

海外巡礼系列五

聚焦健康食品，重焕活力的食品巨头达能

● 达能从扩张到收缩，最后聚焦健康食品四大业务

达能1966年成立从事玻璃制造，后通过收购下游客户进入食品领域，并逐步在欧洲扩张。1990年开始往亚太、拉美等地扩张，迈向全球，1996-2007年剥离啤酒、饼干等业务，2007年明确了健康食品战略方向，确立鲜乳制品、饮料饮用水、生命早期营养品和临床营养品四大业务。2015年达能实现收入224亿欧元，当前市值447亿欧元。达能股权较为分散，属公众公司。

● 健康食品顺应消费升级，未来收入有望继续较快增长

2007年达能开始聚焦健康食品，再焕活力，2007-2015年收入复合增速7.28%，远高于1966-2007年1.23%。

1、健康食品顺应消费升级。（1）预计临床营养品业务未来三年收入增速6-8%。2015年全球临床营养品市场约393亿美元，未来有望保持个位数增长。一方面全球老龄人口预计2030年将增至10亿人，较2015年增长60%以上；另一方面居民健康意识加强将带动临床营养品需求提升。（2）预计生命早期营养品业务未来三年收入增速7-10%。2015年全球婴儿食品市场约623亿美元，2008-2015年复合增速6.51%，未来仍将较快增长。全球0-4岁人口预计未来三年增速0.14%，而占世界人口75%的中等收入国家纯母乳喂养率呈下降趋势。同时婴幼儿奶粉消费升级明显，全球销量前四大中高端品牌2007-2015年全球市场份额提升4.30个百分点。

（3）饮料饮用水中运动饮料、矿泉水将是主要收入增长来源，未来三年收入增速7%左右。2008-2015年全球运动饮料和饮用水销售额增速分别为5.93%、2.88%，远高于碳酸饮料0.64%的增速。（4）鲜乳制品受益于酸奶等较快增长品类，未来有望稳定增长。

2、亚太、拉美、中东、非洲（简称ALMA）及欧洲（不含独联体）将是公司收入增长来源。（1）ALMA地区2013-2015年收入增速3.8%。未来该地区居民收入增长有望继续带动销量增长及产品结构升级。（2）欧洲（不含独联体）2013-2015年收入增速4.2%。达能在欧洲推出差异化的产品，进行产品升级换代，实现增长。

● 产品结构升级不断提升毛利率，费用仍有一定下降空间

达能2015年毛利率49.97%，居于行业领先地位。（1）规模效应降低成本。饮料饮用水、鲜乳制品营业利润率均高于行业平均水平；（2）产品结构升级。2015年临床营养品、早期营养品、饮料饮用水营业利润率分别为19.32%、17.95%、11.37%，高于鲜乳制品9.95%；前三大品类收入占比2008-2015年上升7.81个百分点。（3）费用控制。公司2015年期间费用率35.37%，相较2008下降2.03个百分点，但相较于竞争对手，达能费用率仍有一定下降空间，2015年卡夫亨氏费用率31.42%。

● 达能当前市值为410亿欧元，2011-2015年平均市盈率24倍

2016年10月26日达能市值达到410亿欧元，2005-2016年年化收益率为6.01%。2011-2015年达能平均市盈率为24倍，波动范围15-35倍。当前达能市盈率为22倍，主要竞争对手市盈率在20-36倍，平均市盈率为24倍。

● 风险提示：需求疲软收入增速下滑、食品安全问题

行业评级

前次评级

报告日期

买入

买入

2016-10-28

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002



01059136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：卢文琳 S0260515030004



010-59136660



luwenlin@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料海外巡礼系列四：多品类和全球化造就全球食品 2016-10-25

巨头雀巢

海外巡礼系列三：保健品：老龄

人口增速与收入变化决定需求，备案制可加速行业进程 2016-10-19

海外巡礼系列二：健康化与功能化是酱油消费升级方向 2016-10-14

食品饮料海外巡礼系列一：高端化和并购成就全球烈酒 2016-10-10

龙头地位

目录索引

一、达能从扩张到收缩，最后聚焦健康食品四大业务	4
1、达能早期并购拓展市场，后聚焦健康食品	4
2、2007 年达能确立健康食品四大板块：鲜乳品+饮料+两类营养品	5
3、达能在中国：从并购到独资，迅速发展	6
4、达能股权相较分散，属公众公司	6
二、健康食品顺应消费升级，未来有望继续较快增长	8
1、近十年达能聚焦健康食品再焕活力，收入复合增速 7.28%	8
(1) 1988-1996 年扩张期：进行全球扩张，收入复合增速达 8.98%。	8
(2) 1997-2006 年收缩期：进行业务重组，收入复合增速为 1.23%。	8
(3) 2007 年后聚焦健康食品：再焕活力，2007-2015 年收入复合增速 7.28%。	8
2、四大健康食品业务符合消费升级方向，未来有望继续较快增长	9
(1) 临床营养品：受益于老年化和健康意识加强，未来三年收入增速 6-8%	9
(2) 生命早期营养品：受益于母乳喂养率下降及消费升级，未来三年收入增速 7-10%	10
(3) 饮料饮用水：运动饮料、矿泉水是主要增量，未来三年收入增速 7%左右	12
(4) 鲜乳制品：受益于酸奶等较快增长品类，未来有望稳定增长	13
3、亚太、拉美、中东、非洲及欧洲（不含独联体）支撑收入较快增长	14
三、产品结构升级不断提升毛利率，费用仍有下降空间	15
1、规模优势：利用全球资源降低综合成本	15
2、产品结构升级：两类营养品盈利能力强，占比不断提升	16
3、费用控制：2008-2015 年费用率下降 2 个点，未来仍有下降空间	17
四、达能市值达 410 亿欧元，近五年平均市盈率 24 倍	18
1、达能现市值为 410 亿欧元，2005-2016 年年化收益率 6.01%	18
2、2011-2016 年达能平均市盈率 24 倍	18

图表索引

图 1: 达能全球发展历史	4
图 2: 达能在中国的发展历程	6
图 3: 美国、法国是最大持股国家 (2016.10.13)	7
图 4: 达能 1988-2015 年收入及增速 (百万欧元)	8
图 5: 达能 1997-2007 逐步剥离玻璃、啤酒等业务, 完成业务收缩	8
图 6: 达能 2015 年收入 224.12 亿欧元, 近 3 年复合增速超过 4.40%	9
图 7: 2008-2015 年鲜乳制品收入占比减少, 其它三类产品占比上升	9
图 8: 达能临床营养品 2008-2015 年收入复合增速 9%	10
图 9: 全球 65 岁以上人口占总人口比例不断上升	10
图 10: 2008-2015 年达能生命早期营养品收入复合增速 9%	11
图 11: 未来三年全球 0-4 岁人口仍将缓慢增长	11
图 12: 08-15 年达能饮料收入增速 8% (百万欧元)	13
图 13: 运动功能饮料快速增长 (十亿美元)	13
图 14: 达能鲜乳制品 08-15 年收入增速 3% (百万欧元)	13
图 15: 酸奶市场增速快于牛奶市场 (百万美元)	13
图 16: 2008-2012 亚洲和其他地区占比不断提升	14
图 17: 2013-2015ALMA 及欧洲占比不断提升	14
图 18: 达能 1988-2015 年净利润复合增速 6.33%	15
图 19: 2015 年达能和竞争对手盈利情况	15
图 20: 达能规模优势明显, 利用全球资源降低成本, 提高盈利能力	16
图 21: 两类营养品和饮料饮用水营业利润率高, 增长快	16
图 22: 达能主要通过控制销售费用降低费用率 (单位: 百万欧元)	17
图 23: 销售费用率从 2008 年 27.58% 下降到 2015 年 25.33%	17
图 24: 达能市值达 410 亿欧元 (2016 年 10 月 26 日)	18
图 25: 达能近五年市盈率	18
表 1: 达能部分产品品牌	5
表 2: 达能前十大股东 (2016.10.13)	7
表 4: 全球奶粉市场消费升级明显	12
表 5: 相对于主要竞争对手收入、利润、市值对比 (截至 2016.10.27)	18
表 6: 相对于主要竞争对手市盈率对比 (截至 2016. 10.27)	19
表 7: 雀巢与主要竞争对手 EPS (单位: 欧元)	19
表 8: 相对于主要竞争对手 ROE 对比	19

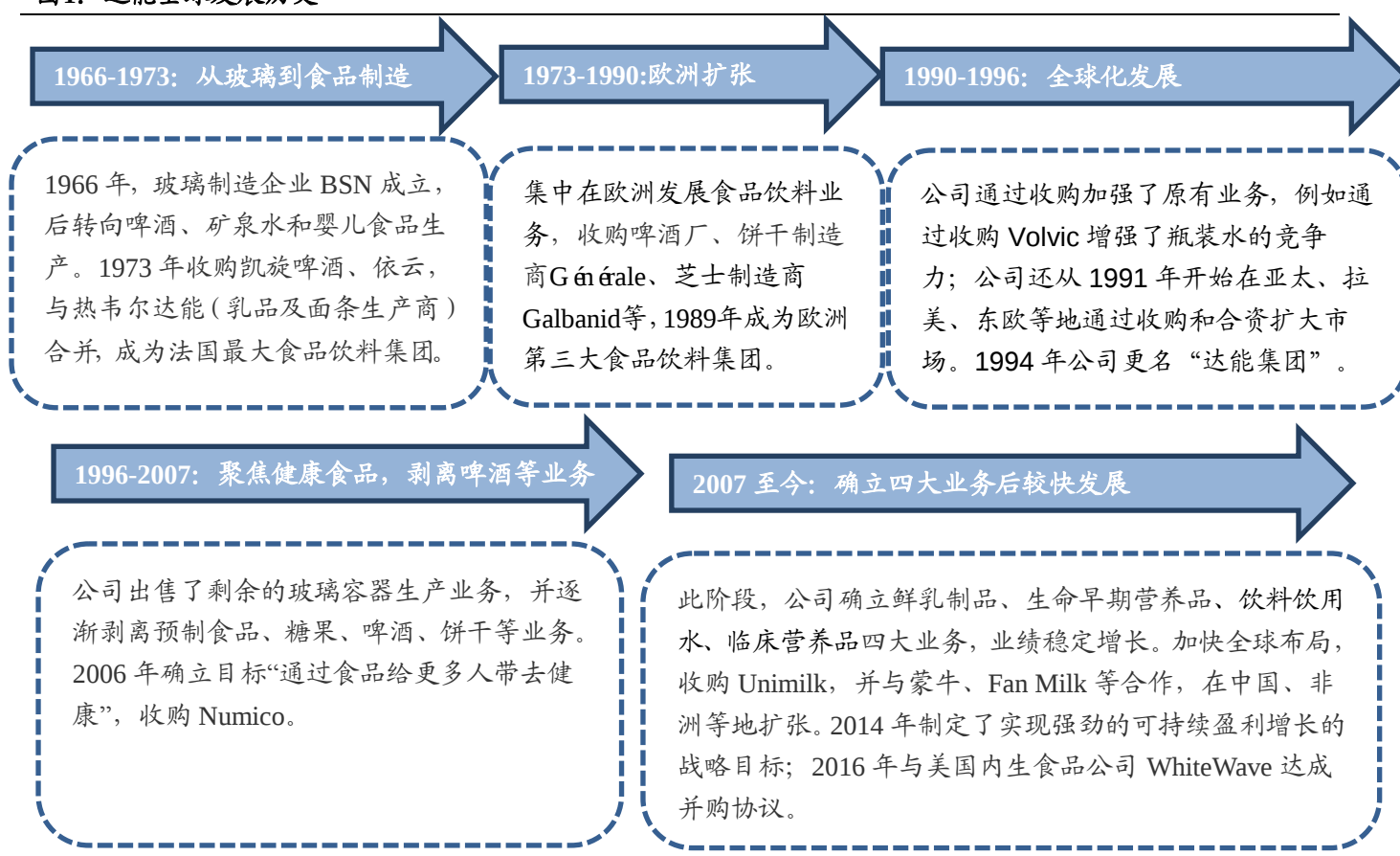
一、达能从扩张到收缩，最后聚焦健康食品四大业务

达能是欧洲第三大食品集团（仅次于雀巢、联合利华），世界第二大乳制品生产商、第三矿泉水生产商、第二大生命早期营养品生产商、欧洲第一大临床营养品生产商。2015年全球总营业收入224.12亿欧元，净利润17.52亿欧元。公司拥有鲜乳制品、生命早期营养品、饮用水和饮料、临床营养品四大核心产品，在全球市场销量排名均名列前茅。

1、达能早期并购拓展市场，后聚焦健康食品

达能前身为玻璃制造商，通过并购增加啤酒、瓶装水、乳品等业务，1990-2007年业务重组后至今集中发展鲜乳制品、饮料饮用水、生命早期营养品和临床营养品。达能起源西欧，1991年开始向东欧、亚洲、非洲扩张，现已在全球开展业务。

图1：达能全球发展历史



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

- **1966-1973年：从玻璃制造到食品制造。**1966年成立的BSN公司最早从事玻璃制造；1970年通过收购玻璃容器的下游顾客凯旋啤酒、依云等品牌进入食品领域，增加啤酒、矿泉水、婴儿食品业务
- **1973-1990年：在欧洲食品市场扩张。**公司于1982年出售部分玻璃业务后集中在欧洲食品行业发展，收购啤酒厂、饼干、芝士制造商等，1989年成为欧洲第三大食品饮料生产集团。
- **1990-1996：食品业务的全球化扩张。**公司整合原西欧业务，并开始在东欧、亚太、拉美等地通过收购和合资扩张。1994年公司更名“达能集团”。

- **1996-2007: 集中发展健康食品, 剥离啤酒、饼干等业务。**公司2006年终止玻璃容器业务; 逐渐剥离饼干、预制食品、啤酒等。2007年提出健康食品的战略目标, 收购Numico扩大生命早期营养品, 新增临床营养品。
- **2007-至今: 明确健康食品四大业务重新焕发活力。**达能继续发展鲜乳制品、生命早期营养品、饮料饮用水、临床营养品四大业务, 2010年收购俄罗斯Unimilk乳制品公司; 2013年与蒙牛、Fan Milk等合作, 在中国、非洲等地扩张。2014年提出“可持续盈利增长”的目标。2016年收购美国有机食品公司WhiteWave。2007-2015年收入复合增速7.28%, 远高于1996-2006年增速1.23%

2、2007 年达能确立健康食品四大板块: 鲜乳品+饮料+两类营养品

达能通过一系列业务调整, 最终确立四大健康食品业务。达能早期生产玻璃, 1982-2006年完成分步终止玻璃业务。食品方面, 1970-1996年扩展品类后达能开展鲜乳制品、饼干、饮料、啤酒、酱料、预制食品等十项业务, 后经1996-2007年业务重组, 仅保留鲜乳制品、饮料饮用水、生命早期营养品三类健康食品, 后增加临床营养品业务。

表1: 达能部分产品品牌

鲜乳制品	Activia、Oikos、蒙牛优益 C、蒙牛冠益乳、蒙牛消健
饮用水和饮料	依云 (eivan)、富维克 (Volvic)、波多 (Badoit)、益力、乐百氏、脉动
生命早期营养品	Bledine、Gallia、Alma、Nutrilon (诺优能)、Aptami (爱他美)、Dumex (多美滋)、Karicare (可瑞康)
临床营养品	纽迪希亚 (Nutricia)、能全素 (Nutrison)、Fortisip、纽康特 (Neocate) 等

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

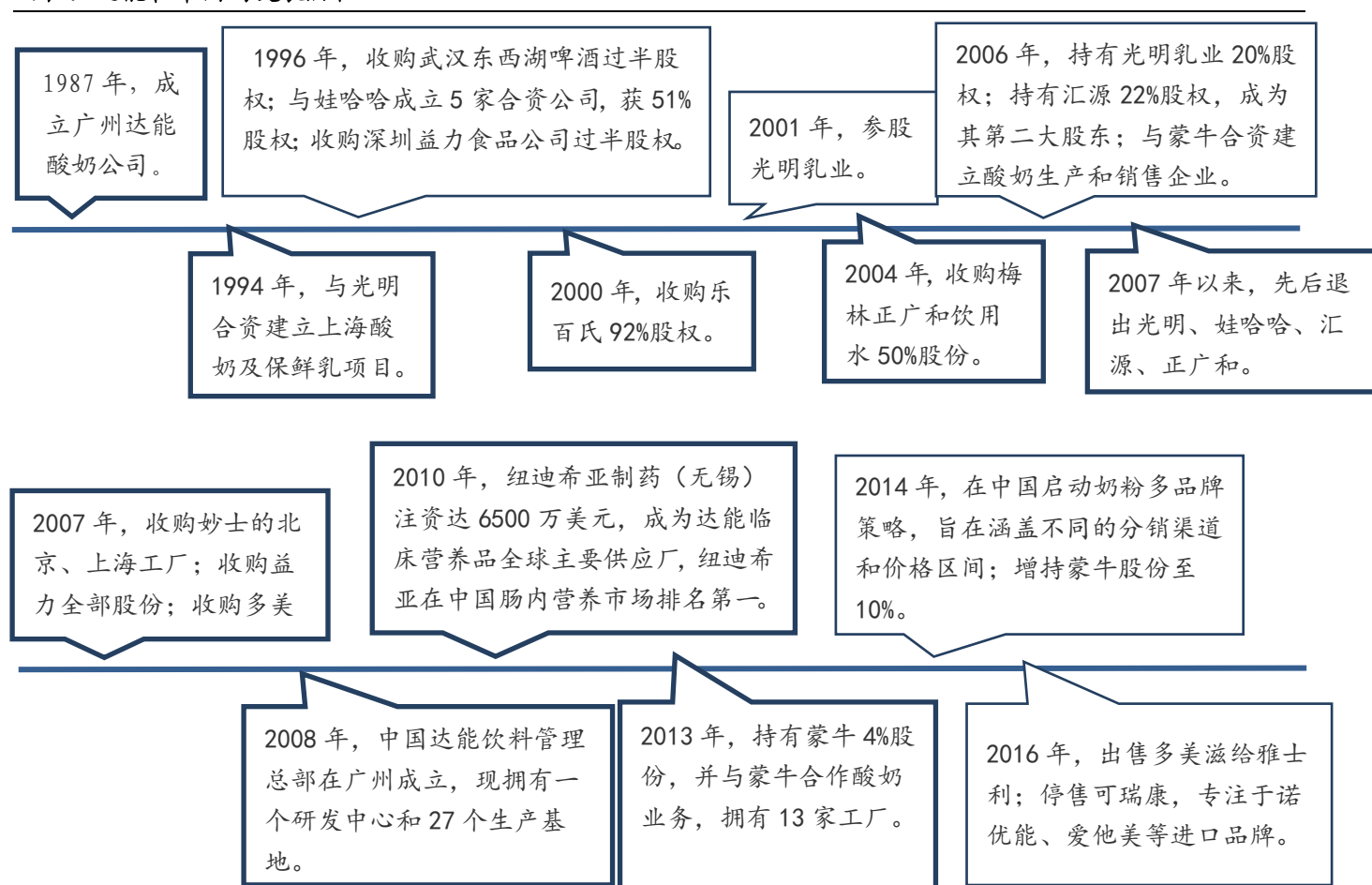
- **鲜乳制品: 包括酸奶、发酵乳制品、特殊功能型乳制品,**主要全球性产品为: (1) 基本的酸奶。其中碧悠是达能最大的奶制品品牌; (2) 蛋白质含量是普通酸奶两倍的希腊酸奶。主要品牌为Oikos和Danio; (3) 针对青少年的Danonino酸奶; (4) 其他。如含益生菌的Actimel酸奶。达能的地区性品牌包括中国区与蒙牛合作推出的优益C、冠益乳、儿童未来星等。
- **饮料饮用水: 主要包括饮用水和添加维他命的果味非碳酸饮料。**主要包括全球性的依云、富维克、波多三大矿泉水, 和区域性品牌如印尼的Aqua瓶装水, 中国的脉动、益力、乐百氏等。
- **生命早期营养品: 主要为婴儿配方奶粉 (80%以上)、断奶食品和孕产妇营养补充品。**该业务在全球性品牌基础上再研发的地区性产品, 如爱他美、诺优能和多美滋等。
- **临床营养品: 主要是为老年人和疾病患者提供的特殊营养品。**主要由纽迪希亚总品牌下的多个子品牌构成: (1) 针对营养不良人群的特殊饮品Fortisip等; (2) 为进食困难的病人提供的代餐肠内营养剂, 如能全素等; (3) 满足特殊需求的婴儿奶粉, 如针对过敏婴儿的特殊奶粉纽康特等。该部分大部分产品依靠医疗人员推荐或开出处方。

3、达能在中国：从并购到独资，迅速发展

1987-1997年：达能通过入股中国龙头企业，迅速打开市场。达能于1987年进入中国市场，早期通过入股国内龙头企业，快速打开食品饮料市场。具体合作事项包括：1994年与光明合资生产酸奶；1996年成为武汉东西湖啤酒的大股东；1996年和2000年先后收购娃哈哈、乐百氏各51%、92%的股份；并于2001年参股光明乳业；2004收购梅林正广和饮用水50%股份；2006年购入汇源22%股份，并与蒙牛合资生产酸奶。

2007年后：主要独资发展，保留蒙牛合作关系。2007年达能开始了在中国的独资化进程，一方面打造独资品牌，如脉动、益力等；另一方面加快在中国的建厂，在上海建立鲜乳制品和饮料研发中心，并注资6500万美元在无锡建设临床营养品生产基地纽迪希亚制药厂。2007年起达能先后退出光明、娃哈哈、汇源、正广和等公司，但仍保留和蒙牛的合作关系，对蒙牛的持股比例2014年上升到10%；其他收购活动主要是全资收购或购买生产线，如2007年收购益力全部股份，收购妙士的北京、上海工厂。

图2：达能在中国的发展历程

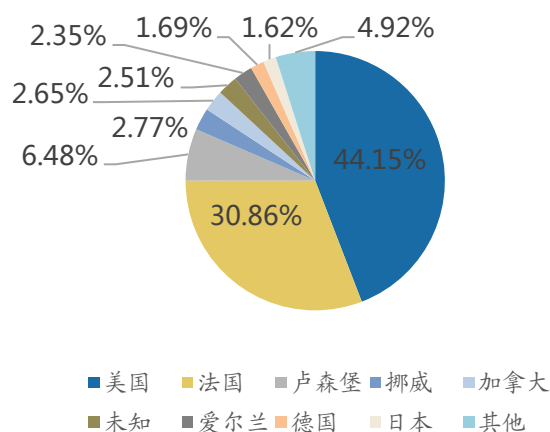


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

4、达能股权相较分散，属公众公司

达能在巴黎证券交易所上市，现已发行6.56亿股，从地域分布来看，美国持有44.15%，法国持有30.86%；机构投资者持股48.74%。达能第一大股东是投资公司SUN LIFE FINANCIAL INC，是唯一持有达能股份超10%的股东，但不具有公司控制权，达能集团为第二大股东，持股5.99%，总体上股权较为分散，属于公众公司。

图3: 美国、法国是最大持股国家 (2016.10.13)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表2: 达能前十大股东 (2016.10.13)

股东名称	占总股本比例
SUN LIFE FINANCIAL INC	10.09%
GROUPE DANONE	5.99%
CREDIT AGRICOLE GROUPE	3.17%
FIRST EAGLE INVESTMENT MGMT LLC	2.30%
NATIXIS SA	2.21%
SOFINA & HENEX GROUP	2.20%
BLACKROCK	2.15%
VANGUARD GROUP	2.04%
CAISSE DES DEPOTS ET CONSI	1.70%
HARRIS ASSOCIATES LP	1.70%

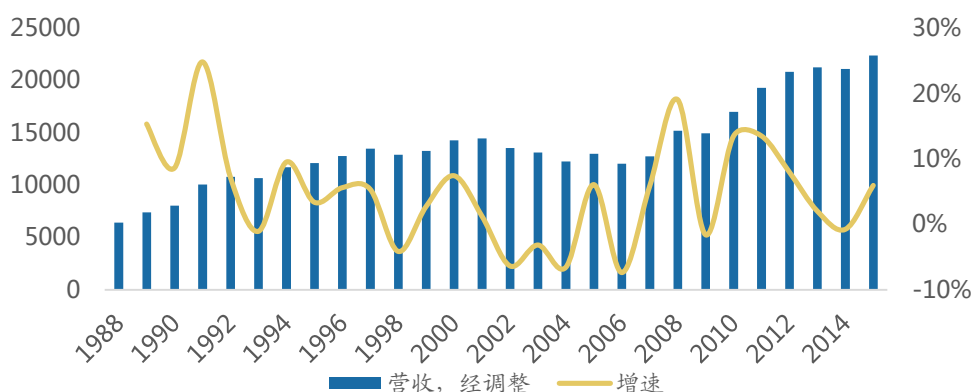
数据来源: Bloomberg, 证券发展研究中心

二、健康食品顺应消费升级，未来有望继续较快增长

1、近十年达能聚焦健康食品再焕活力，收入复合增速 7.28%

根据可得数据分析，达能从1988-2015年达能营业收入复合增速达4.73%，2015年销售收入224.12亿欧元。达能目前是欧洲第三大食品制造商。按达能各阶段发展策略，可将1988-2015年分为三个阶段。

图4：达能1988-2015年收入及增速（百万欧元）



数据来源：广发证券发展研究中心

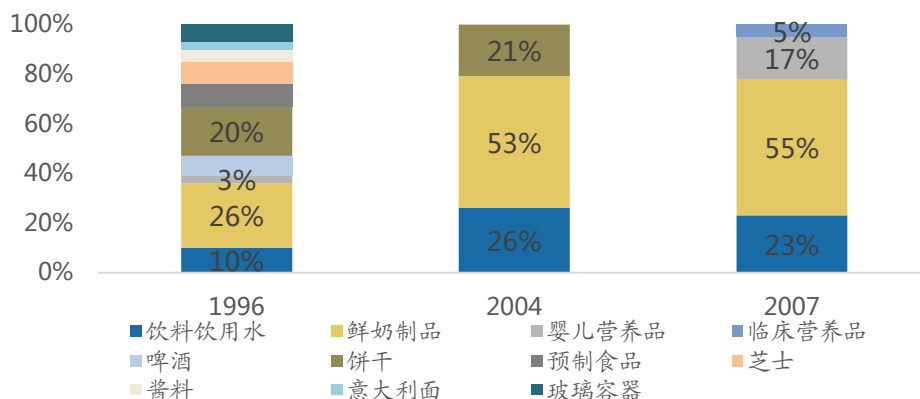
（1）1988-1996年扩张期：进行全球扩张，收入复合增速达8.98%。

通过整合西欧业务和在亚太等地区兼并扩张，营业收入从1988年64.30亿欧元增长到1996年127.96亿欧元，复合增速8.98%。

（2）1997-2006年收缩期：进行业务重组，收入复合增速为1.23%。

1997-2004年公司完成了玻璃制造、预制食品、啤酒、芝士、酱料、意大利面6项业务的剥离，2004年公司业务已精简至鲜乳制品（含婴儿营养品）、饮料饮用水、饼干，销售收入从1997年134.88亿欧元下降到2004年122.73亿欧元。2004年-2006年达能剥离饼干业务，收入下降至120.68欧元，这3年中鲜奶制品、饮料饮用水增速均超过10%，主要由碧悠酸奶和功能型饮料拉动增长。

图5：达能1997-2007逐步剥离玻璃、啤酒等业务，完成业务收缩



数据来源：广发证券发展研究中心

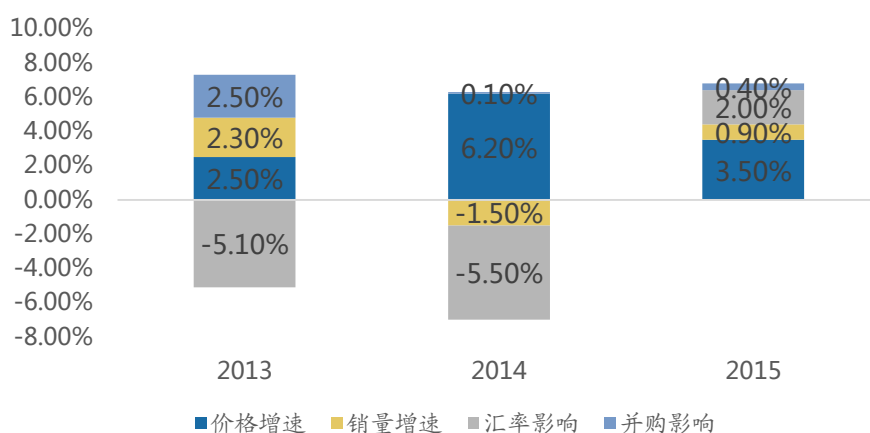
（3）2007年后聚焦健康食品：再焕活力，2007-2015年收入复合增速7.28%。

公司在2007年确立健康食品四大业务后，聚焦策略效果凸显。2007-2015年收入

复合增速7.28%，重回较快增长通道。达能在此期间增速远高于竞争对手，雀巢同期收入复合增速仅为-2.33%。

2013-2015年达能内生增速均高于4%，价格增长是主要原因。“内生增速”指的是排除合并影响和汇率变动影响，仅由销量增加和销售价格提升带来的销售收入增速。2013-2015年达能收入的内生增速分别为4.80%，4.70%，4.40%，由价格上涨带来的收入增加分别为2.50%，6.20%，3.50%。2013、2014年汇率都使收入减少5%以上，但由于欧元走弱2015年汇率转为贡献2%收入增长。

图6：达能2015年收入224.12亿欧元，近3年复合增速超过4.40%

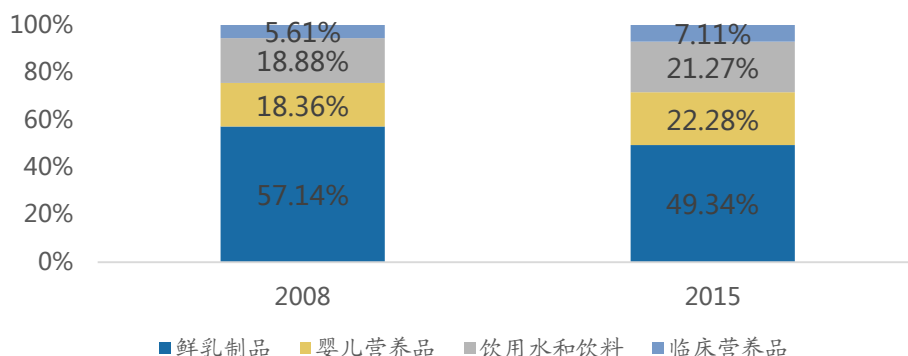


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2、四大健康食品业务符合消费升级方向，未来有望继续较快增长

2008-2015年临床营养品、生命早期营养品、饮用水和饮料、鲜乳制品增速分别为9.31%、8.64%、7.50%、3.49%，除鲜乳制品外其他三类均增长较快，占比上升。从收入占比分析，2008-2015年，鲜乳制品占比减少，其它三类产品占比上升。2008年鲜乳制品、饮用水和饮料、生命早期营养品、临床营养品占收入比重分别为57.14%、18.88%、18.36%、5.61%，2015年占比为49.34%、21.27%、22.28%、7.11%。

图7：2008-2015年鲜乳制品收入占比减少，其它三类产品占比上升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（1）临床营养品：受益于老年化和健康意识加强，未来三年收入增速6-8%

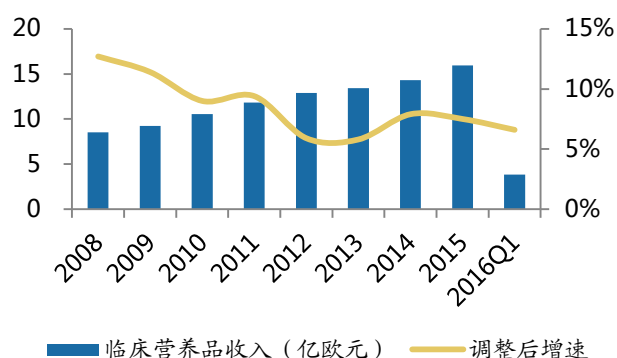
2008-2015年该部分收入从8.54亿欧元增长到15.93亿欧元，占收入比重上升到7.11%，复合增速9%。2015年调整后收入增长7.5%，销量增速4.7%。临床营养品主要包括儿科产品（如过敏性奶粉纽康特、儿童营养补充剂Nutrini），成人营养剂（如

能全素），老年人营养品（Fortimel、Fortifit等）。

未来五年临床营养品行业增速有望保持5%左右。根据P&S公司数据，2015年全球临床营养品市场总额约为393亿美元，预计2016-2022年复合增速可达5%左右。达能预计未来三年临床营养品业务收入有望保持6%-8%增速。其中销量增速4%左右，价格增速3%左右。临床营养品需求较快增长主要有以下原因：

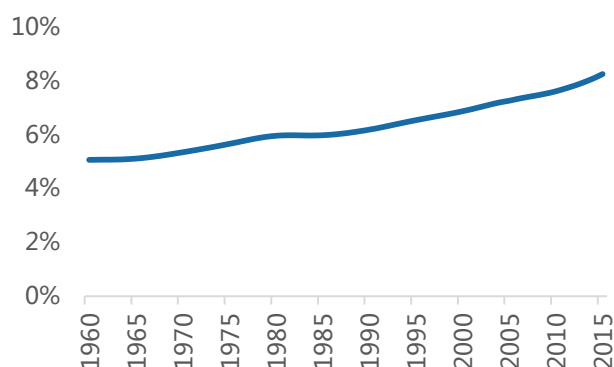
- 全球面临人口老龄化趋势，老年人口拉动临床营养品需求。据美国人口调查局数据，2015年全球有6.17亿65岁及以上的人口，相比2012年增加0.55亿，占总人口比例提升至8.5%，预计2030年老龄人口将增加60%以上达到10亿。同时社会养老保障水平不断提升，提供养老保险的国家数量从1989年135个上升到2014年177个，更多老龄人口能够负担临床营养品开支。
- 健康意识提高，对特殊营养品的需求提升。全球约有四成婴儿存在奶粉不耐受；四分之一的住院病人有营养不良，临床营养品市场较大。1995-2014年世界人均医疗卫生支出复合增速达4.48%，包含健康服务，避孕，营养品，急救等，反映了人们健康意识加强、健康消费增加的趋势。随着人们对营养不良认识的进一步深化，营养品方面支出有望提高。

图8：达能临床营养品2008-2015年收入复合增速9%



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图9：全球65岁以上人口占总人口比例不断上升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（2）生命早期营养品：受益于母乳喂养率下降及消费升级，未来三年收入增速7-10%

2008-2015年该部分收入从27.95亿欧元增长到49.94亿欧元，占收入比重上升到22.28%，复合增速9%。其中多美滋贡献主要增量，2013年开始爱他美等产品增速超过多美滋。多美滋是达能针对中国、印尼等7个国家推出的产品，2008-2012年是达能婴儿食品中增长最快的单品。2013年由于恒天然事件多美滋进行预防性召回，加之海淘等途径导致更多高端产品进入中国市场，多美滋销售收到影响。2015年达能已出售多美滋中国区业务。2013-2015年爱他美等产品销售则开始贡献该品类主要增量。

图10: 2008-2015年达能生命早期营养品收入复合增速9%

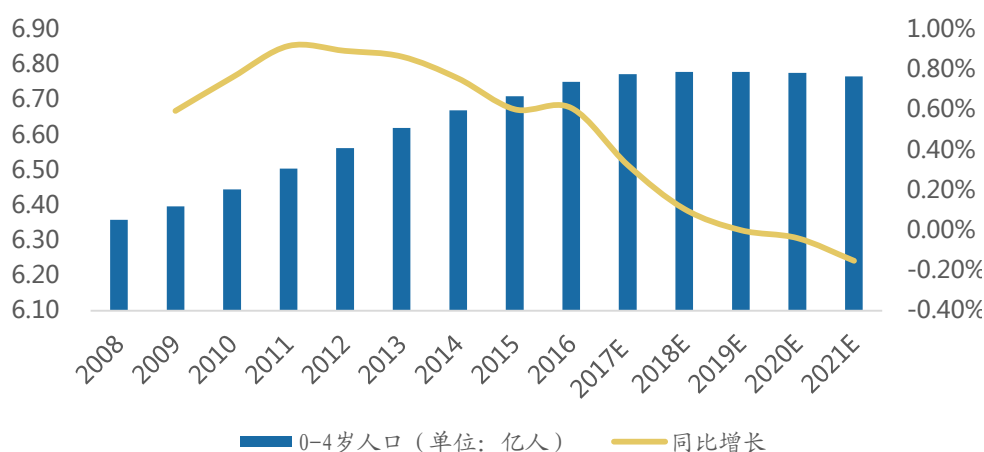


数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

达能预计未来三年公司生命早期营养品增速有望保持7%-10%，略高于行业增速。2015年婴儿食品市场规模达623亿美元，2008-2015年复合增速6.51%，预计未来三年仍将保持5%左右增速稳定增长。全球婴儿食品主要增长原因为：

- 全球婴幼儿数量缓慢增长，需求数量仍有提升。全球每年约1.34亿人口出生，全球2岁以下婴幼儿约4亿人。联合国人口司预测全球0-4岁人口数量未来三年仍将缓慢增长，预计增速0.14%。

图11: 未来三年全球0-4岁人口仍将缓慢增长



数据来源：广发证券发展研究中心

- 经济越发达地区纯母乳喂养率越低，未来占世界人口75%的中等收入国家随着经济发展，母乳喂养率将逐步下降。世界银行数据显示，占世界人口约9%的31个低收入国家，2000-2012年0-6个月婴儿纯母乳喂养率从38.35%上升到45.86%；占世界人口约75%的104个中等收入国家，2000-2012年0-6个月婴儿纯母乳喂养率从40.56%下降到32.98%。剩余占世界人口16%的80个高收入国家母乳喂养率普遍较低，2012年美国0-6个月婴儿的纯母乳喂养率21.9%；欧洲2015年0-6个月婴儿纯母乳喂养率约为25%。根据The Lancet进行的调查，2016年1月全球6个月以下婴儿纯母乳喂养率平均为35.7%。

表3: 发达国家纯母乳喂养率明显低于中等收入及低收入国家

	2000	2012	人口占比
低收入国家	38%	46%	9%
中等收入国家	41%	33%	75%
高收入国家(美国数据)	10.3%(2003)	22%	16%

数据来源: 美国疾病控制及预防中心, 广发证券发展研究中心

- 人均收入增加和营养意识加强, 奶粉消费升级趋势明显, 高端奶粉市场份额增加。以全球2015年市占率最高的8款奶粉品牌为例, 美赞臣Enfagrow、美赞臣Enfamil、雀巢嘉宝、雅培similac在美国亚马逊上的盎司价格在0.8-1.3美元之间, 属于中低端产品, 四个产品2007-2015年全球市场份额共下降1.8%; 达能爱他美、达能诺优能、雀巢能恩、雀巢S-26惠氏等四个品牌每盎司价格在1.4美元以上, 属于相对高端产品, 四个产品2007-2015年间全球市场份额共上升4.3%。高端产品销售比重的上升反映消费需求提升

表 4: 全球奶粉市场消费升级明显

产品名称	美元/盎司	2015 全球市场份额	2007 全球市场份额	2007-2015 市场份额变动
美赞臣 Enfagrow	0.8	2.7%	1.2%	1.5%
美赞臣 Enfamil	1.05	4.8%	6.8%	-2.0%
雀巢嘉宝	1.1	4.0%	4.4%	-0.4%
雅培 Similac	1.3	3.2%	4.2%	-0.9%
达能诺优能	1.4	2.6%	1.0%	1.6%
达能爱他美	1.4	2.2%	1.1%	1.1%
雀巢 S-26 惠氏	1.7	3.2%	1.0%	2.2%
雀巢能恩	3.33	2.8%	3.4%	-0.6%

数据来源: 广发证券发展研究中心

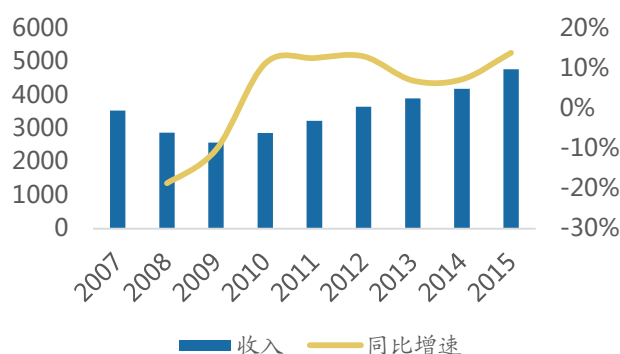
(3) 饮料饮用水: 运动饮料、矿泉水是主要增量, 未来三年收入增速7%左右

以脉动为代表的运动饮料成主要增长来源。2008-2015年间饮料饮用水收入从28.74亿元上升到49.94亿元, 占收入比重上升到21.27%。其中运动饮料中脉动2009-2012年四年在中国区增速超过40%, 2014年销售额约9.4亿欧元, 贡献主要增长; Aqua饮用水为增速第二的产品。

公司预计未来3年饮料和饮用水收入增速为7%左右。(1) 2011-2015年达能饮料饮用水销量增速从8.8%下降到5.1%, 原有品类增速放缓, 但运动饮料等增速相对较快, 预计未来三年销量保持4%左右增速。(2) 消费升级带来价格提升2%左右

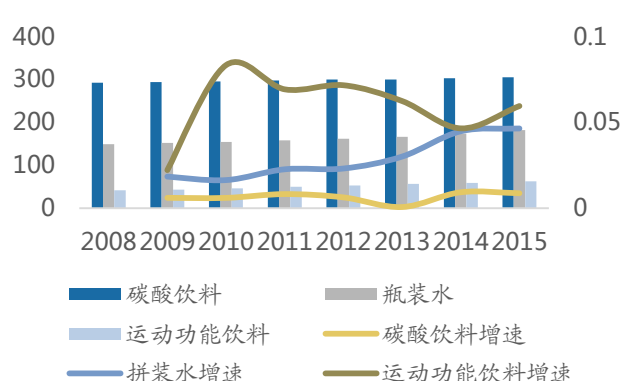
运动饮料、矿泉水符合健康饮品发展方向, 增速快于其他类饮品。随着人们健康意识提高, 消费者更多地选购健康、清洁饮品, 2008-2015年全球运动功能性饮料和饮用水销售额增速分别为5.93%、2.88%, 远高于同期碳酸饮料市场0.64%的增速。达能的饮用水和维他命饮料未来有望继续快速增长。

图12: 08-15年达能饮料收入增速8% (百万欧元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图13: 运动功能饮料快速增长 (十亿美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(4) 鲜乳制品: 受益于酸奶等较快增长品类, 未来有望稳定增长

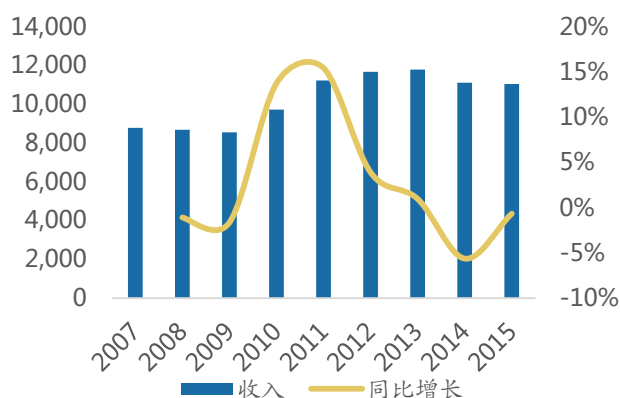
鲜乳制品销售额从2008年87.91亿元增长至2015年110.57亿元, 2015年收入占比下降至49.34%。增长主要来自于产品升级。达能鲜乳制品以酸奶为主, 普通酸奶Activia和希腊酸奶Oikos都增长较快。

公司预计鲜乳制品收入增速未来三年有望保持3%左右。(1) 预计销量略有下降或持平。达能过去5年鲜乳制品销量有所下降, 但随着消费者养成酸奶消费习惯, 预计未来销量有望止跌。(2) 产品升级带动价格提升, 预计未来价格增速仍将保持3%的水平。

健康饮食趋势下, 酸奶消费量相比牛奶增长快。以美国为例, 2011-2015年酸奶市场复合增速5.79%, 同期牛奶市场下降1.61%, 酸奶作为健康食品的代表销量增长远超传统牛奶。根据Technavio调查显示, 目前全球酸奶市场总额约270亿美元, 不足全球奶制品市场的10%。各国人均消费酸奶数量差异较大, 13年德国、荷兰、土耳其人均酸奶消费量约34.63千克、35.7千克、35.2千克; 发展中国家巴西、埃及人均消费量仅为6.4千克、2.48千克。酸奶市场还有较大增长空间。

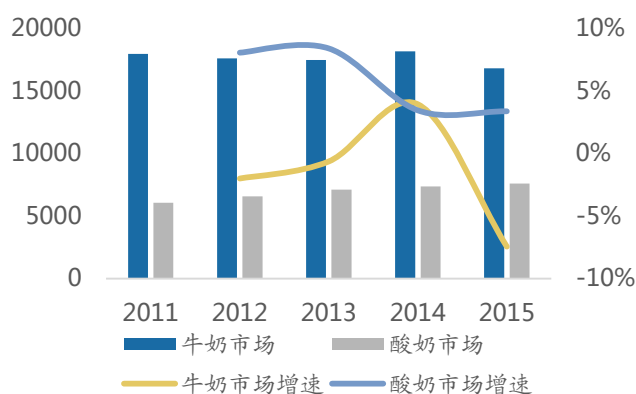
产品结构进一步升级, 高附加值的希腊酸奶占比上升。希腊酸奶地蛋白质含量约为普通酸奶2倍, 符合人们对营养价值的追求; 其销售价格高于普通酸奶三成以上, 在美国等发达国家销量相较于普通酸奶更快上升, 是新的增长点。

图14: 达能鲜乳制品08-15年收入增速3% (百万欧元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图15: 酸奶市场增速快于牛奶市场 (百万美元)

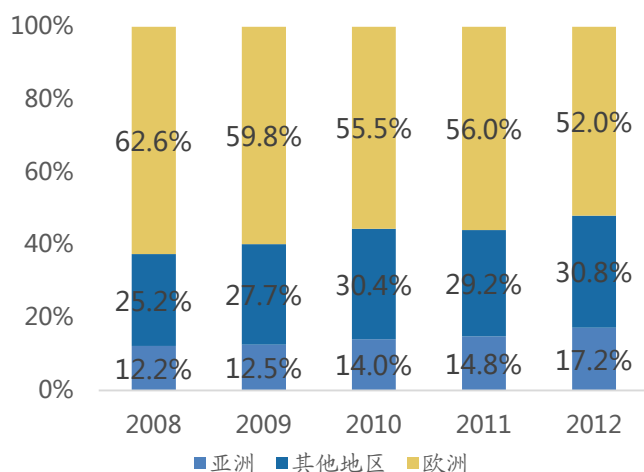


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3、亚太、拉美、中东、非洲及欧洲（不含独联体）支撑收入较快增长

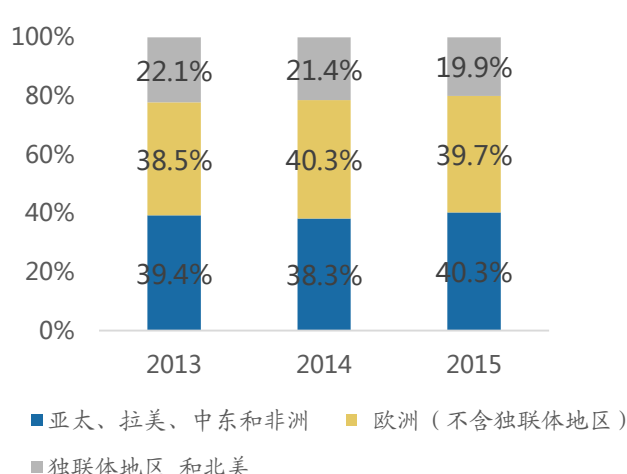
2008-2012年亚洲及其他地区收入复合增速17.91%、13.78%，是收入增长主要来源。2008年公司在欧洲、亚洲及其他地区收入分别为95.24、18.54、38.42亿欧元、占比分别为62.60%、12.20%以及25.20%。此后到2012年亚洲及其他地区快速增长，占比不断提升，到2012年欧洲、亚洲及其他地区收入分别为108.48、35.84、64.37亿元，占比分别为52.00%、17.20%、30.80%。2008-2012年欧洲、亚洲及其他地区收入复合增速3.31%、17.91%、13.78%。

图16：2008-2012亚洲和其他地区占比不断提升



数据来源：广发证券发展研究中心

图17：2013-2015ALMA及欧洲占比不断提升



数据来源：广发证券发展研究中心

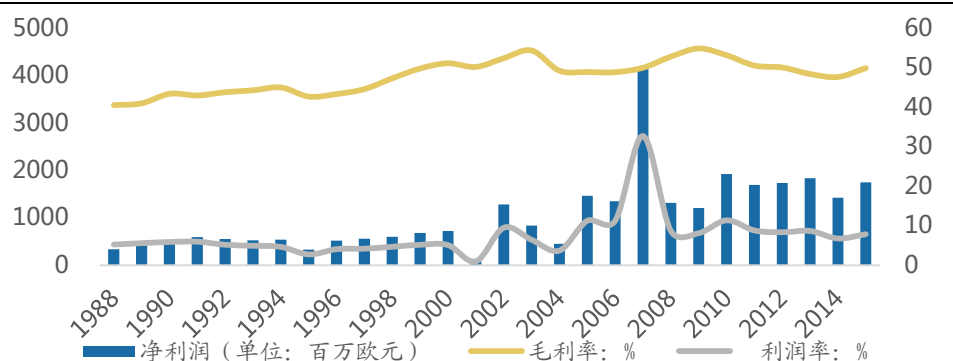
2013-2015年亚太、拉美、中东、非洲地区和欧洲地区（不含独联体）是收入增长主要来源。2013年亚太、拉美、中东和非洲地区（简称ALMA），欧洲（不含独联体）地区，独联体和北美地区三大地区收入占比分别为39.40%、38.50%、22.10%，到2015年占比分别为40.30%、39.70%、19.90%，2013-2015三大地区收入复合增速分别为3.82%、4.20%、-2.60%。

两大地区增长原因：（1）ALMA地区收入较快增长主要源于该地区居民可支配收入增长带来的销量及产品结构提升。其中中国近三年保持7%左右收入占比，2015年成为达能第三大市场，近五年复合增速13.0%，也是重要收入来源之一。（2）欧洲（不含独联体）收入较快增长主要源于产品结构提升，达能继续在欧洲区推出各国差异化的产品、进行产品升级换代，实现增长。欧洲区人均消费能力强，市场需求成熟，继续发挥重要作用。

三、产品结构升级不断提升毛利率，费用仍有下降空间

达能盈利能力近十年较为平稳，长期呈向上趋势。2015年达能实现净利润17.52亿欧元，1988年-2015年间净利润年复合增速达6.33%。2015年达能毛利率49.97%，2015年净利率达7.8%，公司净利率由1988年5.2%上升了2.6个百分点至2015年7.8%。

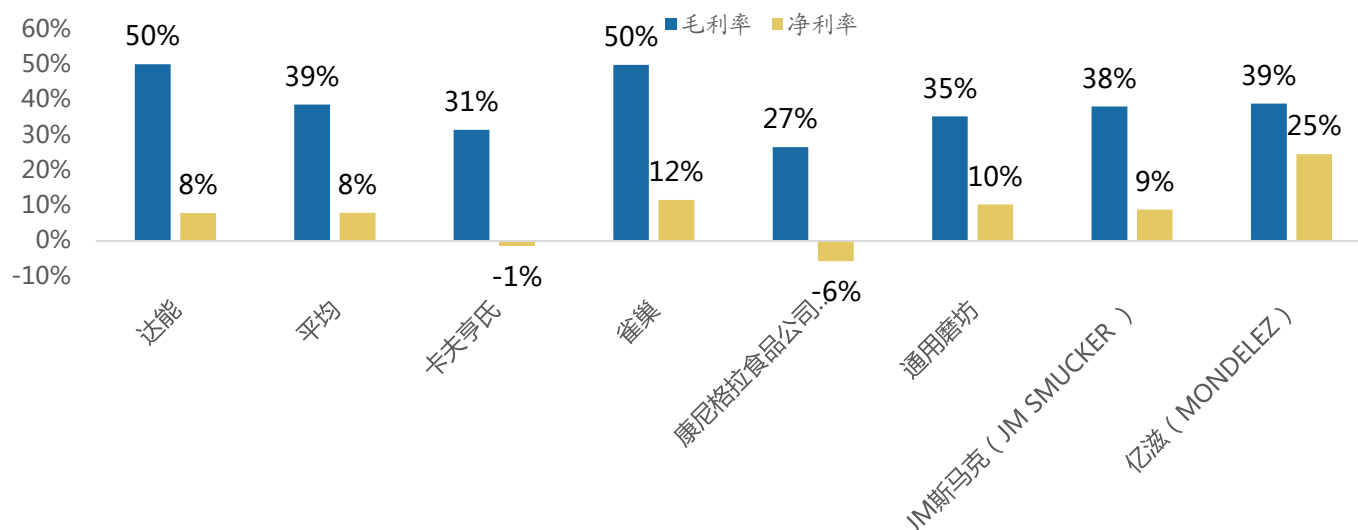
图18：达能1988-2015年净利润复合增速6.33%



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

达能毛利率较高，净利率有提升空间。达能与雀巢毛利率水平相当，远高于其他竞争对手。2015年达能毛利率50%，而同期大多竞争对手毛利率在30-40%之间。但达能净利率仍有提升空间，2015年达能净利率8%，跟平均水平相当，但远低于雀巢、通用磨坊等。

图19：2015年达能和竞争对手盈利情况



数据来源：广发证券发展研究中心

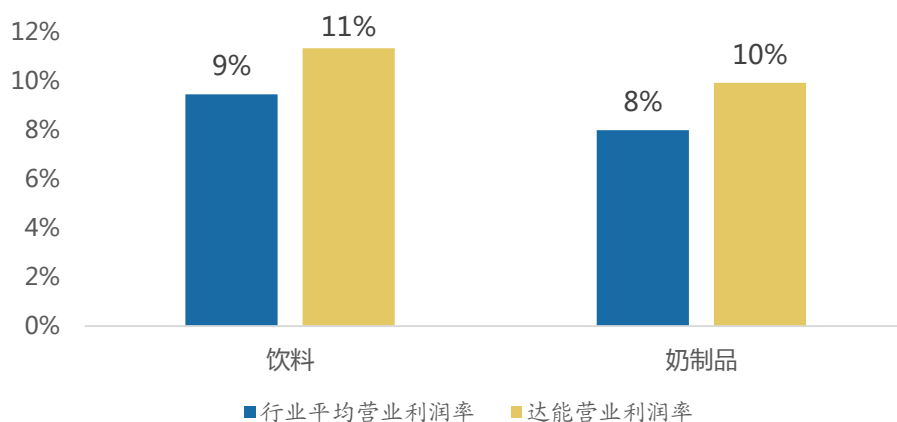
达能毛利率和净利率分别为从过去发展情况来看，达能利用规模优势、产品结构升级以及控制费用不断提高盈利能力，费用仍有下降空间。

1、规模优势：利用全球资源降低综合成本

达能依靠规模效应及全球资源优势降低成本。达能积极开展控制成本的措施，原奶和包材是主要成本。达能尽量当地采购原奶，包材则在全球范围内寻求最优价格，并积极运用期货条约等金融工具，控制成本上涨给毛利率带来的压力。2015年

达能鲜乳制品营业利润率为9.95%，略高于奶制品行业平均8.0%的营业利润率；饮料饮用水类营业利润率达11.37%，高于行业平均水平9.95%。

图20：达能规模优势明显，利用全球资源降低成本，提高盈利能力



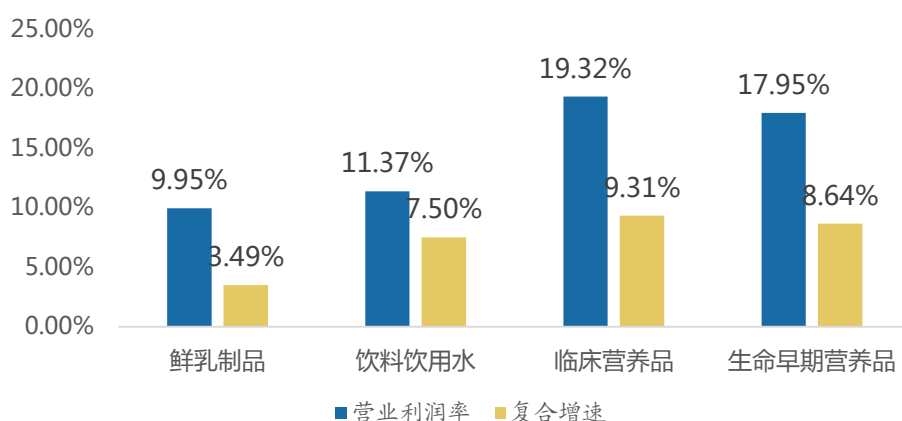
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2、产品结构升级：两类营养品盈利能力强，占比不断提升

公司临床营养品和生命营养品盈利能力强。2015年临床营养品和生命早期营养品营业利润率分别为19.32%、17.95%；饮料饮用水营业利润率为11.37%；鲜乳制品的营业利润率为9.95%。

2008-2015年间，两类营养品和饮料饮用水收入占比上升7.81个百分点。从产品结构来看，临床营养品、生命早期营养品、饮料饮用水2008年占比分别为5.61%、18.36%、18.88%，到2015年占比分别为21.27%、22.28%、21.27%，复合增速分别为9.31%、8.64%、7.50%。鲜乳制品从2008年下降7.81个百分点到2015年49.34%，复合增速3.49%，低于整体增速5.68%。整体来看，高盈利产品占比在不断提升，结构升级明显。

图21：两类营养品和饮料饮用水营业利润率高，增长快



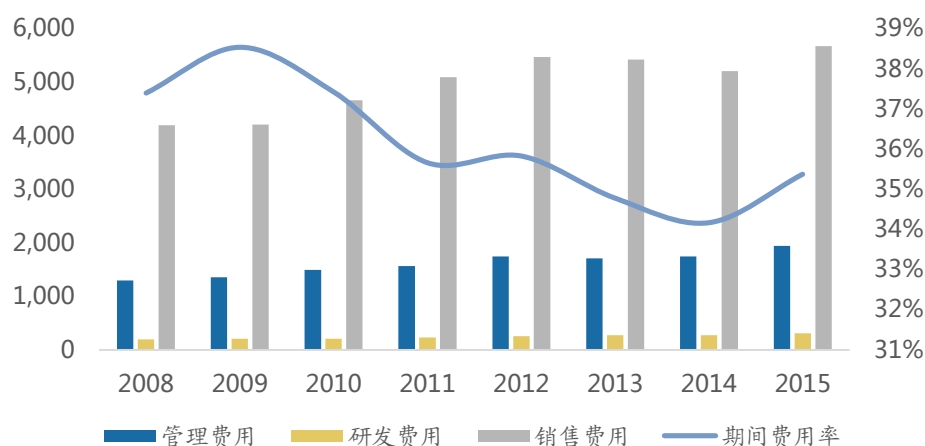
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

公司还推出高附加值单品提高盈利能力。例如鲜奶制品中，公司推出高附加值的希腊酸奶Oikos，其每品脱售价比普通酸奶Activia高约35%。2011-2015年Oikos销量迅速增加，2011年在北美市场销售数量仅为Activia约六分之一，2015年销量已经超过Activia。

3、费用控制： 2008-2015 年费用率下降 2 个点，未来仍有下降空间

2008-2015年期间费用率整体呈下降趋势。达能2015年期间费用率为35.37%，相较2008年下降2.03个百分点，其中管理费用率、销售费用率、研发费用率分别为8.67%、25.33%、1.37%。

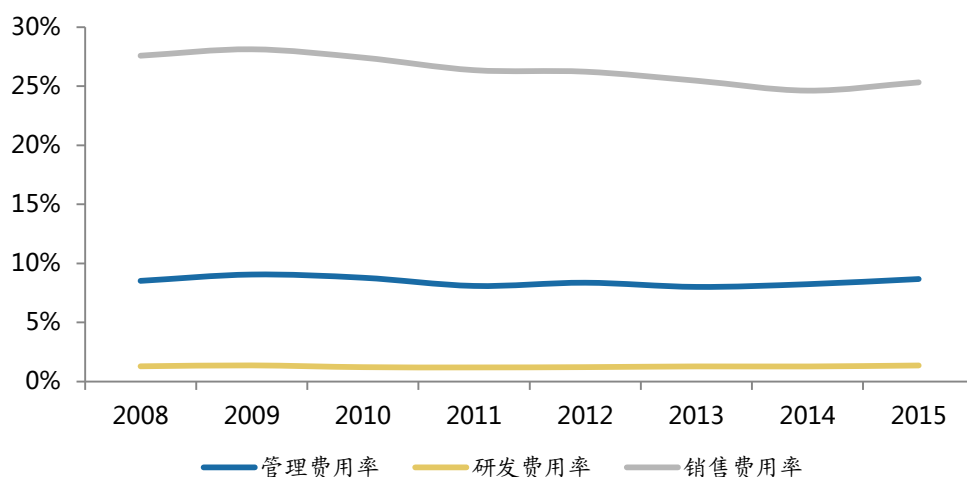
图22：达能主要通过控制销售费用降低费用率（单位：百万欧元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

销售费用率下降是主要原因，未来费用率仍有下降空间。销售费用率从2008年27.58%下降到2015年25.33%，管理费用率和研发费用率基本持平。期间费用率相较竞争对手仍有一定下降空间，2015年卡夫亨氏费用率为31.42%。

图23：销售费用率从2008年27.58%下降到2015年25.33%



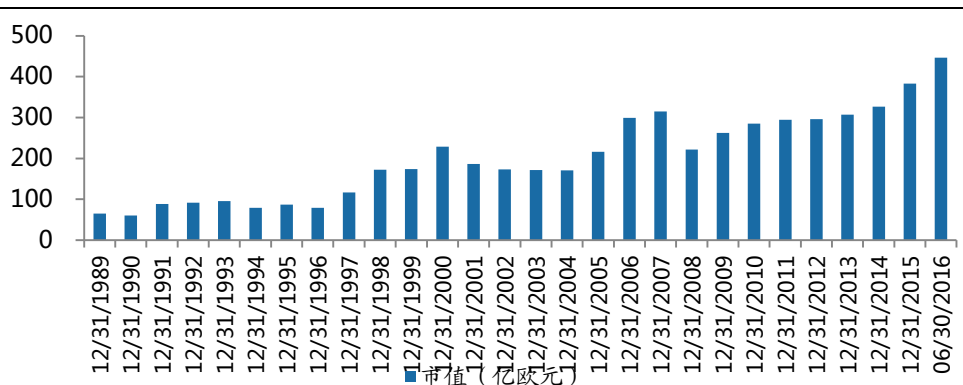
数据来源：广发证券发展研究中心

四、达能市值达 410 亿欧元，近五年平均市盈率 24 倍

1、达能现市值为 410 亿欧元，2005-2016 年年化收益率 6.01%

达能市值总体呈上升趋势，2005年12月31日市值为215.79亿欧元，2016年10月26日市值达到409.93亿欧元，2005至今年化收益率为6.01%。

图24：达能市值达410亿欧元（2016年10月26日）

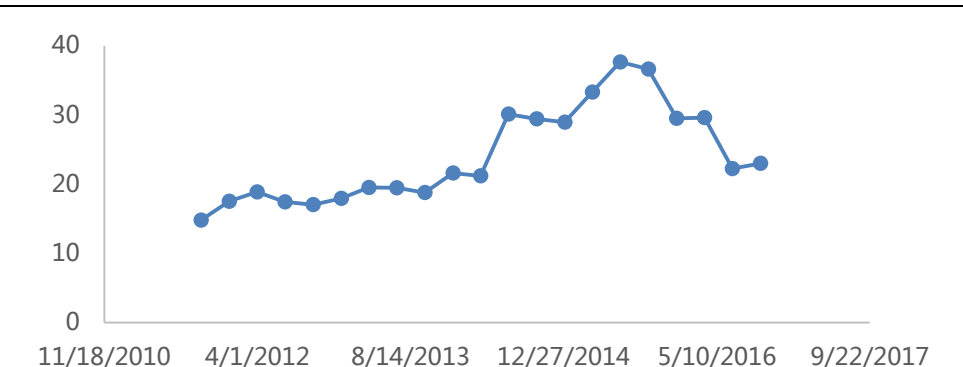


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2、2011-2016 年达能平均市盈率 24 倍

2011年9月30日达能市盈率15倍，上升至2015年6月30日达到此期间最大值38倍，5年间平均市盈率为24倍，市盈率波动范围15-38倍。当前达能市盈率为22倍，主要竞争对手市盈率在20-36倍，平均市盈率为24倍，其中卡夫亨氏市盈率最高，雀巢市盈率26倍，通用磨坊市盈率21倍。

图25：达能近五年市盈率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 5：相对于主要竞争对手收入、利润、市值对比（截至 2016.10.27）

	市值 (百万欧元)	2015 年收入 (百万欧元)	收入同比增长: %	2015 年净利润 (百万欧元)	净利润同比增长: %
平均值	67,955	25,431	-10.32	2,568	-0.12
达能	40,993	22,412	6.00	1,282	0.01
雀巢	207,445	83,453	-3.03	8,493	-0.37
康尼格拉食品公司	19,282	9,813	-24.66	-208	-3.40

(CONAGRA)					
通用磨坊	32,982	14,493	-1.56	1,004	0.00
JM 斯马克 (JM SMUCKER)	13,924	4,610	1.46	279	0.30
亿滋 (MONDELEZ)	62,745	26,717	-13.46	6,551	2.50
卡夫亨氏	98,314	16,517	-37.03	571	-0.71

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

表 6：相对于主要竞争对手市盈率对比（截至 2016.10.27）

	P/E:2011	P/E:2012	P/E:2013	P/E:2014	P/E:2015	当前 PE
平均值	18.18	16.81	19.29	19.23	29.08	24
达能	17.53	17.95	21.62	28.96	29.66	21.9
雀巢	18.18	18.57	20.80	16.07	25.71	25.8
康尼格拉食品公司 (CONAGRA)	14.19	13.65	16.34	14.82	19.77	20.3
通用磨坊	15.13	15.27	17.35	19.71	19.59	20.9
JM 斯马克 (JM SMUCKER)	15.74	16.52	19.38	17.26	28.15	20.8
亿滋 (MONDELEZ)	28.28	18.92	20.25	18.57	26.54	22.5
卡夫亨氏	NA	NA	NA	NA	54.13	35.6

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

表 7：雀巢与主要竞争对手 EPS（单位：欧元）

	EPS:2011	EPS:2012	EPS:2013	EPS:2014	EPS2015
平均值	2.20	2.06	2.37	2.04	1.77
达能	2.77	2.78	2.42	1.88	2.10
雀巢	2.41	2.66	2.55	3.74	2.72
康尼格拉食品公司 (CONAGRA)	1.42	0.83	1.46	0.53	-0.49
通用磨坊	2.09	1.79	2.22	2.15	1.66
JM 斯马克 (JM SMUCKER)	3.06	2.97	3.89	4.02	2.70
亿滋 (MONDELEZ)	1.44	1.35	1.66	0.97	4.05
卡夫亨氏	NA	NA	NA	1.01	-0.31

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

表 8：相对于主要竞争对手 ROE 对比

名称（单位均为%）	ROE:2011	ROE:2012	ROE:2013	ROE:2014	ROE:2015
平均值	16.10	13.70	15.34	13.33	11.53
达能	14.02	13.77	12.43	10.00	10.55
雀巢	15.99	17.36	16.21	21.79	13.69
康尼格拉食品公司 (CONAGRA)	17.04	10.27	15.95	5.76	-5.16
通用磨坊	30.56	22.99	24.89	24.07	18.37

JM 斯马克 (JM SMUCKER)	9.03	8.71	10.46	11.11	5.69
亿滋 (MONDELEZ)	9.93	9.09	12.11	7.27	26.06
卡夫亨氏	NA	NA	NA	NA	NA

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

风险提示

需求疲软收入增速下滑，食品安全问题

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 研究助理, 经济学硕士, 2 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。