

## 从农夫山泉看软饮料行业：万亿市场，巨头腾飞

推荐 (维持)

2020年05月08日

### 相关报告

### 海外消费研究

分析师：张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：罗越文

luoyuewen@xyzq.com.cn

SAC: S0190119060088

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

- **农夫山泉向港交所提交招股说明书，软饮巨头迈上上市之路。**农夫山泉在包装水及多个软饮细分行业均居前三甲，巨头上市以期加速扩张：公司所得资金将主要用于持续进行品牌建设、稳步提升分销广度和单店销售额、进一步扩大产能、加大对基础能力建设的投入以及探索海外市场。
- **从农夫山泉看软饮行业市场：行业规模持续增长，电商渠道比例上升。**1) 万亿规模软饮市场仍在高歌猛进，龙头优势明显。据弗若斯特沙利文，2019年软饮料市场规模9914亿元，中单位数增长；其中咖啡饮料、功能饮料、瓶装水增速超10%。具体来看，**包装水**市场规模2017亿元，CR3为52%，农夫山泉居行业第一（份额20.9%），出厂收入143亿元（+22%）；**茶饮料**市场规模787亿元，CR3为75%，公司居第三（份额7.9%），出厂收入31亿元（+13%）；**功能饮料**市场规模1119亿元，CR3为44%，公司居第三（份额7.3%），出厂收入38亿元（+14%）；**果汁饮料**市场规模1435亿元，CR3为20%，公司居第三（份额3.8%），出厂收入23亿元（+25%）。2) **传统渠道为基础，电商渠道增速较高。**2019年软饮市场传统渠道占比44.0%，现代渠道占比22.3%，餐饮占比14.3%，电商占比6.1%；未来5年传统渠道增速为2.7%，电商渠道增速超12%，为新增长点。
- **从农夫山泉看软饮行业盈利能力：20%高净利率，瓶装水盈利性最强。**1) **农夫山泉收入及利润率双升。**2018/19年，公司实现营业收入205/240亿元，同比+17.1%/+17.3%；净利润36.1/49.5亿元，同比+6.7%/+37.2%。2) **农夫山泉盈利能力高于平均水平。**2019年农夫山泉毛利率55.4%，净利率20.6%；其中瓶装水毛利率60.2%。而康师傅饮品毛利率为33.7%，饮品净利率3.8%；统一饮品毛利率39.9%，整体净利率6.2%，农夫山泉盈利能力高于行业水平。
- **从农夫山泉看软饮行业竞争：渠道网络+品牌传播能力。**农夫山泉强竞争力的原因即是很好贯彻了这两项：1) 截至2019年底，农夫山泉拥有4280名经销商，覆盖237多万个终端售点（占全国所有售点的约11%），其中有约187万个终端售点位于三线及以下城市。2) 从1997年推出的广告语“农夫山泉有点甜”，到2008年的“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”，再到2017年启用的“什么样的水源，孕育什么样的生命”，公司成功建立起消费者对其优质水源的信赖，并布局全国十大优质水源，形成长期稳定的竞争优势。
- **投资建议：农夫山泉上市加大板块关注度，提前布局消费复苏。**农夫山泉是一家兼具规模性、成长性和盈利能力的优质软饮料企业，可在上市后根据估值情况进行申购配置。我们认为农夫山泉的上市有望加大软饮料板块关注度。虽短期该板块受到了疫情的冲击，但是随着夏天的到来和消费复苏，可带来边际好转，下半年有望重归增长。近期关注行业龙头企业康师傅控股（渠道力强，品牌深入人心）、统一企业中国（高端化运营能力强）。

**风险提示：食品安全问题；市场拓展不力；新品不及预期；行业竞争激烈；原材料价格超预期波动。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 目 录

1、 农夫山泉：兼具规模性、成长性和盈利能力的中国瓶装水龙头企业.....	3 -
1.1、 国内领先的包装饮用水及饮料品牌 .....	3 -
1.2、 高增长，盈利能力强，现金流充沛 .....	4 -
1.3、 具备深度下沉的渠道网络、水源布局、品牌传播能力优势.....	6 -
1.4、 创始人控股，股权高度集中 .....	7 -
2、 软饮料行业：万亿规模，集中度较低，国产围剿外资.....	7 -
2.1、 2019 年万亿规模，品类繁多，行业集中度较低.....	7 -
2.2、 包装饮用水市场高速增长，农夫山泉占据市场龙头地位.....	8 -
2.3、 无糖茶饮料快速增长，茶饮料市场集中度高.....	9 -
2.4、 纯果汁驱动增长，果汁饮料市场集中度低.....	9 -
2.5、 功能饮料市场保持高速增长，市场集中度较高.....	10 -
2.6、 传统渠道为主，电商渠道高速增长 .....	11 -
3、 投资建议：农夫山泉上市有望加大板块关注度，提前布局消费复苏.....	12 -
3.1、 康师傅控股：渠道力强，品牌深入人心 .....	12 -
3.2、 统一企业中国：高端化运营能力强 .....	13 -
4、 风险提示 .....	14 -
图 1、 营业收入高速增长 .....	4 -
图 2、 包装饮用水产品占比提升 .....	4 -
图 3、 包装饮用水及茶饮料毛利率更高 .....	5 -
图 4、 净利润持续增长，利润率远超行业均值.....	5 -
图 5、 销售费率降低，管理费率小幅攀升 .....	5 -
图 6、 经营净现金流大幅上升，资本开支预期降低.....	5 -
图 7、 公司以经销为主，少量直营 .....	6 -
图 8、 公司全国水源布局 .....	6 -
图 9、 农夫山泉股权结构 .....	7 -
图 10、 2019 年软饮料零售额达 9914 亿元 .....	8 -
图 11、 2019 年农夫山泉在中国软饮料市占率第四.....	8 -
图 12、 包装饮用水市场高速增长 .....	9 -
图 13、 包装饮用水市场农夫山泉优势明显 .....	9 -
图 14、 茶饮料市场稳定低增长，无糖茶占比提升.....	9 -
图 15、 茶饮料市场康师傅、统一双寡头 .....	9 -
图 16、 果汁饮料市场规模基本维持稳定 .....	10 -
图 17、 果汁市场格局分散 .....	10 -
图 18、 功能饮料市场保持高速增长 .....	11 -
图 19、 功能饮料市场红牛一家独大 .....	11 -
表 1、 农夫山泉产品概览 .....	3 -
表 2、 公司销售费用构成 .....	5 -
表 3、 公司经销商数量变动 .....	6 -
表 4、 公司主要广告语 .....	7 -
表 5、 中国软饮料市场分渠道市场规模 .....	11 -
表 6、 康师傅主要财务数据 .....	13 -
表 7、 统一主要财务数据 .....	14 -

## 报告正文

## 1、农夫山泉：兼具规模性、成长性和盈利能力的中国瓶装水龙头企业

### 1.1、国内领先的包装饮用水及饮料品牌

农夫山泉成立于1996年，是中国包装饮用水及饮料龙头企业，根据弗若斯特沙利文报告，2012-2019年间，公司保持中国包装饮用水市场占有率第一。

包装饮用水和饮料双引擎发展格局。农夫山泉产品主要包括：

- **包装饮用水**，包括饮用天然水及天然矿泉水，市场份额第一。2019年收入143.46亿元，同比+21.78%，占比59.7%。
- **茶饮料**，包括茶π及东方树叶，市场份额第三。2019年收入31.38亿元，同比+3.36%，占比13.1%。
- **功能饮料**，包括尖叫和力量帝维他命水，市场份额第三。2019年收入37.79亿元，同比+13.76%，占比15.7%。
- **果汁饮料**，包括农夫果园、水溶C100、NFC果汁和17.5°果汁，市场份额第三。2019年收入23.11亿元，同比+24.58%，占比9.6%。
- **其他**，包括炭仝咖啡饮料、苏打水饮料和植物酸奶等。2019年收入4.47亿元，同比-7.26%，占比1.9%。

表1、农夫山泉产品概览

产品类别	品牌	主要产品	市场份额排名	2019年市场份额	2019年收入（亿元）
包装饮用水	<b>农夫山泉</b> NONGFU SPRING		第一	20.9%	143.46
茶饮料	<b>东方树叶</b>  <b>茶π</b>		第三	7.9%	31.38
功能饮料	<b>尖叫</b>  <b>维他命水</b>		第三	7.3%	37.79

果汁饮料



第三

3.8%

23.11

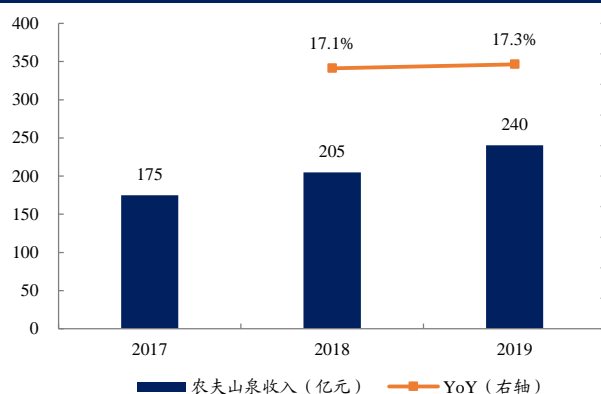


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、高增长，盈利能力强，现金流充沛

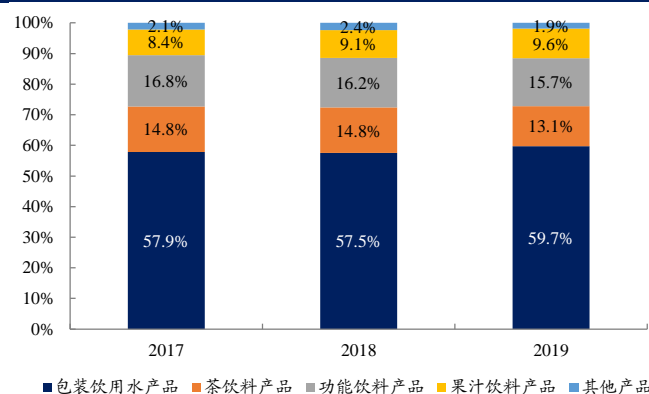
**收入利润齐增长。**2017-19 年，公司实现营业收入 175/205/240 亿元，2018-19 年增速分别为 17.1%和 17.3%。占比最大的品类为包装饮用水，2017-19 年占比分别为 57.9%/57.5%/59.7%。2017-19 年，公司实现净利润 33.9/36.1/49.5 亿元。2018-19 年增速分别为 6.7%和 37.2%。

图1、营业收入高速增长



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

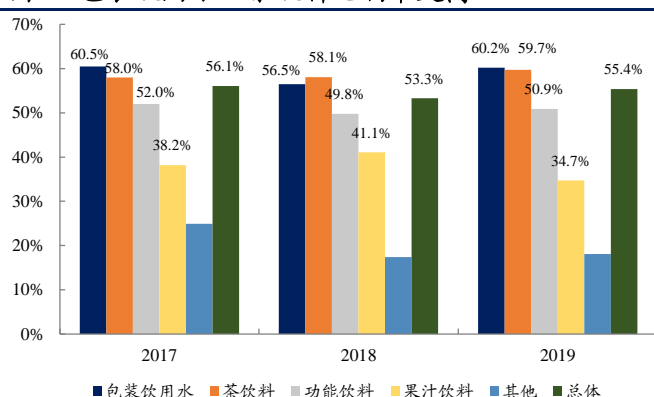
图2、包装饮用水产品占比提升



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

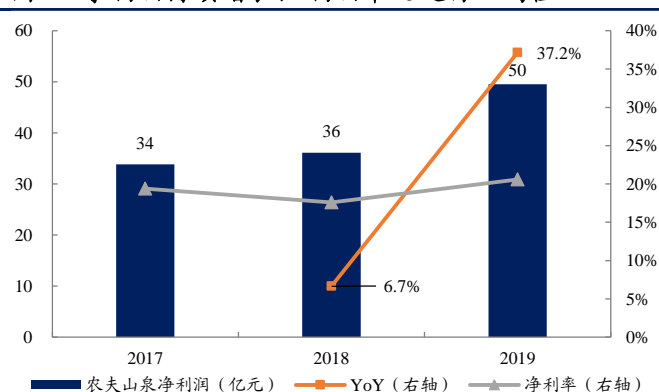
**盈利能力强。**2017-19 年公司毛利率分别为 56.1%/53.3%/55.4%；其中毛利率最高的品类也为瓶装水，分别为 60.5%/56.5%/60.2%。2017-19 年公司净利率分别为 19.4%/17.6%/20.6%，远高于同期中国软饮料行业平均值。

图3、包装饮用水及茶饮料毛利率更高



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

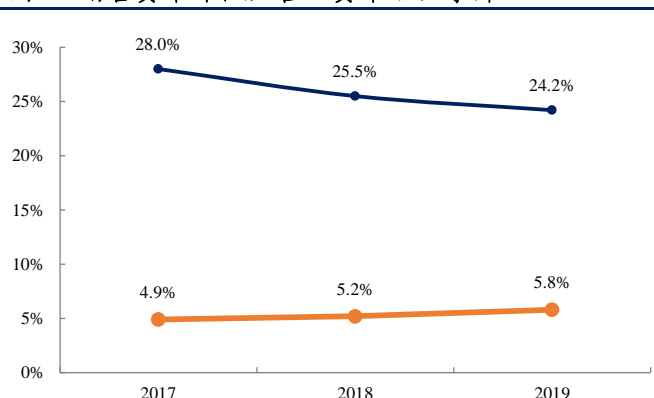
图4、净利润持续增长，利润率远超行业均值



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

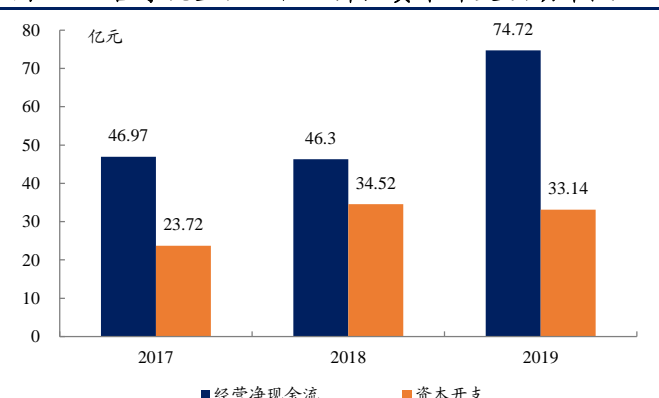
**销售费率下降，现金流充沛。**2017-2019年，销售费用率逐年降低；销售费用中其中物流及仓储开支占比最大,2019年占收入比例10.5%,其次为广告及促销费用,2019年12.19亿元，占收入比例5.1%。公司经营净现金流充沛，均大幅超过净利润和资本开支投入。

图5、销售费率降低，管理费率小幅攀升



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、经营净现金流大幅上升，资本开支预期降低



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、公司销售费用构成

渠道	2017年		2018年		2019年	
	亿元	占总收入百分比	亿元	占总收入百分比	亿元	占总收入百分比
物流及仓储开支	23.36	13.4%	22.57	11.0%	25.26	10.5%
广告及促销开支	9.82	5.6%	12.34	6.0%	12.19	5.1%
员工成本	10.86	6.2%	10.97	5.4%	11.77	4.9%
折旧及摊销	1.83	1.0%	2.51	1.2%	3.96	1.6%
其他	3.03	1.8%	3.79	1.9%	4.98	2.1%
销售费用合计	48.90	28.0%	52.18	25.5%	58.16	24.2%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理



### 1.3、具备深度下沉的渠道网络、水源布局、品牌传播能力优势

**深度下沉的全国性销售网络。**公司主要采用一级经销模式。2017-2019 年间，公司通过经销商分销的收益占总收益的 95.0%、94.6%及 94.2%。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有 4280 名经销商，覆盖 237 多万个终端售点（占有售点的约 11%），其中有约 187 万个终端售点位于三线及以下城市，有 36 万多家配有“农夫山泉”品牌形象冰柜。

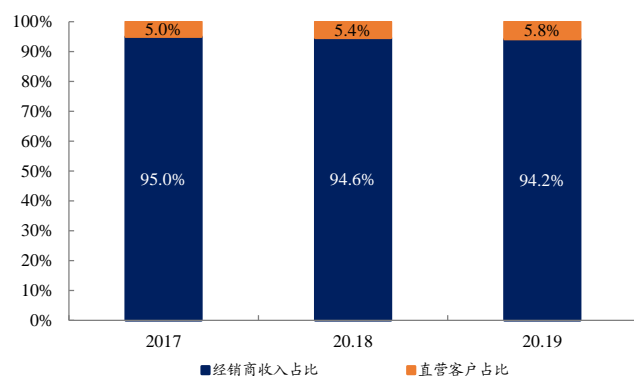
表3、公司经销商数量变动

	2017	2018	2019
期初经销商数	4317	3876	3841
新经销商数	884	960	928
已终止经销商数	1325	995	489
期末经销商数	3876	3841	4280

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

**布局十大优质水源，形成长期稳定的竞争优势。**从 1996 年成立至今，公司已成功实现对中国十大优质水源地（浙江千岛湖、吉林长白山、湖北丹江口、广东万绿湖、新疆天山玛纳斯、四川峨眉山、陕西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山、黑龙江大兴安岭）的提前布局，分布在中国各个不同区域，不仅能全面覆盖全国市场供应，并能有效缩短运输半径，有助于减少产品从生产线运送至货架的时间，控制物流开支，保障利润水平。

图7、公司以经销为主，少量直营



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司全国水源布局



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

**长期的品牌规划和强大的品牌传播能力。**从 1997 年推出的广告语“农夫山泉有点甜”，到 2008 年的“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”，再到 2017 年启用的“什么样的水源，孕育什么样的生命”，公司成功建立起消费者对其优质水源的信赖。

表4、公司主要广告语

主要品牌	主要广告语
农夫山泉	农夫山泉有点甜 我们不生产水，我们只是大自然的搬运工 什么样的水源，孕育什么样的生命
茶π	茶π，自成一派
东方树叶	传统的中国茶，神奇的东方树叶
尖叫	与其心跳，不如尖叫
力量帝维他命水	随时随地补充维他命
水溶C100	满足每日所需维生素C
农夫果园	喝前摇一摇

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

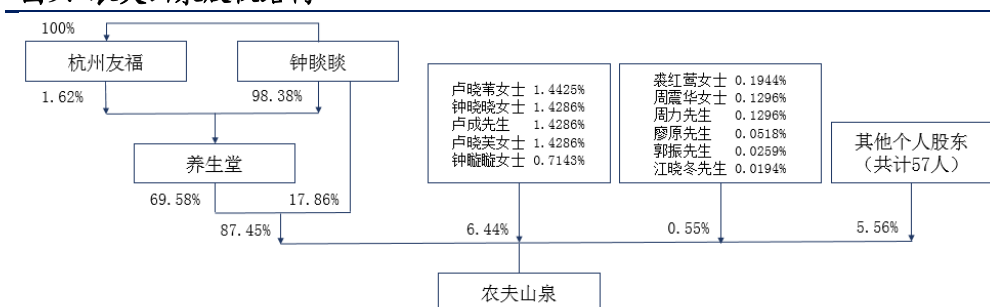
**公司战略：**公司未来将持续进行品牌建设，稳步提升分销广度和单店销售额，进一步扩大产能，加大对基础能力建设的投入，并探索海外市场机会。

### 1.4、创始人控股，股权高度集中

截至目前，公司创始人钟睒睒持有公司 87.45% 的股份，股权高度集中。除公司实际控制人钟睒睒先生通过养生堂及其个人持股外，其余股份由若干个人少数股东持有。

此外养生堂旗下子公司——万泰生物（603392.SH）也于 2020 年 4 月 29 日正式在上海证券交易所上市，万泰生物的董事长也为钟睒睒先生，持股 75%。

图9、农夫山泉股权结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、软饮料行业：万亿规模，集中度较低，国产围剿外资

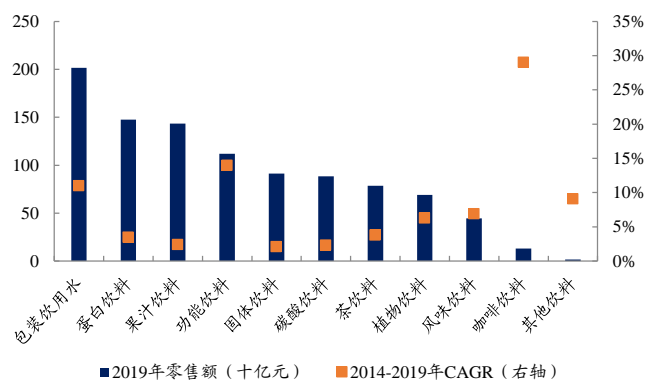
### 2.1、2019 年万亿规模，品类繁多，行业集中度较低

**万亿规模，品类繁多。**据弗若斯特沙利文数据，中国软饮料市场零售额从 2014 年的 7433 亿元增长到 2019 年的 9914 亿元，CAGR 为 5.9%，预计 2019-2024 年增速保持在中单位数增长。

- **软饮料种类繁多**：十个主要类别按 2019 年市场规模排序为包装饮用水（2017 亿元）、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮料、植物饮料、风味饮料和咖啡饮料。
- **咖啡饮料、功能饮料和包装饮用水增速最快**：2014-2019 年三者 CAGR 分别为 29.0%、14.0%和 11.0%。预计 2019-2024 年趋势继续保持，预计 CAGR 分别为 20.8%、9.4%和 10.8%。

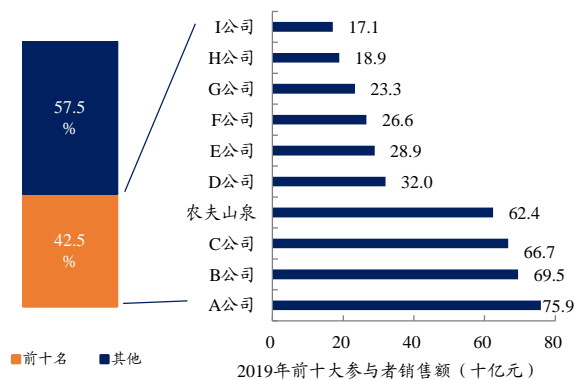
由于种类繁多，中国软饮料市场集中度相对较低。2019 年前十名市场占有率合计约 42.5%。农夫山泉份额 6.3%，位于第四。

图10、2019 年软饮料零售额达 9914 亿元



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2019 年农夫山泉在中国软饮料市占率第四



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、包装饮用水市场高速增长，农夫山泉占据市场龙头地位

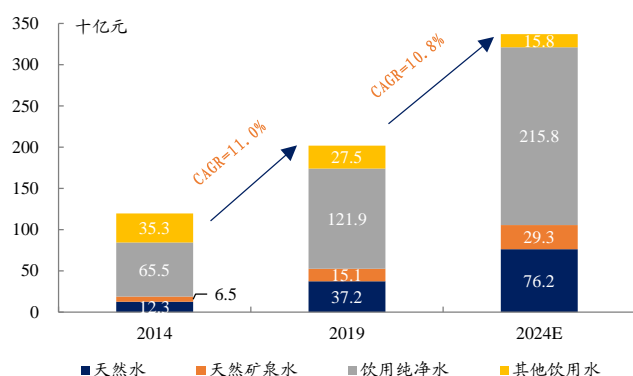
2019 年包装饮用水市场规模为 2017 亿元，预计 2019-2024 年复合增长率 10.8%，维持高速增长水平。

- **包装饮用水类别**：按 2019 年市场规模排序：饮用纯净水（1219 亿元）、天然水、其他饮用水和天然矿泉水。以 2014-2019 年 CAGR 排序，天然水年增长率高达 24.8%，天然矿泉水 18.4%，饮用纯净水 13.2%，其他饮用水-4.9%。预计 2019-2024 年天然水及天然矿泉水将依旧保持较高速增长，分别为 15.4% 及 14.2%。

中国包装饮用水市场相对集中。2019 年前五名市场占有率合计约 56.2%。农夫山泉市占率优势较为明显，2019 年销售额达 422 亿元，份额 20.9%；第二名华润怡宝仅为 255 亿元，份额 13%。

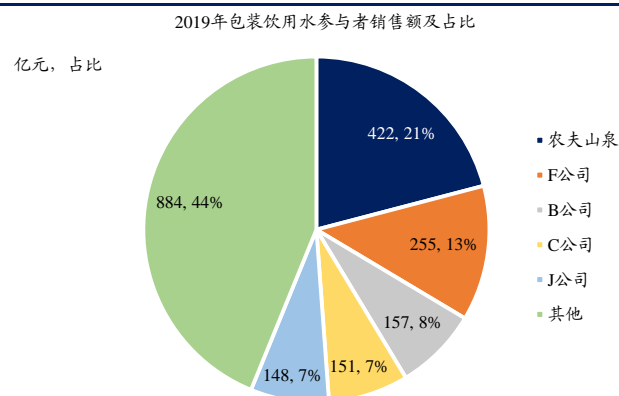


图12、包装饮用水市场高速增长



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、包装饮用水市场农夫山泉优势明显



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

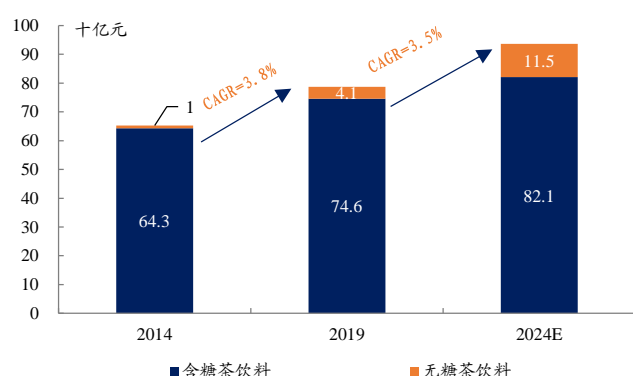
### 2.3、无糖茶饮料快速增长，茶饮料市场集中度高

2019年茶饮料市场规模为787亿元，预计2019-2024年复合增长率3.5%，增速较前期略有下降。

- 茶饮料分为无糖茶饮料和含糖茶饮料（2019年占比达94.8%）两类。受中国消费者健康意识增强驱动，无糖茶饮料零售额持续快速增长。2014-2019年无糖茶及含糖茶饮料CAGR分别为，32.6%及3.0%。预计2019-2024年二者CAGR分别为22.9%及1.9%，至2024年无糖茶饮料市场份额将上升至12.3%。

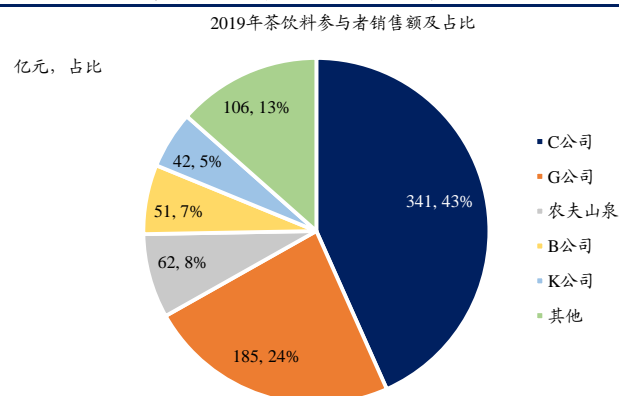
中国茶饮料市场集中度较高。2019年前五名市场占有率合计约86.5%。2019年排名第一的康师傅销售额达341亿元，份额43.3%；第二为统一，份额23.5%；农夫山泉以62亿元零售额排名第三，份额7.9%。

图14、茶饮料市场稳定低增长，无糖茶占比提升



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、茶饮料市场康师傅、统一双寡头



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.4、纯果汁驱动增长，果汁饮料市场集中度低

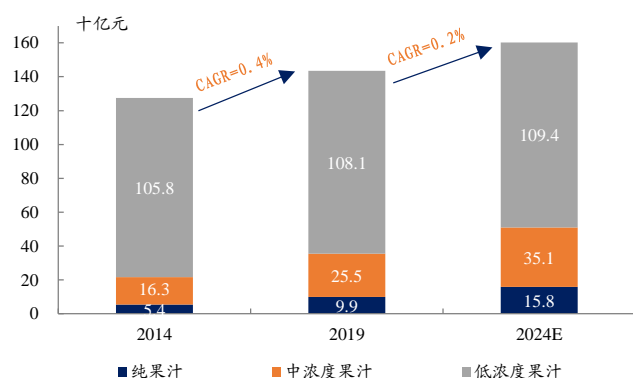
2019年果汁饮料市场规模为1435亿元，预计2019-2024年复合增长率0.2%，增

速保持平稳。

- 果汁饮料根据浓度分类：纯果汁（果汁含量 100%）、中浓度果汁（果汁含量 30%-99%）和低浓度果汁（果汁含量为 5%-29%）。其中，低浓度果汁市场份额最大（2019 年占比达 75.3%）。
- 由于消费者可支配收入提高和健康意识增强，2014-2019 年纯果汁 CAGR 达 12.9%，中浓度果汁 CAGR 为 9.4%，远高于低浓度果汁的 0.4%增速。预计 2019-2024 年纯果汁及中浓度果汁将依旧保持较高速增长，分别为 9.8%及 6.6%。

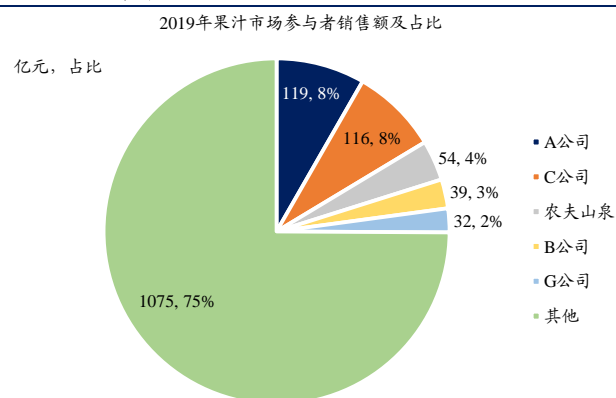
**中国果汁饮料市场集中度分散。**2019 年前五名市场占有率合计约 25.1%。2019 年排名第一的可口可乐销售额达 119 亿元，份额 8.3%；第二为康师傅，份额 8.1%；农夫山泉以 54 亿元零售额排名第三，份额 3.8%。

图 16、果汁饮料市场规模基本维持稳定



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、果汁市场格局分散



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

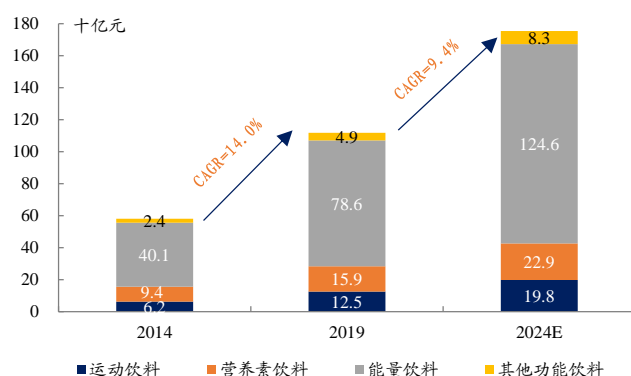
## 2.5、功能饮料市场保持高速增长，市场集中度较高

**2019 年功能饮料市场规模为 1119 亿元，预计 2019-2024 年复合增长率 9.4%，保持高速增长态势。**

- 功能饮料主要包括能量饮料、运动饮料和营养素饮料。其中，能量饮料市场份额最大（2019 年占比 70.2%）。2014-2019 年能量饮料、运动饮料和营养素饮料 CAGR 分别为 14.4%、15.1%和 11.1%。预计高速增长趋势将持续，2019-2024 年 CAGR 将分别达到 9.7%及 9.6%和 7.6%。

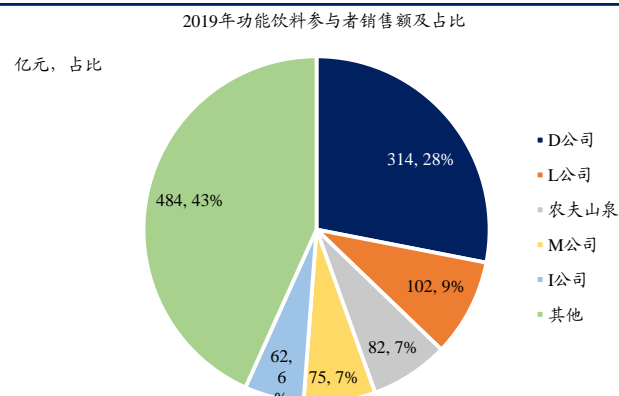
**中国功能饮料市场相对集中。**2019 年前五名市场占有率合计约 56.7%。2019 年排名第一的红牛销售额达 314 亿元，份额 28.1%；农夫山泉以 82 亿元零售额排名第三，份额 7.3%。

图18、功能饮料市场保持高速增长



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、功能饮料市场红牛一家独大



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.6、传统渠道为主，电商渠道高速增长

软饮料市场的渠道分为：传统渠道、现代渠道、餐饮、电商及其他。2019年传统渠道占比44.0%，现代渠道占比22.3%，餐饮占比14.3%，电商占比6.1%。传统渠道为最主要渠道，增长速度将继续放缓。根据弗若斯特沙利文报告，2019-2024年传统渠道CAGR为2.7%。电商渠道增速最高。2019-2024年电商渠道CAGR将维持12%以上高速增长趋势。

表5、中国软饮料市场分渠道市场规模

渠道	零售额（十亿元）			复合年增长率	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
传统渠道	367.2	436.7	498.5	3.5%	2.7%
现代渠道	151.5	221.4	325.9	7.9%	8.0%
餐饮渠道	101.7	141.9	197.6	6.9%	6.8%
电商渠道	33.2	60.9	109.7	12.9%	12.5%
其他渠道	89.7	130.5	191.3	7.8%	7.9%
软饮料总计	743.3	991.4	1323.0	5.9%	5.9%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、投资建议：农夫山泉上市有望加大板块关注度，提前布局消费复苏

农夫山泉是兼具规模性、成长性和盈利能力的优质软饮料企业。在瓶装水市场份额第一，茶饮料、功能饮料、果汁市场份额第三。且品牌运营能力和渠道、水源布局上具备优势，“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”、“什么样的水源，孕育什么样的生命”等口号深入人心。可在上市后根据估值情况进行配置。

我们认为农夫山泉的上市有望加大软饮料板块关注度。虽然短期该板块受到了疫情的冲击，但是随着夏天的到来和消费复苏，可带来边际好转，下半年有望重归增长。关注行业龙头企业康师傅控股、统一企业中国。

#### 3.1、康师傅控股：渠道力强，品牌深入人心

**方便面推进高端化。**2019 年公司方便面收益为 253 亿元，同比+5.79%。容器面和高价袋面表现优于中价袋面和干脆面等其他方便面。这主要得益于近来公司方便面业务以巩固高价、高端市场为核心，同步拓展超高端市场，实现销售增长。

**饮品业务重归增长。**2019 年公司饮品业务收益为 356 亿元，同比+0.18%，饮品毛利率同比上升 2.43 个百分点至 33.69%。2H19 饮品业务中，茶产品收入 74 亿元，同比+6.97%，占比 43.2%；矿泉水产品收入 14 亿元，同比-20.61%，占比 8.3%；果汁收入 23 亿元，同比+18.01%，占比 13.5%；碳酸饮料及其他收入 61 亿元，同比+11.17%，占比 35.1%。

**盈利性持续提升。**2019 年毛利率 31.88%，同比+1.02pct，主要由于由于 VAT、碳酸提价和原材料价格利好；归母净利率 5.37%，同比+1.32pct。EBITDA 同比+15.80%至 85.42 亿元；归母净利润 33.31 亿元，同比+35.24%；分红率为 100%。

**聚焦高端市场，成立食品服务事业部。**继续秉承“坚持聚焦大众消费市场，稳步拓展高端市场”理念，在品牌建设上，公司将继续品牌投资与品牌建设，通过航天合作、IP 合作等提升品牌形象。在城市核心区域，实现直营全覆盖，并应用数据工具加强对终端的掌控和服务；在其他区域，与商业伙伴合作共赢，携手开拓市场；加大对电商、自贩机等高速成长渠道的投入，并深化与阿里、京东、饿了么等新零售合作，全方位提升集团产品的终端渗透率。除此之外，公司布局未来消费趋势，成立食品服务事业部，积极开拓 B2B 市场。

**投资建议：维持“审慎增持”评级。**长期来看，公司深度精耕渠道，拥有行业最广最深的渠道布局，下沉至乡镇市场，遍布全国；品牌形象亦深入人心，渠道和品牌壁垒深厚，未来持续受益高端化和产能优化。短期来看，方便面作为国家民

生战略物资，公司在疫情期间供不应求，饮品销量虽在疫情期间面临终端开店数下降的影响，但随着夏天的来临和消费复苏，在下半年有望恢复正常。总体而言，2020 年依然能保持中高单位数增长。我们预计 2020-22 年净利润为 33.1/33.6/40.9 亿元，同比+0.9%/+10.8%/+9.7%。

**表6、康师傅主要财务数据**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	61,978	63,330	66,668	69,710
同比增长	2.1%	2.2%	5.3%	4.6%
归属净利润(百万元)	3331	3360	3724	4087
同比增长	35.2%	0.9%	10.8%	9.7%
毛利率	31.9%	31.5%	32.1%	32.5%
净利率	5.4%	5.3%	5.6%	5.9%
净资产收益率	11.2%	13.0%	13.7%	14.5%
每股收益(元)	0.59	0.60	0.66	0.73

数据来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院

### 3.2、统一企业中国：高端化运营能力强

**盈利性持续提升，业绩稳健增长，分红率维持 100%。**公司 2019 年收入 220.2 亿元，同比+1.1%（2H 持平 vs 1H +2.2%）；净利润为 13.7 亿元，同比+32.7%，。每股盈利 0.3163 元，派息率 100%。其中 4Q19 净利润-5618 万元，同比扭亏 2738 万元，主要由于 3Q 公司额外确认了 0.45 亿元股息预缴税，18 年于 4Q 计提。

**阿萨姆奶茶和汤达人双位数增长，带动收入提升。**分业务看，2019 年方便面收入 85.0 亿元，同比+0.9%（2H -0.9% vs 1H +2.8%），占比 38.6%，主要由于低价面增速下滑，而汤达人则实现双位数增长。饮料收入 127.3 亿元，同比+0.9%（2H +1.2% vs 1H +0.6%），占比 57.8%，主要由于阿萨姆奶茶实现 13.1%增长、以及果汁回归增长。具体来看，茶饮料收入 56.2 亿元，同比-5.5%，占比 25.5%；奶茶&咖啡收入 49.4 亿元，同比+11.9%，占比 22.5%；果汁收入 17.5 亿元，同比+1.4%，占比 7.9%；瓶装水等收入 4.2 亿元，同比-20.8%，占比 1.9%。

**毛利率提升 2.5pct，带动公司盈利能力提升。**2019 年毛利 79.2 亿元，同比+8.6%；毛利率为 36.0%，同比+2.5pct，主要由于公司持续优化产品结构，原材料价格下跌以及 VAT 降税。其中方便面毛利率 32.0%，同比+2.0pct；饮料毛利率 39.9%，同比+2.9pct。销售费用率为 24.4%，同比+1.0pct，主要是增加了渠道和品牌投入、以及新品宣传；管理费用率为 4.6%，同比-0.5pct，主要由于 VAT 降税致相应附加税下降。经营利润同比+35.6%到 13.3 亿元，经营利润率 8.2%，同比+2.1pct；其中方便面 5.8%，同比+0.3pct；饮料 12.7%，同比+2.5pct。综上 2019 年净利率为 6.2%，同比+1.5pct。

**投资建议：维持“审慎增持”评级。**2020 年公司方便面业务增长较好，特别是自热产品供不应求，但饮料业务冲击较大。公司认为疫情会对公司整体产生一定冲

击，但对 2020 年保持收入增速抱有信心。我们预计 2020-22 年净利润为 14.1/15.9/17.7 亿元，同比+2.9%/+13.3%/+10.9%，CAGR=8.9%。

**表7、统一主要财务数据**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,020	22,492	23,517	24,288
同比增长	1.14%	2.15%	4.56%	3.28%
归属净利润(百万元)	1,366	1,405	1,592	1,765
同比增长	32.68%	2.85%	13.30%	10.86%
毛利率	35.96%	35.93%	36.43%	37.08%
净利率	6.20%	6.25%	6.77%	7.27%
净资产收益率	10.17%	10.14%	11.13%	11.95%
每股收益(元)	0.32	0.33	0.37	0.41

数据来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院

#### 4、风险提示

- 1) 食品安全问题;
- 2) 市场拓展不力;
- 3) 新品不及预期;
- 4) 行业竞争激烈;
- 5) 原材料价格超预期波动。



## 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](http://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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、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、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、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、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、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、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团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。