

National Beverage (FIZZ.US)

大单品持续发力，稳定增长享受健康化红利

作者

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

何长天 联系人

hechangtian@tfzq.com

相关报告

1. 气泡水行业得益于含汽及无糖健康化趋势，替代效应形成长期充足的增长空间

随着人们对于健康的关注以及碳酸饮料的负面健康因素，传统含糖碳酸饮料正面临着健康消费升级中的替代效应，731 亿美元规模的美国碳酸饮料市场为无糖零添加的含汽饮料提供了消费升级趋势中广阔的替代空间；另一方面，含汽饮料对于人体的降温解乏作用对于市场规模 426 亿美元的传统瓶装水形成替代，这对于运动文化浓厚的美国人来说吸引力巨大。National Beverage 16 年营收 7.05 亿美元，考虑目前增长速度以及全国化、替代效应，长期看增长空间巨大。

2. FY18Q2 业绩稳定增长，大单品 LaCroix 量价齐升

FY18Q2 收入为 2.44 亿美元，同比增长 20.15%；调整后净利润 0.34 亿美元，同比增长 38.11%；调整后 EPS 为 0.72 美元/股，同比增长 35.85%。毛利率 39.36%，同比提升 0.62 个百分点；净利润率 13.92%，同比提升 1.81 个百分点。大单品 LaCroix 量价齐升带动公司增长，销售额的增加主要是由于销售量增加了 17.7%，同时也源于终端售价一定程度的提高。其中公司健康化大单品 Power+ 气泡水板块销量增长 41%，部分抵消了碳酸软饮料板块销量的下降。

3. 美国气泡水市场 390 亿美元，大单品 LaCroix 市场潜力巨大

公司一直以饮料健康化的趋势为主导，大单品 LaCroix 成为了公司业绩增长的主要推动力，美国消费者每年喝约 130 亿加仑气泡水，美国气泡水市场的规模约在 390 亿美元。LaCroix 在每年的渠道销量规模介于 600-700 万美元，这意味着 LaCroix 仅占有美国气泡水市场 1.8% 的份额，因此 LaCroix 在未来至少有几十亿美元的市场潜力，长期看空间很足。

4. 显现 Monster 雏形，估值仍有提升空间

Fizz 正处于 Monster 的早期发展阶段，但相对于 Monster，其有更高的增长率，以 18 年财报收入为基础，Fizz 的市盈率相较于 Monster 低 20%，未来细分市场的深耕将助其营收和估值再上一个平台。

5. 业绩及盈利预测

我们预测 18/19/20 财年整体收入为 9.9 亿/11.9 亿/13.8 亿美元，净利润为 1.60 亿/2.04 亿/2.37 亿，18/19/20 财年对应 EPS 为 3.46/4.38/5.08 美元，给予 18 年 35 倍市盈率，6 个月 121 美元目标价。

风险提示：原料上涨、气泡水板块收入不达预期风险



内容目录

1. 行业回顾：慢性病的增加带来的健康诉求，对体重等外形更加关注驱动无糖健康产品大行其道；无汽到含汽饮料转变带来的气泡水增长空间	
1.1. 慢性病的增加带来的健康诉求，对体重等外形更加关注驱动无糖健康产品大行其道	
1.2. 无汽到含汽饮料转变带来的气泡水增长空间	
2. FY18Q2 业绩稳定增长，大单品 LaCroix 量价齐升	
3. 美国气泡水市场 390 亿美元，大单品 LaCroix 市场潜力巨大	
4. 显现 Monster 雏形，估值有提升空间	
5. 盈利预测与估值	

图表目录

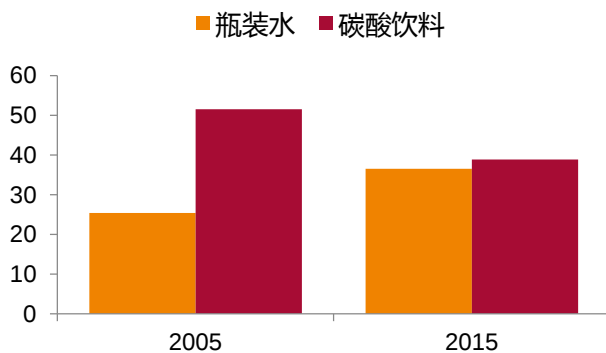
图 1：美国瓶装水人均消费量上升，碳酸饮料下降（加仑）	
图 2：美国碳酸饮料市场规模及增长率（单位：百万美元）	
图 3：瓶装水消费量位居全美饮料行业第二	
图 1：FIZZ 季度收入情况（百万美元）及增长率	
图 2：FIZZ 各季现金流情况（百万美元）及增长率	
图 3：FIZZ 各季毛利率及净利率情况	
图 1：美国气泡水市场规模趋势（亿美元）	

1. 行业回顾：慢性病的增加带来的健康诉求，对体重等外形更加关注驱动无糖健康产品大行其道；无汽到含汽饮料转变带来的气泡水增长空间

1.1. 慢性病的增加带来的健康诉求，对体重等外形更加关注驱动无糖健康产品大行其道

含糖饮料对健康的负作用正越来越引起民间和政府的关注。含糖饮料不仅是儿童龋齿的主要原因之一，也能引起肥胖、糖尿病、皮肤加速衰老等疾病问题。随着健康意识的提高，人们正寻找之前广受欢迎的碳酸饮料的健康替代品，而气泡水正是这场变革的受益者。

图 1：美国瓶装水人均消费量上升，碳酸饮料下降（加仑）



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

图 2：美国碳酸饮料市场规模及增长率（单位：百万美元）



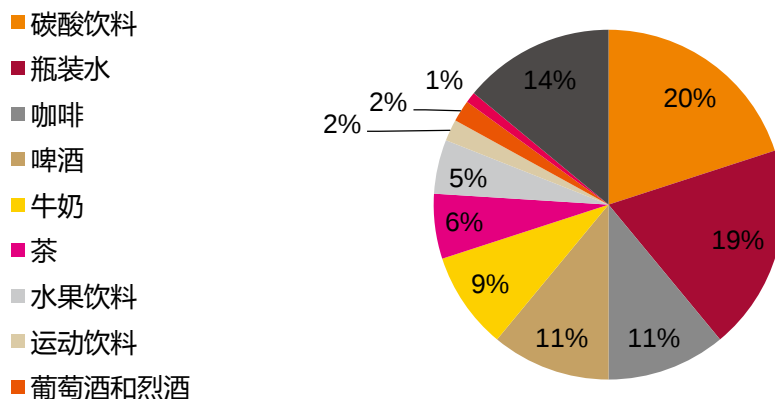
资料来源：Euromonitor、天风证券研究所

根据 Euromonitor 的统计，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。据统计，美国的气泡水市场过去三年里年均复合增长率达到 15%，并在整体的软饮料市场中攻城略地。

1.2. 无汽到含汽饮料转变带来的气泡水增长空间

碳酸饮料不健康，但是含汽本身给人一种满足感，且有实验表明，碳酸水的止渴和效果比一般的水要好，且气泡水含有的碳酸对于身体散热、解除疲劳有较好的功效，对于运动文化浓厚的美国来说，消费潜力巨大。最近更有学者发现气泡水抑制食欲、缓解便秘、阻断糖类与脂肪的吸收的功效对于减肥有辅助作用。这些优点使得气泡水对于传统瓶装水形成替代效果，根据 Euromonitor 的统计，16 年美国饮用瓶装水的市场规模为 426 亿美元，成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。

图 3：瓶装水消费量位居全美饮料行业第二



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

2. FY18Q2 业绩稳定增长，大单品 LaCroix 量价齐升

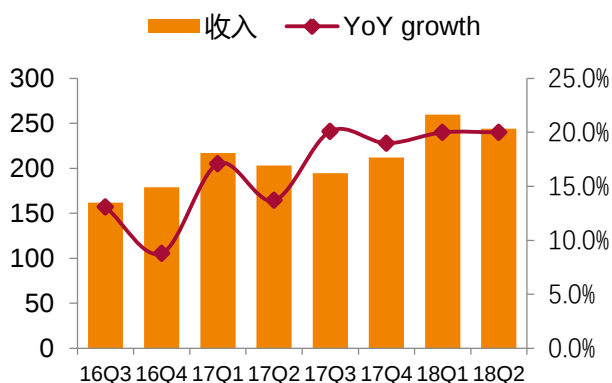
美国时间 12 月 7 日，NationalBeverage 公布了 2018 财年第二季度财报。FY18Q2 收入为 2.44 亿美元，同比增长 20.15%；调整后净利润 0.34 亿美元，同比增长 38.11%；调整后 EPS 为 0.72 美元/股，同比增长 35.85%。

量价齐升带动公司增长，销售额的增加主要是由于销售量增加了 17.7%，同时也源于终端售价一定程度的提高。其中公司健康化大单品 Power+ 气泡水板块销量增长 41%，部分抵消了碳酸软饮料板块销量的下降。美国气泡水市场 390 亿美元，大单品 LaCroix 市场潜力巨大。

毛利率 39.36%，同比提升 0.62 个百分点；净利润率 13.92%，同比提升 1.81 个百分点。同时由于公司产品组合的变化，气泡水每箱的平均售价上升了 1.4%。终端加速布局，注重高利润渠道开拓给公司的利润率提升带来明显效果。

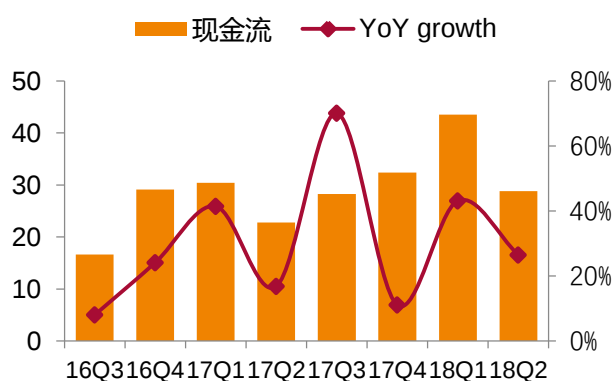
应收账款因为收入上升同 6 月份相比上升 900 万美元；销售变现天数则从年中的 30.6 天改善到 29.9 天，表明公司的销售增长整体运行健康。

图 4：FIZZ 季度收入情况（百万美元）及增长率



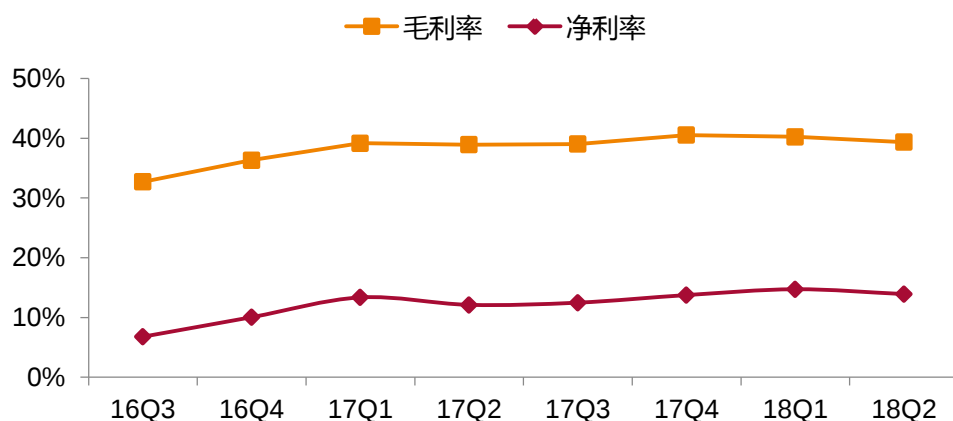
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：FIZZ 各季现金流情况（百万美元）及增长率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：FIZZ 各季毛利率及净利率情况



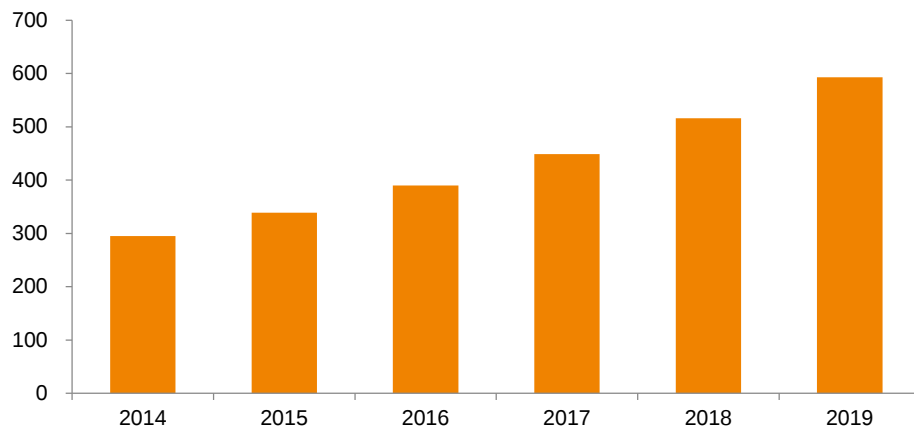
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 美国气泡水市场 390 亿美元，大单品 LaCroix 市场潜力巨大

公司一直以饮料健康化的趋势为主导，大单品 LaCroix 成为了公司业绩增长的主要推动力，大单品 LaCroix 气泡水凭借着零糖、零甜味剂、零钠以及添味剂全天然植物提取的健康优势成为美国饮料健康化发展趋势中的佼佼者，由于健康食品和饮料的消费量和顾客粘性不断变化，从而导致这些产品能在短时间内疯狂传播并以前所未有的速度扩张，从而保证了 LaCroix 每年两位数以上的增长规模。

而 NationalBeverage 目前仅占据美国饮料市场的一小部分。截至 2016，美国消费者每年喝约 130 亿加仑气泡水，美国气泡水市场的规模约在 390 亿美元，据统计美国的气泡水市场过去三年里年均复合增长率达到 15%。LaCroix 在每年的渠道销量规模介于 600-700 万美元，这意味着 Lacroix 仅占有美国气泡水市场 1.8% 的份额，因此 LaCroix 在未来至少有几十亿美元的市场潜力，长期看空间很足。

图 7：美国气泡水市场规模趋势（亿美元）



资料来源：seeking alpha、天风证券研究所

4. 显现 Monster 雏形，估值有提升空间

Monster 仍是 Fizz 的目标可比公司，Fizz 正处于 Monster 的早期发展阶段，但相对于 Monster，其有更高的增长率，以 18 年财报收入为基础，Fizz 的市盈率相较于 Monster 低 20%，未来细分市场的深耕将助其营收和估值再上一个平台。

5. 盈利预测与估值

基于大单品 LaCroix 持续保持较高的增长率，我们预测 18/19/20 财年整体收入为 9.9 亿/11.9 亿/13.8 亿美元，而产品结构的改善（LaCroix 的占比不断提升带动公司整体利润率的改善）也将带来经营效率的提高。预计 18/19/20 财年净利润为 1.60 亿/2.04 亿/2.37 亿，18/19/20 财年对应 EPS 为 3.46/4.38/5.08 美元。基于增长率较高和随着品牌力的不断提升带来公司的壁垒，给予 18 年 35 倍市盈率，6 个月 121 美元目标价。

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