

买入
源自日本，专注高端的知名方便面生产商
日清食品 (01475.HK)

2019-10-09 星期三

投资要点

目标价: **7.75 港元**
 现价: 6.46 港元
 预计升幅: 20.0%

重要数据

日期	2019.10.08
收盘价 (港元)	6.46
总股本 (百万股)	1,074
总市值 (百万港元)	6,938
净资产 (百万元)	3,150
总资产 (百万元)	3,894
52 周高低 (港元)	7.22/3.20
每股净资产 (元)	3.14

数据来源: Wind

主要股东

日清日本集团 (70.00%)

相关报告

国元国际研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ 中国大陆方便面行业复苏，高端市场驱动行业增长：

外卖产业已进入寡头竞争的成熟阶段，外卖补贴退坡，性价比优势弱化；加上外卖平台食品安全问题频发，具备工业化生产、有安全质检保证、大品牌背书的方便面再次获得消费者青睐，2017年后行业释放回暖信号。伴随中产阶级队伍的不断壮大，人们消费能力的不断提升，消费升级背景下，高端细分市场预计将保持双位数增长。

➤ 专注高端细分市场，中国香港市占第一，中国大陆排名居前：

日清食品是一家在中国大陆和中国香港主要专注于高端方便面细分市场的知名食品公司。在中国香港市场，日清市占率达到60%以上，具垄断地位；在中国大陆，为规避低端市场的红海竞争并维护其高端的品牌形象，日清采取差异化的产品竞争策略，以海鲜口味作为主打，主攻高端细分市场，已逐渐在高端市场占据一席之地。

➤ 首次覆盖给予买入评级，目标价 7.75 港元：

公司在高端细分市场具备较强的品牌力和产品力，全新产能已配备完毕，伴随渠道的进一步深耕，分销网络的逐步壮大，业绩预计会保持稳健增长。我们预计公司2019-2021年EPS将分别为0.26/0.30/0.35港元，给予目标价7.75港元，对应2020年1.67倍PEG，25倍PE，较现价有20%的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

百万港元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	2,689	2,999	3,232	3,499	3,847
同比增长	10.40%	11.54%	7.77%	8.27%	9.94%
毛利率	30.53%	31.13%	33.06%	33.55%	34.06%
净利润	220	231	319	367	424
同比增长	105.00%	4.59%	38.48%	14.99%	15.47%
净利润率	8.20%	7.69%	9.88%	10.49%	11.02%
每股盈利	0.24	0.19	0.26	0.30	0.35
PE@6.46HKD	27.1	33.8	24.4	21.2	18.4

数据来源: wind、公司年报、国元国际

目录

1.源自日本的高端方便面龙头	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 发展历程.....	6
1.3 公司股权结构稳定且集中.....	8
1.4 内地市场增速较快，香港地区贡献稳定.....	8
2.方便面行业分析	10
2.1 中国内地方便面行业回暖.....	10
2.2 高端方便面细分市场为行业的最优赛道.....	12
2.3 行业竞争格局相对稳定.....	15
3.公司亮点	17
3.1 专注高端细分市场，高端品牌形象深入人心.....	17
3.2 加速地域覆盖，积极拓展分销渠道.....	21
3.3 研发能力突出，具备强大产品创新能力.....	23
4.盈利预测与投资建议	24
4.1 关键假设.....	24
4.2 行业估值及目标价.....	27
风险提示	28
财务报表摘要	29
投资评级定义和免责条款	30

图目录

图 1: 公司主要品牌 (部分)	6
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 公司最近 5 年营业收入及同比增速	9
图 4: 公司中国香港业务收入及同比增速	9
图 5: 中国内地最近 5 年营业收入及同比增速	9
图 6: 收入占比 2019H1	9
图 7: 中国是世界最大的方便面产销国	10
图 8: 需求量自 2013 年后出现下滑	11
图 9: 中国方便面销量 VS 餐饮 O2O 市场规模	11
图 10: 外卖、方便面市场此消彼长	11
图 11: 高端方便面增长迅速	12
图 12: 方便面销售额表现较为坚挺	12
图 13: 消费量 (左)、人均消费量 (右)	13
图 14: 中国方便面均价偏低	13
图 15: 高端产品占比加速提升	13
图 16: 产品均价持续走高 (元)	13
图 17: 中产阶级群体不断壮大	14
图 18: 人均可支配收入增加提升消费能力	14
图 19: 中国高端方便面销售额 (单位: 十亿元)	15
图 20: 中国高端方便面销售量 (单位: 十亿份)	15
图 21: 香港高端方便面销售额 (单位: 百万元)	15
图 22: 香港高端方便面销售量 (单位: 百万份)	15
图 23: 中国大陆 2018 年方便面市场竞争格局 (按销售量计)	16
图 24: 中国大陆 2018 年高端方便面市场竞争格局 (按销售量计)	16
图 25: 中国香港 2016 年方便面市场竞争格局 (按销售量计)	17
图 26: 中国大陆业务拆分	18
图 27: 康师傅方便面价格带划分及部分产品	19
图 28: 康师傅收入结构拆分 (2019H1)	19

图 29: 康师傅方便面业务占比 (2019H1)	19
图 30: 统一企业中国收入占比.....	20
图 31: 2018 年同业毛利率比较.....	21
图 32: 公司 2018 年中国大陆收入地区分布.....	21
图 33: 日清食品中国大陆及香港生产线布局.....	22
图 34: 公司研发投入 (百万港元)	24
图 35: 收入预测 (单位: 百万港元)	24
图 36: 原材料构成.....	25
图 37: 面粉价格 (元/公斤)	25
图 38: 棕榈油价格 (元/吨)	25
图 39: 纸张价格 (元/吨)	25
图 40: 毛利率预测.....	25
图 41: 费用率维持稳定.....	26
图 42: 公司净利润及净利润率预测.....	26

表目录

表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 公司发展历程.....	7
表 3: 中国大陆主要产品及价格.....	17
表 4: 统一企业中国部分产品及价格.....	20
表 5: 行业可比公司估值.....	27

1.源自日本的高端方便面龙头

1.1 公司简介

源自日本，专注高端。日清食品是一家于中国内地及中国香港主要专注于高端方便面细分市场的知名食品公司。母公司日清日本集团起源于1948年，由安藤百福先生创立，并发明创造了世界上首款方便面及杯面，是目前日本方便面行业的龙头企业，市占率超过70%。秉承着安藤百福先生食足世平、食创为世、美健贤食、食为圣职的经营理念，以“创造精神”作为企业的发展核心，1984年，日清食品于中国香港注册成立，并于1994年将业务拓展至中国内地。

深耕中、港两地市场，高端品牌形象深入人心。公司在中国香港的业务起步较早，在很大程度上规避了竞争，凭借多年的产品口碑和品牌积淀，以及对当地品牌的收购，公司在香港市场已取得了垄断地位，市占率超过60%，产品随处可见，品牌家喻户晓。而在内地市场的竞争环境则较为激烈，公司的市占率较康师傅和统一有一定差距。但近年来伴随消费升级的浪潮，凭借优异的品质、高端化的品牌形象，公司在中国内地市场的发展愈发顺遂，其在高端方便面细分市场的市占率位居行业第三。为了深耕两地市场，尤其是内地市场，提升决策和运营效率，公司2017年底从日清日本集团分拆，于港交所主板单独上市。

旗下众多品牌知名度高。方便面是公司的核心业务，是收入的最主要来源。目前，公司主要通过两大核心企业品牌「日清」及「公仔」生产及销售「合味道」、「出前一丁」、「公仔面」、「公仔点心」、「福」及其他等十多个品牌产品。作为旗舰品牌的「出前一丁」及「合味道」分别于1968年和1971年推出，是日清的王牌产品，以口味优良及品质出众闻名，多年来经久不衰，引入中国香港及大陆市场后广受消费者欢迎，高端品牌形象深入人心。除此之外，日清食品亦通过对当地消费者喜好的深入调研，在卓越的研发和产品技术加持下，得以不断推出受当地消费者欢迎的新品及新口味，品牌口碑、知名度及市场地位得到持续提升。

业务多元化发展。公司不但在高端方便面细分市场成绩斐然，为了提供更多差异化产品给当地消费者，拓展收入来源，公司还推出包括冷冻点心及冷冻面条在内的冷冻食品、谷物麦片、零食及饮料等非即食产品。

图 1：公司主要品牌（部分）



资料来源：日清官网网站、永南食品官方网站、国元国际

表 1：公司主要产品

业务	部分产品
方便面	
冷冻食品	
谷物麦片及零食	
饮料	

资料来源：公司官网、公司年报、国元国际

1.2 发展历程

方便面创始人，市场拓展稳步前行。日清食品的母公司日清日本集团，在创始人安藤百福先生发明了全球首款方便面鸡汤拉面后，便开始在世界各地拓展业务。1984年，日清食品于香港注册成立。凭借「合味道」、「出前一丁」等王牌产品，专注产品创新和品质提升的日清食品逐渐在香港市场站稳脚跟，并将触角逐步伸向市场容量巨大的内地市场。

推进高端化本土化进程。21世纪初，在高端方便面还被视作小众市场的中国内地，公司以「合味道」海鲜味作为主打产品，确立了高端方便面制造商的市场定位及产品差异化的发展策略。作为一家日本企业，公司在业务

运营及人才管理上经历了一段时期的本地化进程，为未来在中港两地业务的扩展奠定基础。

扩充产品线，拓展收入来源。公司除了高端方便面业务，其收购的永南食品亦从事冷冻食品的生产及销售。此外，公司于2013年与「湖池屋」推出联合品牌「日清湖池屋」生产及销售零食及洋果子产品；2017年收购香港捷菱51%的股权，分销多个品牌（如达能、可果美及丘比）的饮料、加工食品及酱料；2018年与Kagome Co., Ltd.成立合营公司「Kagome HK」，在香港及中国分销蔬菜汁及果汁饮料产品；2019年初，公司于香港设立的谷物麦片生产线也已投产。多年来，公司不但在高端方便面细分市场精耕细作，非方便面业务也发展得稳扎稳打，产品力持续提升。

全新产能配置完毕。公司先前受限于产能，发展速度较为缓慢。在激烈的市场竞争环境下，为了把握中国高端方便面市场的发展机遇，以及加强对成本的管控及效益的提升，公司自2016年起配置全新产能，位于东莞、福建及平湖的生产厂房已相继投产。截至2018年底，公司在中国香港及中国内地合计拥有9间生产厂房，为后续产品创新及企业发展提供有力支撑。

扩大分销渠道、产品创新及人才储备，进一步扩展中国版图。目前，中国香港市场的渗透率已然较高，预计近年增速较为平缓，而中国内地的高端方便面细分市场预计未来几年会有较好的增长潜力。公司当前产品销售主要集中在华东及华南地区，拓展华北及华西市场，进一步巩固沿海地区的市场地位将是公司近年的工作重点。公司于2017年收购香港捷菱，其拥有经验丰富的营销团队，较强的物流及存货管理能力，将有助于中国大陆市场的开拓。公司还将继续加速产品创新及人才储备，为市场开拓奠定基础。

表 2：公司发展历程

年份	事件
1984	日清食品于香港注册成立
1985	在香港大埔设立第一间生产厂房
1990	日清日本收购永南食品及「公仔」品牌 
1993	成立珠海永南
1994	成立广东日清
1998	推出「出前一丁」 出前一丁 碗装方便面产品
1999	投资上海日清
2001	推出「出前一丁」 出前一丁 杯面 注册成立日清管理，成立日清中国投资
2009	推出「合味道」  ECO 杯杯面

接下页 ↓

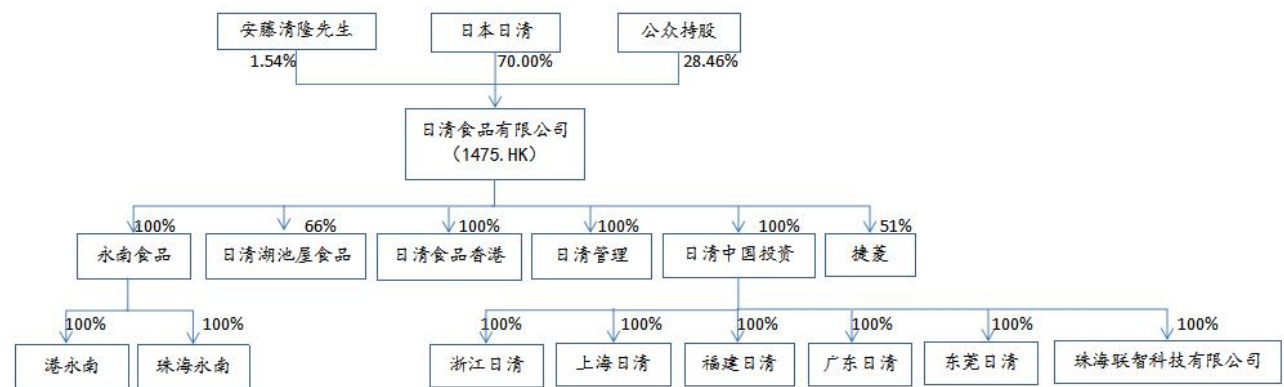
2012	收购香港当地品牌「福」 推出「合味道大杯杯面」及「合味道」迷你杯面
2013	注册成立日清湖池屋食品 成立东莞日清
2014	自日清日本收购永南食品 成立福建日清、浙江日清
2015	成立日清食品香港
2016	在香港推出两间工作坊 - 「我的合味道工作坊」及「出前一丁工作坊」
2017	收购捷菱 51% 股权 公司在香港联交所上市
2018	与 Kagome Co.,Ltd 成立 Kagome HK 合营公司

资料来源：日清招股书、公司公告、国元国际

1.3 公司股权结构稳定且集中

大股东日清日本持股 70.0%。截止 2019 年 6 月 30 日，公司的大股东日清日本持有公司 70.00% 的股份，公司董事长兼首席执行官安藤清隆先生持股 1.54%。日清食品目前旗下 6 家子公司，永南食品、日清湖池屋食品、日清食品香港、日清管理、日清中国投资、捷菱，分别持股 100%、66%、100%、100%、100%、51%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司资料、国元国际

1.4 内地市场增速较快，香港地区贡献稳定

方便面是主营业务。从业务结构来看，方便面是公司收入的最主要来源。在中国香港，有 80% 的收入来自于方便面业务，余下部分则来自于冷冻食品、谷物麦片和零食、果蔬汁饮品、分销等非即食业务；而在中国内地，100% 都是来自于方便面业务。

收入加速增长。公司自 2016 年后，收入增长提速。2018 年，受益于中国

内地业务的持续扩张、中国香港业务的稳定贡献及香港分销业务的额外贡献，收入有 11.5% 的同比增长。2019 年上半年，公司营业收入 15 亿元，同比增长 1.1%，增速放缓主要是受汇兑以及中国香港地区的业务调整影响。

中国香港业务收入同比下降 4.9%。2019 年上半年，中国香港业务收入同比减少 4.9% 至 6.24 亿港元，主要是捷菱部分品牌产品终止分销影响了业绩表现，但方便面及其他产品的收入仍录得稳健增长。期内，来自香港的业务收入占总收入的 41.8%。

中国大陆业务收入同比增长 12.2%。2019 年上半年来自于内地的业务收入 8.72 亿港元，同比增长 5.9%，如按人民币计，公司收入同比有 12.2% 的双位数增长，占公司总营业收入的 58.2%。

图 3：公司最近 5 年营业收入及同比增速

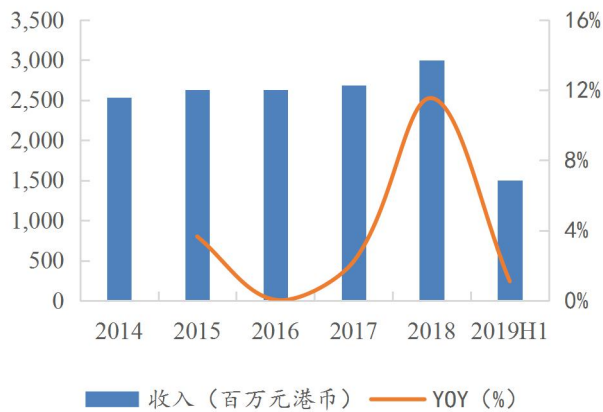
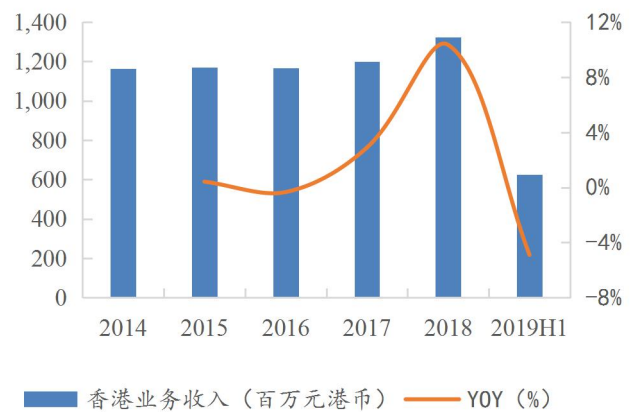


图 4：公司中国香港业务收入及同比增速



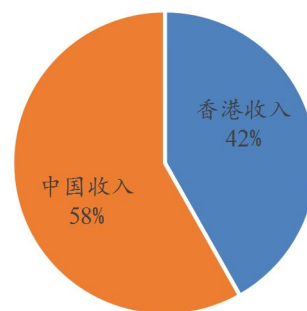
资料来源：公司资料、国元国际

资料来源：公司资料、国元国际

图 5：中国内地最近 5 年营业收入及同比增速



图 6：收入占比 2019H1



资料来源：公司资料、国元国际

资料来源：公司资料、国元国际

2.方便面行业分析

2.1 中国内地方便面行业回暖

中国是最大的方便面产销国。虽然方便面发源于日本，但自上世纪 90 年代以来，受益于中国庞大的人口基数，方便面以其方便卫生、物美价廉而风靡全国，我国的方便面产销量及营业额持续增长，成为世界最大的方便面消费市场，产量及需求量均居世界首位。2018 年，世界方便面总消费量约为 1036 亿包，中国（包含香港）消费量 402.5 亿份，遥遥领先于其他国家，销量约占全球销量的 40%。尽管如此，我国的方便面行业也经历了一段时间的低谷期。

图 7：中国是世界最大的方便面产销国



资料来源：世界方便面协会、国元国际

2013 年后，行业步入下坡路，下滑趋势一直延续到 2016 年。分析主要原因：1) **外卖平台的兴起**。进入互联网时代，外卖行业迅速崛起，2011-2016 年，外卖市场规模年复合增速达到 56.4%，以饿了么、美团外卖、百度外卖为首的外卖平台形成三足鼎立之势。各外卖平台为了抢占市场，纷纷采取烧钱补贴的低价促销手段，吸引了大批商户和消费者。凭借选择多样化、健康营养、性价比高等优势的外卖迅速挤压方便面市场，令方便面的需求量急剧下滑。

2) **居民健康意识提高，消费观念转变**。在过去物资缺乏的年代，方便面以其低廉的价格、美味又可果腹的产品属性，成为速食代表，更是人们加班、出差、旅行的必备神器，方便面产业因此兴盛。但随着社会的进一步发展，在健康饮食概念的普及下，居民的健康意识在不断提升，方便面被贴上不健康、低营养的标签，受此影响销量不断滑坡。

图 8：需求量自 2013 年后出现下滑



资料来源：wind、国元国际

图 9：中国方便面销量 VS 餐饮 O2O 市场规模

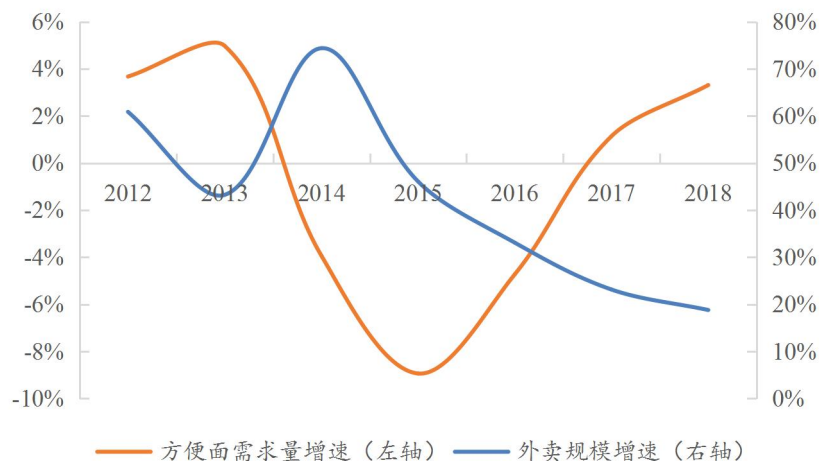


资料来源：产业在线、国元国际

2017 年后行业释放回暖信号。方便面需求量在经历了 2014-2016 年连续三年的负增长以后,2017 年增速首次转正,2018 年增速加快,同比增长 3.31%,销售额同比增长 8%,行业逐步释放回暖信号,主要原因为:

1) 外卖平台补贴退坡。外卖行业在资本入局、烧钱补贴下,已在短短数年间从群雄逐鹿步入到「美团」和「饿了么」的双雄争霸时代。在市场格局趋稳下,外卖平台把目光从抢份额转至求盈利上,补贴、促销力度减弱,性价比优势弱化,外卖规模增速放缓;加之近两年逐渐曝光的外卖平台食品安全等问题,便宜快捷、种类丰富、口感更佳、工业化生产成熟的方便面,自然成为填补外卖退出市场空白的首选产品,重新获得消费者的青睐。

图 10：外卖、方便面市场此消彼长



资料来源：wind、国元国际

2) 方便面行业的自我救赎。在消费升级的大环境下,人们消费水平的提升,健康观念意识的加强,消费者会选择更加健康、更有营养的食物,这对方

便面行业提出了更高的“质的要求”。

在市场需求疲弱之时，行业开始以健康为主题进行产品创新。优质方便面生产商加大研发力度，以“高端+多元”为切入点，针对不同客群持续创新产品及新口味，以满足细分需求，行业加速向中高端健康化转型。

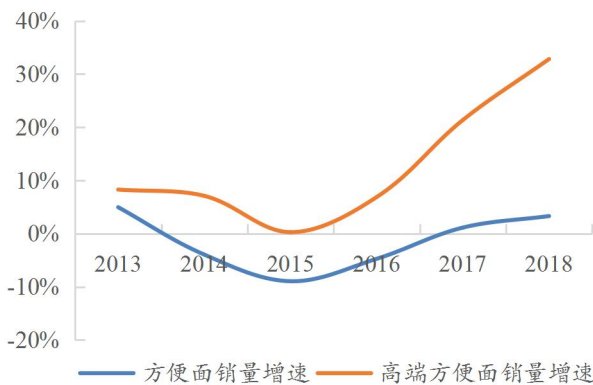
根据日清招股书，方便面按产品质量及价格大体分为：

(i) 高端方便面，指每份价格定于或超过 6.0 港元/人民币 5.0 元的高质量方便面；

(ii) 普通方便面，指每份价格低于 6.0 港元/人民币 5.0 元的方便面。而大部分的高端方便面为即食杯面及即食碗面。

在方便面销量大幅下滑之时，高端方便面一直保持正向增长,受益于此，行业零售额表现较为坚挺。2017 年后，方便面需求量逐步回升，在行业加大研发力度，加速产业转型的趋势下，高端方便面增长提速，带动行业整体销量及销售额提速。

图 11：高端方便面增长迅速



资料来源：招股书、尼尔森、国元国际

图 12：方便面销售额表现较为坚挺



资料来源：招股书、尼尔森、国元国际

2.2 高端方便面细分市场为行业的最优赛道

中国人均消费量落后，产品均价偏低，行业仍存增长潜力。中国虽然是全球最大的方便面消费国，但是人均消费量并不居前。在方便面主要消费地区的亚太市场，我国相较于其他亚太国家尚存差距。

此外，我国方便面的消费结构还是以低端产品为主，同质化较为严重，市场竞争激烈，厂商多采用打折促销等手段抢占份额，令方便面的均价处于较低水平。行业未来仍具备增长潜力。

图 13: 消费量 (左)、人均消费量 (右)

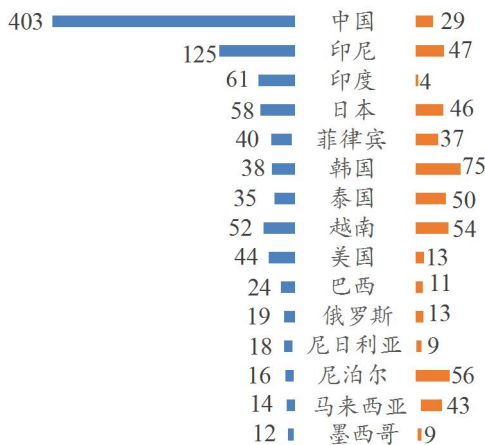
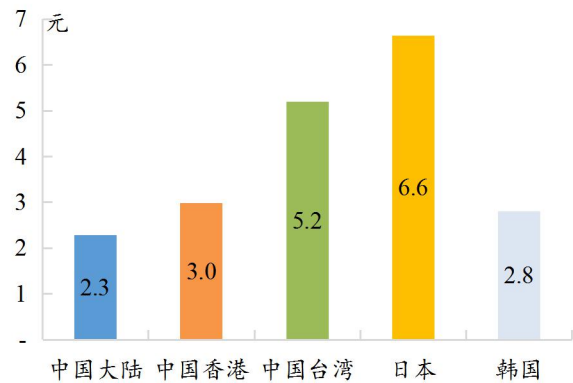


图 14: 中国方便面均价偏低



资料来源: 世界方便面协会、国元国际

资料来源: wind、国元国际

高端市场锋芒初现，未来持续驱动行业增长。在行业衰退之时，高端方便面消费量逆势增长、高端产品占比快速提升、平均单价稳步提高、销售额表现坚挺，高端产品成为驱动行业增长关键引擎。

究其原因在于我国中产阶级的迅速崛起。为了提升生活品质、提高健康水平，追求高营养、高品质、高安全的中产阶级成为高端方便面的消费主力军。根据凯度消费者指数显示，截至 2017 年 12 月，中产阶级方便面需求同比增长 19%，按消费量和消费额计分别占比 37%和 40%，拉动我国方便面销售额实现正向增长。据麦肯锡预测，我国中产阶级群体还将不断壮大。受益于此，高端方便面市场需求将获得持续释放。

图 15: 高端产品占比加速提升

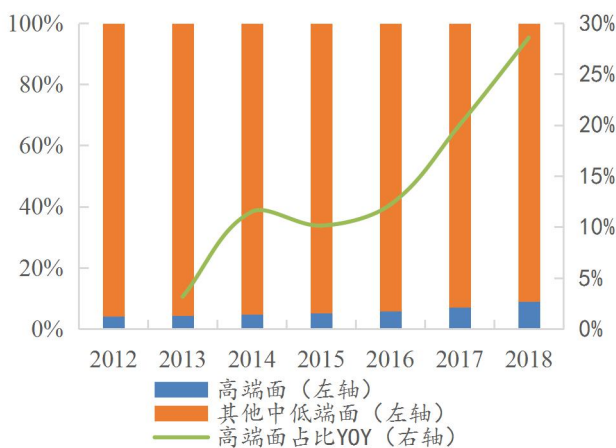
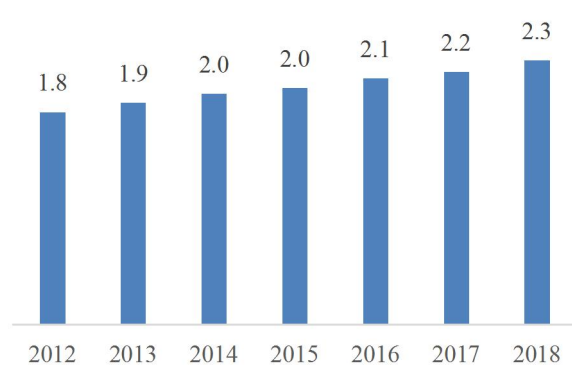


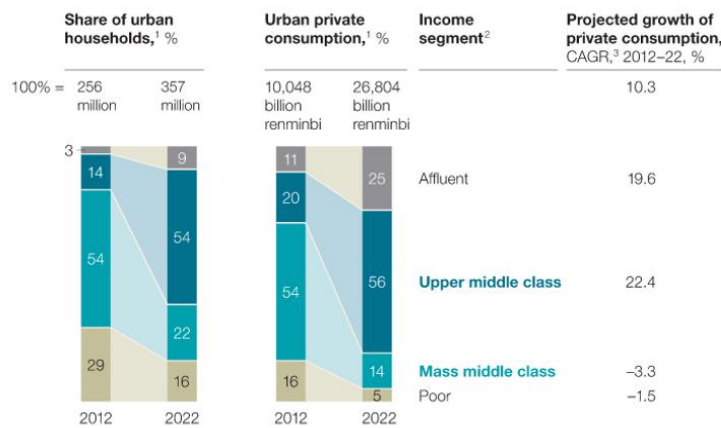
图 16: 产品均价持续走高 (元)



资料来源: 尼尔森、国元国际

资料来源: wind、国元国际

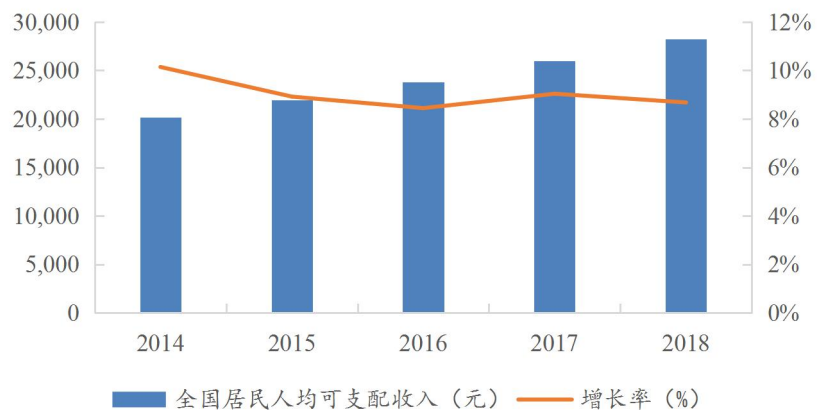
图 17：中产阶级群体不断壮大



资料来源：Mckinsey、国元国际

消费能力提升，产业结构升级大势所趋。据国家统计局数据，2018 年全国居民人均可支配收入 28,228 元，较 2017 年增长 8.7%。近五年，全国人均可支配收入的复合增长率达到 8.8%。人均可支配收入的增加，令消费者具备更高的消费能力，产业结构升级大势所趋。

图 18：人均可支配收入增加提升消费能力



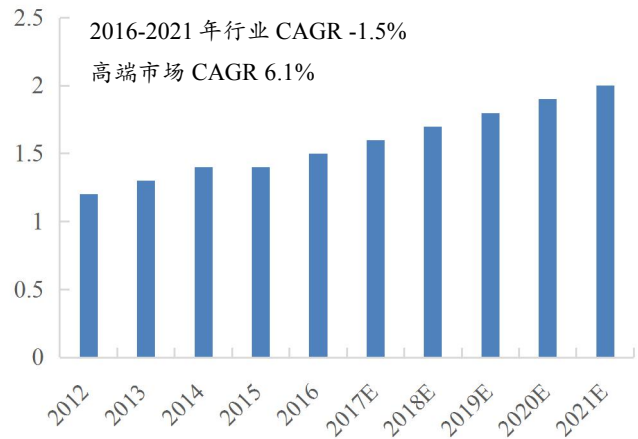
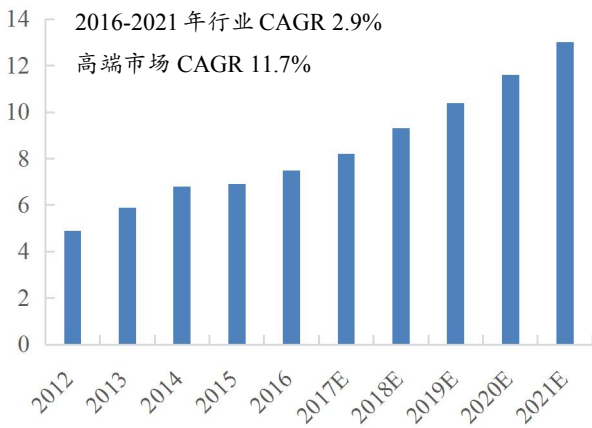
资料来源：国家统计局、国元国际

高端市场将是未来行业增长的主要驱动力。随着外卖产业进入寡头竞争的成熟阶段，两大巨头继续通过烧钱方式抢占份额的可能性不大，方便面的性价比优势将更加凸显，行业受外卖市场的挤压效应更趋弱化。伴随中产阶级队伍的不断壮大，人们消费能力的不断提升，消费升级背景下，高端细分市场将是未来行业增长的主要驱动力。

根据 Frost & Sullivan 预测，2016-2021 年，我国高端方便面销售额的复合增长率将达到 11.7%，远高于行业 2.9% 的复合增速；同期，高端方便面销售量的复合增长率达到 6.1%，亦高于行业 -1.5% 的复合增速。

图 19：中国高端方便面销售额（单位：十亿元）

图 20：中国高端方便面销售量（单位：十亿份）



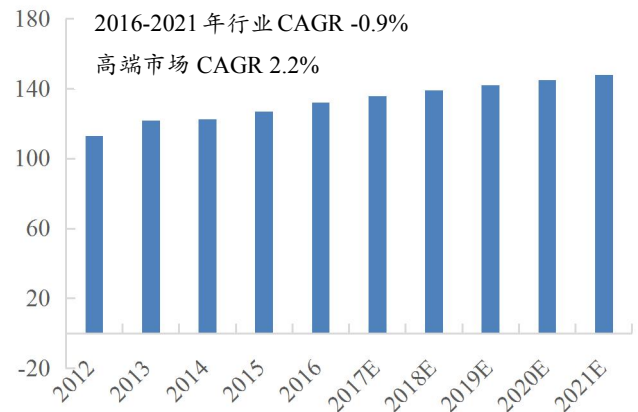
资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

中国香港市场预计未来增速平稳。香港的方便面产业历史更为悠久，且已在当地形成一定的方便面饮食文化，从人均消费量和渗透率来看，香港市场都较为成熟，预计行业未来增速趋稳。但同样受益于居民消费能力的提升，消费者对创新及优质方便面需求的增加将驱动高端方便面市场会获得高于行业的增速。

图 21：香港高端方便面销售额（单位：百万元）

图 22：香港高端方便面销售量（单位：百万份）



资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

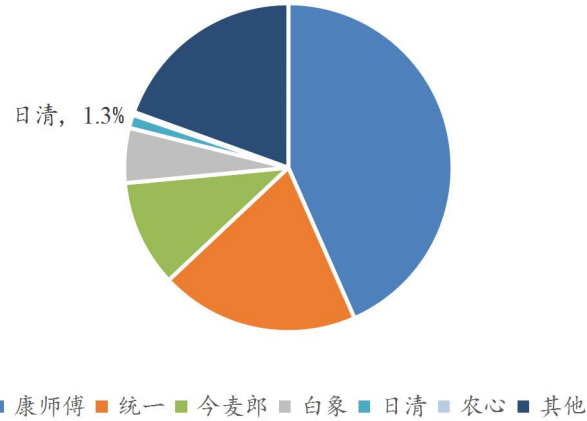
资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

2.3 行业竞争格局相对稳定

中国大陆市场竞争激烈，康师傅领跑。中国大陆的方便面市场，品牌繁多。总体看来，在行业下滑期间，市场竞争更加激烈，费用投放高企；加上消费升级背景下，大的品牌产商能够凭借自身的资本优势、研发实力、品牌口碑等较为顺畅的完成产品的转型升级，而中小企业在此方面的竞争力薄弱，规模效应和成本压力令其经营举步维艰，陆续退出，行业集中度不断提升。目前来看，行业竞争格局已较为稳定，方便面巨头康师傅依然领跑

市场，其次为统一企业中国，二者合计所占市场份额远超过半，前四大集中度稳定在 75%-80%之间。

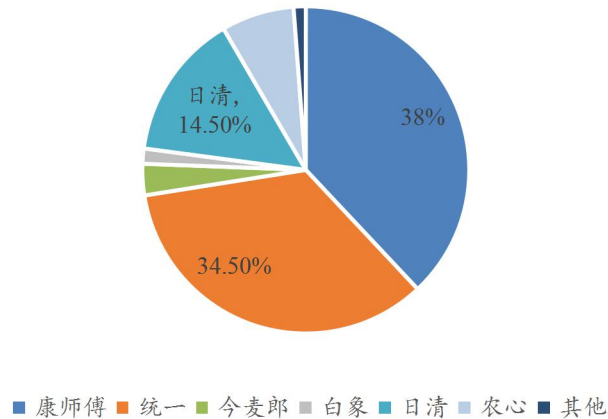
图 23：中国大陆 2018 年方便面市场竞争格局（按销售量计）



资料来源：尼尔森、国元国际

高端细分市场，日清排名居前。我国大陆的高端方便面市场则更为集中，CR3 合计已超过 85%，虽然日清在整个方便面市场的排名并不居前，市场占有率仅为 1.3%，但在高端市场则处于较为领先的位置，市占率排名第三，可见日清在高端细分市场的品牌力和产品力具备一定的竞争优势。

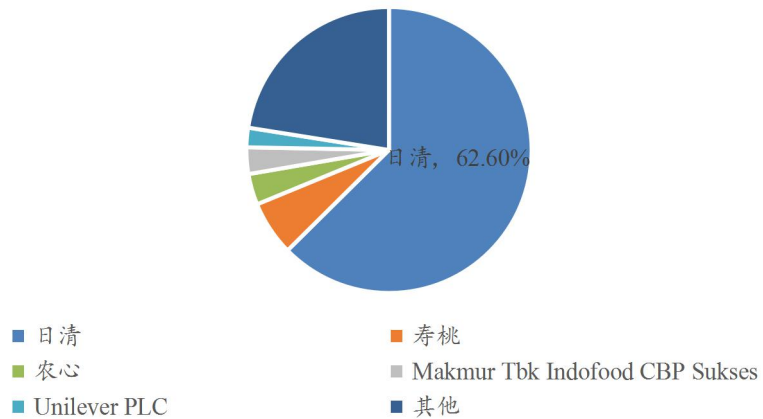
图 24：中国大陆 2018 年高端方便面市场竞争格局（按销售量计）



资料来源：尼尔森、国元国际

中国香港市场，日清占据垄断地位。在香港市场，主要产商市场份额也相对稳定，日清多年来一直是香港最大的方便面公司，具有垄断地位。主要得益于公司在香港市场布局较早，多年来其产品力和品牌力深受消费者喜爱；同时，公司也对当地方便面产商进行适当的收购兼并，不断扩大在港市占。

图 25：中国香港 2016 年方便面市场竞争格局（按销售量计）



资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

3. 公司亮点

3.1 专注高端细分市场，高端品牌形象深入人心

差异化攻占中国大陆高端市场。早期内地的方便面行业，生产厂家众多，同质化严重，大多以低价竞争的方式抢占低端方便面市场份额，利润被严重压缩。为了避免红海竞争，与内地已有的品牌做出区分，同时维护日清高端化的品牌形象和产品定位，公司以 5-10 元的高端产品价格，海鲜口味作为主打，切入还未被充分开发的内地高端方便面市场。

表 3：中国大陆主要产品及价格

品名及价格	产品
合味道 5.5 元/杯	
出前一丁 5.5 元/包 8.9/杯	

接下页 ↓

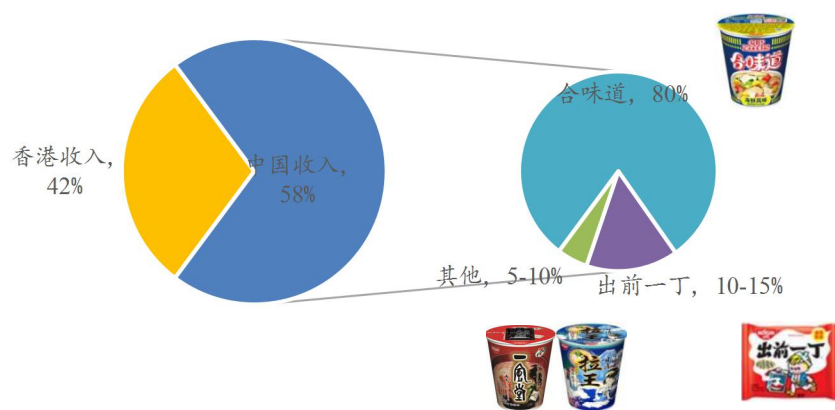
<p>拉王 6.8 元/袋 6.9/杯 9.8/碗</p>	
<p>联名款： 一风堂 9 元/ 杯 蒙古拉面 7.8 元/杯</p>	

资料来源：天猫超市、京东商城、国元国际

虽然在物资并不富足，人民生活水平较低的年代，高端市场被视为小众市场，公司在内地市场的拓展进展较为缓慢。但在现阶段消费升级的背景下，高端市场已成为方便面行业增速最快、发展潜力最大的细分市场。公司具有前瞻性的战略布局，多年的砥砺前行，使其高端化的品牌形象深入人心，在我国方便面市场的发展愈发顺遂。凭借品牌口碑和优质的产品已在我国高端方便面市场占据一席之地。

唯一一家业务全部为高端方便面的生产商。目前，公司在大陆地区的收入占比为 58%，全部来自于方便面业务，且均为高端；其中，「合味道」为公司的王牌产品，占大陆地区业务收入的 80%，且 80% 为海鲜口味；「出前一丁」占据 10-15% 的份额，其他产品线如「拉王」、「一风堂」等产品占余下份额。

图 26：中国大陆业务拆分



资料来源：公司资料、国元国际

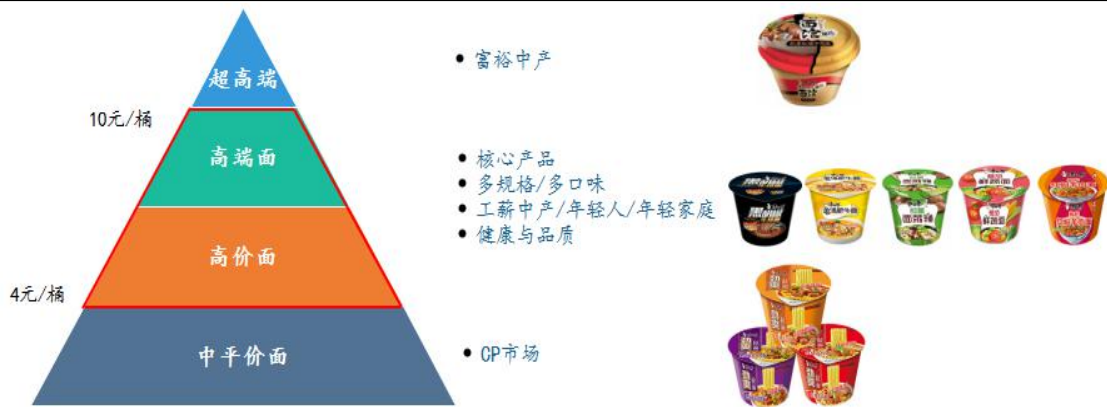
我们对比一下业内主要竞争对手的产品结构：

康师傅多规格、多价格带产品，覆盖高端及 CP 市场。康师傅主要从事方便面、饮品、糕饼等食品的生产与销售，亦是百事可乐非酒精饮料、星巴

克即饮咖啡、阿华田等品牌在中国的独家制造商和分销商。公司是中国方便面和饮品的龙头，具备全行业最强的渠道力，品牌形象深入人心。单看方便面业务，2019年上半年，方便面业务占公司总营业收入的37.85%。主打性价比的康师傅在行业消费升级的背景下，加速高端产品的研发及投入，产品力也逐渐聚焦高端及以上价格带产品，更推出「速达面馆」定位超高端方便面市场。

公司坚持多价格带策略，在以巩固高价、高端市场为核心，布局超高端市场的同时，亦致力于满足低线城市及农村的实惠型消费需求。2019年上半年，公司中平价面、高价及高端面、超高端面的市场份额分别为24.7%、49.3%、56.0%。

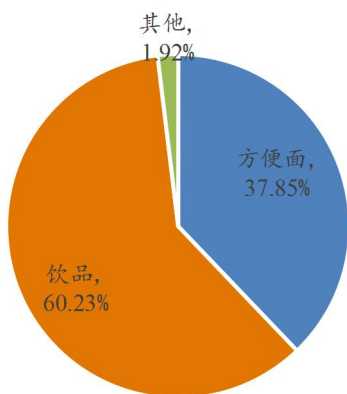
图 27：康师傅方便面价格带划分及部分产品



资料来源：公司资料、国元国际

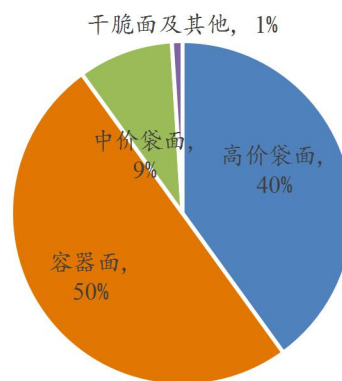
注：康师傅对价格带定义为：超高端：桶面>10元，袋面>6元；高端+高价：桶面4-10元，袋面2-6元；中平价：桶面<4元，袋面≤2元，干脆面

图 28：康师傅收入结构拆分（2019H1）



资料来源：康师傅年报、国元国际

图 29：康师傅方便面业务占比（2019H1）



资料来源：康师傅年报、国元国际

统一企业中国持续聚焦产品结构改善，留强汰弱。统一企业中国是统一企业股份有限公司在中国大陆的子公司，是亚洲最大的食品饮料集团之一。

公司于1992年开始运营，现已成为中国领先的方便面及饮料制造商。

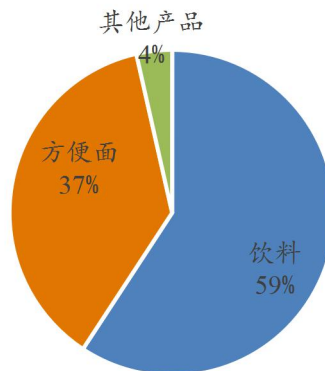
2017年，公司引进“生活面”新概念，从“汤、料、味、面”四个方面提升质量，致力于为消费者带来更好的消费体验。2019年上半年，公司来自于方便面业务的收入为42.68亿元，同比增长2.8%，占总营收的37%，其中王牌产品“汤达人”收入同比继续录得双位数字增长。公司秉持留强汰弱的经营策略，不断推陈出新，聚焦产品结构的持续性改善。

表 4：统一企业中国部分产品及价格

品名及价格	产品	品名及价格	产品
满汉宴 30元/碗		满汉大餐 15.9元/碗	
冠军榜 9.9元/碗		汤达人 8元/碗 5元/杯 4.3元/包	
都会小馆 5元/碗		酱拌面 6元/碗	
相拌一城 5.8元/碗		巧面馆 4.2元/杯	
藤娇 4元/杯 2.5元/包		来一桶 3.9元/杯	
普通袋装 2.2元/袋		干脆面 约1元/袋	

资料来源：淘宝，京东，国元国际

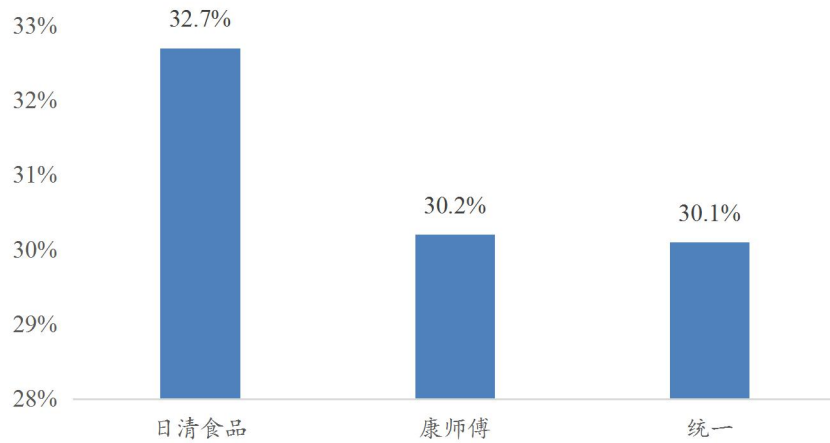
图 30：统一企业中国收入占比



资料来源：统一企业中国年报，国元国际

康师傅、统一的产品结构还处于持续优化当中，高端产品占比在逐步提升，而专注于高端方便面细分市场的日清食品受益于其产品结构，享有高于同行的利润率水平。

图 31：2018 年同业毛利率比较



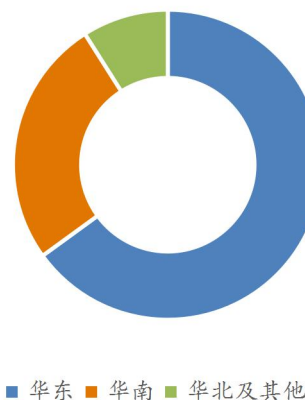
资料来源：公司年报，国元国际

3.2 加速地域覆盖，积极拓展分销渠道

目前华东、华南为主战场。虽然中国大陆的高端方便面市场拥有较大的增长潜力，但公司目前在中国大陆的渠道主要集中在华东及华南地区的一线及二线城市，如上海、杭州、苏州、广州、东莞、珠海、汕头及厦门。

从区域占比来看，华南地区收入占比在 60-65%，华东地区占比 26-27%，华北地区占比 10-12%，中部和西部还未涉足，公司有巨大的空白市场尚待开发。

图 32：公司 2018 年中国大陆收入地区分布



资料来源：公司资料，国元国际

公司在中国大陆市场渠道拓展较为缓慢主要有以下原因：

首先，早前高端市场被视作小众市场，分销商合作热情不高。公司的产品定位高端，在行业进行转型升级之前，高端市场还被视作为小众市场，行业内的企业多是价格竞争，分销商更注重产品销量，与日清的合作热情不高。而在行业从价格竞争转向品质竞争，产品向高端化升级，产品价格提升之后，日清的品牌力和产品力等竞争优势愈发突出，分销商与日清的合作热情也随之高涨。截至2017年6月30日，公司已拥有605名分销商、70名零售商及434名其他直接客户，1138名专职销售及营销人员。

为了把握中国高端方便面市场所带来的发展机遇，公司近年致力于销售人员增加和分销商的开拓。2017年3月，公司收购捷菱51%的股权，以建立专业化的分销渠道。捷菱曾是达能香港的业务部门，主要在香港及澳门分销多个品牌（如达能、可果美及丘比）的饮料、加工食品及酱料等产品。公司收购捷菱的目的在于其拥有深耕多年的销售渠道及经验丰富的营销团队，可以培训及建立自己的销售体系，培养销售及营销人员，为中国地区分销网络的扩张输送专业人才。

其次，产能瓶颈限制扩张。公司早前在国内只拥有顺德和珠海两个工厂，产能不足限制业务扩张步伐。公司自2016年起配置全新产能，位于平湖、厦门、东莞三个工厂已相继投产，在国内合计拥有五家工厂，加上香港的四家工厂，合计在中国共有九家工厂，可生产油炸和非油炸的优质方便面及包材。2019年，公司亦投资1.8亿元人民币于珠海建设新的包材工厂，也会改造一部分为方便面生产线，预计于2021年完工。公司目前产能充裕，产能布局预计可满足公司未来5-10年的业务发展。

图 33：日清食品中国大陆及香港生产线布局



资料来源：公司公告、国元国际

我们认为，日清的品牌和产品在高端细分市场的竞争力毋庸置疑，产能瓶颈问题已经解决，日清所处的高端细分市场也是行业的最优赛道，关键在于市场渠道的开拓。作为一家日本企业，如何在当地市场建立起当地的有经验的销售团队亦是成功的关键。捷菱的收购，有望助其一臂之力。公司目前在全国的渠道覆盖集中于华东、华南地区，大量空白市场尚需挖掘。公司近年都将致力于销售人员的增加和分销商的开拓，渠道扩张量增可期，有望带动业绩加速增长。

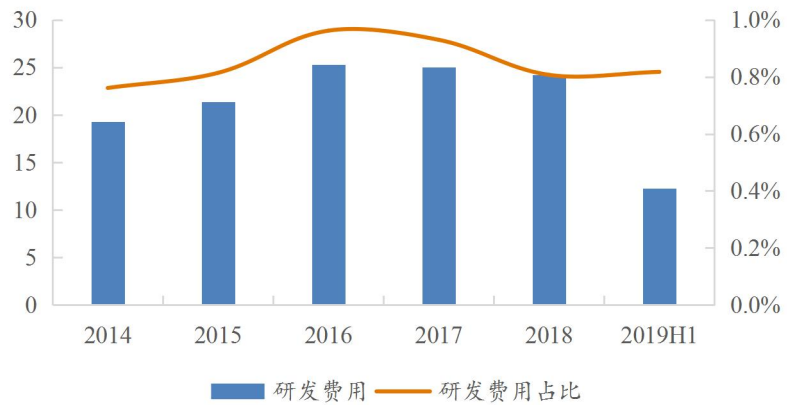
3.3 研发能力突出，具备强大产品创新能力

在产品方面，公司在香港及中国拥有一支专业的研发团队，负责研究、挑选食材及开发新产品以迎合当地消费者的口味和喜好。例如，公司为了迎合注重健康的消费者开发了一系列非油炸方便面品牌：「合味道乐怡」的辣西红柿海鲜味及豆乳野菜汤味，向客户提供低脂及低卡路里的选择；推出「出前一丁」及「福」品牌的非油炸直条棒丁面等。2018年，公司与「一风堂」、「豚王」及「博多一幸舍」等拥有较高知名度的日本拉面店合作推出新概念产品御当店系列，令消费者在家即可享用源自日本的优质拉面。公司强大的研发实力能够使其不断的推出受当地消费者欢迎的新品及新口味，能将产品创新及改良的理念顺利地转换为商业化产品，令公司多年来保持着较强的竞争力。

除了改良现有产品及不断丰富产品种类，在产品的包装上，公司亦有专业的团队设计及开发产品的创新包装及标签，以提升消费者的用餐体验及增强品牌的认知度。如为了进一步提升招牌「合味道」品牌的进食体验，公司将原包装进行了改良，加入分格餐具与面饼及调味料的内层，以食品安全及卫生向消费者推广品牌，受到较好反馈。

公司多元化的产品组合，雄厚的研发能力以及对产品细节的关注，将是公司在中国及香港高端方便面市场取得成功的核心竞争优势。除了自身的研发实力，在日清全球创新中心和日清全球食品研究所的大力支持下，公司将会续加大产品研发投资，以创造更大的品牌价值及溢价。

图 34：公司研发投入（百万港元）



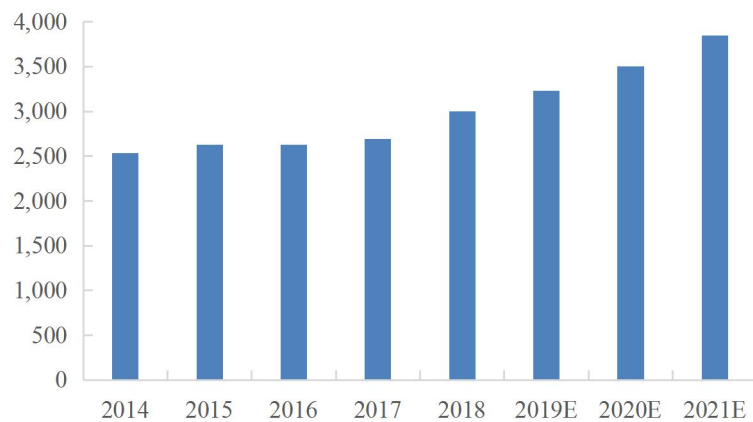
资料来源：公司年报、国元国际

4. 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

收入：1、中国香港地区业务：香港的方便面市场相对成熟，渗透率和人均消费量已达较高水平，预计行业整体增速保持低位平稳运行；其他非即食产品预计将逐步贡献增量，预计香港业务将保持低单位数字增长。2、中国大陆地区业务：中国大陆地区是公司未来几年的发展重点，将成为公司业绩持续增长的主要驱动力。得益于高端方便面细分市场的快速增长，公司在内地市场渠道拓展的稳步推进，我们预计新市场的开发及现有市场的深耕将助公司营收保持双位数的增长。预计公司 2019-2021 年的收入将分别录得 32.32/34.99/38.47 亿港元。

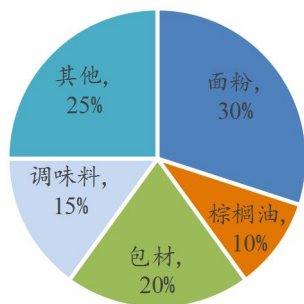
图 35：收入预测（单位：百万港元）



资料来源：公司年报、国元国际

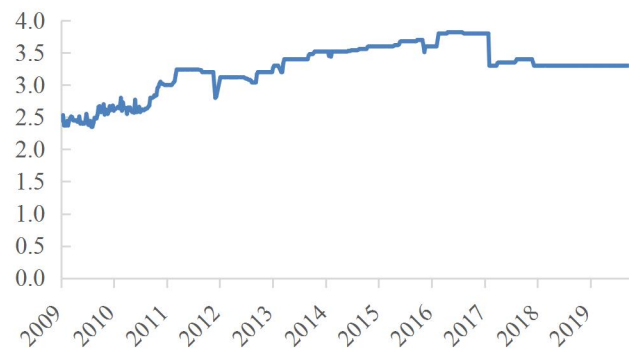
毛利率：原材料成本方面，公司的原材料成本构成主要是30%面粉、20%纸张（包装材料）、10%棕榈油、15%调味料及其他。预计短期内原材料成本将保持稳定，公司成本压力较小。2017年因收购低毛利率的捷菱业务影响到整体利润率水平，但我们预计伴随销量的提升，尤其是中国大陆市场高端方便面销量的快速增长，高毛利产品占比提升及规模化效应将助公司的毛利率得到持续改善。另外，VAT税改及公司今年7月对香港部分产品进行提价都对毛利率产生正面影响。预计公司毛利率将保持稳中有升的态势。

图 36：原材料构成



资料来源：公司资料、国元国际

图 37：面粉价格（元/公斤）



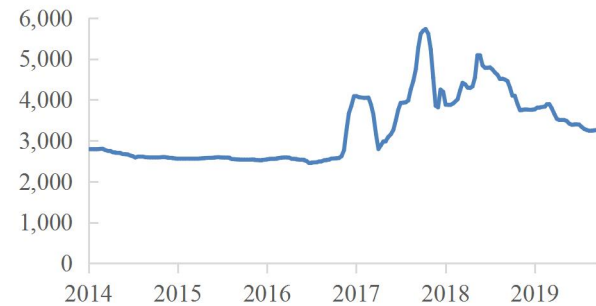
资料来源：Wind、国元国际

图 38：棕榈油价格（元/吨）



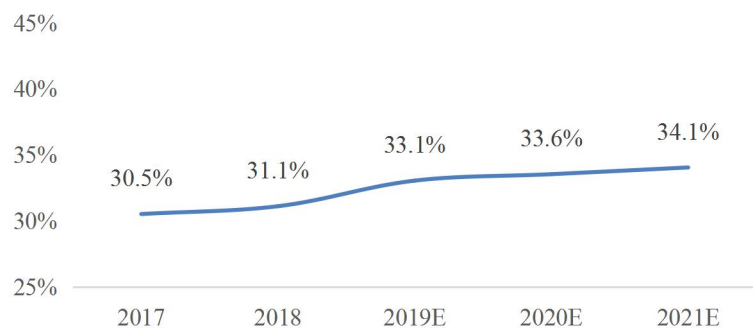
资料来源：Wind、国元国际

图 39：纸张价格（元/吨）



资料来源：Wind、国元国际

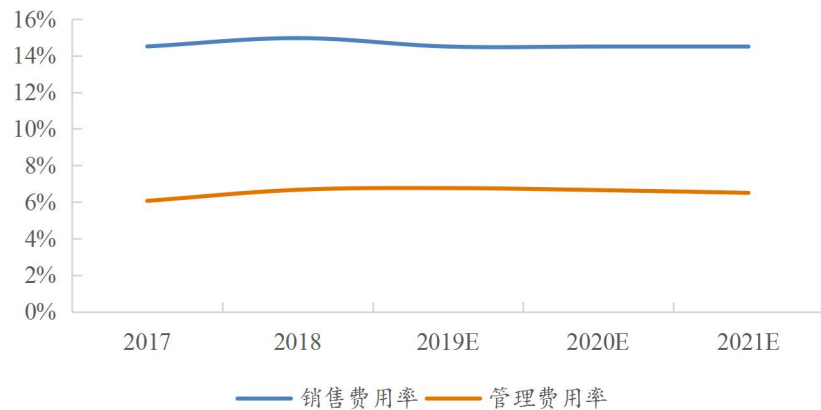
图 40：毛利率预测



资料来源：公司年报、国元国际

SG&A: 考虑到中国大陆市场现有渠道的深耕及空白市场的开拓将是公司近年的工作重点，公司将继续致力于销售人员的增加、分销商的拓展及加大品牌宣传力度，销售费用率会有所增加，但预计会被中国市场业务的快速增长所部分抵消，销售费用率预计会维持稳定。管理费用方面，随着本地化进程的持续推进，成本会有所下降，经营管理效率也会有所提升，预计管理费用率会稳中有降。

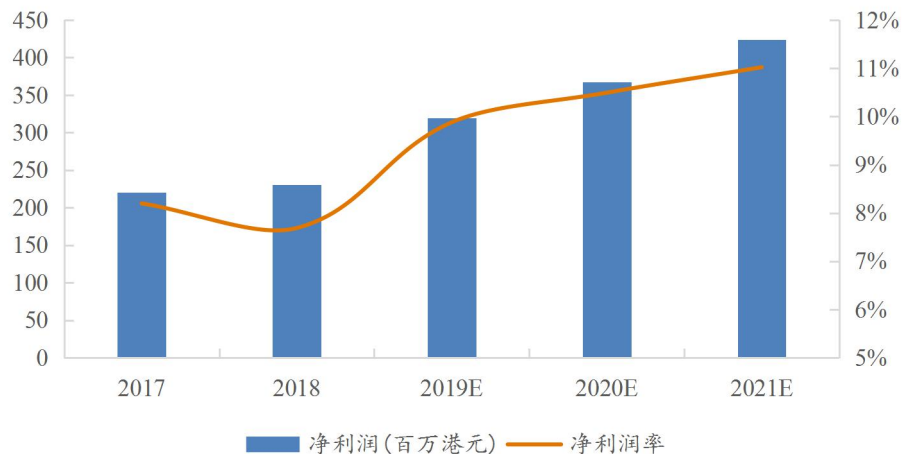
图 41：费用率维持稳定



资料来源：公司年报、国元国际

综上，我们预计公司 2019-2021 年净利润为 3.19/3.67/4.24 亿港元；净利润率为 9.88%、10.49%、11.02%。

图 42：公司净利润及净利润率预测



资料来源：公司年报、国元国际

4.2 行业估值及目标价

纯专注高端市场标的。日清食品专注于行业最优的高端细分市场，所有产品均为高端，将充分享有高端市场高增长之红利；

具备较高品牌力。日清品牌拥有较高的品牌知名度和美誉度，高端化的品牌形象深入人心，且已与相当数量的消费客群形成一定的品牌粘度，品牌具备一定竞争力；

业绩增速稳健。公司产能充裕，人员配备陆续完善，现有市场的精耕是公司稳增长的基石，空白市场的开拓及新品类的投放将为公司带来更多增量。

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 将分别为 0.26/0.30/0.35 港元,给予目标价 7.75 港元,对应 2020 年 1.67 倍 PEG, 25 倍 PE, 较现价有 20%的涨幅空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 行业可比公司估值

代码	公司	股价	市值	营业收入			EPS			PE			PB	PEG
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2020E
		港币	亿港元	亿人民币			人民币							
03799.HK	达利食品	4.80	657.6	208.6	218.0	232.9	0.27	0.29	0.32	15.8	14.7	13.4	3.8	1.6
00220.HK	统一企业中国	8.31	358.9	217.7	224.4	233.4	0.25	0.32	0.35	29.6	23.1	21.1	2.4	2.8
00151.HK	中国旺旺	6.15	762.6	202.7	207.1	214.9	0.25	0.27	0.30	21.9	20.3	18.2	4.5	2.1
00322.HK	康师傅	10.84	609.0	606.9	621.3	651.4	0.48	0.47	0.52	20.1	20.5	18.6	2.8	1.8
01458.HK	周黑鸭	3.83	91.3	32.2	33.2	35.0	0.23	0.19	0.21	14.8	17.9	16.2	1.9	1.6
				亿港币			港币							
00345.HK	维他奶国际	32.75	348.5	64.7	75.3	85.9	0.57	0.65	0.76	57.5	50.4	43.1	11.9	2.4
	平均									26.6	24.5	21.8	4.5	2.1
				亿港币			港币							
01475.HK	日清食品	6.46	69.4	30.0	32.3	35.0	0.19	0.26	0.30	33.8	24.4	21.2	2.0	1.4

资料来源: Bloomberg、国元国际

风险提示

食品安全问题：如果出现食品安全问题将会令公司多年树立的品牌形象受损，影响销量及长远发展。

行业竞争加剧：康师傅和统一企业都在加速高端产品布局，未来高端市场竞争将更趋激烈。

原材料大幅波动：原材料价格上涨会对公司成本造成压力，如果不能顺利转嫁，将会对盈利造成影响。

汇率波动影响等。

财务报表摘要

损益表 (港币, 百万元, 财务年度截至 12 月)						财务分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2,689	2,999	3,232	3,499	3,847	盈利能力					
营业成本	(1,868)	(2,065)	(2,163)	(2,325)	(2,537)	毛利率 (%)	30.5%	31.1%	33.1%	33.6%	34.1%
毛利	821	933	1,069	1,174	1,310	净利率 (%)	8.2%	7.7%	9.9%	10.5%	11.0%
销售及分销成本	(390)	(449)	(469)	(507)	(558)						
其他收益	38	45	48	52	57	营运表现					
管理费用	(163)	(200)	(218)	(233)	(250)	SG&A/收入 (%)	20.6%	21.6%	21.3%	21.2%	21.0%
其他经营支出	(40)	(24)	(25)	(27)	(29)	实际税率 (%)	24.0%	23.1%	20.0%	20.0%	20.0%
税前盈利	290	300	399	459	530	存货周转率	7.38	7.06	6.84	6.29	5.76
所得税	(70)	(69)	(80)	(92)	(106)	资产周转率	0.68	0.67	0.71	0.74	0.77
净利润	220	231	319	367	424						
少数股东损益	25	25	35	40	46	偿债能力					
归股净利润	195	205	285	327	378	资产负债率	20.4%	19.1%	19.1%	19.5%	20.0%
EPS	0.24	0.19	0.26	0.30	0.35	流动比率	3.42	3.67	3.55	3.43	3.28
DPS	0.07	0.10	0.13	0.15	0.17	速动比率	3.08	3.30	3.14	2.98	2.78
资产负债表						现金流量表					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	1,693	1,385	1,491	1,564	1,687	除税前利润	290	300	399	459	530
应收账款及票据	421	450	533	577	635	融资成本	0	0	0	0	0
存货	291	294	339	401	481	其他营运活动	(505)	(564)	(696)	(877)	(1,023)
总流动资产	2,929	2,923	2,950	3,064	3,190	营运性现金流	215	264	296	418	493
固定资产	1,295	1,308	1,409	1,526	1,678						
商誉	40	40	40	40	40	资本开支	(215)	(215)	(232)	(200)	(200)
其他非流动资产	197	174	229	231	230	其他投资活动	42	(222)	183	17	18
总资产	4,461	4,444	4,629	4,861	5,137	投资性现金流	(173)	(436)	(49)	(183)	(182)
其他应付款	525	502	526	565	617						
应付帐款	268	253	265	284	310	股息	(400)	(102)	(141)	(163)	(188)
其他流动负债	64	41	41	44	47	其他融资活动	899	10	0	0	0
总流动负债	857	796	831	893	974	融资性现金流	499	(92)	(141)	(163)	(188)
长期贷款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	53	53	54	54	54	现金变化	541	(264)	106	73	124
总负债	910	849	886	948	1,028	期初持有现金	1,096	1,693	1,385	1,491	1,564
股东权益	3,551	3,595	3,743	3,913	4,109	期末持有现金	1,693	1,385	1,491	1,564	1,687

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)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,但国元国际及其关联机构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,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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,国元国际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国元国际的客户、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或其他金融工具的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。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,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或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际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,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,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。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>