

康师傅控股 (322 HK)

再现辉煌仍需时日

康师傅控股有限公司是中国占主导地位的食品饮料生产商。然而，其 3Q18 业绩不尽如人意，中国食品饮料产业未来存在很大不确定性。康师傅近年来市场份额不断减少。自 4Q18 起，其策略重点开始从利润转至销量，以重获市场份额，并在愈发激烈的竞争中维护其领先地位。公司未来前景并不乐观。我们首次覆盖康师傅控股有限公司并授予“持有”评级。基于 DCF 模型将目标股价设定为 11.0 港元。

竞争愈发激烈。越来越多的本地食品饮料生产商开始寻求机会，扩大其市场份额，特别是在中低端产业。康师傅有限公司意欲将其 4Q18 广告费用翻一倍，提高经销商奖励金额，以此作为防御性战略，维持其市场领先地位。然而，此举将使集团利润率受压。

不确定性增大。中国方便面市场及饮料市场开始复苏，市场对优质及养生产品需求量不断增大。然而，方便面及饮料产业 3Q18 增幅减缓，康师傅 3Q18 总收入同比下滑 4.2%。康师傅实行新防御性战略，加之原材料成本增加，我们认为短期盈利可见度将下降。

经销渠道遍布全国。康师傅经销网络遍布全国，较同业公司更具竞争优势。其经销网络不仅进一步渗透到低线城市中，其现代销售渠道（包括电商、便利店及快速餐厅服务）也在不断得到优化扩张，以提高销售。（康师傅现时约有 15% 的销售来自现代销售渠道。）

实行轻资产化。方便面及饮料产业快速增长期已过，康师傅有限公司产能利用率低。因此，公司计划到 2020 年出售 43 家工厂。公司实行轻资产化可削减公司规模，使公司更有效地控制开支，提高生产效率，增加净现金流入，减少生息借贷。

首予“持有”评级。我们基于 DCF 模型将目标股价设定为 11.0 港元，目标股价所隐含 FY18 预测市盈率 22.2 倍，FY18 预测市净率 2.6 倍。所用参数包括 5% 的折现率及 2% 的永续增长率。我们首次覆盖康师傅有限公司并授予“持有”评级，将目标股价设定为 11.0 港元。

投资总结

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (人民币 百万元)	55,579	58,954	61,017	64,068	66,631
变化 (%)	(8%)	6%	3%	5%	4%
净利润 (人民币 百万元)	1,162	1,819	2,428	2,582	2,940
变化 (%)	(31%)	57%	34%	6%	14%
每股盈利 (人民币)	0.207	0.325	0.432	0.460	0.523
变化 (%)	(31%)	57%	34%	6%	14%
市盈率 (倍)	44.7	28.5	21.4	20.2	17.7
市净率 (倍)	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9
价格/经营活动现金流 (倍)	6.5	7.8	6.0	8.3	8.6
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	8.5	7.6	7.6	7.5	7.2
每股股息 (人民币)	0.104	0.201	0.240	0.255	0.291
收益率 (%)	1.1	2.2	2.6	2.8	3.1

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

持有

目前股价	目标股价
HK\$10.4	HK\$11.0

中国 / 消费品 / 食品饮料

2019 年 1 月 28 日

戴伟豪 (SFC CE: BKJ685)

(852) 3519 1292

cyrus.tai@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数(百万股)	5,617
市值(百万港元)	58,642
企业价值(百万港元)	63,327
12 个月内日均成交额(百万港元)	120.0
12 个月波动率(%)	44.0
FY17-19 预测市盈增长率(倍)	1.5
FY17-19 预测平均净资产收益率(%)	11.0
FY18 预测市净率(倍)	2.2
FY18 预测净负债-股东权益比(%)	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	3	(0)	(37)
相对恒生指数	(5)	(7)	(21)

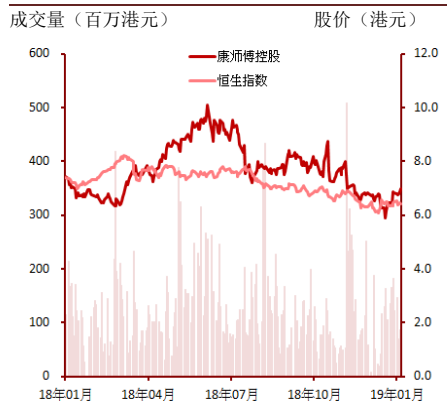
主要股东持股 (%)

三洋食品株式会社	34
顶新	34

审计师

马泽会计师事务所

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

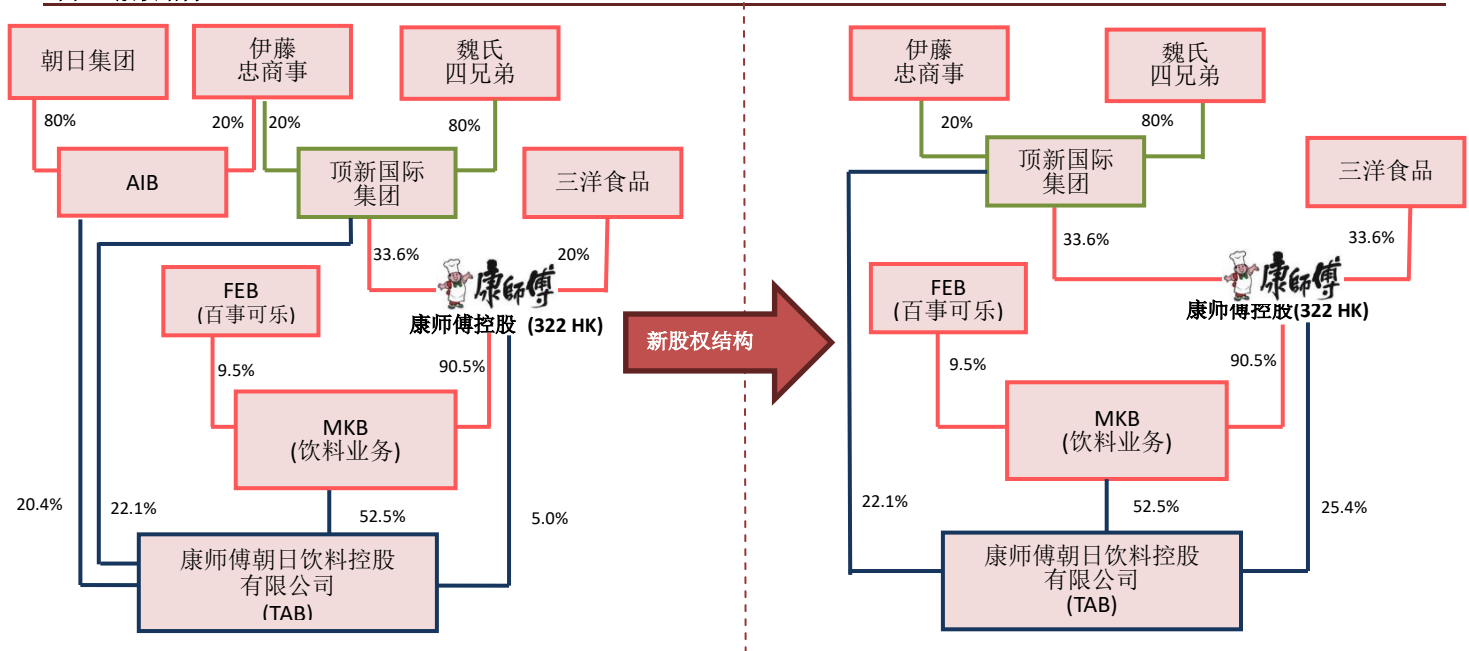
康师傅：中国主要的食品饮料生产商

由魏氏兄弟创立而成

康师傅控股有限公司(康师傅控股)成立于天津,由来自台湾的魏氏四兄弟创立而成。其于 1992 年开始生产方便面,并自 1996 年起进一步扩展其方便食品产业(蛋卷、夹心饼干及松饼)及饮料产业。

康师傅控股在 26 年间不断壮大,成为中国市场方便面产业、饮料产业及方便食品产业的领先生产商及经销商,康师傅为公司旗下主要品牌。

图 1: 股权结构



资料来源:公司资料、东方证券(香港)

图 2: 集团策略



资料来源:公司资料、东方证券(香港)

于中国设立日台合营企业

台湾顶新国际集团为康师傅控股的母公司,其于 1999 年将 33.2% 的康师傅股权出售给日本三洋食品以解决现金流危机。此后,康师傅控股同伊藤忠商事及朝日啤酒建立合资关系。其于 2004 年同朝日啤酒合资成立康师傅朝日饮料控股有限公司。这三家日资公司不干涉康师傅控股日常业务运营及管理。

朝日啤酒于 2017 年出售其在康师傅朝日饮料有限公司的股份,投资欧洲市场,康师傅控股购买其所有股份。

康师傅控股同星巴克及百事可乐展开双赢合作

受惠于其遍布全国的经销网络及生产基地,康师傅控股于 2012 年 3 月成为百事可乐在中国的合作伙伴,生产及经销非酒精饮料。此外,康师傅控股自 2016 年起还同星巴克合作,在中国生产销售即饮咖啡。这些策略将进一步强化康师傅控股市场地位,丰富其产品组合,增强其同经销商及供应商的议价能力。

中国消费下沉

低线城市人口激增，家庭收入增长推动消费

中国城市人口于 2017 年底达到 8.13 亿人，一年内增长 2,049 万人。城市人口数占总人口数比重达到 58.52%，目标于 2020 年达到 60%。中国城市快速扩张，于农村地区建立城市化中心。随着城市化进程进一步推进，低线城市愈加庞大、富裕，当地居民购物欲望也愈加强烈。

图 3: 消费品总零售增长率

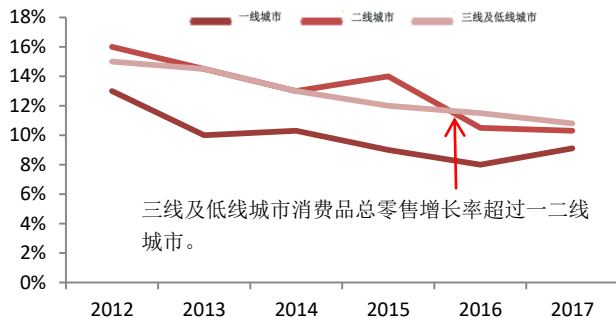
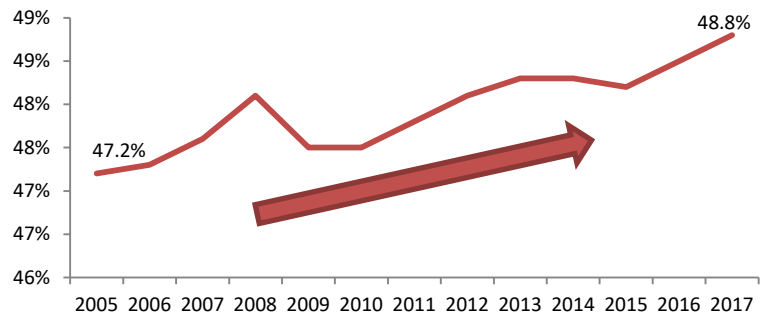


图 4: 三线及低线城市零售贡献



资料来源: Fang.com、东方证券 (香港)

中国低线城市对零售总额增幅贡献最大

在过去两年里，全国低线城市消费品零售总额增幅超过高线城市，甚至赶超二线城市。低线城市零售额在近几年占中国零售总额比重约为 50%。我们认为随着低线城市同一线城市家庭收入差距持续缩小，加上其住房成本低，居民负担轻，其消费欲望要高于一线城市居民。

图 5: 经销网络遍布全国

	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3
销售办公室	582	606	598	369	369	369	369
货仓	77	73	69	92	97	98	100
批发商	36,837	30,095	33,653	35,163	33,347	32,758	31,215
直接零售商	118,359	116,036	116,222	129,449	130,527	135,389	136,265
雇员	79,003	69,425	65,182	56,995	-	-	-

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

优化培训及销售策略以减少开支。2017 年底集团员工总人数减少 8,000 人

图 6: 阿里巴巴零售通



资料来源: 阿里巴巴集团、东方证券 (香港)

康师傅经销渠道遍布全国

康师傅控股经销网络遍布全国，较国内及全球同业公司拥有显著竞争优势。到 2018 年第三季度，其在全国范围内拥有 369 个销售办公室、100 个货仓，为 31,215 个批发商及 136,265 个直销商供货。

进一步扩大渗透率以维持其市场领先地位

受中国消费下滑所影响，康师傅将持续进一步渗透到中国低线城市。此外，康师傅与阿里巴巴零售通于 2018 年 11 月 2 日签订战略合作协议。零售通为基于数据的零售管理系统，旨在对数以百万计的家庭经营店铺及社区便利店进行数字化管理。这一协议不仅有助于康师傅集团通过大数据及算法对消费者消费喜好进行精确预测，还有助于增加小店铺的市场份额（特别是在低线城市）。

中国方便面及饮料产业前景具有不确定性

中国方便面产业及饮料产业在过去几年里整体下滑，于近期开始回暖，市场对优质养生产品的需求量越来越大。然而据尼尔森数据显示，方便面及饮料产业于2018年第三季度增幅同比下降。此外，该产业竞争加剧，产业前景不确定性增强。

图 7: 中国方便面产业

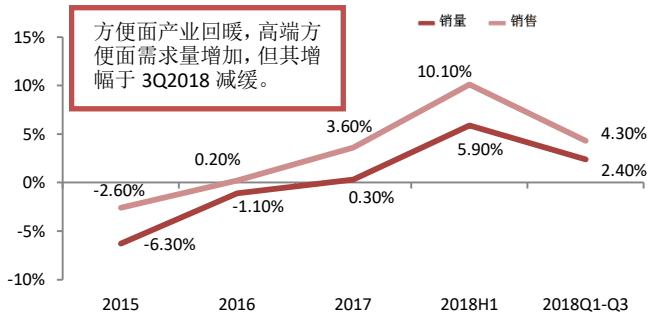
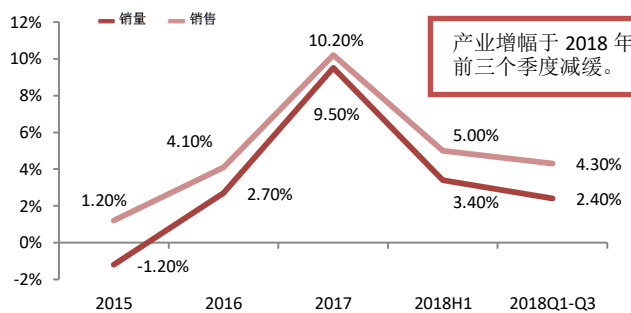


图 8: 中国饮料产业



资料来源: 尼尔森、东方证券(香港)

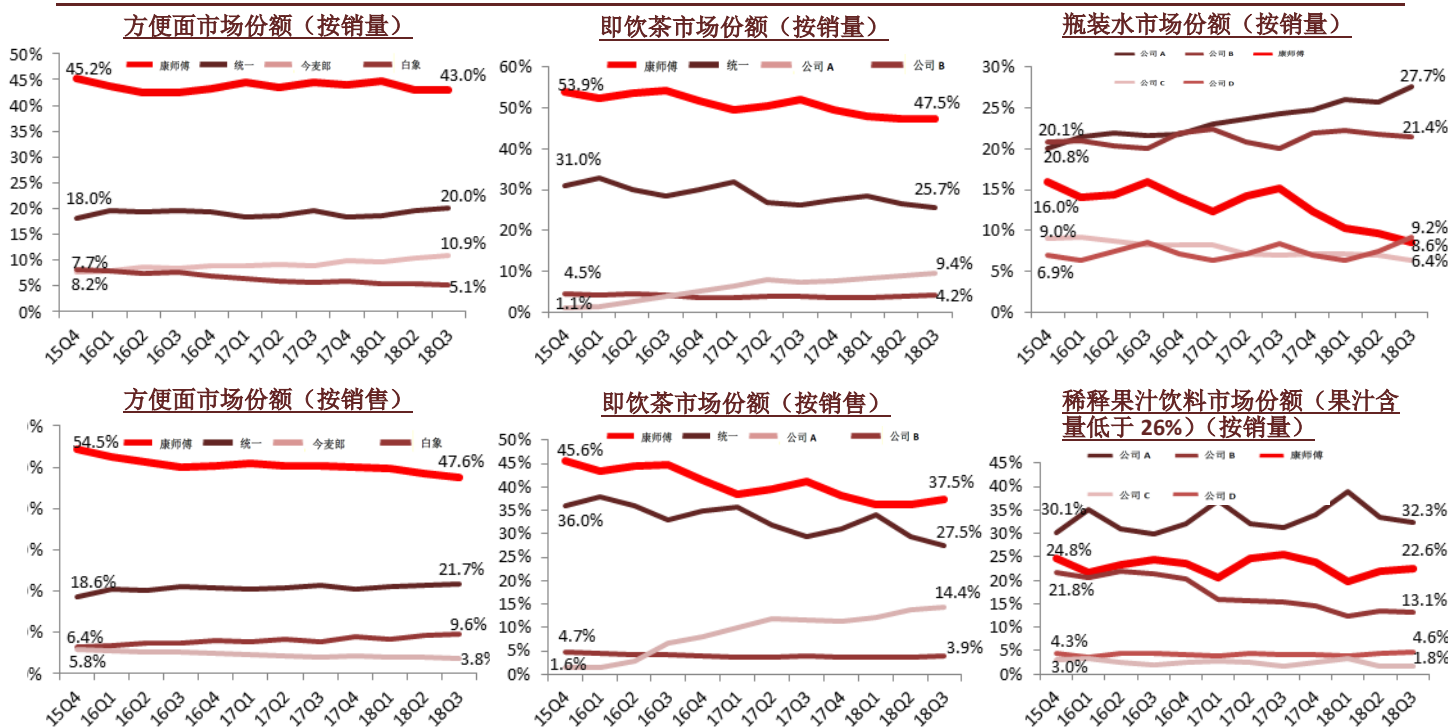
市场竞争激烈

饮料板块为公司主要收入来源，其收入约占集团总收入的60%。其中，即饮饮料及盒装饮料收入贡献最大，其在2018年前三个季度占总收入比重分别约为45.0%及32.4%。

康师傅控股其方便面业务收入占总收入比重约为38%，其中碗装面及精装袋装面收入于2018年前三个季度占方便面总收入比重分别约为49.6%及39.5%。

尽管时至今日市场上方便面及饮料业务版图变化甚微，但康师傅控股销售及销量市场份额逐渐减少。

图 9: 康师傅市场地位



资料来源: 尼尔森、东方证券(香港)

业务策略重点由利润转至市场份额

越来越多的方便面当地生产商，如今麦郎，开始寻求 IPO 上市；饮料板块的怡宝及农夫山泉正积极获取更多市场份额，特别是在中低端业务板块。对此，康师傅决定将其 4Q18 广告费翻一番，增加经销商奖励，以此作为防御策略维护其市场领先地位。然而，激烈的价格竞争势必影响集团利润率。

图 10: 当地生产商正积极获取更多市场份额

竞争公司	今麦郎	康师傅
	今麦郎	康师傅控股 (322 HK)
产品线 (积极的市场策略)	 <p>一桶半碗装 净重: 151 克</p> <p>一桶半袋装 净重: 141 克</p>	 <p>经典产品碗装 净重: 105 克</p> <p>经典产品袋装 净重: 100 克</p>
<p>今麦郎推出“一桶半”碗装及袋装产品。该系列产品价格同康师傅经典系列一样，然而净重大于康师傅。今麦郎欲以此在低端市场获取市场份额。</p>		

资料来源: 淘宝、东方证券 (香港)

消费者推广及广告宣传刺激市场需求量

康师傅控股注重其广告宣传，以扩大品牌知名度，提高收入。其通过原创授权合作、投入运动情境中宣传来进行品牌推广。例如，电视节目“创造 101”其收视率即超过 49.2 亿人，康师傅在此节目中得到大量曝光。

此外，康师傅同腾讯 QQ 音乐开展合作，推出利用 AR 扫描的音乐盒子，吸引年轻消费者。

图 11: 通过原创授权合作推广品牌



*2018年6月11日最新数据

电视节目	互联网收视率 (十亿人)	评论人数
Running man (第二季)	5.93	11,823
创造101	4.92	22,003
偶像练习生	3.31	21,013
Singer (第二季)	2.88	9,852
极限挑战 (第四季)	2.44	19,421

资料来源: guguomedia、东方证券 (香港)

图 12: 扩展高端市场活动



康师傅 EXPRESS 速达面馆 双十一限量发售

限量版: 1,111 箱 售价: 人民币 68 元

消费者乐于花更多价钱来改善生活质量。该产品推出两分钟后就售罄。

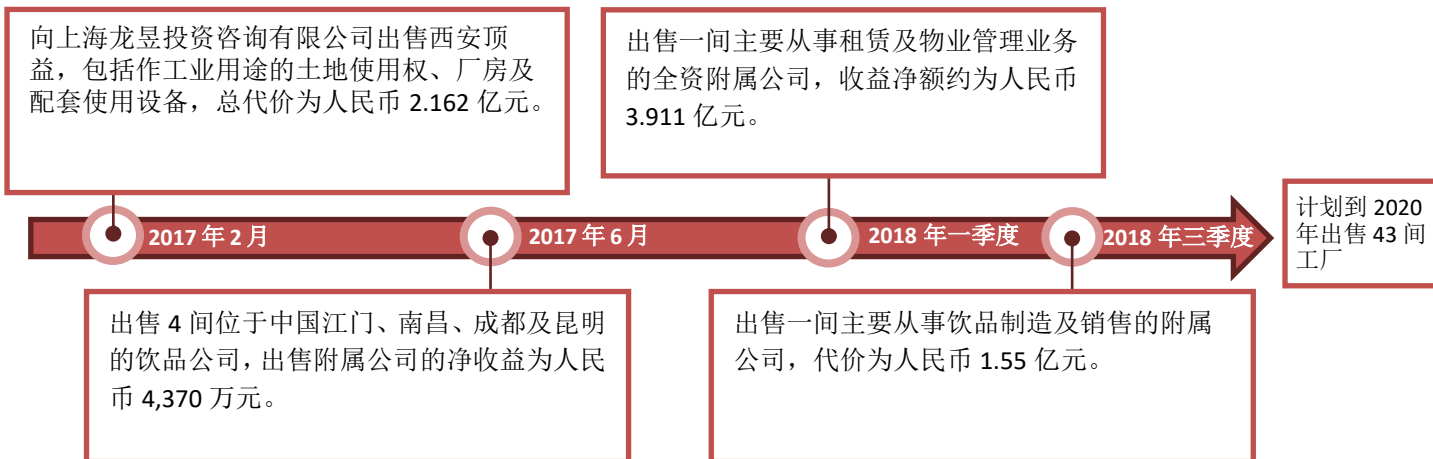
新销售渠道扩张，推动高端市场发展

康师傅不仅同百事可乐及星巴克展开合作，强化其市场地位，其还凭借核心产品进一步巩固了大众市场，逐步转向高端市场。康师傅控股产品价格分布多样，满足市场需求。康师傅控股将对其销售渠道（包括电商、便利店及快速服务餐厅）持续优化升级，推动销售增幅。（现如今现代销售渠道销售占总销售比重约为 15%。）

企业转型：轻资产策略

垂直整合策略很难让公司在经济衰退时缩减规模或应对行业环境剧变。随着中国整个方便面及饮料行业增长乏力以及世界经济增长放缓，康师傅已意识到最好的策略是轻资产模式。“现金为王”可确保公司安全渡过艰难时期。

图 12：近年资产出售事项



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

出售利用率不高的资产以扩大未来现金流

方便食品及饮料行业发展迅速，康师傅的产能未得到充分利用。因此，康师傅近两年以超过人民币 8 亿元的价格出售了数间附属公司，并计划到 2020 年出售 43 间工厂。这一策略不仅可以帮助康师傅以更高的效率缩减规模，控制开支，还可以产生净现金流入，以降低计息借款水平。我们认为康师傅将于 2018 年恢复净现金状况。

图 13：净现金（负债）

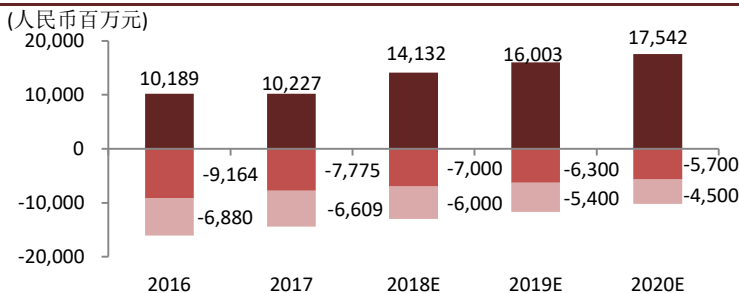
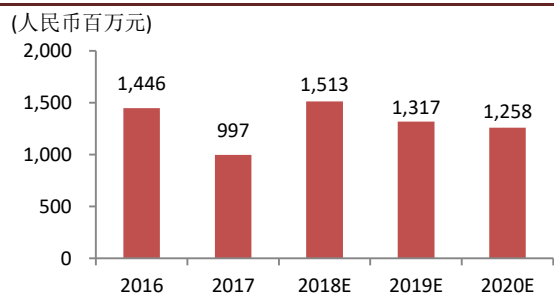


图 14：资本支出



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

减少资本支出以实现轻资产运营

资本支出将保持在较低水平，大部分资本支出将用于进一步改善及促进生产线自动化。康师傅 2018 年的资本支出约为人民币 15 亿元。

净现金流入支持股息派付

康师傅在支付股息方面拥有良好记录。派息率稳定在 50% 左右。充足的现金（2018 年三季度为人民币 129 亿元）可支持股息派付。

康师傅业绩及预测分析

分销渠道



深入渗透到低线城市+电商、CVS 及 QSR 等渠道

产品开发
低价产品



高端产品

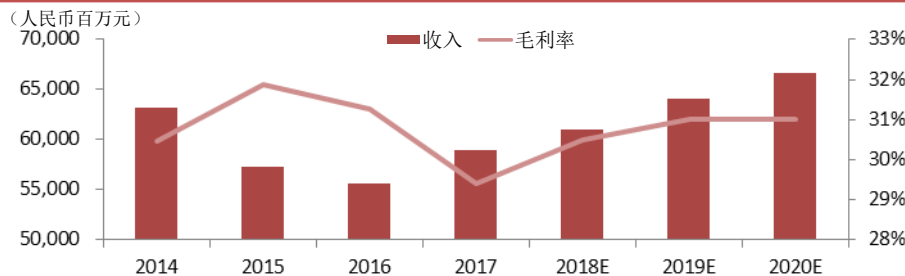
迎合广大消费者的偏好

经营策略

打击强劲竞争对手以保持其领先地位的防御策略：将其 2018 年四季度的广告费用翻倍，包括对分销商提供更多激励措施

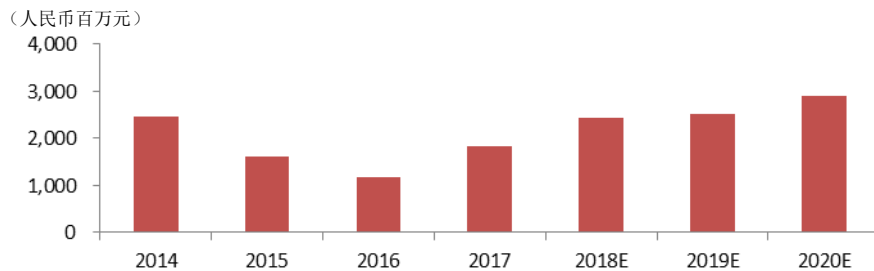
2014 2015 2016 2017 2018E 2019E 2020E

收入及毛利率



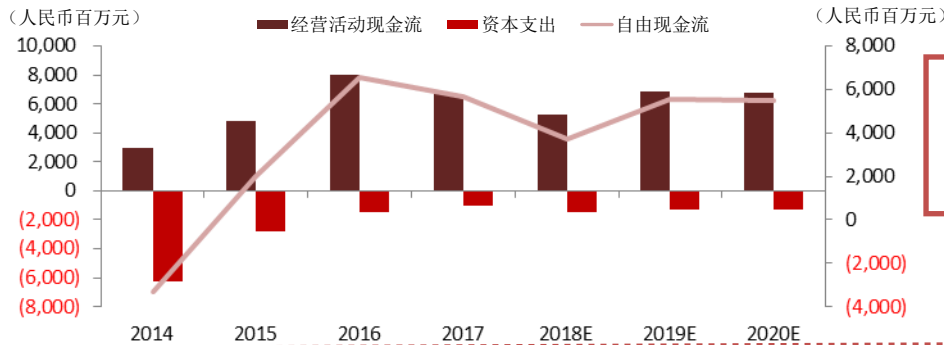
策略由利润转向销售以增加收入，但行业发展的不确定性可能会影响其业绩。由于原材料成本的压力，毛利率将保持在相似水平。

净利润



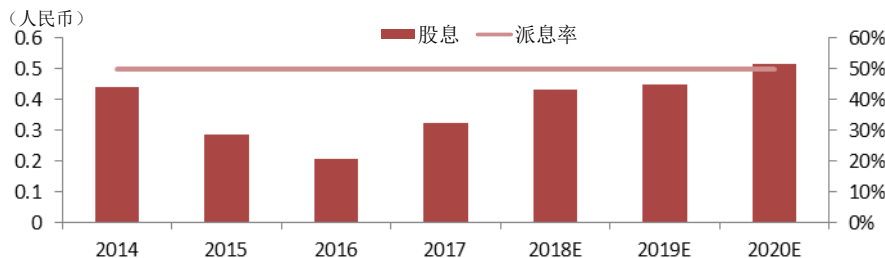
需要更多的 SG&A 费用来获得市场地位，但轻资产将可降低财务成本并出售厂房获得一次性项目。

现金流



随着康师傅瘦身减产，需要更少的资本支出。康师傅的资本支出约为人民币 15 亿元。

股息



康师傅在支付股息方面拥有良好的记录。派息率稳定在 50% 左右。若无并购事项，我们认为派息率将保持在这个水平。

创始人退休，儿子接班

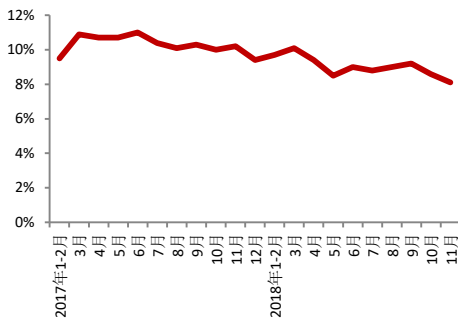
创始人魏应州先生已退休，指派其长子魏宏名先生担任董事长；三子魏宏丞先生担任执行董事，自 2019 年 1 月 1 日起生效。

- 二人均在康师傅工作十多年，我们相信其对公司文化及中国整个食品及饮料趋势有充分的了解。我们比较关心下一代成员能否解决康师傅创造力薄弱的问题。



2019 年砥砺前行

图 15: 中国消费品零售总额



资料来源: 国家统计局、东方证券(香港)

根据管理层指引, 2018 年收入及盈利分别增长 3-4% 及 35%。康师傅将经营策略由盈利转向销量, 以获得市场份额, 管理层指引 2019 年收入将实现高单位数增长。然而进入 2019 年, 面对不确定性及困难, 我们认为康师傅要实现目标并非易事。再加上其策略变化及原材料成本压力, 将降低短期盈利可见性。

- 统计数据显示, 消费品零售总额增长逐渐放缓, 证明消费降级的趋势凸显。
- 2018 年三季度, 方便面及饮料行业整体增速同比放缓, 两个行业都存在较大的不确定性。
- 高价方便面的销售增长由 2018 年上半年的 12.5% 放缓至三季度的 3.8%。高端饮料业务尚未见到曙光。

图 16: 主要财务数据

	2016	2017	1H18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E	2020E	意见
同比增长		6.1%	8.5%	-4.2%	4.3%	3.5%	5.0%	4.0%	-
收入	55,579	58,954	30,996	18,863	11,158	61,017	64,068	66,631	-经验策略由利润转向销量, 以重获市场份额, 我们预计收入将实现高单位数增长
同比增长		4.9%	8.4%	0.7%	4.0%	5.0%	4.7%	3.5%	-
方便面	21,562	22,620	11,134	6,752	5,865	23,751	24,867	25,738	-巩固大众市场, 积极拓展高端市场
同比增长		12.5%	7.0%	1.6%					
-碗装面	2,428	2,731	5,570	3,296					
同比增长		20.6%	14.8%	3.8%					-2018年三季度增速大幅下降, 前景不明朗
-高价面	1,842	2,221	4,313	2,748					
同比增长		-3.9%	-2.3%	-12.5%					-越来越多本土同行积极抢占市场份额, 尤其是中低端市场业务
-中价面	656	630	1,148	654					
同比增长		-25.5%	-24.0%	-21.7%					-持续升级并重点开发年轻客户群以促进销售增长
'干脆面及其他	79	59	103	54					
同比增长		7.0%	9.2%	-6.5%	4.6%	2.9%	5.3%	4.3%	-
饮品	32,496	34,754	19,148	11,749	4,865	35,762	37,658	39,277	-巩固大众市场, 积极拓展高端市场
同比增长		9.2%	20.6%	-5.9%					
-即饮茶	13,898	15,180	4,813	5,163					
同比增长		1.5%	-12.6%	-36.5%					-包装水连续三个季度表现不佳, 收入下降, 反弹尚需时间
-包装水	5,657	5,744	1,746	1,383					
同比增长		8.8%	2.4%	-16.7%					
-果汁	4,398	4,787	1,348	1,396					
同比增长		5.9%	28.3%	18.0%					-与百事及星巴克建立合作关系, 保持销售持续增长
-碳酸饮料及其他	8,540	9,043	2,890	3,807					
同比增长		-6.1%	-3.2%	-16.5%	7.2%	-4.0%	2.0%	1.0%	
方便面	915	859	385	193	247	825	841	850	
同比增长		18.5%	-9.0%	-6.0%	0.6%	-5.8%	3.4%	9.2%	
其他	609	721	329	169	181	679	702	767	
同比增长		-0.2%	16.4%	1.6%	0.3%	7.3%	6.7%	4.0%	-
毛利率	31.3%	29.4%	31.2%	33.4%	23.6%	30.5%	31.0%	31.0%	-高端产品的销售贡献将增加, 抵销不断上升的原材料成本
毛利	17,378	17,338	9,680	6,294	2,635	18,610	19,861	20,656	
同比增长		31.3%	37.4%	4.8%	-28.8%	16.3%	4.8%	11.7%	-
息税前利润	2,930	3,848	2,219	2,713	-458	4,474	4,690	5,240	-为获取市场份额, 康师傅提高SG&A支出
同比增长			86.6%	25.5%	-11.1%	33.5%	6.4%	13.8%	-
净利润	1,162	1,819	1,306	1,554	-433	2,428	2,582	2,939	-轻资产化, 康师傅将继续偿还贷款, 以减少财务费用

资料来源: 尼尔森、东方证券(香港)



首予持有评级，目标价为 11.0 港元

我们对康师傅首予持有评级。我们采用 10 年期 DCF 模型作为我们的估值方法，加权平均资本成本率为 11.3%，永续增长率为 2.0%。

- 加权平均资本成本率乃基于：权益成本 11.9%（无风险利率 3.3%，风险溢价 9.9%，beta 系数 0.87），债务成本 3.2%（基于公司平均比率）。
- 我们估计每股资产净值为 11.6 港元。通过采用 5% 的目标资产净值折让率，我们由 DCF 模型得出每股权益为 11.0 港元，相当于 22.2 倍 FY18 预测市盈率及 2.6 倍 FY18 预测市净率。
- 康师傅将继续通过减少债务来巩固其资产负债表；根据公司指引，派息率将维持在 50%。

图 17：康师傅的 DCF 模型预测

(人民币百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,058	4,316	4,913	5,835	6,403	6,986	8,311	9,064	9,332	9,379
已付税项	(1,360)	(1,447)	(1,647)	(1,956)	(2,146)	(2,342)	(2,786)	(3,038)	(3,128)	(3,144)
折旧及摊销	2,957	2,770	2,596	2,431	2,266	2,122	1,988	1,861	1,743	1,633
营运资本变动	609	336	294	167	97	74	(154)	(79)	26	71
其他	(377)	2,579	611	293	(11)	(493)	(840)	(1,389)	(2,170)	(3,231)
经营活动现金流	6,682	8,626	6,265	6,054	5,996	5,586	5,407	5,327	4,970	4,085
资本支出	(997)	(1,513)	(1,317)	(1,258)	(1,156)	(974)	(1,009)	(945)	(885)	(828)
年度自由现金流 (人民币百万元)	5,685	7,114	4,948	4,796	4,841	4,612	4,398	4,382	4,085	3,256
年度自由现金流 (百万港元)	6,537	8,181	5,739	5,612	5,712	5,489	5,278	5,303	4,984	4,005
折现自由现金流	6,328	7,666	5,207	4,928	4,856	4,517	4,205	4,090	3,721	2,895

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

我们的模型风险 – 就 DCF 模型折让 5%

不定，加之康师傅的经营策略发生变化，原材料成本压力加大，我们认为公司有可能实现强劲的盈利增长。

因此，考虑到不确定因素将会给我们的模型及目标价格带来下行风险，我们对 DCF 模型采用 5% 的折让率以达到我们的目标价格。

图 18：康师傅 DCF 模型的主要假设

加权平均资本成本率	11.3%
永续增长率 (%)	2%
终值 (百万港元)	18,466
自由现金流总额 (百万港元)	66,879
每股资产净值 (港元)	11.6
目标资产净值折让率 (%)	5
目标价 (港元)	11.0
上升空间	5%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 19：DCF 模型敏感度

港元	加权平均资本成本率	永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
10.3%	11.6	11.8	12.1	12.4	12.7	
10.8%	11.3	11.5	11.7	11.9	12.2	
11.3%	11.0	11.2	12.0	11.6	11.8	
11.8%	10.8	10.9	11.1	11.3	11.4	
12.3%	10.6	10.7	10.8	11.0	11.1	

资料来源：公司资料、东方证券（香港）



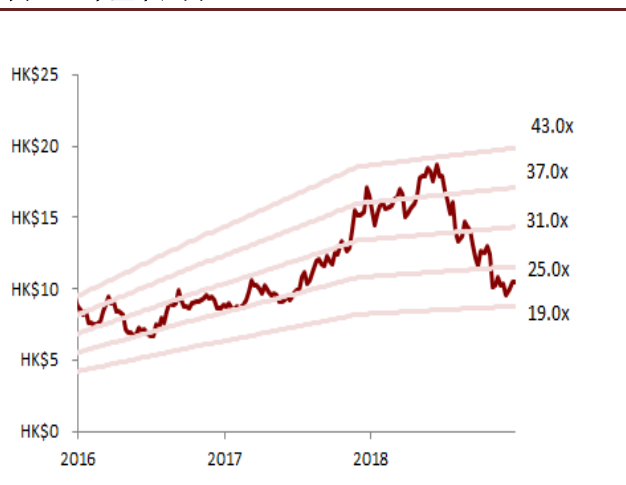
同业估值比较、市盈率及市净率

图 20: 同业估值比较

股票代码	公司名称	报告货币	收市价 (本币)	市值 (交易货币)	市盈率 (倍)				市盈率增长率 (倍)	市净率 (倍)		股息收益率 (%)		企业价值/ 息税折摊前利润(倍)		
					17	18E	19E	20E		17	18E	17	18E	17	18E	19E
220 HK	统一企业中国	人民币	6.97	30,106	29.6	23.5	20.9	18.9	1.6	2.0	1.9	2.4	2.8	9.5	8.7	8.2
3799 HK	达利食品	人民币	5.16	70,662	13.7	10.3	9.7	8.5	0.7	1.1	1.1	4.5	5.4	-	13.3	11.5
322 HK	康师傅控股	人民币	10.4	58,652	28.5	21.4	20.2	17.7	1.3	3.3	3.0	2.3	2.2	7.6	7.6	7.5
345 HK	维他奶国际	港元	30.0	31,845	54.1	42.6	36.2	29.4	2.4	10.7	10.0	1.2	1.4	29.3	24.7	21.3
151 HK	中国旺旺	人民币	6.20	77,186	21.4	19.4	18.4	16.8	2.7	4.9	4.2	0.0	2.7	12.1	11.5	10.7
1458 HK	周黑鸭	人民币	3.91	9,318	10.5	11.9	11.1	10.0	-4.2	2.0	1.7	3.0	2.4	6.1	6.8	6.5
1475 HK	日清食品	港元	3.59	3,857	15.1	18.9	16.5	14.8	-3.3	1.1	1.1	0.0	2.1	6.4	4.7	4.2
506 HK	中国食品	港元	3.21	8,979	6.7	19.1	15.8	13.4	-0.2	2.2	1.9	0.7	1.6	4.0	8.0	7.1
603866 CH	桃李面包-A	人民币	51.0	24,002	44.7	37.0	30.4	24.7	2.1	7.4	6.8	1.6	0.8	29.9	24.2	19.6
000848 CH	承德露露-A	人民币	7.99	7,819	19.0	17.4	15.8	14.7	2.0	4.2	3.7	6.3	3.8	10.4	9.7	9.4
000895 CH	双汇发展-A	人民币	24.5	80,839	18.7	16.3	15.1	13.8	1.7	5.5	5.1	4.5	5.6	12.3	10.9	10.4
600598 CH	北大荒-A	人民币	8.45	15,021	12.2	10.5	9.9	9.1	1.1	1.5	1.5	5.1	6.4	14.6	11.7	11.3
上市食品及饮料公司					22.9	20.7	18.3	16.0	0.7	3.8	3.5	2.6	3.1	12.9	11.8	10.6

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 21: 市盈率区间

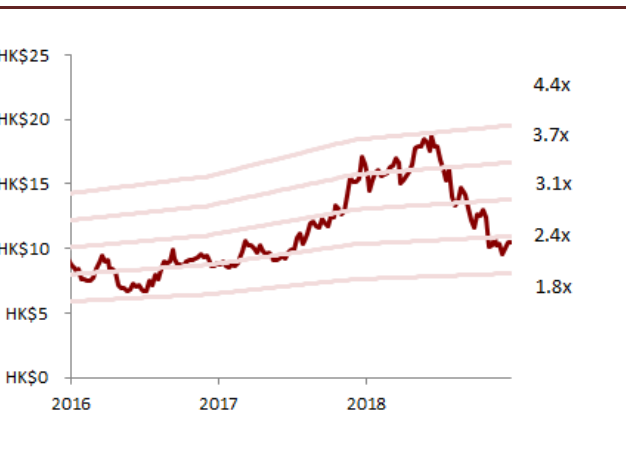


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 22: 历史市盈率



图 23: 市净率区间



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 24: 历史市净率





财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	55,579	58,954	61,017	64,068	66,631
方便面	21,562	22,620	23,751	24,867	25,738
饮品	32,493	34,754	35,762	37,658	39,277
其他	1,523	1,579	1,504	1,543	1,616
销售成本	(38,201)	(41,616)	(42,407)	(44,207)	(45,975)
毛利	17,378	17,338	18,610	19,861	20,656
分销成本	(12,070)	(11,269)	(11,837)	(12,814)	(12,993)
行政费用	(2,044)	(2,189)	(2,258)	(2,377)	(2,472)
其他经营费用	(1,116)	(1,124)	(1,164)	(1,222)	(1,271)
其他收入收益	707	991	1,001	1,024	1,095
经营利润	2,856	3,746	4,353	4,472	5,015
财务费用	(496)	(455)	(416)	(374)	(326)
应占联及合营公司业绩	74	101	121	126	144
税前利润	2,434	3,393	4,058	4,224	4,833
所得税费用	(1,051)	(1,137)	(1,360)	(1,416)	(1,620)
少数股东权益	(220)	(436)	(270)	(281)	(321)
经调整净利润	1,162	1,819	2,428	2,527	2,892
息税折摊前利润	6,611	7,366	7,431	7,368	7,756
息税前利润	2,930	3,848	4,474	4,598	5,159
每股盈利(人民币)	0.207	0.325	0.432	0.460	0.523
每股股息(人民币)	0.104	0.201	0.240	0.255	0.291

现金流量表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,434	3,393	4,058	4,316	4,913
折旧及摊销	3,794	3,620	3,059	2,869	2,694
营运资本变动	2,544	1,510	609	336	294
已付所得税	(1,552)	(1,597)	(1,776)	(1,821)	(1,973)
其他	775	(245)	2,677	564	126
经营活动现金流	7,994	6,682	8,626	6,265	6,054
资本支出	(1,446)	(997)	(1,513)	(1,317)	(1,258)
出售	151	171	150	141	132
已收利息	218	271	270	372	421
其他	(573)	(276)	(980)	(707)	(626)
投资活动现金流	(1,651)	(832)	(2,071)	(1,511)	(1,331)
银行借款变动	(1,714)	(1,660)	(1,384)	(1,300)	(1,500)
已收股息及利息	(894)	(701)	(1,323)	(1,583)	(1,684)
其他	(184)	(3,402)	-	-	-
融资活动现金流	(2,791)	(5,762)	(2,708)	(2,883)	(3,184)
自由现金流	6,548	5,685	7,114	4,948	4,796
净现金流	516	3,552	88	3,847	1,871
年末现金结余	1,473	10,232	10,285	14,132	16,003

半年度明细

年结于 12 月(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
收入	-	-	-	-	-
毛利	8,706	8,313	9,024	9,680	8,930
经营利润	1,547	1,615	2,131	2,219	2,134
税前利润	1,362	1,345	2,048	1,997	2,061
税项	(572)	(465)	(672)	(508)	(852)
经调整净利润	790	880	1,375	1,306	1,209
毛利率(%)	30.9	29.1	29.7	31.2	29.7
经营利润率(%)	5.5	5.7	7.0	7.2	7.1
实际税率(%)	42.0	34.6	32.8	25.5	41.3
经调整净利润率(%)	2.8	3.1	4.5	4.2	4.0
每股盈利(人民币)	0.127	0.125	0.200	0.233	0.201
每股股息(人民币)	0.104	0.000	0.201	0.000	0.241

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	17,038	18,941	22,566	24,839	26,730
存货	2,482	2,397	2,443	2,546	2,648
应收账款	1,590	1,636	1,696	1,781	1,852
预付款项及其他应收款项	2,613	4,599	4,271	4,485	4,664
现金及现金等价物	10,189	10,227	14,132	16,003	17,542
其他	163	82	23	23	23
非流动资产	39,484	35,160	31,963	30,539	29,500
物业、厂房及设备	32,557	28,015	26,335	24,661	23,116
无形资产	179	163	158	154	149
预付租赁款项	3,932	3,731	3,656	3,583	3,511
总资产	56,522	54,101	54,528	55,378	56,230
流动负债	23,708	23,980	23,344	23,393	23,450
应付账款	6,595	7,119	7,255	7,563	7,865
其他应付款项	6,698	7,417	7,558	7,879	8,194
借款	9,164	7,775	7,000	6,300	5,700
客户预付款项	1,016	1,285	1,179	1,285	1,309
其他	236	383	352	367	382
非流动负债	8,712	7,825	7,464	6,924	6,075
递延所得税负债	1,474	1,070	1,107	1,163	1,209
长期计息借款	6,880	6,609	6,000	5,400	4,500
其他	358	146	357	361	365
总负债	32,420	31,805	30,808	30,317	29,525
储备	18,124	18,412	19,712	20,946	22,451
非控股权益	5,977	3,882	4,007	4,115	4,255
总权益	24,101	22,294	23,720	25,061	26,706
总负债及权益	56,521	54,099	54,528	55,378	56,231
净现金/(负债)	(5,854)	(4,158)	1,132	4,303	7,342
营运资本	(1,127)	(7,012)	(7,620)	(7,957)	(8,251)
已动资本总额	32,814	30,121	31,184	31,984	32,780
净负债率(%)	(24%)	(19%)	净现金	净现金	净现金
每股账面价值(人民币)	4.301	3.977	4.232	4.471	4.764

主要比率

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长(率)(%)					
收入	(8.1)	6.1	3.5	5.0	4.0
毛利	(9.6)	(0.2)	7.3	6.7	4.0
息税折摊前利润	0.6	11.4	0.9	0.4	5.0
息税前利润	(5.3)	31.3	16.3	4.8	11.7
经调整净利润	(31.0)	56.5	33.5	6.4	13.8
每股盈利	(31.0)	56.5	33.5	6.4	13.8
每股股息	(30.9)	94.1	19.6	6.4	13.8
利润率(%)					
毛利	31.3	29.4	30.5	31.0	31.0
息税折摊前利润	11.9	12.5	12.2	11.6	11.8
息税前利润	5.3	6.5	7.3	7.3	7.9
净利润	2.5	3.8	4.4	4.5	4.9
其他(%)					
实际税率	43	34	34	34	34
派息率	50	50	50	50	50
已动资本回报率	4	7	9	9	10
平均净资产收益率	6	10	11	11	12
平均总资产收益率	2	4	5	5	6
利息覆盖倍数(倍)	13	16	18	20	24

主要假设

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营数据(同比%)					
方便面	(10.3)	4.9	5.0	4.7	3.5
饮品	(6.5)	7.0	2.9	5.3	4.3



分析员核证

分析员，戴伟豪，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。