

增持 (首次)

目标价: 7.20 港元

现价: 6.54 港元

预期升幅: 10.0%

市场数据

报告日期 2016.06.28

收盘价(港元)	6.54
总股本(百万股)	4,319
总市值(百万港元)	28,292
净资产(百万元)	11,602
总资产(百万元)	21,606
每股净资产(元)	2.69

数据来源: Wind

相关报告

统一企业中国 (0220.HK) - 2015 年业绩点评 - 20160321
消费行业 2015 年业绩总结 - 行业深度报告 - 20160413
统一企业中国 (0220.HK) - 事件点评 - 20160509

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

0220.HK 统一企业中国

坚持差异化产品升级, 盈利性提升可持续

2016年06月28日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	22,102	23,077	24,137	25,157
同比增长(%)	-1.72%	4.41%	4.5 %	.23%
净利润(百万元)	835	1,025	1,191	1,284
同比增长(%)	192.26%	22.89%	16.11%	7.84%
经营利润率(%)	36.83%	37.40%	37.67%	37.60%
净利润率(%)	3.78%	4.44%	4.93%	5.10%
净资产收益率(%)	7.19%	7.70%	8.43%	8.49%
每股收益(元)	0.19	0.24	0.28	0.30
股息率(%)	0.70%	0.87%	1.01%	1.08%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **首次评级覆盖给予增持评级, 目标价 7.2 港元:** 我们认为公司强大的创新能力是其核心竞争力, 公司持续坚持的“价值行销”战略一方面有利于其产品结构的改善, 实现持续的盈利性, 另一方面, 公司新产品定位中高端, 迎合消费升级的市场需求, 有助于获取更高的市场份额。我们预计公司 2016 年收入及净利润分别同比增长 4.4% 和 23%, 业绩增长主要受益于产品结构改善。我们给予公司目标价 7.2 港元, 对应 2016/17 年 PE 为 25x/22x, 公司作为行业龙头, 业绩增长好于同业, 享有一定估值溢价相对合理, 当前股价对应目标价格有 10% 上涨空间, 给予增持评级。
- **中高端市场竞争优势凸显:** 公司近年来上市新品均定位中高端, 也取得了很好的市场销售成绩。2015 年, 零售单价为 5-8 元区间的汤达人销售额已达到 5 亿元, 而零售单价在 4 元以上的小茗同学和海之言销售规模已达到 25 亿元。我们预计公司 2016 年收入端的增长主要来自于产品中高端市场占有率的提升, 产品结构升级以及新产品上市。1Q16 公司凭借中高端产品的快速增长, 方便面市场占有率较 2015 年底提升了 2.5ppts 达到 20.8%, 且公司已经稳居五元以上高价面的国内市占率第一的位置。
- **产品结构升级持续提升盈利性:** 我们预估公司 2016 年整体毛利润率有望同比提升 0.6 ppts 至 37.4%, 主要受到产品结构改善带动的平均销售价格提升, 而成本优势相对去年减弱。销售及管理费用占收入比重预计同比下降 0.4ppts, 经营利润同比增长 25%, 公司净利润率同比提升 0.7 ppts。公司在其强创新能力和产品结构持续升级的支持下, 盈利性改善可持续。
- **风险提示:** 食品安全; 原料价巨幅波动; 费用超预期; 新品表现低于预期

目 录

1、公司概况——引领内地方便面及饮料消费潮流的行业龙头	- 5 -
1.1 公司业务简介	- 5 -
1.2 公司发展历程	- 8 -
1.3 公司股权结构	- 10 -
2、中国方便面行业— 需求量增长有限，产品升级或成趋势	- 10 -
2.1 中国方便面需求量的增长空间有限	- 10 -
2.2 产品升级或成为行业新增长点	- 11 -
2.3 中国方便面市场集中度已相对较高	- 12 -
3、中国软饮料行业— 结构性增长是趋势，关注产品创新	- 13 -
3.1 整体增长趋缓，结构性增长显著	- 13 -
3.2 迎合新消费群体，产品创新是关键	- 14 -
3.3 中国软饮料市场结构	- 15 -
4、康师傅与统一：从价格竞争转向产品竞争	- 16 -
4.1 相同的经营业务，不同的成长轨迹	- 16 -
4.2 追求“规模经济”与追求“品牌价值”	- 17 -
4.3 “大众品牌”与“中高端定位”	- 18 -
4.4 “提价控费”与“产品结构升级”	- 18 -
4.5 新品研发模式：“自上而下”与“自下而上”	- 19 -
4.6 未来市场“产品”或重于“渠道”	- 19 -
5、公司投资要点	- 20 -
5.1 强创新能力支持公司争夺中高端市场份额	- 20 -
5.2 畅销品种年内延续较快增长	- 23 -
5.3 产品结构改善支持盈利性持续提升	- 25 -
6、公司盈利预测	- 28 -
6.1 2016 年公司收入预计增长 4.4%	- 28 -
6.2 公司 2016 年净利润预计同比增长 23%	- 29 -
7、估值	- 30 -
7.1 绝对估值— DCF 估值	- 31 -
7.2 相对估值	- 31 -
8、风险提示	- 33 -
8.1 食品安全问题	- 33 -
8.2 原材料价格超预期波动	- 33 -
8.3 费用控制不利	- 33 -
8.4 新品市场表现低于预期	- 33 -

图表目录

图 1、统一企业核心业务布局	- 5 -
图 2、公司 2015 年公司主要业务收入结构.....	- 8 -
图 3、公司 2015 年公司饮料业务贡献大比重利润	- 8 -
图 4、公司上市以来收入规模及结构表现.....	- 9 -
图 5、公司上市以来业绩表现	- 9 -
图 6、统一企业中国股权结构	- 10 -
图 7、中国方便面需求量近年来持续萎缩.....	- 11 -
图 8、中国方便面销售额增长主要受到产品升级带动.....	- 11 -
图 9、中国当前方便面市场结构.....	- 12 -
图 10、中国饮料行业当前整体需求疲软	- 13 -
图 11、2015 年果汁、瓶装水销量增速相对好于软饮料行业整体水平.....	- 13 -
图 12、多数饮料品类销售额维持低单位数增长.....	- 14 -
图 13、2015 年果汁、瓶装水及功能型饮料市场规模增长较快.....	- 14 -
图 14、80-90 后成为中国软饮料的主要消费群体.....	- 15 -
图 15、中国即饮茶市场份额相对集中	- 15 -
图 16、中国果汁市场集中度仍有提升空间.....	- 15 -
图 17、中国包装奶茶集中度较高.....	- 16 -
图 18、中国包装水会市场集中度仍有待提升	- 16 -
图 19、康师傅与统一企业的销售额规模	- 17 -
图 20、康师傅与统一企业的净利润规模	- 17 -
图 21、统一企业毛利率水平高于康师傅控股	- 19 -
图 22、统一企业方便面市场占有率逐步提升	- 19 -
图 23、公司历年成功推广多款热销产品，且公司核心产品整体价格带呈上移趋势	- 21 -
图 24、公司方便面市场占有率 1Q16 已经达到 20.8%.....	- 22 -
图 25、公司即饮茶市占率维持平稳	- 22 -
图 26、2015 年公司果汁市占率显著提升.....	- 23 -
图 27、公司奶茶市占率维持第一.....	- 23 -
图 28、汤达人 2016 年销售额或达到 7 亿元.....	- 24 -
图 29、小茗同学、海之言年内收入或达 30 亿元.....	- 24 -
图 30、2016 年公司十逾款新品上市.....	- 24 -
图 31、产品结构改善带动方便面平均售价提升.....	- 25 -
图 32、产品结构改善带动饮料平均售价提升	- 25 -

图 33、方便面成本结构.....	- 26 -
图 34、软饮料成本结构.....	- 26 -
图 35、2016 年面粉价格呈上涨趋势.....	- 26 -
图 36、棕榈油价格触底反弹.....	- 26 -
图 37、当前 PET 价格仍低于去年同期.....	- 27 -
图 38、糖价年初以来呈小幅反弹趋势.....	- 27 -
图 39、公司整体毛利率 2016 年或同比提升 0.6 个百分点.....	- 27 -
图 40、销售及管理费用 2016 年同比增长 3.3%.....	- 28 -
图 41、2016 年销售管理费用占收入比下降 0.4ppts.....	- 28 -
图 42、2016 年公司收入结构.....	- 29 -
图 43、2016 年公司分部收入表现.....	- 29 -
图 44、2016 年净利润率或提升 0.7 个百分点.....	- 29 -
图 45、2016 年公司净利润同比增长 23%.....	- 29 -
图 46、P/E Band.....	- 32 -
图 47、P/B Band.....	- 32 -
表 1、公司经营网络及主要产能布局.....	- 6 -
表 2、公司盈利预测.....	- 30 -
表 3、公司 DCF 估值.....	- 31 -
表 4、行业估值比较.....	- 32 -

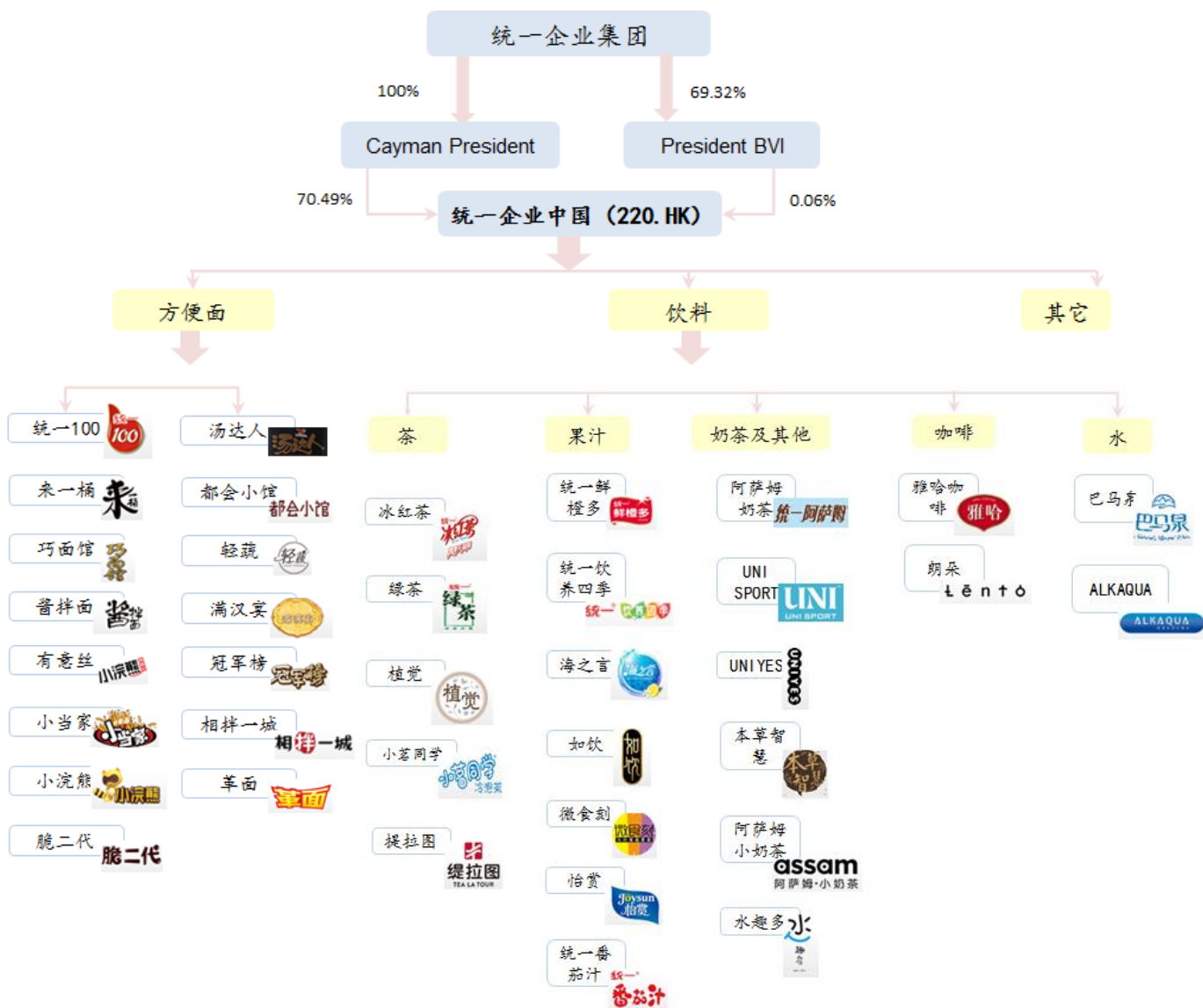
报告正文

1、公司概况——引领内地方便面及饮料消费潮流的行业龙头

1.1 公司业务简介

统一企业集团是台湾最大的食品饮料企业集团，同时也是亚洲最大的食品饮料企业之一。统一企业中国控股有限公司以其控股股东统一企业集团的中国分公司身份于 1992 年在中国内地运营，于 2007 年底在港交所上市。公司主要经营业务是方便面、软饮料，旗下有多款热销产品引领内地方便面 and 软饮料消费潮流。

图 1、统一企业核心业务布局



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司在中国的主要城市设立区域性总部，以区域性总部为中性向外辐射，发展成结合商流、物流体系的经营网络。目前公司将全国经营网络分为东北、华北、中原、华东、华南、华中、大西部和新疆地区。而公司全国范围以区域为总部的整体布局，为公司的产能和销售网络布局形成有力支持。

表 1、公司经营网络及主要产能布局

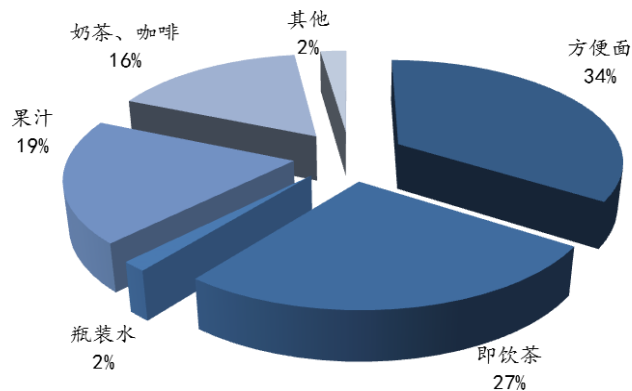
区域	生产基地	员工人数	生产线	产能
东北	沈阳统一	1300	1. 方便面生产线 6 条 2. HPET 生产线 2 条	1. 方便面月产能 200 万箱 2. HPET 月产能 185 万箱
	哈尔滨统一	450	方便面生产线 5 条	方便面月产能超过 170 万箱
	长春统一	150	1. TP 生产线 2 条 2. APET 生产线 1 条	1. TP 月产能 28 万箱 2. APET 月产能 170 万箱
	长白山统一	100	水生产线 1 条	水月产能 130 万箱
华北	北京统一	3000	方便面生产线 5 条	方便面月产能超过 250 万箱
	石家庄统一	150	APET 生产线 1 条	APET 月产能超过 150 万箱
中原	合肥统一	2700	1. HPET 生产线 2 条 2. 灌装生产线 1 条 3. 方便面生产线 6 条	1. HPET 月产能 180 万箱 2. 灌装饮料月产能 40 万箱 3. 方便面月产能 280 万箱
	郑州统一	2200	1. 方便面生产线 4 条 2. HPET 生产线 3 条 3. APET 生产线 1 条	1. 方便面月产量 200 万箱 2. HPET、APET 月产量 420 万箱
	济南统一	600	1. HPET 生产线 1 条 2. APET 生产线 1 条 3. 食品生产线 5 条	1. HPET、APET 月产量 260 万箱 2. 食品月产能超过 270 万箱
	河南统一	270	APET 生产线 3 条	APET 月产能超过 450 万箱
华北	武汉统一	2800	1. 方便面生产线 6 条 2. HPET 生产线 2 条 3. APET 生产线 2 条 4. TP 生产线 4 条	1. 方便面月产能 350 万箱 2. HPET 及 APET 月产能 450 万箱 3. TP 月产能 54 万箱
	南昌统一	950	1. HPET 生产线 2 条 2. APET 生产线 1 条	HPET 及 APET 约产能 330 万箱
	长沙统一	1800	1. HPET 生产线 1 条 2. APET 生产线 1 条 3. 方便面生产线 4 条 3. 食品生产线 5 条	1. HPET 及 APET 月产能 260 万箱 2. 方便面月产能 250 万箱
	资溪统一		主要生产天然矿泉水	
	武穴统一	30	水生产线 1 条	水月产能 35 万箱
	婺源统一		主要生产矿泉水	
华东	统一商贸(昆山)	4000	1. 方便面生产线 6 条 2. 布丁生产线 1 条	1. 方便面月产能 450 万箱 2. 布丁月产能 6 万箱
	泰州统一		主要生产饮料	
	杭州统一	600	1. 方便面生产线 3 条 2. APET 生产线 2 条	1. 方便面月产能 200 万箱 2. APET 月产能 320 万箱

	徐州统一	200	APET 及 HPET 生产线各 1 条	APET 及 HPET 月产能约 260 万箱
	江苏统一	150	APET 生产线 1 条	APET 月产能 130 万箱
华南	广州统一	5300	1. 方便面生产线 6 条 2. 无菌料理包生产线 1 条 3. TP 生产线 6 条 4. APET 及 HPET 生产线各 2 条 5. 灌装饮料生产线 2 条 6. 冷藏饮料生产线 1 条	1. 方便面月产能 440 万箱 2. TP 月产能 120 万箱 3. APET 级 HPET 月产能超过 450 万箱 4. 灌装及冷藏饮料月产能 127 万箱
	福州统一	1500	1. HPET 生产线 2 条及 APET 生产线 1 条 2. 方便面生产线 4 条 3. TP 生产线 2 条	1. HPET 及 APET 产能 330 万箱 2. 方便面月产能约 250 万箱 3. TP 月产能 25 万箱
	巴马统一		矿泉水生产线 1 条	矿泉水月产能 40 万箱
	湛江统一	200	APET 及 HPET 生产线各 1 条	APET 及 HPET 月产能 260 万箱
	南宁统一	240	APET 及 HPET 生产线各 1 条	APET 及 HPET 月产能 260 万箱
	海南统一	150	APET 生产线 1 条	APET 月产能 150 万箱
	成都统一	3000	1. 方便面生产线 6 条 2. HPET 生产线 2 条 3. APET 生产线 1 条 4. TP 生产线 2 条	1. 方便面月产能 350 万箱 2. HPET 及 APET 月产能 350 万箱 3. TP 月产能 30 万箱
大西部	昆明统一	1300	1. HPET 生产线 2 条 2. 方便面生产线 3 条	1. HPET 产能 180 万箱 2. 方便面月产能 190 万箱
	贵阳统一	150	APET 生产线 1 条	APET 月产能 150 万箱
	重庆统一	240	APET 及 HPET 生产线各 1 条	APET 及 HPET 月产能 260 万箱
	白银统一	190	HPET 及碳酸饮料 2 条	HPET 及碳酸饮料产能约 240 万箱
	陕西统一	400	1. APET 生产线 1 条 2. 方便面生产线 3 条	1. APET 月产能 150 万箱 2. 方便面月产能 190 万箱
新疆	新疆统一	1600	1. APET 及 HPET 生产线各 1 条 2. 方便面生产线 3 条 3. 西红柿加工生产线 3 条	1. APET 及 HPET 月产能 240 万箱 2. 方便面月产能 110 万箱 3. 西红柿月产量 3700 吨
	阿克苏统一	200	HPET 及 TP 生产线共 3 条	HPET 及 TP 月产能约 210 万箱
	呼图壁统一	70	在建, 主要为番茄制品生产	生产能力为年产 5 万吨番茄制品

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

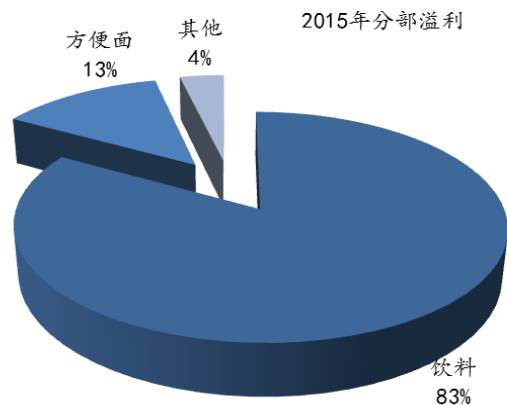
从公司整体收入结构上看, 饮料的业务规模大于方便面业务, 2015 年公司方便面和饮料业务分别贡献公司总收入的 34% 和 64%。饮料业务中即饮茶、果汁、奶茶咖啡和瓶装水分别贡献公司总收入的 27%、19%、16% 和 2%。而饮料业务盈利性更是受益于原材料价格下降和产品结构升级出现显著提升, 2015 年饮料业务贡献公司总经营利润的 83%。

图 2、公司 2015 年公司主要业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、公司 2015 年公司饮料业务贡献大比重利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2 公司发展历程

公司于 1992 年开始在中国经营业务，成立新疆统一及北京统一食品，在北京的生产基地生产统一品牌方便面产品。1993 年，公司开始销售碗面。

1994 年，公司开始销售饮料产品，主要是进口统一企业集团其他成员公司于台湾生产的饮料。1995 年公司开始在其昆山生产基地自行生产冰红茶产品。

1997 年，公司开始销售“好劲道”品牌方便面，以开拓终端市场为目标，同时开始生产“多”品牌果汁饮料。

1998 年，统一中国投资在上海成立，作为公司总部，管理公司所有附属公司。

1999 年，公司开始出售“小当家”品牌的混合口味干脆面。同年，饮料产品统一

绿茶上市。

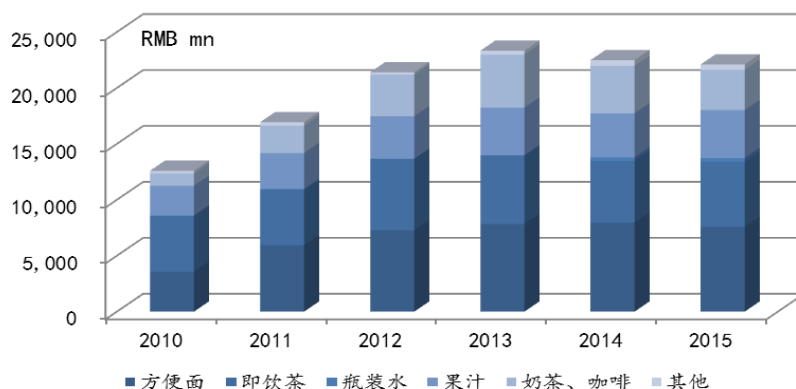
2003 年，公司推出老坛酸菜牛肉面，同年推出牛奶咖啡系列产品。

2005 年，公司开始投产“统一 100”品牌干拌面，同年推出矿物质水、酸奶产品和冷藏果汁。

2007 年，公司统一企业集团完成重组，统一企业中国拥有统一企业集团之前控制及经营的国内所有饮料及方便面生产业务。同年在港交所上市。

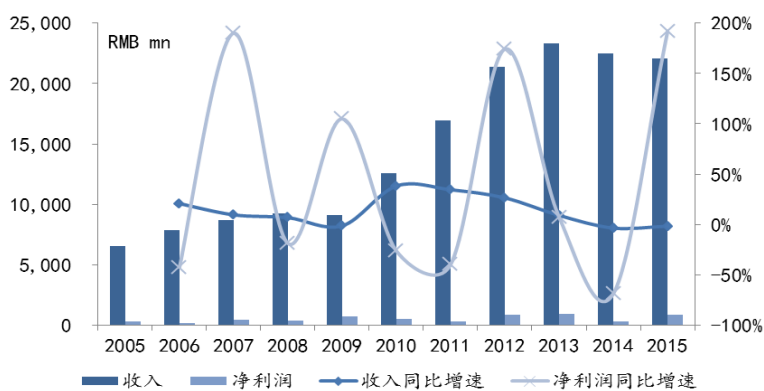
公司自 2007 年上市以来，至 2015 年实现销售额规模从 87 亿元增长至 221 亿元，而净利润从 4 亿元增长至 8 亿元，收入和净利润复合增速分别为 12.4%和 9%。方便面和饮料业务收入 2007 年至 2015 年的复合增速分别为 11%和 15%。公司净利润同比增速受到成本及费用波动和业务溢利（亏损）影响，相对波动较大。

图 4、公司上市以来收入规模及结构表现



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 5、公司上市以来业绩表现

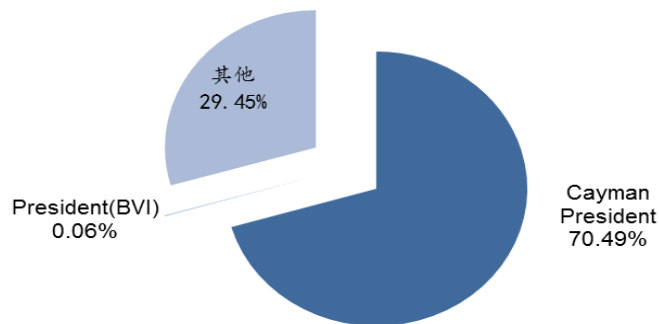


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.3 公司股权结构

公司股权相对集中，股权结构稳定。在公司全部发行股当中，70.49%股份由 Cayman President Holdings Ltd.，即统一企业股份有限公司之一家直接全资附属公司所持有，而 0.06%的股份由 President (BVI) International Investment Holdings Ltd 所持有，而 President (BVI)也是统一企业集团间接持有 69.37%权益之一家公司。

图 6、统一企业中国股权结构



主要股东持股	直接持股数量 (百万股)	占已发行普通股 比例 (%)
Cayman President Holdings Ltd.	3,044.51	70.49%
President (BVI) International Investment Holdings	2.45	0.06%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、中国方便面行业— 需求量增长有限，产品升级或成趋势

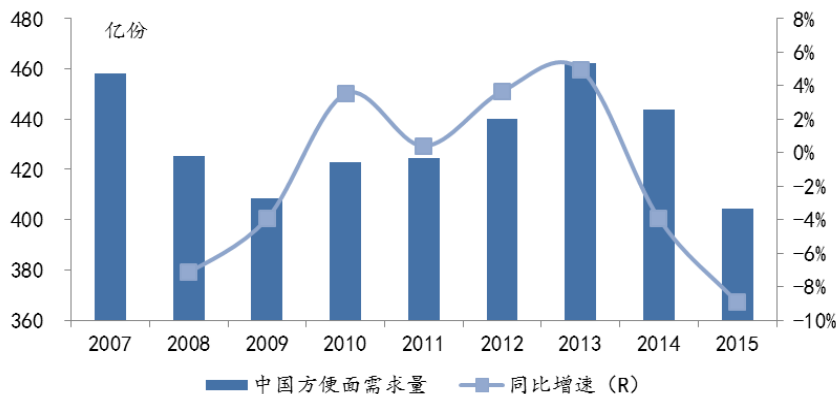
中国当前的方便面行业已经经历了 90 年代初的初级阶段、90 年代末至 2000 年初的需求快速增长、生产厂家迅速膨胀的高速发展阶段，以及之后的市场整合阶段。目前方便面市场需求在中国相对饱和，同时消费者的需求偏好也发生了改变，健康、高端产品具有更高的市场关注度。当前中国方便面行业集中度已相对较高，未来通过产品创新、升级进行差异化竞争，将成为行业发展的主流趋势。我们认为未来中国方便面市场规模的增长主要依靠产品结构提升的带动。

2.1 中国方便面需求量的增长空间有限

1997 年到 2007 年十年间，中国方便面的需求量复合增速在 12% 以上，而 2008 年、2009 年两年间受到金融危机的影响，中国方便面需求量分别同比下降 7% 和 4%，随后在 2010-2013 年间，受到经济的复苏和行业产品创新的带动，需求恢复同比增长，但全国方便面需求量从 2008 年至 2015 年始终低于 2007 年 458 亿份的规模，

仅在 2013 年中国方便面需求达到 462 亿份，略高于 2007 年水平。2015 年，中国方便面需求量更是同比下降了 8.9% 达到 404 亿份。按照中国 13.6 亿人口基数计算，每年人均消费方便面约在 30 份，即每年十二个月中，合计约一个月的时间内每天都有食用方便面。从目前国人的消费升级趋势以及对健康意识的提升角度看，我们认为中国方便面的需求在量上的增长空间已不大。

图 7、中国方便面需求量近年来持续萎缩



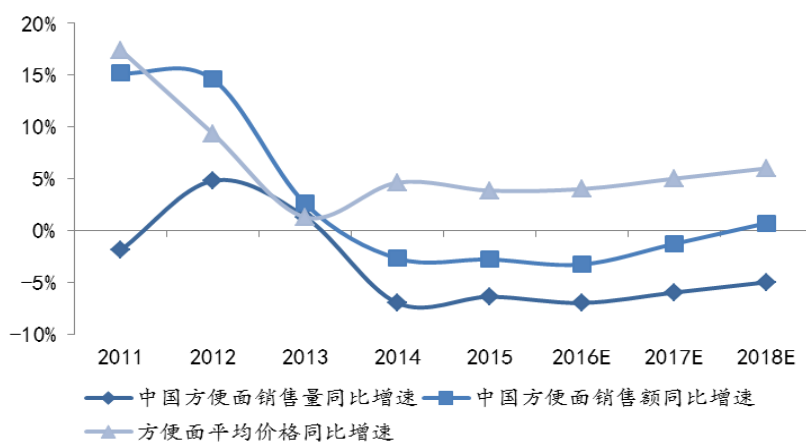
资料来源：公司资料，Wind，兴业证券研究所

2.2 产品升级或成为来行业新增长点

伴随国人对高生活品质的追求，及对健康认识的提升，方便面行业的消费升级趋势也较为明显，健康、非油炸、好汤料的产品更加受到市场的欢迎。行业龙头康师傅、统一纷纷推出爱鲜大餐、汤达人、冠军榜等定位高端的产品，目前成为方便面市场的主流产品。此外，一些定位高端的小众品牌也有一定市场关注度，例如玖玖爱牌非油炸杂粮方便面 2011 年上市，定位高端，其六粮泡椒牛肉面单价在 20 元以上，此前以四川市场为主，而在取得一定市场接受度后，在 2014 年开始布局全国市场。另外，一些外资品牌如农心、日清已中国广泛布局零售单价在六元以上的高端产品。

我们看到，通过研发创新，实现产品差异化，迎合消费升级已成为整个行业未来的主流趋势，整个行业已经从价格竞争过度到产品价值竞争。我们预测中国未来三年或延续方便面需求量萎缩的趋势，但在整体产品结构升级的带动下，方便面整体市场规模的萎缩幅度或小于需求量降幅。而未来具有强研发和创新能力，以及可以做到新品成功推广的公司，有望进一步在中高端市场中获取更高市场份额。

图 8、中国方便面销售额增长主要受到产品升级带动

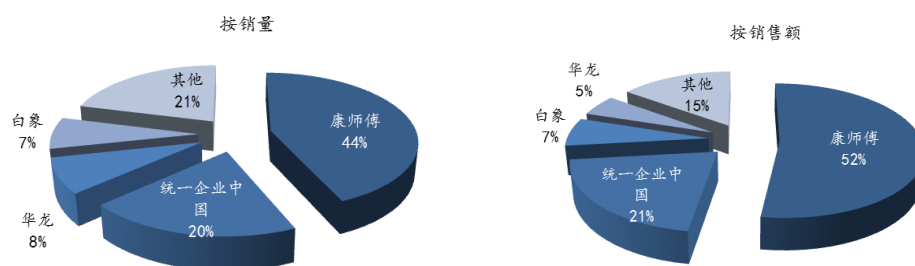


资料来源：公司资料，Wind，兴业证券研究所

2.3 中国方便面市场集中度已相对较高

当前中国方便面市场集中度已经相对较高，按销售额康师傅和统一两家龙头市场占有率已经达到 70% 以上，而行业前四大生产商的市场集中度已经达到 85%。行业龙头在中国强大的分销体系和品牌影响力依然是明显的优势，而未来产品创新和推广能力强的公司，在强大销售网络的支持下，才会更加凸显优势。迎合消费升级的需求，中高端产品的成功开发和推广，则是获取更高市场份额的重要途径。

图 9、中国当前方便面市场结构



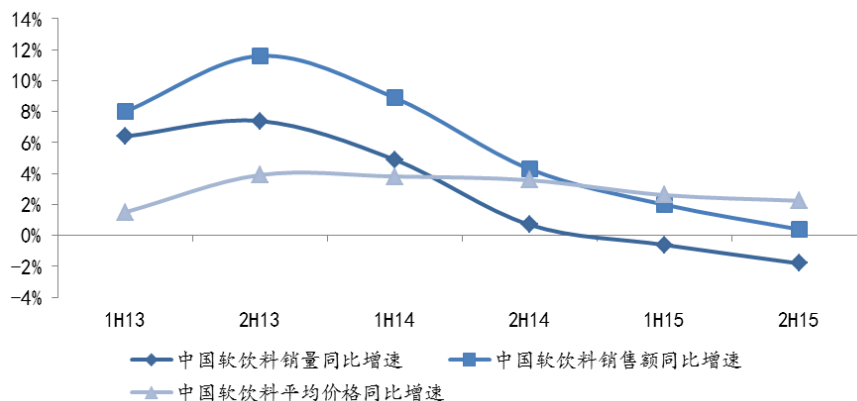
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3、中国软饮料行业—结构性增长是趋势，关注产品创新

3.1 整体增长趋缓，结构性增长显著

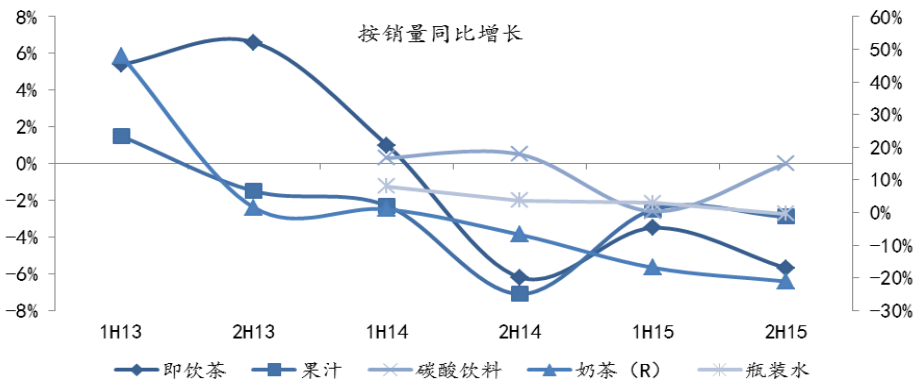
20世纪九十年代以来，中国软饮料行业随主要消费群体变迁、国人消费需求的升级以及健康意识的提升，先后经历了碳酸饮料畅销时代，果汁热销阶段，茶饮料市场规模的迅速放大时期，而持续至今矿泉水饮料、能量型饮料、植物蛋白谷物蛋白饮料等更趋于天然、健康、清淡口味的产品则成为当前的消费主流。整体行业需求量进入2014年下半年以来持续疲软，同比增速持续下降，2015年全年中国软饮料需求量同比下降1.2%，销售额在产品结构改善的促进下实现同比1.2%的小幅增长。而我们判断形成软饮料需求疲软的主要原因，在于此前市场需求旺盛的即饮茶、奶茶品类需求下降，而新的畅销产品在各个品类中相对分散。目前中国市场的瓶装水、果汁及功能性饮料需求增长相对领先行业，也呈现相对明显的产品升级趋势。

图 10、中国饮料行业当前整体需求疲软



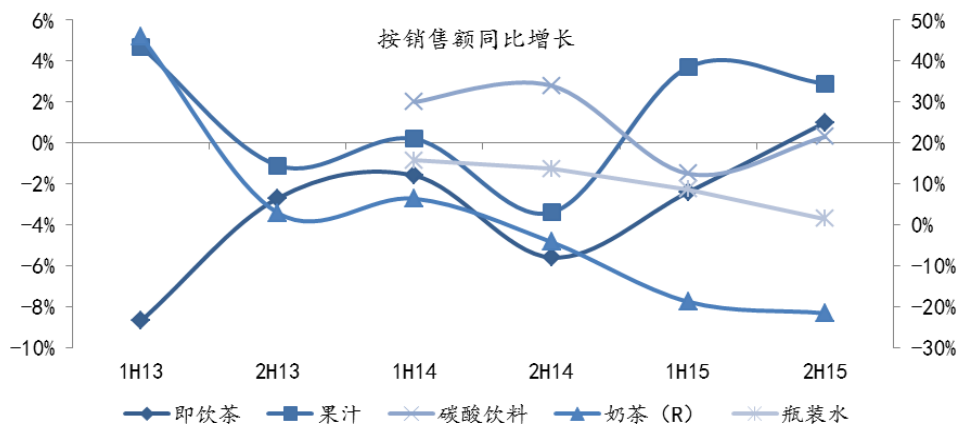
资料来源：公司资料，Wind，兴业证券研究所

图 11、2015 年果汁、瓶装水销量增速相对好于软饮料行业整体水平



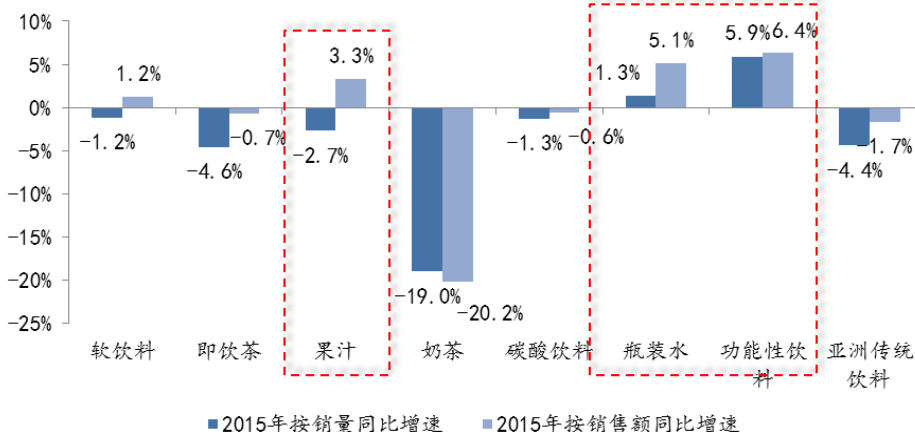
资料来源：公司资料，Wind，兴业证券研究所

图 12、多数饮料品类销售额维持低单位数增长



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 13、2015 年果汁、瓶装水及功能型饮料市场规模增长较快



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

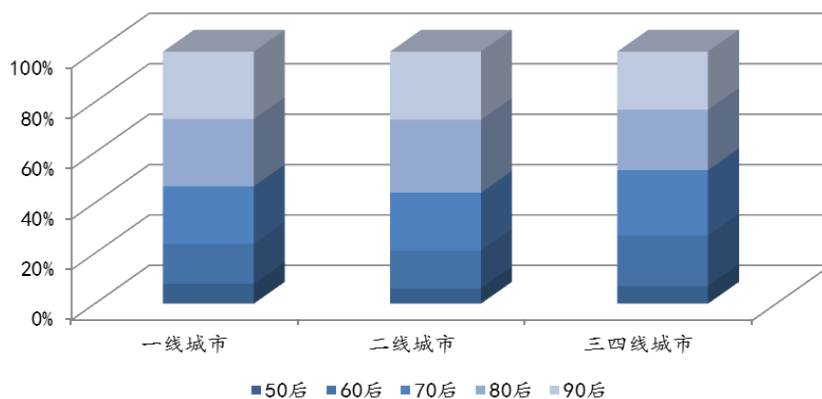
3.2 迎合新消费群体，产品创新是关键

软饮料行业市场竞争激烈，不仅在同品类产品中有多款产品相互竞争，不同品类的饮料也存在相互替代性。因此，可以掌握市场需求的变化，进行产品创新和升级是提升软饮料企业的核心竞争力。

当前饮料消费的核心群体是 80 后和 90 后，其消费特征是对健康和口感的需求越来越高，与此同时注重消费的便捷性。因此近年来趋于天然、健康、清淡口味的产品需求增长要快于整体行业的平均增长水平。

消费升级带动的中国软饮料价格中枢近两年来已经从 2 元-2.5 元区间上移动至 4 元-5 元区间。统一企业的“小茗同学”就是迎合新消费群体的成功典范，产品的包装、理念和传播方式完全迎合 90 后、00 后甚至 10 后的个性特征，加之其冷泡茶清淡不腻的口感，和显眼的包装，成功抓住了年轻的饮料主力消费群体。

图 14、80-90 后成为中国软饮料的主要消费群体

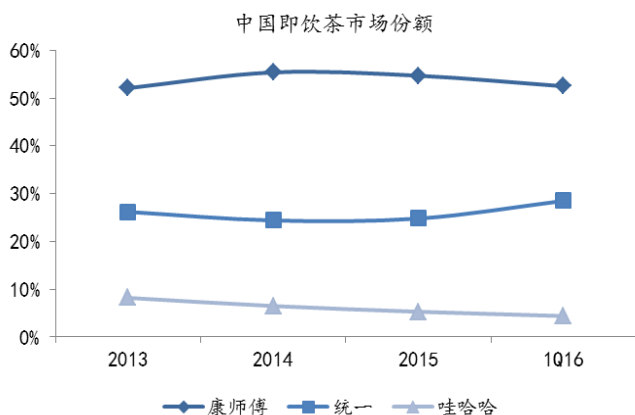


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3.3 中国软饮料市场结构

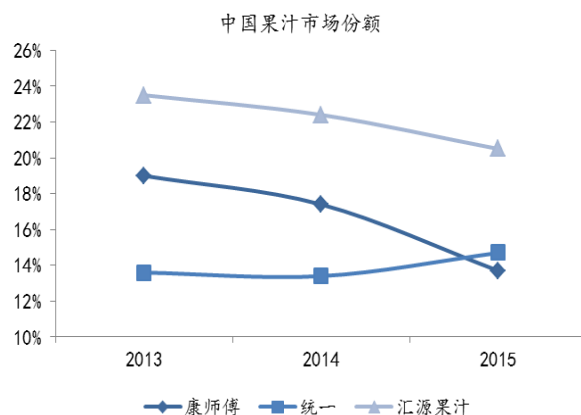
中国软饮料市场从不同品类看，即饮茶和奶茶的市场集中度相对较高，而果汁和包装水的市场集中度未来仍有较大的提升空间。当前中国即饮茶前三大生产商的市场份额达到 85%，而奶茶前三大生产商的市场份额达到 90%，统一企业的奶茶市场占有率在 2015 年达到 67.8%。而中国果汁和包装水的前三大生产商的市场份额分别为 49% 和 51%。

图 15、中国即饮茶市场份额相对集中



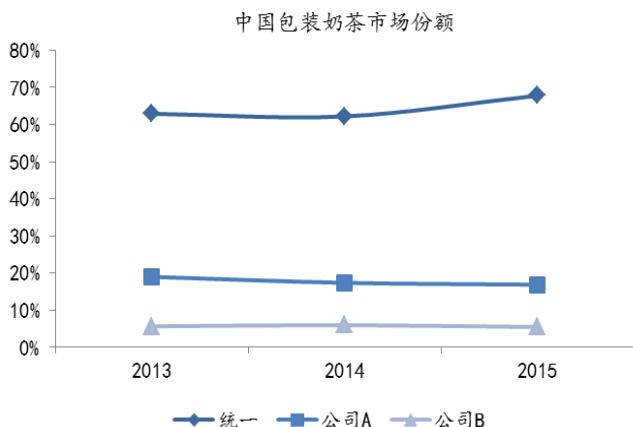
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 16、中国果汁市场集中度仍有提升空间



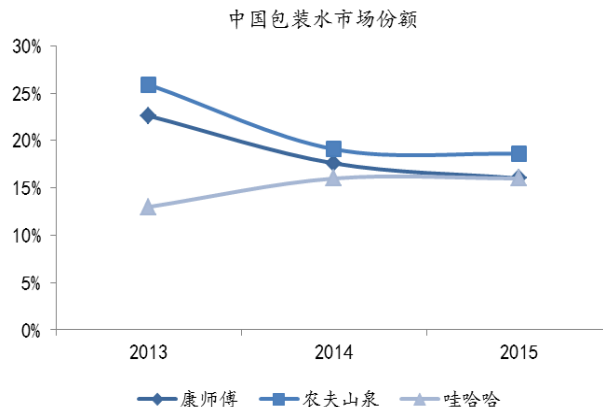
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 17、中国包装奶茶集中度较高



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 18、中国包装水会市场集中度仍有待提升



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

4、康师傅与统一：从价格竞争转向产品竞争

4.1 相同的经营业务，不同的成长轨迹

康师傅和统一是中国方便休闲食品行业的两家龙头企业，两家的主要经营业务均为方便面和饮料业务，且产品结构十分相似。截止 2015 年底，康师傅的方便面和饮料收入分别占总收入的 58% 和 40%，而同期统一企业中国的方便面和饮料业务收入分别占公司总收入的 63% 和 34%。

1991 年魏氏兄弟把康师傅红烧牛肉面带入中国大陆市场，开启了中国大陆市场方便面需求快速增长的时代。90 年代初的方便面行业以规模化扩张为趋势，产品的同质化特征明显，因此先入为主的康师傅方便面在大陆更好的打开销路，公司逐渐扩大产能规模和布局全国通路。目前在中国市场拥有全国性深耕销售网络，其强大的分销网络是公司的显著优势之一。

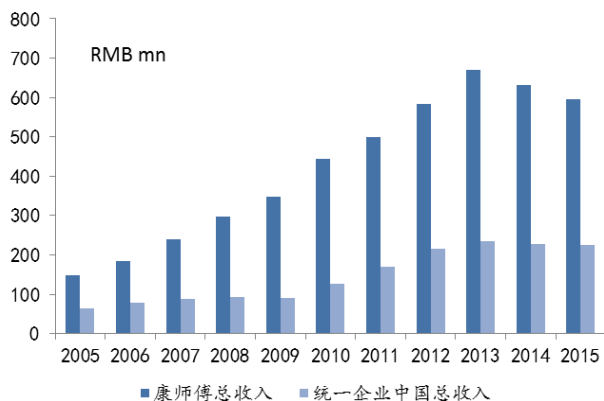
当前康师傅方便面业务在中国拥有最大的市场份额，在 2014 年一季度康师傅方便面市场份额达到历史高点 57.2% 后，市占率水平出现持续下滑，截止今年一季度，两年间康师傅方便面市场占有率下滑近五个百分点达到 52.4%。同期，其包装茶、包装水、果汁业务的市场占有率均出现了较大幅度的同比和环比下滑。公司近年来上市新品畅销品种较少，产品差异化和产品升级不突出，加之公司去年的提价策略，都构成了公司的市场份额萎缩的原因。而我们也由此看到，方便面及饮料市场的规模化发展已经告一段落，消费升级带来的对中高端产品和差异化产品需求的增加已成为行业新的发展趋势。

统一较康师傅稍稍晚进入大陆，1992 年也开始了方便面业务的销售，但个初期的

同质化产品和销售渠道布局的相对落后,使得公司的生产和销售规模小于康师傅。目前康师傅全国拥有工厂数量在 100 家以上,而统一在内地的工厂数量不到 40 家。销售渠道上看,在 2000 年以前,统一企业的销售网络相对康师傅而言宽度和广度都不占优势,市占率的提升仅依靠机场、旅游景点等特殊渠道等通路的布局。2000 年以后,尤其是公司的老坛酸菜牛肉面成为全国热卖大单品后,公司的渠道局面有所改观,公司的产品可以依靠新产品的优势更多的进入到 KA、便利店等核心普通渠道。而 2010 年以来,伴随公司坚持差异化价值行销战略下,更多的中高端畅销产品的出现,公司近年来的销售网络拓展和结构有了明显的改善。在近几年方便面及软饮料行业需求疲软的环境下,统一的产品结构升级给公司业绩带来了逆势的增长,也收窄了与康师傅的盈利规模差距。

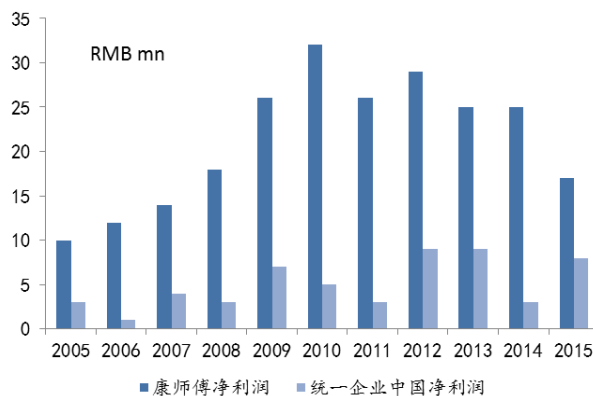
2015 年统一企业中国的总销售规模下滑 1% 达到 224 亿元,康师傅控股的总销售规模同比下降 11% 为 91 亿美元。2015 年统一的净利润同比增长 192% 至 8.3 亿元,同年康师傅的净利润同比下滑 36% 至 2.5 亿美元。按照销售额统计,从 2006 年到 1Q16 十年间,康师傅方便面的市场占有率从 47% 提升了 5.4 个百分点到 52.4%,而统一方便面的市场占有率从 10.2% 提升了近 11 个百分点至 20.8%。而在这十年间,康师傅的茶饮料市场(包含奶茶)占有率从 2006 年的 51.9% 下滑到 43.4%,而统一企业的茶饮料市场占有率从 2006 年的 22.8% 上升到 39%,这其中统一率先推出的畅销奶茶系列产品,对其市场占有率的提升功不可没。

图 19、康师傅与统一企业的销售额规模



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 20、康师傅与统一企业的净利润规模



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

4.2 追求“规模经济”与追求“品牌价值”

康师傅从 1992 年天津工厂建立以来,设定的目标就是把产品卖给每个人,公司建立生产线的速度十分迅速,在 2000 年的时候公司工厂已经接近 80 家,而当时统一仅有十余家工厂。2011 年,康师傅收购了百事的 24 个瓶装厂,更是增强了公

司的规模效应。同时公司大力发展三四线城市以及乡镇的分销体系，迅速拓展的产能和销售渠道，使公司在内地泡面和饮料市场高速发展时代，充分的享受到了规模效应给公司带来的利好。

而伴随市场逐渐饱和，需求疲软，消费升级趋势凸显，统一越来越意识到市场的重点开始由量向质转化，渠道优势已经没有那么明显，消费者对产品本身更为重视。统一企业开启了“价值行销”策略，表示不打价格战，追求产品差异化，打造产品的品牌价值。市场风向的扭转，使原本在渠道上没有优势的统一，找到了成长的新方向。而老坛酸菜牛肉面、冰糖雪梨、阿萨姆奶茶等一系列畅销大单品的成功推出，也给统一在产品升级的道路上增添了更多的信心和动力。从 2012 年开始，统一的产品升级趋势已十分明显，中高端产品占比逐渐提升，净利润规模与康师傅的差距也逐渐收窄。康师傅还在追求规模性增长的时候，统一已经开始追求产品结构升级和品牌价值的提升。

4.3 “大众品牌”与“中高端定位”

康师傅庞大的渠道网络，三四线以下城市是具有更大消费者基数的渠道，因此康师傅更多将产品定位为“大众品牌”。康师傅 2016 年推出方便面新产品黑胡椒牛排面和白胡椒肉骨面，袋装零售单价仍在 3 元左右，依旧定位大众品牌，我们判断公司是对去年提价后丢失的市场份额的重新争取，但无疑对公司的产品结构和盈利性改善有限。

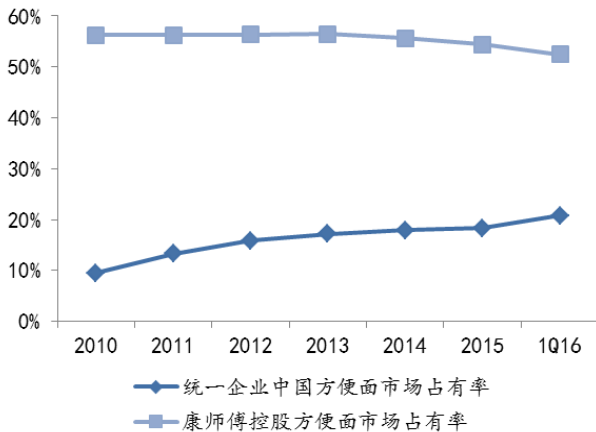
与此同时，我们看到统一今年推出的方便面新品是都会小馆，零售单价在 5 元-8 元，继续主攻 5 元钱以上的方便面市场。而公司在 2015 年就已经凭借汤达人成功获取了 5 元钱以上的中高端方便面市场最大的市场份额，已在中高端市场上占有一定优势。

4.4 “提价控费”与“产品结构升级”

康师傅善于做规模经济，在三四线以下城市做低价竞争，尽量的控制内部成本，实现产品低价。2015 年 10 月，康师傅对方便面提价 10% 至 20%，袋装零售价从 2.5 元调整为 3 元，桶装方便面零售价从 4 元调整为 4.5 元，而竞争对手统一却没有跟进，这使康师傅 2015 年下半年的市场占有率较上半年下滑 3 个百分点。

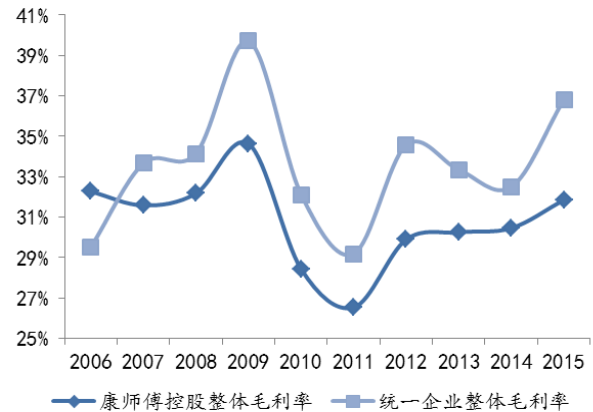
显然，以成本控制和提价的方式进行盈利性提升在当前的市场环境下，是难以实现的。迎合消费升级进行的产品结构改善，对于盈利性的提升的推动才是具有可持续性的。

图 21、统一企业毛利率水平高于康师傅控股



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 22、统一企业方便面市场占有率逐步提升



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

4.5 新品研发模式：“自上而下”与“自下而上”

食品饮料的新产品研发，通常是根据年度新口味的趋势，在市场上进行调研了解需求，而后确定新产品的渠道、市场份额等规划，继而在下放到产品研发部门进行开发，即通常采取自上而下的流程。而在这种模式下，研发会在目标限定下边的束手束脚。例如对于康师傅而言，公司在对新产品的制定会相对保守，因为创新水平较大的新产品，需要对产品线进行升级和重新改进，而对于康师傅庞大的生产销售规模，一旦新产品销量的下降，则面临着已投产的大规模产品线变成负担。这也是我们所看到的，通常统一先有市场受欢迎的新产品推出，而康师傅则会相应的对热销品进行跟进，借助其强大的销售网络做大规模。

统一目前的研发体系比较特别，2014年，统一在原有的研发部门以外，在事业部内部增加了产品创新小组，泡面事业部和饮料事业部各有一个。好的概念和创意都可以向创新委员会申报，而后经过研专业研发部门进行专业竞调和研发后落实创意。新品会在便利店或电商渠道进行一年左右的实际销售测试，稳定增长的产品会转到品牌组进行全面推广。即公司鼓励自下而上的创新模式，统一小茗同学的产品创意则源于公司一个产品经理旅行时喝到冷泡茶思考。

4.6 未来市场“产品”或重于“渠道”

康师傅的产品推广主要靠产品新上市时，集中密集投放广告，甚至买断展示货架，提高知名度和市场份额。康师傅具有稳定的财务结构和现金流，支持高举高打的推广方式，这在新品推出当季会有很强的效果，但成长的持续仍需要费用的持续投入。

当前，经销商更欢迎的是高毛利产品和畅销产品，统一企业目前借助其高毛利产品，以及畅销品搭配进行渠道铺货，而在货架上产品本身的差异化品类和包装，跳脱在消费者眼前，是当前统一更有优势的地方。

综合看来，当前整体方便面和饮料市场需求疲软的环境下，渠道显然依旧是快消费品的重要支点，但渠道优势愈发没有过去那么明显。经销商也会更加看重高毛利产品的配置，以及畅销产品的配置。而产品升级带来的创新、有特色、跳脱出传统产品让消费者眼前一亮的产品，在消费升级的支持下更迎合消费者的需求。因此未来我们判断方便面和饮料行业产品的创新和升级是获取更高市场份额的重要途径。

5、公司投资要点

5.1 强创新能力支持公司争夺中高端市场份额

我们认为强大的创新能力是公司的核心竞争力，公司持续坚持的“价值行销”战略一方面有利于公司整体产品结构的改善，进而提升盈利性，另一方面，公司新产品定位中高端，迎合消费升级的市场需求，有助于公司获取更高的市场份额。

- 创新及新品推广能力已得到多次验证，新产品推动公司产品结构改善

统一企业从 1992 年以来，已经在中国内地推出了 41 个系列的产品，而公司也是在业内较早聚焦研发，跳脱低价位、同质化的恶性竞争格局，向差异化产品、高附加值产品发展进行产品升级，寻求更大的市场机会的企业。一直以来在方便面和饮料业务上坚持“价值行销”战略。

而支持公司价值行销战略的，则是公司在业内领先的创新能力和新品研发及推广能力，公司开发的产品已多次引领大陆方便面和饮料消费潮流。2016 年 5 月 29 日，统一企业成功入选“亚洲影响力品牌 500 强”，CSISC 大数据研究实验室从 135 个饮料品牌中筛选出比较活跃的 30 个品牌作为研究对象，经数据处理分析，统一表现优异，长期在年终榜单中进入口碑前十名。

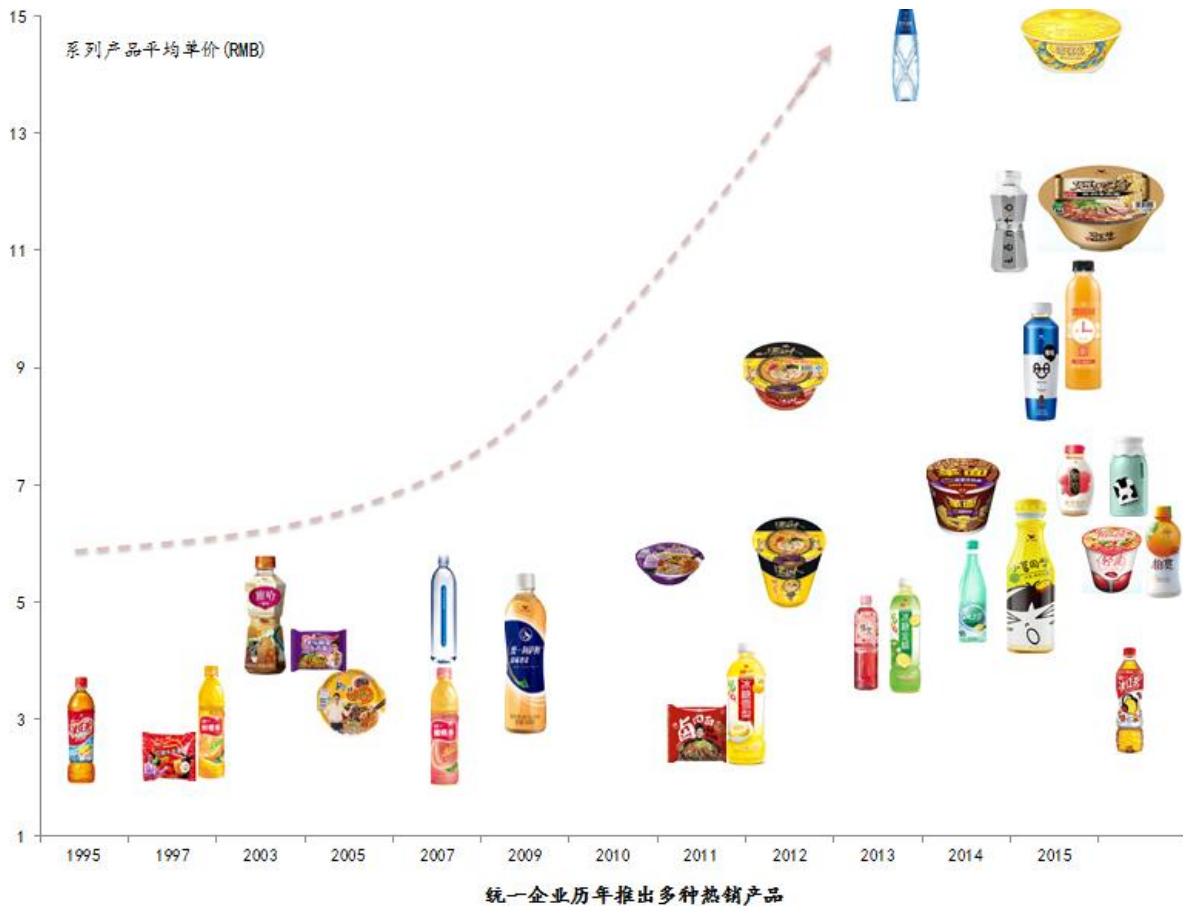
2005 年公司在全国范围内推行老坛酸菜牛肉面，给当时沉闷的市场带来亮点，而公司的老坛酸菜牛肉面也开启了国内酸菜面消费热潮，至今统一老坛酸菜面依然在中国辣味方便面市场拥有最大的市场份额。而公司近两年主推的产品汤达人，则再次成功的把握年轻消费者对高端方便面需求的流行趋势，成为零售单价五元钱以上方便面市场的主要品牌。统一冰茶系列和多系列果汁，一度引领中国大陆 90 年代的饮料消费潮流。到了 2000 年以后，冰糖雪梨系列的热销再次引领了国

内混合果汁的消费，而阿萨姆奶茶更是开启了中国内地的瓶装奶茶消费，目前公司的奶茶在中国内地市占率达到 67.8%，拥有绝对的优势水平。

2010 年至今，公司产品升级趋势更为明显，汤达人、革面、冠军榜等高价面的研发，使公司在中国单价 5 元以上的方便面市场上拥有最大的市场份额。而饮料产品的创新能力更为突出，近两年来小茗同学和海之言的成功推出，也再次验证了公司新品的研发和推广能力。

与此同时，我们看到公司随着新品的不断推出和升级，公司核心产品的价格带也在逐步上移，实现产品结构的改善。

图 23、公司历年成功推广多款热销产品，且公司核心产品整体价格带呈上移趋势



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

● 核心业务市占率增长显著

公司的方便面在中国的市场占有率居于第二位，仅次于康师傅的市场份额。从2010年以来公司的方便面业务实现了市场占有率的持续提升，从2010年的9.5%提升至2015年底的18.3%，而2016年一季度，公司凭借汤达人、轻蔬、冠军榜等产品的快速增长，方便面市场占有率较2015年底提升了2.5个百分点达到20.8%。公司在中高端产品的市场占有率更具优势，2013年汤达人产品全国推广以来，实现规模快速的增长，目前公司依靠汤达人已经稳居五元以上高价面的国内市占率第一的位置。

饮料业务上看，公司的即饮茶业务在今年有新包装冰红茶上市，同时在小茗同学新老产品持续畅销的推动下，市场占有率得到了持续提升，目前公司即饮茶占到全国市场份额约28.5%。同时今年公司强力推出花果茶提拉图系列产品，预计公司全年即饮茶市场占有率有望实现同比提升。公司的果汁产品市场占有率截止2015年底已达到14.7%，同比提升了1.3个百分点。除了“多”果汁系列产品的支持，新品海之言、怡赏、微时刻，以及“饮养四季”暖冬热饮的推广，都给公司的果汁产品争取到了更多的市场份额。2016年，公司的多果汁产品将有“橙PLUS”系列，以及海之言新口味等多款新品上市，有望维持果汁产品市场份额的进一步提升。公司的奶茶市场份额一直居于中国内地首位，截止2015年底，市场份额达到67.8%。统一的奶茶市场占有率从2011年到2014年维持在相对平稳的水平。2015年全国奶茶行业出现了明显的需求萎缩，消费量同比2014年下降了20%，而公司依靠阿萨姆小奶茶的上市成功拉动了市占率的提升，但在奶茶整体行业需求萎缩，集中度已相对较高，预计公司奶茶市占率的提升空间已相对有限。

图 24、公司方便面市场占有率 1Q16 已经达到 20.8%

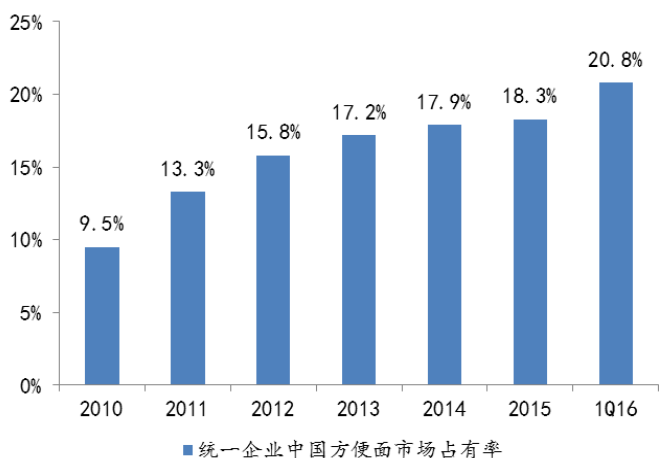
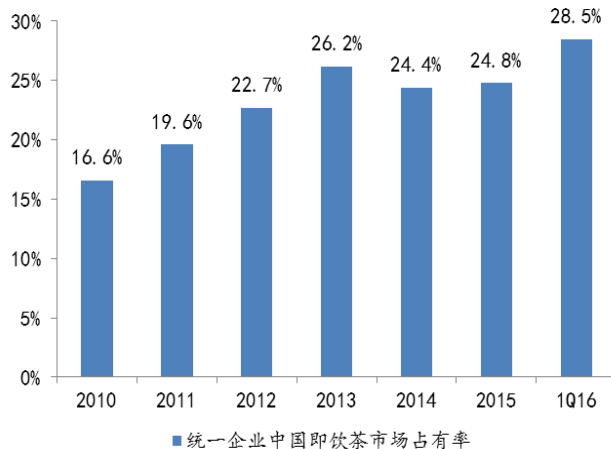


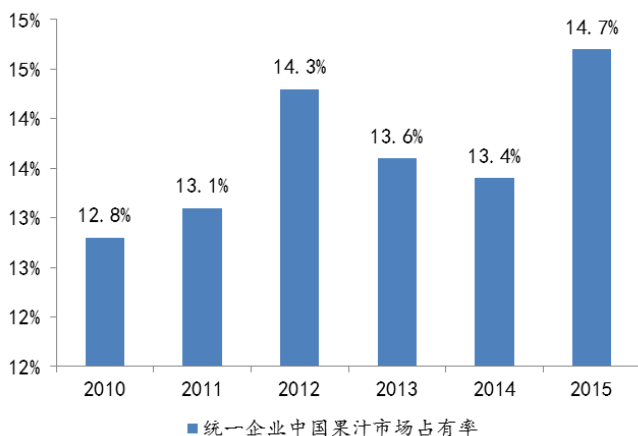
图 25、公司即饮茶市占率维持平稳



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

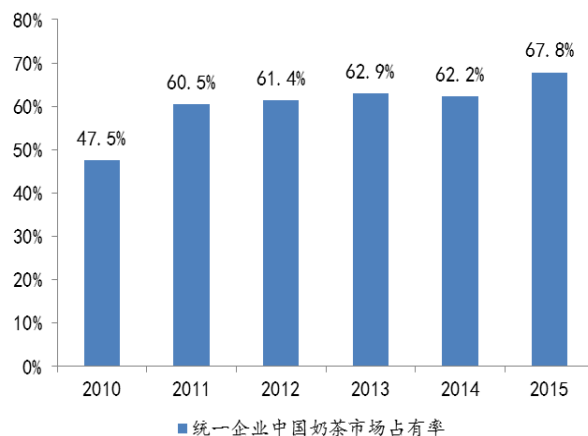
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 26、2015 年公司果汁市占率显著提升



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 27、公司奶茶市占率维持第一



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

5.2 畅销品种年内延续较快增长

● 汤达人 2016 年销售规模或达 7 亿元

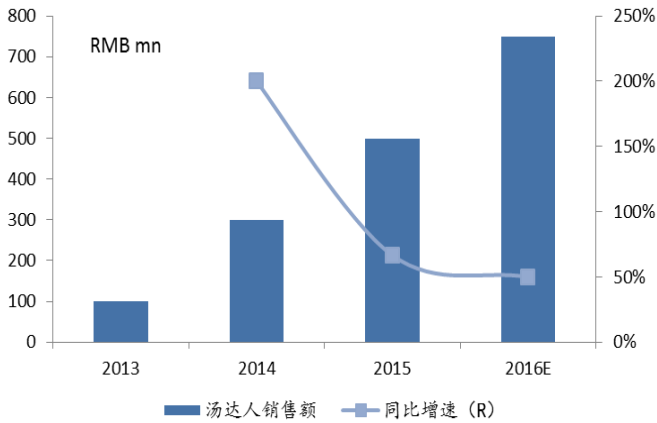
公司当前方便面产品中的核心品牌“老坛酸菜面”仍贡献公司方便面业务收入的较大比重，而 2014 年以来的热销产品“汤达人”则成为近两年来公司方便面业务的新增长点。汤达人上市后在 2013 年开始全国范围内推广，2013 年全年销售规模达到 1 亿元，2014 年汤达人销售额增长两倍，而 2015 年延续同比增长 66% 达到 5 亿元，在零售单价五元钱以上的方便面市场，统一企业已经成为龙头。我们预计 2016 年汤达人销售额有望达到近 7 亿元以上的规模。

2015 年公司继续以全新的包装及品牌定位，推出了时尚感“轻蔬”品牌，在 2016 年公司将持续推进。2016 年公司也推出都会小馆系列产品，定位在中高端，零售单价为 5 元。公司方便面市场占有率在 2016 年一季度已经达到 20.8%，环比 2015 年末有约提升 2.5 个百分点，一方面受到汤达人仍有较快增长的支持，另外在低价面竞争环境下统一老坛酸菜面销量也开始趋稳，红烧牛肉面在当前市场环境中也获得份额提升。公司热销明星产品或贡献公司总收入的 55% 左右，而在整个行业需求萎缩的大背景下，我们预计公司全年方便面业务收入有望微幅提升 0.2%。

● 2016 年小茗同学、海之言销售规模或达到 30 亿元

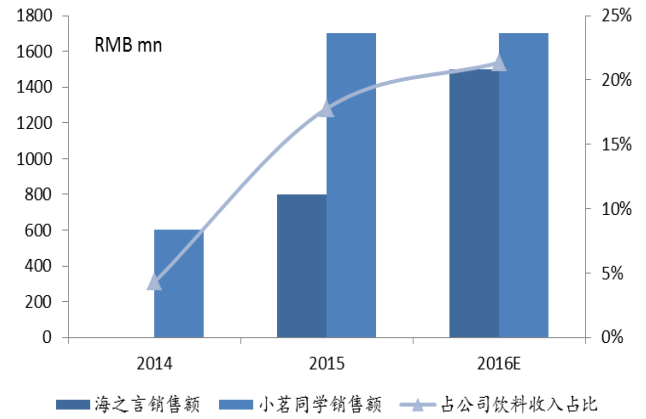
饮料业务中，小茗同学和海之言 2015 年贡献公司饮料业务总收入的 18%，其中小茗同学第一年上市销售规模就达到 8 亿元的水平，而海之言全年销售规模已达到 17 亿元。2016 年，两个产品均有新口味上市，我们预计全年小茗同学和海之言的销售规模有望达到 30 亿元以上，贡献公司饮料业务总收入的 21%。

图 28、汤达人 2016 年销售额或达到 7 亿元



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 29、小茗同学、海之言年内收入或达 30 亿元



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- 2016 年多款新品发布，值得期待

图 30、2016 年公司十逾款新品上市

2016 年上市新品	产品零售单价	产品展示
都会小馆	5 元	
橙 PLUS 柠	5 元	
恬蜜光年	-	
溜溜嗒茶	4 元	
提拉图	5.5 元	
海之言黑加仑/水蜜桃口味	4 元	

统一冰红茶（新包装）	约 2.5 元 /500ml	
水趣多	6 元	
PLAY N 次方 时光不老	10.8 元	
小浣熊有意丝	3 元左右	
怡赏（新包装）	5 元	

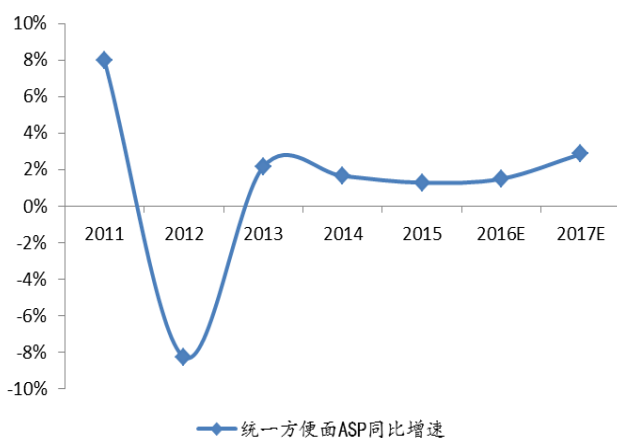
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

5.3 产品结构改善支持盈利性持续提升

- “差异化价值行销”策略持续改善公司产品结构

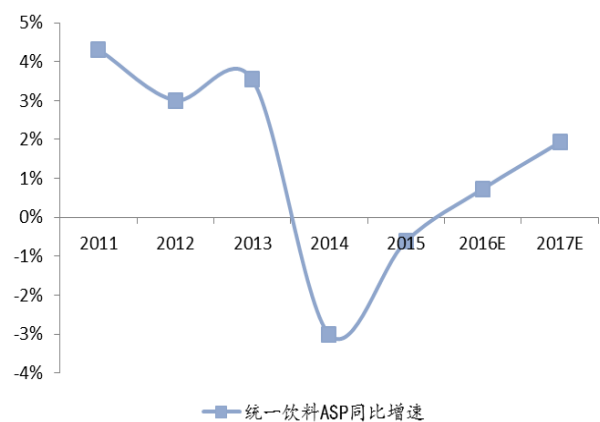
结合以上分析，公司在强创新能力支持的差异化价值行销策略下，新产品集中定位中高端市场，且对公司的收入贡献比呈上升趋势，我们预计公司的方便面和饮料产品平均价格水平将持续受益于产品结构的改善，2016 年预计分别同比增长 1.5% 和 0.7%。

图 31、产品结构改善带动方便面平均售价提升



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 32、产品结构改善带动饮料平均售价提升



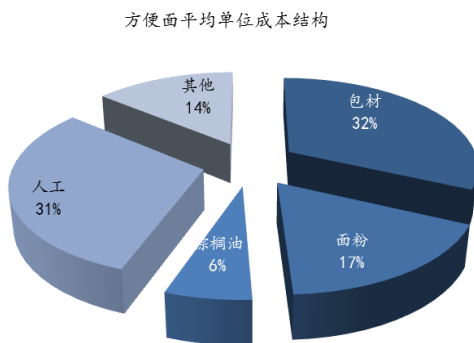
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

● 年内成本优势减弱

2015 年大宗物质价格持续处于较低水平，方便面的主要原料面粉、棕榈油及包材 PET，以及饮料的主要生产原料 PET 和糖的价格持续走低，促进了公司盈利性的提升。2016 年，面粉、棕榈油、PET 和糖的价格均出现环比回升，截止今年六月的最新数据显示，棕榈油、面粉和白糖价格分别较去年同期上涨 8%、4%和 7%，而 PET 价格虽企稳回升，但仍低于去年同期水平的 14%。我们预计 PET 全年均价仍低于去年均价 10%左右，棕榈油、面粉、糖全年均价分别同比上涨 6%、3%和 8%。

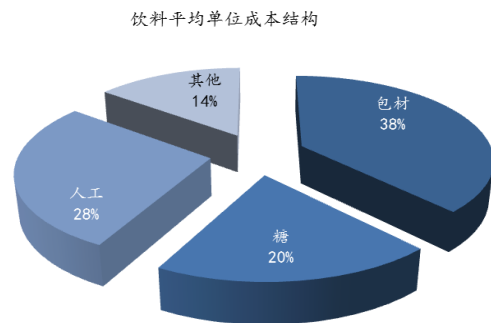
公司年内相对去年的成本优势或减弱，预计公司产品成本难现去年的大幅回落趋势，方便面和饮料的单位成本或较去年同比微幅上涨 0.17%和 0.22%。

图 33、方便面成本结构



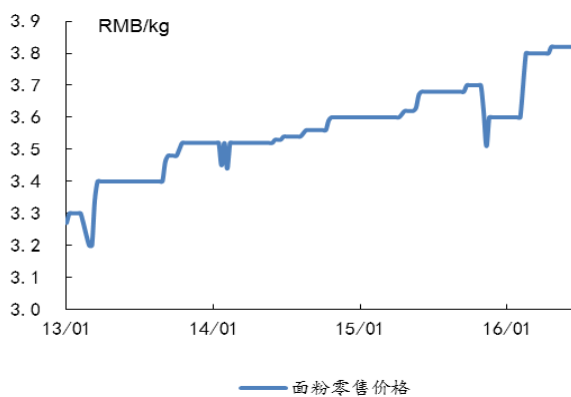
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 34、软饮料成本结构



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 35、2016 年面粉价格呈上涨趋势



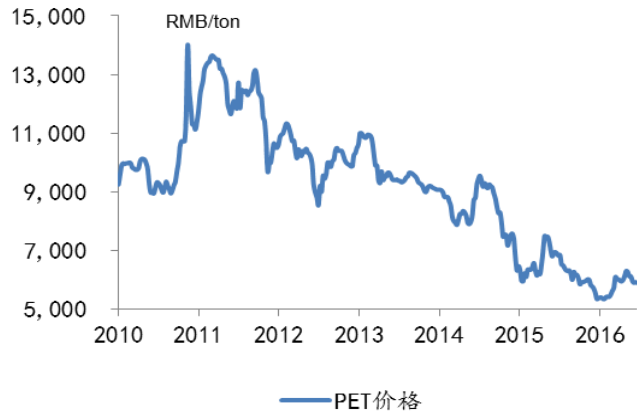
数据来源:公司资料, Wind, 兴业证券研究所

图 36、棕榈油价格触底反弹



数据来源:公司资料, Wind, 兴业证券研究所

图 37、当前 PET 价格仍低于去年同期



数据来源: 公司资料, Wind, 兴业证券研究所

图 38、糖价年初以来呈小幅反弹趋势

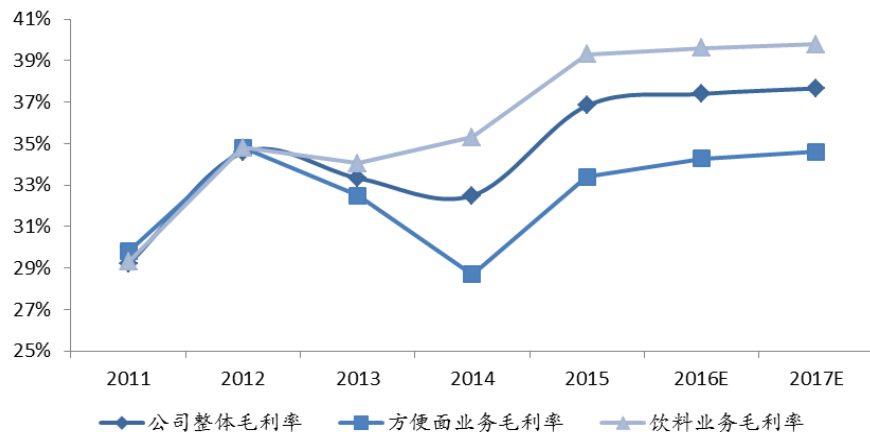


数据来源: 公司资料, Wind, 兴业证券研究所

● 2016 年毛利率有望提升 0.6 个百分点

结合对公司方便面和饮料产品的价格及成本趋势的预测, 我们预估公司 2016 年整体毛利润率有望同比提升 0.6 个百分点至 37.4%, 主要受到产品结构改善带动的平均销售价格提升。方便面业务毛利润率有望同比提升 0.8 个百分点至 34.3%, 主要受到公司五元钱以上的产品占比提升带动产业结构改善。饮料业务毛利润率有望提升 0.3 个百分点至 39.6%。

图 39、公司整体毛利润率 2016 年或同比提升 0.6 个百分点

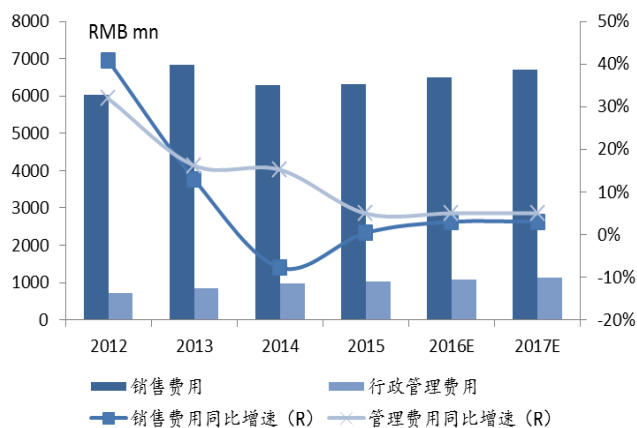


资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

● 销售及管理费用占收入比重有望小幅回落 0.4 个百分点

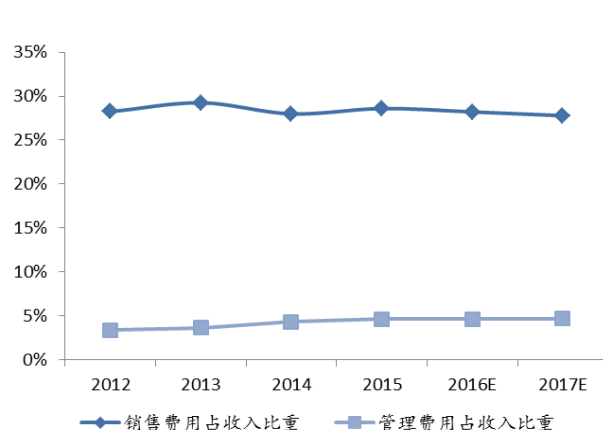
2015 年公司进行通路资源和品牌的精准投入，全年销售及市场推广费用微幅上升 0.4%，我们预计 2016 年公司在多款新品上市的情况下，市场推广费用或同比增长 3%，以支持销售规模的增长。2015 年公司的行政管理费用同比涨 5%，主要受到毛利提升导致的相应附加税增加，我们预估 2016 年公司管理费用维持 5% 的同比增速。2016 年全年公司销售管理费用或达到 75 亿元，占公司总收入比重为 32.8%，较去年微幅下降 0.4 个百分点。

图 40、销售及管理费用 2016 年同比增长 3.3%



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 41、2016 年销售管理费用占收入比下降 0.4ppts



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

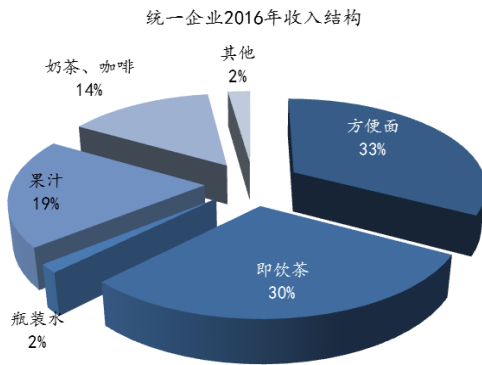
6、公司盈利预测

6.1 2016 年公司收入预计增长 4.4%

2016 年，我们预计中国整体方便面和饮料市场的需求依旧疲软，公司产品的销量仍难有较大增长，但结构性增长依旧可期，迎合市场需求的创新产品或成为新的增长点。

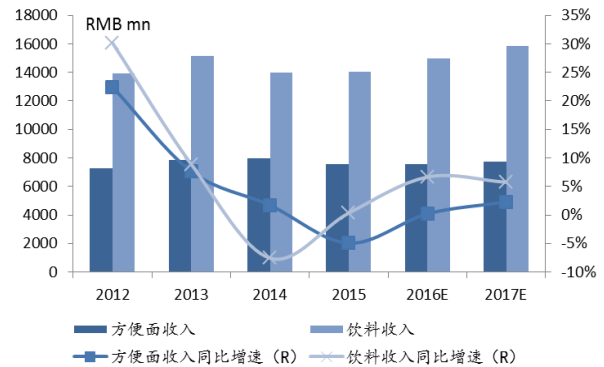
公司 2016 年在中高端市场占有率的提升，产品结构升级和新产品上市的带动下有望实现同比增长，我们预计公司 2016 年收入同比增长 4.4% 达到 230.77 亿元，其中方便面业务和饮料业务分别同比增长 0.2% 和 6.7%，而即饮茶、果汁有望成为带动饮料业务上涨的主要品类。汤达人、小茗同学和海之言有望延续快速增长，预计年内销售规模分别达到 7 亿元、和 30 亿元以上规模。预计公司 2015-2018 年收入的复合增速为 4.4%。

图 42、2016 年公司收入结构



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 43、2016 年公司分部收入表现



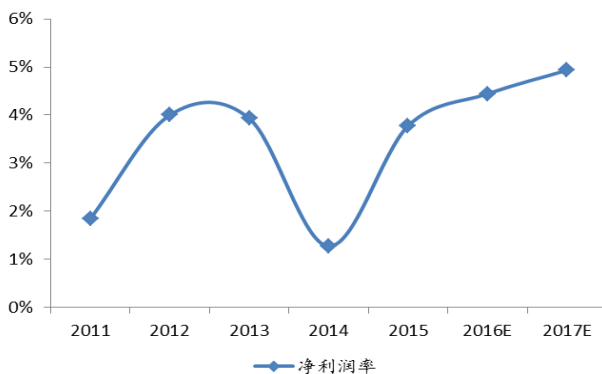
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

6.2 公司 2016 年净利润预计同比增长 23%

我们预计公司 2016 年净利润实现同比增长 23% 至 10.2 亿元，实现每股盈利 0.24 元，主要受到产品结构调整及销售管理费用占比下降带来的盈利性提升带动。2016 年公司整体毛利率预计同比提升 0.6 个百分点，毛利润同比增长 6%，销售及管理费用占收入比重预计同比下降 0.4 个百分点，经营利润同比增长 25%，公司净利润率同比提升 0.7 个百分点。我们预计公司在其强创新能力和产品结构持续升级的支持下，盈利性改善可持续，预计公司 2015 年至 2018 年净利润符合增速为 16%。

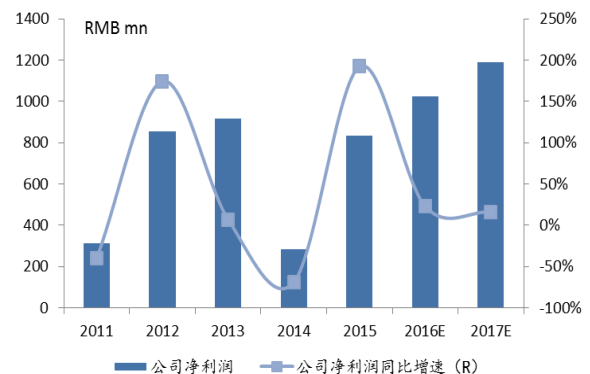
公司今年 5 月公告通过两家附属公司以逾 12.91 亿元出售相当于今麦郎饮品全部已发行股本约 47.83% 的股份，交割后不再持有今麦郎饮品集团权益。今麦郎饮品集团 2015 年税后纯利为 1.8 亿元，公司出售价格对应 PE 约为 15 倍。公司预期税前账面收益约 2.66 亿元，但具体认列收益将根据交割时代价与收益金额差额决定，预计将给公司全年业绩贡献正向收益，预计项目在七月至八月间交割及认列。

图 44、2016 年净利润率或提升 0.7 个百分点



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 45、2016 年公司净利润同比增长 23%



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

表 2、公司盈利预测

收入 (RMB mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
方便面	7,960	7,567	7,583	7,756	7,973
YoY	1.72%	-4.94%	0.21%	2.29%	2.80%
饮料	14,005	14,051	14,987	15,847	16,624
YoY	-7.57%	0.33%	6.66%	5.74%	4.90%
即饮茶	5,526	5,826	6,834	7,180	7,506
包装水	305	344	351	386	417
果汁	3,939	4,278	4,494	4,722	4,961
奶茶及咖啡	4,235	3,603	3,308	3,560	3,740
其他	523	483	508	533	560
收入合计	22,488	22,102	23,077	24,137	25,157
YoY	-3.61%	-1.72%	4.41%	4.59%	4.23%
毛利润 (RMB mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
方便面	2,285	2,528	2,599	2,685	2,785
饮料	4,944	5,522	5,936	6,306	6,569
其他	80	91	96	101	106
毛利润合计	7,308	8,141	8,631	9,092	9,460
YoY	-6.06%	11.39%	6.02%	5.34%	4.05%
盈利性	2014	2015	2016E	2017E	2018E
方便面毛利率	28.70%	33.40%	34.27%	34.62%	34.92%
饮料毛利率	35.30%	39.30%	39.61%	39.79%	39.52%
整体毛利率	32.50%	36.80%	37.40%	37.67%	37.60%
销售费用	6,295	6,321	6,510	6,705	6,907
YoY	-7.77%	0.41%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	968	1,016	1,066	1,120	1,176
YoY	15.21%	4.94%	5.00%	5.00%	5.00%
销售及管理费用占收入比	32.30%	33.19%	32.83%	32.42%	32.13%
净利润	286	835	1,025	1,191	1,284
YoY	-68.84%	192.26%	22.89%	16.11%	7.84%
净利润率	1.27%	3.78%	4.44%	4.93%	5.10%
EPS (RMB)	0.07	0.19	0.24	0.28	0.30

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

7、估值

我们给予公司目标价 7.20 港元, 是以现金流量折现法和 PE 相对估值方法共同推估取得, 对应 2016/17 年 PE 为 25x/22x。公司 2016 年净利润预计同比增长 23%, 公司历史五年的平均 P/E 水平为 38 倍, 我们认为公司作为具有强创新能力的行业龙头, 我们期待其未来盈利性提升的可持续性, 给予该估值水平相对合理。公司当前股价对应目标价格仍有 10% 上涨空间, 我们给予增持评级。

7.1 绝对估值— DCF 估值

以现金流折现法估算公司每股价值为 7.94 港元, 主要根据加权平均资金成本 6.9% 和终期增长率 1.5% 推估得到。

表 3、公司 DCF 估值

WACC Assumption	
无风险利率	5.0%
股票市场平均回报率	10.0%
Beta	0.66
股权成本	7.0%
债务成本	7.0%
有效税率	28.7%
WACC	6.9%
Discounted Cash Flow (US\$ mn)	
2025 年前 FCFF 现值	12,455
永续期 FCFF 现值	16,254
公司核心理论价值	28,709
+ 非核心资产价值	745
- 净负债	4,022
DCF	25,433
总股本	4,319
每股价值 (HK\$)	7.94

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

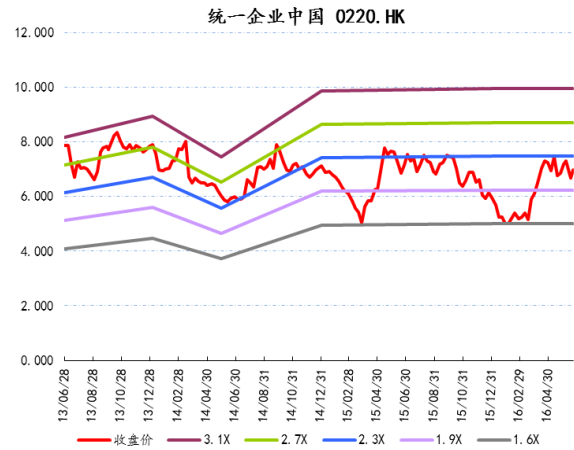
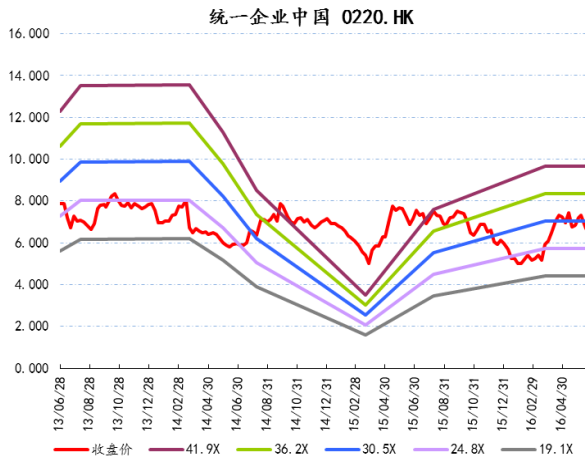
7.2 相对估值

公司历史五年平均 P/E 水平为 38x, 体现了市场对公司高创新能力和新品研发及推广能力的认可, 反映了市场对公司未来业绩可持续发展的预判, 且持续给予其相对行业平均估值的一定溢价。我们给予公司 2016 年 23 倍目标 P/E, 是基于 2016 年 1 倍 PEG 的假设, 结合公司 2016 年每股 0.24 元人民币的业绩预测, 得到公司相对估值为 6.5 港币。

公司在港股市场的主要对标公司为康师傅控股 (322.HK) 和中国旺旺 (151.HK), 当前两家股价对应 2016 年的 P/E 分别为 19x 和 15x, 根据市场一致预期, 康师傅 2016 年净利润同比增长 3%, 中国旺旺 2016 年净利润预计同比增长 8%。我们看好统一企业中国强大创新力的核心竞争力, 以及产品结构提升趋势带来的盈利性持续改善, 认为公司应享有相对行业平均估值和同类对标企业估值的溢价。

图 46、P/E Band

图 47、P/B Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

表 4、行业估值比较

公司	代码	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (报表单位)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
统一企业	0220.HK	6.54	283	0.24	0.28	0.30	23.1	19.9	18.4
万洲国际	0288.HK	5.94	870	0.06	0.06	0.07	12.8	12.8	10.9
雅士利国际	1230.HK	1.68	80	0.05	0.06	0.07	26.9	22.4	19.2
蒙牛乳业	2319.HK	12.96	508	0.65	0.72	0.81	17.2	15.5	13.7
现代牧业	1117.HK	1.08	57	0.11	0.14	0.16	8.7	6.6	5.8
合生元	1112.HK	25.20	159	1.19	1.61	1.82	18.2	13.4	11.9
中国圣牧	1432.HK	1.59	101	0.19	0.25	0.00	7.1	5.5	0.0
中国旺旺	0151.HK	5.34	680	0.05	0.05	0.05	14.9	14.2	13.4
华润啤酒	0291.HK	16.70	406	0.42	0.48	0.50	39.9	34.5	33.5
康师傅控股	0322.HK	6.96	390	0.05	0.06	0.06	19.0	16.2	15.8
天喔国际	1219.HK	2.14	44	0.20	0.23	0.00	9.3	7.9	0.0
中国食品	0506.HK	2.45	69	0.18	0.15	0.17	13.5	16.3	14.6
味千(中国)	0538.HK	3.02	33	0.21	0.22	0.23	14.5	13.9	13.3
中国绿宝	6183.HK	3.61	18	0.56	0.72	0.84	5.5	4.3	3.7
均值	-	-	-	-	-	-	16.5	14.5	12.4

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

注: 2016、2017、2018 年公司业绩及估值预测, 均以 Wind 市场一致预期为标准;

P/E, P/B 均以 2016 年 6 月 28 日收盘价为基准

8、风险提示

- 8.1 食品安全问题
- 8.2 原材料价格超预期波动
- 8.3 费用控制不利
- 8.4 新品市场表现低于预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,365	5,646	5,906	6,360	营业收入	22,102	23,077	24,137	25,157
货币资金	1,473	1,552	1,672	1,974	营业成本	13,961	14,447	15,045	15,697
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	8,141	8,631	9,092	9,460
应收账款	1,078	1,233	1,315	1,403	销售费用	6,321	6,510	6,705	6,907
其他应收款	548	658	691	725	管理费用	1,016	1,066	1,120	1,176
存货	1,368	1,415	1,474	1,538	其他经营费用	132	138	145	151
非流动资产	16,242	17,036	17,866	18,733	营业利润	1,031	1,291	1,514	1,636
可供出售金融资产	227	250	275	302	利息支出	110	121	133	146
长期股权投资	350	367	385	405	利息收入	136	150	165	181
投资性房地产	1,622	1,670	1,720	1,772	权益性投资损益	113	119	125	131
固定资产净值	11,455	12,028	12,629	13,260	非经营性损益	-	-	-	-
商誉及无形资产	34	36	37	39	非经常项目损益	-	-	-	-
土地使用权	2,214	2,312	2,407	2,501	利润总额	1,171	1,439	1,671	1,802
其他非流动资产	340	374	412	453	所得税	336	413	480	517
资产合计	21,606	22,682	23,772	25,093	净利润	835	1,025	1,191	1,284
流动负债	6,703	6,028	6,286	6,557	少数股东损益	-	-	-	-
短期借款及长期借款当期到期	1,589	1,637	1,686	1,737	归属母公司净利润	835	1,025	1,191	1,284
应付票据及账款	1,229	1,272	1,324	1,382	EPS(元)	0.193	0.237	0.276	0.297
应缴税金	46	48	51	53					
其他流动资产	3,836	3,069	3,222	3,383	主要财务比率				
非流动负债	3,301	3,333	3,367	3,402	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	2,665	2,665	2,665	2,665	成长性(%)				
其他	636	668	702	737	营业收入增长率	-1.72%	4.41%	4.59%	4.23%
负债合计	10,004	9,361	9,652	9,959	经营利润增长率	177.40%	25.17%	17.27%	8.03%
股本	4,319	4,319	4,319	4,319	净利润增长率	192.26%	22.89%	16.11%	7.84%
资本公积	4,830	4,878	4,927	4,976					
未分配利润	4,458	4,503	4,548	4,593	盈利能力(%)				
少数股东权益	-	-	-	-	毛利率	36.83%	37.40%	37.67%	37.60%
股东权益合计	11,602	13,321	14,119	15,133	净利率	3.78%	4.44%	4.93%	5.10%
负债及权益合计	21,606	22,682	23,772	25,093	ROE	7.19%	7.70%	8.43%	8.49%
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	46.30%	41.27%	40.61%	39.69%
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.80	0.94	0.94	0.97
净利润	835	1,025	1,191	1,284	速动比率	0.60	0.70	0.71	0.74
折旧和摊销	1,403	2,947	3,094	3,249	运营能力(次)				
运营资金的变动	1,414	1,428	1,442	1,457	资产周转率	1.03	1.04	1.04	1.03
出售固定资产收到现金	248	223	201	181	存货周转率	11.18	10.38	10.41	10.42
资本性支出	1,314	1,970	2,069	2,172					
投资损失	1,055	844	422	211	每股资料(元)				
债务增加	11,836	12,073	12,676	13,310	每股收益	0.19	0.24	0.28	0.30
债务减少	13,496	14,913	16,106	16,911	每股经营现金	0.80	1.26	1.33	1.40
支付股利合计	57	26	31	33	每股净资产	2.69	3.08	3.27	3.50
经营活动产生现金流量	3,471	5,434	5,762	6,027					
投资活动产生现金流量	-2,099	-2,502	-2,197	-2,104	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	-1,717	-2,867	-3,460	-3,634	PE	28.38	23.09	19.89	18.44
现金净变动	-331	79	120	302	PB	2.04	1.78	1.68	1.56
现金的期初余额	1,804	1,473	1,552	1,672					
现金的期末余额	1,473	1,552	1,672	1,974					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。