

0322.HK 康师傅控股

港股通（沪/深）

审慎增持（首次）

中国方便面和饮料王者，龙头地位稳固

2019年7月17日

市场数据		主要财务指标				
日期	2019/07/16	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
收盘价（港元）	12.92	营业收入(亿元)	606.86	634.57	665.30	696.76
总股本（亿股）	56.23	同比增长	2.94%	4.57%	4.84%	4.73%
总市值（亿港元）	726.54	归母净利润(亿元)	24.63	26.18	27.88	30.13
净资产（亿元）	196.54	同比增长	35.42%	6.27%	6.52%	8.04%
总资产（亿元）	530.03	毛利率	30.86%	31.67%	32.17%	32.47%
每股净资产（元）	3.49	净利率	4.06%	4.13%	4.19%	4.32%
		净资产收益率	11.56%	12.14%	12.77%	13.61%
		每股收益(元)	0.44	0.47	0.50	0.54
		每股经营现金流(元)	1.24	1.29	1.34	1.40

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

投资要点

康师傅控股是中国方便面和饮料行业龙头，具备全行业最强的渠道力，品牌形象深入人心。看好方便面高端化战略，饮料资产活化策略带动利润率提升；随着产品升级、新兴品类增长和品牌持续投入，有望持续引领行业增长，保持稳固的龙头地位。

- **首次覆盖给予“审慎增持”评级，目标价15.21港元：**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.47/0.50/0.54元，同比6.3%/6.5%/8.0%。根据DCF模型，给予目标价15.21港元，相比现价有17.8%的涨幅，对应2019/2020年EV/EBITDA为10.2x/9.6x。虽然公司短期战略仍聚焦市占率提升，一定程度上影响盈利性，但考虑到成本端利好、减税降费、资产处置收益及当前估值低、高股息率等因素，给予公司“审慎增持”评级。
- **持续贯彻通路精耕，渠道壁垒强。**康师傅拥有28,415个经销商和140,779个直营零售商，数量在快消品行业里最多。通过不断改革提升，建立了完善的渠道管理机制和销售团队，实现对经销商的管理、辅导、培训，渠道控制力强，竞争对手难以复制。渠道壁垒使其具备极快的新品铺货和市场反馈速度，营运效率、盈利能力（ROE）领先行业。
- **产品线齐全，产品升级+新兴品类+整合外部资源驱动增长。**康师傅产品覆盖全品类全价格带，在方便面、即饮茶、蛋酥卷市占率稳居市场第一；碳酸饮料市占率第二；其他品类产品亦处于市场领先地位。公司抓住方便面高端化趋势，持续推出高端产品，提升板块利润率。凭借渠道优势，我们看好公司的高端产品发展。此外公司拥有百事、星巴克、佳得乐、阿华田等稀缺优质的外部品牌矩阵，有望在碳酸饮料和即饮咖啡、运动饮料等新兴品类中获得超行业增速的高增长。
- **品牌形象深入人心。**据2018年凯度中国品牌足迹报告，公司为排名第三的快消品牌，触及消费者9.16亿人，渗透率达83%；据Chnbrand，公司方便面和茶饮料品牌力第一。2019年，康师傅绿茶、奶茶分别启用全新代言人易烊千玺和火箭少女101，主动拥抱粉丝经济和新媒体，强化品牌形象。
- **高股息，现金流稳定提升。**公司2018年经营性现金流69.7亿元，期末现金138.4亿元，YOY+34.6%。2018年康师傅分红率100%，股息率3.88%，高于同业（统一、日清股息率分别为2.94%、1.55%）。

风险提示：原材料成本显著上升；食品安全问题；市场竞争加剧；需求疲软

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



海外消费研究

分析师：张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

罗越文

luoyuewen@xyzq.com.cn

SAC: S0190119060088

Outperform

(Initiation)

Tingyi Holdings Corp. (0322.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

The leading position is stable in Chinese instant noodles and soft drinks

07/17/2019

Consumer Goods

Key Data

July. 16, 2019

Closing Price (HKD)	12.92
Total Shares (Mn)	5,623
Market Cap (HKD/Mn)	72,654
Net Assets (CNY/Mn)	19,654
Total Assets (CNY/Mn)	53,003
BVPS (CNY)	3.49

Analyst

Zhang Yidong

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

Contact

Li Ming

limingyjy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

Luo Yuewen

luoyuewen@xyzq.com.cn

SAC: S0190119060088

Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (Mn/CNY)	60,686	63,457	66,530	69,676
YoY	2.94%	4.57%	4.84%	4.73%
Net Profit (Mn/CNY)	2,463	2,618	2,788	3,013
YoY	35.42%	6.27%	6.52%	8.04%
Gross Margin	30.86%	31.67%	32.17%	32.47%
Net Profit Margin	4.06%	4.13%	4.19%	4.32%
ROE	11.56%	12.14%	12.77%	13.61%
EPS (CNY)	0.44	0.47	0.50	0.54
OCFPS (CNY)	1.24	1.29	1.34	1.40

Key points for investment:

Tingyi Holdings is the leading company of instant noodles and beverage industry in China. Tingyi has pricing power and most powerful sales channel in the market and its brand Master Kong is deeply rooted in consumers' mind. We favor company's strategy of instant noodle product upgrades and asset activation of the beverage sector, which may improve the profit margin. With product upgrades, emerging categories and continuous branding investments, We believe Tingyi is expected to continuously lead the industry growth, maintain solid dominant position.

- **Initiate at outperform, TP HK\$15.21.** The TP represents 10.4x and 9.7x 2019 and 2020 E V/EBITDA. We expect EPS in 2019E/2020E/2021E to be RMB 0.47/0.50/0.54, up by 6.3%/6.5%/8.0% YoY. Adding that despite fears of slowing profit growth due to the company's short term emphasis on market share, the company should still outperform the market due to releasing pressure of the raw material cost, lower tax rate, asset sales, low valuation and high dividend. Based on the DCF model (WACC=10%, Perpetual g=1.0%), we initiate coverage with Outperform, TP HK\$15.21, representing 10.2X/9.6X EV/EBITDA in FY2019/2020, implying a 17.8% upside from the current price.
- **Channel power built a deep moat.** Tingyi has the greatest channel system in FMCG industry in China, comprised by 28,415 distributors and 140,779 direct distributors. Tingyi built excellent channel management system and sales team through continuous channel improvement and reforms, which is hard to copy by the competitors. With that, Tingyi can manage, assist, train the distributors, realizing the strong controlling power to sales channel. Channel strength enables Tingyi to distribute the new product and receive the market feedback quickly, with a result that Tingyi's ROE is higher than competitors.
- **All-rounded product line, product upgrades, emerging categories and resource integration drive future growth.** Tingyi's products cover all categories and price range. Tingyi dominate the instant noodle, RTD tea, cookie rolls, preserve No.2 in carbonate beverages and keep leading position in other categories. Tingyi grasp the opportunity of high-end instant noodle, continuously launching high-end products, improving the profit margin. With the advantage of channel, we favor Tingyi's high-end product. In addition, Tingyi own scarce and superior brand Pepsi, Starbucks, Gatorade, Ovaltine, is expected to record higher-than-industry growth of carbonates, RTD coffee and sport drinks.
- **Preeminent brand image.** According to Kantar, Tingyi ranks the third FMCG brand in China, reaching 916 million consumer, with penetration rate of 83%. According to Chnbrand, Tingyi's brand power is the No.1 in instant noodle and RTD tea industry. In 2019, Tingyi uses new spokespersons Jackson Yee and Rocket Girls 101 for its green tea and milk tea business, embracing the fans economy and new media, upgrading the brand image.
- **Impressive dividend and cash flow.** 2018FY, Tingyi recorded 6.97b RMB CFFO and 13.84b RMB ending cash, YoY+34.6%. Moreover Tingyi's DPR is 100%, and its dividend yield (3.88%) is higher than competitors Uni-president(2.94%), Nissin(1.55%).

Potential risks: Raw material price surges, food safety issue, competition intensifies, worse-than-expected macro economy growth

目 录

1、 公司基本情况	- 6 -
1.1、 公司简介：中国方便食品饮料王者	- 6 -
1.2、 发展历史：渠道扩张激进，成就中国食饮龙头	- 6 -
1.3、 股权结构：顶新和三洋控股，创始人掌控公司	- 8 -
1.4、 经营业绩：高端策略使盈利重回增长，成本控制能力优秀	- 8 -
2、 软饮料行业分析	- 9 -
2.1、 5724 亿元市场规模，未来仍将由量驱动	- 9 -
2.2、 瓶装水、运动功能饮料高增长，即饮茶将加速复苏	- 11 -
2.3、 电商和便利店渠道占比提升，趋势利好龙头	- 12 -
2.4、 集中度仍有提升空间，即饮茶竞争格局好于瓶装水	- 14 -
3、 方便面行业分析	- 15 -
3.1、 产品升级促使行业回暖，并将驱动未来增长	- 15 -
3.2、 竞争格局稳定，集中度料将继续提高	- 19 -
4、 公司投资亮点	- 20 -
4.1、 渠道网络全行业最大，规模优势使盈利能力领先	- 20 -
4.2、 产品全行业最全，产品升级和新兴品类有望驱动未来增长	- 24 -
4.3、 品牌知名度业内第一，重视品牌建设	- 29 -
5、 盈利预测及估值	- 31 -
5.1、 盈利预测	- 31 -
5.2、 估值与评级	- 33 -
6、 风险提示	- 36 -

图 1、	康师傅控股股权结构（截至 2018 年 12 月）	- 8 -
图 2、	营收逐渐复苏	- 9 -
图 3、	利润大幅增长	- 9 -
图 4、	康师傅分业务收入结构	- 9 -
图 5、	康师傅毛利率水平稳定在 30%左右	- 9 -
图 6、	中国软饮料市场规模	- 10 -
图 7、	2005-2018 年软饮料销量及销售额增速变化	- 10 -
图 8、	2018 年各国软饮料均价	- 10 -
图 9、	2018 年各国软饮料人均消费量	- 10 -
图 10、	各国人均 GDP vs 软饮料单价（虚线下方表示单价贵）	- 10 -
图 11、	瓶装水、即饮茶、碳酸饮料规模较大	- 11 -
图 12、	能量运动饮料、瓶装水高增长（按销售额）	- 11 -
图 13、	各国软饮料各品类销售额占比	- 12 -
图 14、	2018 年软饮料分销渠道占比情况及近 5 年增长情况	- 12 -
图 15、	2017 年细分品类分销渠道占比情况及近 5 年增长情况	- 13 -
图 16、	2013-2018 年各渠道销售额 CAGR 情况	- 13 -
图 17、	中国饮料行业集中度仍较低	- 14 -
图 18、	CR5 份额逐渐回升	- 14 -
图 19、	2018 年各饮料品类市场竞争格局（按销量）	- 15 -
图 20、	2012-2017 年中国方便面零售额变化情况	- 16 -
图 21、	2007-2018 年中国方便面需求量变化情况	- 16 -
图 22、	方便面需求量与外出农民工数正相关、与外卖用户规模负相关	- 16 -
图 23、	方便面行业消费升级趋势明显	- 16 -
图 24、	包装水行业消费升级趋势明显	- 16 -
图 25、	康师傅高价面销售好于中低价面	- 17 -
图 26、	外卖行业交易额增速回落	- 17 -
图 27、	中国方便面人均消费量较低	- 17 -
图 28、	中国方便面均价较低	- 17 -
图 29、	方便面市场竞争格局稳定	- 19 -
图 30、	康师傅一超多强	- 19 -
图 31、	2018 年康师傅高价面市场份额第一	- 20 -
图 32、	康师傅“通路精耕”渠道策略	- 21 -
图 33、	康师傅存货周转率长期高于统一	- 22 -
图 34、	康师傅、统一、日清 ROE 情况	- 22 -
图 35、	康师傅、统一的销售费用率	- 22 -
图 36、	康师傅、统一的管理费用率情况	- 22 -
图 37、	康师傅净利率几乎与统一持平	- 23 -
图 38、	康师傅的毛利率曲线比统一更加平滑	- 23 -
图 39、	康师傅近年持续出售厂房设备活化资产	- 23 -
图 40、	康师傅现金流持续增加	- 23 -
图 41、	公司历年资产负债率与有息负债情况	- 24 -
图 42、	康师傅产品线完备，价格带齐全	- 24 -
图 43、	康师傅饮品业务全品类覆盖	- 24 -
图 44、	方便面市场份额变化情况	- 25 -
图 45、	包装茶饮料市场份额变动情况	- 25 -
图 46、	瓶装水市场份额变动情况	- 26 -
图 47、	果汁（含量 26%以下）市场份额变动情况	- 26 -
图 48、	康师傅与统一方便面和饮料收入规模对比	- 26 -
图 49、	高价面畅销使方便面业务毛利率不断提升	- 27 -

图 50、	高价面、杯面的营收增长较快	- 27 -
图 51、	2019 年康师傅天猫旗舰店 618 购物节宣传页	- 27 -
图 52、	2019 年康师傅京东旗舰店 618 购物节宣传页	- 27 -
图 53、	佳得乐营收和份额持续上升	- 28 -
图 54、	康师傅旗下即饮咖啡销售额增长迅速	- 28 -
图 55、	2018 年品牌足迹排行榜(中国品牌 TOP10)	- 30 -
图 56、	2019 年中国品牌力指数(方便面品牌排行榜)	- 30 -
图 57、	易烊千玺代言康师傅绿茶	- 30 -
图 58、	火箭少女 101 代言康师傅奶茶	- 30 -
图 59、	白砂糖价格	- 32 -
图 60、	棕榈油价格	- 32 -
图 61、	小麦价格	- 32 -
图 62、	纸浆价格	- 32 -
图 63、	公司 EV/EBITDA band	- 35 -
图 64、	公司 PB band	- 35 -
图 65、	公司 PE band	- 35 -
图 66、	公司港股通持股比例	- 35 -
表 1、	康师傅业务概览	- 6 -
表 2、	公司发展历史	- 7 -
表 3、	2014-2018 年各饮料品类销售额 CAGR (%)	- 12 -
表 4、	2018 年各国饮料销售渠道占比 (%) (按销量)	- 13 -
表 5、	日本方便面种类丰富多样	- 18 -
表 6、	京东平台上国内品牌依然领先	- 20 -
表 7、	公司零售网络	- 21 -
表 8、	主要消费品公司渠道网络情况	- 21 -
表 9、	康师傅各产品线产品	- 25 -
表 10、	康师傅旗下碳酸饮料和新品类	- 29 -
表 11、	公司盈利预测假设	- 33 -
表 12、	DCF 估值	- 34 -
表 13、	DCF 估值敏感性分析	- 34 -
表 14、	行业估值表	- 35 -

报告正文

1、公司基本情况

1.1、公司简介：中国方便食品饮料王者

康师傅控股是顶新国际集团的上市子公司，主要品牌“康师傅”是中国领先的食品饮料品牌。公司主要从事方便面、饮品、糕饼等食品的生产和销售，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。2018 年方便面/饮品/方便食品/其他食品收入占比分别为 39.41%/ 58.19%/ 1.28%/ 3.58%。

公司拥有行业中最广泛的销售网络，截至 2018 年底，共有 140,779 家直营零售商、28,415 个经销商，369 个营业所，108 个仓库。据尼尔森和 Euromonitor 数据，公司的方便面、即饮茶、蛋酥卷市占率稳居市场第一，分别为 43.3%、26.9%、22.5%；果汁和百事碳酸饮料市占率第二，分别为 11.4%和 26.6%；其他品类产品亦处于市场领先地位。

表1、康师傅业务概览

业务	产品图片示例
饮品	
方便面	
方便食品	

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历史：渠道扩张激进，成就中国食品饮料龙头

1991-1999 年：发现中国大陆方便面商机，抓营销扩产能快速成长。1991 年创始人魏应州在中国大陆寻找商机时无意中发现火车上没有销售方便面，于是嗅到了

巨大的商机，决定在天津投资建厂生产方便面，并创立了“康师傅”品牌。次年，公司在天津成立的“顶益食品”正式量产，并在抓住机会在中国中央电视台 CCTV 投放广告，“康师傅”品牌开始获得爆发性增长。营销成功的同时，公司迅速扩大产能，从 1994 年开始，“康师傅”在多地设立生产基地，日产能超过 330 万包方便面，并在全国形成了一个区域化的产销格局。1995 年，公司开始进军食品和饮料事业。

2000-2013 年：渠道扩张迅速，甩开对手成为行业龙头。进入 21 世纪后，公司一方面抓住消费者需求自主研发，也紧跟对手新品，在产品上始终占据消费者心智。另一方面，快速扩张渠道甩开对手。2000 年，公司开始对之前粗放的渠道模式进行改革，大力发展直营零售商和营业所，提高扁平化程度。存货周转率从 2000 年的 7.1 倍上升到 2010 年的 18.3 倍，远超其他竞争对手。2013 年，公司方便面和饮料收入分别是统一对应业务的 3.4 倍、2.5 倍。该阶段营业收入 CAGR+21.3%。

2013 年至今：内外部变化冲击行业，发力高端产品重回增长。2013 年中国消费增速达到顶峰后开始放缓，中国消费者对健康、品质日益关注。加上 2014 年由于外卖行业的爆发性增长和黑心油事件，使得快速食品饮料行业受到冲击。公司积极调整战略，推行高端战略，2017 年营收重回增长。

表2、公司发展历史

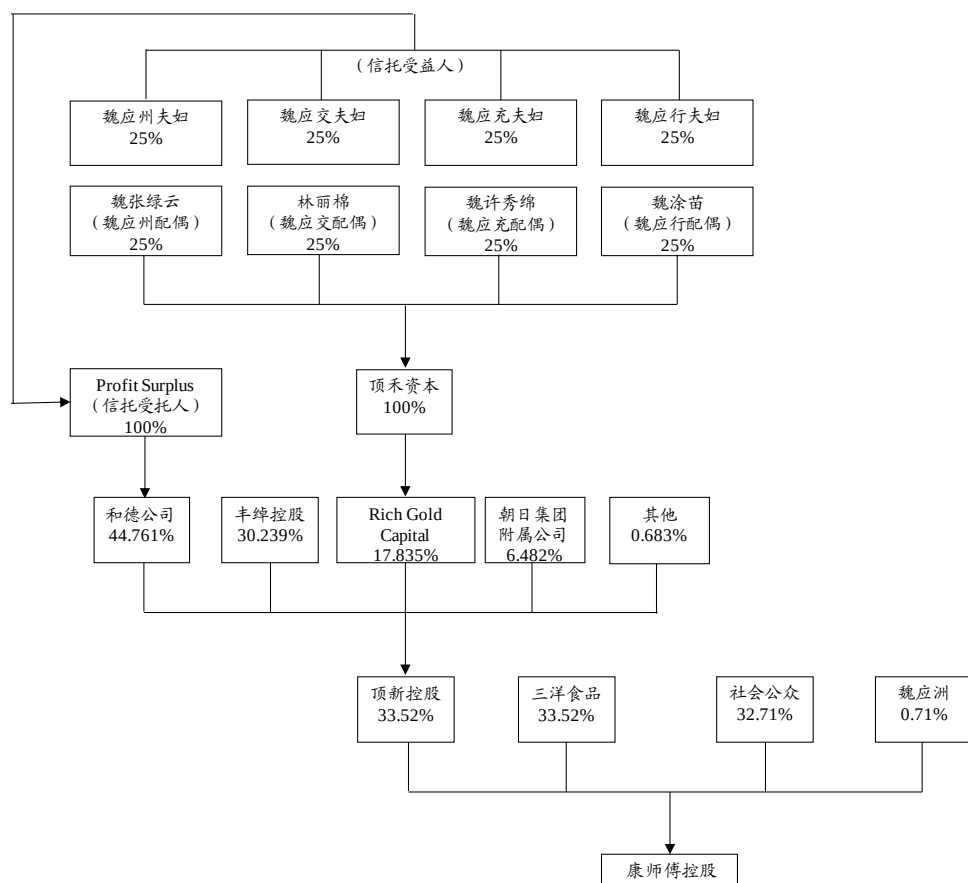
年份	事件
1958	魏氏四兄弟的父亲魏和德在彰化县创办“鼎新制油工厂”，制造工业用油脂及农畜肥饲料
1989	进入中国大陆，成立合资企业“北京顶好制油有限公司”，生产销售“顶好清香油”
1991	投资 800 万美元在天津经济技术开发区成立天津顶益国际食品有限公司
1992	“康师傅”方便面正式上市，“康师傅”红烧牛肉面（即食泡面）量产
1994	成立顶益（开曼岛）控股有限公司（“康师傅控股”的前身），在广州、杭州、武汉、重庆、西安、沈阳设立生产厂
1995	进入糕饼事业及饮品
1996	顶益（开曼岛）控股有限公司在香港上市，每股 1.68 港元，募资 2 亿美元投入茶饮料的生产，次年推出柠檬茶和菊花茶
1998	耗资近百亿新台币取得台湾第二大食品企业味全的 35% 股权，成为味全的最大股东
1999	味全股票大跌，顶新集团陷入财务危机，以每股港币 0.8 元出售顶益（开曼岛）控股有限公司 33.14% 股权给三洋食品株式会社，获得 1.43 亿现金
2002	顶益（开曼岛）控股有限公司的中文名改为“康师傅控股有限公司”
2003	推出“康师傅矿物质水”、“水晶葡萄果汁”，新“3+2”饼干上市并请 S.H.E 代言
2004	关注到大陆市场消费升级的趋势，研发“亚洲精选”系列高端方便面，请陈鲁豫代言
2008	推出“茉莉蜜茶”、“贝纳颂”系列咖啡
2009	向台湾证券交易所申请发行 TDR，在台湾上市，集资 171 亿新台币
2011	和百事公司换股，达成战略联盟，取得其在华 24 家装瓶厂间接持有的 72% 的股权，并承揽百事公司于中国地区非酒精性饮料的制造、灌装、包装、销售及分销
2012	以总代价约 4.84 亿元向母公司顶新集团出售味全 11.61% 股份，交易金额约 6300 万美元
2013	紧跟统一步伐推出“老坛酸菜面”系列方便面、“蜂蜜柚子”和冰糖系列等健康饮料
2015	公司领导层更换，聘请韦俊贤为 CEO，魏应州任董事长 与星巴克签订协议，负责在中国大陆生产、销售即饮咖啡饮料
2016	获得英联公司旗下饼干品牌“麦维他（McVitie's）”系列产品在中国大陆的经销权
2017	获得英联公司旗下饮品品牌“阿华田”系列产品中国大陆独家生产和销售权

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构：顶新和三洋控股，创始人掌控公司

魏氏主导，公司股权结构清晰稳定。公司的控股股东为顶新(开曼岛)控股有限公司和三洋食品株式会社。顶新集团由魏氏家族控股，三洋食品不参与经营，由魏氏家族主导经营。双方合作 20 年，股权结构稳定。公司的实际控制人为创始人、董事长魏应州先生，直接及间接持有康师傅控股 33.76% 的股份。

图1、康师傅控股股权结构（截至 2018 年 12 月）



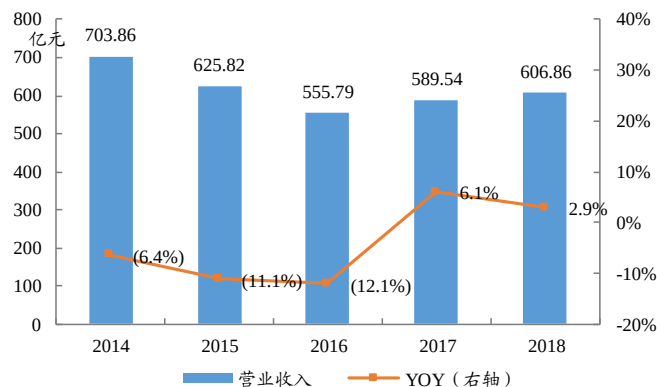
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

管理层经验丰富。2015 年后魏氏家族退出公司管理层，聘请职业经理人打理公司。公司 CEO 韦俊贤先生经验丰富，具有快消行业和金融行业复合背景。曾任宝洁、雅芳亚太区高管，具有超过 25 年的管理经验。

1.4、经营业绩：高端策略使盈利重回增长，成本控制能力优秀

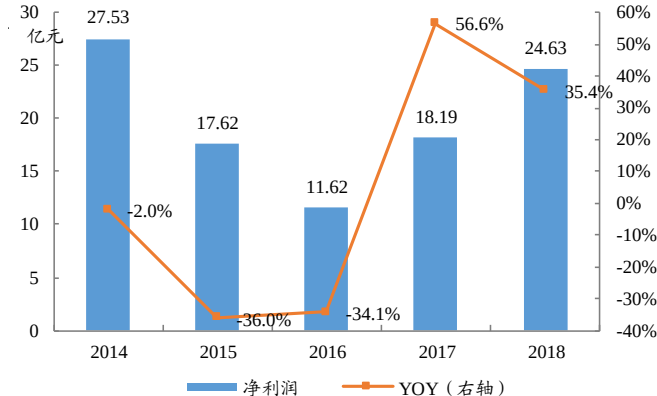
2013-2016 年受到外卖行业和消费者偏好变化影响，行业整体受到冲击，公司营收负增长。随后公司积极调整战略，全面升级产品和品牌形象，推出多款高价面，联手星巴克等合作伙伴，精进高端饮品经营能力。2017 年收入利润重回增长，2016-2018 年收入从 555.79 亿元增至 606.86 亿元，CAGR+4.5%；净利润从 11.62 亿元增至 24.63 亿元，CAGR+45.6%；净利率从 2.1%回升至 4.1%。

图2、营收逐渐复苏



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

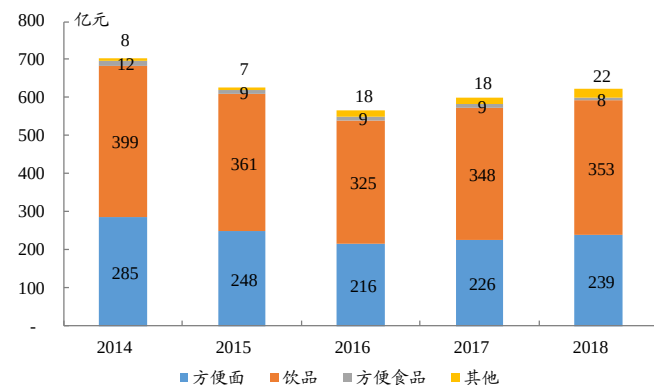
图3、利润大幅增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

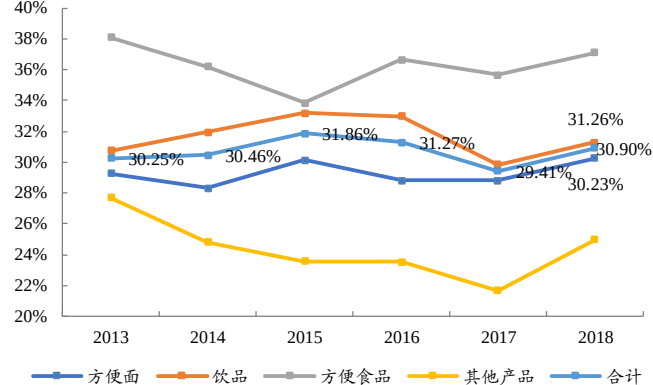
饮料、方便面业务为核心，2017年实现复苏，2018年继续增长，增速分别达5.7%和1.6%。公司成本控制能力强，毛利率稳定在30%上下。成本主要受聚酯粒、白糖、食用油等原材料价格波动影响。2015年至2017年聚酯粒、白糖价格上行周期中，公司毛利率略有下降。2018年产品升级，高价产品畅销，毛利率未受成本上涨影响，逆势提升。

图4、康师傅分业务收入结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、康师傅毛利率水平稳定在30%左右



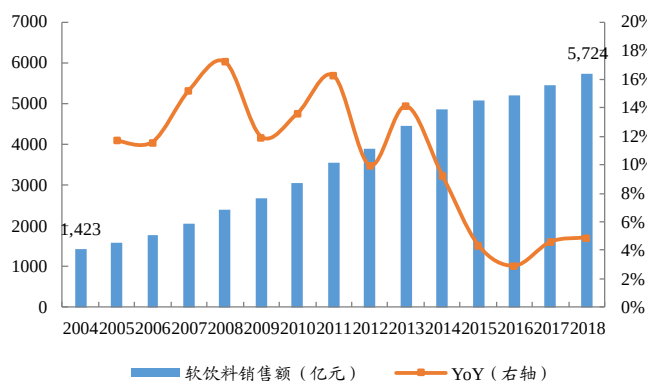
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、软饮料行业分析

2.1、5724 亿元市场规模，未来仍将由量驱动

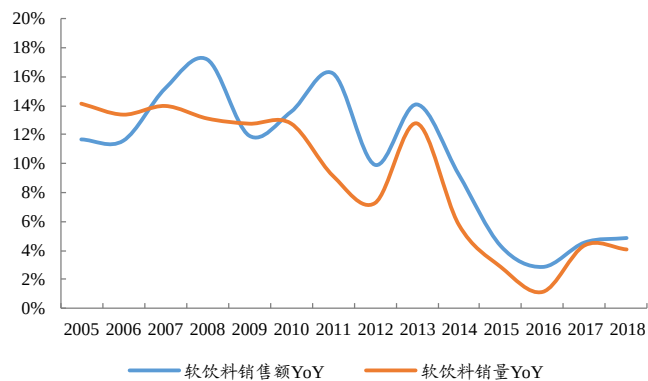
根据 Euromonitor 数据，受益于人均饮用量的提升和产品升级，2018 年中国软饮料市场规模为 5724 亿元，同比+5%。2004-2013 年，中国软饮料行业处于成长期，销售量 CAGR=10.8%；2013-2016 年受宏观经济增长放缓，外卖行业和街边茶饮店的崛起影响，行业增速放缓；2016 年起，随着各大企业产品升级重新吸引消费者，2016-2018 年销售量 CAGR 回升至 4.2%。

图6、中国软饮料市场规模



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

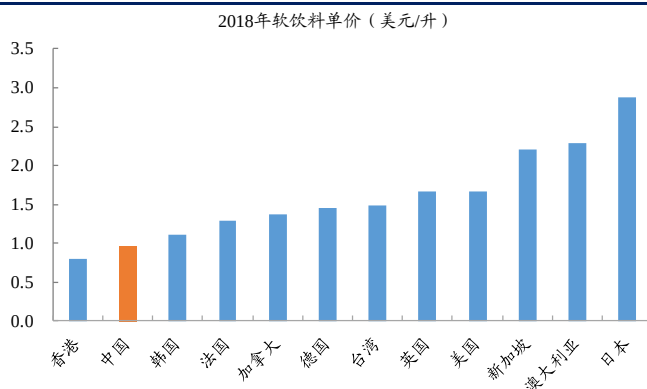
图7、2005-2018 年软饮料销量及销售额增速变化



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

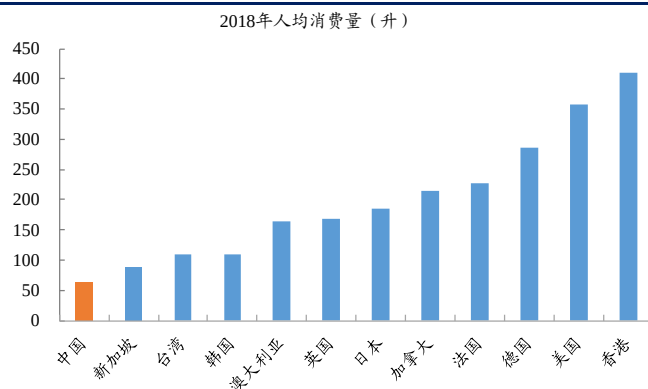
行业未来驱动力主要在于量的提高。通过比较各国软饮料单价和人均 GDP，我们发现中国软饮料均价已不便宜（考虑到我国人均 GDP 仍然较低），而人均饮用量仍有较大提升空间。2018 年中国人均饮用量为 56.1 升，处于全球后 23% 的水平，美国、日本、韩国人均饮用量分别为 271.3 升、173 升、93.7 升。我们认为，未来饮料行业的主要驱动力来自于人均饮用量的提升。

图8、2018 年各国软饮料均价



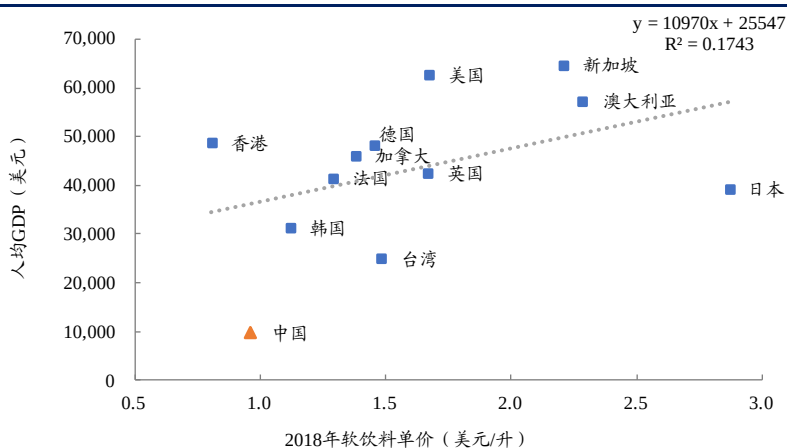
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2018 年各国软饮料人均消费量



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、各国人均 GDP vs 软饮料单价（虚线下方表示单价贵）



资料来源：Euromonitor，世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

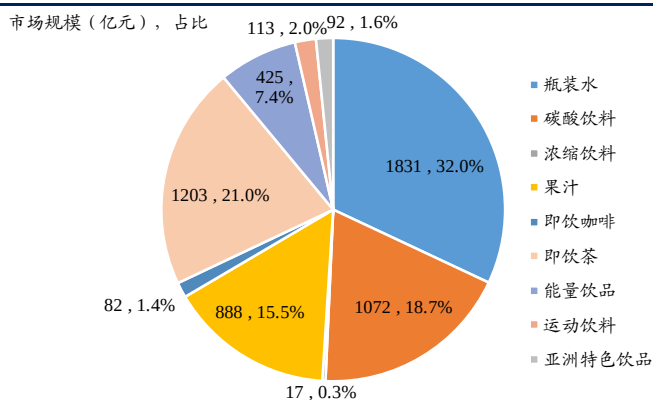
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.2、瓶装水、运动功能饮料高增长，即饮茶将加速复苏

软饮料行业分为瓶装水、即饮茶、碳酸饮料、果汁、能量饮料、运动饮料等9个细分子行业。行业规模上，规模前三大的品类是瓶装水、即饮茶、碳酸饮料。增速上，红牛、乐虎、Monster 等能量饮料销售最为强劲（YoY+11%），其次是瓶装水（YoY+9%）、运动饮料（YOY+7%）和即饮咖啡（YOY+5%）。

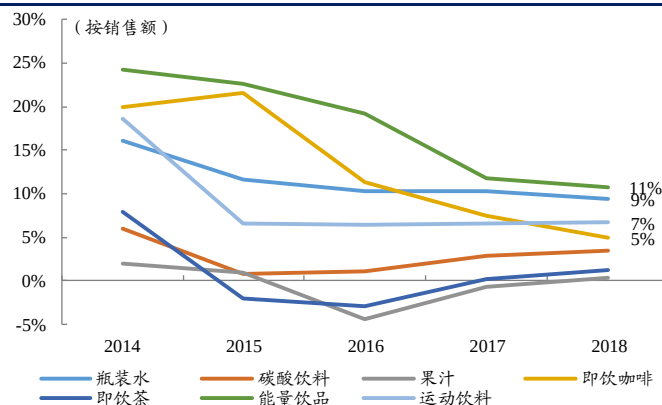
能量饮料和运动饮料的高增长主要是因为其引入中国市场的时间相对较晚和媒体、体育赛事中日益增多的曝光率，行业仍处于早期阶段。成熟品类中，瓶装水的持续增长是由于消费者对水质要求的提高和健身运动群体的扩大，而果汁和即饮茶增速放缓主要是受到线下更新鲜、包装更精美的茶饮店、果汁店、生鲜电商和外送服务兴起的冲击。

图11、瓶装水、即饮茶、碳酸饮料规模较大



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、能量运动饮料、瓶装水高增长（按销售额）

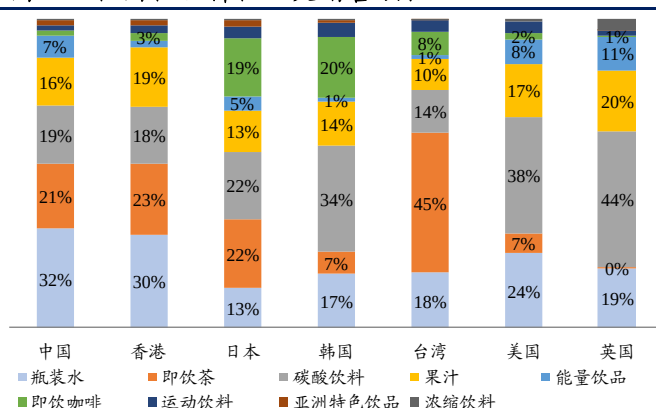


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

预计瓶装水、运动能量饮料、即饮咖啡持续高增长。2014-2018 年我国能量饮品销售额 CAGR 最快，为 17.6%；其次为瓶装水，CAGR=11.5%；果汁销售额持续下降，但 100%纯果汁（含 NFC 果汁）录得 6.2%的增长。品类间的差异显示了不断提高的健康意识和消费升级的趋势。

日本增长最快的品类是能量饮料（7.0%）、瓶装水（3.7%）和即饮茶（2.5%）；韩国增长最快的品类是瓶装水（10.2%）、即饮茶（6.4%）和即饮咖啡（6.3%）；香港增长最快的品类是瓶装水（5.9%）、运动饮料（5.8%）和即饮茶（5.7%）；台湾增长最快的品类是能量饮品（2.8%）、瓶装水（2.6%）和即饮茶（2.2%）。借鉴日本、韩国、香港和台湾的经验，我们认为瓶装水、运动能量饮料和即饮咖啡在未来 3-5 年仍会取得较高增长。

图13、各国软饮料各品类销售额占比



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、2014-2018 年各饮料品类销售额 CAGR (%)

	中国	香港	日本	韩国	台湾	美国	英国
软饮料	5.2	3.9	0.9	3.1	1.3	2.1	2.1
瓶装水	11.5	5.9	3.7	10.2	2.6	5.4	6.8
即饮茶	0.8	5.7	2.5	6.4	2.2	5.9	11.8
碳酸饮料	2.8	-0.5	-0.2	1.8	-0.1	0.5	2.2
果汁	-0.4	3.8	-0.4	-3.0	-0.2	-0.6	-0.9
能量饮品	17.6	3.0	7.0	-3.5	2.8	4.2	2.9
即饮咖啡	12.9	4.1	-0.3	6.3	-2.2	12.1	24.0
运动饮料	8.9	5.8	-4.5	3.9	1.7	1.7	-4.8

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

即饮茶将会复苏。2015-2016 年即饮茶由于茶饮店和外卖的影响负增长，2017-2018 年开始反转向上升，但即饮茶的衰退只是暂时的，原因如下：

- 东亚地区具有悠久的饮茶历史，并且茶具有抗氧化剂和防止心脏病、中风等疾病的作用，茶仍然被消费者认为是一种健康的功能性饮料；
- 近 5 年日本、韩国、香港、台湾复合增速最高的前三大品类均有瓶装水和即饮茶；
- 2018 年，日本人均即饮茶消费量为 52.7 升，中国香港为 29.8 升，而中国仅为 9.4 升，加上未来人均可支配收入的上升，即饮茶品类仍具有增长空间。

我们认为，虽然即饮茶在中国受到茶饮店的冲击阶段性衰退，但由于茶饮店的茶饮也具有价格较高、便利性较低、含糖量和脂肪较高的缺点，繁忙的都市群体将会重新回归到便携健康的即饮茶上来。

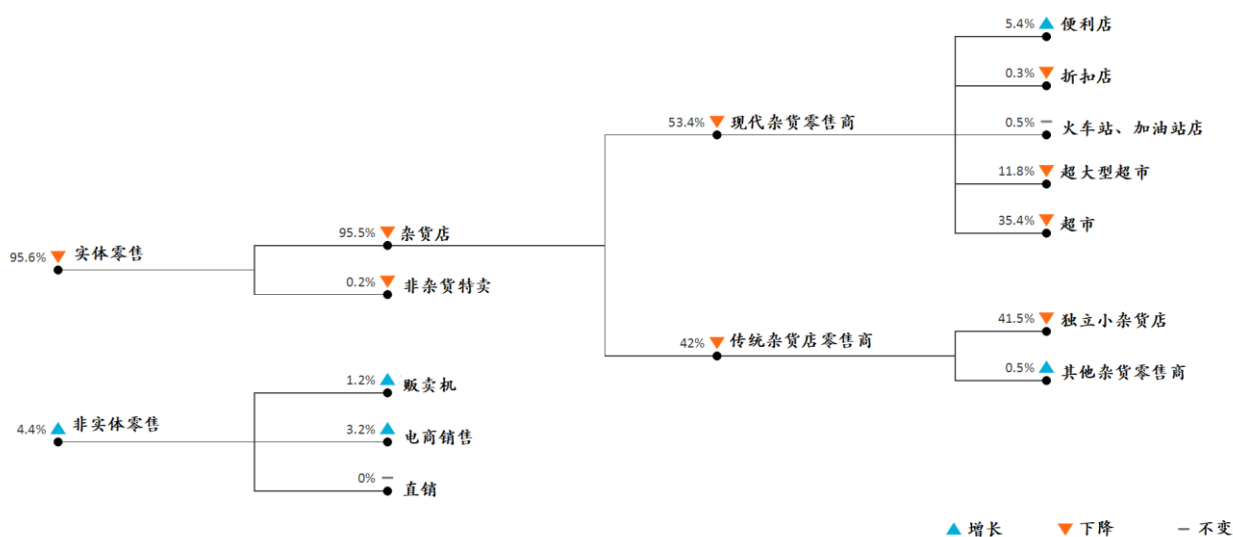
技术创新和产品快速迭代能力将是饮料企业获得增长的关键。2018 年快速增长的几个新品类——NFC 果汁、鲜牛乳奶茶、低温鲜果茶、即饮咖啡的高增长得益于冷链技术的成熟，透明奶茶、添加膳食纤维饮料、常温酸奶、新型益生菌饮品皆是运用了新型原料。

2.3、电商和便利店渠道占比提升，趋势利好龙头

实体零售渠道仍占主流，非实体零售渠道占比上升，主要渠道分别是：独立小杂货店（41.5%）、超市（35.4%）、超大型超市（11.8%）和便利店（5.4%）。由于消费者对饮料的购买以即时性需求为主，导致线下渠道为饮料行业最主要的销售渠道。酸奶、牛奶、果汁等品类对于冷藏条件要求较高，相比于其他品类更加依赖线下现代渠道冷柜销售。近年由于电商、快递、外卖服务的持续发展，基于商店的实体零售渠道的占比下降，只有便利店渠道略有上升。非实体零售中，电商渠道和贩卖机渠道增长较快。

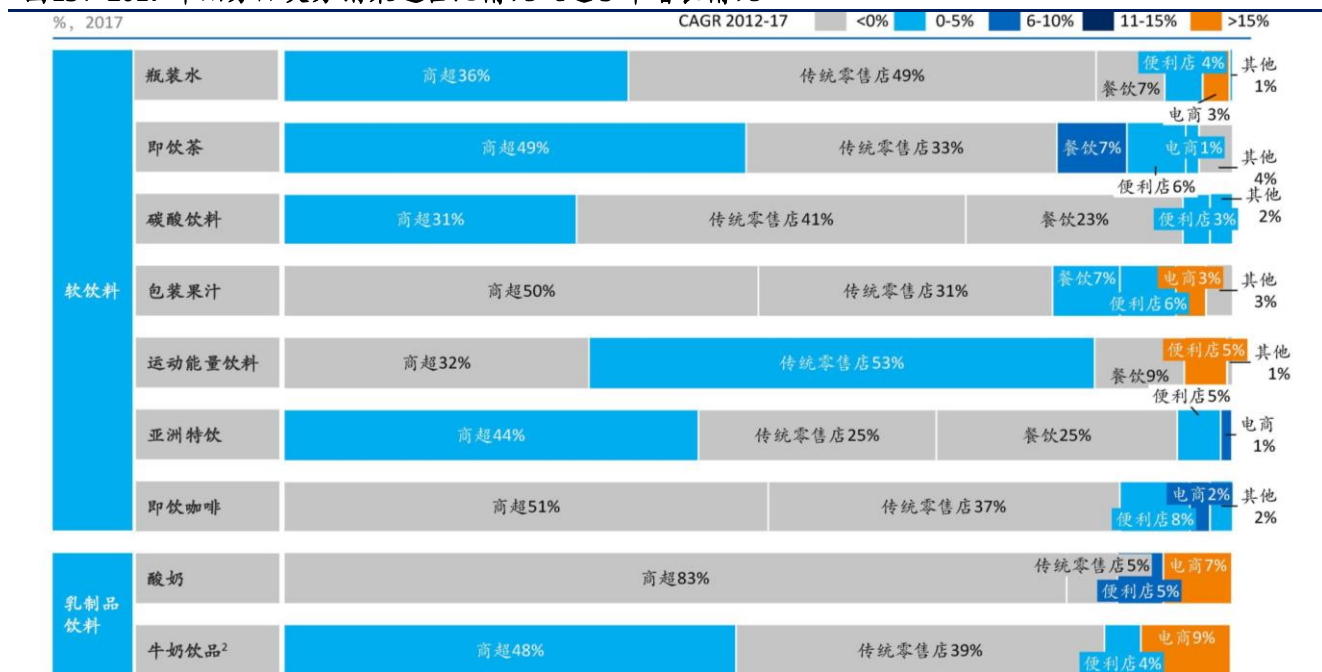
图14、2018 年软饮料分销渠道占比情况及近 5 年增长情况

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2017年细分品类分销渠道占比情况及近5年增长情况



资料来源：Euromonitor，久谦咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

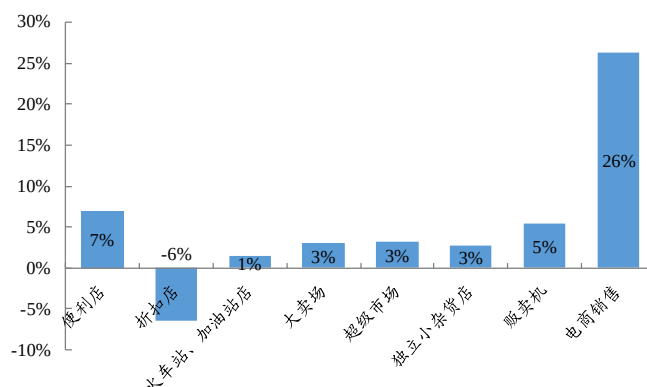
电商和便利店渠道增长趋势将持续。由于城镇化和大城市虹吸效应使得中产阶级和都市居民群体壮大，便利店、精品超市和贩卖机三个渠道增长最快。对比日本、韩国和中国香港的情况，中国便利店渠道和电商渠道占比仍然偏低。2013-2018年，电商和便利店成为行业销售量增长最快的两个渠道，分别录得 CAGR=26%和7%的增长。我们认为，电商和便利店渠道的增长趋势已经形成，并随着城镇化的推进，渠道方面将会形成一个多层次、线上线下平衡与融合的局面。

表4、2018年各国饮料销售渠道占比(%) (按销量) 图16、2013-2018年各渠道销售额 CAGR 情况

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

海外公司深度研究报告

渠道占比	中国	日本	韩国	香港
便利店	5.4	18.1	38.9	22.2
超市	47.2	26	15	61.5
电商	3.2	4	7.3	0.5
贩卖机	1.2	17.6	0.7	1.2
传统杂货零售商	42	4.1	14.5	10.6



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

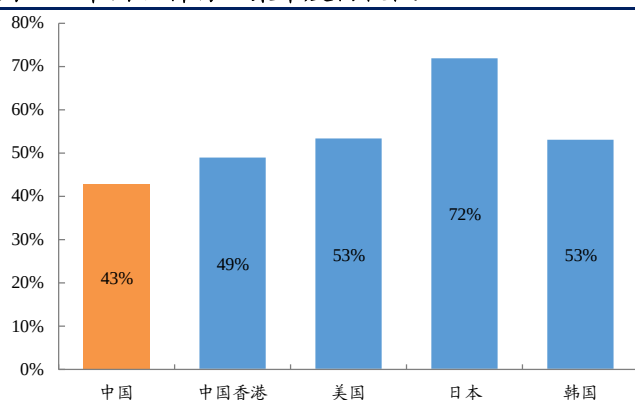
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

小品牌面临挑战，看好龙头。中国城市发展水平差距很大，渠道多元多层次：1）在高线城市，冷链齐全，消费者依赖便利店（精品店）和电商渠道，大型商超地位弱化，能够和这些新型业态深度合作，塑造品牌形象，及时得到终端需求反馈做出应对的企业才能脱颖而出；2）在低线城市，仿冒产品仍然存在，大品牌仍然存在渠道下沉的空间。另外低线城市的销售主要集中在超市和经销商渠道，龙头在这些渠道比小品牌更具优势；3）在线上渠道方面，5年前线上成为流量的廉价入口，使得新兴小品牌和创业公司趁势而上。但随着线上获客成本的提高，小品牌通过线上获得增量的条件不复存在，线下拓展的成本和薄弱的渠道基础带给他们巨大挑战。

2.4、集中度仍有提升空间，即饮茶竞争格局好于瓶装水

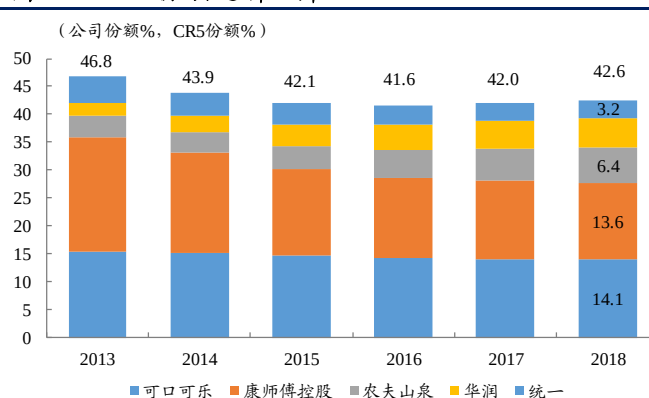
市场集中度较低，预计向龙头集中。2018 年我国软饮料销售量 CR5 市场份额为 43%，与美国、日本、韩国等发达市场相比仍有提升空间。2013-2016 年小众品牌凭借社交媒体营销、针对细分需求的产品创新抢占龙头市场份额，使得 CR5 份额下滑 5pcts。2016-2018 年，龙头企业跟进产品升级和营销创新趋势，份额逐渐回升。我们预计中国软饮料行业整体及已有品类集中度将进一步提升，尤其是龙头企业，而新进入者机会则更多在于品类创新。

图 17、中国饮料行业集中度仍较低



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

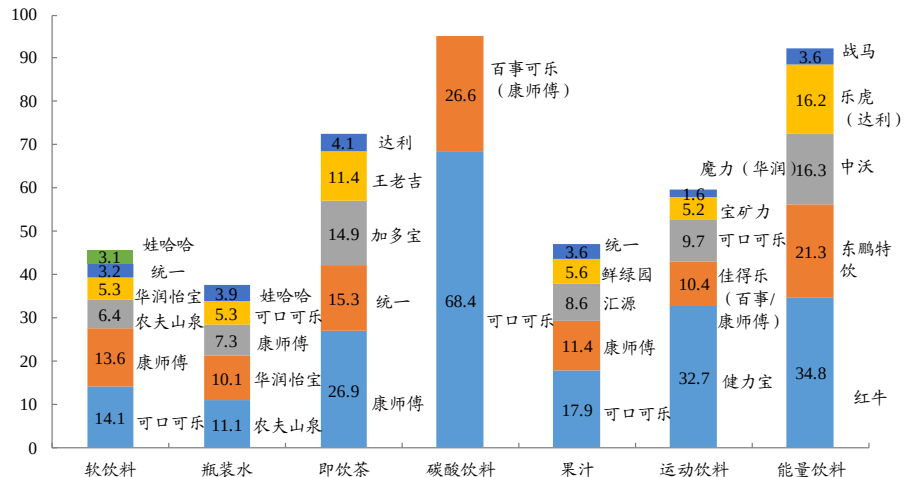
图 18、CR5 份额逐渐回升



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

可口可乐和康师傅为前两大软饮料制造商，市场份额分别为 14.1% 和 13.6%，远领先第三名的农夫山泉。分品类看，碳酸饮料可口可乐和百事市场份额超 95%，显示出稳定的竞争格局；能量饮料、即饮茶、运动饮料 CR5 分别为 92.2%、72.6%、59.6%，龙头份额较为稳固；而瓶装水和果汁竞争最为激烈，CR5 分别为 37.7% 和 47.1%。康师傅在即饮茶市场份额稳居第一，在碳酸饮料、果汁、运动饮料市场份额第二，在瓶装水市场份额第三。

图19、2018 年各饮料品类市场竞争格局（按销量）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

3、方便面行业分析

3.1、产品升级促使行业回暖，并将驱动未来增长

中国是全球最大的方便面产销国，销售量占全球销量的 40% 左右，已走过高速增长期。2013 年以前，城市化的进程伴随着每年大量的农民工进城返乡，中国方便面市场快速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2003-2012 年方便面零售额 CAGR=11.3%，2012-2017 年增速下降，CAGR=0.9%；根据世界方便面协会数据，2007-2016 年方便面销量从 458.1 亿份跌至 385.2 亿份，跌幅达 15.9%。

我们认为导致行业衰退的原因有：1) **居民健康意识提高**：2012 年开始，多省人均 GDP 超越一万美元，达到发达国家水平。收入的提高使消费者对健康、营养的要求提高，对方便面的需求降低；2) **外卖行业的兴起**：外卖行业自 2011 年开始飞速发展，2011-2016 年市场规模 CAGR=56.4%。在补贴的激励下，外卖比起方便面更具性价比，品种丰富，健康营养，对方便面形成全面替代；3) **消费群体萎缩**：方便面的主力消费人群为外出农民工群体和列车乘客，外出农民工人数增速从 2013 年的 1.7% 降至 2016 年的 0.1%，加之高铁提速和高铁站餐饮店的普及，带来的方便面需求下降。

图20、2012-2017年中国方便面零售额变化情况

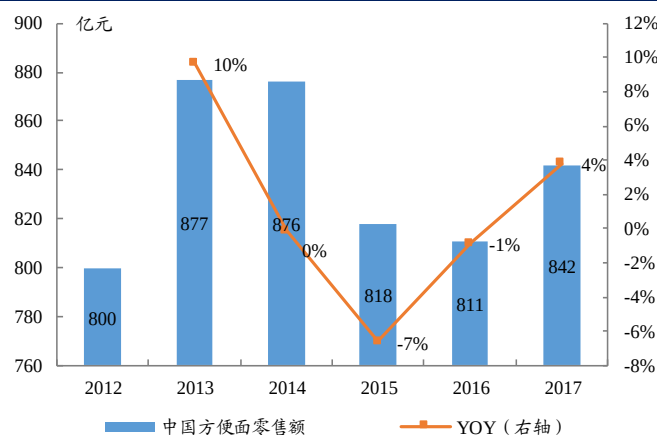
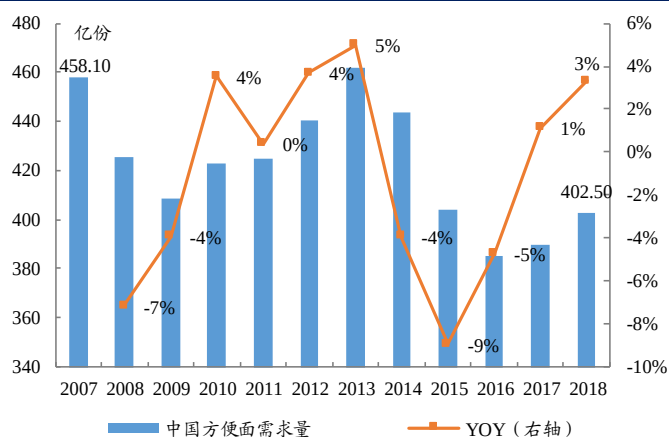


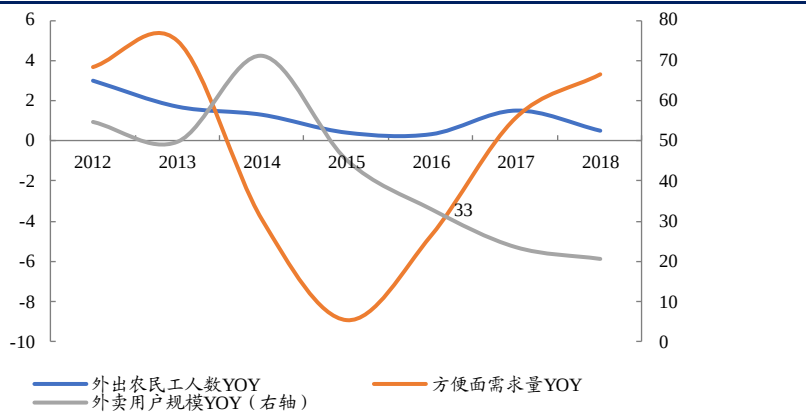
图21、2007-2018年中国方便面需求量变化情况



资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：世界方便面协会，兴业证券经济与金融研究院整理

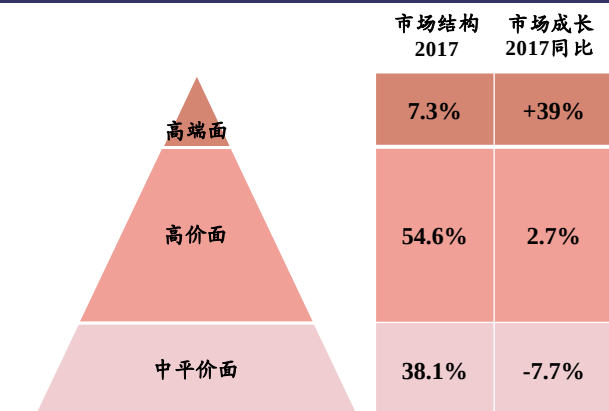
图22、方便面需求量与外出农民工数正相关、与外卖用户规模负相关



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

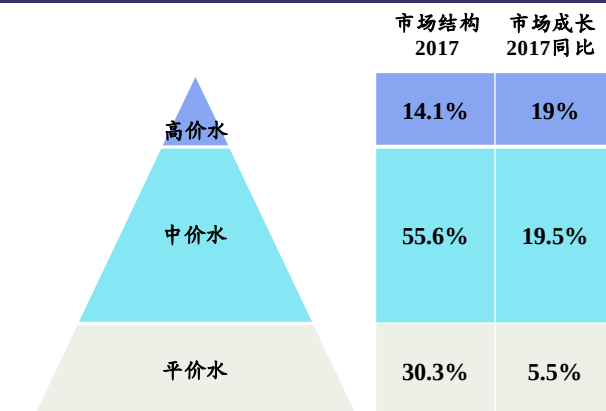
产品升级促使行业回暖。外卖交易规模增速逐年下降，到2018年降至20.53%，创历史新低。与此同时，各大企业升级产品带动方便面行业逐渐复苏，销售额和销量都转为正增长。我们认为主要是以下三个原因：

图23、方便面行业消费升级趋势明显



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、包装水行业消费升级趋势明显



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 行业产品升级，重新引起中产阶级家庭兴趣。康师傅推出5元的“黑白胡椒系

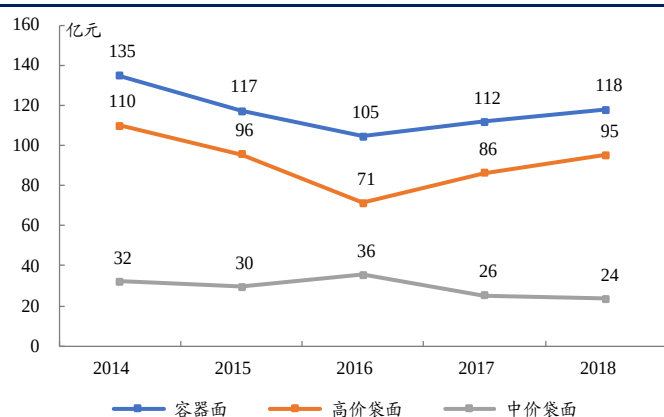
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

列”和“金汤系列”和 25 元以上的“速达面馆”等，统一推出 7.5 元的“汤达人系列”和 20 元的“满汉大餐”。同时，市场对高价面的需求也很高，根据 AC 尼尔森数据，高端面占整体方便面行业比重为 7.3%，增速达 39%，远高于高价面的 2.7%和中价面的-7.7%的增速。截至 2017 年 12 月 1 日的 52 周，31%的城市家庭购买了优质方便面。

2) 外出农民工人数增速回升。增速从 2015 年的-0.8 回升至 2017 年的 2%;

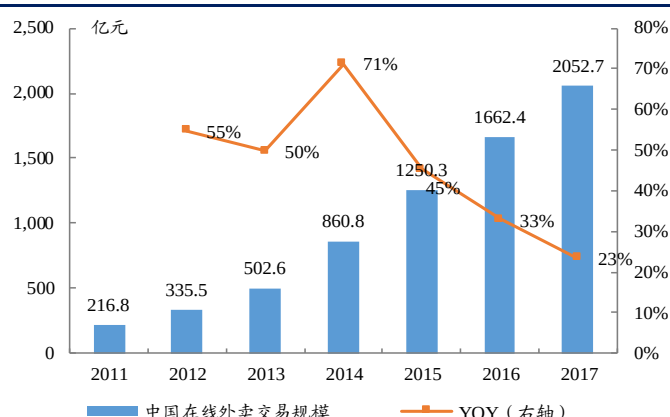
3) 外卖高价化使方便面凸显性价比。外卖行业进入寡头竞争的成熟发展阶段，补贴大幅减少，10 元以下的外卖逐渐退出，而 7-10 元就可以买到高端方便面。2011-2017 年行业用户规模增速从 71%大幅下降至 23%，美团外卖活跃用户增速更是在 2017 年低点（18.4%）后在 2019 年 4 月再创新低（12%）。

图25、康师傅高价面销售好于中低价面



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

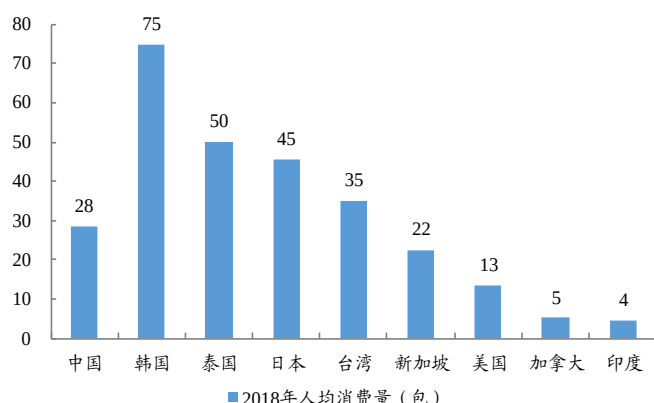
图26、外卖行业交易额增速回落



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

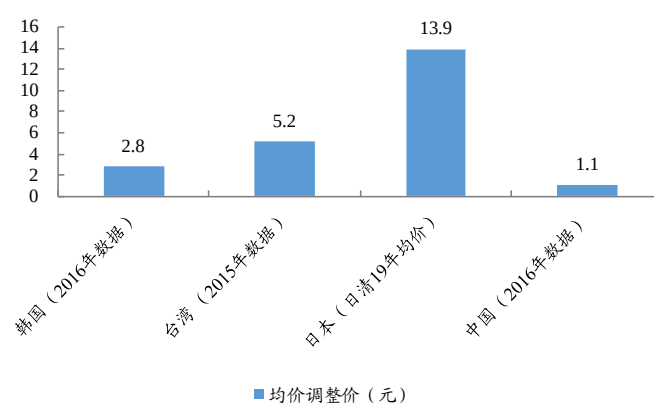
未来增长将继续由产品升级驱动。我国虽是方便面消费总量最大的国家，但人均消费量仅排全球第七，且均价较低。日本、台湾、韩国的方便面均价分别约是中国的 13 倍、5 倍、2.5 倍。

图27、中国方便面人均消费量较低



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、中国方便面均价较低



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

我们发现日韩方便面销量和均价都较高的原因是方便面种类多样且食材丰富，人们把方便面作为日常餐食的替代品，而非像中国人印象里的“低端、不健康、不营养”，在应急场景下的食物。例如，以“食材”为卖点的有：日清鱼翅豆腐面汤、日清海胆面、鲜虾天妇罗荞麦面；以“健康”为卖点的有：Myojo 低卡高膳食纤维清汤鸡肉面、日清低脂低糖海鲜面；以“口味”为卖点的有：日清辣猪肉中式担担面、混沌面；以“特色”为卖点的有：年糕乌冬面、Potemania 海藻味薯条面、炸豆腐拉面、馄饨面等。

对标日本方便面行业，我们认为中国方便面产品还有很大的升级空间。未来市场需求将走向两端，农民工和列车乘客等存量传统客群对超高性价比的低价面仍有需求，随着产品升级和中产阶级的壮大，高端产品将给行业带来增量客群和价格提升的机会。

表5、日本方便面种类丰富多样

种类	名称	
主打“食材”	日清鱼翅豆腐汤面	日本某品牌天妇罗荞麦面
		
主打“健康”	日清低脂低糖海鲜面	Myojo 低碳水高纤维清汤面
		
主打“口味”	日清辣猪肉中式担担面	Maruchan 馄饨面
		
	Potemania 海藻味薯条面	Maruchan 糯米年糕面

主打“特色”



资料来源：网络公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

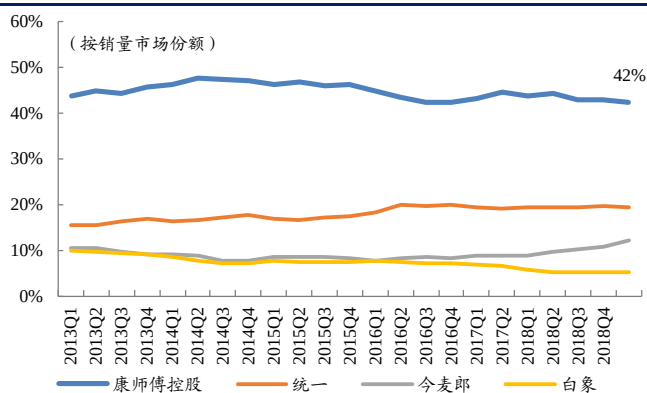
3.2、竞争格局稳定，集中度料将继续提高

行业竞争格局稳定，CR5 长期保持在 80% 左右，呈现康师傅一超多强的格局。

- **集中度料将继续提高。**在经历了 2013-2016 年的行业衰退期后，2017 年方便面企业数量十年来首次减少。根据中国食品科学技术学会数据，方便面行业企业总数从 2016 年的 1802 家减少到 1663 家。我们认为，随着未来无法进行产品升级的企业将会继续给龙头让出份额。
- **国际品牌参与竞争。**越来越多的国际品牌通过电商进入中国方便面市场，主要来自韩国和日本等亚洲国家，如韩国三养的“火鸡面”，韩国农心的“辛拉面”，日本日清的“出前一丁”。由于新兴消费者依赖网购渠道和意见领袖的影响，使得国际品牌销售火爆。

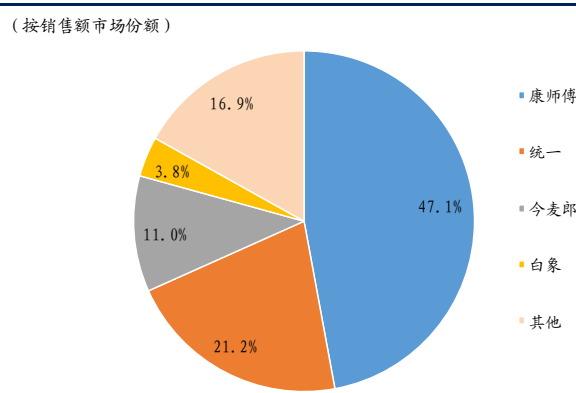
虽然未来国内品牌在电商渠道将面临更多国际竞争者，但本土方便面在营销、线下渠道、口味研发上更具优势，且在产品研发技术方面国内外企业并无巨大差距。我们认为，国内方便面龙头依靠品牌影响力和规模效应仍能继续扩大份额。

图29、方便面市场竞争格局稳定



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

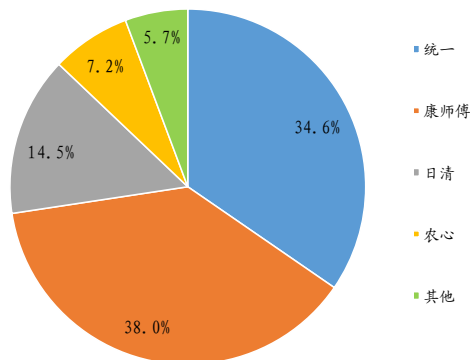
图30、康师傅一超多强



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、2018年康师傅高价面市场份额第一

(按销售量市场份额)



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、京东平台上国内品牌依然领先

品牌	Top3 产品销量	最畅销产品名称	最畅销产品价格	价格上限
康师傅	12,107,905	红烧牛肉面	2.5 元	25 元
统一	11,632,491	汤达人	4.2 元	40 元
农心	7,041,358	辣白菜拉面	3.9 元	10 元
三养	6,261,338	火鸡面	5 元	28 元

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

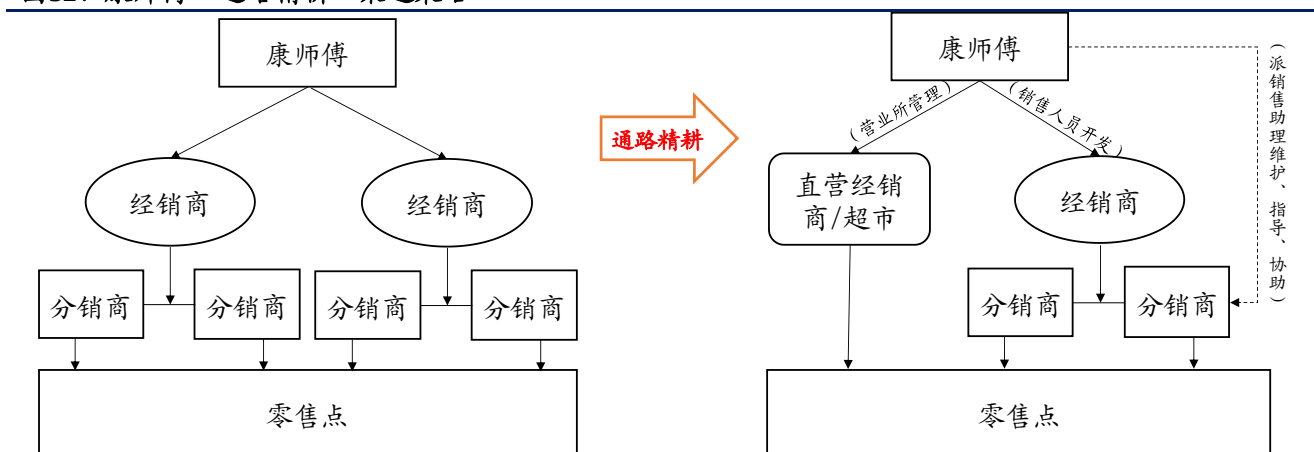
4、公司投资亮点

4.1、渠道网络全行业最大，规模优势使盈利能力领先

渠道网络广大，控制力强，竞争对手难以复制。康师傅管理团队从创立之初就极具渠道意识，1998 年以前，康师傅的渠道网络就覆盖全国主要城市，主要采取独家经销制，再由经销商发展分销商，自己拓展零售点，公司主要管理对象是经销商。这个机制在市场拓展初期具有“风险小，成本低”的优点，但也存在“总部掌控力弱、窜货断货、新品推广不顺”的问题。

1998 年开始，超市、KA 等现代通路兴起，康师傅开始施行“通路精耕”渠道策略，将原有的三级通路缩短为二级通路，并建立直营销售管理团队。直营销售人员分为两种，经销业务代表负责开发、管理经销商，直营业务代表（销售助理）负责维护经销商的网点、直接开发零售网点。此举一方面增加了直接和公司交易的零售点，全国直接交易的客户由精耕前的 1,000 多家变为精耕初期的 14,000 多家，提高了公司对渠道的掌控力；另一方面使公司增进和经销商的关系，提高经销商的积极性和信心。通路精耕后，新品推出后 7 天就能实现在全国 30 万多个零售店上架，铺货速度比统一快 3 倍以上，信息流更加畅通。

图32、康师傅“通路精耕”渠道策略



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2007年后，康师傅渠道愈加扁平化。持续增加直营零售商和仓库的布局，同时减少营业所和非直营经销商的数量，康师傅对渠道的控制力进一步加强。并通过返利、引入SAAS系统、减少经销商代垫费用等措施，提升经销商的盈利水平和资金周转速度，增加经销商的粘性。

表7、公司零售网络

	2014	2015	2016	2017	2018
营业所	582	606	598	369	369
仓库	77	73	69	92	108
经销商	36,837	30,095	33,653	35,163	28,415
直营零售商	118,359	116,036	116,222	129,449	140,779
员工人数	79,003	69,425	65,182	56,995	54,210
生产线	697	711	719	676	613
生产基地	129	132	126	118	103

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

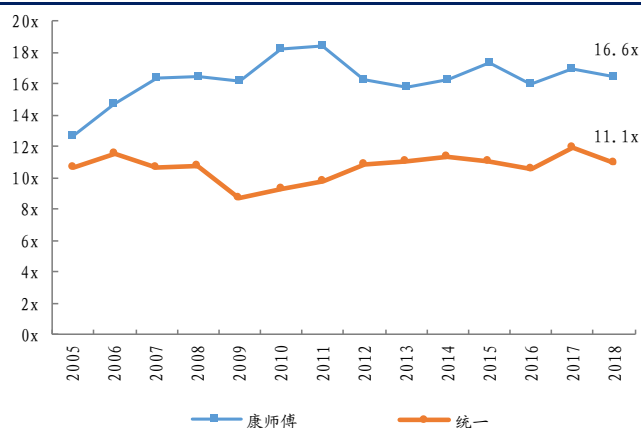
全国消费品行业中最强大渠道网络。截止2018年12月，康师傅拥有369个营业所、108个仓库、28,415个经销商、140,779个直营零售商。渠道优势使公司具备极快的新品铺货速度和市场反馈速度，2005-2010年，康师傅的存货周转次数不断上升，并长期领先于统一，较高的周转率使得ROE高于同行。

表8、主要消费品公司渠道网络情况

	经销商数量	其他
康师傅	28,415个	140,779个直营零售商，369个营业所，108个仓库
蒙牛	3,600+个	
伊利	5,000+个	
旺旺	10,000+个	
海天	4989+个	16000+个分销商，销售终端80万个
达利	5000+个	8000+名全职销售

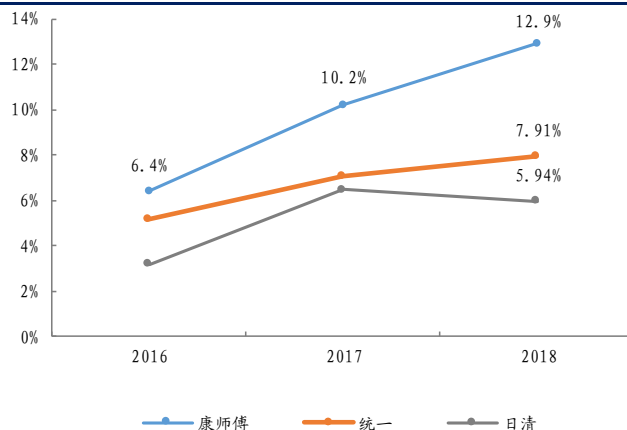
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图33、康师傅存货周转率长期高于统一



资料来源：Capital IQ，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、康师傅、统一、日清 ROE 情况

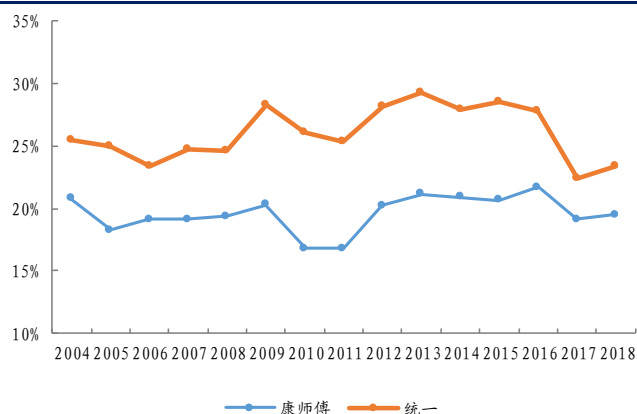


资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

推进数字化转型，渠道再升级。2018 年末，康师傅与阿里巴巴零售通达成战略合作协议。通过零售通的技术，能够使百万终端零售点（夫妻店、小店）实现门店数字化、供应链数字化、营销数字化以及决策数字化等变革，建智能分销网络。让百万零售店的进销存数据逐渐实现数字化和可视化，把数据追踪和分析延展到线下，帮助百万小店更智能的根据周边消费者购买喜好进行备货，精准有效地向消费者开展营销活动。若零售通部署成功，以前两万个销售人员负责 150 个店，现在通过数字化管理能做到 5000 个人负责 150 个店，有利于进一步降低成本、提升周转率，并从长期上提升康师傅的品牌力和渠道力。

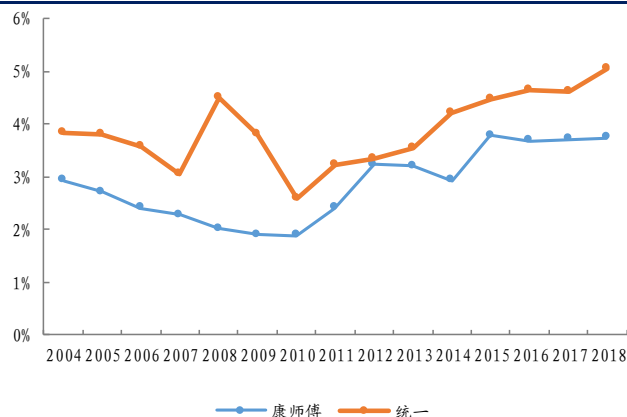
规模优势使康师傅的费用、成本控制力优于同行。随着营收扩张，康师傅的费用率不断降低，尤其是管理费用率。1998-2011 年高速发展期，康师傅的费用率从 25% 左右降至 19%，明显低于统一。费用率低使得康师傅在毛利率低于统一的情况下，仍然保持相近的净利率，2018 年康师傅、统一的净利率分别为 4.1% 及 4.7%，仅相差 0.6pct。另外，康师傅毛利率曲线更加平滑，成本控制力更强。在 2015-2017 年原材料价格上涨期间，康师傅和统一的毛利率分别下降 2.5pcts、5.2pcts。

图35、康师傅、统一的销售费用率



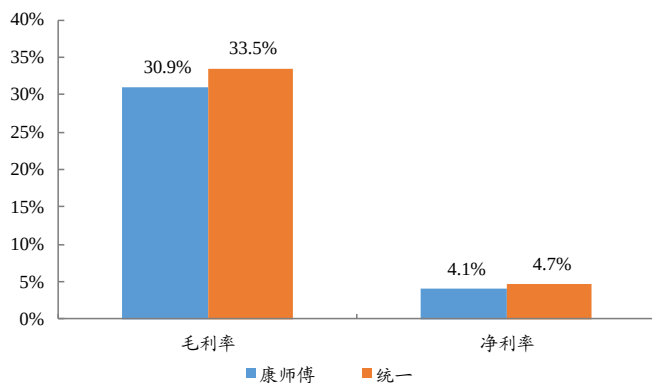
资料来源：Capital IQ，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、康师傅、统一的管理费用率情况



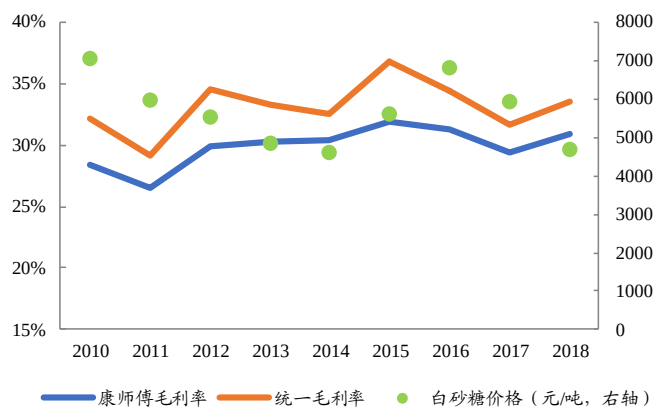
资料来源：Capital IQ，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、康师傅净利率几乎与统一持平



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

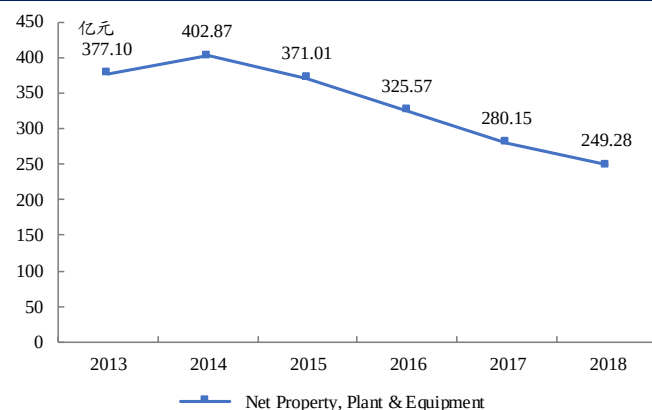
图38、康师傅的毛利率曲线比统一更加平滑



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

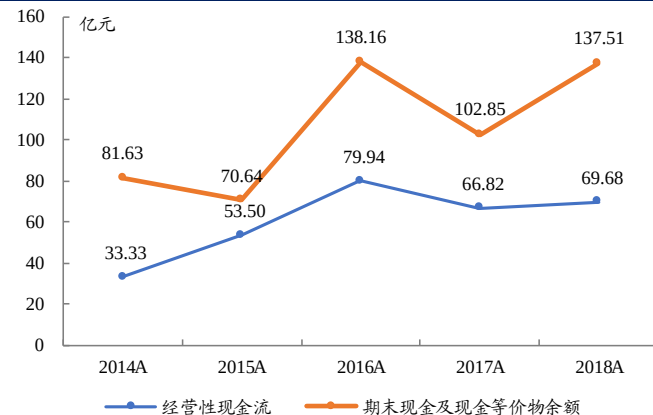
现金流充沛，债务结构不断优化，经营稳健。公司自 2015 年提出“现金为王”的整体策略始，持续优化财务管控和资本支出管理，出售未使用的土地、设备，剥离低效益的资产和权益，2015-2018 年公司现金流持续增加。另外，公司重视财务风险管控，主动降低有息借贷规模，2014-2018 年公司长期负债占比从 24%下降至 15%，而应付账款、预收押金、客户预付款等流动负债占比持续提高，财务结构持续优化，为公司的稳健经营打下基础。

图39、康师傅近年持续出售厂房设备活化资产



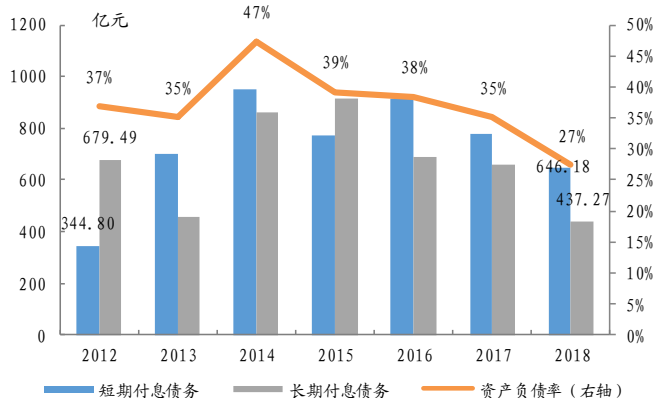
资料来源：Capital IQ，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、康师傅现金流持续增加



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司历年资产负债率与有息负债情况



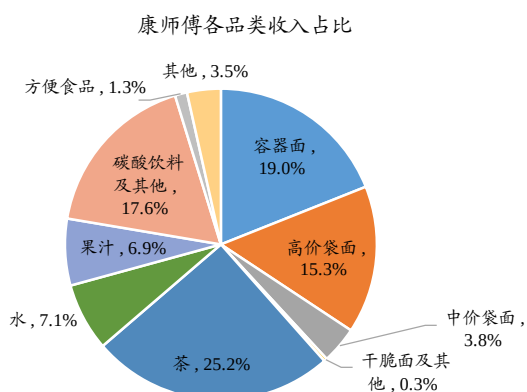
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、产品全行业最全，产品升级和新兴品类有望驱动未来增长

● 产品线覆盖全品类全价格带，业内最全

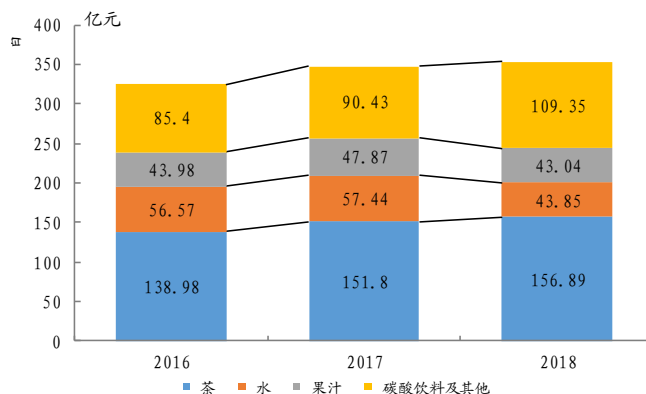
品类方面，康师傅产品覆盖饮料、方便面、方便食品，包括星巴克和百事可乐旗下非酒精饮料，是行业内产品线最齐全的公司。与康师傅相比，统一缺少碳酸饮料产品，可口可乐缺少方便面和含乳饮料产品，农夫山泉业务则主要聚焦在包装水、果汁和茶饮。价格带方面，康师傅在各业务线都推出平价和高端的产品满足多元需求，2019年公司计划将继续完善价格带齐全度，并在方便面、包装水、咖啡品类推出新型高端产品。

图42、康师傅产品线完备，价格带齐全



资料来源：公司业绩材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、康师傅饮品业务全品类覆盖



资料来源：公司业绩材料，兴业证券经济与金融研究院整理

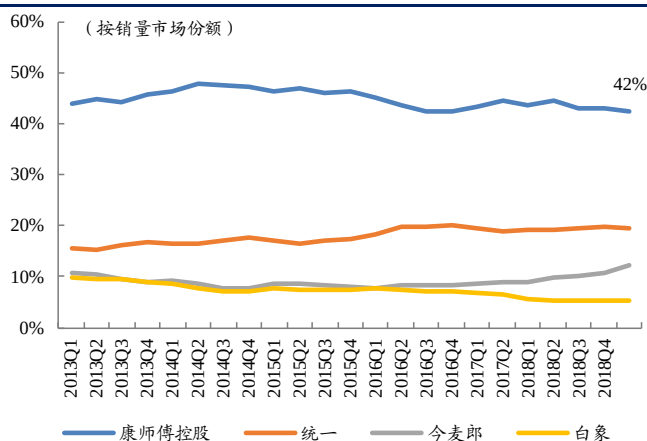
表9、康师傅各产品线产品

品类	超高端产品	高端产品	平价产品
价格	N/A	2-3 元 (550ml)	1-2 元 (550ml)
包装水	N/A		
价格	8-17.5 元	5 元	3 元
咖啡和茶			
价格	22-25 元	3.5-7 元	1.5-2.5 元
方便面			

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

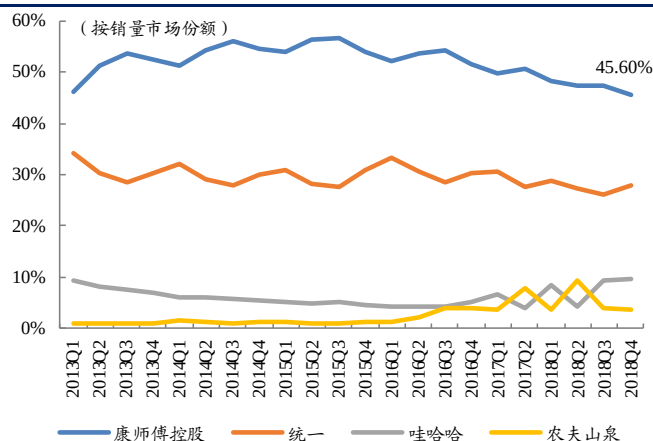
各品类市占率皆处行业前列。康师傅方便面、包装茶的市场份额长期处于行业第一，果汁、碳酸饮料、瓶装水份额亦处于行业前列。其在方便面和饮料的收入约为统一的 3 倍，显示了公司较强的产品力和品牌力。

图44、方便面市场份额变化情况



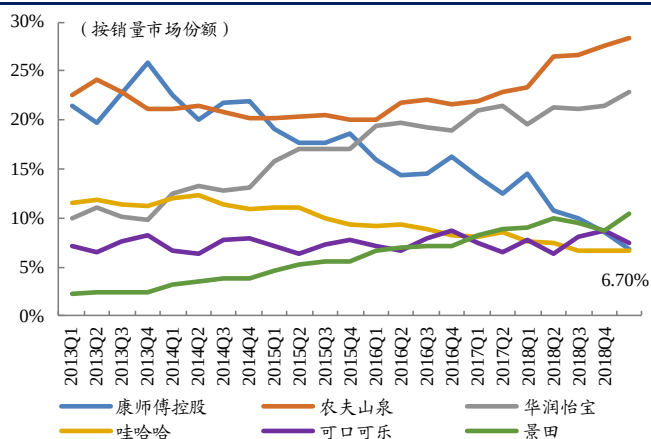
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、包装茶饮料市场份额变动情况



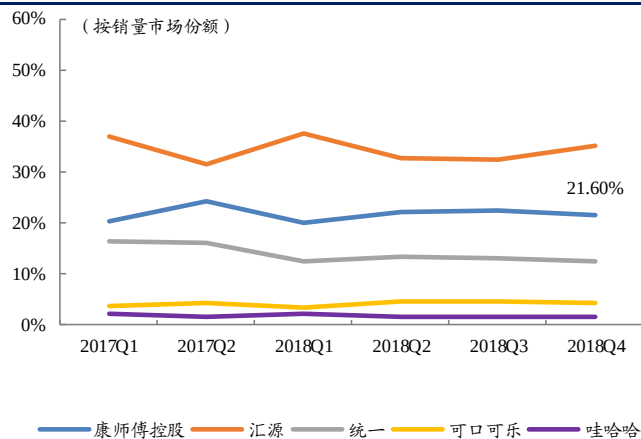
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、瓶装水市场份额变动情况



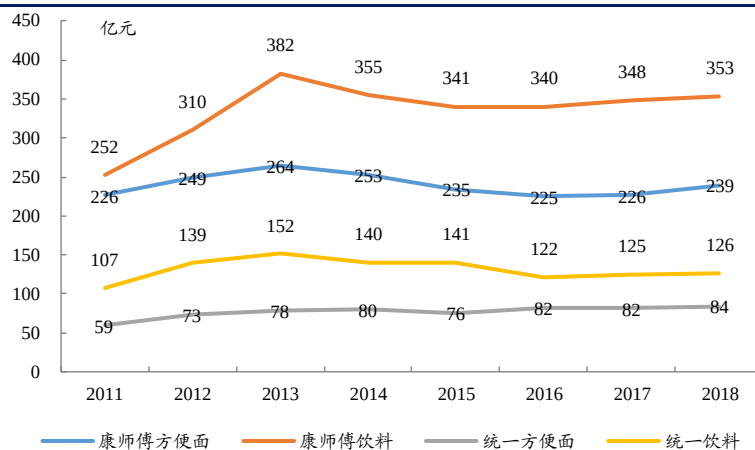
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、果汁（含量26%以下）市场份额变动情况



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、康师傅与统一方便面和饮料收入规模对比

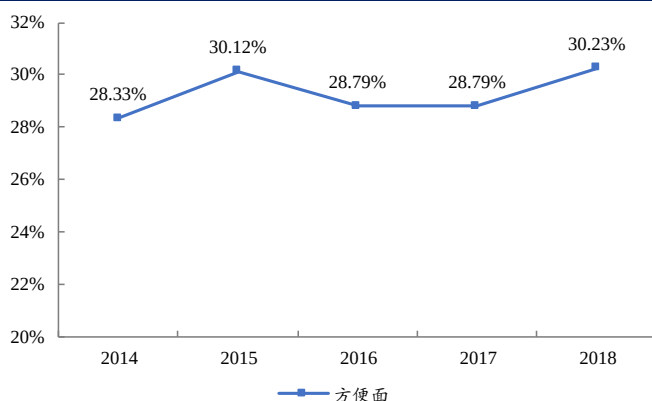


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 方便面业务产品升级，继续驱动增长

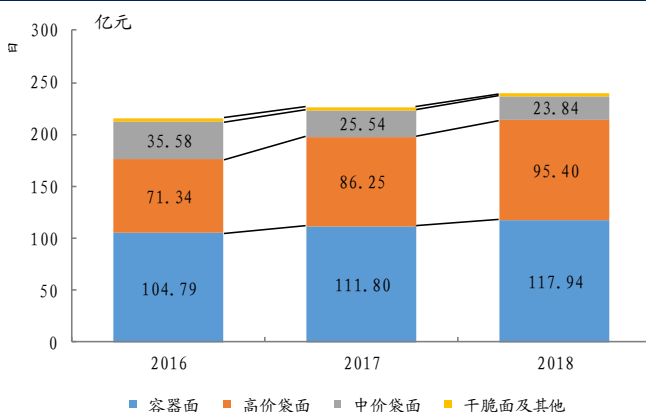
得益于方便面产品升级战略的成功，近5年高价面已成为康师傅方便面业务的主要推动力，方便面业务毛利率不断提升。自2016年起，康师傅先后推出“黑白胡椒牛腩面”系列、“金汤”系列、“豚骨”系列、“Express 速达面馆”原汁大块肉系列等产品，受到市场欢迎。2016-2018年高价面营收CAGR=16%，高价面营收占比从33%提升至40%。2018年康师傅高端面市占率（按销售量）约38%，为行业第一（第二为统一34.6%，第三为日清14.5%）。

图49、高价面畅销使方便面业务毛利率不断提升



资料来源：公司业绩材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、高价面、杯面的营收增长较快



资料来源：公司业绩材料，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司将继续加码高端、超高端市场，并加大品牌投资，通过更新产品包装、调整营销策略以配合高价方便面的推广。产品方面，公司计划与日本企业合作研发新品，布局此前较为空缺的 5-10 元、10-20 元价格带产品。营销方面，公司计划将减小传统电视媒体的投入，而实行高价值的营销策略，比如与国家航天合作，女排等国家队赛事赞助、推出电商定制款等。618 购物节，康师傅京东旗舰店和天猫旗舰店的主要宣传页都已把“速达面馆”、“豚骨面”、“鲜蔬面”等高价面放在中心位置，弱化“红烧牛肉面”等传统低价品类的位置。

根据 AC 尼尔森数据，2018 年行业和康师傅高价面营业额 YOY 分别为 19.3% 和 11%。我们认为随着市场逐渐接受康师傅方便面产品的高端化，2019-2021 年康师傅高价面销售量增速将会继续提升，逐步跟上行业增速，进而带动整个方便面业务增长。

图51、2019 年康师傅天猫旗舰店 618 购物节宣传页



资料来源：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、2019 年康师傅京东旗舰店 618 购物节宣传页



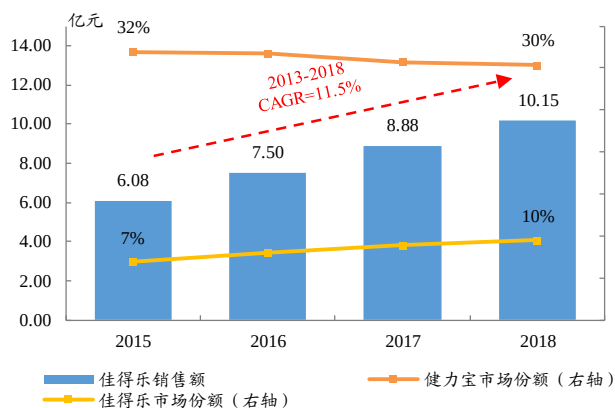
资料来源：京东旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

● 碳酸饮料、咖啡、运动饮料等品类维持高成长

2018 年公司碳酸饮料和其他（咖啡、运动饮料、乳酸菌）营业收入增速为 21%，占饮料营收的比例上升至 31%。我们认为，2019-2021 年该板块业务将会以 7% 的速度增长，原因如下：

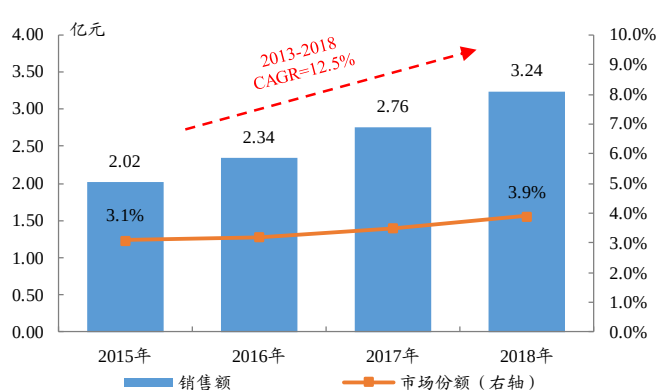
康师傅已在碳酸、咖啡、运动饮料市场取得优势。康师傅旗下的百事碳酸饮料销量 2018 年上升至 26.6%，居市场第二位；即饮咖啡品牌“星巴克”及“贝纳颂”分别定位高端及中高价市场，销售额和市场份额不断增长，2015-2018 年销售额 GAGR=17%；康师傅运动饮料以“佳得乐”为主打，佳得乐是美国第一运动饮料品牌，2018 年市占率达到 73%。在中国，消费者对佳得乐亦有很高认知度，市占率第二。2014-2018 年佳得乐销售额 CAGR=11.5%，市场份额持续上升。

图53、佳得乐营收和份额持续上升



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、康师傅旗下即饮咖啡销售额增长迅速

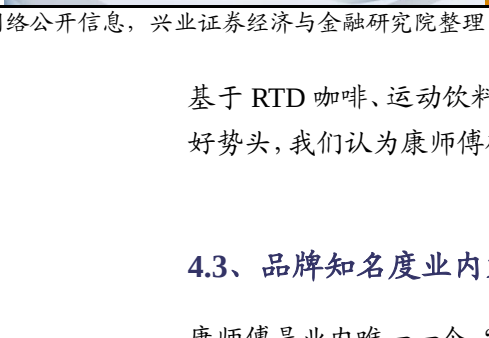
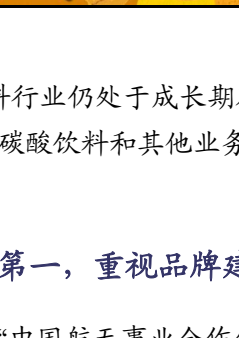
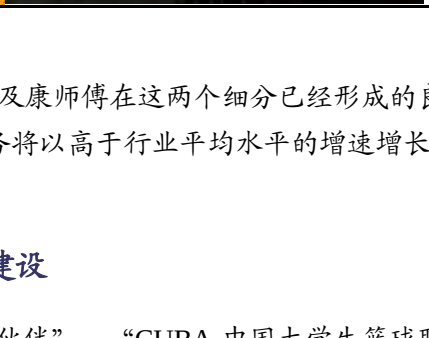
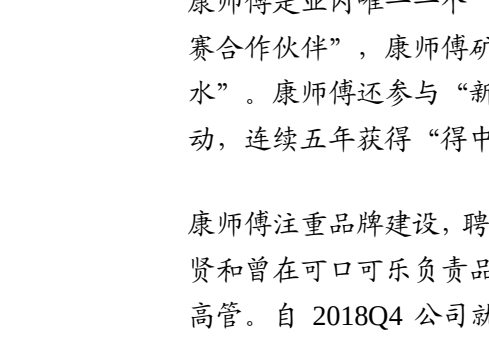
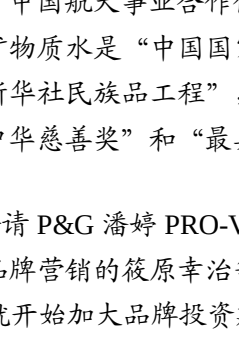
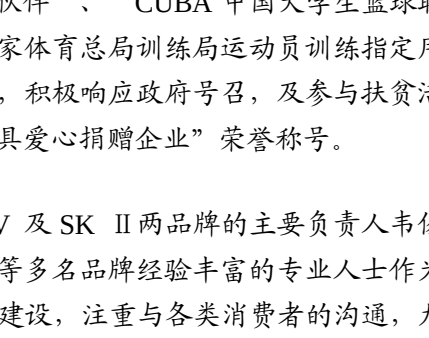


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

咖啡、运动饮料处于成长期，未来增速预计 7% 左右。据图 13，我国的即饮咖啡占比远低于韩国和日本，占比仅为 2%，而韩国、日本这一数据分别为 19%、20%，市场空间巨大，目前处于成长期。2013-2018 年中国 RTD 咖啡和运动饮料行业规模 CAGR 分别为 +12.9%、9.2%，康师傅 RTD 咖啡和运动饮料营业收入 CAGR+12.5%，+11.5%，略高于行业增速。根据 Euromonitor 预测，2019-2023 年 RTD 咖啡和运动饮料行业销售额将以 6%、7% 的增速增长。

2019 年推出新口味、新包装产品。1) 百事碳酸饮料方面，2019 年百事可乐推出全新广告口号 “For the love of it”，并推出 “无糖态度罐”，采取语录营销的方式吸引年轻消费者，塑造充满着 “娱乐与流行基因” 的品牌形象；2) 咖啡方面，公司推出低脂减糖和多口味 “星冰乐轻盈系列”，如樱花味拿铁星倍醇，类能量饮料型咖啡星倍醇 “锐能系列”，并加大贝纳颂的营销力度，启用 “声入人心双云” 郑允龙、阿云嘎作为品牌代言人，塑造专业咖啡品牌的形象；3) 运动饮料方面，公司计划继续完善品类，持续通过联合体育赛事、运动场馆开展运动营销，并结合 KOL 等线上推广，及线下专属品牌冰箱、专属販售点的投放，增加品牌曝光率，将佳得乐打造成中国第一运动饮料品牌。

表10、康师傅旗下碳酸饮料和新品类

品类	2019 年新包装			
百事可乐 碳酸饮料	  			
	   			
星巴克 即饮咖啡	  			
	  			
贝纳颂 即饮咖啡	  			

资料来源：网络公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

基于 RTD 咖啡、运动饮料行业仍处于成长期及康师傅在这两个细分已经形成的良好势头，我们认为康师傅碳酸饮料和其他业务将以高于行业平均水平的增速增长。

4.3、品牌知名度业内第一，重视品牌建设

康师傅是业内唯一一个“中国航天事业合作伙伴”、“CUBA 中国大学生篮球联赛合作伙伴”，康师傅矿物质水是“中国国家体育总局训练局运动员训练指定用水”。康师傅还参与“新华社民族品牌工程”，积极响应政府号召，及参与扶贫活动，连续五年获得“得中华慈善奖”和“最具爱心捐赠企业”荣誉称号。

康师傅注重品牌建设，聘请 P&G 潘婷 PRO-V 及 SK II 两品牌的主要负责人韦俊贤和曾在可口可乐负责品牌营销的筱原幸治等多名品牌经验丰富的专业人士作为高管。自 2018Q4 公司就开始加大品牌投资建设，注重与各类消费者的沟通，尤

其是年轻家庭。2019 年公司计划将继续通过航天合作、全媒体营销、IP 合作、运动营销等方式，提升品牌及品类形象。

根据 2018 年凯度中国品牌足迹报告，康师傅为中国排名第三的快消品牌，触及消费者 9.16 亿人，渗透率达 83%；统一排名第十，触及消费者 3.94 亿人，渗透率为 41%。根据中国工信部品牌政策专项资金评比指定品牌评级机构 Chnbrand 中国品牌力指数 SM(C-BPI®)，康师傅连续 9 年获得方便面和茶饮料品牌排行榜第一名，2019 年获得瓶装水和果汁品牌排行榜第二名。

图55、2018 年品牌足迹排行榜(中国品牌 TOP10)

2018排名	排名变动	品牌	消费者触及数(亿)	渗透率%	购买频次	消费者触及数增长%
1	←	伊利	12.18	89.6	7.9	6
2	→	蒙牛	10.43	87.2	6.9	0
3	←	康师傅	9.16	82.6	6.4	0
4	↑	海天	4.99	71.4	4.1	6
5	↓	旺旺	4.75	65.8	4.2	-9
6	↑	双汇	4.29	59.1	4.2	-4
7	↓	光明	4.28	40.9	6.1	-9
8	↓	统一	3.94	59.6	3.8	-12
9	←	立白	3.80	66.5	3.3	2
10	↑	农夫山泉	3.35	55.3	3.5	34

资料来源：凯度咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、2019 年中国品牌力指数(方便面品牌排行榜)

品牌	2019年C-BPI得分	排名	变化
康师傅	706.4	1	—
统一100	415.7	2	—
福满多	353.2	3	—
来一桶	336.1	4	—
今麦郎	333.7	5	—
好劲道	272.4	6	+2
汤达人	264.1	7	—
五谷道场	260.3	8	+1
白象	259.1	9	-3
巧面馆	257.0	10	—
农心	240.9	11	—
小浣熊	234.1	12	+1
华丰	227.0	13	+1
大今野	199.0	14	+1

资料来源：Chnbrand，兴业证券经济与金融研究院整理

康师傅一直积极寻找全新定位与营销突破点，希望在消费者心目中营造新的品牌形象，争取年轻消费者的青睐。2019 年，康师傅绿茶、奶茶分别启用全新代言人易烊千玺和火箭少女 101，主动拥抱粉丝经济和新媒体，强化品牌形象。

图57、易烊千玺代言康师傅绿茶



资料来源：微博，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、火箭少女 101 代言康师傅奶茶



资料来源：微博，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

1) 收入预测:

饮料业务:

- **即饮茶:** 根据 Euromonitor 预测, 即饮茶行业将会加速复苏。考虑到康师傅即饮茶基本盘较稳, 近 3 年营收增速 (CAGR+6.2%) 远高于行业平均增速。2019 年推出定价 5 元的高端新品“茶参厅”港式柠檬茶和 3 元的“乌龙茶”系列, 大受好评。预计未来 3 年即饮茶营业收入较 2018 年略有提升, 保持在 3-4% 左右增速;
- **碳酸饮料及其他:** 鉴于该业务中咖啡、运动饮料、乳酸菌行业处于高速发展期, 且康师傅该品类过往营收增速高于行业增速, 考虑到康师傅旗下的咖啡饮料品牌“星巴克”、运动饮料品牌“佳得乐”知名度高, 若新品推广顺利, 我们预计未来三年该部分营业收入增速将继续高于行业平均增速, 分别同比增长 10%、9%、8%;
- **瓶装水:** 考虑到公司将会在 2019 年将瓶装水单价继续上调至 1.5 或 2 元, 提升品质, 更换包装, 加大高端产品“涵养泉”的广告促销力度。若提价顺利且新产品受到市场欢迎, 我们预计未来三年瓶装水营业收入将会转跌回升, 保持-5%、1%、2%的增速;
- **果汁:** 考虑鲜果茶饮、现做果汁、NFC 果汁等新兴果汁产品的兴起将会限制传统果汁的发展, 结合果汁行业增速, 我们预计康师傅果汁产品未来三年营业收入跌幅将会逐步收窄, 同比下降 5%、4.5%、4%。

预计公司 2019-2021 年饮品业务收入将分别达到 366 亿元 (YOY+3.6%), 381 亿元 (YOY+4.1%) 和 396 亿元 (YOY+4.0%)。

方便面业务:

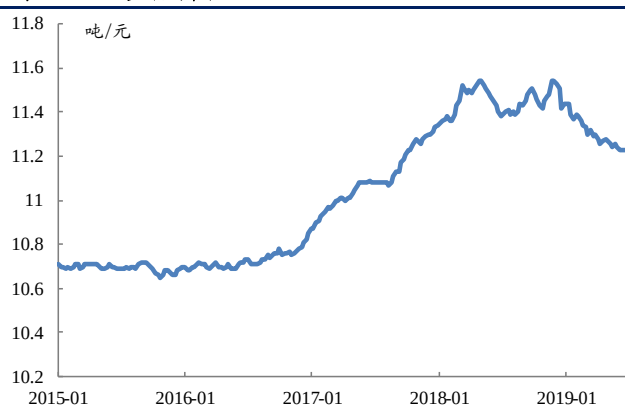
- **容器面:** 过去 3 年公司的容器面营业收入保持 6% 的增速, 2018 年容器面行业增速为 7.4%, 我们认为未来三年容器面将会随着农民工进城人数增速的反弹持续复苏, 故依然给予 6% 左右的增速;
- **高价面:** 由于康师傅高价面已得到市场验证, 且公司已将高价面作为战略重点在 2019 年继续发展, 若消费升级的趋势仍将持续, 我们预计 2019 年高价面增速将会略高于 2018 年, 预计未来三年分别增速为 11%、9%、8%;
- **中价面:** 假设消费升级的趋势仍将持续, 未来两年部分中价面客群将会继续转向高价面。但考虑到随着消费两极化, 部分消费者将会偏好极致性价比的产品。并且, 公司将继续进行渠道下沉, 2018 年末公司针对中低价面的竞品已做出应对策略, 因此我们认为未来中价面的营收跌幅将会逐步收窄, 预计未来三年中价面营收增速为-8%、-6%、-5%;
- **干脆面及其他:** 考虑到该业务的重要性正在逐渐降低, 我们认为未来三年该部分业务将会继续萎缩, 预计增速为-20%、-20%、-20%。

预计公司 2019-2021 年方便面业务收入将达到 254 亿元(YOY+6.2%)、269 元(YOY+6.1%)、285 亿元(YOY+5.9%)。

2) 毛利率预测

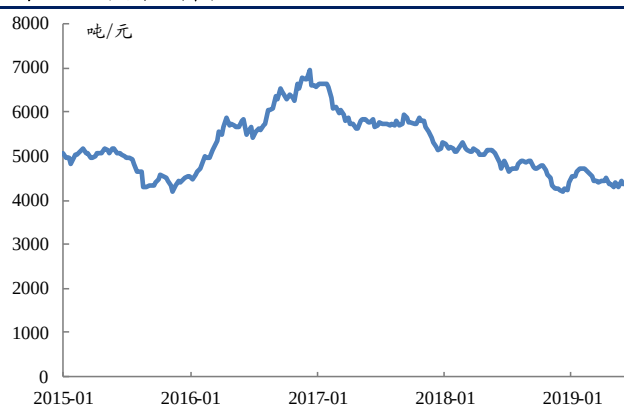
年初至今白砂糖、棕榈油、小麦、纸浆价格分别下降 2%、2%、8%、13%，原材料和包装价格可能会对毛利率带来正面影响。由于原材料价格下行和 4 月起执行的增值税降低政策，预计有望充分对冲降价对毛利率的负面影响。叠加产品升级，预计饮料和方便面毛利率均小幅提升，未来三年综合毛利率分别为 31.7%、32.2%、32.5%。

图59、白砂糖价格



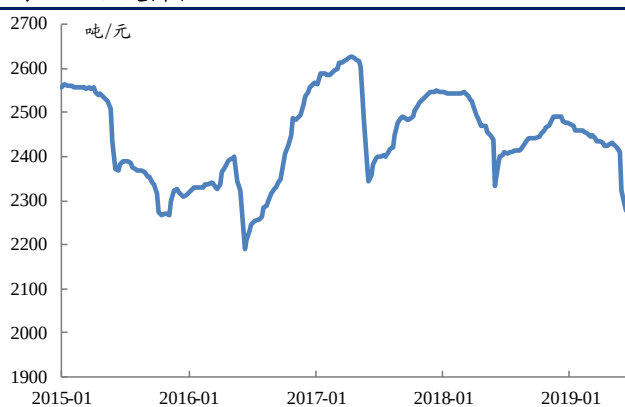
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、棕榈油价格



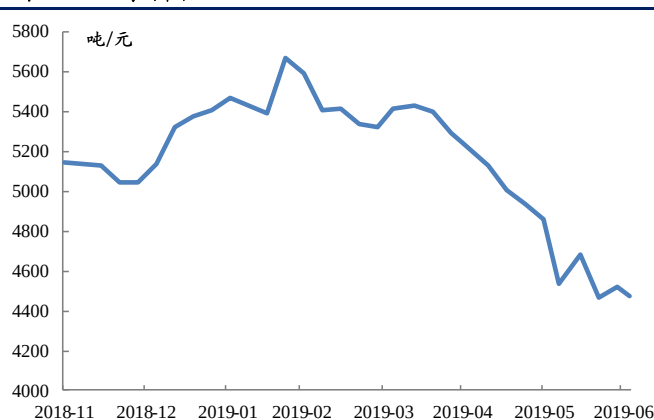
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、小麦价格



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、纸浆价格



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 费用率预测：

由于公司 2018 年底提出市占率导向策略，将会通路投入和品牌建设，我们预计未来销售费用率将会逐步上升。管理费用率方面，根据公司计划：1) 继续推进资产活化，处置厂房和设备，集中在几个主要工厂生产；2) 继续提升生产线自动化率，减少供应链生产相关人员，提高人效；3) 继续进行组织扁平化调整，组织层级上

去掉区部一层，使各事业部直接对应省部作战。因此我们预计管理费用率呈下降趋势。财务费用率方面，根据公司“**现金为王**”的整体策略，我们预期未来公司将持续降低有息借贷规模，财务费用率降低至 0.6%。

表11、公司盈利预测假设

单位：亿元	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
分业务收入：						
方便面	215.62	226.20	239.17	253.96	269.33	285.20
YoY	-13.2%	4.9%	5.7%	6.2%	6.1%	5.9%
饮品	324.93	347.54	353.13	366.00	381.11	396.28
YoY	-9.9%	7.0%	1.6%	3.6%	4.1%	4.0%
方便食品	9.15	8.59	7.79	7.17	6.67	6.27
YoY	-2.8%	-6.1%	-9.3%	-8.0%	-7.0%	-6.0%
其他	17.76	18.44	21.75	23.92	26.32	28.95
YoY	4.5%	3.9%	17.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入(内部冲销后)	555.78	589.53	606.86	634.57	665.30	696.76
YOY	-12.5%	6.1%	2.9%	4.6%	4.8%	4.7%
总体毛利率	31.3%	29.4%	30.9%	31.7%	32.2%	32.5%
毛利	173.79	173.38	187.27	200.96	214.03	226.26
销售费用率	21.7%	19.1%	19.5%	20.5%	21.0%	21.3%
管理费用率	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用率	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
归母净利润	11.62	18.19	24.63	26.18	27.88	30.13
每股收益	0.21	0.32	0.44	0.47	0.50	0.54
YOY	-34.2%	56.5%	35.1%	6.3%	6.5%	8.0%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

根据以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现收入 634.6/665.3/696.8 亿元，同比增长 4.6%/4.8%/4.7%，CAGR=4.7%；实现归母净利润 26.2/27.9/30.1 亿元，同比增长 6.3%/6.5%/8.0%，CAGR=6.9%。

5.2、估值与评级

DCF 估值：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 5 年期国债收益率为无风险利率，市场收益率采用为 10%，公司最近 3 年 Beta 值约为 1，所得税率为 32.5%。计算得出 WACC 为 10%。

采用两阶段折现现金流方法进行计算。第一阶段为 2019-2021 年，自由现金流来自盈利预测。第二阶段为 2022-2028 年，假设自由现金流增速从 4%逐年递减至 2%。永续增长率假设为 1%。**公司的 FCFF 折现计算的股权价值为 753.4 亿元，即每股 15.21 港元，对应 2019/2020 年 EV/EBITDA 为 10.2x/9.6x。**

表12、DCF 估值

自由现金流 (亿元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	45.93	48.91	52.78							
EBIT*(1-t)	60.84	64.80	69.92							
+折旧与摊销	30.64	30.27	29.95							
+营运资本增加	-28.66	2.80	-16.88							
+长期经营性负债增加	2.03	-1.01	0.00							
-固定资产构建	-19.21	-27.46	-27.47							
-无形资产构建	0.00	0.00	0.00							
FCFF	45.64	69.41	55.52	57.74	59.48	61.26	63.10	64.36	65.65	66.96
YoY	-24.5%	52.1%	-20.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
DCF (亿元)										
第一阶段 FCFF	154.62							Beta		1
第二阶段 FCFF	249.72							无风险利率		3.005%
终值的现值	318.69							市场收益率		10.0%
企业价值 (EV)	723.03							股权成本		10%
+非核心资产价值	34.33							债务成本		3.7%
+货币资金	174.11							税率		32.5%
-付息负债价值	98.35							税后债务成本		2.5%
-少数股东权益价值	79.73							WACC		10%
内含股权价值	753.40							永续增长率		1%
内含股价 (港元)	15.21									

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表13、DCF 估值敏感性分析

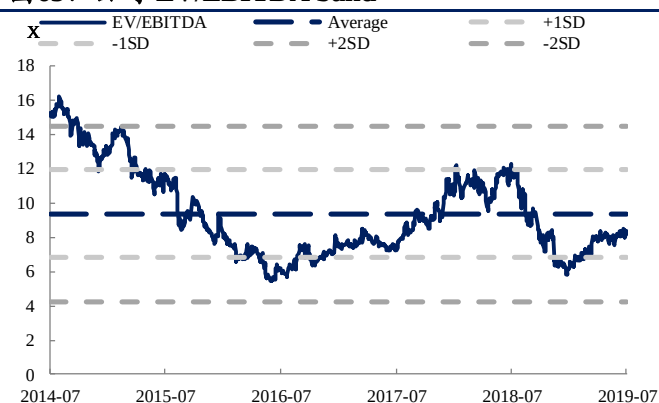
内含股价 (港元)		WACC						
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
永续增长率	-0.5%	16.41	15.60	14.87	14.21	13.62	13.07	12.57
	0.0%	16.87	16.00	15.22	14.51	13.88	13.30	12.78
	0.5%	17.39	16.44	15.60	14.84	14.17	13.56	13.00
	1.0%	17.97	16.94	16.03	15.21	14.49	13.84	13.25
	1.5%	18.64	17.50	16.51	15.63	14.84	14.14	13.51
	2.0%	19.42	18.15	17.05	16.09	15.24	14.49	13.81
	2.5%	20.32	18.90	17.67	16.62	15.69	14.87	14.14

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

可比公司估值:

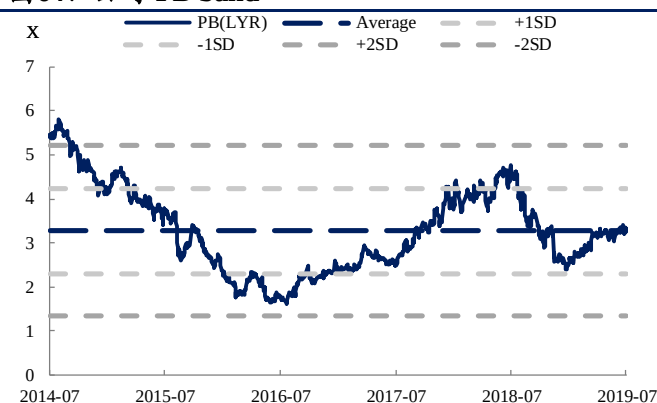
- **采用 EV/EBITDA 估值。**由于饮料行业为重资产行业，折旧与摊销费用很高，影响净利润但不影响现金流，往往导致净利润与经营性现金流差距较大。如 2018 年，康师傅折旧与摊销费用 33.2 亿元，而净利润仅为 24.6 亿元，经营性现金流为 69.7 亿元，EBITDA 为 87.09 亿元。因此为了强调现金流能力，我们采用 EV/EBITDA 方法对康师傅进行估值。
- 纵向来看，公司当前 EV/EBITDA 位于近 5 年平均以下。横向来看，公司 2019/2020 年 EV/EBITDA 仅为 8.5x/8.0x，而统一为 11.1x/10.5x，日清为 9.6x/8.8x，远低于行业水平，可见公司具备较强安全边际。

图63、公司 EV/EBITDA band



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、公司 PB band



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、公司 PE band



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、公司港股通持股比例



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表14、行业估值表

公司	代码	市值 (亿美元)	18A	PE 19E	20E	18A	PB 19E	20E	18A	EV/EBITDA 19E	20E	ROE 18A	股息率
蒙牛乳业	2319 HK	158	35.5	24.3	23.2	4.31	3.73	3.31	19.4	16.7	14.5	12.7	0.65%
华润啤酒	291 HK	152	108.8	52.5	36.4	5.55	5.16	4.69	33.2	22.1	17.5	5.2	0.37%
中国旺旺	151 HK	99	19.7	18.1	17.2	4.45	4.21	3.89	11.1	10.6	10.2	23.3	3.36%
康师傅控股	322 HK	93	25.9	24.4	22.9	3.25	3.21	3.17	9.4	8.5	8.0	12.9	3.88%
达利食品	3799 HK	90	16.8	14.9	13.5	3.99	3.59	3.22	10.3	9.4	8.5	25.5	3.13%
青岛啤酒股份	168 HK	87	36.8	33.7	30.0	3.06	3.00	2.82	14.5	15.4	14.0	8.1	1.12%
维他奶国际	345 HK	51	57.5	48.2	40.6	12.65	11.34	10.27	32.1	27.1	22.8	22.9	0.93%
统一企业中国	220 HK	51	34.1	28.4	25.5	2.65	2.63	2.55	12.1	11.1	10.5	7.9	2.94%
H&H 国际控股	1112 HK	35	28.4	16.8	13.7	5.23	4.01	3.26	11.7	10.4	9.0	19.2	1.13%
澳优	1717 HK	34	30.4	25.5	19.5	7.01	5.71	4.70	23.3	17.7	13.2	25.4	0.91%
日清食品	1475 HK	8	31.9	26.5	23.1	1.89	1.81	1.75	n.a.	9.6	8.8	5.9	1.55%
港股平均		85	39.4	28.6	24.2	5.22	4.65	4.17	17.6	14.9	12.9	16.3	1.84%
伊利股份	600887 CH	290	30.2	28.3	24.3	7.55	6.50	5.82	21.0	19.6	16.8	24.3	2.14%
双汇发展	000895 CH	118	15.8	15.6	14.7	5.68	5.44	5.14	11.1	11.0	10.6	35.6	5.90%
养元饮品	603156 CH	51	13.0	12.1	11.2	2.98	2.84	2.57	10.5	9.3	8.8	28.0	6.42%
桃李面包	603866 CH	37	38.6	29.6	25.1	7.14	5.85	5.09	26.3	22.1	18.3	19.5	1.86%
涪陵榨菜	002507 CH	32	31.1	27.0	22.5	8.39	7.02	5.62	27.5	23.8	21.0	30.1	0.93%
绝味食品	603517 CH	30	30.9	23.0	19.4	6.26	5.72	4.80	22.2	18.9	15.9	22.9	1.21%
燕京啤酒	000729 CH	26	98.0	67.0	65.6	1.39	1.38	1.36	14.7	15.3	14.9	1.4	0.34%
新乳业	002946 CH	19	48.0	32.7	21.0	8.08	5.90	4.49	27.4	n.a.	n.a.	18.1	0.39%
重庆啤酒	600132 CH	29	44.7	40.2	34.2	16.18	15.49	13.69	31.6	26.7	23.3	35.0	1.94%
珠江啤酒	002461 CH	20	36.8	34.9	31.4	1.68	n.a.	n.a.	26.2	n.a.	n.a.	4.5	1.59%
光明乳业	600597 CH	21	40.7	29.8	26.5	2.57	2.47	2.31	9.6	9.1	8.3	6.3	0.86%
A股平均		61	38.9	30.9	26.9	6.17	5.86	5.09	20.7	17.3	15.3	20.5	2.14%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

海外公司深度研究报告

雀巢	NESN SW	3,071	30.2	23.4	21.5	5.27	5.65	5.36	18.9	16.2	15.4	17.1	2.41%
百威英博	BUD US	1,788	39.9	18.4	18.0	2.68	2.44	2.28	13.5	12.6	12.0	6.4	2.29%
可口可乐	KO US	2,224	23.8	24.8	23.0	12.55	11.73	11.07	24.3	22.4	20.7	37.8	3.03%
百事公司	PEP US	1,876	24.6	24.3	22.5	13.45	13.30	13.20	16.7	16.6	15.6	98.7	2.79%
帝亚吉欧	DGE LN	1,005	28.3	26.4	24.4	8.78	9.25	8.93	21.0	20.3	19.1	29.8	1.95%
亿滋	MDLZ US	788	22.1	21.9	20.3	3.06	2.99	2.84	23.1	18.7	17.6	13.1	1.90%
达能	BN EU	581	20.7	19.8	17.9	2.99	2.77	2.53	n.a.	13.5	12.5	15.3	2.57%
卡夫亨氏	KHC US	374	9.1	11.1	10.7	0.72	0.70	0.67	n.a.	10.7	10.6	-17.3	6.68%
怪物饮料	MNST US	355	34.1	31.4	28.2	9.59	8.73	7.65	25.0	22.8	20.7	26.5	n.a.
金宝汤	CPB US	124	17.3	16.2	15.9	10.08	8.07	6.89	15.3	11.6	11.8	17.4	3.40%
三得利	2587 JP	132	20.2	20.4	19.2	1.99	1.84	1.73	9.7	9.1	8.8	12.4	1.70%
日清食品控股	2897 JP	67	36.6	26.3	24.2	2.17	1.95	1.93	16.1	12.1	11.1	5.6	1.62%
海外平均		1,032	25.6	22.0	20.5	6.11	5.78	5.42	18.4	15.6	14.7	21.9	2.76%

资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理；截止 2019 年 7 月 16 日，康师傅控股来自兴业证券预测，其余为彭博一致预期

公司具备全行业最强的渠道力，品牌形象深入人心，看好方便面高端化战略，饮料资产活化策略带动利润率提升，随着产品升级、新兴品类增长和品牌持续投入，有望持续引领行业增长，保持稳固的龙头地位。根据 DCF 模型（WACC=10%，Perpetual g=1.0%），给予公司股票目标价 15.21 港元，相比现价（2019/7/16）12.92 港元有 17.8% 的涨幅，对应 2019/2020 年 EV/EBITDA 为 10.2x/9.6x。虽然公司短期战略仍聚焦市占率提升，一定程度上影响盈利性，但考虑到成本端利好、减税降费、资产处置收益及当前估值低、高股息率（3.88%）等因素，给予公司“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 1) 原材料成本显著上升
- 2) 食品安全问题
- 3) 市场竞争加剧
- 4) 宏观经济和消费需求增长低于预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	20,907	23,025	25,476	28,511
货币资金	13,840	17,443	18,786	21,692
应收账款	1,715	1,586	1,663	1,742
其他应收款	2,700	1,299	2,026	2,120
存货	2,652	2,685	2,749	2,918
非流动资产	32,095	30,843	28,620	27,026
可供出售金融资产	562	562	562	562
长期股权投资	826	826	826	826
投资性房地产	1,119	1,141	1,164	1,187
固定资产净值	24,928	23,785	21,645	20,130
商誉及无形资产	284	251	242	234
土地使用权	3,570	3,471	3,375	3,281
其他非流动资产	805	805	805	805
资产合计	53,003	53,868	54,096	55,537
流动负债	23,885	24,765	25,093	26,409
有息借款当期到期	6,462	5,962	5,462	4,962
应付票据及账款	15,477	16,342	16,497	17,434
应缴税金	267	267	267	267
其他流动负债	1,679	2,194	2,867	3,747
非流动负债	5,506	5,209	4,808	4,608
长期借款	4,373	3,873	3,573	3,373
其他	1,133	1,336	1,235	1,235
负债合计	29,390	29,974	29,901	31,017
股本	235	235	235	235
资本公积	664	664	664	664
未分配利润	18,754	19,009	19,280	19,573
少数股东权益	3,959	3,986	4,016	4,047
股东权益合计	23,612	23,895	24,195	24,520
负债及权益合计	53,003	53,868	54,096	55,537

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,729	2,900	3,089	3,337
折旧与摊销	3,324	3,056	2,911	2,774
出售固定资产收到现金	42	43	43	44
资本性支出	1,382	1,451	1,524	1,600
投资损失	2,806	235	-475	-328
债务增加	3,548	2,118	1,264	755
债务减少	7,535	3,365	3,976	2,490
支付股利合计	1,070	1,258	1,579	1,415
经营活动产生现金流量	6,968	7,240	7,562	7,858
投资活动产生现金流量	1,466	-1,174	-1,956	-1,884
融资活动产生现金流量	-5,002	-2,450	-4,236	-3,096
现金净变动	3,431	3,617	1,370	2,878
现金的期初余额	10,285	13,808	17,443	18,786
现金的期末余额	13,808	17,443	18,786	21,692

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	60,686	63,457	66,530	69,676
营业成本	41,958	43,362	45,126	47,050
毛利	18,727	20,096	21,403	22,626
销售费用	11,817	13,009	13,971	14,806
管理费用	2,268	2,284	2,395	2,508
其他经营费用	1,465	1,532	1,606	1,682
营业利润	3,177	3,270	3,431	3,629
利息净支出	422	381	399	418
权益性投资损益	72	82	82	82
非经营性损益	1,152	1,322	1,460	1,649
非经常项目损益	-	-	-	-
利润总额	3,979	4,294	4,574	4,942
所得税	1,251	1,395	1,485	1,605
净利润	2,729	2,900	3,089	3,337
少数股东损益	265	282	300	325
归属母公司净利润	2,463	2,618	2,788	3,013
EPS(元)	0.44	0.47	0.50	0.54

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.94%	4.57%	4.84%	4.73%
营业利润增长率	15.56%	6.08%	6.49%	7.91%
净利润增长率	35.42%	6.27%	6.52%	8.04%
盈利能力(%)				
毛利率	30.86%	31.67%	32.17%	32.47%
净利率	4.06%	4.13%	4.19%	4.32%
ROE	11.56%	12.14%	12.77%	13.61%

偿债能力(%)

资产负债率	30.9%	55.45%	55.64%	55.27%
流动比率	0.88	0.93	1.02	1.08
速动比率	0.69	0.81	0.87	0.93

营运能力(次)

资产周转率	1.14	1.18	1.23	1.25
应收帐款周转率	15.82	16.15	16.42	16.13

每股资料(元)

每股收益	0.44	0.47	0.50	0.54
每股经营现金	1.24	1.29	1.34	1.40
每股净资产	3.49	3.54	3.59	3.64

估值比率(倍)

PE	25.93	24.40	22.90	21.20
PB	3.25	3.21	3.17	3.12

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。