

行业龙头稳健经营，内生外延收益提升

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据	2024-08-14
收盘价(港元)	6.46
流通股本(亿股)	43.19
每股净资产(港元)	0.00
总股本(亿股)	43.19

最近 12 月市场表现



核心观点

- ❖ **具备高分红潜力，长期稳健经营，边际持续改善。** 1) 港股市场边际修复，红利策略投资偏好带来投资机会。2) 公司维持 100+% 高分红，股息率突出。3) 公司多年经营下打造产品、品牌、渠道优势，且在新品推出、利润改善方面均不断发力，具备长期经营实力。
- ❖ **有增量：各业务寻找增量，提价+成本下行利润持续改善。** **饮料业务：** 1) **三元价格带格局优化：**公司及康师傅在 3 元茶饮价格带份额领先，据 Euromonitor 统计，两者中国大陆市场份额合计超过 40%，提价改善盈利能力成为共识。2) **基本盘持续挖潜：**出行场景修复带来的饮料行业红利+渠道类型的多元拓展（3 个新通路：家庭、餐饮、礼品）、网点加密；3) **新品寻找增量：**迎合无糖茶风口推出春拂绿茶+健康化方向探索推出爱尚番茄等。 **食品业务：** 1) **收入端：**方便面持续推出差异化新品+品牌“开小灶”布局预制菜；2) **利润端：**棕榈油等大宗原材料成本改善（2H23 棕榈油/PET 国内平均价格季度环比 -9.9%/-1.4%）+方便面普遍性提价优化盈利空间。
- ❖ **有能力：数十年稳健发展，打造深厚经营壁垒。** 产品端，公司经营 30 余年，现有产品矩阵丰富多元，涵盖 10 余个赛道，并不断创新满足市场需求，一方面持续赋能大盘产品，另一方面掌握行业动向不断开发时势新品；品牌端，以多款 10 亿元级大单品巩固国民品牌形象，并紧密连接 Z 世代实现品牌年轻化，优化销售费用支持市场增长；渠道端，公司现有渠道基础扎实，覆盖线上线下多元渠道类型，网点布局广泛，并持续探索家庭、餐饮、礼品等新场景，加密终端；团队端，管理团队食品饮料领域工作经验丰富，多位高管加入公司 20 余年，经营稳定性强。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 308.50/327.66/345.91 亿元，同比增长 7.90%/6.21%/5.57%，实现归母净利润 18.46/20.23/21.94 亿元，同比增长 10.72%/9.62%/8.45%，EPS 分别为 0.43/0.47/0.51 元，对应 PE 15/14/13x，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**消费力恢复不及预期；食品安全风险；行业竞争激烈

盈利预测：

币种(人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	28,257	28,591	30,850	32,766	34,591
收入增长率(%)	12.00	1.18	7.90	6.21	5.57
归母净利润(百万)	1,222	1,667	1,846	2,023	2,194
净利润增长率(%)	-18.56	36.40	10.72	9.62	8.45
EPS(元/股)	0.28	0.39	0.43	0.47	0.51
PE	27.60	14.38	15.49	14.13	13.03
ROE(%)	9.27	12.46	13.79	15.12	16.40

数据：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 14 日收盘价计算）

内容目录

1	具备高分红潜力，长期稳健经营，边际持续改善.....	4
2	有增量：各业务创新寻找增量，提价+成本下行利润改善	6
2.1	茶饮料市场规模稳健增长，无糖茶成新引擎.....	6
2.2	公司饮料业务基本盘挖潜，新业务寻求增量，增长潜力仍足.....	7
2.2.1	基本盘基础扎实，持续挖潜.....	8
2.2.2	饮料风口持续切换，新品持续推出.....	10
2.3	食品业务持续探索，成本下行利润有望改善.....	12
3	有能力：数十年稳健发展，打造深厚经营壁垒.....	15
3.1	产品端：产品矩阵多元布局，持续推新中.....	16
3.2	品牌端：逐鹿 Z 世代，品牌营销取得先机.....	17
3.3	渠道端：全渠道布局基础扎实，持续开拓新场景、新网点.....	19
3.4	团队端：专业团队深耕行业，经验丰富经营稳定.....	20
4	盈利预测.....	21
4.1	核心假设.....	21
4.2	投资建议.....	22
5	风险提示.....	23

图表目录

图 1.	公司维持高股息率水平.....	4
图 2.	公司经营现金流表现稳健.....	4
图 3.	恒生指数表现处于历史相对低位.....	4
图 4.	公司营业收入表现稳健.....	5
图 5.	公司归母净利润有所波动.....	5
图 6.	公司饮料业务占比较高（2023 年年报数据）	5
图 7.	公司毛利率较同行略高.....	5
图 8.	公司饮料业务及食品饮料寻求增量，不断成长.....	6
图 9.	2020-2023 茶饮料行业市场规模呈增长趋势	7
图 10.	2020-2023 茶饮料销量呈增长趋势	7
图 11.	饮料业务基本盘挖潜+新品贡献增量.....	7

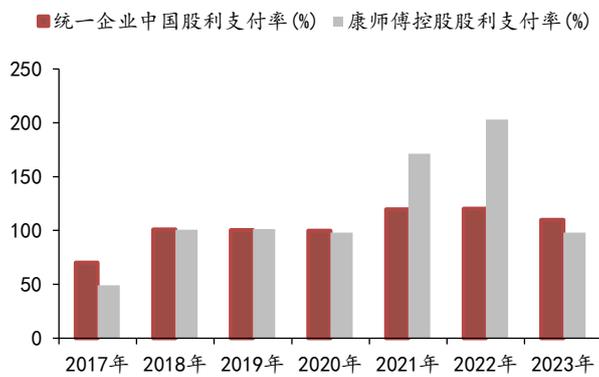
图 12. 中国铁路客运量回暖（亿人次）	8
图 13. 公司拓展多元消费场景.....	9
图 14. 2020 年康师傅及统一占据约 40%份额.....	10
图 15. 三元及五元饮料占比较高（元）	10
图 16. 三元价格带饮料大单品含可乐、冰红茶、冰绿茶等.....	10
图 17. 2022 年中国软饮细分市场多元.....	11
图 18. 无糖茶饮料行业市场规模持续增长.....	11
图 19. 无糖茶增速快于含糖茶（%）	11
图 20. 公司持续推出新品.....	12
图 21. 众多头部饮料公司布局 NFC 果汁赛道	12
图 22. 方便面行业需求量基本稳定.....	13
图 23. 方便面行业龙头份额相对集中	13
图 24. 公司方便面业务情况.....	14
图 25. 公司食品业务产品多元布局.....	14
图 26. 多家方便面品牌进行价格调整.....	15
图 27. 方便面主要原材料价格基本呈下行趋势	15
图 28. 公司产品矩阵布局多元.....	16
图 29. 公司内外线产品矩阵战略清晰.....	17
图 30. 公司新产品不断推出.....	17
图 31. 公司开展年轻化营销活动.....	18
图 32. 公司品牌营销活动结合年轻元素	18
图 33. 公司销管费用率不断优化.....	19
图 34. 公司渠道网点数量仍有提升空间（个）	20
图 35. 山姆渠道产品推出.....	20
图 36. 公司股权结构清晰（截至 2023 年年底）	21
图 37. 公司管理团队经验丰富.....	21
图 38. 业务拆分.....	22
图 39. 毛利率及费用率假设.....	22
图 40. 可比公司估值（选取港股饮料及食品业务相关公司）	23

1 具备高分红潜力，长期稳健经营，边际持续改善

港股市场边际修复，红利策略投资偏好带来投资机会。1) 港股市场今年来回调明显，资产价值处于历史较低水平，处于价值洼地；2) 美联储降息和港股红利税减免预期，使得港股有望迎来一波增量资金；3) 红利策略驱动下，具备高分红、稳健经营的标的受到投资关注。

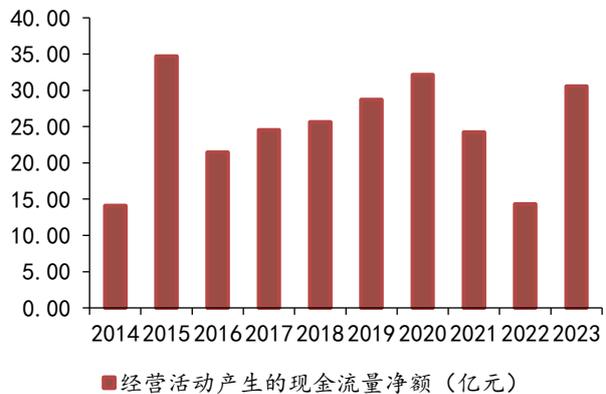
公司维持 100+% 高分红，股息率突出。公司分红历史优异，自 2018 年起，已连续六年股利支付率高于 100%。2023 年公司现金分红总额为 18.31 亿元，股利支付率为 109.84%。公司 2023 年底净现金为 82.35 亿元，具备强分红能力及意愿。（2022 年受大宗原材料价格上涨及运价上涨等影响，公司毛利率、净利润均有下滑，导致股息率下降。）

图1.公司维持高股息率水平



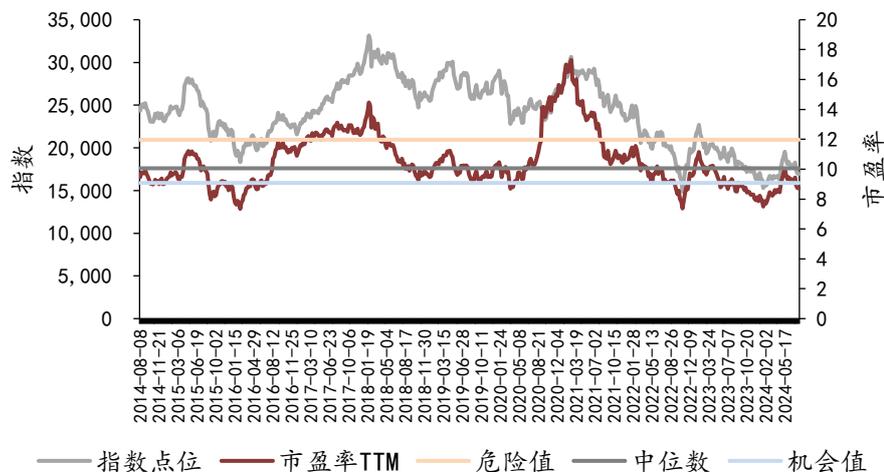
资料：Wind，财通证券研究所

图2.公司经营现金流表现稳健



资料：Wind，财通证券研究所

图3.恒生指数表现处于历史相对低位

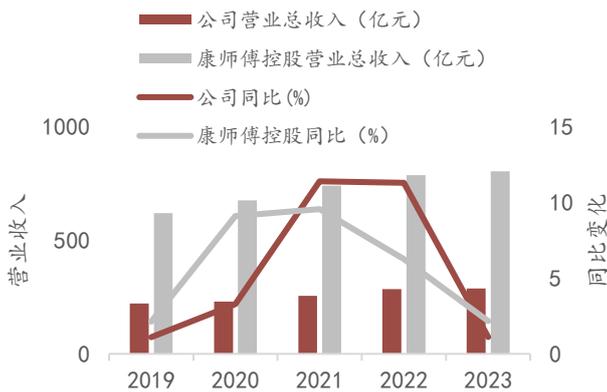


数据：Wind，财通证券研究所

公司具备经营实力，财务数据表现稳健。

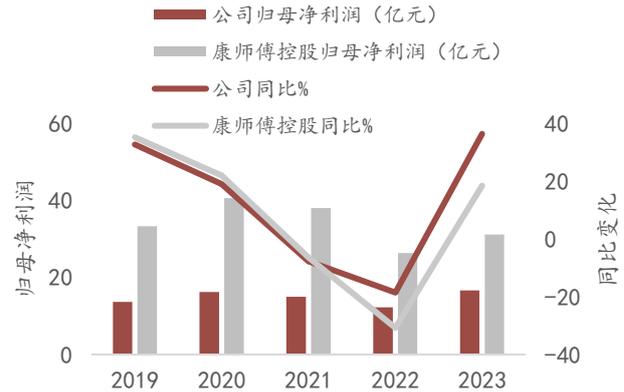
- ◇ **公司收入规模持续提升，饮料业务占比高。**2023 年公司收入较上年增长 1.12%，持续创历史新高，保持平稳增长。其中饮料业务占比较高，占公司总收入 62.2%，业务持续保持增长态势，较上年同期上升 7.1%，助推公司收入增长；食品业务收入占公司总收入 34.4%，较上年同期下降 11.6%。
- ◇ **毛利率持续提升，净利润改善明显。**2023 年公司毛利率上升 1.5pcts 至 30.5%，毛利率持续提升主要由部分原材料价格回落和产品结构优化所致。2023 年公司归母净利润同比增加 36.4%，主要由于处置公司位于中国合肥的分厂部分土地一次性收益 3.51 亿元及本业经营利润的增加。
- ◇ **现金流表现稳定，能够支持公司的运营和发展，并保持对股东的持续回报。**按照调整后的标准化报表，公司经营活动产生的净现金流量持续改善，截至 2023 年报，现金及现金等价物净增加额为 8.23 亿元，期末余额为 9.32 亿元，保持在健康水平标准。

图4.公司营业收入表现稳健



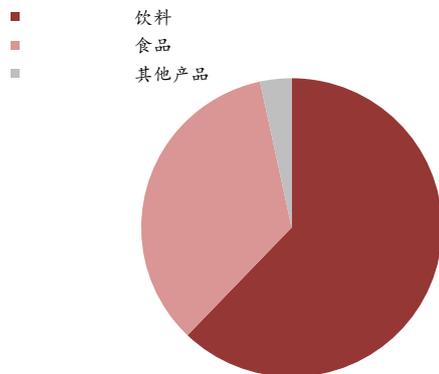
资料：Wind，财通证券研究所

图5.公司归母净利润有所波动



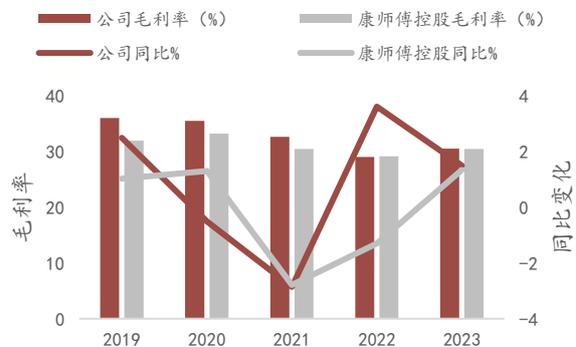
资料：Wind，财通证券研究所

图6. 公司饮料业务占比较高 (2023 年年报数据)



资料：Wind，财通证券研究所

图7.公司毛利率较同行略高

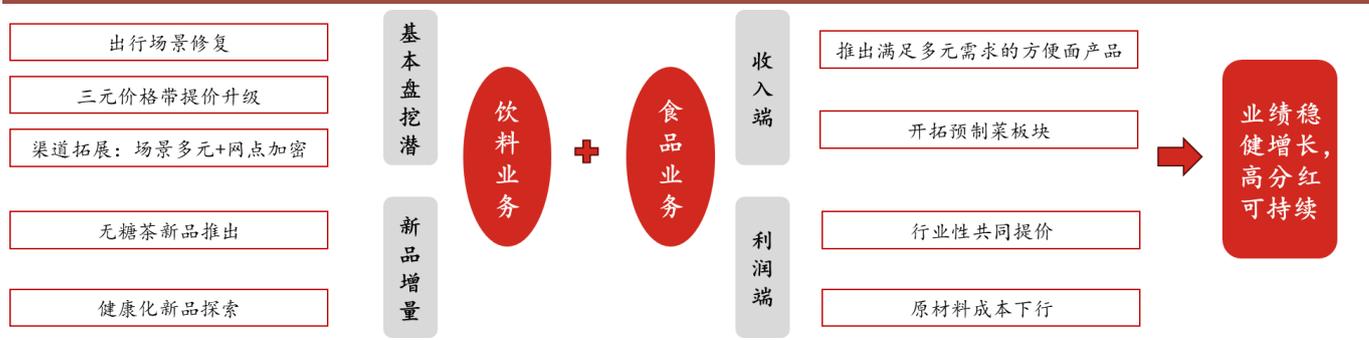


资料：Wind，财通证券研究所

公司多年经营下打造产品、品牌、渠道优势，在过去几年复杂环境下仍维持增长趋势，且公司在新品推出、利润改善方面均不断发力，具备长期稳健增长的经营实力。

- ◇ **饮料业务：**1) 基本盘持续挖潜：出行场景修复带来的饮料行业红利+三元价格带的共同提价升级，改善盈利能力+渠道类型的多元拓展、终端网点加密；2) 新品寻找增量：迎合无糖茶风口推出春拂绿茶+健康化方向探索推出番茄汁等。
- ◇ **食品业务：**1) 收入端：方便面持续推新，推出差异化、多元需求产品+开拓预制菜业务发展；2) 利润端：大宗原材料成本改善+方便面普遍性提价优化盈利能力。

图8.公司饮料业务及食品饮料寻求增量，不断成长



数据：东方财富网，新浪财经，财通证券研究所整理

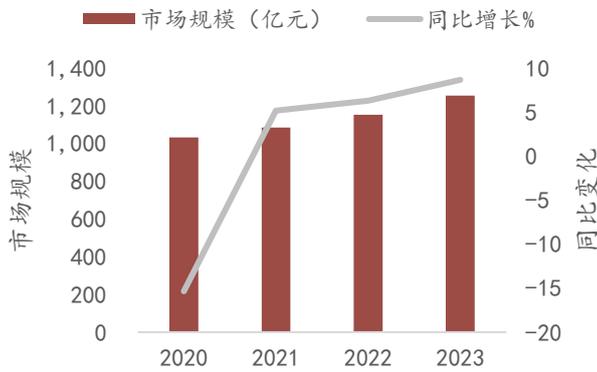
2 有增量：各业务创新寻找增量，提价+成本下行利润改善

2.1 茶饮料市场规模稳健增长，无糖茶成新引擎

近年来茶饮料行业市场规模稳定上升，无糖茶饮料表现亮眼。2014年之前是茶饮料行业的快速成长期，2010-2014年期间年复合增长率达到12.6%。2015年-2019年，茶饮料行业进入调整期。2020年，由于疫情影响，户外消费场景受限，茶饮料市场规模同比下降15.35%。近三年来，随着人口流动及场景恢复消费量提升，以及茶饮料品类的不断丰富，使得茶饮料行业市场规模整体呈现上升趋势。2023年，茶饮料市场规模达到1253.72亿元，同比增长8.67%。

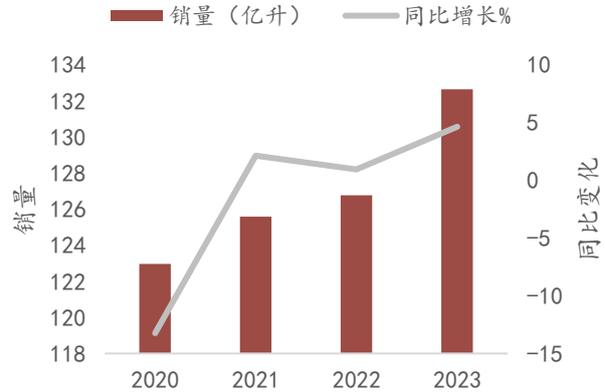
茶饮料行业快速发展不断变革，健康化、多元化和创新是未来发展的主要趋势。伴随消费者健康意识的觉醒，消费需求从果茶、调味茶逐步转向无糖茶、乳茶和纯茶，推动了茶饮行业产品向健康化和品质化升级。虽然过去五年中，中国茶饮料市场的增速有所放缓，但2023年起无糖茶饮料以21.1%市场份额成为新风口，在茶饮料市场中的占比逐渐扩大，正在替代含糖茶饮料，成为推动市场增长的新动力。

图9. 2020-2023 茶饮料行业市场规模呈增长趋势



资料：Euromonitor、财通证券研究所

图10. 2020-2023 茶饮料销量呈增长趋势



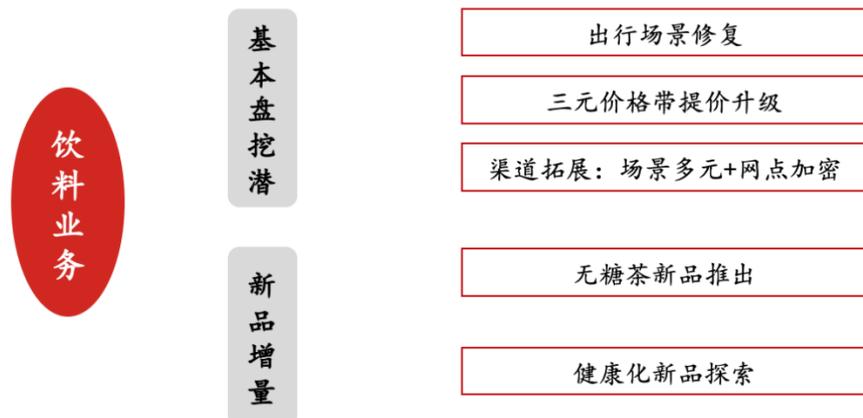
资料：Euromonitor、财通证券研究所

2.2 公司饮料业务基本盘挖潜，新业务寻求增量，增长潜力仍足

公司饮料业务仍具备良好长期发展潜力，老品基本盘稳固，新业务不断创新发掘增长点。

- ◇ **1) 基本盘持续挖潜：**一则，受益整体出行场景的疫后修复，饮料行业产品单价低，受消费降级影响较小，在出行中属于刚需产品，行业具备修复红利；二则，公司现有渠道基础良好，承接整体需求恢复，且公司积极探索渠道新增量，探索新消费场景，开拓新销售网点；三则，公司在三元价格带市场格局中占优，共同提价升级优化利润空间。
- ◇ **2) 新品寻找增量：**在现有产品矩阵基础上，公司迎合行业健康化、需求细分的趋势风口，迎合无糖茶风口推出春拂绿茶，在健康化方向探索推出NFC（Not From Concentrate, 非浓缩还原汁）番茄汁等，寻求收入的新增长极。

图11. 饮料业务基本盘挖潜+新品贡献增量



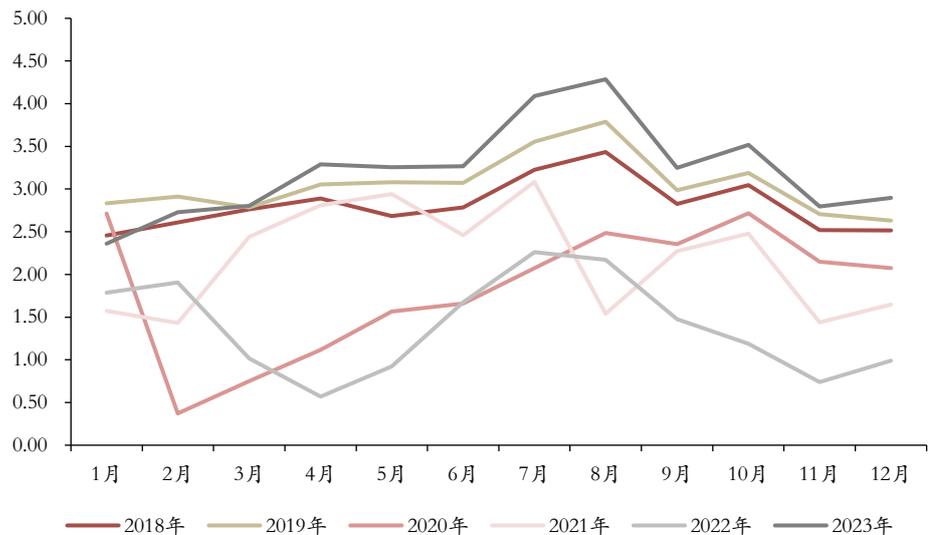
资料：东方财富网，新浪财经，财通证券研究所整理

2.2.1 基本盘基础扎实，持续挖潜

1) 出行场景修复，利好高频消费。

- ✧ **2024 年整体出行消费场景持续恢复中。**中国出行数据恢复迅速，尤其是在三四线城市，出行人流量显著增加。根据中国文化和旅游部发布的最新统计数据，2024 年“五一”假期国内旅游出游合计 2.95 亿人次，同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%；国内游客出游总花费 1668.9 亿元，同比增长 12.7%，较 2019 年同期增长 13.5%。消费市场得到恢复，活力彰显。
- ✧ **出行的恢复不仅带动了旅游人次和旅游消费的增长，也创造了更多软饮料的高频消费场景。**无论是长途旅行还是日常通勤，消费者对便捷饮品的需求偏刚性。公司的饮料产品，如统一绿茶、红茶、茉莉花茶、阿萨姆奶茶等大单品，由于其便捷性和价格适中优势，成为了消费者出行时的首选。

图12.中国铁路客运量回暖（亿人次）



资料：国家统计局、财通证券研究所

2) 渠道网络覆盖全面，新渠道贡献新增量

- ✧ **公司渠道基础扎实：**公司在全国范围内，尤其是三四线城市，拥有广泛的销售网点，这使得产品能够迅速触达消费者。凯度消费者指数称，截至今年5月17日，公司在中国市场销售金额同比增速为3%，其中在镇级市场的同比增速达9%。出行人流量的恢复，特别是在高频消费区域（如车站、服务区、旅游景点、地铁等），使得销售渠道网络的覆盖优势得以进一步发挥，促进了销售增长。

- ◇ **饮品渠道积极扩展多元消费场景，建设三条发展新通路。**在饮品业务的渠道提升上，公司从2023年开始积极扩展多元消费场景，发展了三个新的通路：家庭、礼品与餐饮，这三个通路的市場空间广阔，其中餐饮1Q24增速领先于公司整体。如统一鲜橙多在即饮场景和家庭场景中，通过产品包装凸显“纤”的视觉形象，并结合户外媒体传播，持续加强富含膳食纤维的特色点；在餐饮场景中，以罐装为主持续增加餐厅经营售点，并配合社交平台推广，巩固鲜橙多作为美食伴侣的佐餐形象；在礼盒场景上，推出不同规格的礼盒装以满足不同市场的价格需求。同时聚焦县城市场配合媒体传播，增强消费者对鲜橙多作为礼品属性的认知。
- ◇ **积极拓展终端售点，下沉市场售点大幅增加。**公司积极推动终端售点的高效拓展，特别是在三四线城市的下沉市场，确保新上市的产品可以快速接触到消费者。公司通过不断创新和优化，多渠道、多场景地满足消费者多样的需求。

图13.公司拓展多元消费场景



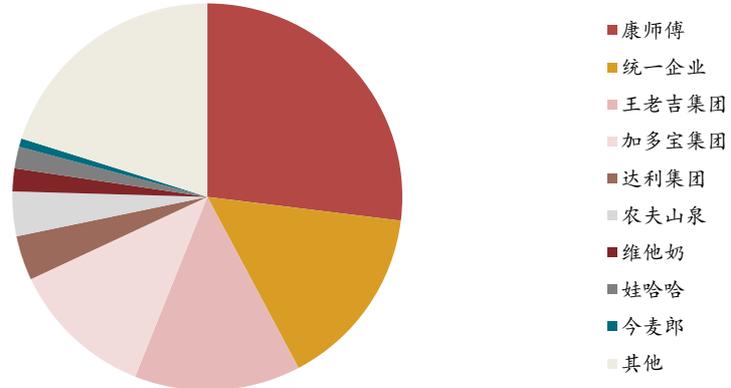
资料来源：公司官网、财通证券研究所

3) 三元茶饮价格带格局稳定，康师傅与统一共同提价/减促，贡献利润增量

- ◇ **康师傅与统一在3元茶饮价格带优势明显，共同利润诉求引导下，格局有望优化。**康师傅宣布提价：自2023年11月1日起，中包装茶和果汁系列的建议零售价将从3元/瓶起调整为不低于3.5元/瓶，1L装茶和果汁系列也将从4元/瓶起调整为不低于5元/瓶。这为三元价格带市场提供了重新定价的机会，公司目前暂未选择提价，而是通过减少促销折扣费用来提升净利率。此外，康师傅在年初完成管理层变更，新一届管理层对利润的诉求更强，这也使得三元价格带的提升成为共识。
- ◇ **康师傅和统一在3元价格带的茶饮市场占据强势地位。**根据欧睿2020年数据得知，两者的市场份额合计超过40%，在这种情况下，提价通常能够取得良好的市场效果，一则，3-4元价格带商品单价低，消费者对价格变动相对不太敏感，CPI弱修复对这一价格带影响较小；二则，共同提价在市场竞争层面，CR2份额集中，消费者替换选择较少，因此被动接受提价阻力小。两家公司利润水平将共同得到改善提升。三则，由于品牌影响力、生

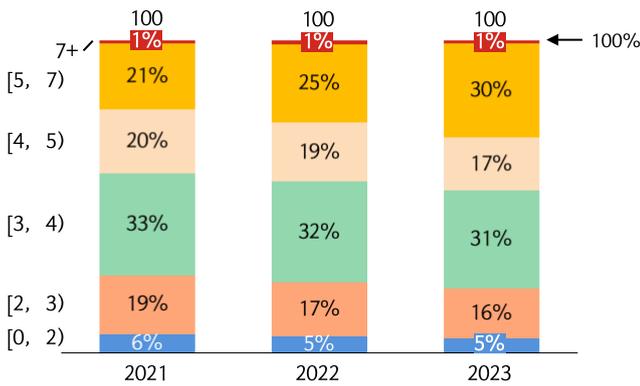
产成本、渠道优势等可能的市场壁垒，三元价格带没有新竞争者的进入，确保了康师傅和统一能够稳定市场，实现持续盈利。

图14.2020年康师傅及统一占据约40%份额



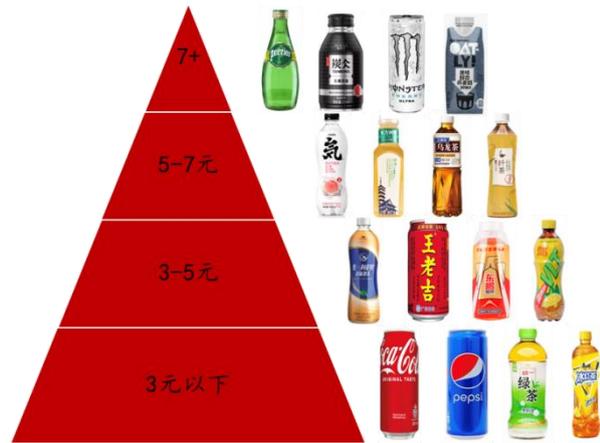
资料：Euromonitor、财通证券研究所

图15.三元及五元饮料占比较高（元）



资料：尼尔森《2024中国饮料行业趋势与展望》、财通证券研究所

图16.三元价格带饮料大单品含可乐、冰红茶、冰绿茶等

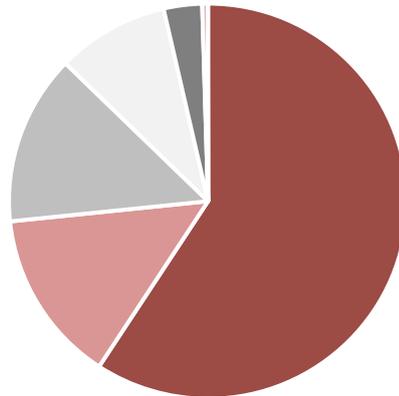


资料：淘宝、财通证券研究所

2.2.2 饮料风口持续切换，新品持续推出

软饮料行业逐步细分化和多元化，风口持续切换。消费者对健康、品质和便利性追求下，软饮料行业呈现出明显分化趋势，细分品类众多，碳酸饮料、即饮茶、果汁、即饮咖啡、功能性饮料等等。消费者的弱粘性和尝鲜欲望使得行业存在风口持续切换、不确定性强的特征。

图17.2022年中国软饮细分市场多元

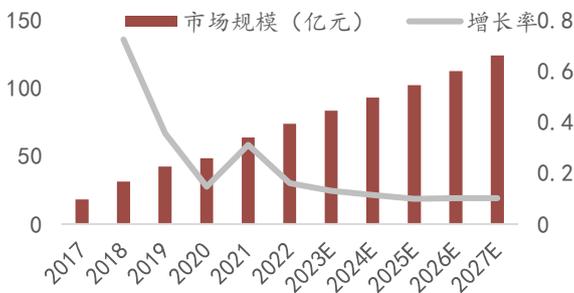


■ 包装饮料 ■ 碳酸饮料 ■ 即饮茶 ■ 果汁饮料 ■ 能量饮料 ■ 即饮咖啡 ■ 植物蛋白饮料

资料：饮料行业网、财通证券研究所

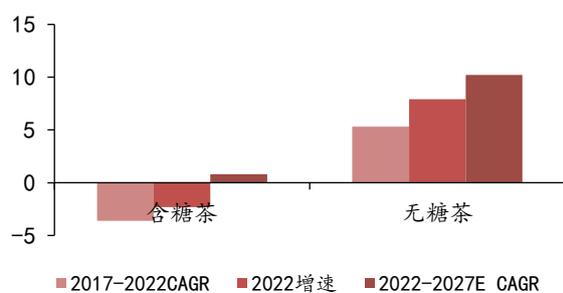
无糖茶市场井喷增长，国内市场具备较大增长空间。亿欧智库数据显示，中国无糖茶饮增速远超其他茶饮赛道，这与消费者对健康饮品的需求增加有关。2017-2022年期间，中国含糖茶饮需求有所减弱，年复合增长率仅为-3.6%，而无糖茶饮在2022年依然保持7.9%的高增速。2023年，无糖饮料市场规模241亿元，其中无糖即饮茶占比为49%，年增速高达110%。中国茶饮市场将有望进入无糖茶饮的高速、全面增长期。

图18.无糖茶饮料行业市场规模持续增长



资料：亿欧智库，财通证券研究所

图19.无糖茶增速快于含糖茶 (%)



资料：亿欧智库，财通证券研究所

公司迎合无糖茶潮流，推出春拂绿茶新品，初探索取得不错反响。在无糖茶行业现存三得利和东方树叶两款大单品的基础上，公司推出春拂绿茶新品，以4元的价格切入平价赛道。春拂绿茶采用创新发酵工艺，将传统绿茶与现代科技完美结合，不仅保留了茶叶本身的清新口感，更增添了独特的醇厚风味。2024年4月，春拂绿茶已在长沙首场上市，全国销售终端网点也已铺到50万个，目前重庆市场回转率及反响均取得了不错的成绩。未来公司也会进一步扩大产能，希望凭借春拂绿茶在无糖市场上取得一定的地位。

除无糖茶外，公司在健康化趋势方向多元布局，推出其他新品。

2024 年公司推出了以 NFC 100%番茄汁为产品卖点的高端番茄汁品牌“爱尚番茄”。该产品精选糖度平均值 $\geq 7.8^{\circ}$ 的樱桃番茄，每瓶约含 24 个樱桃番茄，主打“佐餐饮品”和“厨房伴侣”等消费场景，定位高端市场，在统一旗舰店的零售价为 109 元/10 瓶，即每瓶约 10 元。爱尚番茄的推出丰富了公司的产品线，为消费者提供了更多选择，进一步提升了公司的市场竞争力。

图20.公司持续推出新品



资料来源：公司官网、财通证券研究所

随着消费者营养健康意识的提高，NFC 果汁在国内市场逐渐被消费者接受。2013-2018 年，我国 NFC 果汁市场销售规模从 3 亿元增长至 25.7 亿元，年复合增长率达 53.7%；至 2023 年底，NFC 果汁在中国的市场销售规模已高达 48.3 亿元。番茄汁因其丰富的维生素 C、抗氧化物质和膳食纤维，具备良好健康属性。目前我国番茄汁饮料加工工艺仍处于发展阶段，如热处理时间过长、液化处理利用率低、专业品种少等问题仍需解决，随着技术不断进步和消费者需求增长，番茄汁市场有望迎来快速发展。

图21.众多头部饮料公司布局 NFC 果汁赛道



资料来源：农夫山泉官网、娃哈哈官网、汇源果汁官网、财通证券研究所

2.3 食品业务持续探索，成本下行利润有望改善

近年来，中国方便面市场经历了从高峰到低谷的波动，后有所回暖。早期方便面因价格便宜、使用方便，在城镇化红利以及大规模流动人口的背景下，2013 年需求量达到顶峰。但随后由于消费者对健康饮食的关注增加，以及外卖行业的快速崛起，方便面销量一度下滑。然而 2018-2020 年，随着方便面行业自身产品迭代，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/448122120107006120>