

National Beverage (FIZZ.US)

趋势确认，势不可挡——FY2017 业绩点评

作者

刘鹏

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

相关报告

FIZZFY2017 年报分析，利润略超预期，验证公司成长阶段

经营数据方面，17 财年营业收入同比上升 17.3% 达到 8.27 亿美元，销量上升 16.6%，气泡水系列 Power+ 的销量上升 42.6% 平均售价也有所上升。收入增速高于 16 年的 9.1%；毛利润上升了 35.1% 到 3.26 亿美元，净利润同比上升 75% 至 1.07 亿美元；毛利率上升 5PCT 至 39.4%，净利率也从去年的 8.6% 上升到 12.9%。主要由于气泡水系列毛利率提高以及销量的上升；由于产品结构的变化以及原材料成本的降低，生产成本平均每罐降低了 5.7%。费用率从去年同期的 21.1% 下降到 19.8%，归因于销量上升时固定成本的杠杆作用以及客户自提渠道的增长。

行业趋势：龙头公司纷纷布局，气泡水全面加速，行业空间巨大值得期待

5 月初，百威英博收购一家美国饮料企业 Boathouse Beverage，后者拥有大单品含酒精气泡水 Spiked Seltzer。这款含酒精气泡水主要市场集中在美国东北诸州，目前已在 14 个州上架，16 年销量更是达到了 50 万罐。据公司网站显示，含酒精气泡水市场整体规模在 2015 年达到 1.16 亿美元。此外，雀巢计划增加对旗下天然气泡水品牌巴黎水（Perrier）注资 2 亿欧元，用来投入 3 条全新的生产线。按照这样的生产扩张计划，巴黎水预计在 2020 年产量将超越 20 亿瓶，对比现在将提高 40% 以上。百威与雀巢在气泡水行业的布局说明气泡水已全面启动。内生增长以及对含糖碳酸饮料和瓶装水的替代，气泡水行业未来市场预测有 150 亿-200 亿的发展空间

LaCroix 深受欢迎动销强劲，铺货、人均复购率上升

FIZZ 的明星单品 LaCroix 气泡水深受市场欢迎，连续三个季度增速都在 70% 以上，拉动公司营收实现两位数增长，在美国是当之无愧的大热网红。近期的草根反馈也显示了大单品 LaCroix 愈渐强势的动销，给公司带来营收和利润率的提升。

公司和经销商 Hudson News 达成销售协议，这意味着以往主要依靠全国性大型零售商的 FIZZ 将通过店铺直送渠道覆盖东北部超过 2400 家独立店铺。Hudson News 在结账柜台货架具有巨大优势。

投资建议：上调 12 个月目标价至 131 美元，31% 空间。

基于 2017 年的利润略超预期，我们预测 18/19 财年整体收入为 9.9 亿/11.8 亿美元，净利润上调为 1.65 亿/2.04 亿，18/19 财年对应 EPS 上调为 3.54 美元和 4.38 美元（原 18/19 预测为 3.43/4.26 美元），考虑到公司大单品的毛利率提升加速和市场的快速增长，上调 18 年 PE 至 37 倍（原 35 倍），上调 12 个月目标价至 131 美元，31% 空间。

风险提示：业绩不达预期风险



内容目录

1. FIZZY17 年报分析，利润略超预期，验证公司成长阶段	3
2. 行业趋势：龙头公司纷纷布局，气泡水全面加速，行业空间巨大值得期待	3
2.1. 百威收购 Boathouse Beverage100%股权	3
2.2. 巴黎水再获雀巢两亿欧加投	4
2.3. 内生增长以及对含糖碳酸饮料和瓶装水的替代，气泡水市场预测有 150 亿-200 亿的发展空间	4
3. LaCroix 深受欢迎动销强劲，铺货、人均复购率上升是最大的竞争优势	5
4. 投资与市值分析	7

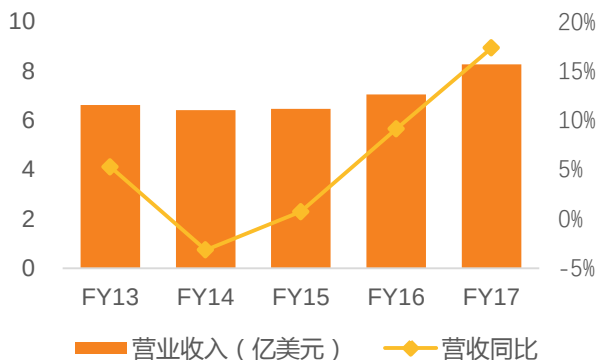
图表目录

图 1: FIZZ 历史营收情况	3
图 2: FIZZ 历史净利情况	3
图 3: FIZZ 毛利率、净利率变化	3
图 4: Spiked Seltzer 商标及产品	3
图 5: 巴黎水草莓味和西瓜味新品	4
图 6: LaCroix 与公司总体增长率	5
图 7: 绿巨人扮演者 Mark Ruffalo 在微博提及 LaCroix	5
图 8: 国外 LaCroix 终端销售情况草根观察	6

1. FIZZFY17 年报分析，利润略超预期，验证公司成长阶段

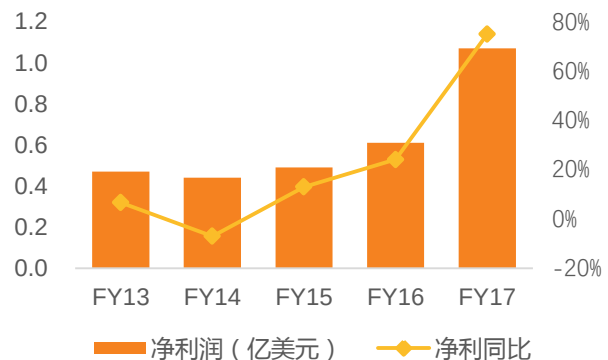
7月14日气泡水龙头 FIZZ 公布了 2017 财年年报。经营数据方面，17 财年营业收入同比上升 17.3% 达到 8.27 亿美元，销量上升 16.6%，气泡水系列 Power+ 的销量上升 42.6% 平均售价也有所上升。收入增速高于 16 年的 9.1%；毛利润上升了 35.1% 到 3.26 亿美元，净利润同比上升 75% 至 1.07 亿美元；毛利率上升 5PCT 至 39.4%，净利率也从去年的 8.6% 上升到 12.9%。主要由于气泡水系列毛利率提高以及销量的上升；由于产品结构的变化以及原材料成本的降低，生产成本平均每罐降低了 5.7%。费用率从去年同期的 21.1% 下降到 19.8%，归因于销量上升时固定成本的杠杆作用以及客户自提渠道的增长。

图 1: FIZZ 历史营收情况



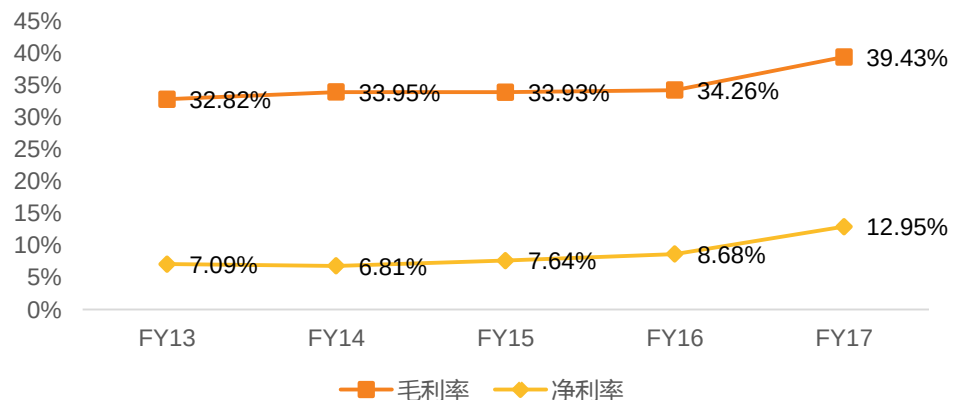
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 2: FIZZ 历史净利情况



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 3: FIZZ 毛利率、净利率变化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2. 行业趋势：龙头公司纷纷布局，气泡水全面加速，行业空间巨大值得期待

2.1. 百威收购 Boathouse Beverage 100% 股权

5月初，作为全球最大啤酒商的百威英博，收购一家美国饮料企业 Boathouse Beverage，这家刚成立 5 年的公司却拥有近些年占尽风头的大单品含酒精气泡水 Spiked Seltzer。Spiked Seltzer 创新性地作为世界上第一款含酒精气泡水（hard seltzer），以蔗糖为原料发酵，酒精度 6%，更是有四种柑橘水果口味，含糖量也较少。这款含酒精气泡水主要市场集中在美国东北诸州，目前已在 14 个州上架，16 年销量更是达到了 50 万罐。据公司网站显示，含酒精气泡水市场整体规模在 2015 年达到 1.16 亿美元。这次百威英博收购 Boathouse 的 100% 股权，将其纳入掌管着八个精酿啤酒品牌的高端事业部（High End Division），Spike Seltzer 的生产和销售也将纳入百威英博的酒厂和分销渠道。

图 4: Spiked Seltzer 商标及产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 巴黎水再获雀巢两亿欧加投

雀巢计划增加对旗下天然气泡水产品巴黎水（Perrier）注资 2 亿欧元，用来投入 3 条全新的生产线。按照这样的生产扩张计划，巴黎水预计在 2020 年产量将超越 20 亿瓶，对比现在将提高 40% 以上。目前水业部门是雀巢利润率最低的部门，雀巢希望对巴黎水的投资能在气泡水市场不断扩张的大背景下带来整个部门利润的上升。去年巴黎水给雀巢带来超过 10 亿美元的收入，水业部门 CEO 表示像巴黎水这样的高端水气泡水不仅是在西方国家，全世界都是最有潜力的分支业务。据悉，不久前雀巢还为巴黎水推出了西瓜、草莓两种新口味，更换了包装。

图 5：巴黎水草莓味和西瓜味新品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从近期百威收购 Boathouse Beverage，雀巢增资 2 亿欧元加大对巴黎水的投入，可以看出气泡水行业已经全面启动。看好美国气泡水领军企业 National Beverage (FIZZ)，目前 FIZZ 在美国不到 10% 市场占有率，空间巨大。

2.3. 内生增长以及对含糖碳酸饮料和瓶装水的替代，气泡水市场预测有 150 亿-200 亿的发展空间

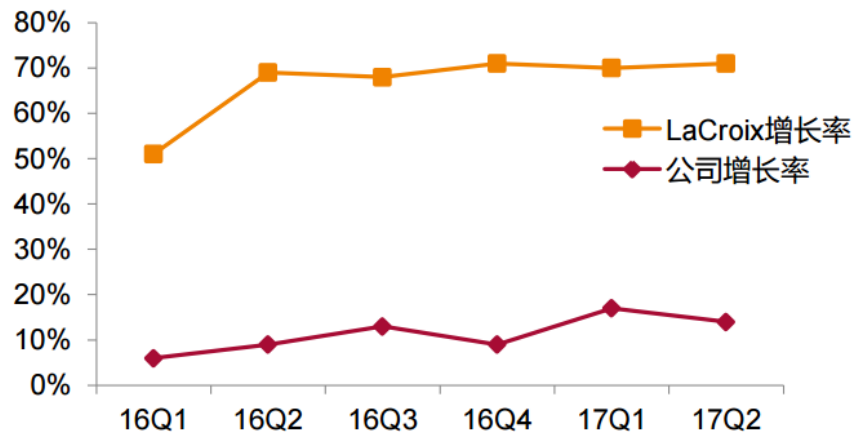
据 Euromonitor 的统计，16 年美国气泡水的市场规模为 22 亿美元，并且估计未来三年将以 17% 的速度增长；16 年美国的碳酸饮料市场规模为 731 亿美元，根据 20% 无糖化的预计，140 亿-150 亿美元的市场空间将是一个巨大的空间；16 年美国饮用瓶装水的市场规模为

426 亿美元，同样为气泡水的替代市场，预计将会给气泡水贡献 20 亿-40 亿美元的市场空间。综合考虑以上三方面因素加总，无糖气泡水的市场规模未来有 150 亿-200 亿的发展空间。

3. LaCroix 深受欢迎动销强劲，铺货、人均复购率上升是最大的竞争优势

LaCroix 是公司收入最高，增长最快的明星产品，年销售额增长到 2.5 亿美元，连续三个季度增长率突破 70%，拉动公司营收实现两位数增长。美国时间 6 月 3 日，National Beverage 股票除息，每股扣除发放现金股利 1.5 美元，此次股利发放于今年 5 月 5 日宣布，并预计在 8 月 4 日前完成支付。现金股利的发放显示了管理层对于公司经营信心。

图 6：LaCroix 与公司总体增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

虽然目前公司仍专注于国内业务，并没有将国际化提上日程，但是在美国则当之无愧是软饮料的大热网红。6 月末绿巨人扮演者 Mark Ruffalo 在微博贴出和复仇者联盟演员聚餐时照片就出现了 LaCroix 的身影，并在微博文字中特意提到这一款饮料。

图 7：绿巨人扮演者 Mark Ruffalo 在微博提及 LaCroix



资料来源：新浪微博，天风证券研究所

近期的草根反馈也显示了大单品 LaCroix 愈渐强势的动销。我们曾在以前的研报中提到，目前 FIZZ 的整体利润率较低和产品的售价较低有关，而近期我们很高兴的看到在单罐售价较高如便利店、自动售卖机渠道的动销上升，给公司带来的不仅是营收的上升更是利润率的提升。越来越多 Diet Coke 的消费者也在转向 LaCroix，在芝加哥地区的销量也呈现出爆发式的增长，而在纽约的布鲁克林区 Target 超市也为 LaCroix 分配了较多的展示区。

图 8：国外 LaCroix 终端销售情况草根观察

**fmoczule**

May 25 11:37 AM

I work for one of the Big Four in Chicago. LaCroix was added to our vending machines with only one row ~12 months ago, and now it has 3 rows which cannot be restocked fast enough. And this isn't just driven by the yuppies, but also partners in their 50s-60s. The trend seems to have bridged the generation gap and I don't see the fad going away anytime soon.

**ddrealist**

May 25 01:00 PM

FMO,

This is good to hear. I know of folks in the actuarial industry (yes even highly paid principles) in some of those nice purty skyscraper buildings where La Croix replaced diet soda in office fridges. Some of these guys drank diet for yearsssss and suddenly switched. This was a pleasant shock. And, most importantly, both the principles and analysts have La Croix at home as well.

资料来源: Seekingalpha, 天风证券研究所

此外, 5月25日公司和经销商 Hudson News 达成销售协议, 这意味着以往主要依靠全国性大型零售商的 FIZZ 将通过店铺直送渠道覆盖东北部超过 2400 家独立店铺。从书籍等出版物销售出名的 Hudson News 的巨大优势之一便是结账柜台的货架, 这对于饮料公司来说显示出越来越重要的地位。

4. 投资与市值分析

基于 2017 年的利润略超预期, 我们预测 18/19 财年整体收入为 9.9 亿/11.8 亿美元, 净利润预测上调为 1.65 亿/2.04 亿, 18/19 财年对应 EPS 上调为 3.54 美元和 4.38 美元(原 18/19 预测为 3.43/4.26 美元), 考虑到公司大单品的毛利率提升加速和市场的快速增长, 上调 18 年 PE 至 37 倍(原 35 倍), 上调 12 个月目标价至 131 美元, 31%空间。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com