

康师傅控股 (00322.HK)

深度分析

快消品行业的常青树，竞争优势显著

投资要点

- 快消品行业领导品牌，多年耕耘实力雄厚：**康师傅 1992 年正式开启在大陆市场的方便面业务，1996 年将自身业务扩大到方便食品和饮品。公司先后在国内四十余个城市设立了生产基地，生产和销售规模不断扩大，方便面口味超过 200 款，市场销量始终保持领先地位。饮品方面，通过战略联盟、规模扩大、品类的快速扩充提升康师傅的产品覆盖和规模效应，满足更多消费者的需求，促进效率的提升。2016-2019 年收入端的年均复合增长率为 3.70%，方便面业务收入增长率 5.47%，饮品业务 3.09%；公司利润端的复合增长率为 42.05%，方便面业务利润增长率 23.41%，饮品业务 75.10%。根据公司公告数据，截至 2019 年，康师傅方便面销量市占率 43.3%，销售额市占率 46.6%，维持第一的位置；即饮茶销量市占率 45.7%，稳居首位，果汁、即饮咖啡、百事碳酸饮料销量市占率分别为 15.9%、17.6%和 32.9%，位居市场第二；包装水销量市占率 5.4%。
- 最大的方便面消费国，高端化战略打开行业的继续增长空间：**最新世界方便面协会数据显示，2018 年大陆和香港地区的总消费量为 402.5 亿份，占全球消费量的 38.85%，人均消费量尚不及韩国（74.6 份/人/年）和越南（53.9 份/人/年）。行业竞争对手云集，产品口味的相似度高，随着外卖的边际影响减弱、产品升级和不断丰富化配合上花式营销等方式，近几年方便面销量呈现回暖的态势。复苏过程中，中高价面是先头部队，零售均价从 2012 年的 1.82 元/份提升到 2019 年的 2.39 元/份。适应行业的发展，各大厂商纷纷向上布局和完善中高价产品，通过更丰富扎实的配料、更全面的营销定位扩充方便面的消费场景，向主食化、健康化发展，适应于消费升级的需求趋势。未来高端化战略将继续成为行业市场空间的主要增长引擎。
- 饮品市场是竞争的红海，消费升级推动饮品高端化发展：**饮品市场拥有繁多细分子行业，厂商通过推出层出不穷的新品来满足消费者多样化需求，因此整体行业生产周期长，需求较刚性。主要发展趋势（1）行业保持量价齐升，而且随着消费者的追求更高品质、更加健康的生活，瓶装水成为了市场份额最大的细分子行业；（2）细分子行业赛道基本被各大品牌占据，厂商需要不断做大做强自身的品类；（3）适应消费升级，向高端化发展（比如即饮茶市场，逐步从过去的 2-3 元主流价格带向 4-5 元以上的中高端产品靠拢，瓶装水市场从 1 元水逐步提升到 2-3 元及以上的价格段），厂商通过开辟新品牌（茶π、小茗同学等）、切入细分子领域（儿童水、即饮咖啡、100%果汁等）配合高端化战略的推动，行业空间将继续被拓宽。
- 康师傅积极推进高端化战略，修炼内功：**面对广大的消费市场和消费升级，康师傅通过从生产端、产品端、渠道端不断进行发展和优化，构筑强大竞争优势。（1）加强品牌投资：通过不断地运动类营销、媒体宣传、IP 合作新品等方式吸引消费人群，提高品牌的曝光度。（2）规模优势显著：截至 2019 财年，公司共拥有总体 182 间仓库，公司 14 个方便面事业基地，165 条方便面生产线，72 个饮料事业生产基地，425 条饮品生产线，自动化程度高，规模优势明显，具备很强的产品研发能力，成

投资评级

买入-B(首次)

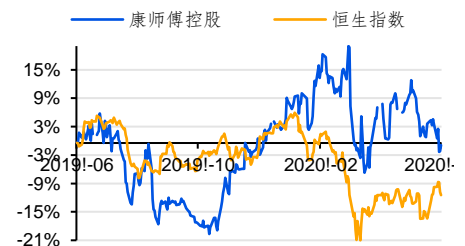
股价(2020-06-16)

12.70 港币

交易数据

总市值（百万港币）	71,649.59
流通市值（百万港币）	71,649.59
总股本（百万股）	5,623.99
流通股本（百万股）	5,623.99
12 个月价格区间	10.24/15.58 港币

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.68	-9.36	16.53
绝对收益	-4.91	-13.05	3.78

分析师

陈振志

SAC 执业证书编号：S0910519110001

chenzhenzhi@huajinsec.cn

021-20377051

相关报告

本把控能力显著，有助于公司积极推动高端化发展的战略（3）绵密的渠道通路：公司通过通路精耕完成了全国 371 间营业所、超过 3.6 万家的经销商和 18.5 万家直营零售商的全国渠道网络布局，积累消费人群的同时，具备快速铺货的能力，积极抢占市场。（4）充足的现金流：坚持现金为王理念，减少资产折旧费用、有息负债带来的财务费用，保持充足自有资金和健康的财务结构，截至 2019 年末，公司的现金及现金等价物 174.30 亿元。

◆ **方便面业务独占鳌头，饮品业务步履稳健。**公司显著的竞争优势体现在业务能力上

（1）通过对方便面的扩充产品口味、丰富价格矩阵、内外包装升级等措施，公司始终牢牢掌握方便面的领先地位，销售额达到 253 亿元，销量市占率 43.3%，稳居首位；尤其在高端面方面应收逐年上升，高端方便面销售额占比目前达到 89%，净利润率 8.70%，高于统一，在逐步缩小与日清的利润率差距。（2）饮品收入规模高于方便面，未来公司将积极通过精耕核心大单品、扩充口味和高端化饮品来积极布局饮品市场，利润率从 2016 年起逐步回暖。截至 2019 年公司的饮品净利率实现 2.66%，同比提升了 1.1 个百分点。公司竞争优势显著，高端化战略的基础扎实，未来随着高端化的逐步发展，盈利能力有望继续提升。

◆ **投资建议：**公司深耕快消品行业多年，修炼内功，实力强劲，稳健发展；即便是 2020 年初的疫情期公司也能做到快速响应，主动化疫为机。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、0.59 和 0.63 元，首次覆盖，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧、高端产品销售不及预期、食品安全问题、经济下行

财务数据与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,686	61,978	63,171	66,187	69,456
YoY(%)	2.9	2.1	1.9	4.8	4.9
净利润(百万元)	2,463	3,331	3,060	3,316	3,544
YoY(%)	35.4	35.2	-8.1	8.4	6.8
毛利率(%)	30.9	31.9	30.9	31.2	31.6
EPS(摊薄/元)	0.44	0.59	0.54	0.59	0.63
ROE (%)	11.6	16.1	14.7	15.1	15.2
P/E(倍)	26.2	19.4	21.1	19.5	18.2
P/B(倍)	3.3	3.3	3.3	3.2	3.0
净利率(%)	4.1	5.4	4.8	5.0	5.1

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

内容目录

一、快消品行业领导品牌，盈利能力强	6
(一) 坚守快消品，多年耕耘获成效	6
(二) 股权结构稳定，管理层经验丰富	6
(三) 利润高速增长，各业务的净利率逐年提升	7
二、方便面：国内外厂商角逐，高端化打开市场空间	10
(一) 方便面的属性：产品较同质化，竞争激烈	10
(二) 我国方便面市场的空间：产品高端化推动增长	11
三、饮品市场：市场有空间，乱花渐欲迷人眼	13
(一) 软饮料市场现状：竞争红海，不断扩容	13
(二) 细分行业的未来发展空间：品类扩容，产品向中高价位延伸	15
四、修炼内功，竞争优势显著	17
(一) 加强品牌投资，维持优越的品牌	18
(二) 规模优势显著，研发实力强劲	19
(三) 庞大绵密的销售网络，建立强大而坚实的经营平台	20
(四) 充足的现金流，健康的财务结构	21
五、优势体现：方便面领先地位扎实，饮品步履稳健	21
(一) 方便面领先地位扎实，盈利能力持续提升	21
(二) 饮料聚焦核心品类，产品结构提升	24
(三) 疫情期间快速响应，体现担当	28
六、盈利预测与投资建议	29
七、风险提示	30

图表目录

图 1：康师傅股权结构图	7
图 2：2016-2019 年康师傅的收入及增速	8
图 3：2016-2019 年康师傅的归母净利润及增速	8
图 4：2016-2019 年分品类收入（单位：百万元）	8
图 5：2016-2019 年分品类的占比	8
图 6：康师傅历年毛利率与净利润率水平	9
图 7：康师傅历年主要费用率情况	9
图 8：康师傅分业务毛利率水平	9
图 9：康师傅分业务的归母净利率水平	9
图 10：康师傅与统一的应收账款周转天数	9
图 11：康师傅与统一的存货周转天数	9
图 12：商超陈列的部分方便面口味及厂商品牌	10
图 13：2011-2018 年我国方便面的销量及销售的增长	11
图 14：农民工人数变动与方便面销量的变动	11
图 15：在线外卖的市场规模（亿元）	11
图 16：不同产品系列对应不同消费场景和人群	12
图 17：小红书推荐	12
图 18：日清的泡面周边、宣传稿修改等均上热搜	12
图 19：我国软饮料市场销售额及增速	13

图 20: 我国软饮料市场销量及增速	13
图 21: 2018 年软饮料细分子行业市占率	14
图 22: 2018 年软饮料细分行业规模 (亿元)	14
图 23: 主要上市公司的饮品毛利率	14
图 24: 全球软饮料市场规模 (亿美元)	15
图 25: 我国人均年软饮料的消费量 (L/人)	15
图 26: 即饮茶市场的销量增长 (单位: 百万升)	15
图 27: 即饮茶市场的销售额增长 (单位: 百万元)	15
图 28: 即饮茶产品对比	16
图 29: 瓶装水的市场规模 (单位: 亿元)	16
图 30: 主要瓶装水品牌上市时间	17
图 31: 2019 年包装水市场的竞争格局	17
图 34: 2019 年方便面品牌影响力排行	18
图 35: 康师傅创即饮茶零售量世界纪录	18
图 36: 康师傅的生产线和生产基地数量 (单位: 条/个)	19
图 37: 康师傅工厂的员工人数变化 (单位: 个)	19
图 38: 康师傅与统一的人均创收 (单位: 万元)	19
图 39: 康师傅与统一的人均创利 (单位: 万元)	19
图 40: 原材料对方便面毛利率的变动	20
图 41: 原材料对饮品毛利率的变动	20
图 42: 渠道简图	20
图 43: 康师傅保证充裕的现金流 (单位: 百万元)	21
图 44: 康师傅财务结构稳健	21
图 45: 方便面各价位段的营收占比	23
图 46: 方便面各价位段的营收 (单位: 百万元)	23
图 47: 方便面业务的营收水平 (单位: 百万元)	23
图 48: 方便面业务的盈利能力	23
图 49: 大陆主要方便面销售厂商营收 (百万元)	24
图 50: 主要厂商的方便面净利率对比	24
图 51: 2019 年饮品公司股权收购前后的股权架构图	24
图 52: 2016-2019 年康师傅饮品收入 (单位: 百万元)	25
图 53: 饮品主要品类的营收额 (单位: 百万元)	25
图 54: 康师傅和统一茶饮料销售额 (单位: 百万元)	26
图 55: 康师傅即饮茶的市占率常年位居市场第一	26
图 56: 康师傅饮品与火箭 101 少女的合作	26
图 57: 陈伟霆代言康师傅茶参厅	26
图 58: 2012-2019 年康师傅瓶装水的收入增长率%	27
图 59: 康师傅瓶装水市占率	27
图 60: 康师傅推出“涵养泉”天然矿泉水	27
图 61: 康师傅 2020 年新品“喝开水”	27
图 62: 康师傅饮品毛利率逐步回升	28
图 63: 康师傅饮品的净利率回暖	28
表 1: 康师傅相关重点事件	6
表 2: 康师傅部分管理层履历	7

表 3: 2019 中国 500 最具价值品牌排行榜 (食品饮料相关)	18
表 4: 业务盈利预测	29
表 5: 可比公司估值	30
表 6: 康师傅绝对估值 (单位: 亿元)	30

一、快消品行业领导品牌，盈利能力强

（一）坚守快消品，多年耕耘获成效

康师傅控股有限公司 1996 年在港交所上市（曾用名顶益(开曼岛)控股有限公司），当前公司的生产能力涵盖了方便面、即饮茶、果汁、包装水、即饮咖啡、碳酸饮料、运动饮料、糕饼零食、薯制休闲食品、凉糖、婴儿奶粉及用品、肉松等，是一家综合食品与饮料的巨头厂商。

康师傅母公司为台湾顶新国际集团，后者是以魏应州为大哥的魏氏四兄弟的家族企业。最早是销售油脂产品，而后逐渐扩充成为以食品制销为中心企业集团。集团旗下目前还拥有德克士、味全、全家 FamilyMart 等品牌，同时还涉及粮油、地产等行业，实力雄厚。2018 年底，魏应州先生辞去康师傅执行董事长兼董事会主席职务，长子魏宏名先生自 2019 年 1 月 1 日起接任。

方便面起家，延伸饮品和方便食品，战略合作再加码：康师傅 1992 年正式在大陆市场开始了方便面业务，爆品红烧牛肉面迅速红遍大江南北，而后通过不断开发新口味和产品升级，现在公司已拥有口味超过 200 款的方便面满汉全席，市场销量始终保持领先的地位。1996 年起将业务扩大至方便食品及饮品，先后在国内四十余个城市设立了生产基地，扩大生产和销售规模。此外，2012 年与百事中国饮料业务结成战略联盟，开始在境内独家负责制造、罐装、包装、销售及分销百事可乐的非酒精饮料。2015 年康师傅饮品公司与星巴克订立协议，康师傅负责在中国大陆生产、销售星巴克的即饮饮料产品。通过战略合作方式，进一步丰富了康师傅在国内市场的即饮饮料组合，给予消费者更多高品质、便捷的消费体验。

表 1：康师傅相关重点事件

时间	公司相关重点事件
1991 年	在天津设立顶益食品厂
1992 年	顶益食品厂正式量产，康师傅方便面上市
1995 年	顶园食品公司成立，康师傅米饼问世；同年，各地顶津食品公司相继成立，康师傅进军饮品
1996 年	顶益(开曼岛)控股有限公司股票在香港上市
1997 年	顶益开始将产品分为方便面、糕饼、饮品三个事业群，饼干、茶饮料、饮用水等产品也相继推出
1998 年	顶新集团收购味全，康师傅获得经营管理权，次年增持味全
2002 年	“顶益开曼岛控股公司”中文名称更名为“康师傅控股有限公司”
2004 年	顶新集团获得全家在中国大陆的运营权
2009 年	味全相关的冷藏业务出售完成
2012 年	与百事可乐关于中国饮料业务的战略联盟正式成立
2014 年	康百策略联盟与上海迪士尼度假区签署战略联盟协议
2015 年	饮品公司与星巴克订立协议，生产及销售星巴克品牌的即饮饮料产品
2017 年	英联食品授权康师傅在中国大陆市场独家生产和销售阿华田麦芽营养即饮乳品系列产品

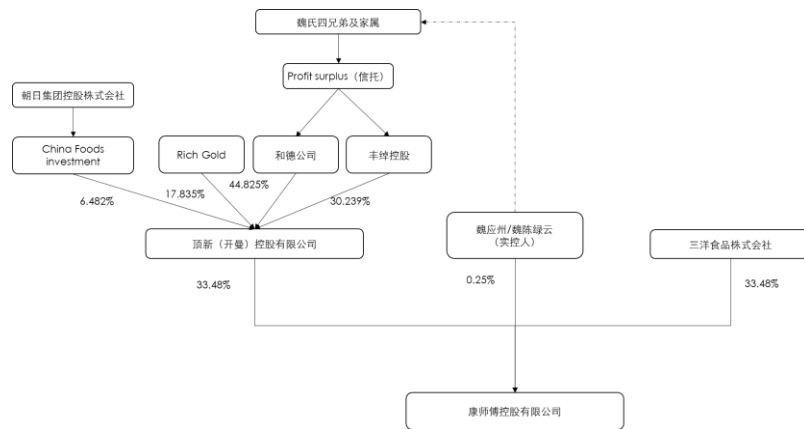
资料来源：公司年报、华金证券研究所

（二）股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构简单且稳定：截至 2019 年 12 月底，持股 5% 以上的股东两家，主要系顶新（开曼）控股有限公司和三洋食品株式会社，分别均持股 18.82 亿股（占比 33.48%），此外以魏应州先生为主的自然人持股 0.25%，魏应州为公司主要实际控制人。其中，公司于 1999 年 6 月

向三洋食品出售股份，当时三洋所持股份 13.84 亿股，占总股本比例为 33.14%，三洋正式成为公司的主要股东之一，截至 2019 年，持股比例 33.48%。

图 1：康师傅股权结构图



资料来源：公司年报、华金证券研究所整理

公司完成世代交接，整体实业经验丰富：现在的董事长魏宏名先生是魏应州先生的长子，于 2006 年正式进入康师傅，2015 年进入董事局，2019 年初魏应州卸任，魏宏名获委任为董事会主席兼委员会成员，完成世代交接。公司高管经历背景匹配，且大部分与公司共成长，实业经验丰富。

表 2：康师傅部分管理层履历

姓名	职位	年龄	出任履历
魏宏名	董事长	42	2006 年加入康师傅，2015 年进入董事局
井田纯一郎	副董事长	58	2002 年出任执行董事，现为三洋食品株式会社社长
韦俊贤	CEO	62	2013.1 出任康师傅食品 CEO，2015 年公司 CEO。此前出任过拜尔斯道夫执行董事、雅芳亚太区高级副总、宝洁大中华副总
刘国雄	CFO	49	2006 年加入康师傅，历任财会部经理、协理、资深协理
黄自强	方便面事业总裁	56	2010 年 12 月加入康师傅
蔡慈源	饮品事业总裁	59	1994 年 12 月加入康师傅
柳力仁	百事饮品事业总裁	60	2000 年加入康师傅

资料来源：公司年报、华金证券研究所

(三) 利润高速增长，各业务的净利率逐年提升

(1) 收入保持小幅正增长，利润高速增长

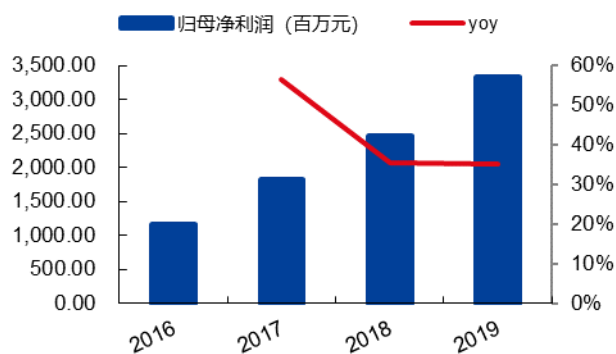
从收入端来看，公司近三年保持相对正增长，从 2016 到 2019 年收入的年均复合增长率为 3.70%，2019 财年完成营收 619.78 亿元，同比增长 2.13%。利润端来看，公司近三年保持较高的增速，从 2016-2019 年的年均复合增长率为 42.05%，2019 财年实现归母净利润 33.31 亿元，同比增长 35.24%。

图 2：2016-2019 年康师傅的收入及增速



资料来源：wind、华金证券研究所

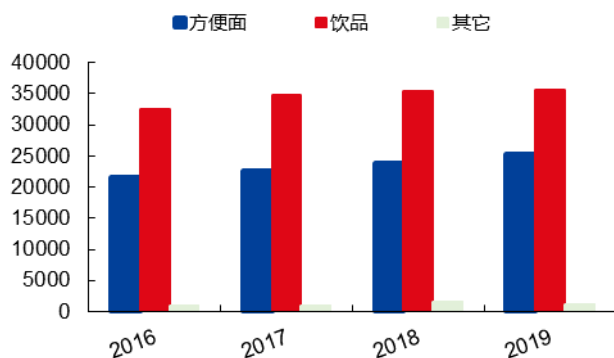
图 3：2016-2019 年康师傅的归母净利润及增速



资料来源：wind、华金证券研究所

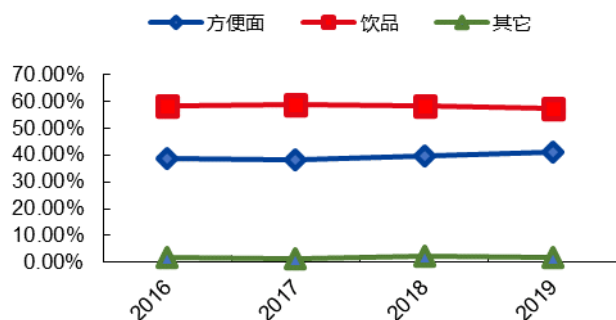
饮品在公司的业务占比最高，且每年保持较为稳定的收入，2019 年实现收入 356 亿元，占总营收比重 57.44%，16-19 年的年均复合增长率 3.09%；方便面业务是收入占比的第二大业务，收入保持稳健的提升，年均复合增长率 5.47%，2019 年实现收入 253 亿元，占比 40.82%；其它业务主要系糕饼等方便食品类，2019 年实现收入 10.78 亿元，占比 1.74%。

图 4：2016-2019 年分品类收入（单位：百万元）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 5：2016-2019 年分品类的占比

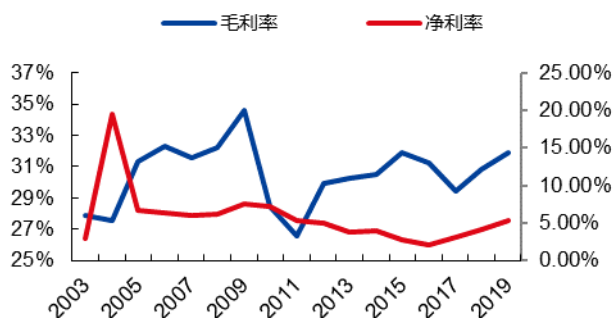


资料来源：wind、华金证券研究所

(2) 毛利率稳步提升，净利率持续改善

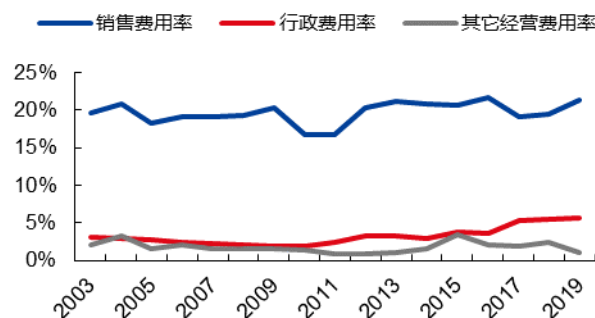
公司毛利率水平 30% 左右，截至 2019 财年，公司实现毛利率 31.88%，总体从 2011 年起呈现稳步提升的态势。从费用率来看，公司销售费用率基本在 20% 左右，行政费用率逐年有所上升，2019 年为 5.63%，同时其它经营费用（包括闲置资产折旧、减值和汇率波动亏损等）整体有所下降，2019 年其它经营费用 6.19 亿元，同比下降 57.73%，费用率为 1%。综合影响下，公司盈利能力逐年呈现提升，2019 年归母净利率为 5.37%。

图 6：康师傅历年毛利率与净利润率水平



资料来源：公司公告、华金证券研究所

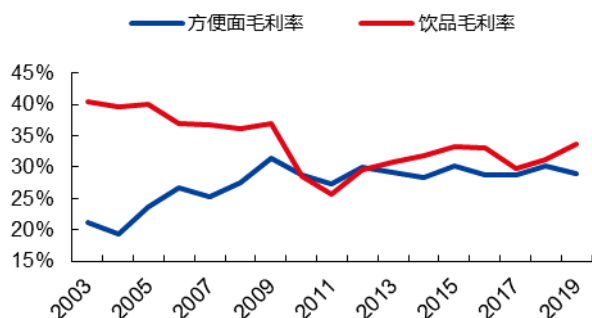
图 7：康师傅历年主要费用率情况



资料来源：公司公告、华金证券研究所

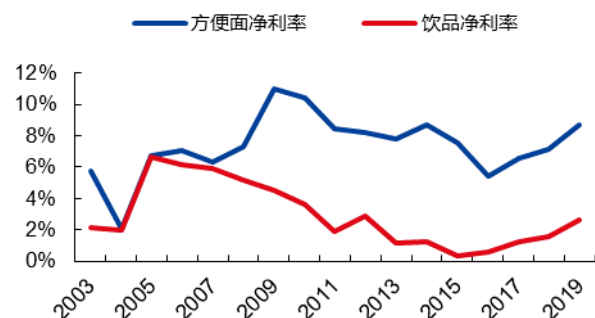
具体业务角度，方便面业务实现毛利率和净利润率的逐年上升，2019 年归母净利润率为 8.70%；饮品业务实现毛利率和净利润率呈现先下滑后上升的态势，近几年净利润率水平呈现逐年改善的态势，2019 年饮品事业部的归母净利润率为 2.66%。

图 8：康师傅分业务毛利率水平



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 9：康师傅分业务的归母净利润率水平



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资产运营效率角度，由于竞争激烈，行业的存货周转天数近年来有所提升，整体康师傅的存货周转天数更低，货物周转效率较高，相比有更强的存货变现能力；应收账款方面，康师傅对于渠道的应收账款周转率相对更低一些，周转天数整体呈现逐渐下降的趋势。未来随着龙头的市场份额继续提升，公司的应收账款周转天数有望继续下降。

图 10：康师傅与统一的应收账款周转天数

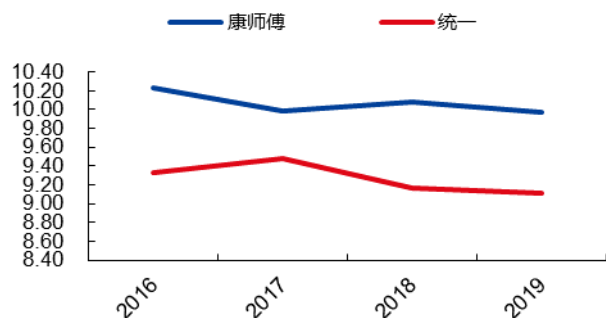
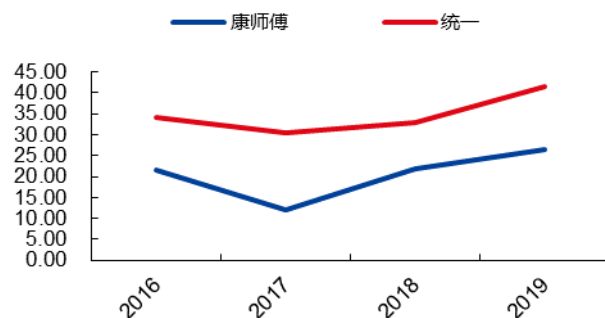


图 11：康师傅与统一的存货周转天数



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资料来源：公司公告、华金证券研究所

二、方便面：国内外厂商角逐，高端化打开市场空间

（一）方便面的属性：产品较同质化，竞争激烈

中国是方便面最大消费国，韩国人均消费量最高。1958年，日清食品公司创始人安藤百福销售了全球第一袋方便面—袋装鸡肉拉面，从此方便面作为一项新的食品进入了人们的生活。方便面传入中国，以物美价廉又能吃饱的特性获得了消费者的喜爱，尤其是农民工群体；巨大的需求推动了我国成为了方便面最大的消费国。根据世界方便面协会的数据显示，2018年全球方便面消费量约为1036亿份，大陆和香港地区的总消费量为402.5亿份，占比38.85%，名列榜首。从人均消费量角度，韩国人最爱吃拉面排名第一，人均消费量达到74.6份/人，其次是越南（53.9份/人）和尼泊尔（53.0份/人），世界的人均消费量（13.6份/人），而我国人均消费量约28份/人。

国内外竞争对手云集：国产方便面形态上以袋装面、碗面、杯面为主，主要有康师傅、统一、今麦郎、白象等。韩国作为人均方便面消费量最大的国家，其主打面系列以辛拉面、浣熊面、炸酱面、火辣鸡炒面最为流行，国内主要能接触到的品牌有农心，三养等。日本作为方便面的始祖，日清1971年就首次推出杯装即食面，随即风靡了全球，日清方便面目前通过“日清”、“公仔”核心品牌闻名于国内外的高端方便面市场。

方便产品较同质化，矩阵丰富：各大厂商的拳头产品会有不同，但整体方便面的口味相似性高，市面上动销火爆的口味主要是红烧牛肉面、老坛酸菜面、海鲜面、藤椒鸡面等。此外，随着产品的延伸，干拌面、粉丝等不同形式、不同质地的方便食品也逐渐归类到国产产商的产品矩阵中。

图 12：商超陈列的部分方便面口味及厂商品牌

	康师傅	统一	今麦郎	其它
红烧牛肉系列				
酸菜牛肉系列				
藤椒方便面系列				
豚骨面系列				

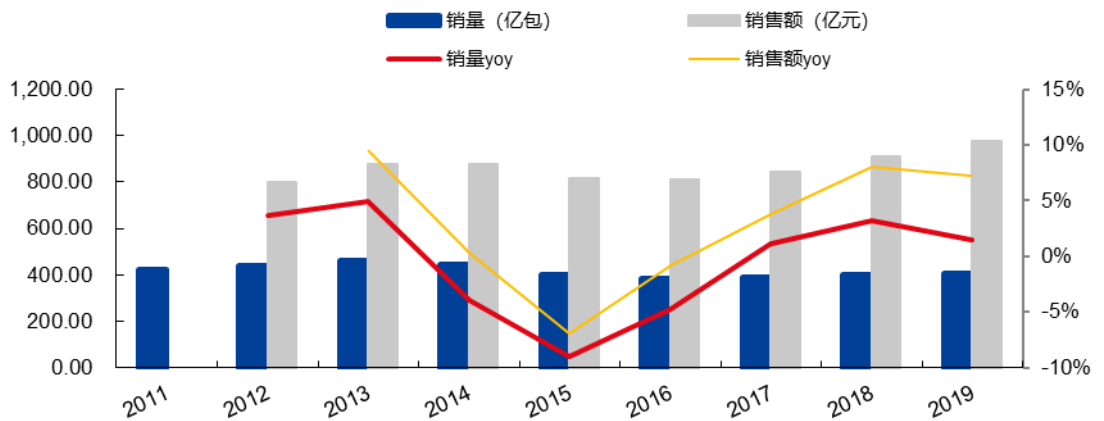
资料来源：华润万家、华金证券研究所

(二) 我国方便面市场的空间：产品高端化推动增长

1、丰富产品和口味，营销多样化带来新潮，方便面市场回暖

从数据端来看，我国方便面的销售增速从 2013 年起逐年下滑，从 2017 年开始逐步回升。

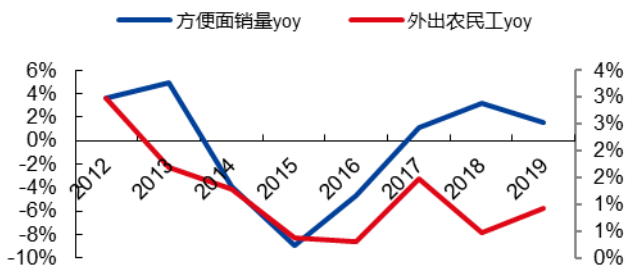
图 13：2011-2018 年我国方便面的销量及销售额的增长



资料来源：前瞻研究院、华金证券研究所

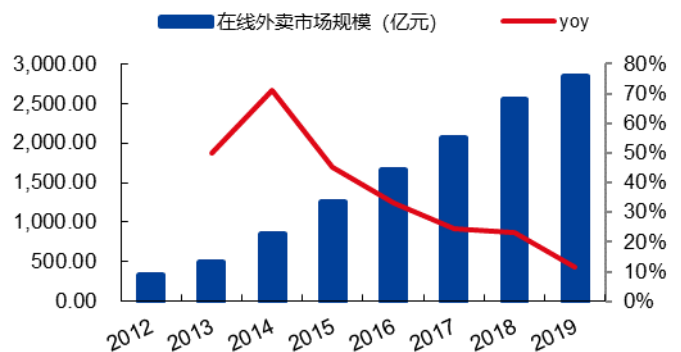
2013 年方便面销售最高峰：方便面从 2000 年的 178 亿包销量，不断攀升到 2013 年的 462.2 亿包；此后受制于外出务工的农民工数量增速的下降以及外卖的迅速崛起对方便面的替代，销量逐年下滑。截至 2016 年销量 385.2 亿包，距离 2013 年下降了 16%，相当于回到了 2010 年的水平。

图 14：农民工人数变动与方便面销量的变动



资料来源：wind、华金证券研究所

图 15：在线外卖的市场规模（亿元）



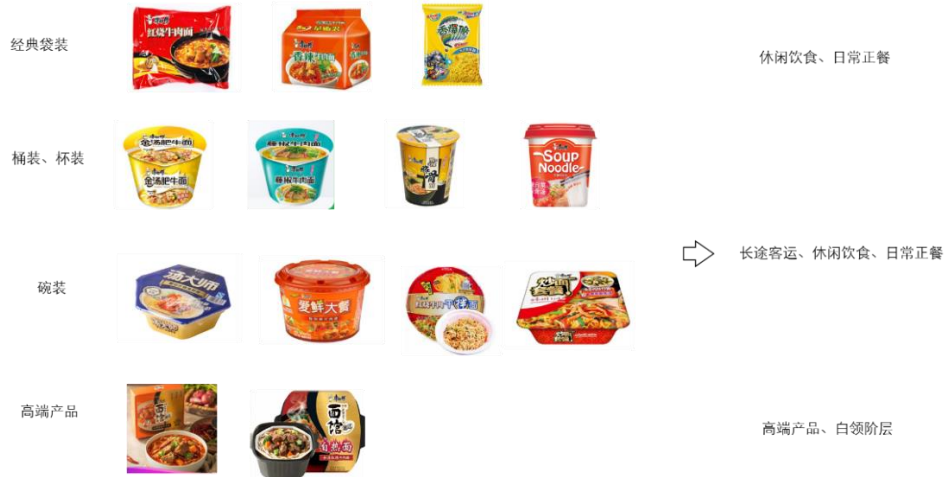
资料来源：前瞻研究院、华金证券研究所

2017 年以来，国内的方便面市场连续三年的销量下滑局面得到了改善。主要系以下三个因素的共同作用：

(1) 外卖的边际影响减弱：随着外卖市场进入到饿了么和美团寡头角逐战中，两强的市场竞争格局较为稳固，因此补贴也开始逐渐消退，与此同时随着配送费的提高，导致外卖过去超强的性价比逐渐下降，10 元以下就能吃饱吃好的外卖的逐渐消失，但 5-10 元就可以在市面上购买到中高端的方便面。

(2) 厂商扩品扩场景：各龙头厂商通过不断丰富产品食用方式（泡式、干拌式→煮式和自热式）、多样化产品包装（袋装、杯装、碗装等）、多样化的口味（以康师傅为例，方便面有 260 多种不同的口味），纵横扩宽了消费场景，从主餐替代、休闲零食到主餐化的发展，从蓝领到白领，从低收入人群到中高收入人群，从过去的工地、长途路途的充饥场景，到现在办公室加班、外出游玩、Party 聚会、游乐园等，随身携带随时食用。

图 16：不同产品系列对应不同消费场景和人群



资料来源：京东、华金证券研究所

(3) 互联网花式营销法配合：从双微一抖、小红书等多种渠道进行宣传，各种方便面的新品类通过创意的打法（包括跨界营销、泡面周边产品等）获得更多的消费者眼球，拓宽了新的消费人群，尤其是吸引精通这些营销工具的 Z 世代人群，根据 CBNDATA 的数据，Z 世代人群消费规模在各代际排名第三，且消费增速超 50%，这一代年轻的消费群体擅长使用各类营销工具，不仅更易接收到最新最快的新上市食品信息，也更乐意拍照与别人分享，交流种草。

图 17：小红书推荐



资料来源：百度、华金证券研究所

图 18：日清的泡面周边、宣传稿修改等均上热搜



资料来源：百度、华金证券研究所

2、中高价位是方便面复苏的先头部队，也是未来市场扩容的主力方向

零售价较高的高价面成为行业改善的主力。在消费升级的背景下，消费者对方便面的需求越来越高，不仅仅为了应急饱腹而吃方便面，也可能因为新鲜感、相对更健康的饮食而购买优质方便面，因此为了满足消费不同层级的需求，方便面产品线和价格带拉长、加宽，正朝着健康、营

养等高端方面转型也是行业整体趋势，对于高端方便面产品的需求日渐增加。从 2016 年到 2019 年方便面销量年均增长为 1.9%，销售额年均复合增长为 6.3%，高端化助推行业的复苏。

各厂商纷纷推出中高端产品系列，抢占市场份额。一改过去的同质化竞争，近几年顺应行业从低价竞争到全面提质的阶段，方便面巨头厂商纷纷推出优质高端面抢占市场，比如统一率先打出“生活面”的概念，陆续推出“汤达人”“都会小馆”“相拌一城”“满汉大餐”等中高价位产品；像康师傅针对中青年上班人群，推出速达面馆，随后瞄准家庭场景，推出速达煮面系列，2019 年顺势推出速达面馆自热面，主打户外场景，把生活、工作、出行等多场景全面打通，满足不同消费者的消费需求。今麦郎 2015 年采用航天领域的冷冻干燥技术用于方便面的开发，推出了“一菜一面”，通过真实菜料替换传统调料包带来家的味道，此外非油炸“面馆面”系列风靡韩国市场。

3、随着国内的消费升级继续演进，产品升级驱动国内方便面市场的后续增长

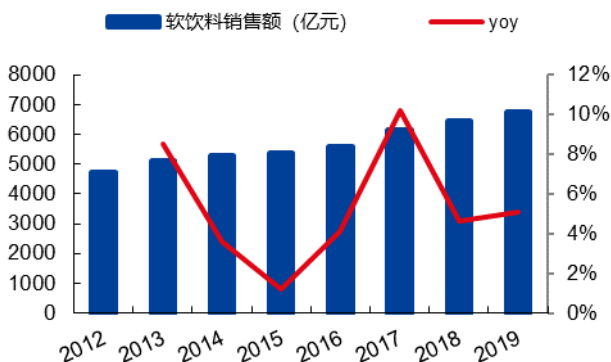
随着高位方便面备受推崇，销售量逐年上升，各种营销方式逐渐渗透，“非油炸”“健康”等理念的不断强化，国人对于方便面的观念从过去“低端、不健康、没营养”的应急食品在向家庭日常食品过渡，现在的消费者不是不吃方便面了，而是对于方便面的需求上升到了更高的高度，更加讲求健康、主食化、创新的中高端方便面。因此，随着方便面的地位不断进化，我们的方便面市场也将朝着“美味、营养、健康”的正餐定位发展，高端化方便面将通过更丰富扎实的配料、更全面的营销定位等，继续成为行业空间的主要增长引擎。

三、饮品市场：市场有空间，乱花渐欲迷人眼

（一）软饮料市场现状：竞争红海，不断扩容

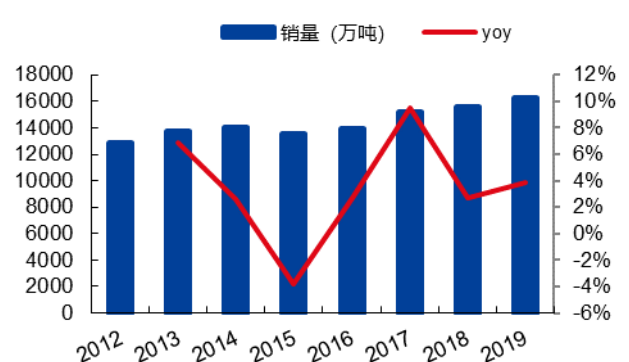
行业生命周期延长，需求较刚性：为了不断满足日益变化和基数庞大的消费需求，这就要求了饮品行业需要有层出不穷的新品来满足多样化需求，因为行业拥有繁多的细分子行业，SKU 也非常多，对于行业的需求几乎没有弹性。哇哈哈前董事长宗庆后曾说“饮料行业永不过时，永远是朝阳行业”。2019 年我国软饮料市场规模约 6768 亿元，整体销量在 1.62 亿吨左右，保持正向增速。

图 19：我国软饮料市场销售额及增速



资料来源：AC 尼尔森、华金证券研究所

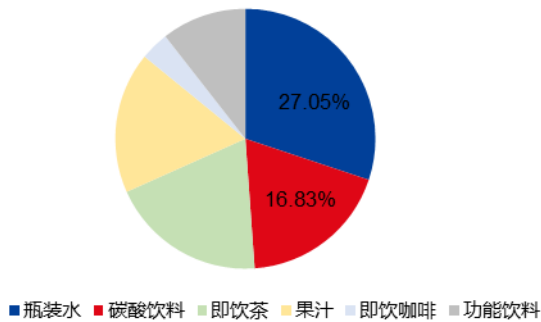
图 20：我国软饮料市场销量及增速



资料来源：AC 尼尔森、华金证券研究所

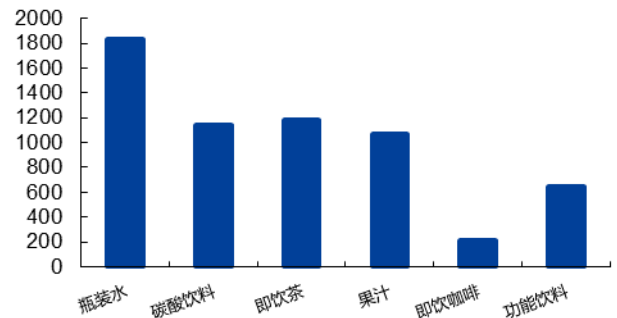
品种繁多，大众消费体现多元化：我国饮料行业经过多年的高速增长，除了碳酸饮料以外，茶饮料、果汁、奶茶、瓶装水、果汁茶等相继崛起，功能性饮料业逐渐被接受和认可，整体呈现多元化、细分化的发展趋势。子行业主要包括瓶装水、碳酸饮料、即饮茶、即饮咖啡、功能性饮料等。随着居民生活质量的提高，消费者更加追求安全、健康的饮品，根据产业信息网的数据显示，以销售额为口径，2018年细分子行业中瓶装水的占有率达到了27%，超过了即饮茶（17.5%）、碳酸饮料（16.8%）。

图 21：2018 年软饮料细分子行业市占率



资料来源：中商产业信息网、华金证券研究所

图 22：2018 年软饮料细分行业规模（亿元）

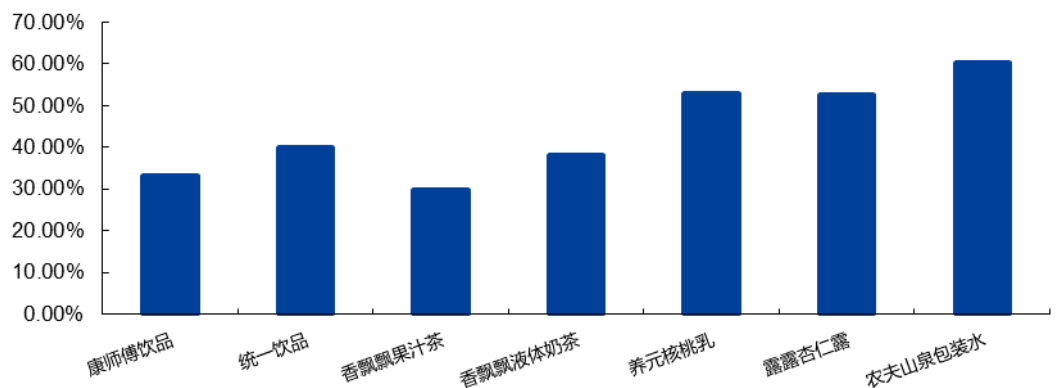


资料来源：中商产业信息网、华金证券研究所

软饮料盈利能力强，竞争激烈。软饮料行业具备高利润率，基本毛利率都在 30% 以上，同时行业门槛较低也吸引了众多的企业投身其中。随着消费升级，消费者对品牌意识的提高，对口味的挑剔加强，以及品牌企业加大研发投入和市场费用的投放，各细分品类赛道已经被各大品牌所占据：碳酸饮料以可口可乐、百事可乐两大巨头为主；包装饮用水主要是农夫山泉、怡宝、康师傅、哇哈哈等；果汁饮料行业，康师傅、统一、汇源等；即饮茶市场中，康师傅、统一占比较高，香飘飘的果汁茶势头也较猛；功能性饮料板块，以脉动和红牛占据主要的市场份额。

但同时，虽然品牌厂商占据较高的市占率，**竞争格局却不是静态的**，因为品类的可复制性较强，随着饮料企业产能扩张，市场的消费量不断被摊薄，竞争继续加剧。行业巨头们需要不断做深做高自己的优势品类，不断尝试推出新品类，跟随其它品牌丰富扩展新鲜口味。

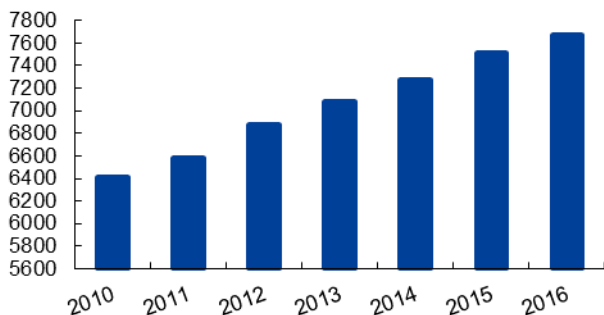
图 23：主要上市公司的饮品毛利率



资料来源：公司公告、华金证券研究所

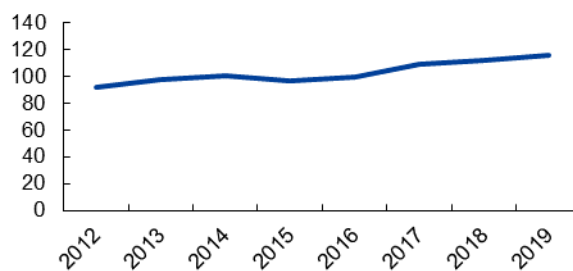
配合行业的扩容，人均饮用量还有提升空间：我国软饮料行业的市场规模已经较大，2016 年约占全球软饮料市场的 10% 份额，但是测算来看 2019 年我国人均年消费量 116L，过去保持平稳上升的态势，配合行业的高景气度、未来消费的多元化和产品的扩容升级，行业继续扩容，人均饮用量的提升空间依然较大。

图 24：全球软饮料市场规模（亿美元）



资料来源：中商产业信息网、华金证券研究所

图 25：我国人均年软饮料的消费量（L/人）



资料来源：AC 尼尔森，wind，华金证券研究所

（二）细分行业的未来发展空间：品类扩容，产品向中高价位延伸

1、即饮茶：向中高价位靠拢，新生代品牌不断加码

即饮茶在中国的市场体量大：即饮茶会比白奶市场更大 40% 以上，是酸奶市场的 3 倍以上，有着较为广阔的空间，主要系我国的消费者对于茶饮有更为宽泛的诉求，一方面，单纯的茶在提神醒脑、健康生活上发挥重要作用，另一方面，将茶搭配其它饮品的组合又能够吸引不同年龄段的消费者，从而扩宽消费人群和消费场景。

行业“重量”到“重质”的转变：我国茶饮料市场适应消费升级出现结构性转变，茶饮料的消费在由重量向重质进行转型。数据显示，从 2003 到 2013 年，我国茶饮料市场零售额的快速增长主要由销量增长推动；而到 2014 年以后，零售量增速有所放缓，同时零售价格依然不断提升，价增拉动市场发展的贡献越来越突出。对于这种结构的变化，我们分析主要系当时市场其它饮品（比如鸡尾酒、包装水等）的崛起和线下茶饮店的开张，对于即饮茶和瓶装奶茶销量有所影响，尤其是瓶装奶茶的销量有受较大的影响。

图 26：即饮茶市场的销量增长（单位：百万升）

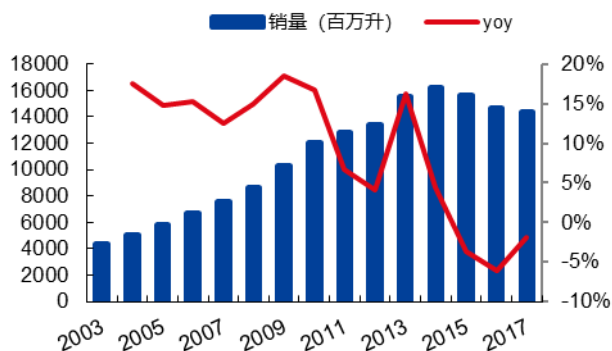
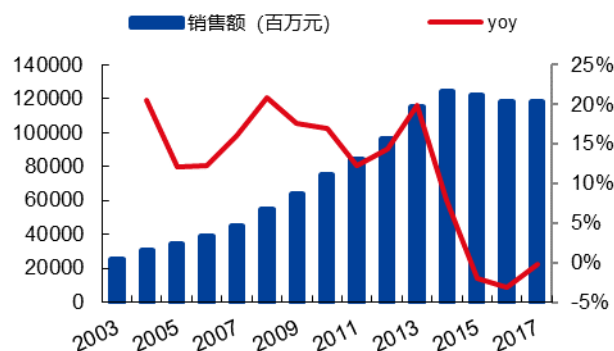


图 27：即饮茶市场的销售额增长（单位：百万元）



资料来源：EMIS、欧睿、华金证券研究所

资料来源：EMIS、欧睿、华金证券研究所

茶饮产品逐渐向零售价 4 元以上价位靠拢，品牌巨头市占率变化小。康师傅和统一的绿茶、冰红茶凭借丰厚的利润空间和品牌效应过去占据市场份额的 60%，主打 2-3 元的主流价格空间。为了适应消费结构变化，而且随着主流价格产品的透明化，厂商不断推陈出新，经销商也更愿意将精力放在价位不透明的创意新品上，顺应这种趋势，统一相继推出“小茗同学”、“茶·瞬鲜”等，康师傅推出高端“茶参厅”柠檬茶等。根据公司年报相关披露，在当前的即饮茶市场（含奶茶）市占率康统依然占比在 60% 以上，其中康师傅 45%，统一接近 30%。

其它品牌加码，“小众产品”正在逐渐成为茶饮市场的市场“推进器”。过去以康师傅、统一、雀巢、可口可乐等品牌为即饮茶市场的主要推手，现在的参与者更加丰富化，还有今麦郎、农夫山泉、维他 vita、元气森林等进入者，通过无糖、柠檬茶、果茶等细分概念，切入市场（无糖茶饮方面就有比如农夫山泉的“茶π”、统一的“茶里王”、今麦郎的茶课）。未来，即饮茶饮料市场预计会有更多细分产品的概念融合进新产品中，从而不断带出新产品甚至爆款产品。

图 28：即饮茶产品对比

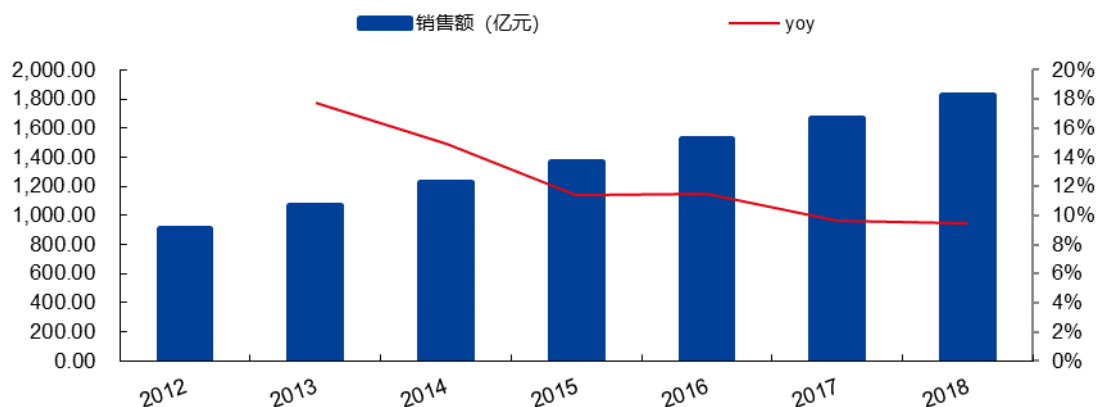
品牌	均价 (元/500ml)	品牌	均价 (元/500ml)
普通产品		升级产品	
达利园青梅绿茶	2	三得利无糖乌龙茶	3.3
康师傅冰红茶	2	伊藤园无糖绿茶	4
康师傅茉莉清茶	2.3	小茗同学青柠红茶	5
统一绿茶	2.7	淳茶舍无糖普洱消茶	5.2
天喔蜂蜜柚子茶	2.7	维他无糖乌龙茶	5.6
加多宝凉茶	4.3	元气森林无糖乌龙茶	6
东方树叶绿茶	4.3	屈臣氏零糖乌龙茶	10
维他柠檬茶		茶参厅	4.6
	4.7	茶π柠檬红茶	5.5
		茶里王台式乌龙茶	7
阿萨姆奶茶	4	meco蜜谷果汁茶	7.5
香飘飘奶茶	4	元气低卡奶茶	12
		香飘飘meco牛乳茶	13.8
		兰芳园牛乳茶	16

资料来源：京东、华金证券研究所

2、瓶装水：规模最大子行业，市场格局较为稳固

从 2012 年到 2018 年，瓶装水（含不同容量）销售额从 908 亿快速提升到 1830 亿，年均复合增长率 12%，是当前软饮料中规模最大的细分行业。

图 29：瓶装水的市场规模（单位：亿元）



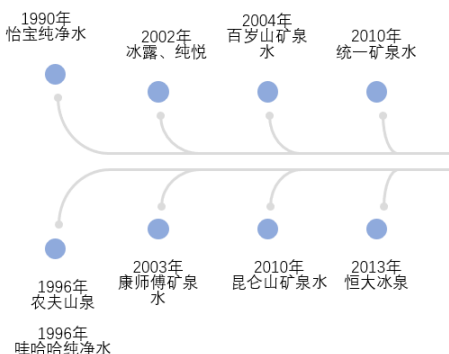
资料来源：前瞻研究院、华金证券研究所

竞争激烈，品牌认可度高：从 1982 年起，国家将饮料列为计划管理产品，我国包装水工业的发展步入起步阶段。1990 年怡宝在国内推出的第一瓶纯净水，开启了品牌企业的市场化发展，哇哈哈、农夫山泉、乐百氏、康师傅等陆续进驻，包装水市场竞争日趋激烈。随着人们对健康和意识的增强，为了避免买到贴牌水、冒牌水，消费者越发倾向于知名品牌，品牌的认可度和品牌的粘性逐步在增强。

量价齐升，中高价水接受度提升：过去 1 元系列包装水性价比高，以康师傅的蓝包装矿泉水占据了主要市场，农夫山泉、哇哈哈主要开辟 2-3 元的包装水市场；随着矿物质、天然等概念的宣传深入人心，配合消费升级和对健康生活的追求，中高价水快速增长，5 元/L 及以上的品牌瓶装水越来越获得消费者的青睐。根据尼尔森部分数据显示，2017 年包装水品类实现销售额 17%，销量 15%，实现量价齐升；其中 5 元/L 以上的高价水销售额增幅达到 20%，表现更为亮眼。

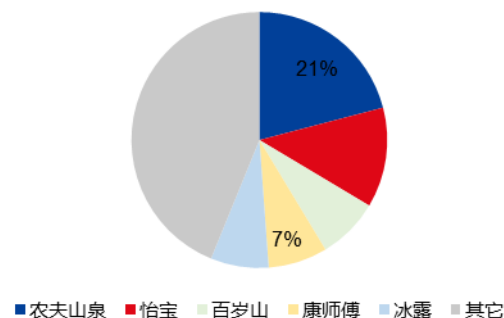
CR5 市占率超过 50%：农夫山泉 2-3 元价位段从 2015 年起后来居上成为了包装水的龙头，CR5 占比 56%。2019 年农夫山泉矿泉水实现销售收入 143.46 亿元，实现毛利率 60.2%。

图 30：主要瓶装水品牌上市时间



资料来源：百度、华金证券研究所

图 31：2019 年包装水市场的竞争格局



资料来源：农夫山泉招股书、公司公告、华金证券研究所

未来随着消费者追求更加天然、更加健康的生活，增加瓶装水的细分需求，扩宽行业空间：

(1) 分年龄段，比如根据食品咨询公司 Zenith International d 的报道，2021 年前儿童水的市场每年 7% 逐渐扩大，儿童瓶装水的定价一般会更高于普通水 20-50%，毛利率也更高，未来或许还有针对其它年龄段或者其它细分的需求诞生，都将推动市场扩张；(2) 分价格带，随着消费者倾向于选择更为健康的饮用水，高端天然饮用水的需求也在逐步增加，厂商从低价水逐步向高价水聚焦的过程中也打开了市场空间。此外，还有定制系列、纪念瓶系列、跨界 IP 合作系列等，推动产品的多样性，也扩宽了行业的空间。

总体来说，整体饮料行业市场规模庞大，消费需求多样化且较为刚性，以及厂商也在不断追求更加丰富的品类、推出高端化的产品。未来行业将在多样化需求的推动下继续高端化战略，逐步扩容，维持稳健的正增长。同时，消费者对健康生活的追求未来趋势只会愈演愈烈，在未来细分行业中，更看好瓶装水、果汁和即饮茶/咖啡的量价齐升。

四、修炼内功，竞争优势显著

康师傅对于市场把握前卫，认为在目前巨大市场规模基础上，存在两个方面可拓展的市场空间：一方面是新型城镇化、区域发展和乡村振兴等战略，提升了三四线城市和下属乡镇的消费实力；另一方面，面对一二线城市更多的中产阶层崛起，消费升级趋势明显，对于产品的高端化需求日益增长。因此康师傅通过从生产端、产品端、渠道端不断进行发展和优化，通过规模扩大、产品的精选创新、通路的精耕，构筑了强大的竞争优势。

（一）加强品牌投资，维持优越的品牌

公司持续加大对品牌的投资力度，比如通过和中国航天基金会、国家体育总局冬训中心合作等方式提高品牌曝光度，比如通过不断的运动类营销、媒体宣传、IP合作等方式来吸引新潮、年轻的消费群体。由2019年世界品牌实验室主办发布的《中国500最具价值品牌》报告中康师傅以399.72亿的品牌价值，名列第158位。

表 3：2019 中国 500 最具价值品牌排行榜（食品饮料相关）

排名	品牌	品牌价值	排名	品牌	品牌价值	排名	品牌	品牌价值
17	茅台	2185.15	104	泸州老窖	501.83	160	金龙鱼	398.54
19	五粮液	2165.98	105	哇哈哈	501.37	161	沱牌	385.71
22	青岛啤酒	1637.72	110	舍得	468.82	163	福临门	382.22
28	雪花	1570.35	114	双汇	455.85	165	汾酒	377.27
41	燕京啤酒	1216.97	118	剑南春	452.62	171	飞鹤	373.68
51	郎酒	790.37	120	金六福	452.12	175	完达山	366.18
77	伊利	662.74	142	光明	424.78	178	崂山啤酒	327.09
84	洋河	560.82	147	古井贡	406.35	193	农夫山泉	284.86
93	蒙牛	533.61	158	康师傅	399.72	233	统一	250.83

资料来源：《中国500最具价值品牌》、华金证券研究所

方便面业务，根据《食品品牌竞争力评价体系》2019年报告，按照品牌传播影响力、品牌管理能力、品牌美誉度、品牌延伸发展能力、社会责任贡献度等因素进行综合排名，康师傅居于品牌力第一的位置；饮品业务方面，康师傅2018年以超过35.3亿升的零售量荣获即饮茶零售量的世界纪录，借吉尼斯权威平台，康师傅向世界传播中国茶饮料的独特风采的同时，也在不断提升自身的品牌价值。

图 32：2019 年方便面品牌影响力排行



资料来源：《食品品牌竞争力评价体系》、华金证券研究所

图 33：康师傅创即饮茶零售量世界纪录

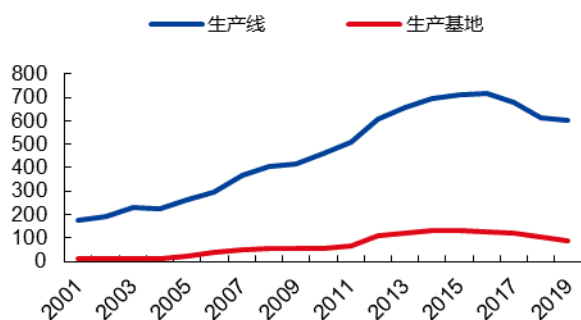


资料来源：新华网、华金证券研究所

(二) 规模优势显著，研发实力强劲

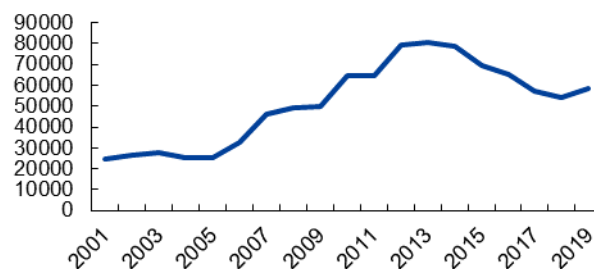
生产规模庞大，规模效率不断精进。截至 2019 财年，公司共拥有总体 182 间仓库，公司 14 个方便面事业基地，分布在天津、杭州、广州、沈阳、重庆、武汉、西安等地，其中天津的方便面工厂是全球规模最大的第二代方便面工厂，共计 165 条方便面生产线；饮品在全国共有 72 个饮料事业生产基地，425 条饮品生产线。康师傅共有员工人数 58182 名，人均年创收超过 106 万元，人均年创利 5.7 万元。

图 34：康师傅的生产线和生产基地数量（单位：条/个）



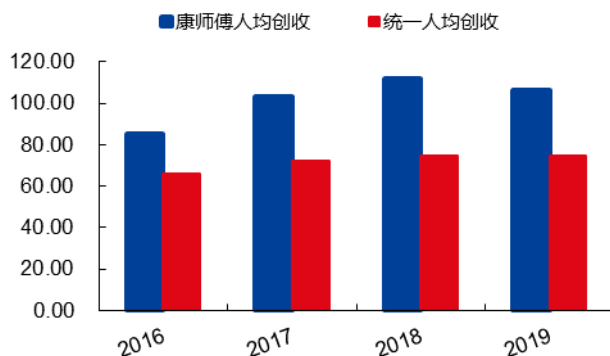
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 35：康师傅工厂的员工人数变化（单位：个）



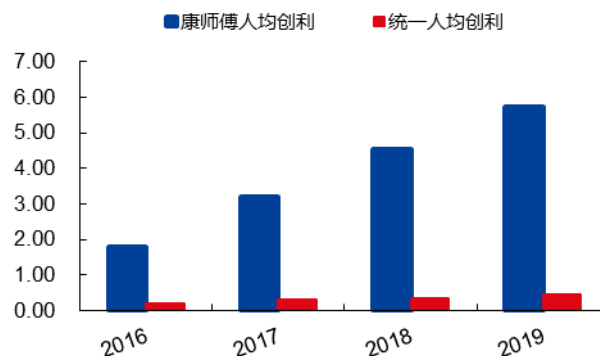
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 36：康师傅与统一的人均创收（单位：万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

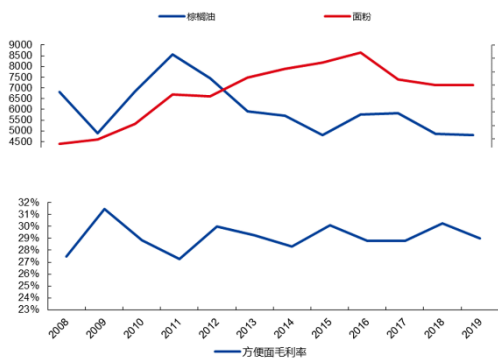
图 37：康师傅与统一的人均创利（单位：万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

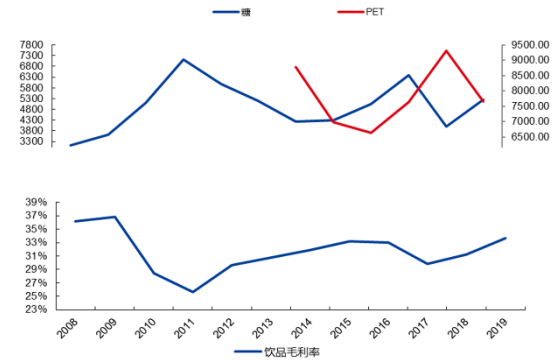
规模优势显著，积极应对成本端的变动：棕榈油、面粉是方便面的主要原材料，而蔗糖和 PET 树脂是瓶装饮料的主要原材料，近几年成本的波动对于各业务毛利率的影响较大。为了对冲成本变动的影响，公司一方面主要通过原材料采购优化、供应效率优化（比如运输、装卸、厂商的整合开发等），另一方面通过扩大生产规模、提高效率来积极应对成本端的变动。

图 38: 原材料对方便面毛利率的变动



资料来源: wind、华金证券研究所

图 39: 原材料对饮品毛利率的变动



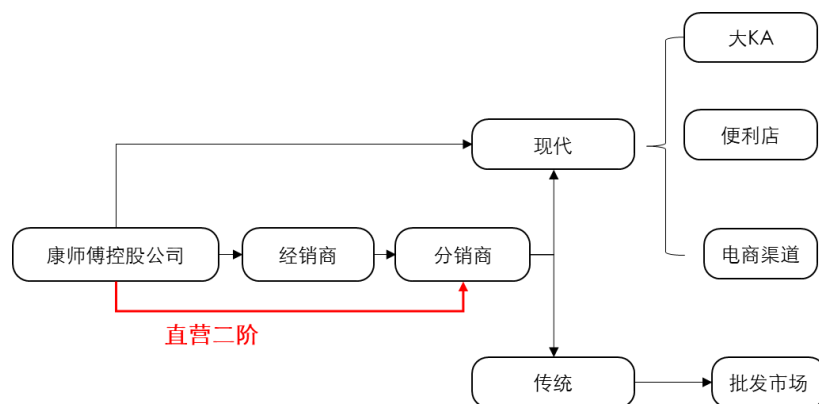
资料来源: wind、华金证券研究所

研发实力强劲, 助推高端化战略的发展。随着消费升级, 消费者越来越进入了“讲究不将就”的个性消费时代, 对于产品的需求丰富多样, 对于厂商的挑战就是能够持续保持产品创新和产品升级的能力。康师傅自身日常积累研发优势, 已经构建好国内一流的技术研发中心, 同时积极推进与高校的产学研合作深化, 比如研发出煎炸过程动态控制系统, 使得煎炸过程中油脂极性组分能持续优于国家标准的 30% 以上; 比如从天津建厂至今方便面产品口味超过 200 款, 增加品种, 更好满足差异化的需求; 比如推出的非油炸超高端面系列和高汤系列产品, 从泡到煮到自热的食用方式, 涵盖了不同的消费场景, 满足消费者多元化需求, 料包讲究营养, 符合消费者关注的健康趋势。研发能力是高端化的战略发展的基石, 优秀的实力助推公司在方便面和饮品业务方面的高端化战略发展, 从而逐步提升盈利能力。

(三) 庞大绵密的销售网络, 建立强大而坚实的经营平台

公司 1998 年开启了通路精耕模式, 随着城市化的建设发展, 通路精耕也逐渐从全面通路到有效率通路到整体的通路精耕细作的发展, 截至到 2019 年公司在全国有 371 间营业所、超过 3.6 万家的经销商和 18.5 万家直营零售商的全国渠道网络布局。

图 40: 渠道简图



资料来源: 华金证券研究所

贴近市场布局, 提高效率为目标: (1) 公司在全国建设了 14 个方便面基地和 72 个饮料事业生产基地, 通过先进高端的生产设备, 满足高端新产品的生产需要, 提高生产效率; (2) 公司

整体分隔改制实行小总部、大事业的组织模式，取消区域总部的层级，分省设立行销公司，来适应不同地区的市场差异，提升团队对市场变化的响应速度，提升市场效率；(3) 通过大数据等手段来赋能渠道的建设，实现从原料到销售的整链智能化，提升供应链效率。

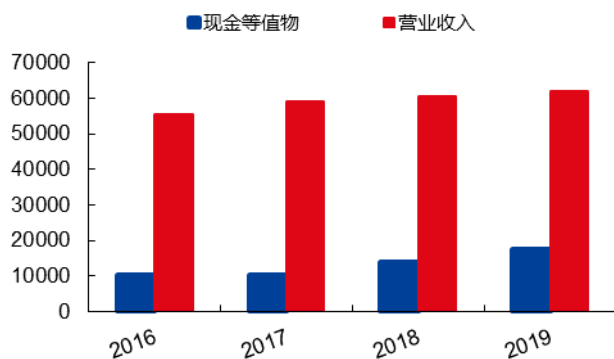
线下构筑星罗棋布的渠道布局，形成快速铺货的能力：公司在大部分的核心城市完成了直营二阶批发商覆盖，服务网格更加细化，增强终端服务范围，在低线城市，吸引优质经销商，开拓餐饮、酒店等服务渠道。同时，线下也在积极布局自贩机、便利店等现代化渠道，通过数字化、现代化的手段管理新兴通路。

积极拓展线上渠道，积累消费人群：2018 年底康师傅先后牵手阿里、苏宁、京东、腾讯等一众电商平台，强化电商的布局，享受线上销售带来的红利；对经销商方面，2019 年公司自主研发的智能渠道在线管理平台“师傅通”实现各业务的全面接入，通过该系统，小店老板可自主下单，经销商可追踪库存及出货情况，进一步提升分销效率。

(四) 充足的现金流，健康的财务结构

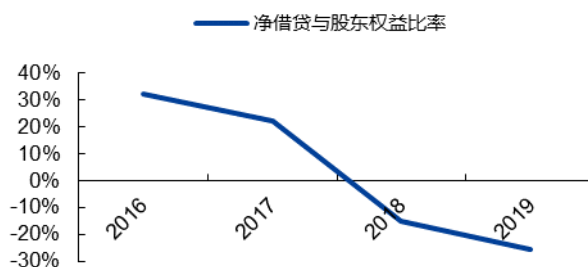
保证充裕的现金流，财务结构稳健：公司坚持现金为王理念，减少资产折旧费用、有息负债带来的财务费用，保持充足自有资金和健康的财务结构，截至 2019 年年末，公司的现金及现金等价物为 174.30 亿元，较 2018 年末增加了 35.9 亿元，同比增长 25.93%；有息借贷规模为 123.74 亿元，同比增加了 15.40 亿元，净借贷为-50.56 亿元，净借贷与资本比率一路下降到-25.82%。

图 41：康师傅保证充裕的现金流（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 42：康师傅财务结构稳健



资料来源：公司公告、华金证券研究所

五、优势体现：方便面领先地位扎实，饮品步履稳健

(一) 方便面领先地位扎实，盈利能力持续提升

1、刚起步阶段，爆品配合广告营销，康师傅迅速走红

20 世纪 90 年代初的大陆市场，方便面厂商两级分化严重，一方面是廉价的快速面，每包几毛钱但是质量差，另一方面是进口面，量少同时价位又非常高，在当时高达 5-6 元/包，魏氏兄弟敏锐发现品质和价格适中的产品是一个空档，以适合国人喜欢的“红烧”味道切入，开发红烧牛肉面，并且定价在 1.98 元/包，高性价比高配合全面铺开的广告营销，康师傅红烧牛肉面迅速畅销起来。

2、巩固优势阶段，向下向上里里外外丰富产品矩阵：

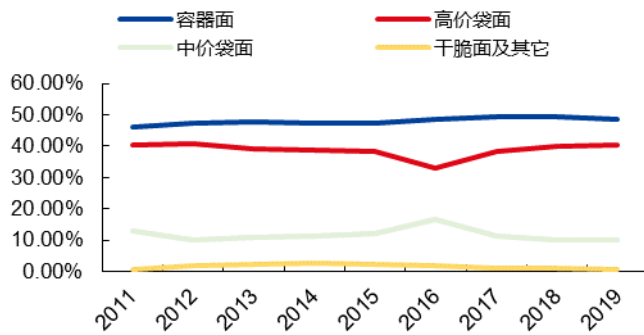
(1) 口味上：以菜入味，因地制宜推出新口味。康师傅方便面在口味创新上结合了中华民族源远流长的饮食传统与饮食文化，通过以菜入味的策略，将大江南北的烹饪技巧融入方便面，巧妙转化味广受市场欢迎的各式产品。公司目前已有五大经典口味（红烧牛肉、香辣牛肉、香菇炖鸡、海鲜鱼板、酸菜牛肉口味）畅销于全国，还按照不同区域的特色饮食习惯，规划出东北炖、酱香传奇、江南美食、油泼辣子、酸香世家、老火靓汤、亚洲精选等区域特色品牌。总体产品种类丰富，对不同区域的针对性强，更好地满足差异化的需求，消费者接受度高。

(2) 产品价格带：丰富价格矩阵。平价面市场，公司通过劲爽拉面、好滋味、超级福满多全力抢占城市中下阶层的市场，主要以福满多品牌经营；2009 年起随着各种食品安全事件的出现，公司跟踪市场认为方便面市场进入较为复杂的结构调整阶段，主要体现在消费端，消费者对于中平价面的信任度有所下降，公司加大了力度向产品高端化去发展，最早以“面霸拉面”、干拌面等副品牌来有效满足市场的优势需求，而后不断通过包装升级、产品升级来提高价位段，于 2018 年双 11 推出超高端产品系列速达面馆，收货广泛的认可，被称之为“面馆级好面”，2019 年下半年上市速达面馆自热面，完善了正餐、家庭日常出游等消费场景。

(3) 内外升级：料包升级和包装升级。随着市场竞争的愈发激烈，公司对于原优势产品，通过包装和料包的升级来不断完善。一方面，从过去的袋装面，发展到盒装、桶装、碗装、自热形式，更凸显方便面的便捷性；另一方面，对于方便面系列里面的料包进行内容物的升级，比如过去老坛酸菜系列的酸菜包加量 50%，2009 年卤香系列桶面附赠火腿肠，推出双享桶（加肉加蛋）等，通过“加量不加价”来提升产品力，有效给予竞品打击。

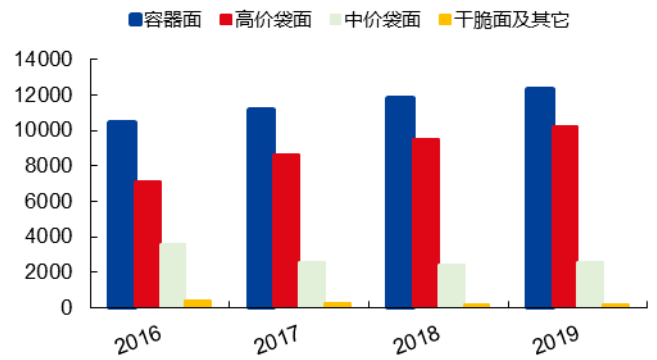
公司通过扩大规模和渠道精耕，保持对平价面市场的积极扩张，同时，通过自身的研发实力和渠道实力把握住高档面的领导地位。截至 2019 年公司方便面销售量市占率 43.3%，维持第一的市占率水平。从销售额方面，公司的方便面销售达到 253 亿元，在方便面市场的规模遥遥领先。其中，高端方便面的营收是逐年上升的，其中 2019 年容器面和高价袋面分别实现营收 123 亿元和 102 亿元，收入占比提升到 89%；中价及中低价方便面的收入占比下降到 11%左右。

图 43：方便面各价位段的营收占比



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 44：方便面各价位段的营收（单位：百万元）

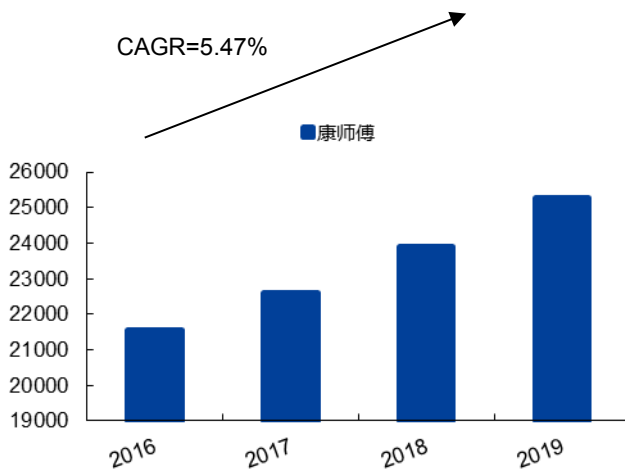


资料来源：公司公告、华金证券研究所

3、高端方便面占比提升+规模效应，促进方便面业务盈利能力增强

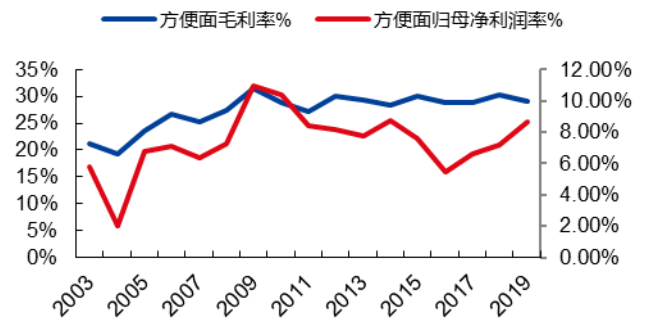
公司把重心着重放在毛利率更高的高端方便面上，在成本波动较大的年份有效缓冲了成本上涨带来的负面影响，同时更多通过产品的结构升级和口味的升级，来提高产品的销售和盈利能力，所以方便面业务毛利率水平平均维持在 27%左右，随着规模效应和产能效率提升，盈利能力近几年呈现稳步上升的态势，2019 年康师傅方便面业务净利润率 8.70%，高于统一，缩小与日清的利润率差距。

图 45：方便面业务的营收水平（单位：百万元）



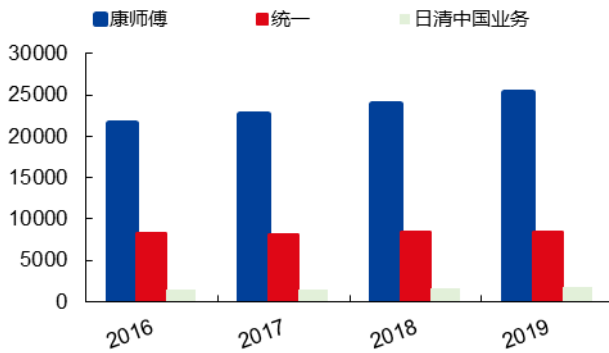
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 46：方便面业务的盈利能力



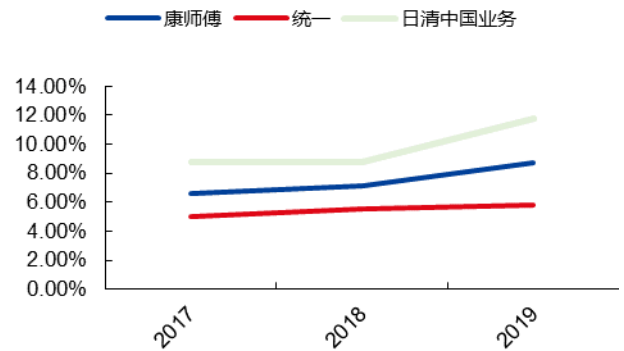
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 47：大陆主要方便面销售厂商营收（百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 48：主要厂商的方便面净利率对比



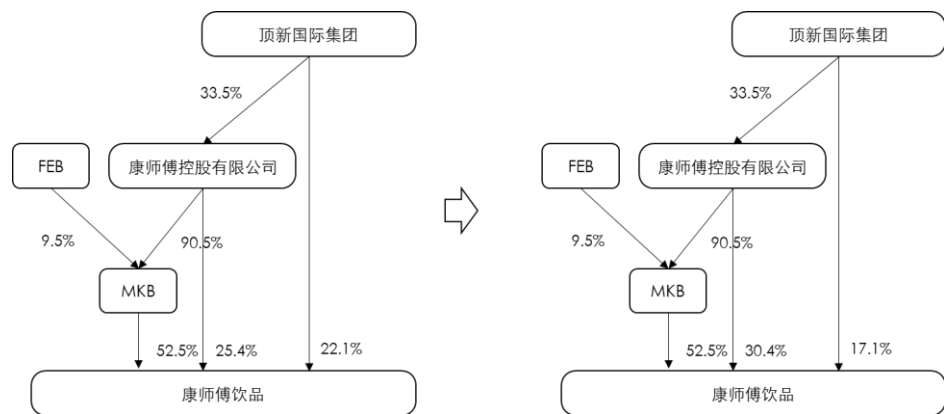
资料来源：公司公告、华金证券研究所

公司维持强劲的研发实力，发挥全国化工厂的规模效应，策略上将继续以巩固高价、高端市场为核心，同步拓展超高端市场的策略，维持平价面市场份额，继续占据行业的领先地位的同时，也将继续逐步提升盈利能力。

（二）饮料聚焦核心品类，产品结构提升

康师傅的饮品主体主要是康师傅饮品公司，早在 2004 年公司转让康师傅饮品业务 49.99% 股权给朝日啤酒及伊藤忠合组的 AI Beverage 公司，通过加入外资的力量共同经营快速成长且又竞争激烈的国内饮品市场，后续随着外资的逐步退出，公司陆续收购回饮品公司的股权，截至 2019 年末，公司持有康师傅饮品公司的权益提升到了 82.9%。

图 49：2019 年饮品公司股权收购前后的股权架构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所（FEB 是一间香港成立的公司、MKB 为康师傅饮品（BVI）有限公司）

1、收入端：饮品规模第一，细分品类收入分化

联盟合作加码，拓展即饮市场：2012 年 3 月康师傅与百事战略联盟正式成立，合并后百事间接持有康师傅公司 5% 的权益，康师傅饮品控股则持有百事之前在中国拥有的罐装资产，康师傅可独家制造、销售及分销百事在中国的非酒精饮品，通过百事的战略加盟，康师傅饮品整体旗下新增了百事可乐、7 喜、激浪、纯果乐、立顿、佳得乐等饮料品牌。此外，2015 年和星巴克签

署合作协议，星巴克负责产品研发、创新和品牌拓展，康师傅负责在大陆生产、销售星巴克的即饮饮料产品。2017年5月康师傅被授权在大陆市场独家生产和销售英联食品旗下阿华田麦芽营养即饮乳品系列产品。通过一系列的战略合作，康师傅强化即饮产品的规模优势，积极拓展即饮市场。

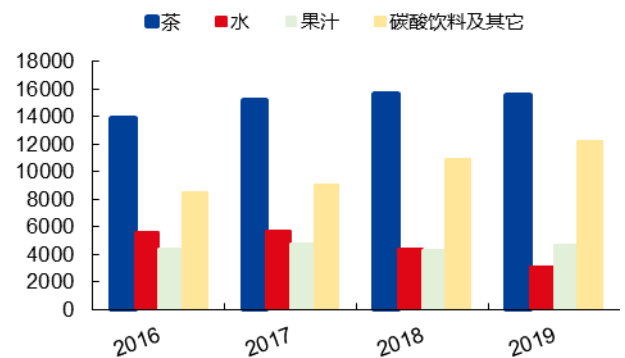
截至目前，康师傅的饮品涵盖：即饮茶（含奶茶）、果汁、瓶装水、碳酸饮料、即饮咖啡、功能饮料、乳酸菌饮料等，品类丰富多样。2019年康师傅饮品实现356亿元，同比+0.81%，其中即饮茶（含奶茶）实现营收155.79亿元（-0.7%），瓶装水31.14亿元（-28.9%），果汁实现46.70亿元（+8.5%），碳酸饮料及其它收入122.37亿元（+11.91%）。

图 50：2016-2019 年康师傅饮品收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 51：饮品主要品类的营收额（单位：百万元）



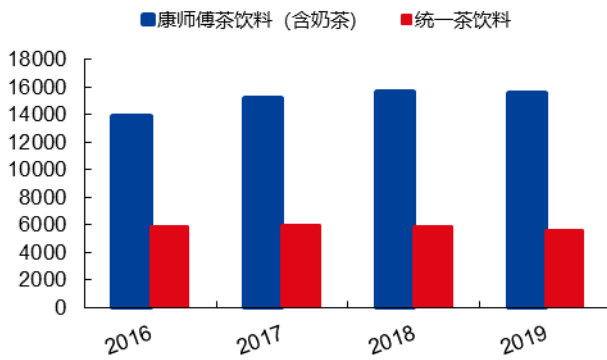
资料来源：公司公告、华金证券研究所

（1）即饮茶市场：核心产品巩固大众消费市场，保持龙头领先地位

核心大单品经久不衰，多元化口味满足差异需求：康师傅的经典大单品为绿茶系列、红茶系列、茉莉系列，早在2010年三款大单品就进入10亿元品牌行列。康师傅力求好食材、好工艺成就好味道，茶原料研究员亲自走访茶园探访寻找品质最佳的茶叶原料，通过先进精密的设备管控茶叶质量安全，为消费者提供优质美味的茶饮料，因此当康师傅的冰红茶、绿茶和茉莉蜜茶推出就一直获得消费者的喜爱，经过这么多年的发展，公司从红茶、绿茶、茉莉花茶延伸到铁观音茶、乌龙茶、果茶等，不断多元化产品和单品口味，满足不同消费者需求。

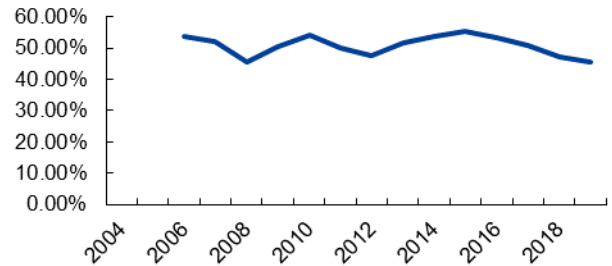
创新的多元营销，有效转化流量为销量：以康师傅冰红茶为例，紧紧围绕年轻消费群体，联合NBA用体育营销锁定年轻人，开启跨界最燃品牌赋能；携手《创造营2019》，合力打造康师傅冰红茶燃战队等；康师傅奶茶与火箭少女101开展IP合作，充分释放粉丝购买力和传播力等，通过各种跨界创新营销方式，成功化流量为销量，保持旺盛的消费需求。经吉尼斯世界纪录官方认证，康师傅以2018年3,530,100,000升超过35.3亿升的零售量荣获“即饮茶零售量世界纪录”。

图 52：康师傅和统一茶饮料销售额（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所（注：康师傅茶饮料口径含奶茶）

图 53：康师傅即饮茶的市占率常年位居市场第一



资料来源：AC 尼尔森、公司公告、华金证券研究所

积极应对即饮茶消费升级：康师傅一方面通过新营销方式巩固核心大单品，包括新口味、IP 合作、促销等。另一方面向中高价饮品进军，2017 年推出果茶物语，迎合越来越大的果茶市场需求；2019 年 6 月推出名为“茶参厅”的柠檬茶，主打“双柠搭配，正点港味”，突出港式的经典柠檬茶风味，通过当红明星陈伟霆代言，设计不同规格，获得消费者的青睐，未来将逐步多样渠道的铺货，继续拉动产品的销量，也带动即饮茶的产品高端化。

图 54：康师傅饮品与火箭 101 少女的合作



资料来源：百度、华金证券研究所

图 55：陈伟霆代言康师傅茶参厅



资料来源：百度、华金证券研究所

我们认为，康师傅拥有强大的渠道通路和品牌效应，通过优化生产效率，产品结构升级和多样化口味的积极开发，将能继续保持即饮茶市场的龙头地位。

（2）瓶装水市场：竞争压力大，跟随不放松

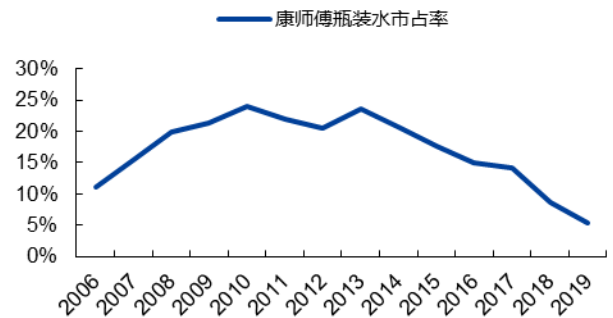
平价赢得的辉煌，如今市占率有所下降：康师傅矿物质水曾经在瓶装水市场占据领导地位，康师傅矿物质水以 1 元的平价在瓶装水市场上获得很大的成功，从产品端来说，2015 年顺应国家包装饮用水的新国标出台，公司将过去康师傅矿物质水更名为康师傅优悦饮用水，更换新包装但不改零售价的策略，优悦延续了很好的自然动销。然而，随着市场越来越多的竞争者对“天然饮用水、矿物质水”等概念进行消费者培育，市场竞争越来越激烈，而消费升级和收入水平不断提升的助推，中高端水的市场逐渐扩大，消费价格带也是逐渐从 1 元向上升级，康师傅 1 元包装水失去了原有的优势，龙头地位从 2015 年被超越。2019 年康师傅包装水市占率 5.4%，排在第五位。

图 56: 2012-2019 年康师傅瓶装水的收入增长率%



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 57: 康师傅瓶装水市占率



资料来源: AC 尼尔森、公司公告、华金证券研究所

迎合产品升级积极应对,康师傅进入高质包装水市场。公司积极应对包装水市场的压力竞争,一方面充分利用自身规模优势和通路优势,扩大生产和销售;另一方面,通过推出高性价比产品增加瓶装水竞争赛道的筹码。从 2016 年起,公司将包装水市场分化为平中高三断价格带,现在主要由康师傅瓶装水以及百事旗下的纯水乐、“喝开水”和涵养泉来覆盖,不同区域精准运作和推广。

组合打法,增加竞争筹码: 平价水方面继续以康师傅 1 元水产品为主,2020 年初公司发布的“喝开水”,通过国人喜欢喝开水的特点切入细分的熟水市场,产品定价 2 元,采用黑白的包装路线,在终端陈列朴实也显眼。配合康师傅强大的品牌力及渠道力的加持,“喝开水”有望加速扩大熟水市场的空间。在 3 元及以上的中高端价格带上则继续以涵养泉为主,涵养泉的矿泉水在 2018 年 3 月正式推出,主打“涵养天成 珍稀矿泉”,在一贯拼价格、拼包装、拼渠道的天然矿泉水市场,挑选出优质水源地,瓶身设计采用了中国山水画风格,差异化地打出了“文化牌”,在上市前期,就被选为两会访谈唯一指定用水,给后续的销售带来了推力,也打开了认知度。从价格端来说,涵养泉上市之初定价 3 元/500ml,相比较市面上 5 元/500ml 以上的高端水,从价位和内涵方面综合凸显优势。

图 58: 康师傅推出“涵养泉”天然矿泉水



资料来源: 百度、华金证券研究所

图 59: 康师傅 2020 年新品“喝开水”



资料来源: 百度、华金证券研究所

我们预期,在康师傅强大的品牌宣传力、绵密的渠道通路和产品推陈出新的能力加持上,康师傅能够继续引领饮品市场的扩容速度,将更丰富的产品、更快速的铺货速度呈现在消费者面前。

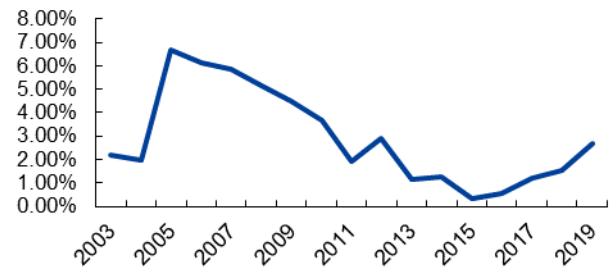
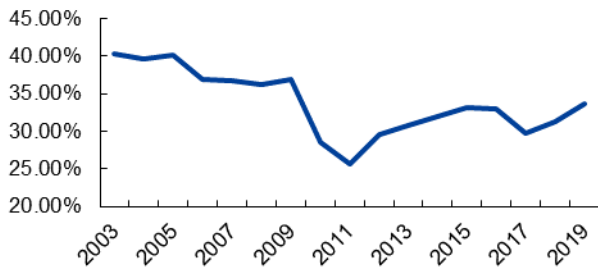
2、利润端: 毛利率逐步提升, 推动盈利能力回暖

饮品的毛利率相对方便食品更高，但随着竞争的愈发激烈和原材料成本的波动，受品类结构的影响，公司毛利率水平均有所下滑；为了冲减影响，公司一方面积极扩充产品品类，满足消费者需求，另一方面通过规模化生产和对原材料成本的控制来保证饮品的毛利率稳定。近几年在规模效应和产品结构升级的推动下，毛利率呈现逐步回升态势。截至 2019 年公司饮品毛利率 33.69%，同比提升了 2.43 个百分点。

分部净利率方面，受行业竞争激烈和饮料行业消费放缓的影响，营收增速放缓的背景下，产品的广告费用和促销等推广费用大量投放，但是其它费用增加幅度较低；而且近几年公司也通过积极整顿销售通路，增加新品投放，提升产能利用率等方式提升盈利能力。总体净利率呈现出 V 形走势，截至 2019 年公司的饮品净利率实现 2.66%，同比提升了 1.1 个百分点。

图 60：康师傅饮品毛利率逐步回升

图 61：康师傅饮品的净利率回暖



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资料来源：公司公告、华金证券研究所

（三）疫情期间快速响应，体现担当

1、修炼内功，积极响应突发事件

通过过去二十多年的合理化供应链配置、经销商渠道布局、组织架构，修炼完善各项业务，在面对 2020 年初突如其来疫情时刻，公司更加团结一心，没裁员，不降薪，作为北京、天津、辽宁等多地政府的应急储备物资，保障生产刻不容缓，公司做好疫情防控的同时，快速组织复工复产，全力确保产品能满足消费者的日常饮食需求，据中国经济网的报道，抗疫期间，每天都有至少 435 万包新方便面在等待投入市场或前线。

此次疫情宅家也推动了各种方便面的“花式吃法”，可以通过泡、煮、烤、蒸等简单加工做成有滋有味的正餐。未来这种“轻烹饪、正餐化”的趋势发展也将给方便面带来新的发展契机，公司具备有强劲的品牌实力、渠道实力、研发实力和资金实力，显著的竞争优势更能获得抢占市场份额的机会。

2、疫情短期冲击，不改长期向好的趋势

疫情虽然对市场需求短期内冲击较大，但是并没有改变市场的空间增长趋势（三四线城市的消费力崛起以及一二线城市的消费升级），反而显现出新的消费场景和消费动力，比如对于方便面来说营养、健康、居家消费的需求崛起，像高端系列的速达面馆就很好的契合这种需求发展。未来随着方便面的高端市场逐步扩容升级，向正餐化的市场渗透，不仅仅是品牌，高端方便面的

口味、口感和产品品质会愈发的重要，这也要求了方便面企业要能有不断产品创新升级能力和食品安全品质控制能力。

六、盈利预测与投资建议

收入端：方便面端受益于产品结构的持续提升，将带动公司方便面收入的改善，尤其 20 年上半年袋面销售有较大的同比增长，后续随着高端化产品越来越多，针对的场景越来越丰富，我们预计未来三年方便面的增速在 10%/8%/6% 左右；我们认为压力端主要体现即饮茶方面，瓶装水面对的竞争越来越激烈，随着渠道改革的成效体现，加上高端新品的不断加持，综合预计饮品未来三年的收入增长 -3%/3%/5%；综合竞争和疫情影响，我们预计 20-22 年公司的收入增长 1.9%/4.8%/4.9%。

利润端：饮品端由于越来越多新进入者加入，新潮爆品的增加，加大了对传统经典产品的压力，整体我们预计公司将持续通过终端促销活动来促进动销；方便面由于中平价面的口味和包装差异性较小，仍需以大面积的铺货为主要方式，高端面扩宽渠道，但同时中高价面的占比提升将推动方便面利润率的继续上升。因此广宣为主的销售费用将继续加大力度投放，公司通过精进生产效率和控制费增效的措施，将促进利润率保持较快的增长。

因此我们预计 20-22 年公司收入实现 631.71/661.87/694.56 亿元，同比增长 1.9%/4.8%/4.9%，归母净利润实现 30.60/33.16/35.44 亿元，同比增长 -8.1%/8.4%/6.8%，EPS 分别为 0.54/0.59/0.63 元。

表 4：业务盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	61978	63171	66187	69456
yoy	2.1%	1.9%	4.8%	4.9%
1、方便面	25300	27830	30001	31741
yoy	6%	10%	8%	6%
2、饮品	35600	34532	35499	37096
yoy	1%	-3%	3%	5%
营业成本	42219	43633	45539	47527
yoy	0.6%	3.3%	4.4%	4.4%
1、方便面	17960	20026	21328	22266
yoy	8%	12%	7%	4%
2、饮品	23606	23229	24042	25244
yoy	-3%	-2%	4%	5%

资料来源：华金证券研究所

相对估值方面，通过对比港股统一中国、日清食品、中国旺旺、达利食品、蒙牛乳业、周黑鸭作为估值参考，再综合考虑康师傅的规模优势，给予康师傅控股 20 年 25 倍的估值，折合港币目标价 15 港币。首次覆盖，给予买入-B 的评级。

表 5: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
0220.HK	统一企业中国	7.14	308	0.32	0.35	0.37	22.32	20.40	19.30
1475.HK	日清食品	5.64	61	0.21	0.26	0.29	26.84	21.68	19.44
3799.HK	达利食品	4.49	615	0.28	0.29	0.31	16.03	15.47	14.48
1458.HK	周黑鸭	4.97	118	0.18	0.12	0.18	27.62	41.42	27.62
2319.HK	蒙牛乳业	27.00	1063	1.05	0.91	1.29	25.71	29.67	20.93
0151.HK	中国旺旺	5.13	636	0.28	0.3	0.33	18.31	17.09	15.53
	平均中值						24.02	21.04	19.37
0322.HK	康师傅控股	11.62	654	0.59	0.54	0.59	19.70	21.52	19.70

资料来源: 华金证券研究所 (以 2020 年 6 月 12 日的收盘价和最新汇率进行换算, 除康师傅外可比公司均采用万得一致预期)

我们看好公司的竞争优势和龙头优势, 中长期来看, 行业高端化发展和品类升级趋势不变, 公司的竞争龙头优势将愈加显著。

表 6: 康师傅绝对估值 (单位: 亿元)

基本假设	对应值	预测项目	预测值
过渡期年数	8		
过渡期增长率	1.00%	FCFF 预测期现值	11181.16
永续增长率 g	0.50%	FCFF 过渡期现值	16153.35
贝塔值 (β)	0.61	FCFF 永续价值现值	52891.39
无风险利率 Rf (%)	3.00%	企业价值	80225.89
市场的预期收益率 Rm (%)	4.00%	股权价值	83847.59
有效税率 Tx (%)	29.00%		

资料来源: 华金证券研究所

七、风险提示

市场竞争加剧: 行业较低门槛和较高盈利能力的特性未变, 因此存在未来还有新竞争者和新资本重新流入行业导致竞争加剧的风险

高端产品销售不及预期, 新品推广不及预期: 若新推出的高端新品销售不及预期, 则业绩端会有较大的压力。

食品安全风险: 食品安全是食品饮料企业的生命红线, 如果发生会严重影响需求。

经济下行压力: 若受疫情影响经济下行, 消费者收入降低, 则对价格的敏感性提升, 高端产品的市场需求或将减少。

地缘政治风险: 地缘政治局势的不稳定或将影响港股的市场稳定和估值

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20907	25438	23781	23892	24104	营业收入	60686	61978	63171	66187	69456
现金	13808	17398	13018	14968	12385	营业成本	41958	42219	43633	45539	47527
应收票据及应收账款	1715	1670	1792	1835	1971	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0	营业费用	11817	13259	12634	13767	14586
存货	2652	3445	6113	3863	6548	管理费用	2268	2375	2432	2568	2709
其他流动资产	2732	2926	2858	3227	3199	研发费用	1465	619	1137	662	695
非流动资产	32095	32522	35197	36711	39651	财务费用	422	414	427	388	340
长期投资	0	725	915	1180	1458	资产减值损失	33	18	0	0	0
固定资产	24928	23014	24220	25998	27781	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	186	183	178	172	166	投资净收益	804	1544	1348	1365	1433
其他非流动资产	6981	8599	9884	9361	10246	营业利润	3979	5412	4789	5264	5625
资产总计	53003	57960	58977	60603	63754	营业外收入	3	4	0	0	0
流动负债	23885	28307	30664	32427	34575	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	6462	7454	6709	6038	5434	利润总额	3979	5412	4789	5264	5625
应付票据及应付账款	6954	7678	8188	8371	8911	所得税	1251	1693	1389	1579	1687
其他流动负债	10469	13175	15766	18017	20229	税后利润	2729	3718	3400	3685	3937
非流动负债	5506	6606	5186	3810	3199	少数股东损益	265	387	340	368	394
长期借款	4373	4920	3444	2017	1352	归属母公司净利润	2463	3331	3060	3316	3544
其他非流动负债	1133	1686	1741	1793	1847	EBITDA	4348	5775	4999	5426	5730
负债合计	29390	34914	35849	36237	37773						
少数股东权益	3959	3468	3808	4176	4570	主要财务比率					
股本	235	235	235	235	235	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	664	724	724	724	724	成长能力					
留存收益	0	0	680	1785	2967	营业收入(%)	2.9	2.1	1.9	4.8	4.9
归属母公司股东权益	19653	19579	19321	20189	21411	营业利润(%)	17.3	36.0	-11.5	9.9	6.8
负债和股东权益	53003	57960	58977	60603	63754	归属于母公司净利润(%)	35.4	35.2	-8.1	8.4	6.8
						获利能力					
						毛利率(%)	30.9	31.9	30.9	31.2	31.6
						净利率(%)	4.1	5.4	4.8	5.0	5.1
						ROE(%)	11.6	16.1	14.7	15.1	15.2
						ROIC(%)	9.2	11.6	10.8	12.0	12.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.5	60.2	60.8	59.8	59.2
						流动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
						速动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
						应收账款周转率	36.2	36.6	36.5	36.5	36.5
						应付账款周转率	6.0	5.8	5.5	5.5	5.5
						估值比率					
						P/E	26.2	19.4	21.1	19.5	18.2
						P/B	3.3	3.3	3.3	3.2	3.0
						EV/EBITDA	15.4	11.2	13.7	11.9	11.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	264	-58	1972	7086	2835
净利润	2729	3718	3400	3685	3937
折旧摊销	103	109	99	105	113
财务费用	422	414	427	388	340
投资损失	-804	-1544	-1348	-1365	-1433
营运资金变动	-89	-387	-606	4273	-122
其他经营现金流	-2097	-2368	0	0	0
投资活动现金流	-741	113	-1426	-255	-1620
筹资活动现金流	422	-131	-4926	-4881	-3798
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.59	0.54	0.59	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.01	0.35	1.26	0.50
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.48	3.44	3.59	3.81

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn