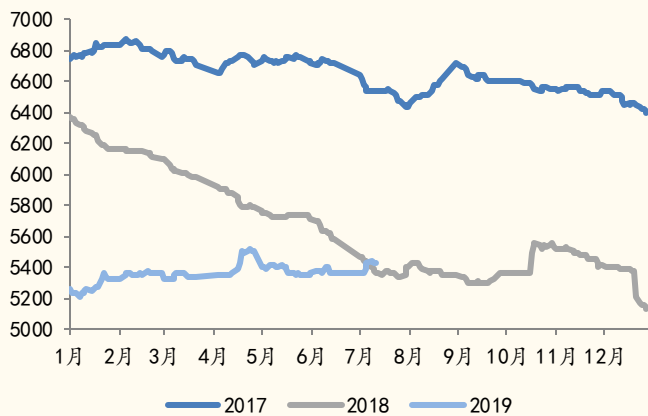
（1）包装升级换代：部分易拉罐产品（预计收入占比小于 5%）由 330ml “矮胖罐”变为“细高罐”（摩登罐），体积不变，材料成本基本保持一致，但售价增加 0.5-1 元（约提升 20%左右）；

（2）产品结构优化：部分即饮包装 600ml（预计收入占比小于 5%）逐步替换为 500ml 产品，减少体积但价格不变（约变相提价 20%），并提高 500ml 产品收入占比；减少大包装（1L 以上）产品收入占比，提高即饮包装（500-600ml）产品占比，推高 ASP；

（3）推出高毛利率新品：推出高端汽水新产品并提高新品占比（如可乐和雪碧 Plus）；

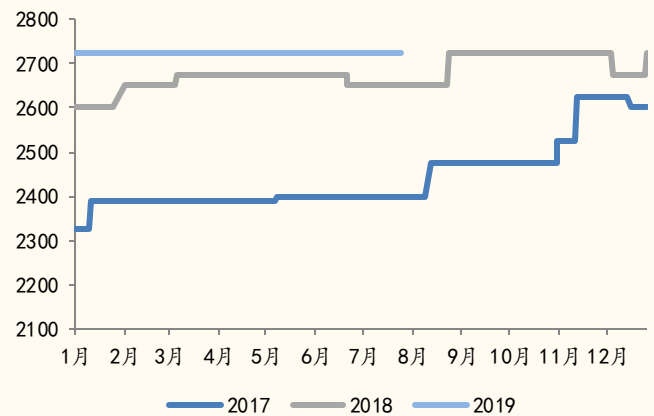
以上三点“变相提价”措施在 18 年运用较往年更为集中。我们预计 18 年所有实现“变相提价”的产品收入约占据总收入的 20%-25%，且预计平均“提价”20%左右，则粗略估算整体收入弹性预计在 4%-5%之间。

图表 44：2017-2019.07 白糖现货价格指数（元/吨）



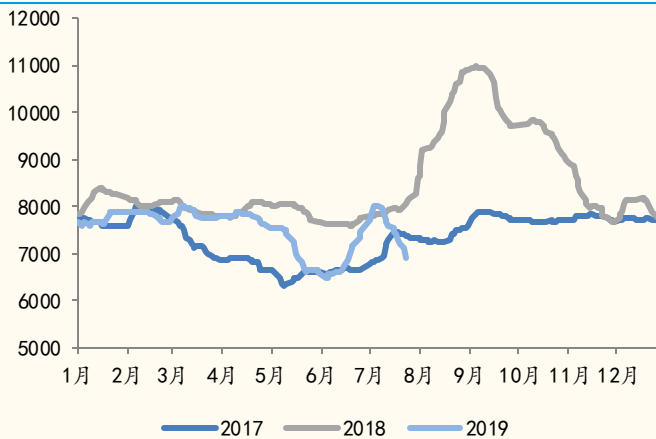
来源：Wind：白糖现货价格指数：综合，国金证券研究所

图表 45：2017-2019.07 果糖现货价（元/吨）



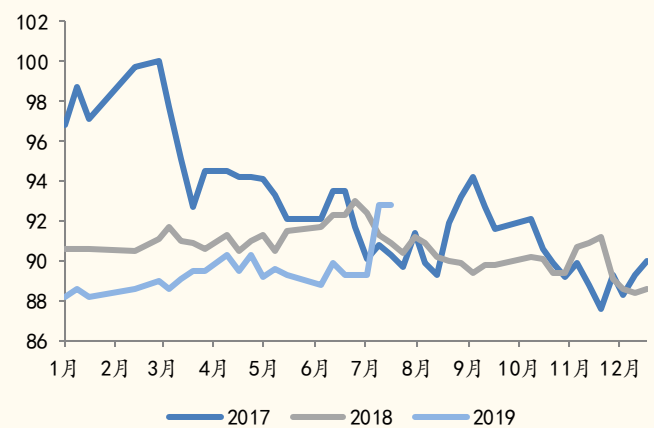
来源：wind，国金证券研究所；注：取上海、广州两地果糖现货价平均值

图表 46：2017-2019.07 PET 现货价（元/吨）



来源：Wind：现货价：PET 切片（纤维级）：国内，国金证券研究所

图表 47：2017-2019.07 铝材价格指数走势



来源：Wind 价格指数：五金材料：铝材，国金证券研究所

➤ 18 年“变相提价”可覆盖成本，未来持续促进利润率提升

- 18 年公司成本端仍有一定的压力，主要原材料除白糖外价格均出现较大幅度上涨。根据市场原材料走势，18 年白糖价趋于下降趋势（成本占比较小），而果糖、PET 和易拉罐（铝材，预计成本占比小于果糖和 PET，高于白糖）呈上升趋势（铝价从 7 月开始同比略涨），而这四种材料是中国食品碳酸汽水除浓缩液外的主要原材料，其中果糖和 PET 成本相对较高。
- 根据调研，我们以果糖和 PET 占据汽水成本的 40%左右为基础，铝材约占据 10%左右（剩余 50%为主剂糖浆、白糖和其他制造费用），而以汽水成本占据总成本 70%为基础，则果糖和 PET 占据总成本 28%，铝材占据 7%。我们假设中国食品原材料采购价格与市场价一致（实质中国食品集中采购可以提前锁定较低价格），则从 2018 年果糖平均价格上涨 9%，及 PET 平均价格上涨 15%，可以推出 2018 年原材料成本上涨最大限度影响中国食品成本上涨 4%。而从收入端“变相提价”4%-5%的弹性来看，基本可以覆盖成本上升程度，且预计有 1%左右的利润弹性。因此 2018 年公司实现毛利率 35.41%，同比提升 0.25pct。
- 从 2019 年趋势来看，1-7 月果糖价格同比上涨 2.6%，预计全年价格同比略有上涨；1-7 月 PET 价格同比下降 5%，预计全年来看价格会有同比下降趋势。中性估计若 2019 年中国食品果糖和 PET 价格上涨 2%，铝材全年预计持平（1-7 月铝材价格同比下降 1.9%，但下半年有提升之势），以

2018 年中国食品年报数据为分析基础，则毛利率为 35.05%，下降 0.36pct，而中国食品若“变相提价”0.56%便可守住毛利率不变。

图表 48：中国食品毛利率敏感性分析

中国食品毛利率		果糖&PET 价格变动								
		-10%	-8%	-6%	-5%	-3%	-1%	0%	2%	4%
铝材 价格 变动	-5%	37.45%	37.08%	36.72%	36.54%	36.18%	35.82%	35.64%	35.28%	34.91%
	-3%	37.36%	36.99%	36.63%	36.45%	36.09%	35.73%	35.55%	35.19%	34.82%
	-1%	37.27%	36.90%	36.54%	36.36%	36.00%	35.64%	35.46%	35.10%	34.73%
	0%	37.22%	36.86%	36.50%	36.32%	35.95%	35.59%	35.41%	35.05%	34.69%
	1%	37.18%	36.81%	36.45%	36.27%	35.91%	35.55%	35.37%	35.01%	34.64%
	2%	37.13%	36.77%	36.41%	36.23%	35.86%	35.50%	35.32%	34.96%	34.60%
	4%	37.04%	36.68%	36.32%	36.14%	35.77%	35.41%	35.23%	34.87%	34.51%
	5%	36.99%	36.63%	36.27%	36.09%	35.73%	35.37%	35.19%	34.82%	34.46%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：毛利率不变前提下的提价幅度

提价幅度		果糖&PET 价格变动					
		0%	2%	4%	6%	8%	10%
铝材价格变动	0%	0.00%	0.56%	1.12%	1.68%	2.24%	2.80%
	3%	0.21%	0.77%	1.33%	1.89%	2.45%	3.01%
	5%	0.35%	0.91%	1.47%	2.03%	2.59%	3.15%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 提价收入逐步收回公司，进一步推动利润率的提升。目前，结构性提价贡献中，公司仅拿走 25%，渠道拿走剩下 75%，因此提价对 18 年公司利润贡献有限。但是伴随着未来公司利润逐步从渠道收回公司，我们认为提价将会带来更为明显的增量贡献，将会进一步推动利润率的提升。2018 年公司营业收入同比增长 17.14%，根据上文假设以及测算，我们预计提价对收入增速的贡献约为 5pct。以此为假设，且以公司 2018 年业绩为基础，假设其他贡献增量以及提价产品对应成本不变，我们对公司提价收入进行测算，在公司：渠道为 40%：60%时，毛利率可达到 37%，较 2018 年实际数提升 1.6pct。

图表 50：公司逐步收回利润的不同比例下收入增速、毛利率情况测算

单位：亿元	结构性提价公司所占比重					
	25%	30%	35%	40%	45%	50%
营业收入	156.5	157.8	159.2	160.5	161.8	163.2
同比增速	17.14%	18.14%	19.14%	20.14%	21.14%	22.14%
同比增量	22.9	24.2	25.6	26.9	28.2	29.6
提价增速	5%	6%	7%	8%	9%	10%
提价增量	6.7	8.0	9.4	10.7	12.0	13.4
其他增量	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2
营业成本	101.1	101.1	101.1	101.1	101.1	101.1
毛利率	35.4%	36.0%	36.5%	37.0%	37.5%	38.1%

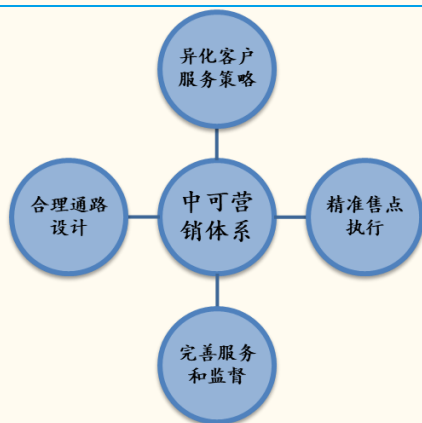
来源：公司公告，国金证券研究所

展望未来，中国食品“变相提价”策略有望一直持续，再加上增值税下调丰厚利润（预计 2019 年提升净利率 0.6pct）以及销售规模增加后费用率下降，将持续为利润创造一定空间，有望持续推动利润率的上升。

➤ 完善营销体系，进一步实现销量提升

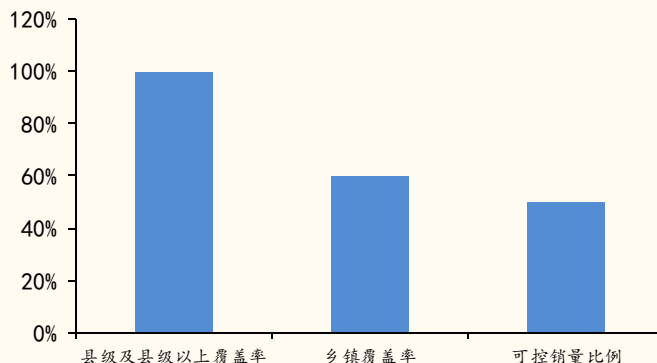
- 自 2000 年中可饮料建厂后，公司便参照可口可乐公司营销体系思路，以区域产供销一体化为基准，建立各区域营销体制机制，以终端控制为目标，打造了一套营销服务体系，涉及产品流、资金流和信息流的运转，具体是以合理的通路设计、差异化的客户服务策略制定以及精准的售点执行来实现，同时通过完善的资讯体系进行服务和监督。
- 中可饮料销售模式是以合作伙伴为主体，直营和批发商为辅助的体系，其中围绕合作伙伴体系，打造了一套相对应的价格、配送、服务等管理体制机制。目前中可饮料已经具备相当完善的营销体系，县级及县级以上城市的覆盖率基本都达到 100%，乡镇覆盖率也达到 60%以上。整体来讲，售点可控销量比例高达半数以上，这都与完善的营销体系分不开。
- 展望未来，中可饮料将采取进一步的措施提升乡镇（包括村庄）覆盖率，包括线上线下相应策略，还将投放较多自动售卖机以提高城市渗透率。同时公司加大电商、CVS 等渠道的拓展力度，优化现有营销体系结构，微观上调整合作伙伴销售布局，实现更高的产品覆盖率和服务满意度，进一步完善现有营销体系，实现销量的持续提升。我们认为，中可饮料作为食品饮料行业内营销体系最完善的公司之一，在未来进一步改善下，将最大限度的发挥体系的作用，承载更多公司战略品类和核心品类的开拓，有望为中国食品实现全品类饮料集团定位而保驾护航。

图表 51：中可饮料营销体系核心



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 52：中可饮料覆盖率和可控销量比例



来源：公开资料，国金证券研究所

4.3 依托品牌优势与渠道优势，全品类公司逐渐成型

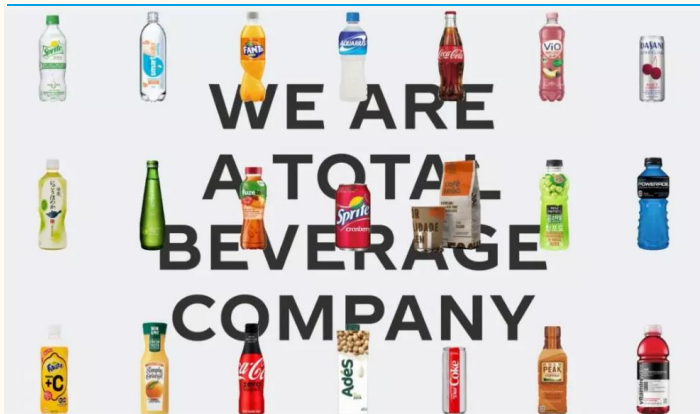
- 上可对接可口可乐新品，下可依托中粮寻求并购，非碳酸品类有望快速增长。近年来美国可口可乐非碳酸饮料品类收购步伐加快，不断丰富自身产品结构，打造全品类饮料集团。中可饮料作为美国可口可乐在中国的装瓶业务合作伙伴，同时可口可乐持有其 35%的股权比例，因此在产品布局、新品推出方面可以直接与可口可乐形成良好的合作。一方面，中可饮料可以从可口可乐公司持续引入在国内能够高速增长的产品，比如高端水、即饮咖啡、能量饮料等；另一方面还可以与可口可乐公司联合打造现有品类的延伸产品，比如中高端天然或矿泉水。除此之外，中可饮料背靠中粮集团，可依托集团的资源优势，寻求合适的并购标的，并购行业内符合公司定位和发展方向的饮料企业，从而进一步扩增公司饮料行业份额，优化公司产品结构，加速公司成长为一个以非碳酸汽水为主的全品类饮料集团。
- 渠道掌控能力较强，在“渠道为王”的饮料行业内有望脱颖而出。公司具备可乐体系最精华和灵魂的部分——超强渠道掌控能力及深度分销机制：销售区域覆盖全国 19 个省市，占据国土面积的 81%以及人口数量的 51%；通路深耕，多渠道铺货，城市覆盖率达到 100%，乡镇覆盖率 60%。公司渠道优势明显，未来嫁接新品能力较强，在仍然处于饮料品类渠道为王的今天，有望在后续发展中脱颖而出。

图表 53：20 年来可口可乐品牌并购情况



来源：公司公告，DT 财经整理，国金证券研究所

图表 54：可口可乐定位全品类饮料公司



来源：可口可乐财务简报，国金证券研究所

图表 55：中可饮料渠道优势明显

公司	主要产品	渠道覆盖情况	工厂数量及分布
中可饮料	可口可乐、雪碧、芬达、monster、冰露等	覆盖全国 19 个省市，占据国土面积的 81%以及人口数量的 51%；县级及县级以上城市的覆盖率基本都达到 100%，乡镇覆盖率也达到 60%以上，售点可控销量比例高达半数以上	19 家装瓶厂，覆盖重庆、四川、吉林、黑龙江等地区
太古饮料	可口可乐、雪碧、芬达等	在中国内地的专营区域覆盖 12 个省市，占据人口数量的 49%	18 家装瓶厂，覆盖江西、广东、安徽、上海等地区
养元饮品	六个核桃、养元红枸杞饮料等	1800 家经销商，100 万家传统终端，进店 2 万多家商超，其中 9400 多家实现现场陈列。主要市场集中在县级、乡镇级地区，收入占比接近 70%，地级市以上区域占比渗透率有限：省级市（8%）、地级市（8%）、县级市（8%）、县（25%）、乡镇（42%）	在全国共有 3 个自有工厂（衡水、滁州、鹰潭），2 个委托加工工厂（河南漯河、四川华冠），合计产能 201 万吨
王老吉	凉茶	王老吉已覆盖超过 800 万销售终端，销售团队达 1 万人；华南与华东是王老吉主力销售区域。	十大生产基地，覆盖华东、华南、华北、华中等各大区域
红牛	功能饮料	销售团队超 14000 人、经销商客户 2000 多家、签约直供客户 30000 多家。在全国设立 4 家区域销售总部、40 多个营业单位，联动 5 家品牌运营公司，拓展 400 多万个销售网点，形成 60 万家核心终端	五大生产基地，分别位于海南、湖北、北京、佛山、江苏
康师傅	冰红茶、百事可乐、茉莉清茶、贝纳颂咖啡等	截至 2018 年，公司共包含有 28415 个经销商，140779 个直营零售商。	在全国设有天津、杭州、广州、沈阳、重庆、武汉在内的 86 个饮品事业生产基地
统一	小茗同学、阿萨姆奶茶、海之言、鲜橙多等	国内基本覆盖全流通渠道，从城市向乡镇流通	统一共设立 28 个饮品生产基地，月产能约为 8200 万箱

来源：公司官网，公司公告，公开资料，国金证券研究所

我们预期在饮料全品类公司定位下，未来 1-3 年内中国食品产品结构将发生较大的变化，主要变化可能是：

- （1）品类结构更加趋向于健康概念和功能性饮料方向；
- （2）从可口可乐公司持续引入在国内能够高速增长的产品，比如高端水、即饮咖啡、能量饮料等；
- （3）与可口可乐公司联合打造现有品类的延伸产品，比如中高端天然或矿泉水；
- （4）研究符合国人饮料的消费趋势，打造符合国人健康需求的“中国饮料”，比如特色茶饮料、特色品种果汁饮料等；
- （5）并购行业内符合公司定位和发展方向的饮料企业，扩增公司饮料行业份额，

优化公司产品结构；

(6) 提升现有品类中有增长潜力的产品占比，如魔爪（魔爪由于第一年上市后品牌推广理念和经营理念在 Monster 公司和中可饮料之间存在不一致，导致第一年低于市场预期增长，但可预见的是 18 年伴随这一问题的解决，魔爪有望重获新生，在国内实现高速增长）。

我们认为，以上变化都属于公司定位下的必然选择和方向，只有这样才能推动公司成为一个具备未来持续增长预期的全品类饮料公司，这也将与可口可乐全球产品战略不谋而合。未来 1-3 年内全品类公司将不断成型，借助中国食品可能的激励机制、高效的管理团队以及完善的销售体系，不断夯实基础，朝向非酒精即饮饮料份额 30% 的世界级装瓶集团目标前进（2018 年销售额口径为 21%），逐步打造一个全新的全品类饮料集团（非碳酸汽水为主）。

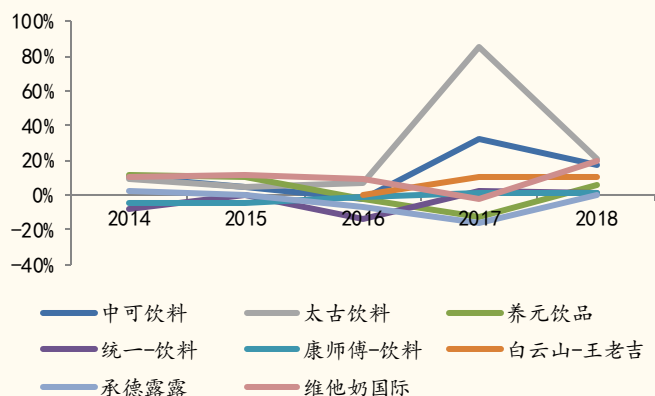
五、财务分析：财务指标向好趋势明显，预期未来有望持续改善

- **营收增速位于同行业较高水平，并购重组之后有望维持稳定增长。**2017 年中可饮料、太古饮料以及可口可乐中国三方并购重组之后，太古饮料持有装瓶厂由 9 家增至 17 家，中可饮料持有装瓶厂由 12 家增至 18 家，使得中可饮料 2017 年销售收入大幅增长 32.26%（太古饮料并购因素更重，2017 年营收同比大增 84.94%）。2018 年中可饮料各产线逐渐步入正轨，实现营收同比增长 17.14%，远超同行业其他公司（养元增速为 5.21%、承德露露为 0.48%、统一饮料增速为 1.24%、康师傅饮料为 1.61%、王老吉为 10.66%），略低于太古饮料（20.91%）与维他奶国际（19.37%），但基本处于同一水平线。

与同行业其他公司相比，中可饮料增速较为领先的主要原因在于：1) 公司专注饮料业务，剥离非主业，资源投放更为集中有效；2) 并购重组之后对新增生产线进行集中改善管理，生产步入正轨；3) 不断丰富产品组合，完善产品矩阵，并通过“间接提价”优化产品结构；4) 强大的渠道优势与完善的销售网络。我们认为，公司目前战略明晰，品牌力领先，通路精耕程度较深，已经拥有较强优势和坚实发展基础，预期未来也将有较为稳步的增长。

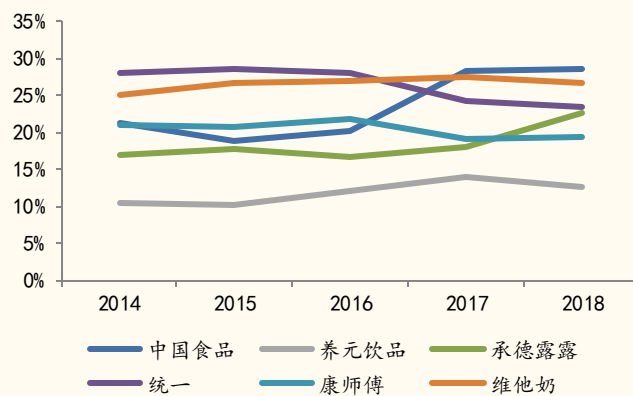
- **费用率相对较高，未来有望伴随规模效应逐步下降。**2018 年中国食品销售费用率为 28.55%，在同行业内处于较高水平（养元饮品 12.67%、承德露露 22.53%、统一 23.41%、康师傅 19.47%、维他奶 26.75%）。公司销售费用水平较高，主要原因有两点：1) 销售人员数量较多。与行业内其他公司相比，中国食品拥有覆盖更广的销售区域（19 个省市），同时拥有更为庞大的销售网络（城市 100% 覆盖+乡镇 60% 以上覆盖），较强的渠道优势下对应的是人员众多的销售队伍以及较高的销售费用；2) 较高的促销费用以及持续的渠道开拓。公司与很多 KA、便利店等进行合作，为了大范围的铺货以及较快的动销，每年的促销费用相对较高；此外，公司近年来加大新零售渠道的开拓，渠道开发费用也在持续提升。但我们认为，随着三方重组后公司管理效率的进一步提升，费效比有望得到提高，同时伴随着新工厂步入正轨后带来的规模效应，费用率有望呈逐步下降趋势。

图表 56：同行业内不同公司营收增速对比



来源：wind，国金证券研究所；注：太古饮料营业收入是指太古公司饮料分部收入；统一、康师傅收入是指两者饮料分部收入；王老吉收入数据来自白云山大健康分部；

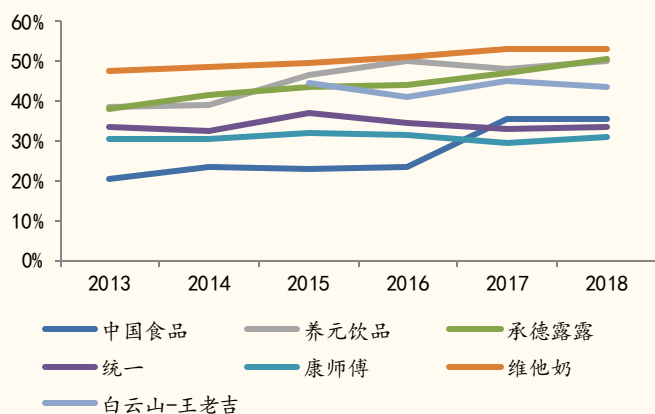
图表 57：同行业内不同公司销售费用率对比



来源：wind，国金证券研究所；注：由于太古饮料、王老吉所对应上市公司（分别为太古股份公司 A、白云山）业务较为多元化，且与食品饮料行业相比跨度较大，因此综合财务指标可比性较弱，在此不再进行对比，下同；

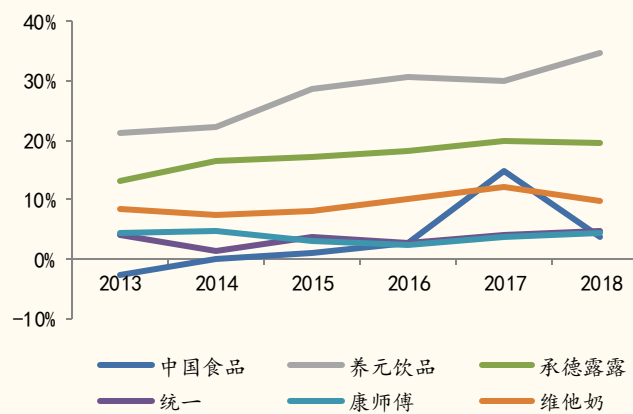
■ **利润端受原有业务以及新并购工厂拖累低于同行，但改善趋势明显。**与同行业其他公司相比，公司的毛利率、净利率位于行业内较低水平，18 年公司实现毛利率 35.41%（低于养元 49.96%、露露 50.76%、维他奶 52.90%以及王老吉 43.43%，略高于统一 33.48%、康师傅 30.86%），实现净利率 3.68%（低于养元 34.83%、露露 19.45%、统一 4.73%、康师傅 4.50%以及维他奶 9.93%）。从历史趋势也可以看出，公司的毛利率、净利率水平一直处于行业低位，但近两年改善趋势明显。一方面，公司 2017 年之前业务结构过于庞杂，利润端受到厨房食品、休闲食品等低毛利业务影响，使得中国食品利润端表现相对较差；另一方面，2017 年公司并购重组之后，新并购厂净利率较低（由于产品结构不合理以及费用投放过高）拖累公司利润端表现。为提升公司运营效率以及盈利弹性，中国食品对新并购厂进行了针对性的改进，2018 年新并购工厂净利率有了明显改善（约提升 1pct）。此外，从分部业绩来看，中可饮料分部业绩改善明显，预计 2018 年分部业绩同比增长 141.6%至 5.48 亿元（2018 年分部利润率同比提升 1.8pct 至 3.5%）。我们认为，中国食品净利率开启了新一轮重新修复过程，伴随着新工厂利润端的逐步改善，公司净利率有望逐步提升。

图表 58：同行业内不同公司毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 59：同行业内不同公司净利率对比



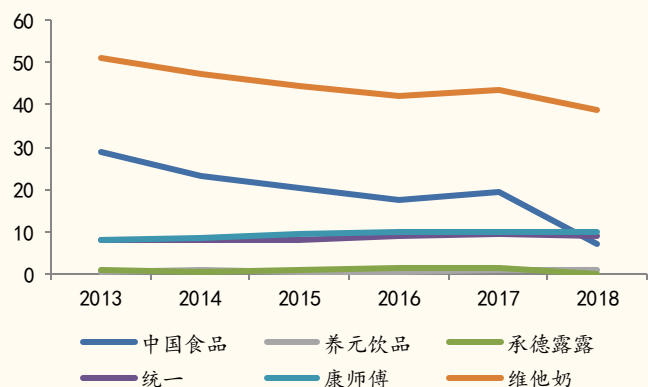
来源：wind，国金证券研究所

■ **应收账款周转天数显著低于同行，对渠道端掌控程度较强。**中国食品应收账款周转天数近年来持续下降，尤其是 2018 年环比下降 13 天，主要原因在于 17 年三方重组之后公司销售版图扩大，18 年随着各生产线逐步步入

正轨，对下游的掌控力也不断加强；同时 18 年渠道终端动销加快，回款能力有所加强。与同行业其他公司相比，中国食品的应收账款周转天数显著较低，2018 年为 7 天，低于统一（9 天）、康师傅（10 天）以及维他奶（39 天），略高于养元饮品与承德露露（两者同属于核桃乳饮料，发货政策大多为现款现货，因此应收账款周转较快）。公司的应收账款周转较快，主要原因在于公司对下游经销商有着较强的掌控，议价能力较强；同时公司产品终端动销较好，回款速度较快，从而使得应收账款周转更快。

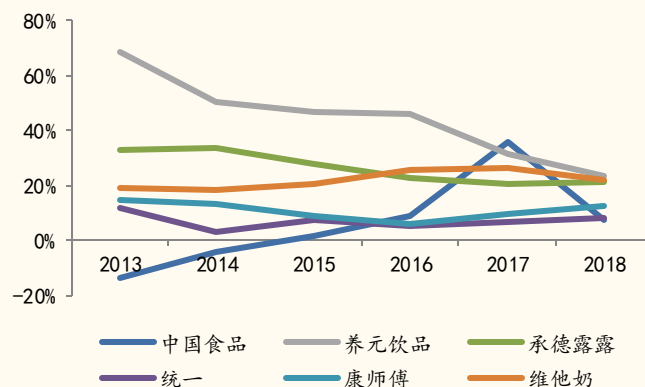
- **ROE 相对较低，预期未来有望伴随着利润端的逐步改善而有所提升。** ROE（净资产收益率）可以衡量公司对股东投入资本的利用效率，2018 年公司实现 ROE 为 7.85%，在同行业内相对较低（养元为 23.70%、露露为 21.49%、统一为 7.91%、康师傅为 12.94%、维他奶为 21.77%）。公司 ROE 相对较低的原因主要有两点：1）利润端前期拖累较为严重，净利率长期处于低位，使得 ROE 水平也相对较低（根据杜邦分析法， $ROE = \text{净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ ）；2）新并购工厂经营效率相对较低，从而导致公司整体周转效率有所减缓。我们认为，尽管目前公司 ROE 还处于较低水平，但是未来有望呈逐步改善趋势：新工厂并购完成后利润端进行持续修复，同时新工厂管理逐步改善，运转效率大幅提升，有望助推公司 ROE 的持续提升。

图表 60：同行业内不同公司应收账款周转天数对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 61：同行业内不同公司 ROE 对比



来源：wind，国金证券研究所

六、盈利预测、估值与投资建议

- 预计公司碳酸汽水占比将会逐年下降，同时碳酸品类增速放缓，水、功能饮料等其他非碳酸品类将贡献较高增速。预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 171.2 亿元/186.4 亿元/201.7 亿元，同比+9.4%/+8.8%/+8.2%。
- 我们认为 2019 年成本端将会有显著改善，且中国食品将会不断实施“提价”策略优化产品结构，同时采取措施不断提升工厂运营效率，推动公司毛利率不断改善。预计 2019-2021 年中国食品毛利率分别为 36.2%/36.7%/37.3%。
- 预计公司 2019-2021 年 EBITDA 分别为 16.0 亿元/18.5 亿元/21.3 亿元，同比+97.1%/+15.7%/+14.8%；归母净利润分别为 4.0 亿元/4.8 亿元/5.8 亿元，同比+24.2%/+21.5%/+19.3%，对应净利率分别为 4.2%/4.7%/5.1%，折合 EPS 为 0.14 元/0.17 元/0.21 元，对应 2019-2021 年 PE 为 21X/17X/14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 62：中国食品分产品盈利预测表（百万）

	2018	2019E	2020E	2021E
总营业收入	15648	17123	18635	20172
YOY	17.1%	9.4%	8.8%	8.2%
营业成本	10107	10867	11744	12658
营业毛利	5541	6256	6891	7514
毛利率	35.4%	36.2%	36.7%	37.3%
碳酸汽水				
-收入占比	73%	72%	70%	69%
-产品收入	11428	12301	13113	13912
-收入 YOY	-	7.6%	6.6%	6.1%
-毛利率	42.5%	43.4%	44.1%	45.0%
果汁				
-收入占比	14%	14%	13%	13%
-产品收入	2256	2374	2486	2592
-收入 YOY	-	5.2%	4.7%	4.2%
-毛利率	11.5%	13.0%	14.0%	14.0%
水				
-收入占比	8%	10%	11%	13%
-产品收入	1320	1669	2112	2601
-收入 YOY	-	26.5%	26.5%	23.2%
-毛利率	21.7%	22.0%	23.0%	24.0%
其他				
-收入占比	4%	5%	5%	5%
-产品收入	645	779	924	1068
-收入 YOY	-	20.8%	18.7%	15.5%
-毛利率	21.5%	23.0%	24.0%	25.0%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：2018 年公司仅披露分业务收入，毛利率均为估算数据

七、风险提示

- **需求下滑。**受宏观经济、政策等因素影响，饮料行业存在需求下滑风险，从而影响公司有机增长速度。
- **新产品增速不达预期。**新产品具备优化产品结构功能，若不达预期或降低公司利润增速。
- **“提价”低于预期。**“提价”措施年底前若未执行到位，或影响公司利润额外增量。
- **混改延期。**混改日程延期或混改力度低于市场预期。
- **美国可口可乐产品对接变动风险。**公司当下主要产品对美国可口可乐产品库依赖度太强，若美国可口可乐产品对接出现变动，会影响公司业绩表现。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	3750	4246	4469	4861	
现金及现金等价物	243	342	429	491	
交易用投资	-	-	-	-	
应收款项	735	822	872	921	
其他应收款	566	615	716	778	
存货	1650	1819	1867	1998	
非流动资产	9538	10092	10525	10854	
可供出售投资	-	-	-	-	
联营和共同控制实体的投资	742	870	998	1126	
投资物业	20	20	20	20	
固定资产	4887	5226	5460	5605	
在建工程	-	-	-	-	
土地使用权	-	-	-	-	
无形资产	3506	3593	3664	3720	
总资产	13288	14338	14995	15715	
流动负债	5688	6022	5809	5491	
短期借款	580	568	353	-	
应付款项	1041	1387	1388	1424	
预收账款	-	-	-	-	
其他	4067	4067	4067	4067	
非流动负债	887	887	887	887	
长期借款	587	587	587	587	
其他	300	300	300	300	
负债合计	6575	6909	6695	6378	
股本	293	293	293	293	
储备	-	-	-	-	
保留溢利	-	399	883	1461	
非控制性股东权益	2495	2812	3198	3658	
总权益	6713	7429	8299	9337	
总负债和总权益	13288	14338	14995	15715	

综合现金流量表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
除所得税后溢利	738	677	831	999	
折旧和摊销	-	627	689	748	
利息费用	70	58	50	33	
营运资本的变动	331	-51	-136	-293	
经营活动产生现金流量	1275	1311	1434	1487	
资本性支出	-686	-1033	-974	-929	
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-100	-100	-100	
投资活动产生现金流量	-1034	-1142	-1083	-1039	
借款变动	-590	-12	-215	-353	
发行股份	-	-	-	-	
支付的股利和利息	-239	-58	-50	-33	
融资活动产生现金流量	-829	-70	-264	-386	
现金净变动	-589	99	86	63	
现金的期初余额	832	243	342	429	
现金的期末余额	243	342	429	491	

来源：公司年报、国金证券研究所

综合收益表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业额	15648	17123	18635	20172	
销售成本	10107	10929	11797	12658	
毛利	5541	6194	6839	7514	
销售、一般性和行政开支	4918	5368	5824	6284	
研究发展费用	-	-	-	-	
其他营业收入	-	-	-	-	
EBITDA	813	1603	1854	2129	
折旧和摊销	-	627	689	748	
EBIT	813	976	1165	1381	
融资收入净额	-75	-58	-50	-33	
分占联营和共同控制实体的溢利	44	50	50	50	
除所得税前溢利	738	918	1115	1348	
所得税开支	162	202	245	310	
除所得税后溢利	576	716	870	1038	
非控制性股东应占溢利	256	317	386	460	
股息	-	-	-	-	
母公司股东应占溢利	321	399	484	578	
EPS	0.11	0.14	0.17	0.21	

主要财务比率		2018A	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业额增长率	16.8%	9.4%	8.8%	8.2%	
EBIT 增长率	-64.1%	20.0%	19.4%	18.5%	
净利润增长率	-70.7%	24.2%	21.5%	19.3%	
盈利能力					
EBIT/营业额	5.2%	5.7%	6.3%	6.8%	
EBITDA/营业额	5.2%	9.4%	10.0%	10.6%	
毛利率	35.4%	36.2%	36.7%	37.3%	
净利率	3.7%	4.2%	4.7%	5.1%	
ROE	7.6%	8.6%	9.5%	10.2%	
偿债能力					
资产负债率	49.5%	48.2%	44.7%	40.6%	
流动比率	0.66	0.71	0.77	0.89	
速动比率	0.36	0.40	0.44	0.52	
营运能力					
资产周转率	1.18	1.19	1.24	1.28	
应收账款周转率	29.05	22.00	22.00	22.50	
应付账款周转率	13.04	14.10	13.43	14.34	
存货周转率	6.83	6.30	6.40	6.55	
每股资料					
每股收益	0.11	0.14	0.17	0.21	
每股经营现金流	0.46	0.47	0.51	0.53	
每股净资产	1.51	1.65	1.82	2.03	
估值比率(倍)					
PE	26.04	20.96	17.25	14.46	
PB	1.98	1.81	1.64	1.47	
EV/EBITDA	13.13	7.69	6.74	5.91	

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH