

品价比趋势下,康师傅&统一有望价值重估

华泰研究

2024年7月10日 | 中国内地

专题研究

品价比趋势下,康师傅&统一有望价值重估

消费分级系当下消费市场的主要特点,“品价比”(单位价格买到的产品品质)成为消费者购买决策新标准。此背景下康师傅&统一等历经多年市场检验、综合实力过硬的老牌龙头收入韧性凸显,本文通过解读消费趋势、复盘两者业绩与股价表现,重新审视康师傅&统一的投资机会,品价比趋势下两家企业综合实力过硬,收入端有望维持稳健、彰显龙头优势,24年全年两家企业采取提价/减促等手段,有望提振利润率;中长期有望在结构改善/竞争缓和/产能利用率提升/折摊率下行带动下释放利润弹性,净利率提升路径清晰。此外,两家企业经营性现金流创造能力较强,分红比例高企,具备吸引力。

品价比消费趋势显现,康师傅&统一等老牌企业竞争力凸显

随着“品价比”时代全面到来,企业策略从“跑马圈地”转向更复杂的“穿越周期”,“品价比”背后是生产及供应链优势,康师傅&统一等历经多年市场检验、综合实力过硬的老牌龙头企业优势更足,二者强势单品凭借较低的价位(主流价位中低区间)+稳定的品质(口味经大众消费者多年检验)实现较高的品价比。二者在渠道&产品端各有优势,康师傅“通路精耕”下市场覆盖深入高效,统一产品创新研发实力强劲。此外,两家企业积极取长补短,统一16年推行渠道精细化管理,19年起利用“大包赚”发力下沉市场、弥补渠道端的短板;康师傅优化产品研发模式、弥补产品端的短板。

复盘:两强经营趋势接近,近年利润诉求提升

复盘康师傅和统一的基本面&PE估值,大致可分为四个阶段:1) 08-13年:收入和利润均稳步增长,估值较为稳定,康师傅/统一的估值中枢分别为26x/24x。2) 14-16年:行业下行期两强竞争加剧,收入均下滑、利润波动较大,带动估值不断震荡,16年康师傅/统一估值回落至底部的13x/17x。3) 17-19年:17年起两强基本面止跌企稳、估值有所修复,18年受中美贸易战等外部环境影响,PE估值下探,19年呈现区间震荡。4) 20年以来:虽有疫情扰动需求,但两强的收入维持稳健,23年成本压力释放后,康师傅&统一的盈利能力均有抬升,24年PE估值(Wind一致预期)逐渐回到~15x。

展望:短期看收入韧性,中长期看利润弹性

短期看,康师傅&统一有望乘势“品价比”保持收入韧性,24全年两家采取提价/减促等手段,有望提振利润率。中长期看,未来利润率提升路径依赖于产品结构升级/市场竞争缓和/产能利用率提升/折旧摊销率下行,此前康师傅方便面/饮料业务净利率的历史高点13.7%/6.7% vs 23年8.8%/~4%(还原少数股东权益),统一方便面/饮料业务净利率历史高点为5.8%/14.4% vs 23年净利率0.8%/10.9%。两家经营性净现金流创造能力较强、有望保障分红能力,据23年业绩会,康师傅&统一分红比例有望保持100%及以上,对股息率7.0%/6.5%(参考24年PE-forward),高股息价值凸显。

风险提示:行业竞争加剧、食品安全问题、原料成本波动。

食品饮料
饮料

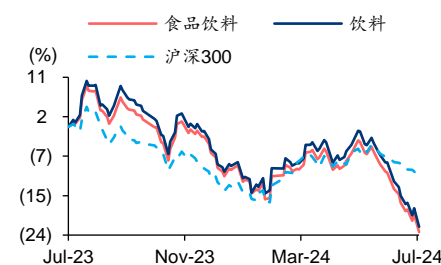
增持(维持)
增持(维持)

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

研究员 王可欣
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 秦皓楠
SAC No. S0570123100018 qinhaonan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
统一企业中国	220 HK	7.98	买入
康师傅控股	322 HK	11.82	买入

资料来源: 华泰研究预测

正文目录

核心观点	4
品价比消费趋势显现，康师傅&统一等老牌企业竞争力凸显	5
趋势研判：品价比时代，市场竞争由“百花齐放”向“强者恒强”演绎.....	5
优势显现：产品实现“高品价比”，助力品牌穿越周期.....	6
日渐精进：康师傅&统一在渠道及产品端各有优势，综合实力不断完善.....	9
复盘：两强经营趋势接近，近年利润诉求提升	11
收入复盘：疫情阶段性扰动后经营趋于稳健.....	12
盈利复盘：原材料成本、行业竞争环境、折旧摊销率系核心影响因素.....	14
提价复盘：历次提价主要由成本驱动.....	15
估值复盘：股价走势与基本面关联性较强.....	17
展望：短期看收入韧性，中长期看利润弹性	19
收入韧性：综合素质造就坚固壁垒，成熟龙头可持续性.....	19
利润弹性：成本回落/结构改善/格局优化/规模效应显现共促利润弹性释放.....	21
股息率：现金流稳健，分红率有望保持在较高水平.....	27
风险提示.....	29

图表目录

图表 1：“品价比”作用路径示意图.....	5
图表 2：康师傅、统一等老牌龙头 23 年饮料业务收入增速优于行业.....	6
图表 3：2023 年软饮行业品牌集中度有所回升.....	6
图表 4：康师傅方便面&软饮料产品矩阵.....	6
图表 5：统一方便面&软饮料产品矩阵.....	7
图表 6：康师傅与统一推出更健康、品质更高的“高品价比”产品.....	8
图表 7：康师傅与统一软饮大单品品质过硬，价格更具竞争力.....	8
图表 8：康师傅渠道力更强，统一产品力更强（23 年数据）.....	9
图表 9：康师傅与统一的渠道力对比（23 年数据）.....	9
图表 10：统一在渠道改革上的推进.....	10
图表 11：“大包赚”政策改革示意图.....	10
图表 12：康师傅饮料&方便面业务收入结构拆分.....	11
图表 13：统一饮料&方便面业务收入结构拆分.....	11
图表 14：康师傅净利润构成.....	12
图表 15：统一净利润构成.....	12
图表 16：饮料行业复盘.....	12
图表 17：方便面行业复盘.....	12
图表 18：康师傅收入表现回顾.....	13
图表 19：统一收入表现回顾.....	14
图表 20：康师傅整体毛利率/销售费用率/净利率.....	15



图表 21: 康师傅饮料&方便面业务盈利能力拆分	15
图表 22: 统一整体毛利率/销售费用率/净利率	15
图表 23: 统一饮料&方便面业务盈利能力拆分	15
图表 24: 康师傅&统一提价复盘	16
图表 25: 方便面行业中康师傅&统一历年市占率变化	17
图表 26: 康师傅&统一估值复盘	18
图表 27: 康师傅&统一的产品矩阵中, 经典大单品维持收入基本盘, 拓展战略新品找寻增量	19
图表 28: 代表性软饮料企业渠道情况对比 (截至 23 年底)	20
图表 29: 统一与 KEEP 联合举办“微笑骑行嘉年华”活动	20
图表 30: 康师傅携手品牌代言人吴磊在多平台创造话题	20
图表 31: 软饮行业过往经历了“大单品起量→小单品丛生→大单品恢复”发展轮动	21
图表 32: 康师傅&统一毛利率/净利率对比	22
图表 33: 棕榈油价格 (元/吨)	23
图表 34: 面粉价格 (元/500g)	23
图表 35: 康师傅方便面业务盈利构成	23
图表 36: 统一方便面业务盈利构成	23
图表 37: 康师傅&统一方便面业务盈利构成对比	24
图表 38: 统一饮料业务成本变动&实际提价幅度的敏感性测算	24
图表 39: 饮料主要原物料白砂糖价格变化	25
图表 40: 饮料主要原物料 PET 价格变化	25
图表 41: 康师傅饮料业务成本变动&实际提价幅度的敏感性测算	25
图表 42: 统一饮料业务盈利构成	26
图表 43: 康师傅饮料业务盈利构成	26
图表 44: 农夫/东鹏/怡宝/统一销售费用拆分对比	26
图表 45: 康师傅&统一及主要饮料龙头企业的业务盈利构成对比	26
图表 46: 康师傅&统一资本开支	28
图表 47: 康师傅净现金/归母净利润/分红率水平	28
图表 48: 统一净现金/归母净利润/分红率水平	28
图表 49: 主要软饮公司经营性净现金/归母净利润对比	29
图表 50: 主要软饮公司分红比例对比	29
图表 51: 重点公司推荐一览表	29
图表 52: 重点推荐公司最新观点	29

核心观点

本文通过解读消费趋势、复盘两者的业绩与股价表现，重新审视康师傅&统一的投资机会，品价比趋势下两家企业综合实力过硬，收入端有望维持稳健、彰显龙头优势，24年全年两家企业采取提价/减促等手段，有望提振利润率；中长期有望在结构改善/竞争缓和/产能利用率提升/折摊率下行带动下释放利润弹性，净利率提升路径清晰、提升空间充足。此外，两家企业经营性现金流创造能力较强、有望保障分红能力，据23年业绩会，康师傅&统一分红比例有望保持100%及以上，对应股息率7.0%/6.5%（参考24年PE-forward），高股息价值凸显。

品价比消费趋势显现，康师傅&统一等老牌企业竞争力凸显。随着“品价比”时代全面到来，企业策略从“跑马圈地”转向更复杂的“穿越周期”，“品价比”背后是生产及供应链优势，康师傅&统一等历经多年市场检验、综合实力过硬的老牌龙头企业优势更足，二者强势单品凭借较低的价位（主流价位中低区间）+稳定的品质（口味经大众消费者多年检验）实现较高的品价比。二者在渠道&产品端各有优势，康师傅“通路精耕”下市场覆盖深入高效，统一产品创新研发实力强劲。此外，两家企业积极取长补短，统一16年推行渠道精细化管理，19年起利用“大包赚”发力下沉市场、弥补渠道端的短板；康师傅优化产品研发模式、弥补产品端的短板。

复盘康师傅和统一的基本面&PE-forward 估值，大致可分为四个阶段：

- ✓ 08-13年：收入和利润均稳步增长，估值较为稳定，康师傅/统一的估值中枢分别为26x/24x。
- ✓ 14-16年：行业下行期两强竞争加剧，收入均下滑、利润波动较大，带动估值不断震荡，16年康师傅/统一估值回落至底部的13x/17x。
- ✓ 17-19年：17年起康师傅&统一的基本面止跌企稳、估值有所修复，18年受中美贸易战等外部环境影响，PE估值下探，19年呈现区间震荡。
- ✓ 20年以来：虽有疫情扰动需求，但两强的收入维持稳健，23年成本压力释放后，康师傅&统一的盈利能力均有抬升，24年PE估值（Wind一致预期）逐渐回到~15x。

当前投资逻辑：短期看收入韧性，中长期看利润弹性：

- ✓ **短期看**，康师傅和统一综合实力过硬，有望在当前β偏弱的大环境下保持收入韧性、彰显龙头优势，于稳固的基本盘之上创造新增量。24全年两家采取提价/减促等手段，有望提振利润率。
- ✓ **中长期看**，未来利润率提升路径依赖于产品结构升级、市场竞争缓和、产能利用率提升及折旧摊销率下行等。1) 方便面业务：康师傅此前的净利率历史高点为13.7% vs 23年8.8%，统一此前的净利率历史高点为5.8% vs 23年0.8%。中期维度看、原材料成本或有下行空间，叠加产品结构优化、产能利用率提升、竞争格局改善、折旧摊销率下行、经营效率提升（人效提升）之下，我们预计康师傅&统一方便面业务的利润弹性有望持续释放。2) 饮料业务：康师傅此前的净利率历史高点为6.7% vs 23年~4%（还原少数股东权益），统一此前的净利率高点为14.4% vs 23年10.9%。当前的“品价比”趋势下，两家公司的饮料业务有望保持收入韧性、产能利用率有望提升，收入规模扩张亦有望带动折摊率降低，同时原材料价格仍处下降通道、公司产品结构存在向上提升的空间（当前看两家公司推出的新品定价&毛利率水平均处于公司自身产品结构当中较高的位置），利润弹性有望进一步释放。

区别于市场的观点：康师傅和统一是港股消费标的中比较典型的经历过完整增长阶段变化的企业，此前市场担心行业增长疲弱，尤其是方便面行业发展成熟后、缺乏成长性，使得康师傅和统一进入到低速增长的阶段，估值亦随之回落，市场上部分投资者对于当下康师傅&统一的投资机会尚未充分认知。我们认为消费分级成为当下消费市场的主要特点，“品价比”（单位价格买到的产品品质）成为消费者购买决策新标准，此背景下康师傅&统一等历经多年市场检验、综合实力过硬的老牌龙头收入韧性凸显，利润率提升路径清晰。

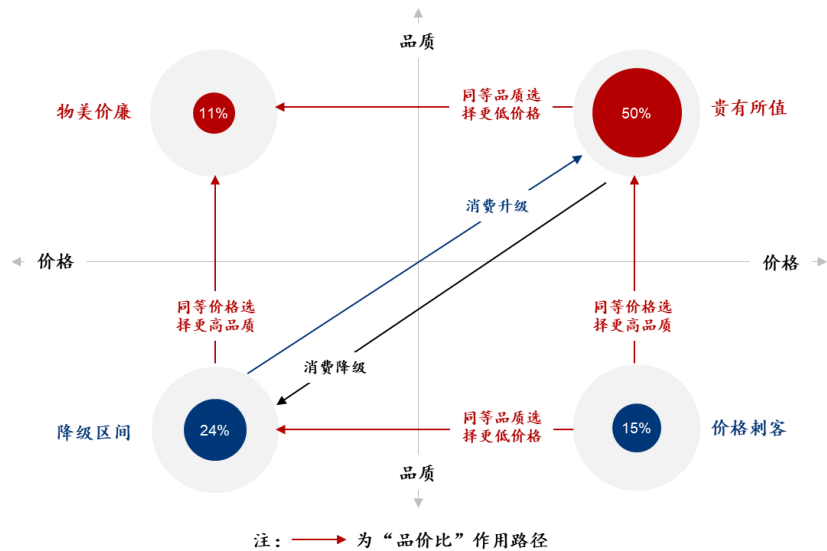
品价比消费趋势显现，康师傅&统一等老牌企业竞争力凸显

趋势研判：品价比时代，市场竞争由“百花齐放”向“强者恒强”演绎

当前国内经济发展进入“新常态”，疫后经济脉冲式修复后，市场对于消费升级是否延续的逻辑展开广泛讨论。宏观上，国内经济发展进入“新常态”，消费领域增长更多依赖于现有市场效率和价值提升，消费者决策会更加注重商品的实际价值和品质。微观上，消费者的消费观念更倾向于“务实”和“悦己”，理性消费正逐步成为中国消费市场的主流。综合来看，“消费分级”成为当下消费市场的主要特点，“品价比”成为消费者购买决策新的标准。

“高品价比”体现为同样价格下品质和品牌的提升，或同等品质下的价格优势。1) 同等价格选择更高的品质，意味着消费者在支付同样的成本时，不仅仅满足于基本功能，还追求产品在材质、设计、技术和品牌形象上的卓越。2) 同等品质选择更低的价格，这里的价格领先不单指更低的价格，而是指价格对比竞品（同品质）具有明显的优势，或具备更高的情绪价值（如更高的情绪共鸣、价值观契合度、购物的满足感和归属感等）。

图表1：“品价比”作用路径示意图

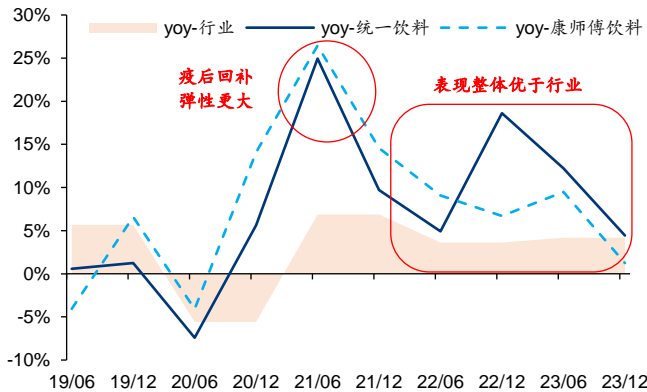


注：图中百分比数字为该区间的2023年快消品品类数占比（尼尔森统计）；
资料来源：尼尔森，华泰研究

随着“品价比”时代全面到来，企业策略从“跑马圈地”转向更为复杂的“穿越周期”，市场竞争正从“百花齐放”向“强者恒强”演绎。过去，企业通过“跑马圈地”策略，用快速扩张和大规模的市场占有来确保品牌的可见度和消费者基础；消费市场更赏识亮点与长处，凭借新概念、新思路跑出的新品牌丛生，呈现百花齐放的景气局面。当前，随着市场趋于饱和、外部环境承压下消费者行为变化的影响，单纯追求市场份额而忽视产品实际价值和消费者对需求的深度挖掘，最终会导致品牌忠诚度和市场地位的下降。综合实力过硬才有可能站稳市场份额，在大浪淘沙的环境中生存。在此背景下，我们认为，历经多年市场检验、综合实力过硬的老牌龙头企业优势更足，有望演绎“强者恒强”。

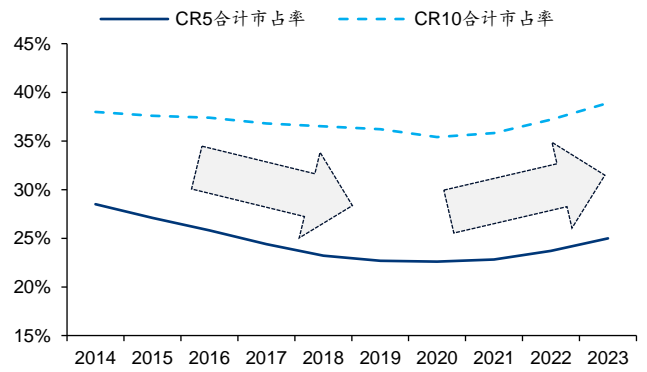
“品价比”的背后是生产及供应链优势，龙头集中度有望进一步提升。近年来，新兴品牌依靠热点营销+代工生产+线上销售的“互联网”模式快速破圈，但与经历多年磨砺的传统软饮厂商相比，其劣势在于缺少稳定可靠的生产供应水平和稳扎稳打的线下渠道体系。疫情加深了消费者对于食品安全及产品背后品质溯源的关注，大浪淘沙的过程中小品牌加速出清。此外，消费者为尝鲜支付溢价的意愿程度有所降低，新品牌仅靠热点营销难以支撑其更高昂的定价水平；而打造出高质低价的“品价比”产品，需要规模效应的发挥及背后强大的生产供应链体系作为保障，对于新生代品牌提出了较高的要求。23年康师傅/统一等传统老牌巨头收入增速加快，带动23年行业CR5、CR10集中度进一步提升。

图表2：康师傅、统一等老牌龙头 23 年饮料业务收入增速优于行业



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：2023 年软饮行业品牌集中度有所回升



资料来源：欧睿，华泰研究

优势显现：产品实现“高品价比”，助力品牌穿越周期

康师傅：方便面&软饮料龙头企业，产品矩阵丰富，大单品实力强劲，实现多年畅销。康师傅成立于1992年，在方便面业务的基础上拓展出软饮料、糕点零食等多元业务，至今已发展成为国内方便面/软饮料等食品饮料细分赛道的龙头企业。23年公司营业收入达804亿元，其中方便面/软饮料业务分别实现营收287/509亿元。1) 方便面业务：康师傅多年位列行业龙头地位（23年市占率40%-50%），畅销单品包括红烧牛肉面、老坛酸菜牛肉面等经典系列，及为满足消费者健康与美味需求而推出的升级产品汤大师（15年推出）、速达面馆（18年推出）等，持续以“多价格、多规格、多口味”的差异化优质产品满足不同消费者的细分需求。2) 软饮料业务：涵盖即饮茶/果汁/瓶装水/碳酸饮料等子品类，23年市占率分别位于行业第一/第二/第五/第二，畅销单品包括冰红茶/茉莉清茶/蜂蜜柚子茶等主品牌即饮茶产品、矿物质水、百事可乐（12年后康师傅成为百事可乐的装瓶商，建立康百联盟）等，其中康师傅冰红茶自96年上市以来持续获得良好表现，23年零售规模超百亿，是即饮茶行业中的核心大单品之一。

图表4：康师傅方便面&软饮料产品矩阵

		方便面				康师傅产品结构							
		经典桶/袋	BIG桶/大盒装	MINI桶	好汤面	软饮料							
高价面	系列名称	经典桶/袋	BIG桶/大盒装	MINI桶	好汤面	系列名称	有糖茶	无糖茶	果味茶	大红茶	果汁		
	推出时间	1992年	2002年	2023年	2023年	推出时间	1996年	2002年	2019年	2019年	2023年	2007年	
	口味	红烧牛肉/香辣牛肉/鲜虾鱼板/老坛酸菜等	老母鸡汤/牛尾汤等			推出时间	冰红茶/冰绿茶/茉莉清茶等	绿茶/乌龙茶	蜂蜜柚子茶/青梅绿茶等	茶餐厅	红茶/奶茶	水晶葡萄等	
	售价	4.8元/桶 2.6元/袋	5.0元/桶 3.1元/袋	3.0元/桶	6.1元/桶 4.0元/袋	推出时间	康师傅	喝开水	纯净水	苏打气泡水			
中价面	系列名称	汤大师	速达面馆	干面茶	御品盖浇	系列名称	康师傅	喝开水	纯净水	苏打气泡水			
	推出时间	2015年	2018年	2022年	2022年	推出时间	2003年	2020年	2011年	2021年			
	口味	冬阴功/日式叉烧等	川辣牛肉等	葱油拌面等	番茄猪炖牛肉等	推出时间							
	售价	4.8元/桶 2.6元/袋	5.0元/桶 3.1元/袋	3.0元/桶	6.1元/桶 4.0元/袋	推出时间							
低价面	系列名称	一倍半	干碗面			系列名称	百事可乐	星巴克	贝纳颂	佳得乐	小睡多多		
	推出时间	2015年	1995年			推出时间	2012年成为百事装瓶商	2015年	2006年	2006年	2020年		
	口味	经典牛肉等	香葱鸡汁等			推出时间	经典	无糖					
	售价	3.9元/桶 2.6元/袋	1.0元/袋			推出时间							

注：推出时间是该品类最早出现口味的上市时间；售价取自天猫旗舰店；资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰研究

统一：产品创新实力强劲，新品亮点纷呈、增长可期。统一于 92 年开始在大陆投资建厂，多年来坚持“年轻化”与“正向化”的策略，率先推出老坛酸菜牛肉面/冰红茶/小茗同学等迎合消费市场趋势、具有创新性的畅销产品，在方便面&软饮料赛道持续录得稳健发展。23 年公司营业收入达 286 亿元，其中方便面/软饮料业务分别实现营收 98/178 亿元。**1) 方便面业务:**23 年公司在方便面行业的市占率为 15%-20%，5 元以下基础产品包括“统一 100”、“来一桶”等经典畅销产品及“巧面馆”、“藤娇”等 15 年后推出的新明星产品；5 元以上的高端产品包括主力产品“汤达人”、拌面品牌“酱拌面”、合作产品“冠军榜”等。其中，高端品牌汤达人定位高质中高价、为公司持续贡献收入增量，15 年销售额突破 5 亿元（增速超 100%），18 年增长至 20 亿元左右，23 年销售额超 30 亿元。**2) 软饮料业务:**23 年统一在即饮茶/果汁子品类的市占率分别位于行业第二/第六，大单品阿萨姆奶茶多年位居即饮奶茶品类市占率第一，23 年销售收入超 60 亿元。公司 24 年推出无糖茶新品春拂绿茶，定价 4 元/瓶，采用微发酵工艺、口味清新醇厚，价格与品质均有竞争力，上市以来动销顺畅，旺季放量可期。

图表5：统一方便面&软饮料产品矩阵

		方便面				统一产品结构				
		满汉大餐	藤娇	汤达人	酱拌面	有糖茶		无糖茶		奶茶
		推出时间	推出时间	推出时间	推出时间	推出时间	推出时间	推出时间	推出时间	推出时间
生活面	口味					冰红茶/冰绿茶/小茗同学(柠檬茶)等	茶里王	春拂绿茶	阿萨姆	希薯牛乳茶
	售价	16.5元/碗	10.9元/碗	5.0元/杯 4.2元/包	5.5元/杯 2.6元/包	3-5元/500mL	5元/500mL	4元/500mL	5元/500mL	5元/500mL
	图例									
	系列名称	藤娇	巧面馆	来一桶	统一100	鲜橙多	海之言	元气觉醒		
方便面	推出时间	2017年	2018年	1996年	1996年	1999年	2014年	2022年		
	口味					-	-	-		
	售价	4.0元/杯 2.0元/包	4.3元/杯 2.8元/包	4.0元/杯	2.8元/包	3.5元/450mL	3.3元/500mL	6.5元/300mL		
	图例									
窄食面	系列名称	小沈鹿	小当家			康师傅	康师傅			
	推出时间					2016年	2009年			
	口味									
	售价	1.0元/包	0.7元/包			3元/360mL	5元/450mL			
其他	图例									

注：推出时间是该品类最早出现口味的上市时间；售价取自天猫旗舰店；资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰研究

方便面：行业健康化&品质化趋势下，主流价位自 5 元以下向上升级，康师傅和统一均推出中高价位+更高品质的产品、优化品价比。17-19 年伴随外卖等外部冲击减弱，务工人员回暖，方便面行业逐步复苏，同时行业朝着健康化、品质化的方向发展，前者具体体现为面饼非油炸工艺、减少添加剂等，后者则体现为料包更丰富、包装更精美等。康师傅和统一作为行业龙头，积极响应消费者吃得健康、吃得美味的诉求，对传统产品进行升级焕新，并相继推出了汤达人、汤大师等高端新品。以汤达人为例，5 元/桶的定价较 4 元/桶的传统系列略高，但产品品质有明显提升，具体表现为汤底更鲜（以荃萃猪骨/鸡骨/蛤蚧/昆布等精华精心熬煮）、面饼更筋道（非油炸半干鲜面）、配料更丰富（内含蔬菜包/调味粉包/蛋液包和粉包）。此外，统一还在汤达人旗下推出了高端系列、康师傅推出速达面馆系列，布局“居家煮面”场景、以更高的品价比（10 元以上定价较外卖价格更低，但品质相当）将产品矩阵向上延展。

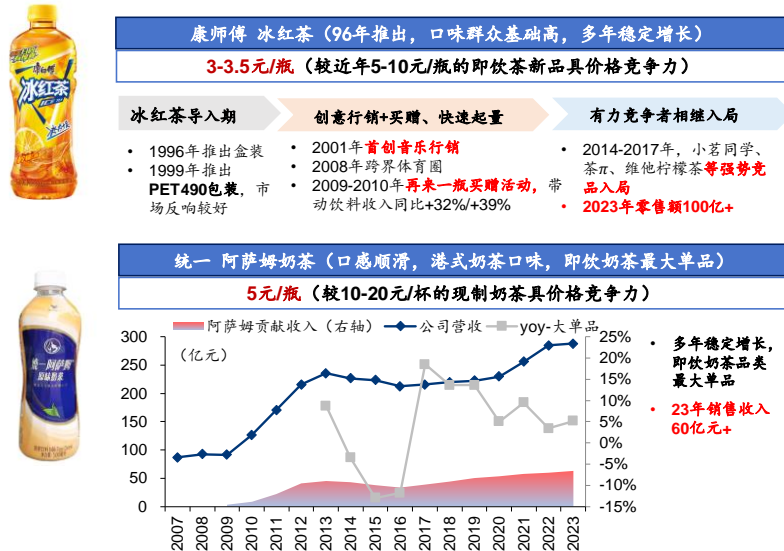
图表6：康师傅与统一推出更健康、品质更高的“高比价”产品



资料来源：公司公告，华泰研究

软饮料：行业主流价位为 3-5 元，康师傅和统一的强势单品凭借较低的价格（主流价位中低区间/3-4 元）+稳定的品质（口味经大众消费者多年检验）实现较高的品价比。由于软饮料行业内的超级大单品可口可乐 3-3.5 元/瓶的定价给消费者带来的心理锚定效应较强，行业主流价位多年来保持在 3-5 元，新品溢价空间较低；康师傅和统一的非碳酸品类大单品如冰红茶/鲜橙多等定价均为 3-3.5 元/瓶，更高附加值的乳饮奶茶如阿萨姆定价 5 元/瓶。康师傅和统一旗下均有经过消费者多年检验的大单品（康师傅冰红茶、统一阿萨姆奶茶等），当前仍保持稳健增长、市场份额稳固。目前行业内虽时有迎合新趋势的吸睛产品出现，但大多数产品较难实现可持续性增长，主要系消费者对于软饮产品的尝鲜意愿较强、较难形成产品忠诚度；而康师傅和统一旗下的传统老品品质有保障、价格具备竞争力，且经过多年口味适应及品牌教育，往往可实现稳健增长；在当前品价比消费趋势下，优势有望进一步显现。以统一阿萨姆奶茶为例，23 年报表口径收入达 64.1 亿元（占比公司收入的 22%），对应 17-23 年 CAGR 达 10%，高于同期即饮茶行业增速（持平）；24Q1 阿萨姆奶茶收入实现双位数增长、较 23 年（增速 5%）进一步提速。

图表7：康师傅与统一软饮大单品品质过硬，价格更具竞争力



资料来源：公司公告，华泰研究

日渐精进：康师傅&统一在渠道及产品端各有优势，综合实力不断完善

各有千秋：康师傅“通路精耕”下市场覆盖深入高效，统一产品创新研发实力强劲。

1) 康师傅：98年起实施“通路精耕”策略，核心举措包括界定区域（划分市场区域、设置专属经销商以打破大商格局、禁止跨区销售）、压缩层级（将销售网络的层次由五级减少到三级以增强渠道掌控力、强化服务（帮助经销商维护网点）、渠道拆分（饮品/方便面分开运营、提升效率）。此外，康师傅逐步在全国主要城市设立销售分公司和仓库、完善物流系统，打通工厂-仓库-经销商-终端的全链路管理。19年公司在大众城市的核心商圈推行“直营二阶改革”，削减渠道层级（三级经销商优化为两级）以提升掌控力，进一步强化渠道优势。截至22年，公司直营二阶改革的城市数目已从160个增加到330个，从而使得公司在全国范围内的产品分销和市场覆盖更加深入和高效。截至23年，康师傅覆盖的终端网点约500万个，国内有效网点已基本覆盖完全（据尼尔森统计，截至23年末，国内有效终端网点约600+万家），且拥有超7万个经销商以实现密集网点的精细化运维；而统一网点数约300万家，经销商数量超4000个，与康师傅相比仍有一定差距。

2) 统一：在产品研发方面，统一具备相当的竞争力，尤其在新产品开发和市场推广的表现上尤为突出。此外，公司内部对于新品的成功率有较高的要求、要求高于行业平均水平。统一在14年、16年相继推出的战略新品“海之言”、“小茗同学”均得到市场追捧，推出第二年便迅速起量、销售规模达到巅峰（海之言15年销售额18亿元、小茗同学16年销售额16亿元），一定程度上弥补了公司老品下滑造成的收入压力（14-16年公司营收同比-4%/-1%/-2%，面临持续下滑的压力）。16年统一推出高端方便面品牌“汤达人”，产品通过更浓郁的汤底、更健康的面饼及更丰富的料包赢得消费者喜爱，发展至今已成为年销售额超30亿元的大单品。

图表8：康师傅渠道力更强，统一产品力更强（23年数据）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：康师傅与统一的渠道力对比（23年数据）

	康师傅 (2023)	统一 (2023)
收入体量/亿元	804 (面+饮料) 509 (饮料)	286 (面+饮料) 178 (饮料)
经销商数量	7.7W (面+饮料)	4000+ (面+饮料)
网点数量	~500W	~300W
备注	尼尔森统计有效网点600W+，覆盖基本充分	持续增加
单经销商贡献	100+万元 (面+饮料) ~65万元 (饮料)	700+万元 (面+饮料) ~400万元 (饮料)
单点卖力	~1.6万元 (面+饮料) ~1万元 (饮料)	~1万元 (面+饮料) ~6000元 (饮料)
备注	精耕通路、直营二阶下沉渠道开拓充分	大包赚模式，持续开拓下沉

资料来源：公司公告，华泰研究

取长补短：统一16年推行渠道精细化管理，19年起利用“大包赚”发力下沉市场、弥补渠道端的短板；康师傅优化产品研发模式、弥补产品端的短板。

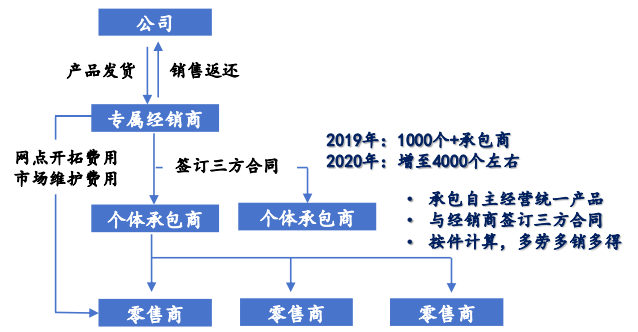
1) 统一：积极推进渠道改革，“大包赚”模式提升渠道推力、发力下沉市场。近年来，统一在改善渠道管理上采取了多项措施：①**16年推行渠道精细化管理**，放弃单纯追求市占率的目标，转而更注重毛利率和渠道新鲜度。公司对经销商的出货量进行严格控制，并对新品推广采取更加谨慎的策略。②**19年推出“大包赚”计划**（即分区域推行经销商承包制度），给予承包商充分的经营自由度，并通过优化业务结构和奖金考核机制、提高承包商的收入水平；尤其在三四线城市，统一鼓励当地农村青年成为“大包赚”承包商，使得他们不需要外出打工便能获得更高的收入。“大包赚”计划的推行，充分激发了渠道活力与推力，公司个体承包商从19年的1000多个增加至20年的4000个左右。方便面和饮料业务间经历了食饮合线的整合阶段、20年以来的疫情拖慢了“大包赚”模式下沉的脚步，24年以来，伴随磨合期基本结束、疫情影响完全消失，公司“大包赚”模式逐渐步入正轨，帮助公司提升渠道推力、发力下沉市场。

图表10：统一在渠道改革上的推进

时间	项目	举措
1998年起	T型战略	主打沿海经济特区和长江沿岸开发区，一二线城市->人口超百万城市->下线城市；2012年全国范围内基本完成了到县城的经销商销售网络覆盖。公司在内地发展之初，通过多级分销模式降低风险，以低成本快速铺设渠道；但渠道层级较多摊薄经销商利润，降低了市场的反映速度。
2016年	渠道去库存改革	放弃了单纯追求市占率的目标，转而更注重毛利率和渠道新鲜度；严格控制出货量，并在部分地区合并了食品和饮料部门，降低物流费用同时提升运营效率。
2019年	大包赚政策	低线市场分销商成本并自主运营，拉动经销商积极性，进一步发力低线市场。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：“大包赚”政策改革示意图



资料来源：公司公告，华泰研究

2) 康师傅：优化产品矩阵，团队年轻化，更注重产品研发与创新。二代接班后，康师傅的经营团队正逐步向年轻化发展，产品研发模式从过往的“自上而下”转向“自下而上”，充分发挥团队的创新能力，新产品推出的步伐不断加快，并使产品研发更贴近年轻消费者的需求。24年公司推出的无糖茶新品“茶的传人”和电解质水新品“无限电”等在包装设计上更为注重年轻化和时尚感。“茶的传人”系列专门请设计师设计，单瓶售价达到6元，尽管成本较高，但有助于改善产品结构、提升品牌形象和公司的市场竞争力。

复盘：两强经营趋势接近，近年利润诉求提升

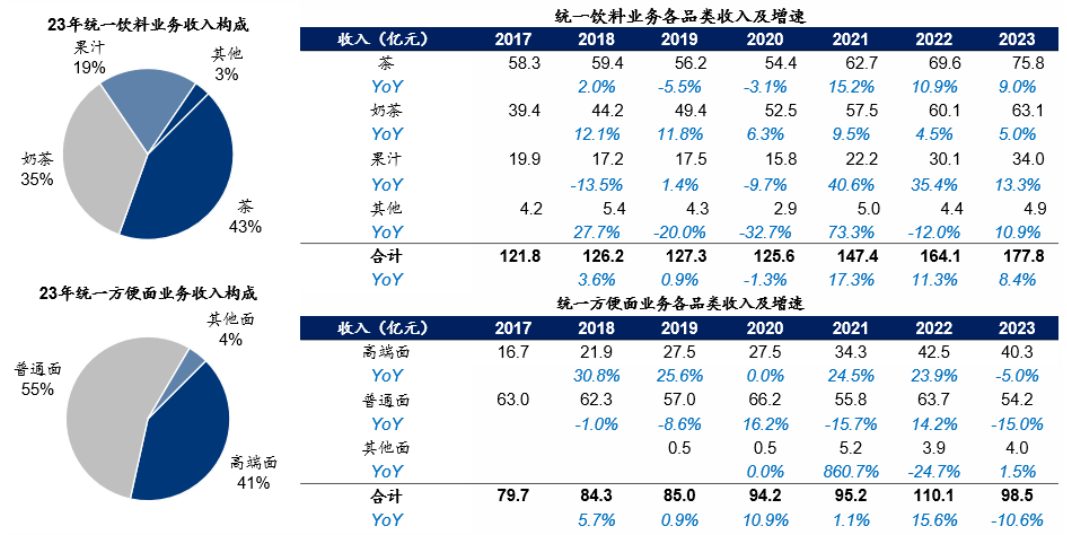
康师傅与统一的收入构成主要为饮料业务与方便面业务。康师傅 23 年实现收入 804 亿元，同比+2.2%，其中方便面业务实现收入 287 亿元（收入占比 35.7%），同比-2.9%，饮料业务实现收入 509 亿元（收入占比 63.3%），同比-2.9%。统一 23 年实现收入 286 亿元，同比+1.2%，其中方便面业务实现收入 98 亿元（收入占比 34.4%），同比-10.6%，饮料业务实现收入 178 亿元（收入占比 62.2%），同比+8.4%。

图表12：康师傅饮料&方便面业务收入结构拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

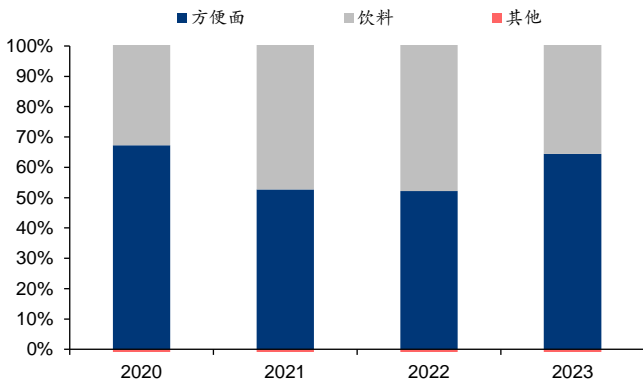
图表13：统一饮料&方便面业务收入结构拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

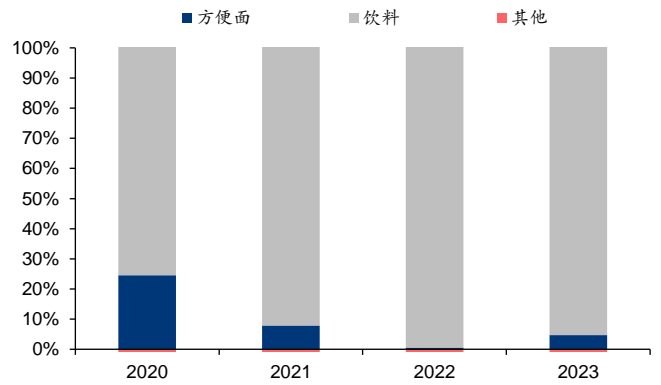
从利润结构来看，康师傅的净利润构成中，方便面业务占据主导地位（23 年方便面业务的净利润占比 64.4%），而统一的净利润构成中，饮料业务系主要贡献，其方便面业务 23 年 OPM 仅 0.8%，虽然原材料价格有所回落，但去年方便面业务整体承压、导致公司产能利用率偏低，部分工厂存在亏损，对盈利产生负面影响（23 年方便面业务 OPM 同比-0.6pct）。

图表14：康师傅净利润构成



资料来源：欧睿，华泰研究

图表15：统一净利润构成



资料来源：欧睿，华泰研究

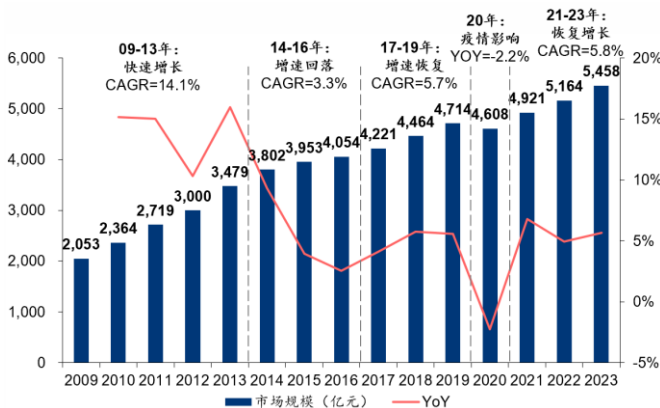
收入复盘：疫情阶段性扰动后经营趋于稳健

我们先对饮料与方便面行业进行回顾：

饮料行业：09-13年饮料行业实现快速增长（期间CAGR为14.1%，据欧睿，下同）；14-16年行业增速回落（期间CAGR为3.3%），果汁、茶、碳酸饮料等陷入发展瓶颈，我们判断主要系高端新品不足、消费者需求放缓所致；17-19年行业逐渐复苏（期间CAGR为5.7%），瓶装水仍保持双位数的稳健增长，碳酸饮料与茶饮料受益于无糖化风潮兴起，多样化的新品推出、助力行业增速回暖；20年饮料行业同比下滑2.2%，主要系疫情对出行场景造成冲击，对饮料行业的销售造成不利影响；21-23年逐渐恢复增长（期间CAGR为5.8%），后疫情时代饮料行业增速回暖、呈现结构性景气，无糖茶、运动饮料等细分板块表现亮眼。

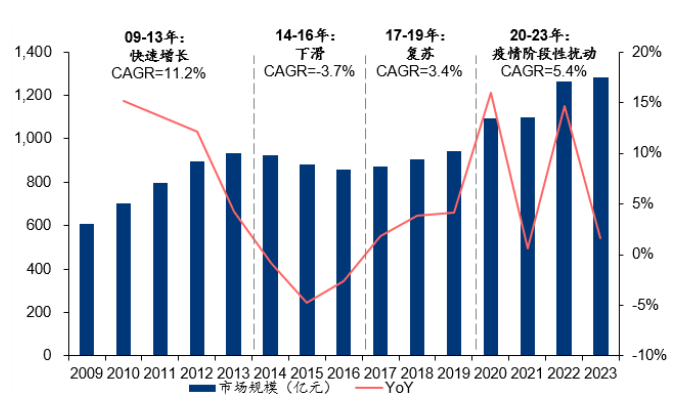
方便面行业：09-13年方便面行业实现快速增长（期间CAGR为11.2%）；14-16年行业规模下滑，判断主要系外卖龙头价格战、对方便面市场造成冲击，叠加外出务工人员增速放缓、居民健康意识提升等原因，行业规模逐年萎缩；17-19年伴随外卖恢复正常的价格体系，外部冲击减弱，务工人员回暖，方便面行业逐步复苏（期间CAGR为3.4%），同时行业进入结构性升级阶段，朝着高端化、健康化的方向发展，此阶段行业高端新品频现；20-23年伴随疫情阶段性扰动，方便面作为消费者居家期间囤货的优选、20年和22年实现双位数增长，疫情后需求回落至常态。

图表16：饮料行业复盘



资料来源：欧睿，华泰研究

图表17：方便面行业复盘



资料来源：欧睿，华泰研究

康师傅收入表现回顾：

1) 08-13年：公司整体营收 CAGR 为 18.0%，11-14 年激进投产。09-13 年系方便面和饮料行业的快速发展期，此阶段公司整体营收 CAGR 为 18.0%，其中方便面业务/饮料业务收入 CAGR 分别为 13.2%/23.7%。营销端，09 年公司推出再来一瓶活动，通过提供高达 20% 的中奖率，即消费者购买饮料就有很大机会获得“再来一瓶”的奖励，从而吸引了大量消费者参与。生产端，公司 11 年生产线和生产基地数量均大幅增加，生产线由 10 年的 457 条增加至 14 年的 697 条，生产基地由 10 年的 31 个扩建至 14 年的 129 个。

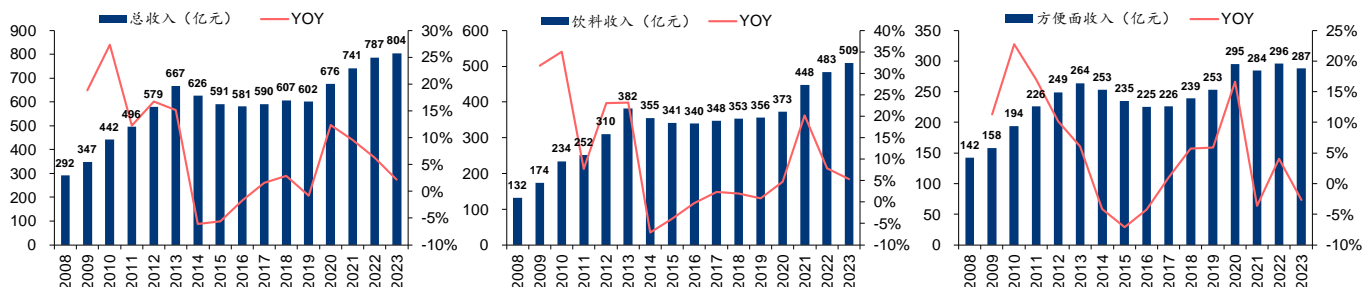
2) 14-16 年：外部环境偏弱，公司自身收入增速下滑（期间营收 CAGR 为 -3.7%）。14-16 年方便面行业面临下行压力，康师傅与统一之间竞争激烈，15Q4 康师傅对方便面采取升级提价策略、统一未跟随，导致康师傅的提价策略未能成功、未获渠道及消费者的良好接受，渠道观望造成销售下跌；同时 14-16 年饮料行业增速换挡，茶饮新品不断冲击市场，此阶段公司饮料业务收入逐年下行。

3) 17-19 年：收入增速回暖（期间营收 CAGR 转正至 1.0%），尤其是方便面业务增速亮眼（期间营收 CAGR 达 5.8%），主要系公司对方便面业务采取“经典回归”策略。17-19 年方便面行业复苏（行业规模 CAGR 为 3.4%），16 年公司重新调回价格，并强化品牌活动、深化消费者认同，同时推出熬制高汤等高端新品，16H2 各主要 SKU 的市占率开始提升；17 年公司继续推出多种新口味、新规格的产品，销量重回增长，后续公司持续进行产品升级；18 年康师傅对方便面产品进行提价，统一跟随提价，使得本次提价顺畅进行；19 年康师傅方便面的市占率已回归稳定状态。

4) 20 年：20H1 疫情扰动公司经营，20H2 逐渐步入常态。20H1 公司方便面业务销量大增，主要系受益于居家隔离影响，饮料业务反而因为疫情、收入增速下滑；20H2 随着疫情影响减弱，居民生产生活恢复正常，公司方便面业务收入增速同比下滑，饮品业务从 20 年 5-6 月开始恢复，20H2 实现 12% 的快速增长。

5) 21-23 年：经营相对平稳，方便面需求随疫情小幅波动，饮料新品表现平平。方便面行业需求随疫情小幅波动，整体保持平稳（21-23 年行业规模 CAGR 为 5.4%），22 年初公司对方便面经典产品提价（由 4 元提价至 4.5 元），22 年 3 月出现的 315 酸菜事件、对康师傅和统一的市占率造成不利影响，叠加康师傅前期的提价举措，公司市占率在 22 年 3-8 月下降了 4pct，22 年 9 月开始环比改善，23H1 公司方便面业务营收同比+2.9%，23H2 营收同比-7.7%，主要系工地场景工人减少、导致该场景的方便面需求承压；公司饮料业务 21-23 年收入逐年降速，主要系新品表现平平。

图表 18：康师傅收入表现回顾



资料来源：公司公告，华泰研究

统一收入表现回顾：

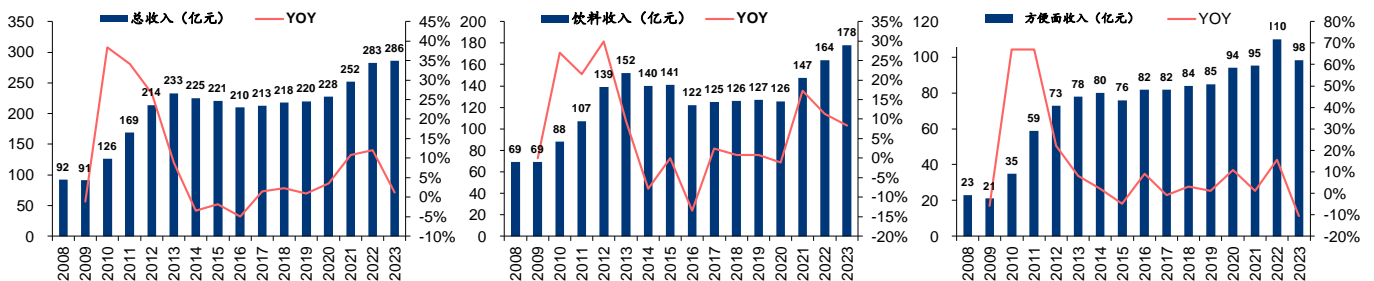
1) 08-13 年：公司整体营收 CAGR 为 20.4%，10-14 年激进投产。此阶段公司整体营收 CAGR 为 20.4%，其中方便面业务/饮料业务收入 CAGR 分别为 27.7%/17.1%。与康师傅近似，10-14 年公司激进投产，但后续收入增速未能完全利用所投产能，造成运营效率偏低。

2) 14-16 年：外部环境偏弱，公司收入小幅下滑。14-16 年方便面行业面临下行压力，饮料行业增速换挡，公司收入增长停滞、呈现小幅下滑（期间 CAGR 为-3.4%），其中方便面/饮料业务收入 CAGR 分别为 1.2%/-6.6%。方便面业务中，高端产品汤达人（12 年推出）的高速增长部分弥补了低端产品收入下滑的损失，15 年康师傅提价、统一没有跟随，使得其市场份额提升至 18.3%（14 年为 17.9%）。饮料业务中，低端产品收入下滑，同时公司推出的爆品（14 年 4 月推出海之言、15 年 3 月推出小茗同学）持续性不强，快速成长至一定体量后又经历快速衰退，对公司收入及利润产生影响、波动较大。

3) 17-19 年：16 年后更加关注毛利率与渠道精细化管理，17-19 年收入增速回正、但仍表现平平。16 年前公司主要依靠爆品，16 年后公司开始放弃市占率追求，KPI 导向转为毛利率和渠道新鲜度，公司严格控制经销商合理出货，同时对新品的推广更加谨慎，如新品只能区域试销等、减少市场风险。17-19 年阿萨姆奶茶、爱夸水保持双位数增长。19 年公司引入大包赚项目，提高下线城市渠道渗透，个体承包商的数量从 19 年的 1000 多人增加至 20 年的~4000 人，后由于疫情影响、大包赚模式推广受阻。

4) 20-23 年：20 年底公司 KPI 改为收入导向，22 年方便面业务收入增速反超康师傅。过去公司收入表现平平，20 年底公司 KPI 改为收入导向，制定未来收入增速超过 GDP 增速的目标，21-23 年公司整体收入 CAGR 为 6.5%（高于康师傅的 4.2%），其中方便面/饮料业务收入 CAGR 分别为 1.7%/9.8%（高于康师傅的 0.6%/6.6%）。康师傅和统一过去几年增速相当，疫情前期康师傅增速好于统一，后期弱于统一，主因 20 年康师傅应对疫情效率更高，22 年康师傅的方便面产品提价、损失一定的市占率，导致方便面业务的收入增速被统一反超，统一的预制菜产品开小灶于 18 年 9 月推出、疫情期间表现较好；饮料业务中，统一大单品阿萨姆等始终保持双位数增长、对其饮料业务提供坚实的支撑。

图表 19：统一收入表现回顾



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利复盘：原材料成本、行业竞争环境、折旧摊销率系核心影响因素

我们对康师傅&统一的利润率与业绩表现回顾如下：

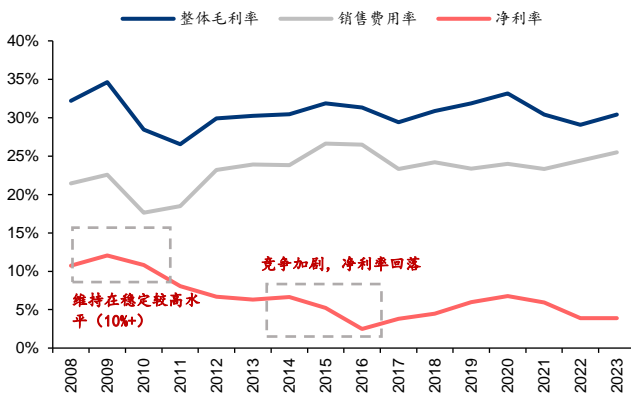
1) 10-11 年原料成本压力较大，康师傅&统一盈利能力同比下滑明显。据公司公告，10-11 年由于主要原材料如面粉、棕榈油、糖及 PET 等价格持续高企，对行业造成较大的成本压力，康师傅 10-11 年毛利率同比-6.2/-1.9pct 至 28.4%/26.5%，净利率同比-1.3/-2.7pct 至 10.8%/8.1%；统一 10-11 年毛利率同比-8.1/-2.9pct 至 32.1%/29.2%，净利率同比-4.0/-2.9pct 至 4.4%/1.5%。

2) 前期投入大额 CAPEX，受原材料变动及行业竞争影响，14-16 年康师傅净利率下滑明显，统一净利润波动较大。11 年起，康师傅&统一开始大幅扩产，叠加 13 年起康师傅与统一之间竞争加剧，14-16 年康师傅净利率大幅下滑，由于康师傅方便面业务的规模效应相对较强，13-14 年统一的方便面业务陷入亏损。12-14 年统一饮料业务的毛利率基本保持稳定，15 年原材料成本下降、高端产品占比提升，公司饮品分部毛利率同比+4pct。

3) 17-20 年伴随方便面和饮料业务竞争缓和, 且呈现产品结构升级趋势, 康师傅&统一净利润实现稳健增长。方便面业务中, 16-17 年主要原材料价格高位、方便面业务的毛利率短期承压, 18-19 年压力解除、康师傅方便面业务的毛利率趋于平稳 (29%-30%), 17-20 年随着行业回暖、两强间的竞争缓和、产品结构升级与提价顺利驱动康师傅方便面业务净利率逐年提升。统一的方便面业务中, 大单品汤达人销售强劲使得产品结构改善、带动净利率提升。饮料业务中, 17 年后随着格局改善, 康师傅饮料业务的盈利能力进入修复通道; 统一的饮料业务受益于奶茶、水等高端产品占比提升, 渠道精细化运作, 净利率有所改善。

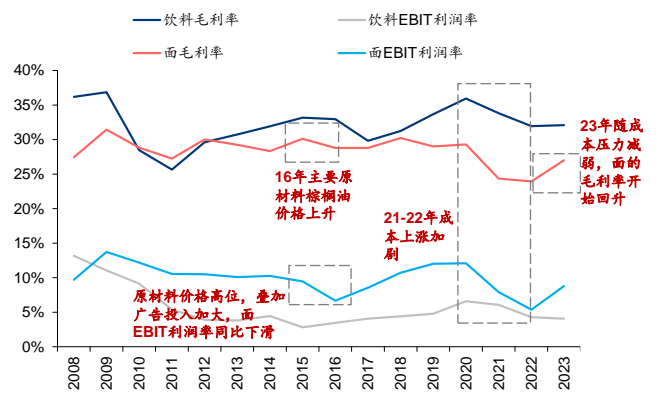
4) 20-23 年: 疫情扰动+原材料成本大幅上行, 对毛利率形成压制, 盈利能力又跌回 16 年之前的水平。21-22 年方便面与饮料业务的成本上涨打断盈利能力的修复通道, 康师傅&统一的毛利率&净利率均呈现同比下滑。23 年方便面与饮料业务的成本压力解除、产品结构进一步优化, 康师傅&统一的毛利率重回增长通道。

图表20: 康师傅整体毛利率/销售费用率/净利率



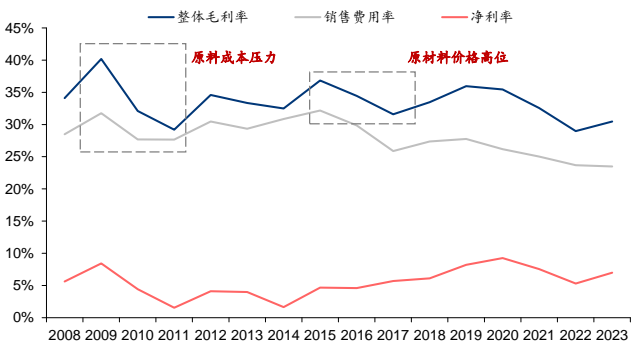
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表21: 康师傅饮料&方便面业务盈利能力拆分



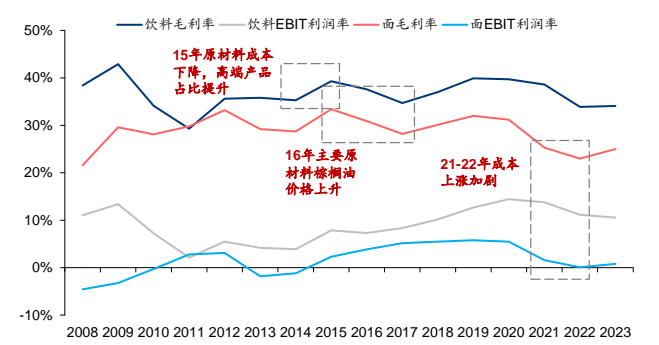
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: 统一整体毛利率/销售费用率/净利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表23: 统一饮料&方便面业务盈利能力拆分



资料来源: 公司公告, 华泰研究

提价复盘: 历次提价主要由成本驱动

我们对康师傅&统一历年的提价举措进行复盘:

1) 饮料业务: 总体上看, 康师傅与统一饮料产品提价并不频繁, 多年来价盘基本保持稳定, 提价多由成本压力驱动。18-19 年康师傅和统一一起提价, 去年下半年以来的本轮提价中, 康师傅对中包装、大包装及百事可乐 (供货价) 产品都做了提价, 增厚公司自身及渠道的利润率, 但是统一没有跟随, 主要采用减促等方式应对。



2) 方便面业务：07-08年、14-16年、18年、21-22年都是由康师傅率先发起提价，近两年提价变得更加频繁，或与公司利润诉求提升有关。从历次提价背景来看，07-08年主因棕榈油等价格上涨导致的成本压力，两强共同提价、清退小厂；14-16年方便面行业存量竞争下、康师傅&统一之间的竞争日益激烈，康师傅想在困境中通过发力中高端产品&提价来破局，但15年由于统一没有跟随提价（或出于市占率的考虑），康师傅提价失败，统一没有跟随提价后市占率有所提升；18年初康师傅和统一一起提价，市占率保持稳定，整体行业规模有明显提升；22年统一宣布“冻涨策略”后对于涨价非常慎重，21年以来康师傅对于方便面产品的提价、统一均没有跟随，只采用减促的手段、维护价盘的稳定。

图表24：康师傅&统一提价复盘

饮料提价情况复盘					
阶段	公司	时间	提价产品	提价情况	背景
10-12年	康师傅	2011.04	C系列饮料产品	从15瓶/箱变为23瓶/箱	10-11年间原材料价格大幅上涨，白砂糖和PET价格仅2010年就分别上涨45.8%和21.1%，2011年持续上涨28.2%和19.9%，给企业毛利率带来较大压力
		2012.01	果汁/茶/瓶装水	提高每箱出厂价0.5-1元	
18-19年	统一	2018.01	茶/果汁	提高出厂价2-3元	
		2018.01	冰红茶/鲜橙多等	每箱提价1-3元	
21年	康师傅	2022.04	百事可乐系列产品	百事可乐/无糖/美年达/佳得乐/果缤纷/纯水乐等零售价增加0.5元	可口可乐500mL产品2021年11月从3元涨至3.5元
23-24年	康师傅	2023.11	茶/果汁（占饮料收入的接近20%）	中包装茶/果汁系列建议零售价从3元/瓶起调整为不低于3.5元/瓶	原材料（白砂糖）、包装材料等成本的上涨，以及人力、物流等费用的增加；二代接班后，利润诉求强化
		23年底	百事可乐系列产品	供货价上调	
		2024.04	1L装大包装产品（收入占比~20%）	1L装茶/果汁系列建议零售价从4元/瓶起调整为不低于5元/瓶	
	统一			统一没有跟随，选择减促	

方便面提价情况复盘					
阶段	公司	时间	提价产品	提价情况	背景
07-08年	康师傅	2007	平价袋面	提高10%-16%出厂价	棕榈油等价格狂升下方方便面毛利率承压，但通过提价对冲
		统一	中/高价袋面	提高10%-16%出厂价	
14-16年	康师傅	2014	方便面	取消搭赠火腿肠（13年开始搭赠）	统一跟随，同时高成本下行业出清小玩家，方便面增长极快
		2015		康师傅提价失败	
	统一			统一没有跟随	13年开始受到外卖业务打击
	康师傅	18年初	袋面/桶面	袋面每箱涨2元，桶面每箱涨1元	存量竞争下康师傅竞争日益激烈
	统一	18年初		统一没有跟随	或考虑市占因素没有跟随提价
2018年	统一	18年初		每箱涨1元	14-16年方便面行业受外卖业务打击下滑，17年发力中高价面实现微涨，18H1提价受益+8%
21-22年	康师傅	21Q3	袋面	袋装方便面由2.5元涨至2.8元，5袋装由12.5元涨至14元	棕榈油和人工成本上升
			桶面	经典桶由4元涨至4.5元，mini杯由3元涨至3.5元	
	统一	2022		宣布冻涨策略“除非逼不得已，否则涨价不是选项”，此后对于涨价非常慎重	
2024年	康师傅	2024	袋面	零售价从2.8元调为3元，出厂价提升4元/箱、对应提价幅度为中间位数	主要原材料成本基本平稳，主要系二代接班后，利润诉求强化
		2024	桶面	零售价从4.5元调为5元	
	统一			统一没有跟随，选择减促	

资料来源：小食代，食品板，华泰研究

关于提价后的方便面市占率变化，我们复盘如下：1) 07-08年行业受到成本冲击，两强共同提价、清退小厂，共同受益市占率提升；2) 15年康师傅涨价失败，统一没有跟随，市占率提升明显（16年市占率提升6.6pct）；3) 18年行业在外卖业态冲击减弱、务工人员回暖的背景下逐步恢复增长，两强在存量竞争两败俱伤后（双方业绩均呈现三年连续下降）达成提价共识，从而恢复增长；4) 21-22年仅受到成本波动扰动、统一提价动力有所不足，22年统一宣布“冻涨策略”后对于涨价非常慎重，两家没有达成涨价共识，22年康师傅的方便面产品提价、损失一定的市占率，导致收入增速被统一反超（22年康师傅方便面业务收入同比+4.2% vs 统一方便面业务收入同比+17.9%，康师傅与统一方便面业务的收入差额从21年的194.4亿元降至22年的190.1亿元），据公司22年业绩会反馈，康师傅在方便面行业的市占率在22年3-8月下降了4pct，22年9月开始环比改善。

总结看，07-08年统一跟随提价除了成本冲击外、还有共同提价清退小厂的考虑，18年两家一起提价主要系此前竞争激烈、业绩两败俱伤后的妥协，仅成本变动单一因素影响下康师傅提价、统一不跟随或为统一市占率提升的机会（如22年、15年），但提价后康师傅市占率的损失持续时间可能不长（参考22年、市占率下滑的持续时间大概在半年，之后市占率有望迎来环比改善），但还要考虑提价的间隔时间、行业内其他竞争对手（今麦郎/白象/日清等品牌）的举措等，22年后统一对于提价策略的谨慎程度明显提升，更倾向于减促，但两强利润率诉求强化的趋势相对明显。

图表25：方便面行业中康师傅&统一历年市占率变化

	康师傅市占率	统一市占率	康师傅&统一合计市占率		康师傅食品业务yoy	统一食品业务yoy
2011	56.2%	14.1%	70.3%	2011	14.0%	67.3%
2012	56.3%	16.4%	72.7%	2012	3.5%	22.5%
2013	56.4%	17.4%	73.8%	2013	11.0%	7.7%
2014	55.6%	18.0%	73.6%	2014	-5.1%	1.7%
2015	54.5%	18.6%	73.1%	2015	-9.6%	-4.9%
2016	50.4%	20.8%	71.2%	2016	-5.5%	8.6%
2017	49.9%	20.7%	70.6%	2017	-5.1%	-3.0%
2018	47.1%	21.2%	68.3%	2018	1.5%	5.7%
2019	46.6%			2019	6.4%	0.9%
2020	46.3%			2020	15.3%	10.9%
2021	48.0%			2021	-3.1%	1.1%
2022	46.7% (22H1)			2022	4.17%	15.6%

注：18年后统一的公司公告中不再披露方便面业务的市占率情况；

资料来源：公司公告，尼尔森，华泰研究

估值复盘：股价走势与基本面关联性较强

我们对康师傅&统一的 PE-forward 估值（Wind 一致预期）进行回顾，主要可以分为以下四个阶段：

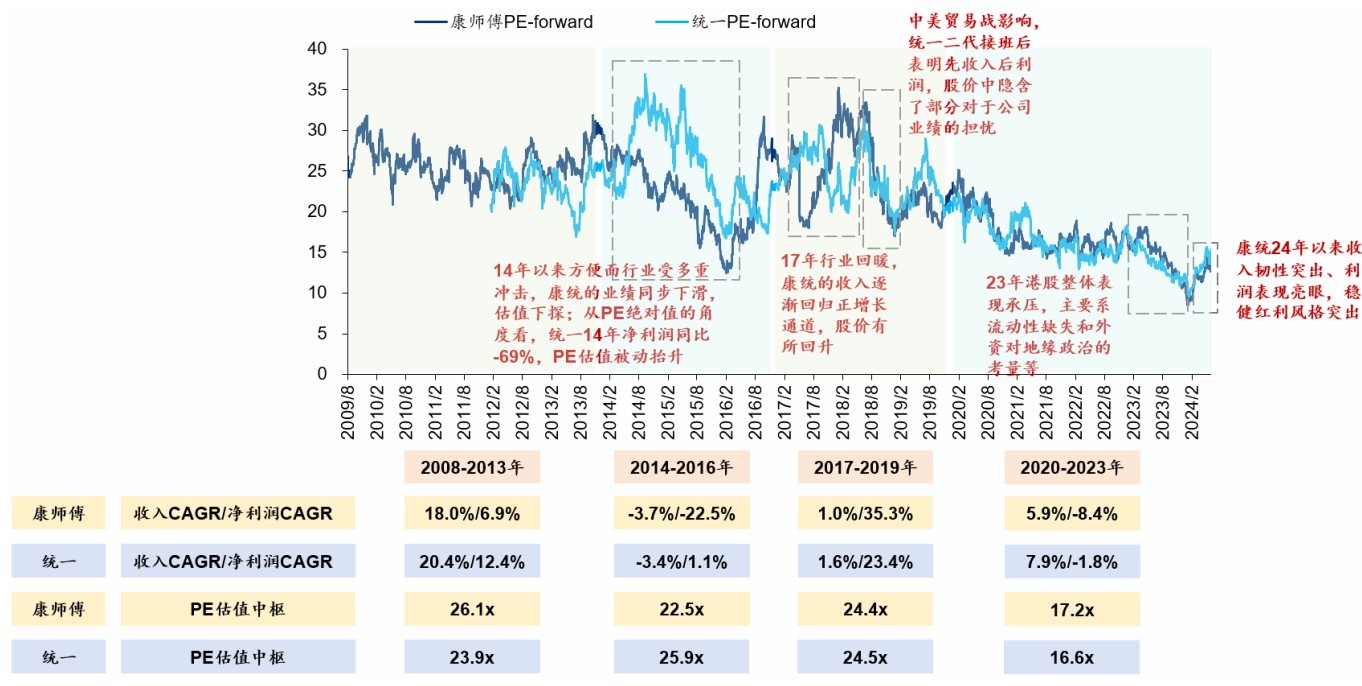
1) 08-13 年：收入和利润均实现稳步增长，估值表现较为稳定，康师傅/统一的估值中枢分别为 **26.1x/23.9x**。业绩角度看，08-13 年为方便面&软饮料行业的快速扩容阶段，康师傅和统一的收入及利润保持平稳较快发展，期间收入 CAGR 分别为 18%/20%，且市场信心充足。受益于此，康师傅和统一 08-13 年估值保持相对平稳，估值中枢分别为 26.1x/23.9x，此阶段股价主要由业绩驱动。

2) 14-16 年：行业下行期康师傅&统一之间竞争加剧，两强收入均呈现下滑、利润波动较大，带动估值不断震荡，16 年康师傅和统一的估值回落至底部的 **12.8x/17.0x**。14-16 年方便面行业受损严重，且康师傅&统一之间竞争激烈，康师傅/统一此阶段的收入 CAGR 分别为 -3.7%/-3.4%。伴随 10-14 年激进投产，14-16 年康师傅和统一的利润波动幅度均较大，康师傅的 PE-forward 随业绩下滑（自 14 年的高点 30.0x 下滑至 16 年底部的 12.8x），统一 PE-forward 在 16 年底也下滑至 17.0x 左右。

3) 17-19 年：17 年康师傅和统一的基本面止跌企稳、估值有所修复，18 年受中美贸易战等外部环境影响，康师傅&统一的估值下探，19 年呈现区间震荡。随着行业需求逐步复苏，康师傅和统一相继推出高端产品、实现产品升级，17 康师傅和统一的收入增速逐渐回归正增长通道，PE 估值亦随之修复，17 年康师傅和统一的估值中枢分别回升至 24.1x/26.3x，但 18 年以来受到中美贸易战影响，康师傅和统一的估值持续回落，18 年底分别回落至 17.2x/20.3x，19 年呈现震荡态势。

4) 20 年至今：疫后对需求造成一定扰动，估值波动性收敛，20-22 年 PE 估值基本保持平稳，23 年港股整体表现承压，康师傅&统一的 PE 估值不断下行，24 年以来，伴随收入韧性、利润弹性、市场风格转向稳健红利等实现回升。疫情期间的居家消费对方便面业务的需求有所提振、而软饮消费则受到不利影响，疫后康师傅和统一的整体经营保持稳健，虽然方便面产品的需求趋于平稳，但户外场景修复、居民出行需求旺盛带动软饮消费回暖。20 年至今康师傅和统一的股价走势较为一致，20-22 年两者的 PE 估值保持平稳、波动性较前期收敛，23 年港股整体表现承压，主要系流通性缺失和外资对地缘政治的考量等，康师傅和统一的 PE 估值由年初的 18.0x/18.4x 下行至年底的 11.7x/12.6x。24 年以来，市场风格转向稳健红利，康师傅与统一在消费弱复苏的大环境下收入韧性凸显，同时成本端改善/产品结构优化/产能利用率提升/提价或减促等共驱利润弹性释放，康师傅与统一的 PE 估值逐渐回到 15x 左右。

图表26：康师傅&统一估值复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

展望：短期看收入韧性，中长期看利润弹性

收入韧性：综合素质造就坚固壁垒，成熟龙头可持续性强

正如我们在第一章所述，在当下需求复苏节奏偏缓的大背景下，存量竞争中市场更看重综合能力（企业的产品力/渠道力/品牌力相辅相成、缺一不可），竞争格局逐步从“百花齐放”转向“强者恒强”、综合实力突出的龙头企业有望今后持续提升份额。因此，本节中我们主要从收入增长的角度对康师傅和统一进行产品力、渠道力和品牌力的分析，进而得出结论，我们认为康师傅和统一综合实力过硬，有望在当前β偏弱的大环境下保持收入韧性、彰显龙头优势，于稳固的基本盘之上创造新增量。

产品力：康师傅和统一发展数十年来在方便面&软饮料行业均有里程碑式的、帮助其塑造行业地位的核心大单品（如康师傅红烧牛肉面/冰红茶，统一老坛酸菜牛肉面/阿萨姆奶茶等），以过硬的产品力和群众基础帮助公司多年占据行业龙头地位，稳固的市场份额为公司的未来收入增长提供了基础保障。此外，两家在看到市场新趋势或新产品诞生时，推出卡位新赛道的战略产品（如无糖茶赛道中康师傅推出“茶的传人”，统一推出“春拂绿茶”）均有望能够依靠自身强大的渠道销售体系及优秀的品牌力形成背书，与小品牌相比更易录得起量发展。因此，在经典大单品维持收入基本盘+战略新品拓展增量的带动下，康师傅&统一有望延续稳健增长态势；其中饮料业务增势更足，23年康师傅/统一的饮料业务收入分别同比+5.4%/+8.4%，均高于行业同期增速的4%。据公司业绩说明会，24Q1统一整体营收增长低双位数，其中饮料业务增长中双位数，方便面业务增长低单位数，经营表现稳健。

图表27：康师傅&统一的产品矩阵中，经典大单品维持收入基本盘，拓展战略新品找寻增量



资料来源：公司公告，华泰研究

渠道力：康师傅渠道建设完备度高、统一渠道力日益精进。1) 终端网点数量看，截至23年底，康师傅/统一的渠道网点数量分别达500/300万家；据尼尔森统计，截至23年底，国内有效终端网点超600万家，康师傅在全国范围内的网点覆盖度较高，统一的网点覆盖度虽不及康师傅但仍处于行业领先水平（软饮龙头企业中，可口可乐和康师傅的网点数最多，可达~500万家，东鹏和统一超300万家，农夫山泉超200万家，元气森林超100万家，大量中小品牌网点数尚未突破10万家）。2) 经销商数量看，截至23年底，康师傅经销商数量达7.7万家、销售人员超1万人，规模化的业务团队能够支撑起星罗棋布的下沉网点，以保障终端走访/活动支持等辅助性工作的顺利开展；统一的经销商达到4000+人，亦处于行业领先水平（数量接近农夫山泉，高于香飘飘的1531人及东鹏的2981人），且单经销商贡献销售额超700万元，反映出公司对于经销商的筛选管理较为得当。饮料产品厂家-经销商-终端-消费者的销售链路需要各个环节的紧密配合，康师傅和统一经过多年磨练出的渠道管理功、与经销商的长期磨合建立起的信任和合作关系能够保障产品的顺利流通及销售，使旗下产品较中小品牌能够更快、更顺畅地抵达终端，并通过密集的网点提升曝光率，最终销售给消费者、完成“惊险的一跃”。

图表28：代表性软饮料企业渠道情况对比（截至23年底）

	康师傅	统一-企业中国	农夫山泉	东鹏饮料	香飘飘
渠道架构	通路精耕渠道模式 直营二阶改革	经销商+批发商 部分城市采用大包赚模式	一级经销模式 与少量乡镇次级经销商合作	经销商+邮差及批发商	传统省区代理模式 即饮新建团队运作
经销商	76,875个（饮料+面）	4000个+（饮料+面）	4454个（19年）	2,981个	1,531个
直营客户	217,087个（饮料+面）		247个直营客户（19年）		
覆盖终端	约500万个	约300万个	近300万	340万+	冲泡40万+，即饮30万+
员工数量	66,807人	33,539人	20,000人+	9,460人	3,930人
销售人员	超1万人		10,896人（19年）	6,110人	2,504人
覆盖深度	覆盖至乡镇市场 303个仓库、348个营业所	覆盖县级以上市场	覆盖至县级市场	地级城市覆盖率达100%	冲泡在下沉市场的覆盖率较高，即饮仍处建设初期
优势市场	偏下线市场	偏中上线、向下渗透中	偏上线城市	偏下线市场	偏下线市场
新兴渠道	成立电商/自动贩卖机事业部 深化与新零售合作	发展三大通路（家庭、礼盒、全国6.3万台自动贩卖机 餐饮渠道）	等芝麻店智能终端零售设备	淘宝天猫等传统电商 抖快等新兴电商	拓展学校/便利店等 增加冰柜/自贩机网点
信息化建设	与阿里合作，通过零售通实现 门店/供应链/营销等环节数字化	建设物流信息化管理平台	建设涵盖经销商及终端零售 门店管理的NCP系统	运用大数据/二维码技术 实现精细化管理和精准营销	营销数字化建设

注：农夫山泉覆盖终端数据截至20年5月；康师傅99年推行渠道精耕、19年直营二阶改革，渠道链路不断缩减，经销商/直营客户数量较多；

资料来源：公司公告，华泰研究

品牌力：消费者基础深厚、品牌知名度高，两强通过增设子品牌、创意营销等措施改进品牌老化问题，使得影响力持续深化。康师傅和统一作为老牌食品饮料龙头企业在内地市场深耕多年，已通过大单品的成功塑造以及持续的品牌建设占领了一定的消费者心智，具有较高的品牌知名度和消费力基础。旗下新品在推广时，由于消费者心中已有一定的品牌背书，因此对于产品品质的担忧较少；但从另外一个角度看，品牌形象的固化也容易在一定程度上限制产品的发展。近年来，两家企业开始着力改善品牌老化问题，如在推出新兴产品品类时多使用子品牌而非主品牌（如康师傅茶餐厅/茶的传人、统一开小灶/希蒂牛乳茶/春拂绿茶等），举办贴合年轻人喜好的创意营销活动以增强消费者沟通，品牌形象年轻化有望带动康师傅和统一的品牌价值进一步提升。

图表29：统一与KEEP联合举办“微笑骑行嘉年华”活动



资料来源：公司公告，华泰研究

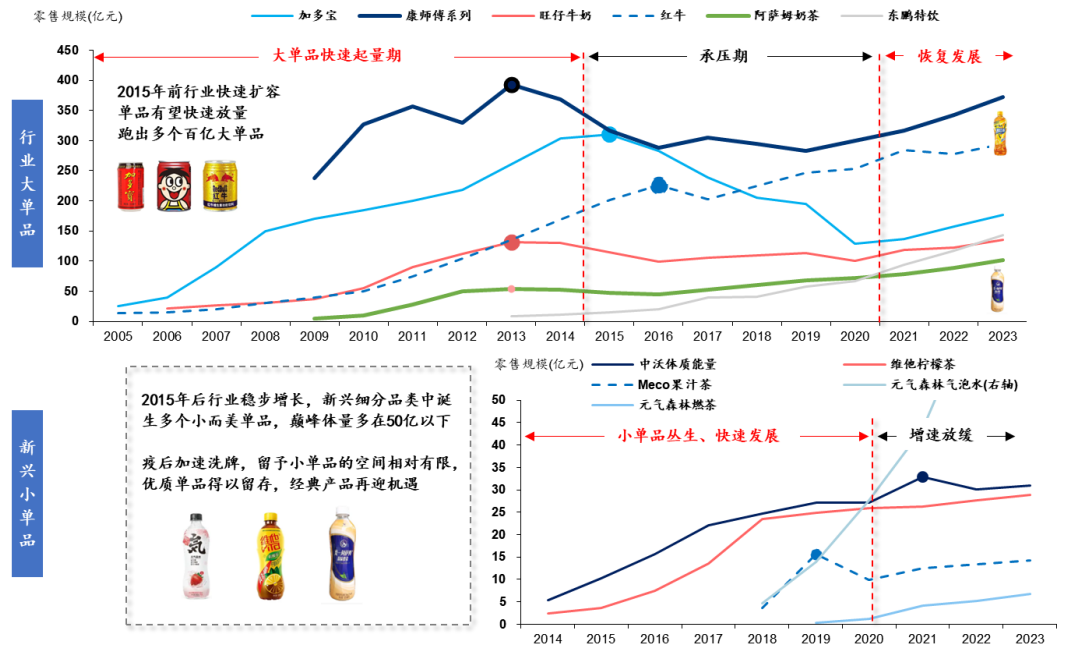
图表30：康师傅携手品牌代言人吴磊在多平台创造话题



资料来源：公司公告，华泰研究

“性价比”消费趋势下，已有相当消费者基础、品质与价格优势兼备的优质大单品优势更为突出，康师傅&统一等综合实力强劲的老牌企业有望乘势再迎发展机遇。在百舸争流的软饮行业中，“性价比”趋势可解读为：消费者更注重单位价格的产品品质，愿意为尝新支付的溢价降低；综合实力过硬的老牌大单品或有“翻红”机会，产品品质与性价比兼备的产品方能穿越周期。软饮百亿大单品多成长于行业快速扩容期（03-15年），随着16-20年行业增速放缓，部分传统大单品增长陷入瓶颈，而一众具备新概念、新元素、新品牌的“小单品”层出不穷；随着疫后大浪淘沙，过往为抢占热点诞生的新品牌抗风险能力不足、目前多有出清；消费者对产品“性价比”要求更高，更愿意接受口味好喝熟悉、食品安全有保障且价格更有优势的传统大单品。23年以来，康师傅冰红茶/统一阿萨姆奶茶/旺仔牛奶等传统大单品均录得良好增势，而新兴小单品增长却有所放缓。康师傅&统一的经典大单品多年保持3-4元/500mL的中低价位（行业主流价位在3-5元，近年新品多在5元/500mL及以上），口味已有相当的消费者基础且价格更具竞争力，23年康师傅&统一的饮料业务收入同比增速分别为5.4%/8.4%，均高于行业同期增速的4%。

图表31： 软饮行业过往经历了“大单品起量→小单品丛生→大单品恢复”发展轮动



利润弹性：成本回落/结构改善/格局优化/规模效应显现共促利润弹性释放

参照第二章对康师傅&统一利润率的复盘，我们观察到利润率的主要影响因素包括：

1) 原材料成本波动：以康师傅为例，我们对公司23年成本端进行拆解，原物料占比~70%，其中包装材料占比~20%、面粉占比~15%、棕榈油占比~15%、肉/菜等调味料占比~15%等；饮料业务的原物料主要包括包装材料（占比中双位数）、白砂糖（占比~15%）和PET（占比~20%）等。10-11年、21-22年成本端的压力对两家公司的利润率均形成较大的压力，后续随成本端压力缓解及提价减促的逐步传导利润率才有所回升。

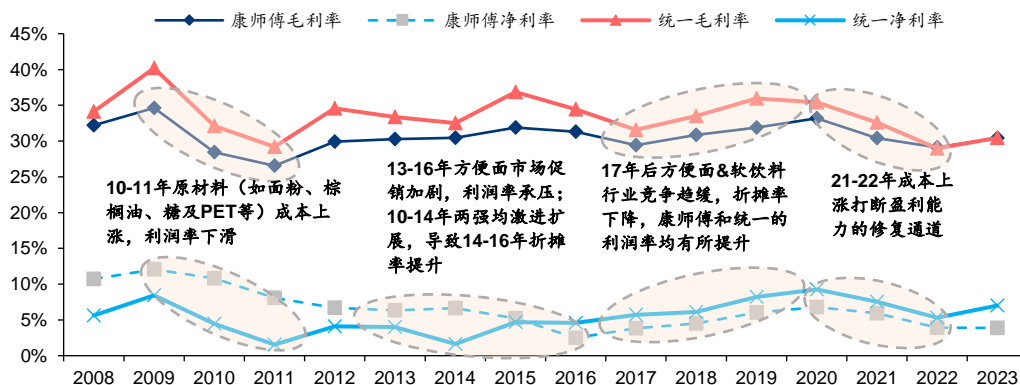
2) 市场竞争环境：13-16年康师傅与统一在方便面业务的竞争较为激烈，康师傅的净利率由13年的6.3%逐年下滑至16年的2.5%，统一13-14年方便面业务呈现亏损状态。17年后，伴随方便面行业需求回暖、市场竞争趋于理性，康师傅与统一通过推出高端产品进行差异化竞争，利润率得以逐步回升。

3) 产品结构：我们对康师傅的饮料业务进行量价拆分，可以发现17-23年量/价的平均同比增速为5.4%/1.4%，18年起康师傅尝试对1元水进行直接提价，但终端提价最终未获成功，损失较多的市场份额，此后公司采取推出更高端新品的方式提升产品结构（如20年推出的喝开水定价2元/18年推出的涵养泉定价3元），20年开始，康师傅继续推进高端化，但三年疫情延后其高端化进度。17年后方便面行业竞争趋缓，统一转而发力高端产品，通过汤达人等更高品质的产品带动行业主流价位带向上提升，据公司23年业绩说明会，18-23年统一5元以上产品营收占比从25%提升至44%-45%。

4) 折旧摊销率：10-14年康师傅与统一激进投产，使得14-16年折旧摊销与收入比率迅速攀升，14-16年康师傅的折旧摊销率由4.5%逐年提升至6.8%（其中饮料/方便面的折旧摊销率由5.9%/2.5%迅速提升至9.0%/3.5%）；14-16年统一的折旧摊销率由6.0%逐年提升至6.3%（其中饮料业务的折旧摊销率由7.2%提升至8.0%，方便面业务的折旧摊销率维持在3.7%的高位，较13年的3.0%明显上升）。后续随着规模效应逐步发挥，两家企业前期为生产建设投入的大额固定成本得以逐步摊销。17年后，统一饮料业务的折旧摊销率逐年降低、带动EBIT利润率持续提升，而方便面业务的折旧摊销率虽较高点有所回落、但仍维持高位（16-23年折旧摊销率均值为3.1%），当前统一方便面业务的盈利能力仍然较低。

综上，我们认为，两家企业对于成本端的上涨难以达成快速有力的控制，但部分大宗商品成本端仍有一定的回落空间，此外公司可以通过优化锁价机制与供应链管理、提价或减促等措施进行部分对冲；此外，康师傅&统一未来利润率的提升路径主要依赖于产品结构升级/市场竞争缓和下的价盘提升、产能利用率提升及折旧摊销率的下行。

图表32：康师傅&统一毛利率/净利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

进一步，我们对于方便面业务和饮料业务的盈利能力具体拆解，23年康师傅方便面业务的净利率明显高于统一，统一饮料业务的净利率明显高于康师傅，我们将详细分析背后的原因，将两家企业互相对照，并追溯康师傅&统一各业务条线净利率的历史高点，试图说明康师傅&统一各业务条线的利润弹性如何实现。

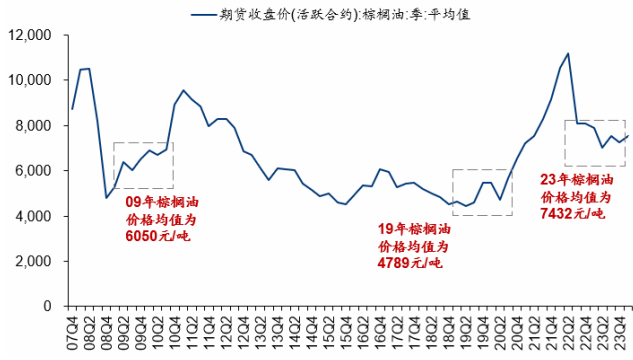
【方便面业务】

纵向追溯来看，我们将康师傅&统一目前的方便面业务盈利能力与自己的历史高点进行对比：

1) 康师傅方便面业务的净利率高点为09年的13.7% (vs 23年净利率8.8%)，彼时方便面业务的毛利率为31.5% (高于23年4.5pct)、折旧摊销率为2.1% (低于23年0.9pct)、SG&A%为17.7% (低于23年0.5pct)。成本端，09年棕榈油价格均值为6050元/吨、低于23年棕榈油价格均值7432元/吨，按照棕榈油在成本中占比~15%来简单测算，棕榈油价格差异对毛利率的影响大致为2.0pct；另外我们判断其余2.5pct的毛利率差异或主要由产能利用率差异导致。除成本端的影响以外，我们认为公司未来毛利率的提升路径主要依赖产品结构提升 (产品持续向高端化发展)、产能利用率提升、提价或减促等手段，叠加销售人员人效提升/费用投放更加精准带动SG&A%平稳下行，资产活化等或将带动折旧摊销率下行并维持低位，我们预计康师傅方便面业务中期维度看盈利能力仍有提升空间。

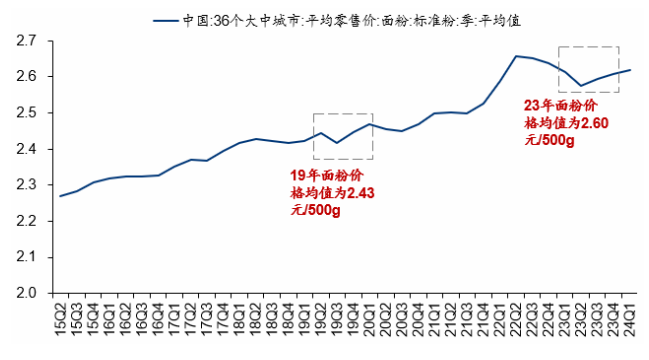
2) 统一方便面业务的净利率高点为19年的5.8% (vs 23年净利率0.8%)，彼时方便面业务的毛利率为32.0% (高于23年7.0pct)、折旧摊销率为3.2% (高于23年0.2pct)、SG&A%为26.2% (高于23年2.0pct)。由此可见，统一方便面业务当前的盈利能力与自身历史高点的差异主要系毛利率的差异导致。影响毛利率的主要因素包括成本、产品结构及产能利用率，18-23年公司5元以上产品占比不断提升，故产品结构对毛利率的影响是正向的；20-21年主要原物料棕榈油价格同比+24%/+50%，棕榈油成本上行对毛利率形成较大压力，20-21年统一方便面业务毛利率同比-0.8/-5.9pct，23年成本压力有所缓解，但由于工地场景需求受损较重，公司方便面业务收入同比-10.6%，使得产能利用率同比下行，因而23年公司方便面业务的毛利率提振有所削弱 (同比提升幅度仅2.0pct)。除成本端的影响以外，我们认为未来统一方便面业务的毛利率提升路径主要依赖产能利用率提升、产品结构提升 (具体体现为5元以上产品占比仍有提升空间)、提价或减促等手段。费用端看，折旧摊销率亦有望下行。综上，我们认为统一方便面业务中期维度看盈利能力存在提升空间。

图表33: 棕榈油价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表34: 面粉价格 (元/500g)



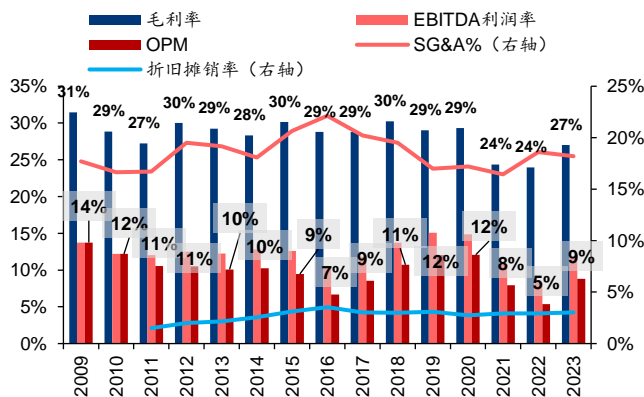
资料来源: Wind, 华泰研究

横向对比来看, 当前统一方便面业务的盈利能力与康师傅仍有差距, 23年康师傅/统一方便面业务的毛利率分别为 27.0%/25.5%, 净利率分别为 8.8%/0.8% (统一部分工厂仍为亏损状态)。具体拆解来看, 统一方便面业务的净利率低于康师傅 8.0pct, 主要系毛利率低于康师傅 2.0pct 而 SG&A% 高于康师傅 6.0pct。

1) 毛利率的差异主要系两家企业的产能利用率、规模效应导致的采购议价权以及提价策略存在差异。康师傅方便面业务的产能利用率更高, 以及康师傅&统一收入规模差异影响下(23年康师傅/统一方便面业务的收入规模分别为 287/98 亿), 康师傅采购议价权更高。而在提价&减促的选择上, 康师傅通常选择以提价应对成本压力 (24.7.1 日对收入占比约六成的经典系列产品提高出厂价, 提价幅度为个位数)、毛利率整体表现更平稳; 统一则以减促跟随为主、因而毛利率的波动性更大。

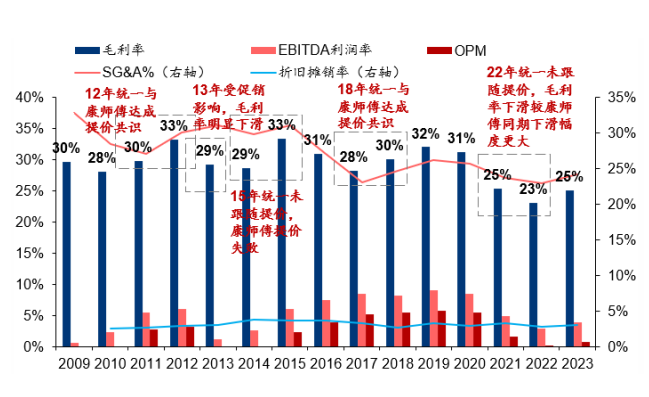
2) SG&A% 的差异主要系竞争差距下、两家企业的费用投放节奏、渠道策略及经营效率存在差异。横向对比来看, 康师傅的费用投放相对更加稳定, 主要是和提价节奏相匹配, 17年和 22 年两轮提价的过程中, 费用投放跟随、呈现阶段性上行; 而统一的费用率一直要高于康师傅, 主要是两家公司的竞争差距下, 一方面统一对于品牌投入的费用更多 (汤达人等子品牌一直在投入), 另一方面是统一给渠道的利润高于康师傅。从经营效率的角度来看, 23 年统一人均创收仅 29 万元 (员工超 3 万人)、低于康师傅的 43 万元 (员工近 7 万人), 统一的员工数量仅为康师傅的 1/2、人均创收仅为康师傅的 3/4 左右。我们认为, 一是因为康师傅的渠道管理模式较为成熟, 多年改革磨砺下已建立起对于业务团队更完善细致的考核标准、分工细则等, 激励效果或更为充分; 二是因为康师傅所处的渠道&品牌建设红利期更加成熟, 所需的人工运维相对较少, 自然增长的起点更高。

图表35: 康师傅方便面业务盈利构成



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表36: 统一方便面业务盈利构成



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表37：康师傅&统一方便面业务盈利构成对比

方便面	康师傅（23年）	统一（23年）	差异
收入体量（亿元）	287	98	189
毛利率	27.0%（同比+3.0pct）	25.5%（同比+1.5pct）	-2pct
SG&A%	18.2%	24.2%	+6pct
人均创收（万元）	43	29	14
人均服务网点数量（个）	75	89	-15
人均冰柜数量（个）	12	12	0
EBITDA利润率	11.8%	3.8%	-8pct
折旧摊销率	3.0%	3.0%	持平
资本开支/收入	~5%	~3%	
净利润率	8.8%	0.8%	-8pct

资料来源：公司公告，华泰研究

综上，我们预计康师傅&统一方便面业务的利润弹性有望持续释放。1) 产品结构优化：产品结构优化有望拉动公司毛利率及净利率进一步提升，据统一业绩说明会，24Q1 公司 5 元以上产品收入占比同比+0.5pct，贡献毛利率提升幅度~1pct，未来 5 元以上产品收入占比仍有提升空间。2) 产能利用率提升：目前统一方便面业务的产能利用率仅 50%+，未来随收入规模扩大有望持续提升。3) 竞争格局改善：市场集中度仍有提升空间，两强或通过提价/减促等手段拉动整体价盘。4) 折旧摊销率下行：康师傅/统一 23 年方便面业务的折摊率分别为 3.0%/3.0%，参考 10 年以来康师傅的折摊率为 1.5%-3.0%，统一为 2.5%-3.5%，整体波动较小，未来或有小幅下降空间。5) 经营效率提升：当前统一的 SG&A%与康师傅存在一定差距，后续在经营管理提效（提高数字化管理水平）、费效比提升（费用投放更加精准）、渠道销售体系优化（优化人员考核标准）等带动下人效有望进一步提升。

【饮料业务】

纵向追溯来看，我们将统一&康师傅目前的软饮料盈利能力与自己的历史高点进行对比：

1) 统一软饮料业务的净利率高点为 20 年的 14.4%（vs 23 年净利率 10.9%），彼时软饮料业务的毛利率为 39.7%（高于 23 年 5.6pct），折旧摊销率为 6.8%（高于 23 年 2.6pct），SG&A%为 18.5%（低于 23 年 0.6pct）。具体拆分各因素看，23 年统一饮料业务的折旧摊销率已明显低于 20 年，但其 20 年后毛利率下行主要系主要原物料 PET、白砂糖的价格上行（21/22 年 PET 价格同比+25.3%/+19.5%，白砂糖价格同比+0.1%/+3.2%），且统一对于产品提价较为谨慎、对于成本上涨的对冲程度相对有限。

综合考虑减促&产品结构提升&成本变动进行中期维度的毛利率弹性测算：1) 从成本结构来看，23 年统一的软饮料业务中 PET/白砂糖占比约为 20%/15%；据 Wind，23 年白砂糖均价为 6834 元/吨（高于 20 年 31%），PET 均价为 7121 元/吨（高于 20 年 24%），对应 23 年综合成本高于 20 年 8.4%。24 年 1-5 月主要原材料 PET/白砂糖等价格较 23 年均价下滑 0.8%/3.9%，全年看公司成本端压力较小，但与 20 年的采购均价相比仍有一定差距（24 年 1-5 月的 PET 采购价格高于 20 年 30%、白糖价格高于 20 年 19%）。2) 预计统一依靠减少促销&产品结构改善（公司持续推出定价及毛利率更高的新品拉升产品结构）、价盘有望拉升。我们中性假设中期维度公司饮料业务的综合成本较 23 年下滑 2%，实际出厂价较 23 年提升 5%，则对应毛利率可以较 23 年 34.1%的水平提升 4.4pct 至 38.5%。综合来看，我们判断公司中期毛利率仍有提升空间，折摊率较高点已有所回落，叠加产能利用率提升的贡献下，公司利润率有望提升。

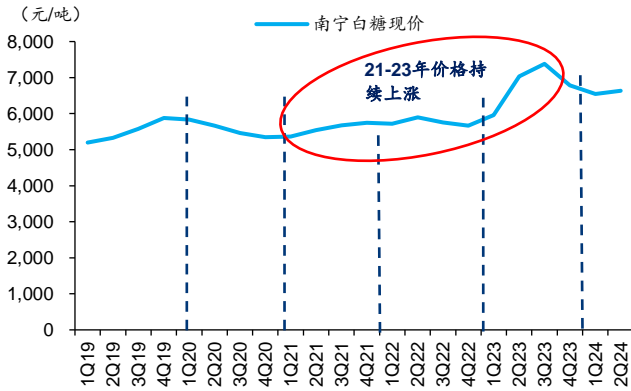
图表38：统一饮料业务成本变动&实际提价幅度的敏感性测算

中期维度毛利率弹性测算	相较于23年综合成本的下滑幅度				
	-6%	-4%	-2%	0%	2%
相较于23年实际出厂价提升幅度	3%	4%	5%	6%	7%
	5.8pct	6.3pct	6.9pct	7.5pct	8pct
	4.5pct	5.1pct	5.6pct	6.2pct	6.8pct
	3.2pct	3.8pct	4.4pct	5pct	5.5pct
	1.9pct	2.5pct	3.1pct	3.7pct	4.3pct
	0.6pct	1.3pct	1.9pct	2.5pct	3.1pct

注：表格中所得数据为在相应假设条件下所得的毛利率较 23 年毛利率的提升幅度；

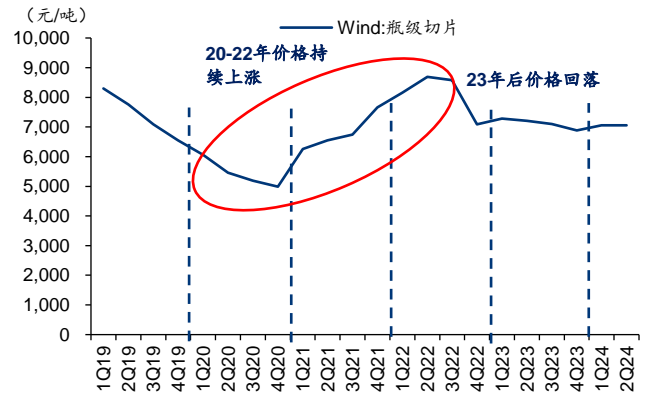
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究估算

图表39：饮料主要原物料白砂糖价格变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：饮料主要原物料PET价格变化



资料来源：Wind，华泰研究

2) 康师傅软饮料业务的净利率高点为 05 年的 6.7% (vs 23 年净利率 2.5%)，彼时软饮料业务的毛利率为 40.1% (高于 23 年 8.0pct)，折旧摊销率为 5.2% (高于 23 年 0.2pct)，SG&A%为 20.2% (低于 23 年 2.9pct)，剩下的差异由利息费用&税率差异导致。我们认为，康师傅 05 年后净利率的波动下行主要源自毛利率下降，及 11 年后扩产导致的产能利用率压制及折旧摊销率扰动，此外公司的饮料业务存在少数股东分利 (顶新、百事等少数股东占公司饮料业务~30%的利润)，23 年还原少数股东权益后净利率~4% (低于 05 年 2-3pct)。毛利率的主要影响因素包括原材料成本波动、业务结构变化 (12 年后公司新增承接部分百事可乐的罐装业务)、提价&促销情况、产品结构及产能利用率变化等。康师傅主要通过提价应对成本上涨压力，11/18 年饮料业务的主要原物料 PET 价格分别上涨 20.6%/21.1%，11-12 年/18-19 年康师傅对旗下饮料产品进行提价，使得 12/19 年康师傅饮料业务毛利率同比+4.0/+2.4pct。此外，市场竞争环境也会影响康师傅的促销政策，如 10 年康师傅&统一竞争加剧、康师傅以“再来一瓶”活动抢占市场，叠加成本上涨压力，10/11 年康师傅饮料业务毛利率同比-8.4/-2.8pct。

综合考虑减促&产品结构提升&成本变动进行中期维度的毛利率弹性测算：1) 24 年以来，PET、白砂糖等原材料价格保持相对平稳，但仍有一定的下降空间；2) 价格锚定者可口可乐率先提价，带动软饮行业内相继开启提价潮，康师傅自从 23 年底以来连续对主要产品进行提价，同时通过定价与毛利率更高的新品拉升产品结构，我们预计中期维度康师傅实际出厂价提升幅度在 6%-10%左右。我们中性假设中期维度公司饮料业务的综合成本较 23 年下滑 2%，实际出厂价较 23 年提升 8%，则对应毛利率可以较 23 年 32.1%的水平提升 6.3pct 至 38.4%。综合来看，我们判断公司中期毛利率仍有提升空间，折摊率有望维持在较低水平，叠加产能利用率提升、SG&A%下行的贡献下，公司利润弹性有望进一步释放。

图表41：康师傅饮料业务成本变动&实际提价幅度的敏感性测算

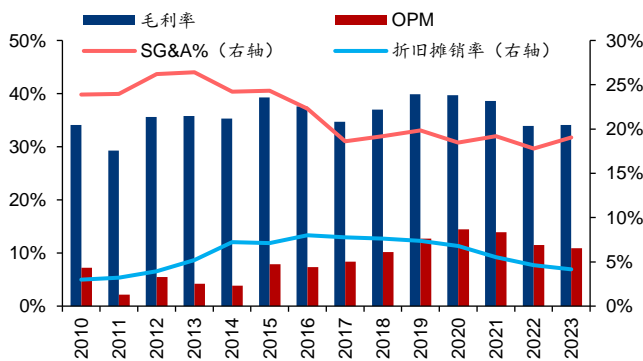
中期维度毛利率弹性测算		相较23年综合成本的下滑幅度				
		-6%	-4%	-2%	0%	2%
相较23年实际出厂价提升幅度	6%	7.7pct	6.4pct	5.1pct	3.8pct	2.6pct
	7%	8.2pct	7pct	5.7pct	4.4pct	3.2pct
	8%	8.8pct	7.5pct	6.3pct	5pct	3.8pct
	9%	9.3pct	8.1pct	6.9pct	5.6pct	4.4pct
	10%	9.9pct	8.6pct	7.4pct	6.2pct	4.9pct

注：表格中所得数据为在相应假设条件下所得的毛利率较 23 年毛利率的提升幅度；

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究估算

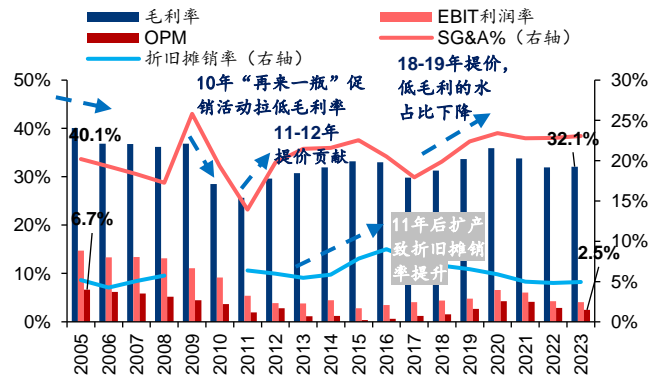
横向对比看,23年康师傅/统一饮料业务毛利率分别为32.1%/34.1%,毛利率水平较为接近;康师傅/统一净利率分别为2.5%(还原少数股东权益后~4%)/10.9%,我们判断差异主要系康师傅期间费用率较高(渠道精耕模式下运维成本较高)、折摊率略高于统一等。进一步对比其他软饮龙头公司看,农夫/东鹏23年毛利率为59.6%/43.1%,净利率为28.1%/18.1%。我们判断主要系:1)康师傅&统一产品价盘整体偏低,康师傅推新能力不及统一,致毛利率较低。康师傅&统一的老品多年停留在3-4元价格带,与东鹏特饮&农夫的饮料5元及以上/瓶的定价存在差距;且康师傅在产品推新升级上有所欠缺,依托高毛利/高价值新品带动产品结构升级的动力不足。2)此前两家公司激进扩产导致产能利用率偏低,对制造费用(成本端)&折摊率(费用端)有所压制。如康师傅11年后生产线和生产基地数量均大幅增加,但后续收入增速未能完全消化所投入的产能。23年康师傅/统一饮料业务的折摊率为5.0%/4.1%,较16年高点(9.0%/8.0%)已有一定幅度的下降,但对比同期东鹏折摊率2.2%、仍有小幅下降空间。3)康师傅&统一的人效明显低于农夫及东鹏。康师傅23年人均创收121万元,与收入规模相当的农夫(23年饮料业务收入均在400亿+)人均创收213万元相比、仍有差距,但康师傅人均薪酬12万元,明显低于农夫25万元,因此从单位薪酬创收比率看处于相近水平。此外,相比农夫、康师傅单位薪酬产生的网点服务数量明显较低,也能反映出康师傅低薪酬水平下的能动性较弱,或更多依靠基础性的自然增长。统一23年人均创收86万元,明显低于收入规模相当的东鹏人均创收119万元,统一与东鹏单位薪酬创收比率相近、亦是主要依靠低薪酬水平,且单位薪酬产生的网点服务数量明显低于东鹏。

图表42: 统一饮料业务盈利构成



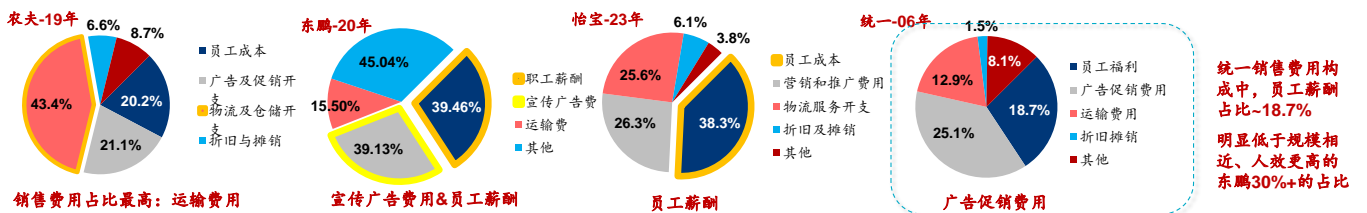
资料来源:公司公告,华泰研究

图表43: 康师傅饮料业务盈利构成



注:06年低毛利率的瓶装水业务放量稀释毛利率;资料来源:公司公告,华泰研究

图表44: 农夫/东鹏/怡宝/统一销售费用拆分对比



资料来源:公司公告,华泰研究

图表45: 康师傅&统一及主要饮料龙头企业的业务盈利构成对比

饮料	康师傅(23年)	统一(23年)	差额	农夫山泉(23年)	差额	东鹏饮料(23年)	差额
收入体量	509	178		427		113	
毛利率	32.1% (同比+0.1pct)	34.1% (同比+0.2pct)	-2.0pct	59.5%	-27pct	43.1%	-11pct
折旧摊销率	5.0%	4.1%	0.9pct	6.2%	-1pct	2.2%	3pct
SG&A%	23.1%	19.1%	4.0pct	27.0%	-4pct	19.5%	4pct
人均创收/万元	76	53	23	213	-137	119	-43
人均服务网点数量/个	75	89	-15	250	-175	317	-242
人均冰柜数量/个	12	12	0	33	-21	21	-9
EBITDA利润率	9.1%	15.0%	-5.9pct			23.6%	-14pct
EBIT利润率	4.1%	-	-	35.8%	-32pct	21.4%	-17pct
净利润率	2.5%	10.9%	-8.4pct	28.3%	-26pct	18.1%	-16pct

资料来源:Wind,公司公告,华泰研究

当前的“性价比”趋势下，两家公司的饮料业务有望保持收入韧性、产能利用率有望提升，收入规模扩张亦有望带动折摊率降低，同时原材料价格仍处下降通道、公司产品结构存在向上提升的空间，利润弹性有望进一步释放。具体拆分各影响因素看：**1) 原材料价格仍处下降通道，24年成本端或存在小幅利好：**PET、白砂糖为软饮料的主要原物料，23年PET价格同比下降明显，白砂糖价格则有所上行；24年以来PET仍处下降通道，白砂糖价格已经逐步企稳，24年全年成本有望小幅下滑。**2) 产品推新&提价减促，带动ASP上行：**目前软饮料行业主流价位带处于3-5元；23年底开始，康师傅对多款饮料产品进行提价，且新品主要集中在更高价位带（4-6元/500mL），有望拉动产品价盘与毛利率同步提升，进一步向农夫&东鹏等高毛利的软饮龙头公司靠拢。**3) 产能利用率提升：**当前的“性价比”趋势下，康师傅&统一的饮料业务有望保持收入韧性，康师傅仍有资产活化的规划，有望带来产能利用率回升及公司经营管理效率的不断提高，净利率有望持续提升。

股息率：现金流稳健，分红率有望保持在较高水平

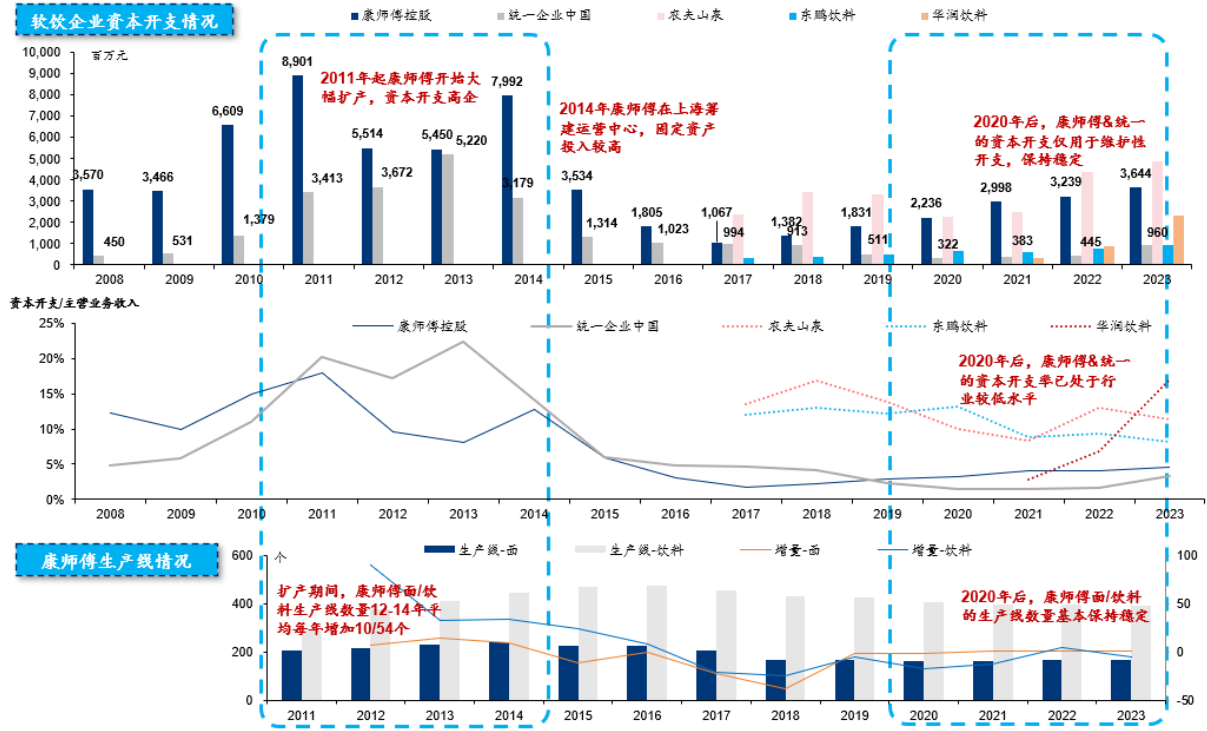
复盘过往康师傅&统一的资本开支，我们发现，大致可以划分为三个阶段：

1) 扩产高峰期（11-14年）：在行业快速扩容的背景下，康师傅&统一加强对于方便面、饮料生产基地及产能的建设，且康师傅2011年起着手整合百事、增设碳酸业务工厂及生产线。此阶段康师傅&统一的资本开支分别在11/13年达到峰值89/52亿元，在主营业务收入中的峰值占比分别为18.0%/22.4%。

2) 调整下降期（15-20年）：14-16年伴随市场竞争加剧、康师傅&统一收入承压，难以消化前期投入的大量产能，康师傅方便面/饮料业务的产能利用率从13年的~60%/~40%下滑至16年的~40%/~30%。17-20年虽依靠高端方便面发展、扭转收入下滑的局面，但量增仍难以与13年前的情况相比。**综合影响下**，15-20年康师傅&统一对资本开支的态度均变得更为谨慎，康师傅方便面/饮料的生产线从15年的227/468条减少至19年的165/425条（分别减少62/43条）；19年康师傅/统一的资本开支分别降至18/5亿元，在主营业务收入中的占比分别为3.0%/2.3%。

3) 稳定投入期（20年至今）：20年后，方便面&饮料行业逐渐成熟，虽然随疫情影响、需求有所波动，但整体保持平稳（20-23年方便面/饮料行业规模CAGR分别为5.4%/5.8%），康师傅&统一对于未来产销量的预期更为理性客观，据公司业绩说明会，当前的资本开支主要用于维护性建设及饮料业务中的冰冻化建设投入（21年康师傅冰柜约70万台，统一冰柜约40万台）。20-23年康师傅&统一的资本开支分别从22亿增至36亿、从3亿增至10亿，资本开支的增幅与收入增幅基本一致，23年康师傅/统一资本开支占主营业务收入的比率为~4.5%/~3.4%，明显低于农夫/东鹏/华润饮料的11.4%/8.2%/17.1%。**伴随康师傅&统一自身业务发展进入成熟阶段，对于业务操盘成熟度较高，且当前的产能利用率仍有提升空间，我们预计未来两家企业的资本开支有望保持相对稳定。**

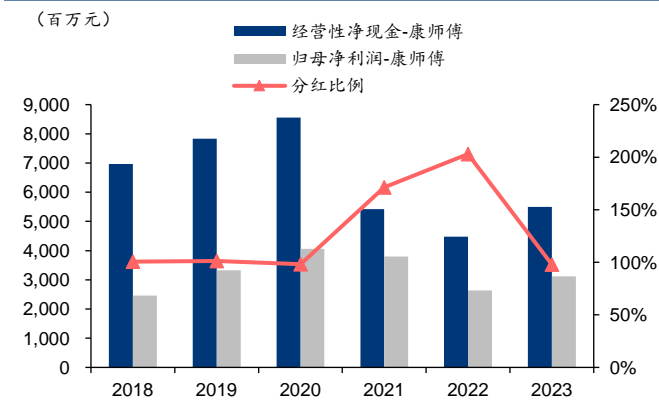
图表46：康师傅&统一资本开支



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

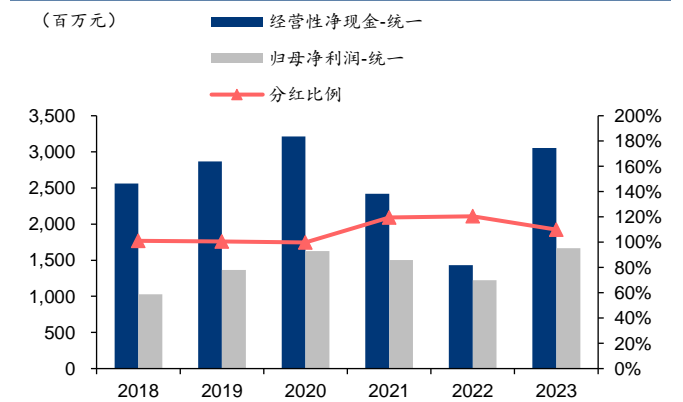
经营性净现金流创造能力较强、对分红能力提供保障，康师傅&统一的分红比例有望保持较高水平。康师傅&统一的经营性净现金流创造能力较强，康师傅 21-23 年经营性净现金流为 54/45/55 亿，与归母净利润的比例为 143%/170%/177%；统一 21-23 年经营性净现金流为 23/13/31 亿，与归母净利润的比例为 161%/117%/183%，能够支持两家企业的资本开支、并保障分红比例维持在较高水平。横向对比来看，康师傅 21-23 年的分红比例分别为 171%/203%/98%，统一 21-23 年的分红比例分别为 120%/120%/110%，明显高于其他软饮龙头企业（农夫 70%-90%，东鹏~50%，香飘飘 30%-50%），且在食品饮料行业中处于较高水平。展望未来，公司在现金流充足、资本开支稳定的支撑下，分红比例有望保持 100% 及以上的水平（公司业绩说明会指引），我们预计康师傅/统一的股息率分别为 7.0%/6.5%（以 24 年 PE 估值为参考），高股息价值凸显。

图表47：康师傅净现金/归母净利润/分红率水平



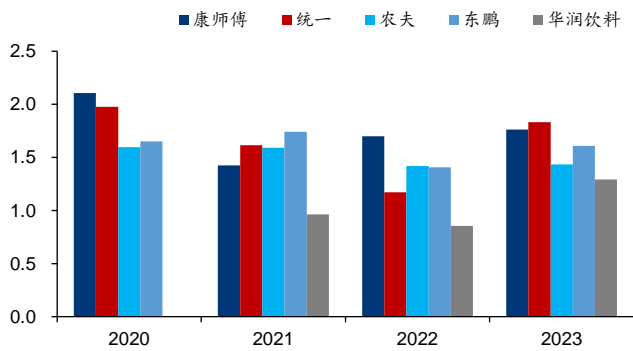
资料来源：公司公告，华泰研究

图表48：统一净现金/归母净利润/分红率水平



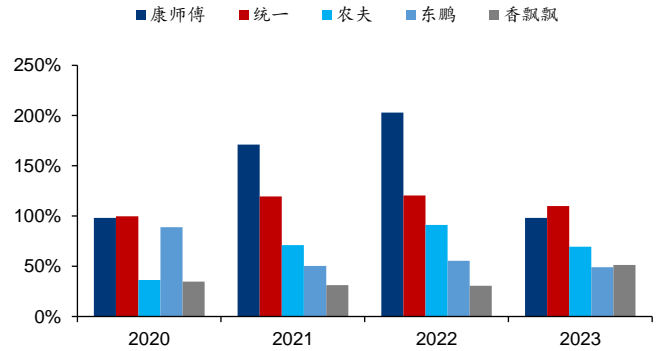
资料来源：公司公告，华泰研究

图表49：主要软饮公司经营性净现金/归母净利润对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表50：主要软饮公司分红比例对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表51：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
统一企业中国	220 HK	买入	7.00	7.98	30,235	0.39	0.41	0.45	0.48	16.39	15.59	14.21	13.32
康师傅控股	322 HK	买入	9.71	11.82	54,710	0.55	0.61	0.65	0.69	16.12	14.54	13.64	12.85

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表52：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
统一企业中国 (220 HK)	<p>1Q24 公司核心净利润同比+104%至 4.57 亿，盈利表现亮眼</p> <p>统一中国发布一季度经营情况，1Q24 净利润同比-6.3%至 4.57 亿；剔除 1Q23 一次性土地收益（合肥工厂土地出售收益）2.56 亿后，公司 1Q24 核心净利润同比+104%，盈利表现亮眼。收入端，公司 1Q24 整体收入实现低双位数增长，其中饮料业务实现双位数增长、延续增长势头，食品业务实现低个位数增长，全年有望在新品推出及老品升级带动下实现稳健增长。展望未来，管理层对公司经营发展信心充足，利润率亦有望随规模效应显现、经营管理收效录得稳步提升。我们预计 24-26 年 EPS 0.41/0.45/0.48 元，参考可比公司 24 年平均 18x PE (Wind 一致预期)，给予公司 24 年 18x PE，目标价 7.98 港币（前值 6.68 港币），维持“买入”。</p> <p>风险提示：原材料价格波动，市场竞争加剧，高端业务销售增长疲软。</p> <p>报告发布日期：2024 年 05 月 10 日</p> <p>点击下载全文：统一企业中国(220 HK,买入)：1Q24 核心利润亮眼，饮料业务增势延续</p>
康师傅控股 (322 HK)	<p>经营维持稳健，高股息价值凸显</p> <p>23 年公司营收 804.2 亿元，同比+2.2%；归母净利润 31.2 亿元，同比+18.4%；对应 23H2 营收 395.1 亿元，同比-2.4%；归母净利润 14.8 亿元，同比+7.3%。23 年公司经营维持稳健，干脆面受益于性价比消费表现更优，茶和水业务于健康化趋势下实现稳健增长，展望未来，公司于稳定的基本盘上积极拓展多品类、多场景，有望持续夯实市场份额；随着成本压力缓解、费用率有望保持稳定，公司利润端亦有望进一步释放弹性。近年来公司分红比例均≥100%，高股息价值凸显。我们预计 24-26 年 EPS 0.61/0.65/0.69 元，参考可比公司 24 年 PE 均值 18x (Wind 一致预期)，给予公司 24 年 18x PE，目标市值 614 亿人民币（666 亿港元），目标价 11.82 港币，“买入”。</p> <p>风险提示：1) 市场竞争加剧；2) 食品安全问题；3) 成本缓解较慢；4) 天气不利因素。</p> <p>报告发布日期：2024 年 03 月 27 日</p> <p>点击下载全文：康师傅控股(322 HK,买入)：经营维持稳健，高股息价值凸显</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

食品安全问题。若出现食品安全问题，会对品牌声誉造成重大影响。

行业竞争加剧。若行业竞争急速加剧，公司产品销售或将受到抑制，进而影响公司业绩。

原料成本波动。若企业无法获得供应稳定、价格可控的原材料，使得原材料价格剧烈波动，公司毛利率或将受到一定的负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司