

0322.HK 康师傅控股

港股通（沪、深）

未评级

## 重返荣光的道路曲折漫长，且行且珍惜

2018年11月27日

## 市场数据

日期	2018.11.26
收盘价(港元)	12.74
总股本(百万股)	5,618
流通股本(百万股)	5,618
总市值(百万港元)	71,573
流通市值(百万港元)	71,573
净资产(百万元)	24,297
总资产(百万元)	54,022
每股净资产(元)	4.32

数据来源: Wind

## 相关报告

康师傅控股(0322.HK)1Q17业绩点评\_1Q业绩略逊预期,成本拖累毛利率下行\_20170523

康师傅控股(0322.HK)\_跟踪报告\_3Q17方便面饮料收入双增长,净利润率显著\_20171113

康师傅控股(0322.HK)\_事件点评\_盈利性向好,2H17方便面和饮料双增长\_20180320

康师傅控股(0322.HK)\_事件点评\_议价能力与成本管控维持向好态势-20180530

## 海外消费研究

分析师: 张忆东  
兴业证券经济与金融研究院副院长  
zhangyd@xyzq.com.cn  
SFC: BIS749  
SAC: S0190510110012

联系人: 李明  
limingyj@xyzq.com.cn  
SFC: AXK332  
SAC: S0190118070111

## 事件:

- **康师傅控股发布2018财年第三季度财报:** 本季度实现营收188.6亿人民币,同比下降4.2%;实现归母净利润15.5亿,同比上升25.5%;公司本季度毛利率为33.4%,同比提高0.9个百分点;期内实现EPS人民币27.7分,较去年同期上升25.2%。

## 点评:

- **我们的观点:** 公司曾表示,未来几年将深耕市场和渠道,减少费用,提升产能利用率,争取在收入层面稳健增长,通过利润率稳步提升的方式争取在2020年重返荣光。如今,由于市场发生变化,公司再一次将市占率放在首位,表示将在2019年冲量为主,保持2020年重回荣光的预期不变。我们预计,这其中蕴含较大不确定性。公司在行业的地位固然稳固,我们不怀疑公司获得市场份额的能力,但是竞争的历程是否能如预期在一年之内结束是未知,需谨慎。
- **营收增长乏力,但成本管控效果明显,盈利能力继续提高:** 2018年前三季度,公司实现营业收入498.6亿元人民币,同比增长3.3%;其中三季度同比下降4.2%;1-9月综合毛利率为32.0%,同比提高1.6个百分点,其中三季度同比提高0.9个百分点。期内公司持续管控成本,费用率下降;前三季度净利率达到6.8%,同比提高1.1个百分点。三季度收入表现一般,主要原因是宏观需求导致消费品市场低迷。
- **单季业务板块增长受阻,但盈利能力继续提升:** 分业务来看,方便面板块三季度营收增加0.7%,占比35.8%;饮品及方便食品营收分别减少6.5%及16.5%。期内,各产品线毛利率整体向好,其中方便面、饮品与方便食品本季度毛利率分别达到32.05%、34.13%与37.65%,均高于去年同期水平,主要原因是产品升级及提价因素所致。
- **推动销售网络扁平化,增加大数据运用,收入有望实现高单位数增长:** 未来公司将进一步推动销售网络的扁平化,增加直营零售商的比重;截至9月,公司旗下经销商较上年减少3958个;直营经销商由2017年末的129,449家增加到136,265家。同时,公司充分利用和线上平台合作带来的益处,调动大数据,进一步深耕渠道,为收入增长提供保障。预计2019年公司方便面和饮料部分均有望实现高单位数的增长。
- **原料价格压力降低及产品升级助益毛利率提升,费用增加导致净利率提升压力加大:** 公司产品主要原料价格未来提升空间不大,如果原材料价格能够维持现有趋势,公司成本压力将进一步缓解。同时,公司将持续做产品升级,未来毛利率有望继续提升。此外,公司还在进行产能的持续优化,进一步提升效率。但由于近期来自市场的竞争增加,公司表示2019年有望通过增加投入的方式提升市场份额,预计费用率将增加,幅度难以预测,但预计会对净利率的改善带来较大压力。

**风险提示: 原材料价格变动超预期; 费用超预期; 市场竞争加剧; 食品安全**

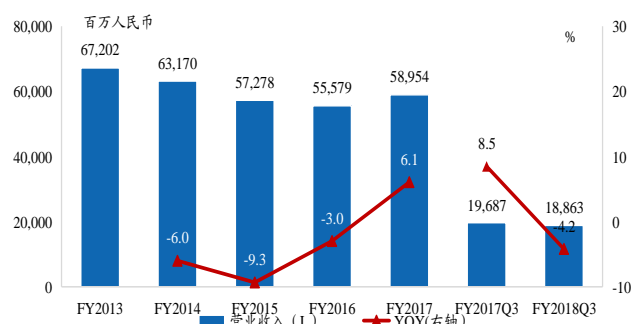
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

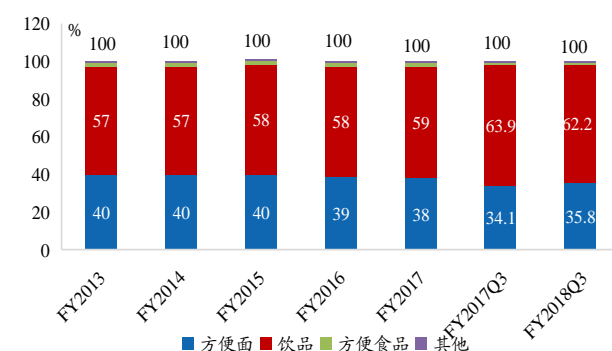
- **营收增长乏力，但成本管控效果明显，盈利能力继续提高：**2018年前三季度，公司实现营业收入498.6亿元人民币，同比增长3.3%；其中三季度同比下降4.2%；1-9月综合毛利率为32.0%，同比提高1.6个百分点，其中三季度同比提高0.9个百分点。期内公司持续管控成本，费用率下降；前三季度净利率达到6.8%，同比提高1.1个百分点。三季度收入表现一般，主要原因是宏观需求导致消费品市场低迷。

图 1、公司营业收入



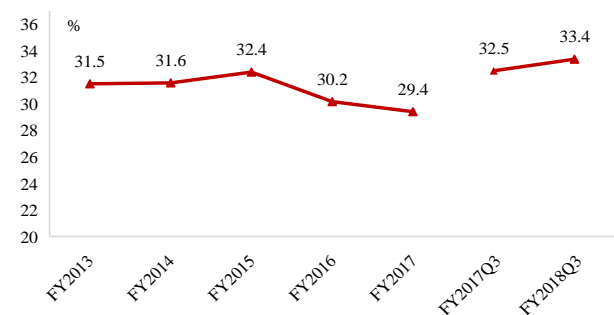
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司营业收入构成 (%)



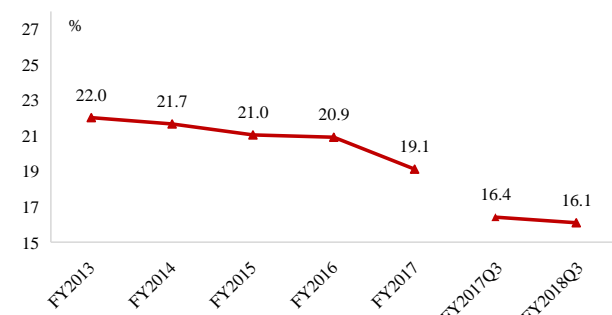
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司毛利率



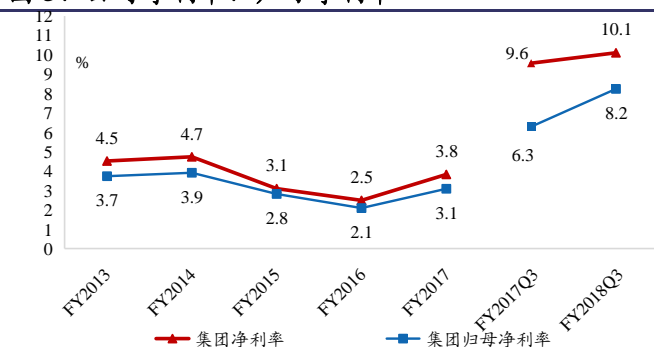
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司分销成本占营业收入比



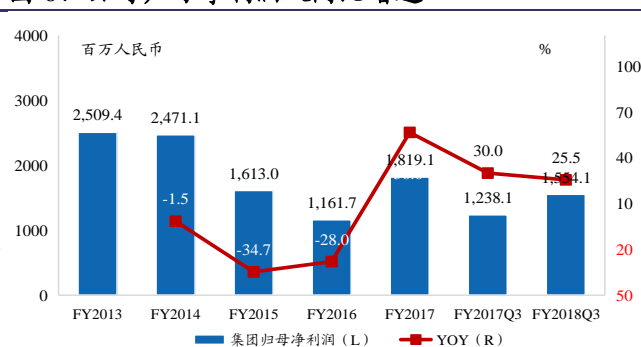
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司净利率、归母净利润



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

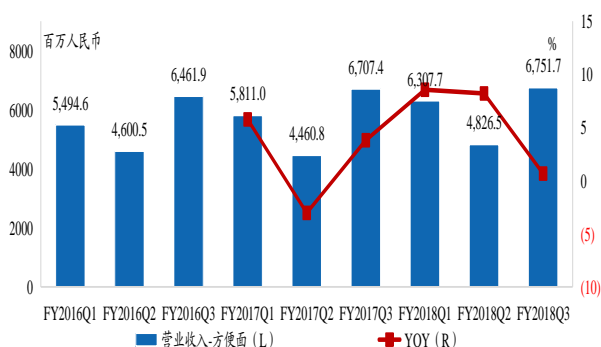
图 6、公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

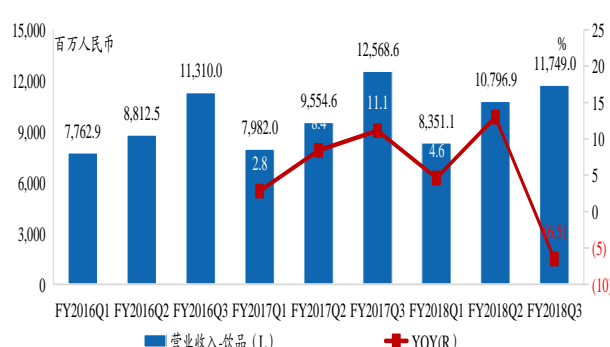
- **业务板块增长受阻，但盈利能力继续提升：**分业务来看，方便面板块三季度营收增加 0.7%，占比 35.8%；饮品及方便食品营收分别减少 6.5% 及 16.5%。期内，各产品线毛利率整体向好，其中方便面、饮品与方便食品本季度毛利率分别达到 32.05%、34.13% 与 37.65%，均高于去年同期水平，主要原因是产品升级及提价因素所致。

图 7、营业收入-方便面及同比增速



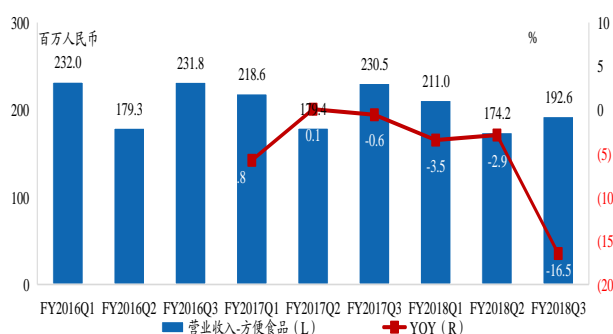
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、营业收入-饮料及同比增速



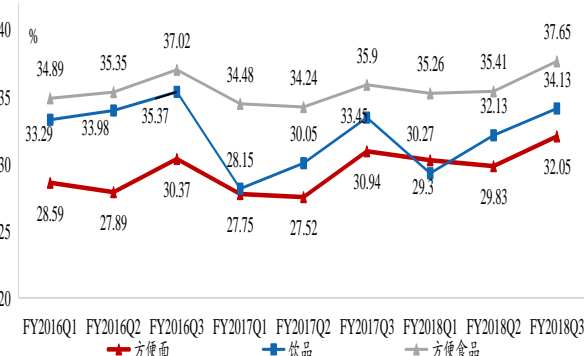
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、营业收入-方便食品及同比增速



资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、毛利率-按板块

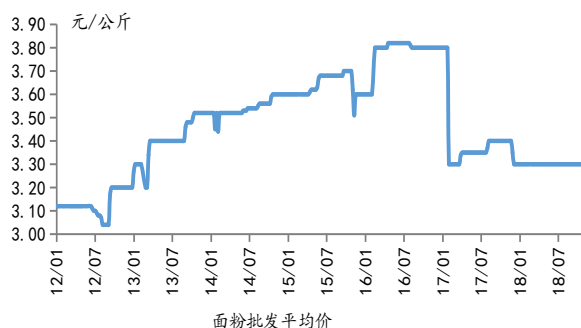


资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **推动销售网络扁平化，增加大数据运用，收入有望实现高单位数增长：**未来公司将进一步推动销售网络的扁平化，增加直营零售商的比重；截至 9 月，公司旗下经销商较上年减少 3958 个；直营销商由 2017 年末的 129,449 家增加到 136,265 家。同时，公司充分利用和线上平台合作带来的益处，充分调动大数据，进一步深耕渠道，为收入增长提供保障。预计 2019 年公司方便面和饮料部分均有望实现高单位数的增长。
- **原料价格压力降低及产品升级助力毛利率提升，费用增加导致净利率提升压力加大：**公司产品主要原料价格未来提升空间不大，如果原材料价格能够继续维持现有趋势，公司成本压力将进一步缓解。同时，公司将持续做产品升级，未来毛利率有望继续提升。此外，公司还在进行产能的持续优化，进一步提升效率。但由于近期来自市场的竞争增加，公司表示 2019 年有望通过增

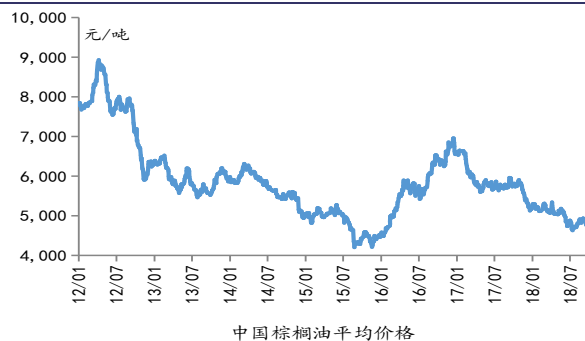
加投入的方式提升市场份额，预计费用率将增加，幅度难以预测，但预计会对净利率的改善带来较大压力。

图 11、面粉价格-标准面粉



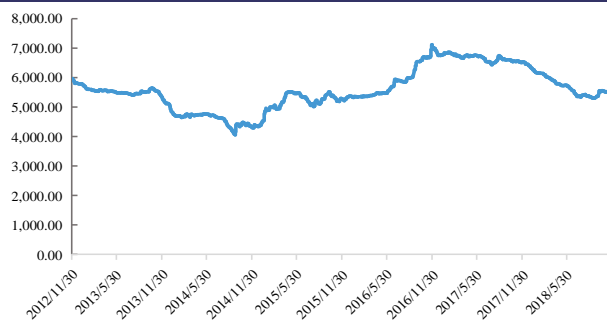
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、棕榈油吨价



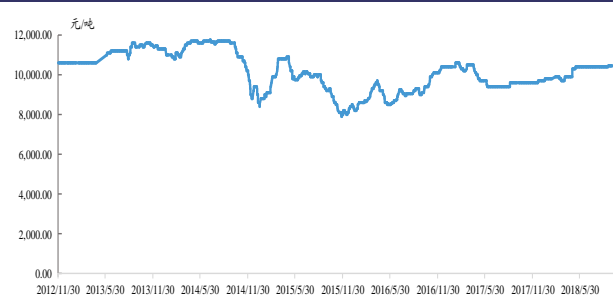
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、白糖价格指数



资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、高密度聚乙烯价格



资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**公司曾表示，未来几年将深耕市场和渠道，减少费用，提升产能利用率，争取在收入层面稳健增长，通过利润率稳步提升的方式争取在2020年重返荣光。如今，由于市场发生变化，公司再一次将市占率放在首位，表示将在2019年冲量为主，保持2020年重回荣光的预期不变。我们预计，这其中蕴含较大不确定性。公司在行业的地位固然稳固，我们不怀疑公司获得市场份额的能力，但是竞争的历程是否能如预期在一年之内结束是未知，需谨慎。
- **风险提示：**原材料价格变动超预期；费用超预期；市场竞争加剧；食品安全



## 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

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、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和中原银行股份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

兴证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。

本报告仅供兴证证券股份有限公司（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证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证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，兴证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证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。