

港股公司 | 公司深度 | 康师傅控股 (00322)

# 方便面与饮料双龙头，业绩稳健且高分红



## | 报告要点

康师傅是中国方便面和饮料双行业龙头企业，2021 年康师傅在方便面和饮料行业销量市占率分别为 45.7% 和 43.4%，高达近半水平。公司历久弥新，作为龙头具备丰富有力的产品矩阵、深入扎实的渠道网络，同时在研发创新、价格策略、营销、成本控制等方面突出，业绩表现稳健。在此基础上，2018-2023 近六年分红比例均不低于 98%，长期高分红，稳定且积极地回报投资者。短期来看，公司对方便面和饮料产品均进行了提价，且原材料价格稳定处在相对低位，业绩表现值得期待。

## | 分析师及联系人



刘景瑜

SAC: S0590524030005



陆翼为

## 康师傅控股 (00322)

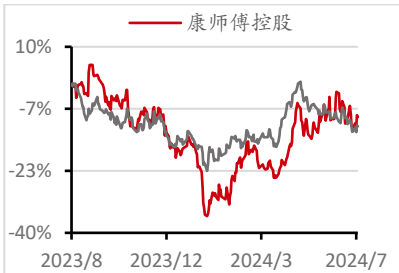
# 方便面与饮料双龙头，业绩稳健且高分红

行业：食品饮料/饮料乳品  
 投资评级：买入（首次）  
 当前价格：9.48 港元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 5,634.36/5,634.36  
 流通市值(百万港元) 53,413.70  
 每股净资产(元) 2.38  
 资产负债率(%) 73.61  
 一年内最高/最低(港元) 11.94/7.07

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

#### ➤ 公司概况：方便面和饮料行业引领者

公司主要从事方便面和饮品的生产与销售，为双赛道龙头；同时也是百事非酒精饮料和星巴克即饮咖啡等品牌在华独家制造和分销商。公司90年代创业，在消费者心中塑造坚固的品牌力；产品矩阵有力，主要有容器面、袋装面、即饮茶、碳酸饮料等，其中红烧牛肉面、冰红茶最具代表性。拥有广泛且控制力强的销售渠道，深入覆盖到低线乡镇市场。此外，公司是中外合资公司，家族控股和职业经理人管理相结合，公司治理现代化且高效。

#### ➤ 行业情况：高端化和无糖化趋势持续

国内1970年生产出第一袋方便面，随着城市化、外资入局，产销快速增长；健康意识和外卖等因素对其造成打压，相反，疫情则正向刺激销量；目前方便面行业处于量减价增的升级中。国内饮茶习惯自古沿袭，上世纪90年代开启茶饮料工业化，规模持续高增，总体看含糖茶比重大，但消费者健康追求愈热，2018年无糖茶新品迭出，2019年后以东方树叶为首的无糖茶步入快车道。对标日本，国内方便面高端化和茶饮料无糖化空间大，趋势持续。

#### ➤ 核心价值：业绩稳健继而持续高分红

康师傅在品牌、产品、渠道、营销等多维度展现较高的综合经营管理水平，在方便面和饮品市场中维持较稳定的高市占率，并且营收连续7年保持正增长。同时，灵活采取提价策略，采购方案科学，且费用收放控制得当，努力保持其利润水平和整体业绩稳健。在此基础上，公司净利润和经营净现金流相对稳定，资本开支不大，现金储备充足，从而支持持续高分红回馈股东，2018-2023连续六年分红比例均不低于98%，彰显并巩固其龙头地位。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为850.82/889.70/924.85亿元，同比增速分别为5.80%/4.57%/3.95%，归母净利润分别为34.71/36.41/37.76亿元，同比增速分别为11.33%/4.92%/3.70%，EPS分别为0.62/0.65/0.67元/股，3年CAGR为6.60%。鉴于公司行业龙头地位稳固，战略调整灵活、顺势而为，且多年持续高分红，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**消费恢复不及预期，食品安全风险，原材料价格上涨超预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	78,717.42	80,418.08	85,082.27	88,970.46	92,485.31
增长率(%)	6.26	2.16	5.80	4.57	3.95
EBITDA(百万元)	7,860	8,747	10,585	11,453	12,068
归母净利润(百万元)	2,632.31	3,117.46	3,470.60	3,641.42	3,776.11
增长率(%)	-30.77	18.43	11.33	4.92	3.70
EPS(元/股)	0.47	0.55	0.62	0.65	0.67
市盈率(P/E)	20.29	17.13	15.39	14.67	14.15
市净率(P/B)	3.99	3.84	3.84	3.84	3.84
EV/EBITDA	2.39	2.08	1.45	1.19	0.95

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月01日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

康师傅是中国方便面和饮料双行业龙头企业，2021 年康师傅在方便面和饮料行业销量市占率分别为 45.7%和 43.4%，高达近半水平。公司历久弥新，作为龙头具备丰富有力的产品矩阵、深入扎实的渠道网络，同时在研发创新、价格策略、营销、成本控制等方面突出，业绩表现稳健。在此基础上，2018-2023 近六年分红比例均不低于 98%，长期高分红，稳定且积极地回报投资者。

### 核心假设

- 方便面收入预测：公司今年年中提价方便面产品，另外通过产品创新带来收入增量。我们预计 2024-2026 年公司方便面业务收入增速保持在 2%的低个位数水平。
- 饮品收入预测：公司产品战略多元且灵活，饮品业务经营效果优异，且公司在 2023 年 11 月对茶、果汁产品进行了提价，这也将对今年的饮品收入正增带来助力。我们预计 2024-2026 年公司饮品业务收入增速为 8%/6%/5%，在中高个位数水平。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 850.82/889.70/924.85 亿元，同比增速分别为 5.80%/4.57%/3.95%，归母净利润分别为 34.71/36.41/37.76 亿元，同比增速分别为 11.33%/4.92%/3.70%，EPS 分别为 0.62/0.65/0.67 元/股，3 年 CAGR 为 6.60%。鉴于公司行业龙头地位稳固，战略调整灵活、顺势而为，且多年持续高分红，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期来看，公司对方便面和饮料产品均进行了提价，且原材料价格稳定处在相对低位，收入和利润增速有望提升。
- 中长期来看，公司作为行业龙头，产品和市场基础稳固，同时通过提价、新品、成本控制、渠道渗透、营销等综合能力不断夯实经营，表现出不言而喻的业绩稳健性。且在此基础上长期保持高分红，充分回报股东，具备突出的投资价值。

## 正文目录

1. 公司概况：方便面和饮料行业引领者 .....	6
1.1 公司简介：方便面饮料双轮驱动，数字化赋能通路精耕 .....	6
1.2 发展历程：国内行业创始者之一，阅尽千帆仍是领头羊 .....	8
1.3 治理结构：中外合资结合职业化管理，为经营保驾护航 .....	11
2. 行业情况：高端化和无糖化趋势持续 .....	13
2.1 方便面行业：曾受益城市化和居家期，当前正升级 .....	13
2.2 茶饮料行业：含糖茶增速减缓，无糖茶新市场爆发 .....	17
2.3 未来展望：参考日本，升级与健康化趋势持续演绎 .....	22
3. 核心价值：业绩稳健继而持续高分红 .....	24
3.1 龙头地位：公司经营基础扎实，多项能力综合突出 .....	24
3.2 利润把控：提价策略使用恰当，费用投放体现功力 .....	26
3.3 股息优势：分红前提条件完备，多年维持较高比例 .....	29
4. 盈利预测、估值与投资建议 .....	31
4.1 盈利预测 .....	31
4.2 估值与投资建议 .....	32
5. 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1：2023 年康师傅各业务营收占比 .....	7
图表 2：2014-2023 年康师傅各业务占比变动 .....	7
图表 3：康师傅产品展示 .....	7
图表 4：2019-2023 年康师傅生产及销售网点数量 .....	8
图表 5：康师傅桶装红烧牛肉面产品图 .....	9
图表 6：康师傅冰红茶产品图 .....	9
图表 7：康师傅在华生产和销售星巴克即饮咖啡 .....	10
图表 8：康师傅掌握百事可乐在华经销权 .....	10
图表 9：康师傅发展历程盘点 .....	10
图表 10：康师傅股权结构图 .....	12
图表 11：铁路客运量和农民工外出人数与方便面需求量呈正相关 .....	14
图表 12：2009-2013 年方便面需求量稳步抬升 .....	14
图表 13：1992-2012 年城镇化率（%）和人均 GDP（元） .....	14
图表 14：2013-2018 年方便面需求量（亿份） .....	15
图表 15：外卖市场规模增速和方便面需求增速呈负相关 .....	15
图表 16：2011-2018 年康师傅总市值（亿元） .....	16
图表 17：2000-2020 年方便面产量（万吨）及同比增速（%） .....	17
图表 18：2016-2020 年中国方便面销量增速（%） .....	17
图表 19：2018-2023 年方便面需求量（亿份） .....	17
图表 20：2017-2023 年康师傅和统一的方便面营业收入（亿元）及增速（%） .....	17
图表 21：2001-2008 年康师傅包装茶销售量市占率（%）以及销售额同比增长（%） .....	19

图表 22:	2012-2016 年即饮茶市场规模 (亿元) 和同比增速 (%)	19
图表 23:	2017-2023 年农夫山泉营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	21
图表 24:	含糖茶发展增速低于无糖茶发展增速	21
图表 25:	消费者健康意识的增强	22
图表 26:	无糖饮料占整体软饮料市场的比重逐渐增加	22
图表 27:	2017-2023 年康师傅营业收入 (亿元)	24
图表 28:	2017-2023 年康师傅净利润 (亿元)	24
图表 29:	2017-2021 年方便面销量市占率 (%)	25
图表 30:	2017-2021 年饮品销量市占率 (%)	25
图表 31:	2014-2023 年康师傅销售毛利率 (%)	27
图表 32:	2020-2024 年白糖价格	28
图表 33:	2020-2024 年棕榈油价格	28
图表 34:	2020-2024 年 PET 价格	28
图表 35:	2020-2024 年面粉价格	28
图表 36:	2018-2023 年康师傅, 统一和日清的销售费用率 (%)	29
图表 37:	2018-2023 年康师傅, 统一和日清的管理费用率 (%)	29
图表 38:	2017-2023 年康师傅资本开支 (亿元)	30
图表 39:	2017-2023 年康师傅经营性现金流 (亿元)	30
图表 40:	2014-2024 年康师傅股息率 (%)	31

## 1. 公司概况：方便面和饮料行业引领者

康师傅控股有限公司是中国方便面和饮料行业龙头企业，主要从事生产和销售方便面和饮料等食品。康师傅以方便面业务为起点，陆续布局软饮料及糕饼零食等，在方便面与软饮料市场占有领先份额。公司也是百事可乐、星巴克即饮咖啡、阿华田等品牌在中国的独家制造商和分销商。公司拥有广泛且控制力强的销售渠道，深入覆盖到小城市和乡镇等低线市场，确保产品能够有较高的流通渗透和周转效率水平。

### 1.1 公司简介：方便面饮料双轮驱动，数字化赋能通路精耕

#### 1.1.1 公司业务：泡面饮料，规模领先

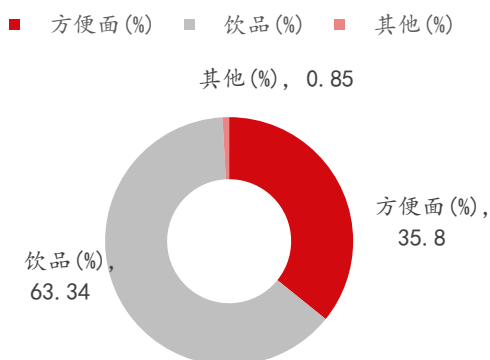
在方便面业务方面，根据康师傅年报，康师傅的产品分为高价面、高端面、中价面以及干脆面。高价面是康师傅为满足高端消费群体需求而推出的产品，通常使用优质原材料，配料丰富，例如“康师傅好汤面”系列；高端面是在高价面基础上的进一步提升，包括“汤大师”系列；中价面是康师傅销量最大的产品线，性价比高，适合大众消费，包括“经典”系列，如康师傅最具代表性的产品，经典红烧牛肉面、经典香菇炖鸡面等。此外，干脆面因口感酥脆、方便即食，也深受儿童和年轻人喜爱。康师傅方便面产品形式分为袋装面，容器面，干脆面及其他。其中，容器面因其便捷度满足了不同消费者的需求，深受欢迎。2023年容器面销售额最高，收入为135.07亿元，在公司方便面业务中占比46.91%。高价袋面收入则同比下跌了6.63%至118.50亿元，中价袋面收入同比下跌了3.61%至29.84亿元，分别占方便面业务中的41.15%和10.36%。

在饮料业务方面，康师傅的产品分为即饮茶、碳酸饮料、果汁、包装水、咖啡、功能饮料及乳酸菌饮料。即饮茶主要产品包括经典的冰红茶和茉莉蜜茶，根据尼尔森数据，2022年上半年康师傅瓶装茶饮料销量市占率为41.7%。同时，康师傅无糖冰红茶通过改进配方，提升了柠檬新鲜感和甜味层次，满足了消费者对健康饮品的需求。2023年，其即饮茶销售额（包含奶茶）突破200亿元，估计康师傅即饮茶（不含奶茶）的销售额超150亿，占据市场首位。此外，康师傅的碳酸饮料产品，如百事可乐、七喜和美年达，通过与百事公司的合作，利用百事旗下多个知名品牌的生产和销售权，扩张了业务规模和整体竞争力。

2023年康师傅收入为804.18亿，同比增长2.2%，增速同比减少4.1%。其中，方便面收入为287.93亿，同比减少2.8%，占公司总收入35.8%，同比减少1.9%，饮

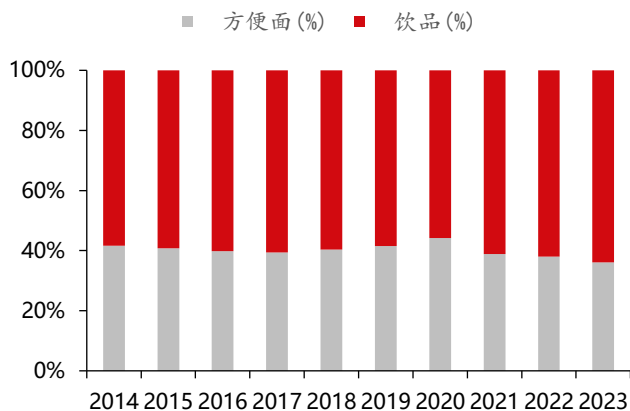
料收入为 509.39 亿，同比增长 5.4%，占公司总收入 63.3%，同比增加 1.9%。公司归母净利润为 31.2 亿元，同比提升 18.4%，归母净利率同比增加 0.5%至 3.9%，其中方便面业务与饮品业务归母净利率分别增加 2.3%和减少 0.4%至 7.0%/2.5%。

图表1：2023 年康师傅各业务营收占比



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表2：2014-2023 年康师傅各业务占比变动



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表3：康师傅产品展示



资料来源：公司年报，国联证券研究所

### 1.1.2 公司优势：通路精耕，高覆盖率

康师傅通过广布销售网络和数字化管理，确保产品高流通度和周转效率。康师傅的销售网络包括直销渠道和分销渠道，其优势主要体现在其广泛的覆盖范围和高效的分销体系。康师傅的放射性网络有效连接生产厂、仓库、批发商与零售商，形成了密集型的销售网络。其销售网络覆盖全国所有省份、直辖市和自治区，包括一、二线城市及广大农村市场。康师傅与各大超市如沃尔玛、家乐福、永辉等，以及便利店如全家、7-11 等建立了稳固的合作关系，同时积极拓展电商渠道，与天猫、京东等

平台紧密合作，实现线上线下全渠道覆盖，更好地与消费者互动。

图表4：2019-2023年康师傅生产及销售网点数量

	2023	2022	2021	2020	2019
营业所	348	337	340	365	371
经销商	76875	76528	80726	47898	36186
直营零售商	217087	254975	256567	210366	185789
仓库	303	322	341	236	182

资料来源：公司年报，国联证券研究所

康师傅通过将目标市场划分为多个区域，设定相应的通路经营模式，对通路中主要销售网点进行定人、定域、定线、定点、定期、定时的拜访与专业服务管理。康师傅的“通路精耕”策略结合数字化技术，实现了对销售网络的全面掌控，提高了产品在通路中的覆盖率。同时公司通过数字化产销管理体系，将季节销售曲线、促销增量、新品预测、客户需求、动态库存变化等多维度因素纳入综合考虑，从而找到最佳的产销平衡点，精准地与上游合作伙伴分享未来长达 18 个月的滚动需求计划，显著提升了供货、品质的稳定性和价格优势，确保了原材料和产成品的新鲜度。此外，通过分析消费者的购买习惯和偏好，康师傅还可以制定更有针对性的营销活动，提升营销效果。

## 1.2 发展历程：国内行业创始者之一，阅尽千帆仍是领头羊

**1991-1997年：初创与品牌塑造阶段。**品牌创始人魏应州看准了中国大陆方便面市场的巨大潜力，决定在内地开展方便面业务。次年，在天津成立的顶益食品就推出了爆款产品“康师傅红烧牛肉面”。在天津经济技术开发区和各界努力下，红烧牛肉面产品供不应求。在这一阶段，公司采取了三大策略来迅速扩展市场。首先，公司通过广泛的广告宣传，快速提高了品牌的知名度和市场影响力。90年代中期后的广告费用每年超过1亿元。其次，公司在多个地区建设生产基地，增加生产线，以应对市场需求的不断增长。1997-2000年，康师傅将生产基地从7座增加到10座，生产线从139条扩充到162条。最后，自1996年起，公司逐步推出各种方便食品和饮品，丰富产品线，形成了多元化的产品组合。1996年10月，统一推出冰红茶产品。一年

以后，康师傅盒装冰红茶上市，并且凭借其靠方便面产品积累的渠道优势，在其品类中迅速渗透。之后，康师傅陆续推出了绿茶、乌龙茶等多种茶饮料，给消费者提供更丰富口味选择。

图表5：康师傅桶装红烧牛肉面产品图



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表6：康师傅冰红茶产品图



资料来源：公司年报，国联证券研究所

**1998-2013年：公司扩张与产品多元化阶段。**2012年，公司与百事可乐的合作。公司负责生产和分销百事可乐的非酒精饮料，而百事可乐则利用其全球品牌影响力和市场经验，助力公司拓展市场。在产品布局方面，公司不仅在方便面市场保持主导地位，还拓展到饮品和糕饼领域，形成了多元化的产品组合。在市场布局方面，公司在中国四十多个城市设立了生产基地，并通过全国范围的销售网络将产品迅速铺货到各大超市和便利店，凭借规模优势确保了盈利能力的领先。公司通过多元化战略实现了营收和利润的显著增长。同时凭借丰富的产品线和广泛的市场布局，公司在市场中占据了领先地位，品牌影响力也达到了新的高度。

**2013-2017年：承压稳固市场与国际化拓展阶段。**期内因外卖行业兴起、消费者健康和品质偏好提升趋势、“黑心油”食品质量事件等影响，快速食品饮料行业整体受到冲击。2016年，公司实现了83.72亿美元的营收，其营收和税前利润与上年比较分别下滑了8.03%和21.15%；2016年6月公司通过重新上市经典产品以深化消费者认同、推出熬制高汤等高端新产品以迎合市场需求等多种方式积极应对，康师傅的方便面销售量市占42.9%，销售额市占51.1%，同比低于2015年。但销售量以及销售额市占分别从2016年7月和9月起开始回升，仍保持了行业领先地位。

巩固国内市场之外，公司还重视国际化布局，与多个国际知名品牌展开战略合作，如2014年与上海迪士尼度假区签署战略联盟协议，与星巴克结盟生产销售即饮咖啡，

2016 年拿到英国联合饼干公司旗下麦维他饼干全线产品在中国内地的经销权，这些合作带来了全新的业务增长点，形成更为全面的产业布局。

图表7：康师傅在华生产和销售星巴克即饮咖啡



资料来源：公司年报，国联证券研究所

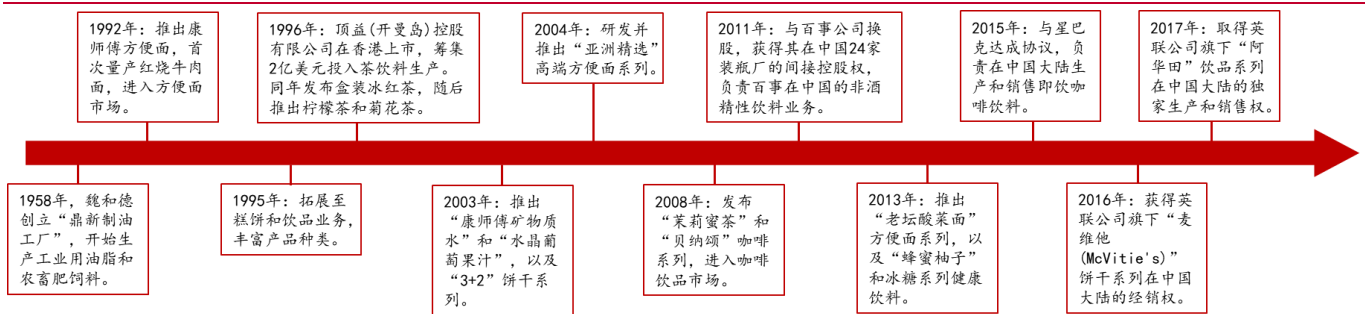
图表8：康师傅掌握百事可乐在华经销权



资料来源：公司年报，国联证券研究所

**2018 年至今：产品高端化转型与稳增长阶段。**自 2018 年起，面对日益激烈的市场竞争和不断变化的消费者需求，公司采取了多项应对措施。首先，公司优化渠道结构，通过“直营+代理”模式，推进渠道直营的二阶改革，增强了对渠道的掌控力。其次，公司采用高端化策略，更新产品包装，并调整营销策略，以促进高价方便面的推广。最后，公司通过技术赋能创新，进行营销和渠道的数字化转型，实现了对市场的精准洞察，同时拓展新零售和电商渠道，成功实现了线上线下的融合。疫情期间，由于人们对物资的囤积需求，康师傅的方便面和饮料产品需求激增，根据公司年报，2020 年，康师傅的营收为 676.18 亿元，2021 年增至 740.82 亿元，同比增长了 9.57%。2020 年疫情后，公司营收仍然保持了正增长，利润则受到毛利率下滑影响有所波动，但我们认为公司基本面仍较稳定。

图表9：康师傅发展历程盘点



资料来源：公司年报，国联证券研究所

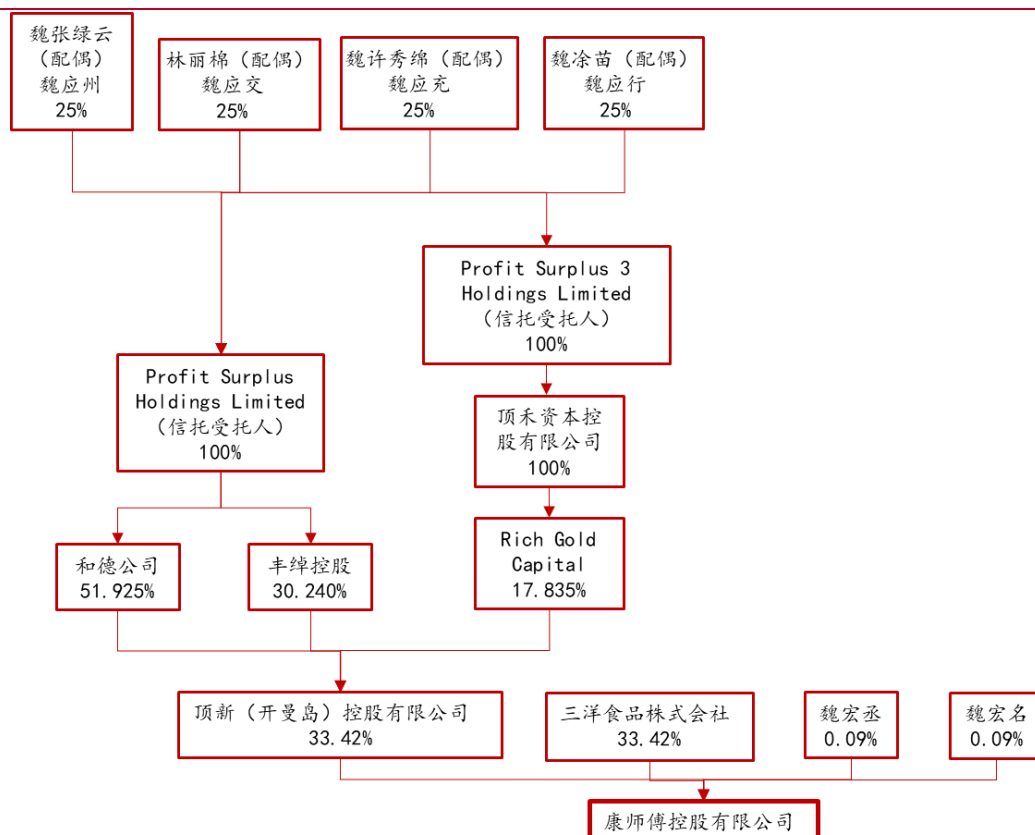
### 1.3 治理结构：中外合资结合职业化管理，为经营保驾护航

#### 1.3.1 股权架构：中日合资，国际化支持

康师傅控股是由顶新（开曼岛）控股有限公司和三洋食品株式会社（日本）共同控制的合资型企业，公司的股权结构多元化。顶新集团由魏氏家族掌控，其股东为魏氏家族的四位成员及其配偶，每位成员及其配偶各自持有 25% 的股份，非常家族式且利益均衡。这些股东通过 Profit Surplus 公司信托控制和德公司以及顶禾资本来控制顶新集团。顶新集团的股权主要由魏氏家族成员通过信托方式持有和管理，作为信托受托人的 Profit Surplus 公司全面负责管理家族资产。

顶新（开曼岛）控股有限公司和三洋食品株式会社的共同持股模式也为康师傅引入了多样化的管理和运营理念，增强了公司的市场竞争力和创新能力。其中，三洋食品株式会社持有康师傅控股有限公司 33.42% 的股份，为第二大股东，为公司带来了国际化的资源和视野，提供了丰富的技术支持和研发合作机会。三洋食品在日本市场具有广泛的销售网络和强大的品牌影响力，通过持股康师傅，帮助其拓展日本及其他国际市场。此外，双方在品牌推广、供应链管理和市场拓展方面的协同效应，能够优化运营效率，降低生产成本，实现互利共赢的长期战略合作。三洋食品的持股还体现了其与康师傅之间稳定而深厚的战略伙伴关系，共享市场信息和资源，共同应对市场风险和挑战。

图表10: 康师傅股权结构图



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

### 1.3.2 治理特征: 家族掌权, 职业经理人管理

康师傅体现出职业经理人管理和家族控股相结合的特点。在顶新集团的股权结构下, 公司由职业经理人进行日常经营管理, 确保了公司治理的现代化和高效性。自2015年起, 魏氏家族退出了管理层面职责, 将职责交给专业的职业经理人团队。CEO 陈应让先生, 在宝洁公司有二十五年的跨国研发管理经验, 并先后在中国台湾, 美国, 日本及中国负责创新消费产品的开发及研发组织能力的提升。高管团队还包括首席财务官刘国维先生、方便面业务总裁黄自强先生、饮品业务总裁蔡慈源先生和百事饮品业务总裁柳力仁先生, 他们在各自领域的专业背景扎实、经验丰富, 确保了康师傅在市场中的稳步发展和创新能力。尽管三洋食品株式会社持有部分股份, 但并不参与公司的经营管理, 这进一步体现了康师傅的专业化管理模式。

## 2. 行业情况：高端化和无糖化趋势持续

### 2.1 方便面行业：曾受益城市化和居家期，当前正升级

1970年，中国第一袋油炸方便面在上海益民四厂诞生，标志着中国方便面的起点。进入80年代后，全国各地陆续从日本引进了100多条生产线。看到中国大陆市场的潜力后，外资方便面公司纷纷通过独资或合资方式大举进入中国大陆市场。中国台湾的“统一”、新加坡的“幸运”、以及日本的“出前一丁”等品牌开始在中国设厂。与此同时，国内的方便面生产企业如珠海的“华丰”、河南的“南德”、广东的“来利”和“锦丰”、福建的“宏发”等也迅速建厂推出品牌。此时，城镇化率仅为20%左右，市场需求尚未完全释放，处于消费习惯培养阶段，方便面在初期未能快速发展。

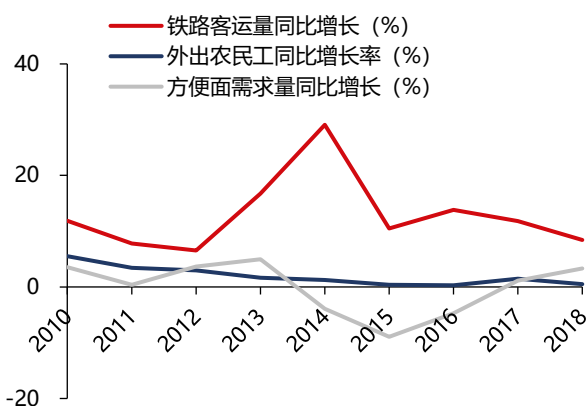
1992-2012年，全国方便面进入了高速发展的浪潮。1992年，康师傅进入中国大陆市场，首次量产红烧牛肉面，并迅速占领市场。在此期间，中国大陆城镇化率(%) CAGR为3.35%，人均GDP的CAGR为15.23%。大量农村人口迁移到城市，且居民的消费能力和生活水平显著提高，为方便面发展提供契机。同时，中国铁路网的快速扩展为方便面行业带来了巨大的市场机遇，由于其价格低廉、食用便捷，逐渐成为外来民工和铁路旅客的重要选择，方便面销量显著增加，仅2001年康师傅方便面业务就达到了5.93亿美元。

在生产方面，1994年时，方便面生产线达到1500条以上，国内方便面设备生产厂家达到了20多家。1995年底，全国方便面生产厂家达1000多个，生产线2000多条。班产10—16万份生产线大量出现，班产3—5万份生产线逐步被淘汰。从1995年到2000年的6年间，全国方便面的年产量大约为120/150/155/165/178亿份。

2003年非典期间，方便面因其存储方便的特性而成为抢购对象，方便面产量增至422亿包，销售额222亿元人民币，在产量和销售额上保持着高于上年30%以上的增速。2005年，我国方便面总产量约437.6亿包，折合327.9万吨，同比增长18.6%，销售额为298.4亿元，产量居世界第一。然而，2008年奥运会期间，国家大力宣传健康生活方式，人们对方便面这种被认为不够健康的食品的需求相对减少。在金融危机的双重压力下，方便面行业首次面临产量下跌的警示，方便面的产量从2007年的507.72万吨减少到2008年的499.44万吨。此后，消费者对中平价面的信任度降低，各大品牌加速产品创新，方便面需求量从2009年的408.6亿份增至2013年462.2亿份。根据商业经济研究发布的《方便面市场消费量的影响因素分析》，活

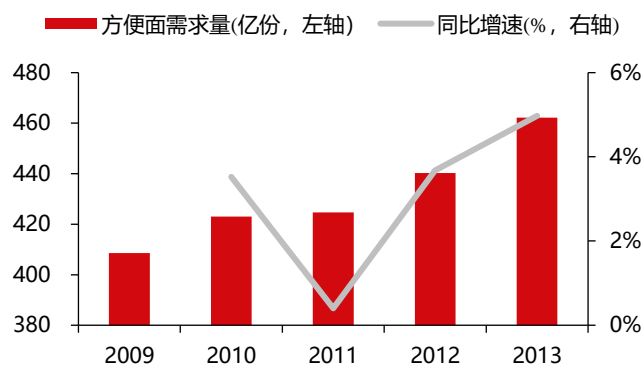
跃劳工数每增加 1%，方便面消费量平均增加 0.3978%；高铁铁路客运量每增加或减少 1%，方便面消费量平均增加或减少 0.3977%。在 2011 年时，处于鼎盛时期的康师傅总市值超过 1400 亿港元，2013 年中国大陆方便面市场销量达到了 462.2 亿包，达到顶峰。

**图表11：铁路客运量和农民工外出人数与方便面需求量呈正相关**



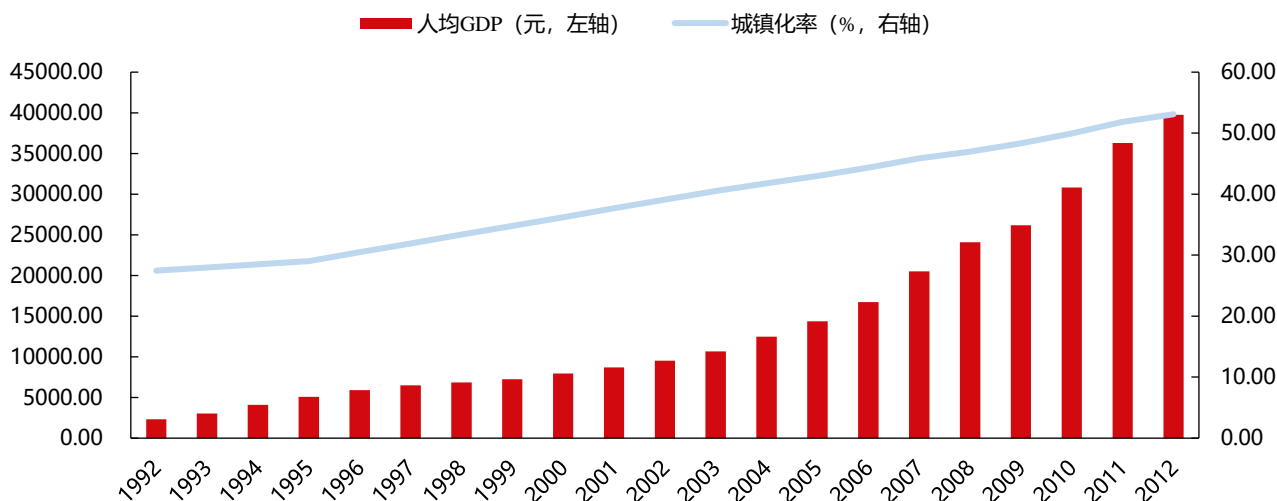
资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表12：2009-2013 年方便面需求量稳步抬升**



资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表13：1992-2012 年城镇化率 (%) 和人均 GDP (元)**

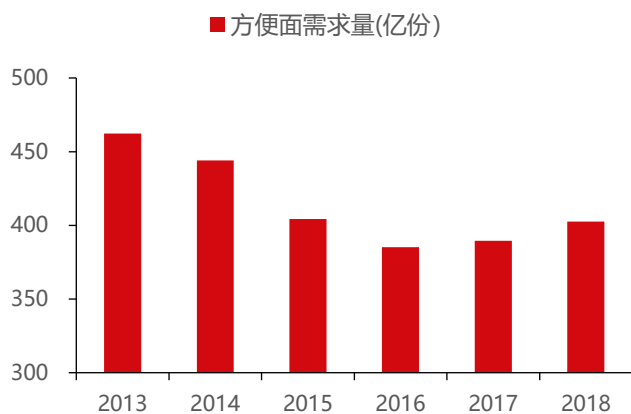


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

**2013-2018 年，中国方便面行业进入调整期。**2013 年顶峰以后，美团外卖上线，饿了么逐步打入了一二线城市，种类丰富且便利的外卖极大地抢占了方便面的大陆市场，2014 年外卖规模同比增速达到 71.3%。到 2016 年，同比增速略有下降，但仍处于 33% 的高速增长。此外，媒体和健康专家对方便面油炸过程中可能含有的不健康成分进行了广泛报道，消费者对方便面的信任危机依然存在。世界方便面协会数据显

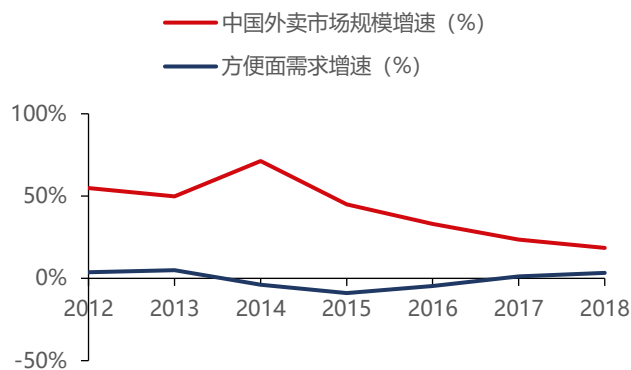
示，2013 年中国方便面年销售量达到顶峰 462.2 亿份后开始逐年下降。

图表14：2013-2018 年方便面需求量（亿份）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表15：外卖市场规模增速和方便面需求增速呈负相关



资料来源：ifind，国联证券研究所

到 2016 年，中国 GDP 同比增长 6.7%，增速持续创新低，受外卖价格战的影响，整个中国大陆的方便面市场销量下降到了 385.2 亿份，相比 2013 年下降了近 80 亿包，为近年来销量最低。在 2016 年方便面销量最低谷之时，康师傅已经连续三年营收下滑，净利润则连续四年下滑。2016 年全年净利润 1.77 亿美元（约合 12 亿元人民币），同比下滑达 31%。2017 年 9 月，康师傅总市值仅约为 509 亿元。2013-2016 年间，康师傅总市值蒸发接近 665 亿元。在多重压力下，龙头企业销量下降，市场份额缩减。2016 年康师傅在 4.5 元和 4 元价格带推动经典系列，以巩固市场份额。并在 5 月底重新上市经典系列产品，通过产品包装的熟悉度吸引消费者。2016 年中期报告中，公司整体销售状况明显改善，衰退幅度环比缩窄。

图表16: 2011-2018年康师傅总市值(亿元)

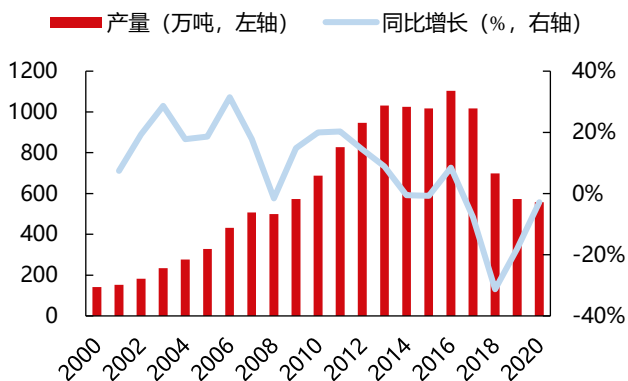


资料来源: ifind, 国联证券研究所

经过几年的低谷期调整, 2018年中国大陆方便面市场销量再次回升至402.5亿包, 康师傅营收达到606.86亿元, 同比增长2.94%; 净利润为24.63亿元, 同比增长35.42%, 整个市场回暖下龙头企业业绩也明显好转。同年, 康师傅销售量市占率为43.3%, 销售额市场占有率48.2%。

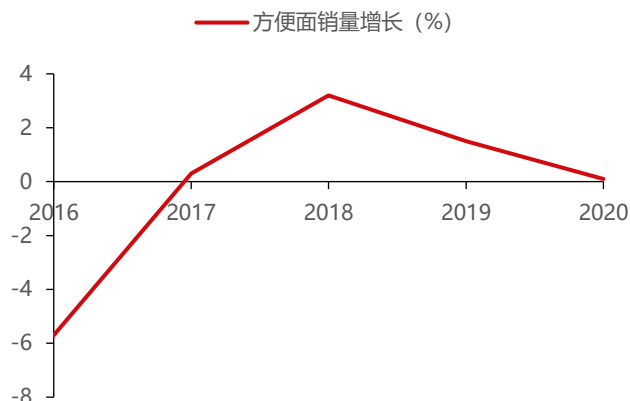
自2018年至今, 随着消费升级和疫情对需求的刺激, 中国方便面行业迎来了回升期。中国大陆方便面市场规模在2018-2019年由950.9亿元增长至964.7亿元, 增速为1.5%, 同时2019年我国新增方便面相关企业671家, 同比增长16.49%, 是近十年我国新增方便面相关企业最多的一年。2020年疫情期间居家需求增加, 方便面销量激增。2020年方便面相关企业新增577家, 2021年新增196家; 2020年市场规模以5.3%的速度扩大至1,022.2亿元。随着疫情防控逐渐放开, 2021年则回缩1.9%, 2022年继续增长, 增速达7.8%。根据艾媒数据, 2022年全国方便面行业市场规模达1459.0亿元, 同比增长9.0%。2023年方便面需求量相较于疫情前(2019)平稳增长8亿份, 方便面市场经历特殊时期后逐渐趋于稳定。

图表17: 2000-2020年方便面产量(万吨)及同比增速(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

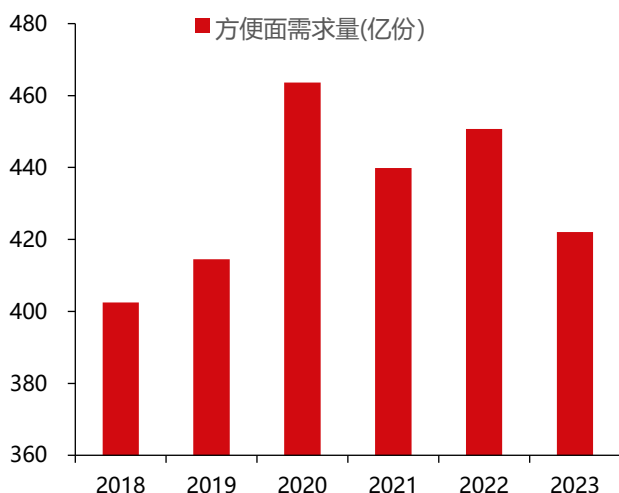
图表18: 2016-2020年中国方便面销量增速(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

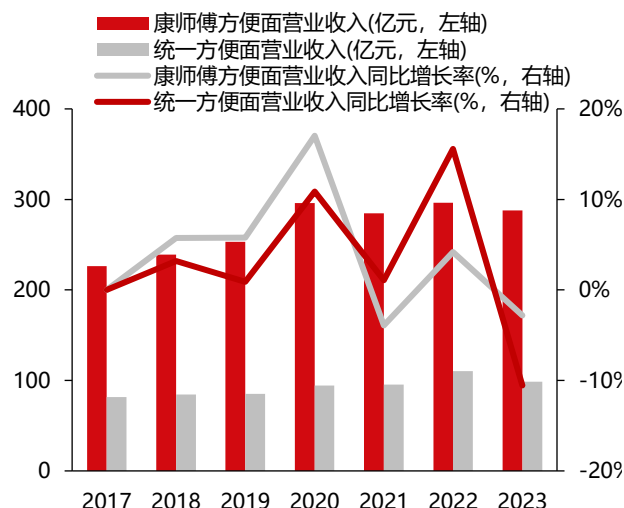
根据 2022-2027 年中国方便面行业发展研究与“十四五”企业投资分析报告, 2022 年康师傅市占率领先, 约为 43.2%, 紧随其后是统一(14.7%)和今麦郎(12.2%)。无论行业起步时期还是现在, 康师傅始终是国内方便面行业的领头羊。当下, 方便面消费仍处量减价增的升级阶段, 产品品质和创新是关键增长因素。中国方便面需求量仍排在全球第一, 人口基数稳定决定需求有望逐渐维稳。

图表19: 2018-2023年方便面需求量(亿份)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表20: 2017-2023年康师傅和统一的方便面营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

## 2.2 茶饮料行业: 含糖茶增速减缓, 无糖茶新市场爆发

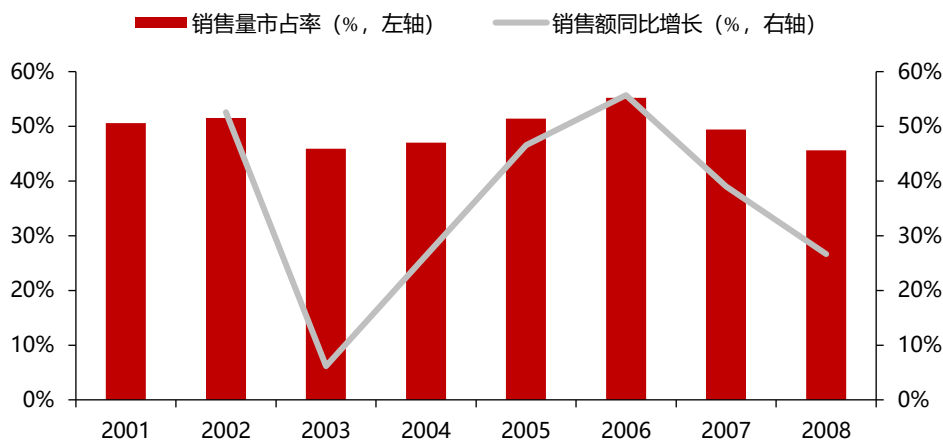
因康师傅饮品中核心产品为茶饮料, 本文此处主要探讨国内茶饮料行业发展历

程。自 20 世纪 90 年代初以来，中国茶饮料行业经历了从含糖茶主导的初期发展到如今的多元化和健康化转型。随着消费者健康意识的不断提升和饮食习惯的变化，无糖茶饮料逐渐兴起，成为市场新宠。虽然康师傅目前在无糖茶品类上新品频出，但由于含糖茶内部体量可观，因此在无糖茶条线的发力程度较为克制。

**20 世纪 90 年代是茶饮料工业化发展的萌芽阶段。**中国从古至今一直都有饮茶的文化，在中国南方特别是广东地区，通常加入糖以提升口感，据称具有清热解毒的功效。这种含糖茶饮的习惯一直延续至现代，并在 20 世纪中后期随着工业化生产而大规模普及。20 世纪 90 年代，中国茶饮料工业化发展起步就以含糖茶为主要产品。1993 年旭日升推出碳酸冰茶，标志着国内即饮茶市场的形成。在广告营销和营销网络的加持下，旭日升的销售额从 1995 年的 5000 万元升至 1997 年的 5 亿元，1998 年的销售额更是突破 30 亿元大关。

**1995-2008 年，茶饮料行业迅速起势。**1995 年，统一开启饮料业务，统一冰红茶率先在当时消费观念较为新潮的华东地区上线。一年后，康师傅盒装冰红茶上市，并且凭借其靠方便面产品积累的营销渠道优势，轻而易举地就抢下了一大块冰红茶市场。一年后，各大品牌陆续推出红茶、绿茶、乌龙茶等产品。由于管理不善，在二十世纪初的“冰红茶”、“冰绿茶”竞争中，“旭日升”失去了原本的市场地位。2001 年，旭日升的市占率已经从巅峰时期的 70% 跌至 30%。同年，康师傅包装茶饮品销售量及销售额的占有率分别为 50.6% 和 52.3%，在包装茶市场处于领导地位。2001-2008 年，即饮茶龙头康师傅营收始终保持 30% 左右的增速。除 2003 年以外，非典和水灾导致以户外消费为主的茶饮料销售大受影响，康师傅即饮茶营收增速随之放缓至 6%。据欧睿数据，2006 年至 2008 年，茶饮料行业的 CAGR 达到 18.4%，处于高速发展阶段。

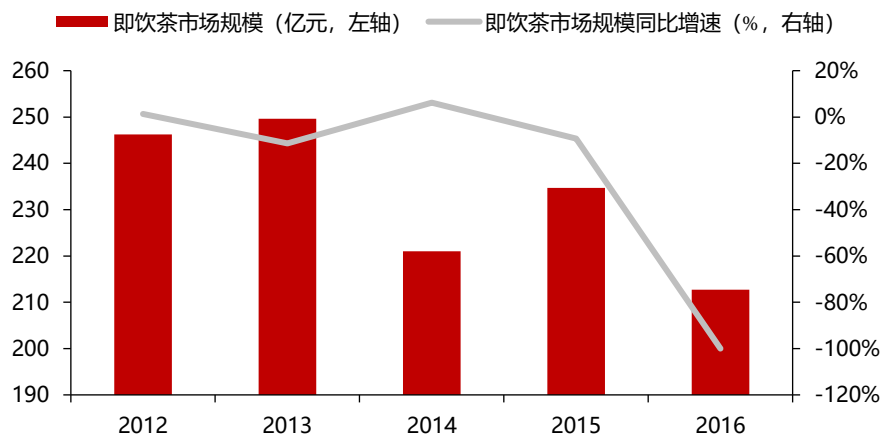
图表21: 2001-2008年康师傅包装茶销售量市占率(%)以及销售额同比增长(%)



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

**2008年金融危机后, 茶饮料行业逐渐萎缩。**中国整体经济增速放缓, 消费者的消费能力和信心受到一定程度的影响。此外, 功能性饮料及植物蛋白等品类兴起, 消费者可选择种类增加, 产生了明显的品类排挤效应。2009年至2014年期间, 茶饮料行业的CAGR降至-8.4%。根据尼尔森数据, 2015年即饮茶(不含奶茶)市场则持续疲软, 市场规模同比下降0.7%, 即饮茶行业整体规模逐渐萎缩。此时含糖茶饮料仍占据市场主导地位, 其甜味和多样的口感使其成为年轻人和学生群体的主要选择。因此, 2011年农夫山泉推出的首款无糖茶-东方树叶反响平平, 但通过东方树叶的推出, 农夫山泉让更多人认识到无糖茶饮品的存在和健康价值, 为未来市场的扩大奠定了基础。

图表22: 2012-2016年即饮茶市场规模(亿元)和同比增速(%)

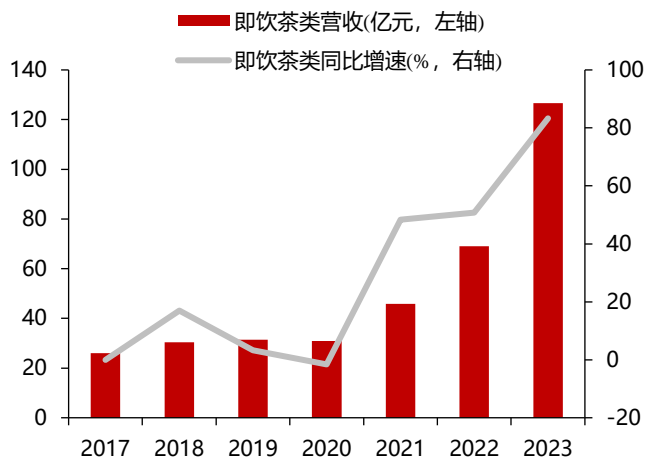


资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

**2016 至今，含糖茶总体保持高增速。**根据尼尔森数据显示，售价在人民币 5.0 元及以上的茶饮料市场快速崛起，带动整体茶饮料（不含奶茶）市场增长。同年，农夫山泉推出茶π，其在首年销售额便超过 10 亿元，成为当年最成功的大单品之一；2017 年，茶π继续保持强劲势头，创造了 25 亿元的销售奇迹，2018 年，茶π总销量显著增长，拉动农夫山泉饮品业务实现营收了 16.93%的增速。2019 年，茶π的总销量接近 30 亿元，成为即饮茶市场中的一匹黑马。从含糖茶代表性品牌—茶π可以看出，消费者对含糖茶的需求有增无减。此外，2016-2019 年我国茶饮行业市场规模逐年上升，但 2020 年由于疫情导致消费环境减少，其市场规模经历了同比 2.56% 的下降，2016-2020 年茶饮市场近五年复合增长率仍保持 6.66% 的增速。2020-2023 年含糖茶饮料销量的年均复合增长率约为 5.9%。尽管全球健康趋势愈加明显，含糖茶饮料仍然拥有广泛的消费群体。

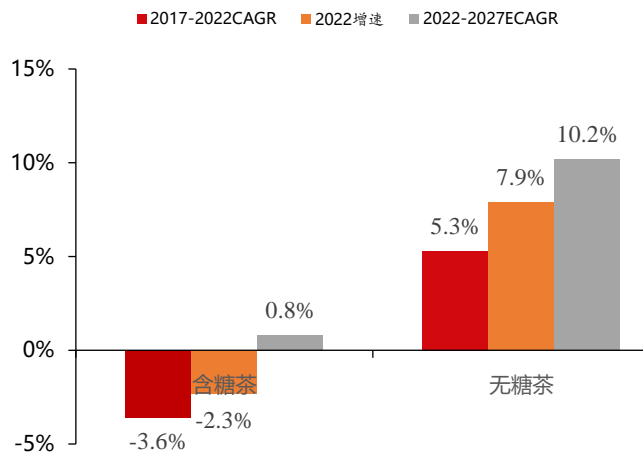
**2019 年以后，以东方树叶为代表的无糖茶进入发展快车道。**随着现代消费观念的变化，传统茶饮逐步向现代化、时尚化的茶饮料转型，迎合了消费者对健康、天然饮品的需求，茶饮料行业开始转型升级，无糖茶蓝海市场迎来爆发。2018 年农夫山泉逐步调整东方树叶的定位，不再紧盯“爱茶人士”，而是走更加年轻化的路线。该战略颇有成效，根据尼尔森数据，2019 年，东方树叶的增长率高达 28.9%，无糖茶市场销售额虽有所增加，但仍未突破 100 亿元，而含糖茶市场销售额则增长至 746 亿元。2021 年，东方树叶实现翻倍增长并已经占据 50% 以上的市场份额。2022 年，农夫山泉财报显示，茶饮产品凭借 50.82% 的增长率，坐稳农夫山泉第二增长曲线，其中东方树叶贡献大于茶π。2023 年第二季度，东方树叶在国内即饮茶饮料市场的份额首次超过茶π跃居第二，第三季度东方树叶与市场第一名康师傅之间的差距，从前一年的 24 个百分点收窄至 7 个百分点。东方树叶作为无糖茶市场的代表品牌，凭借其快速的增长和市场份额的提升，展示了无糖茶市场的巨大潜力和未来发展的广阔前景。

**图表23：2017-2023年农夫山泉营业收入(亿元)及同比增速(%)**



资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表24：含糖茶发展增速低于无糖茶发展增速**

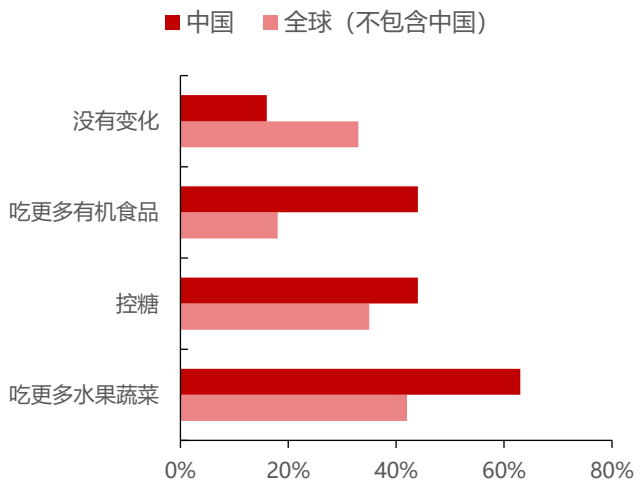


资料来源：亿欧智库，国联证券研究所

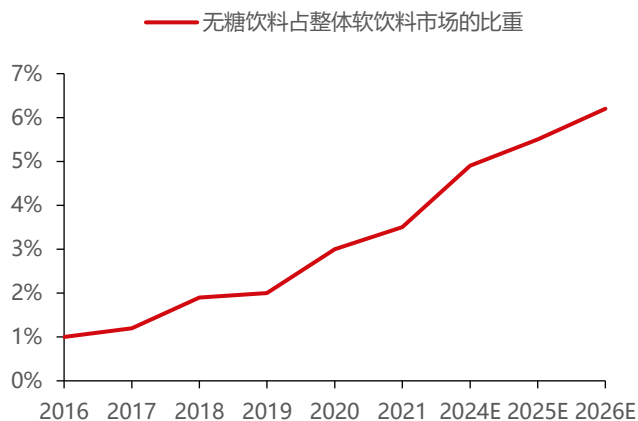
此外，据欧睿数据显示，2017-2021年间，无糖茶饮市场规模的年复合增速高达28.6%，保持高增速的同时，据亿欧智库《2023中国无糖茶饮行业白皮书》中的预计，2025年无糖茶饮市场规模将突破百亿，达到102.1亿元。消费者对健康饮品需求的增加，以及无糖茶饮产品在市场上备受青睐，无糖茶饮市场在未来几年将继续保持强劲增长势头，

根据艾媒咨询，我国无糖饮料在整体饮料市场的占比预期将从2016年的约1%逐步增长至2026年的超过6%，这造成了一定程度的茶饮料市场侵蚀。与此同时，中国茶饮料行业的销售额总体将逐年上涨，到2027年中国即饮茶行业市场规模有望达到1438亿元。因此，新增的消费者群体既扩大了整体市场规模。同时，消费者健康意识的提升和对低糖、无糖饮品需求的增加，也吸引了原本消费含糖茶的消费者，

未来，中国茶饮料行业将继续向多元化和健康化方向发展。随着国内消费水平的提升，国家大力推广茶品牌文化，茶饮料行业不仅将在一线城市持续发展，还将逐步扩展至中低线城市。在产业规模化的推动下，茶饮料市场的集中度将不断提高，其在整体饮料行业中的市场份额也将逐渐增加，无糖纯茶成为行业发展的新动力。

**图表25：消费者健康意识的增强**


资料来源：亿欧智库，国联证券研究所

**图表26：无糖饮料占整体软饮料市场的比重逐渐增加**


资料来源：亿欧智库，国联证券研究所

## 2.3 未来展望：参考日本，升级与健康化趋势持续演绎

由于饮食习惯近似，且对比 2020 年的中国与 1990 年的日本，两者在人口结构、经济特征及消费表现上相似度较高，因此近年来国内消费行业对比日本成为较常用的研究方法。我们在此也参考日本方便面及茶饮料行业发展情况，对我国这两个行业未来发展方向进行展望。

### 2.3.1 方便面行业：持续向产品品质更优的头部企业集中

日本方便面市场已处成熟期，但仍在不断创新以满足消费者的多样化需求。2016-2022 年日本方便面年人均消费量稳定在 46 份左右，方便面需求稳定。2021 年，日本方便面市场规模约为 5800 亿日元（约合 53 亿美元），日清方便面销量超过 14.8 亿份。其中高端方便面产品净销售额增长了 32%，以 82% 的市场份额领先于高端品类，例如，日企方便面龙头日清食品的高端系列“杯面 Premium”定价是普通方便面的 2-3 倍，仍受到广泛欢迎。同年，日清食品在日本市场方便面份额达 52%，其推出了低盐、低脂、高纤维的健康方便面，满足消费者对健康食品的需求。

中国方便面行业规模目前仍有所增长，但需求量出现一定下行，主要依靠价增的升级趋势，这和日本方便面市场趋势一致。方便面两大巨头康师傅和统一在 2020-2024 年间的方便面业务营业收入呈现稳定的态势。

与此同时，随着中国消费者对健康意识的提升，越来越多的人也倾向于选择高价值、高营养的方便面产品。2016-2020 年行业龙头康师傅高价袋面销售额更是由 2016 年的 71.34 亿元增至 130.66 亿元，高价袋面的销售额占比也从 33.1% 增至了 44.3%。2021 年，央视财经《正点财经》栏目报道，如今大型超市货架上还出现了多款单价超 20 元的高价产品，高单价方便面销量逐年增长。根据央视财经统计数据，两大方

便面巨头康师傅和统一占据了国内市场六成的份额，由于老牌泡面企业此前长期瞄准中平价面，一些进口品牌便瞄准高价面市场的空白一举打入，例如日本的日清方便面，在中国大陆市场的营业收入占到总营收的 80%以上。随着外卖服务的快速发展，更多消费者选择便捷且多样化的外卖餐饮，减少了对方便面的需求。同时，消费者对经济前景的不确定性增加，导致整体消费支出减少。尤其是中低收入家庭，更倾向于选择价格更低的产品。因此，2023 年康师傅高价袋面收入则同比下跌了 6.63%至 118.50 亿元，中价袋面收入同比下跌了 3.61%至 29.84 亿元。在中国方便面市场中，高端方便面的市场份额大约为 10%左右，并且这一比例在逐年上升，而日本方便面市场中，高端方便面产品的市场份额预计在 15%左右。

此外，根据 euromonitor 的数据，从均价来看，日本方便面的平均价格大约为每包 150 到 250 日元（约合人民币 8 到 15 元），而高端方便面的价格通常在每包 300 到 500 日元（约合人民币 18 到 30 元）；中国方便面的平均价格相对较低，每包价格大约在 3 到 6 元人民币，而高端方便面的价格则在每包 11 元人民币以上。日本市场上方便面的整体价格水平高于中国，特别是在高端产品方面。中国高端方便面市场的发展潜力巨大，并且消费者对高品质产品的需求将继续推动这一市场的扩展。

### 2.3.2 茶饮料行业：无糖化趋势尚处早期，高增长有望持续

日本饮料无糖化趋势起步较早，1990 年至今，日本整体饮料市场的无糖化率已经从 12%逐步提升至接近 85%。在茶饮料赛道，无糖茶也是体量更大的。无糖茶市场尚有较大占有率提升的空间。根据 foodaily 报告，2022 年，国内无糖茶饮在即饮茶饮料市场中占比仅 7.7%，预计在 2025 年将升至 18.2%，而日本在 2022 年已达到 85.2%的占比。另外，从人均消耗量看，根据欧睿国际数据显示，2022 年日本人均即饮无糖茶消费量为 53 升，约为我国人均消费量的 6 倍（国内人均约 8.8 升）。

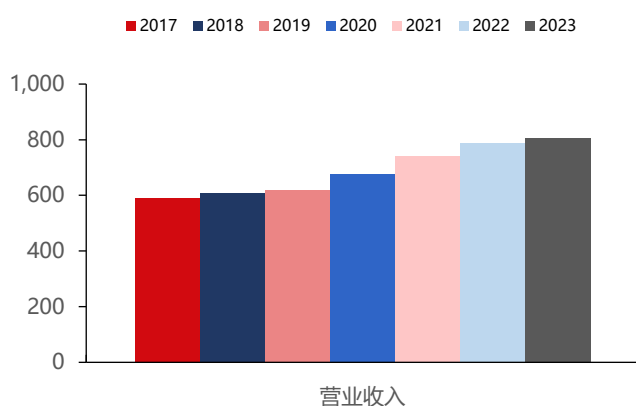
根据尼尔森数据，无糖茶市占率第一的东方树叶近三年的复合增长率超过 90%，国内无糖茶市场有巨大的增长潜力。随着消费者健康意识的不断提升，国内无糖茶市场将迎来快速发展。总体来看，中国无糖茶市场有望在可预见的未来持续扩张，逐步对齐日本茶饮料市场。

在含糖茶方面，根据艾媒数据，2014、2019、2023 年，中国含糖茶市场销售额分别为 643/746/869 亿元，仍在增长中。目前，中国茶饮料市场竞争激烈，品牌众多。康师傅、统一、元气森林等品牌在市场中占据重要地位。含糖茶饮料仍然有较大的消费基础，但无糖茶饮料的市场份额正在快速增长。消费者当下越发注重健康和天然成分，对低糖、无糖茶饮料的需求持续上升，因此销售增速更加突出。

### 3. 核心价值：业绩稳健继而持续高分红

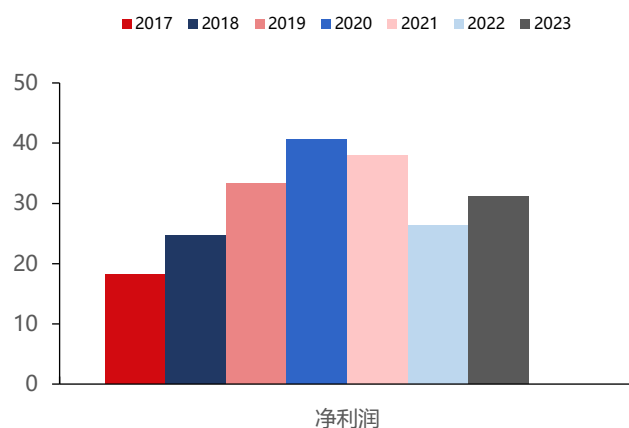
康师傅经营稳健，在方便面和饮品市场中保持较稳定的市场占有率，公司营收连续 7 年保持正增长。并且通过较强的成本费用控制和产品提价能力，努力保持其利润水平维稳。公司净利润和经营净现金流相对稳定，资本开支不大，较充足的现金储备支持实行高分红持续回馈股东，彰显并巩固其行业龙头地位。

图表27：2017-2023 年康师傅营业收入（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表28：2017-2023 年康师傅净利润（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

#### 3.1 龙头地位：公司经营基础扎实，多项能力综合突出

2017-2023 年，公司营业收入从 589.54 亿元增长至 804.18 亿元人民币，CAGR 为 5.31%；净利润从 18.19 亿元增长至 31.17 亿元人民币，CAGR 为 9.39%。分产品来看，康师傅的软饮料与方便面业务 2017-2023 年 CAGR 分别为 4.10%和 6.58%，软饮料收入占比从 59%逐渐扩大至 63%，方便面占比从 38%降至 36%。

公司在遇到行业冲击时，均能采取有效措施缓冲，以保自身经营业绩稳健。2017 年开始，方便面市场的竞争日益激烈，外卖平台等的快速崛起对传统方便面市场形成了冲击，并且原材料面粉、棕榈油等主要原材料价格上涨，导致生产成本增加。为了应对市场需求变化和行业竞争压力，公司从产品升级、品牌重塑和资产活化等多个维度进行调整，采取了多项改革措施，如：推出了多种价格带和规格的产品，以满足不同消费者的需求；通过与中国航天事业合作、赞助体育赛事 CUBAL，提升品牌形象和知名度；建设国际一流水平的食安检测中心，与上海食安中心联动，推动食安技术的高端研发及成果转化。公司逐渐恢复增长，2017 年至 2021 年，康师傅控股的营收从 589.54 亿元人民币增长至 740.82 亿元人民币，其中 2021 年同比增长 9.56%。

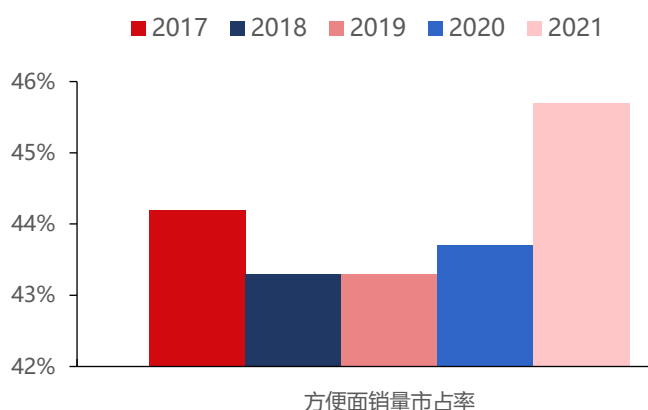
2022 年，“3·15”晚会土坑酸菜事件曝光，因该口味方便面非公司重点产品，对公司经营影响不大，且康师傅迅速采取应对措施（立即停用问题供应商的原料，启

动全面的内部调查，并与相关部门合作进行食品安全检查；加强供应链管理，确保所有原料符合严格的食品安全标准；加大食品安全和质量控制的投入，以恢复消费者的信心)，营收仍同比增长 6.26%，达到 787.17 亿元，其中方便面收入同比增长 4.17%。

2023 年全年，集团收入同比增长 2.16%，达到 804.18 亿元，其中饮料业务收入同比增长 5.39%，而方便面业务收入同比下降 2.84%，究其原因主要包括：随着消费习惯的变化，消费者对方便面的需求有所下降，健康饮食趋势的兴起使得传统方便面的吸引力减弱，以及新兴方便食品在口感、营养和便利性等方面更具优势，吸引了大量消费者的关注等。

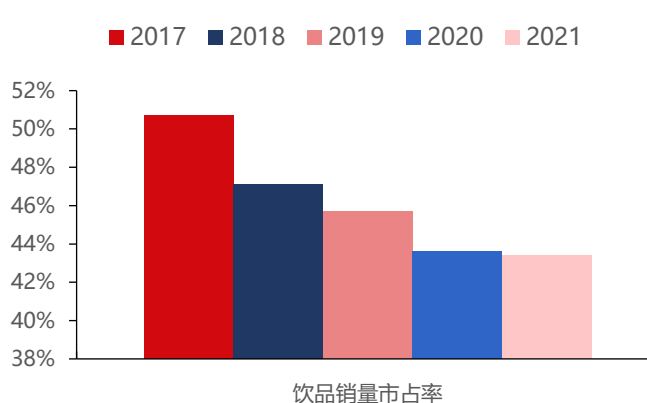
康师傅凭借其在产品、渠道、营销方面的优势，维护市场份额稳定。在方便面业务和饮料业务方面，康师傅的市场份额在过去几年中保持相对稳定，并有逐步提升的趋势。根据尼尔森数据，康师傅控股在 2013 年占据中国方便面市场份额的 43.3%。2017 年以后，康师傅方便面的市场份额逐步恢复并稳定在 45% 左右，在茶饮料市场占有率也稳居市场首位。

图表29：2017-2021 年方便面销量市占率 (%)



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表30：2017-2021 年饮品销量市占率 (%)



资料来源：公司年报，国联证券研究所

康师傅产品矩阵丰富，品控突出，并保持产品创新能力。公司将新技术带入生产中，例如 FD（冻干）技术、RP（减压浓缩）技术等航天技术被应用到方便面生产过程中，成为夯实食品安全的有力措施之一。其中 FD 技术用于方便面的脱水过程，使产品更易保存和复水，同时保持食材的原始风味和营养；而 RP 技术则用于浓缩汤底，提升方便面汤底的浓郁度和口感。公司注重研发和创新，不断推出新产品。无糖茶作为近年来饮料行业快速发展的品类，康师傅重视度较高，持续推出新品，如 2020 年推出冷泡绿茶、茉莉花茶两款无糖茶饮；2021 年，康师傅无糖冰红茶全新上市，从口味到包装对原有产品进行颠覆创新；2022 年，康师傅推出纯萃零糖系列新品，主打清香解腻、甘爽解渴。

康师傅的核心竞争力在于其拥有覆盖全国的销售网络，且渠道掌控力强。截止2020年底，康师傅的终端网点数量超过400万个，“通路精耕”策略在其中发挥了巨大作用，公司通过将目标市场划分为多个区域，设定相应的通路经营模式，对通路中主要销售网点进行拜访与专业服务管理，从而实现对通路客户的全面掌控，提高产品在通路中的覆盖率和周转率。

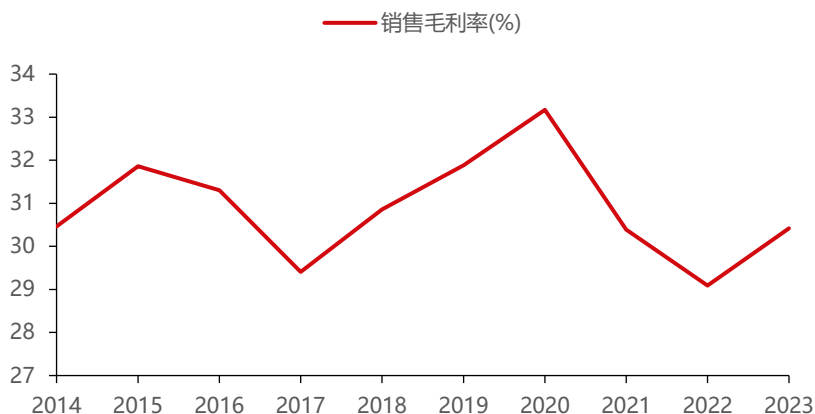
公司设计的渠道运作机制精细且科学。例如，经销业务员协助经销商开发新的网点并定期维护旧有的网点；直营业务员则负责对超市、杂货店进行管理，并将全国终端门店分为三类，对于A类门店，每周走访两次，B类门店则每周走访一次，C类门店则两周走访一次。康师傅对门店的货架摆放以及货品种类也有明确的规定，以确保自家产品摆放在消费者最容易看到和拿到的位置。

营销方面，康师傅善于利用特定场景进行品牌推广，多年来通过持续的品牌推广和市场活动，增强了消费者对品牌的忠诚度。例如，2019年春节期间开展的“加康加年味”活动，通过公益与春节文化结合，营造出强烈的节日氛围，提升品牌形象和消费者好感度。此次活动不仅在社交媒体上获得了广泛关注，还通过多渠道传播，达到2亿多次曝光和200多万次互动量。康师傅还通过与中国航天合作举办科普活动，支持航天事业，进一步提升品牌形象和社会责任感。

### 3.2 利润把控：提价策略使用恰当，费用投放体现功力

近年来公司毛利率基本保持在30%左右水平。2023年方便面业务毛利为77.75亿元，毛利率为27%，饮品业务毛利为163.53亿元，毛利率为32.1%。康师傅主要业务中，饮料原材料和包材主要为PET和白糖，而方便面原材料主要为棕榈油和面粉。

图表31：2014-2023年康师傅销售毛利率（%）

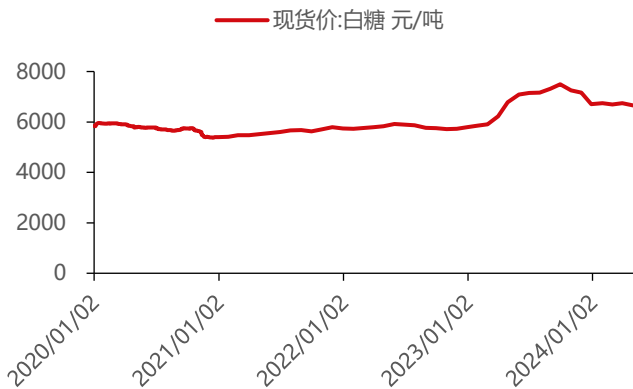


资料来源：ifind，国联证券研究所

原材料价格上涨会直接导致成本上升，从而影响方便面或饮料的利润率。为应对成本上涨，康师傅往往会采取提价策略以修复利润。康师傅在 2009、2012、2022、2023、2024 年有数次提价动作，方便面提价 4 次，饮品仅在 2023 年提价 1 次。2023 年白糖的价格涨幅剧烈，同比上涨了 15.87%；根据澎湃新闻，面对成本上行，2023 年 11 月起康师傅茶/果汁系列饮品涨价，中包装从 3 元涨至 3.5 元。根据年报显示，2022 年饮品业务的毛利率同比下降 1.88% 至 31.95%，导致饮品业务的净利润同比下滑 25% 至 13.78 亿元；2023 年饮品收入增速继续小幅下滑至 5.39%，虽然毛利率基本持平，但是饮品业务净利润为 12.60 亿元，同比下降 8.56%。

同样，2022 年棕榈油价格创下历史新高，最高达到每吨 7104 马币（约 1632 美元），之后逐渐回落。公司提价来提高营收减轻成本压力。2022 年 2 月澎湃新闻报道，康师傅对袋装面和桶装面进行了 10%-15% 的价格上调。袋装面的建议零售价从 2.5 元/袋上涨至 2.8 元/袋，而桶装面则从 4 元/桶上涨至 4.5 元/桶。此次涨价在收入方面取得了一定成效，2022 年方便面业务收入增长了 4.17%。尽管成本大幅上升，毛利率仅下降了约 0.4 个百分点。

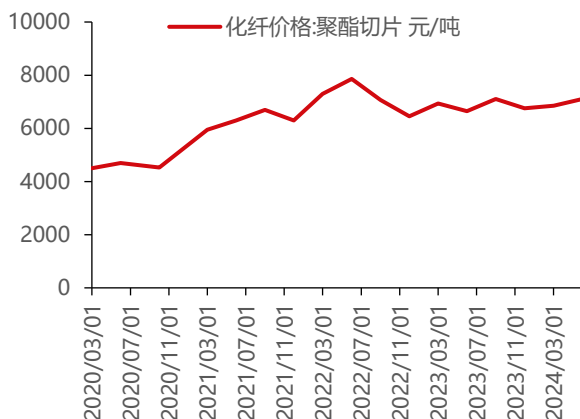
2024 年，由于白糖、棕榈油、PET 和面粉价格的稳定性，康师傅的饮料业务毛利率预计将有所提升。白糖价格经历了多个波动周期，2023 年下半年，白糖价格明显上涨，但在 2024 年初至 5 月期间，价格有所回落，维持在较高水平。棕榈油价格波动主要受马来西亚和印尼等主要产油国的产量变化影响，2024 年初至 5 月保持震荡。PET 价格在 2023 年初至 2024 年 5 月保持在一个相对稳定的区间。尽管部分原材料成本有所上升，但 2024 年康师傅的整体原材料成本预计仍将保持在可控范围内。

**图表32：2020-2024 年白糖价格**


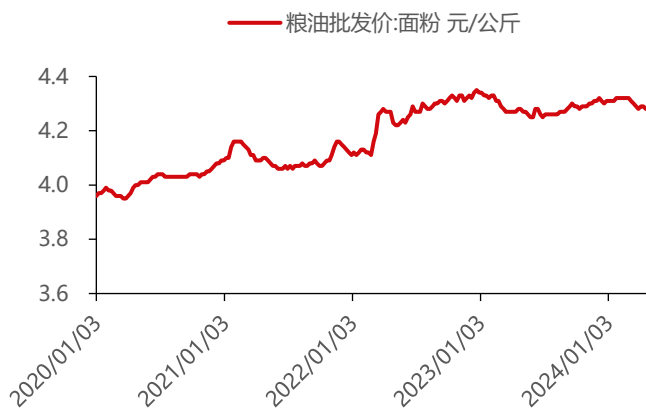
资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表33：2020-2024 年棕榈油价格**


资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表34：2020-2024 年 PET 价格**


资料来源：ifind，国联证券研究所

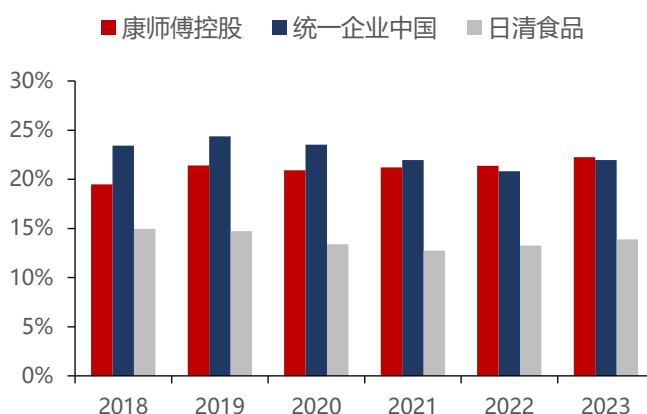
**图表35：2020-2024 年面粉价格**


资料来源：ifind，国联证券研究所

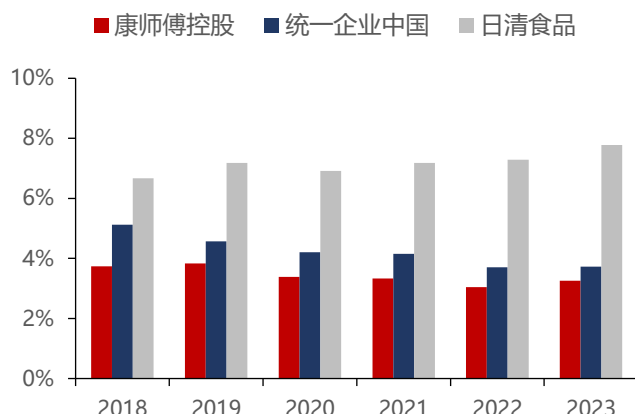
此外，康师傅在采购中也能较好控制成本。康师傅不仅通过大批量采购实现规模效应，与供应商谈判更低的价格。从多个国家采购小麦、棕榈油等主要原材料，降低采购成本。还积极从本地供应商采购原材料，与本地供应商建立长期合作关系，稳定价格，减少运输成本和时间，提高供应链效率。

在费用方面，面对量减及竞争加剧的行业情况，康师傅的销售费用近五年来逐年增长，从 2019 年的 132.59 亿元增长至 2023 年的 178.8 亿元，最新一年同比增长 6.39%。公司不断加强品牌年轻化建设，持续积累品牌形象。康师傅一直以来主要通过明星代言和品牌合作来提升品牌知名度，打造品牌形象。为了迎合近年来消费人群日趋年轻化，2023 年康师傅相比于 2022 年新增 9 项品牌或代言人合作。公司除了保留与中国航天、中国女足以及王一博、张艺兴、杨紫等明星的合作外，继续扩展了

自己的品牌年轻化战略，先后联手周深，吴磊等青年明星发布新品，大大提升了企业品牌在舆论媒体上的曝光度，更是与小黄人、宝可梦、敦煌博物馆等大 IP 强强合作，深耕 Z 世代族群，将热门流量引至品牌私域流量池中。近三年公司共与超过 13 位代言人以及 15 个人气 IP 合作，在行业中排名靠前，导致近年来销售费用率有所提升。而公司的管理费用率常年稳定在 3-4% 之间，属行业较低水平。

**图表36：2018-2023 年康师傅，统一和日清的销售费用率 (%)**


资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表37：2018-2023 年康师傅，统一和日清的管理费用率 (%)**


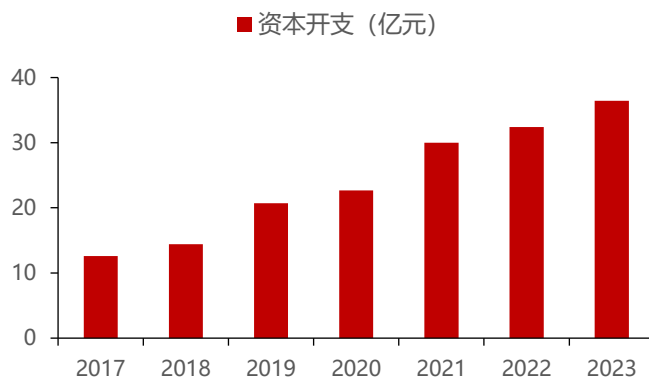
资料来源：ifind，国联证券研究所

### 3.3 股息优势：分红前提条件完备，多年维持较高比例

在营收方面，康师傅在面对消费弱复苏和行业波动时，依然能够保持较为稳健的收入水平。在利润方面，公司通过提价能力和采购得当，尽量使得利润率的波动可控。经营性现金流方面，公司 2023 年/2022 年/2021 年的经营活动现金流量净额约为 54.95 亿/44.75 亿/54.18 亿。康师傅通过与大客户和经销商的良好合作关系，实现了销售款项的及时回收，2023 年/2022 年/2021 年的应收账款周转天数为 7.58 天/8.81 天/9 天；2023 年/2022 年/2021 年的资产负债率约为 67.6%/71.23%/62.84%；2023 年/2022 年/2021 年的库存周转率约为 11.61 次/11.25 次/12.86 次，严格的应收账款管理减少了坏账风险，高效的库存管理则提高了库存周转率，减少了资金占用。

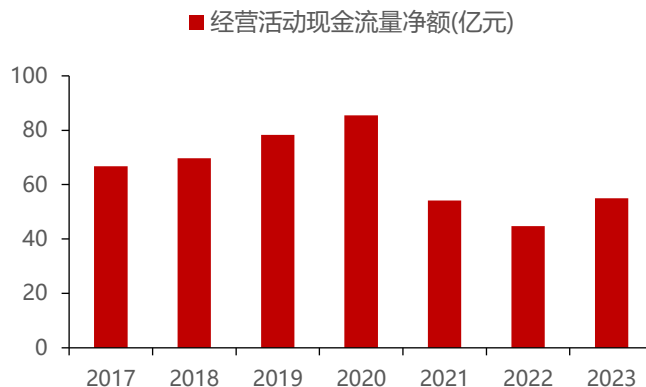
在资本开支方面，康师傅近五年的资本性支出逐年提升，2023 年/2022 年/2021 年/2020 年/2019 年的资本开支金额约为 36.44 亿/32.39 亿/29.98 亿/22.67 亿/20.72 亿，占比经营活动现金流量净额分别为 66.31%/72.38%/55.33%/26.50%/26.46%；资本开支占比归母净利润分别为 116.91%/123.06%/78.85%/55.81%/62.20%。另外，在公司历程中无并购事件，在对外投资方面态度较为谨慎。

图表38: 2017-2023年康师傅资本开支(亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

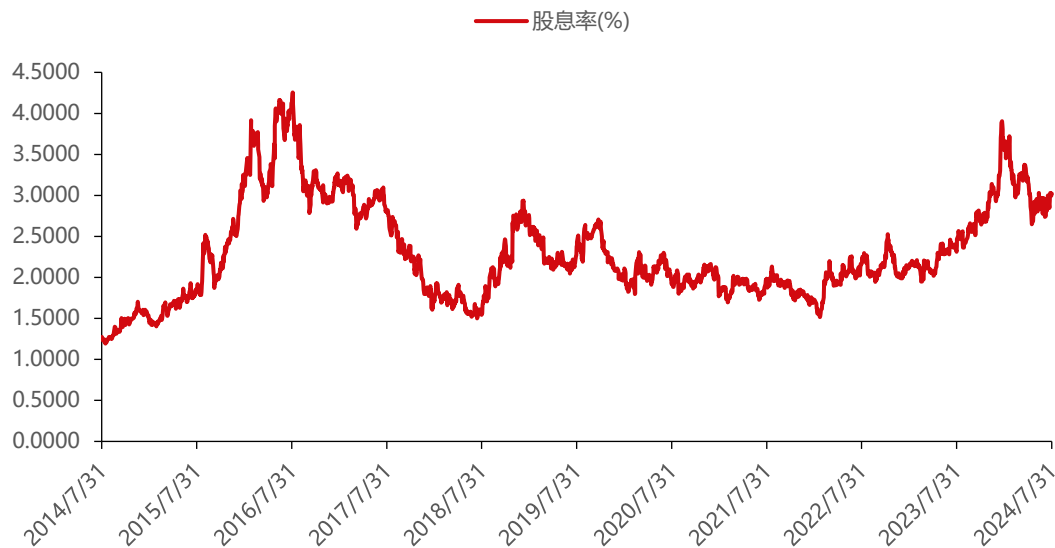
图表39: 2017-2023年康师傅经营性现金流(亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

在公司的现金储备方面, 近五年的现金及现金等价物分别为 173.98 亿/213.93 亿/158.39 亿/123.24 亿/67.55 亿, 公司在 2023 年度在投资活动与融资活动上净流出分别为 37.24/73.19 亿, 导致当年公司现金储备同比下降 54.81%。公司 2023 年分红达 30.55 亿, 我们认为虽然现金储备有所降低, 公司未来仍然具备分红条件。

公司在拥有较为稳定业绩及经营性现金流的同时, 现金储备充足, 且资本性支出不高, 这些均为康师傅能够持续向股东派发高比例股息提供了支持。2020-2023 年度公司现金分红比率分别为 98%/202.94%/171.21%/98.12%。基于 100%的分红率, 公司当前年股息率为 6.51%, 同时公司近五年的股息率都维持在优厚水平。我们认为, 公司高分红是一个可持续行为, 这实现了股东利益最大化的公司治理最终目标, 进一步巩固了其市场地位和品牌形象。

**图表40：2014-2024年康师傅股息率（%）**


资料来源：ifind，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

分业务来看，公司方便面业务方面，收入因2020年疫情下居家消费需求突增而高增16.64%达到295.10亿元之后，后续2021-2023年收入在正负5%以内小幅波动，三年增速分别为-3.60%/4.17%/-2.84%。我们认为，方便面需求量整体来说相对疲弱，但公司今年年中对方便面产品有提价动作，因公司在方便面行业内市占率领先，预计提价对销量影响有限，因此提价动作整体将会带来一定收入增量；另一方面，当前方便面行业主要通过新品带来增量，且新品主要定位高端。综上，我们预计2024-2026年公司方便面业务收入增速保持在2%的低个位数水平。

饮品业务方面，从体量和增速而言是公司目前更重点的业务线，2023年营收占比达到63.34%，2020-2023四年增速分别为4.72%/20.18%/7.89%/5.39%。根据公司2023年年报，饮品业务加速简历规模优势，茶、果汁、水、和碳酸品类均实现增长，并跟随健康化、无糖趋势，全面启动无糖茶、无糖碳酸、无糖咖啡等产品，展现出公司多元且灵活的产品战略以及对应的饮品业务经营效果。另外，公司在2023年11月对茶、果汁产品进行了提价，这也将对今年的饮品收入正增带来助力。综上，我们预计2024-2026年公司饮品业务收入增速为8%/6%/5%，在中高个位数水平。

业绩预测方面，因原材料和包材该阶段下价格走势总体平稳，未对毛利率产生压

力，公司又采取了提价措施，提振毛利率。假设原材料等成本在短中期仍保持相对平稳，且公司在近期已提价的情况下不会频繁再提价，我们预测公司毛利率 2024-2026 年分别为 31.2%/31.2%/31.1%。费用方面，因当下消费需求偏弱，行业竞争压力较大，销售费用投入基本保持与营收同步增长，我们预测公司销售费用率 2024-2026 年分别为 22.49%/22.43%/22.30%；公司管理费用率基本保持稳定，我们预测 2024-2026 年管理费用率分别为 3.21%/3.21%/3.21%。

## 4.2 估值与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 850.82/889.70/924.85 亿元，同比增速分别为 5.80%/4.57%/3.95%，归母净利润分别为 34.71/36.41/37.76 亿元，同比增速分别为 11.33%/4.92%/3.70%，EPS 分别为 0.62/0.65/0.67 元/股，3 年 CAGR 为 6.60%。鉴于公司行业龙头地位稳固，战略调整灵活、顺势而为，且持续高分红，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**消费恢复不及预期。**若消费环境整体不佳，或会导致食品饮料下各个子行业消费均疲弱以及企业业绩受损。

**食品安全风险。**行业历史上曾出现过影响较大的食品质量和食品安全问题，引起社会广泛关注。食安问题是行业底线问题，若出现将会给公司多方面带来负面打击。

**原材料价格上涨超预期。**如果公司上游原材料和包材价格超预期上涨，或带来较大的成本端压力，进而对公司毛利率和业绩造成负面影响。

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>24,027</b>	<b>20,474</b>	<b>24,968</b>	<b>28,200</b>	<b>31,882</b>
现金	12,336	6,786	11,838	14,501	17,660
应收票据及应收账款					
合计	1,808	1,580	1,991	2,082	2,164
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2,698	2,881	2,770	2,897	3,012
存货	5,255	4,385	5,134	5,368	5,588
其他流动资产	1,930	4,840	3,235	3,352	3,458
<b>非流动资产</b>	<b>34,422</b>	<b>32,676</b>	<b>31,845</b>	<b>30,297</b>	<b>28,231</b>
长期投资	708	625	625	625	625
固定资产	21,259	21,455	18,726	16,512	14,064
无形资产	3,788	3,710	3,300	3,057	2,730
其他非流动资产	8,667	6,887	9,195	10,103	10,812
<b>资产总计</b>	<b>58,449</b>	<b>53,150</b>	<b>56,813</b>	<b>58,497</b>	<b>60,113</b>
<b>流动负债</b>	<b>31,705</b>	<b>29,193</b>	<b>32,324</b>	<b>33,414</b>	<b>34,415</b>
短期借款	9,203	8,482	8,482	8,482	8,482
应付票据及应付账款					
合计	9,490	8,573	9,730	10,174	10,592
其他流动负债	13,011	12,139	14,113	14,758	15,342
<b>非流动负债</b>	<b>9,929</b>	<b>6,734</b>	<b>6,747</b>	<b>6,797</b>	<b>6,847</b>
长期借款	8,416	5,247	5,247	5,247	5,247
其他非流动负债	1,513	1,487	1,500	1,550	1,600
<b>负债合计</b>	<b>41,634</b>	<b>35,927</b>	<b>39,072</b>	<b>40,211</b>	<b>41,262</b>
少数股东权益	3,444	3,328	3,395	3,466	3,539
股本	236	197	197	197	197
资本公积与留存收益	13,136	13,698	14,149	14,623	15,115
归属母公司股东权益	13,372	13,895	14,346	14,820	15,311
<b>负债和股东权益</b>	<b>58,449</b>	<b>53,150</b>	<b>56,813</b>	<b>58,497</b>	<b>60,113</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4475</b>	<b>5495</b>	<b>11625</b>	<b>9256</b>	<b>9777</b>
净利润	3076	3517	3990	4186	4341
折旧摊销	3266	3449	4631	5248	5666
财务费用	446	519	591	577	567
其他经营现金流	-2312	-1990	2413	-755	-797
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3380</b>	<b>-3724</b>	<b>-2512</b>	<b>-2375</b>	<b>-2275</b>
资本支出	3451	3671	3787	3650	3550
其他投资现金流	-6831	-7395	-6299	-6025	-5825
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4618</b>	<b>-7319</b>	<b>-4061</b>	<b>-4219</b>	<b>-4343</b>
短期借款	1892	-722	0	0	0
长期借款	2066	-3169	0	0	0
其他筹资现金流	-8575	-3429	-4061	-4219	-4343
<b>现金净增加额</b>	<b>-3522</b>	<b>-5548</b>	<b>5051</b>	<b>2663</b>	<b>3159</b>

**利润表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>78,717</b>	<b>80,418</b>	<b>85,082</b>	<b>88,970</b>	<b>92,485</b>
营业成本	55,818	55,951	58,537	61,212	63,722
营业税金及附加	751	230	440	460	478
销售费用	16,810	17,883	19,135	19,953	20,628
管理费用	2,397	2,616	2,731	2,856	2,969
财务费用	446	519	591	577	567
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,496</b>	<b>3,218</b>	<b>3,648</b>	<b>3,912</b>	<b>4,120</b>
其他非经营损益	1,653	1,561	1,714	1,714	1,714
<b>利润总额</b>	<b>4,149</b>	<b>4,779</b>	<b>5,363</b>	<b>5,627</b>	<b>5,835</b>
所得税	1,073	1,263	1,373	1,441	1,494
<b>净利润</b>	<b>3,076</b>	<b>3,517</b>	<b>3,990</b>	<b>4,186</b>	<b>4,341</b>
少数股东损益	444	399	519	545	565
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,632</b>	<b>3,117</b>	<b>3,471</b>	<b>3,641</b>	<b>3,776</b>
EBITDA	7,860	8,747	10,585	11,453	12,068
EPS (元)	0.47	0.55	0.62	0.65	0.67

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.26	2.16	5.80	4.57	3.95
净利润(%)	-29.83	14.33	13.45	4.92	3.70
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.09	30.42	31.20	31.20	31.10
净利率(%)	3.91	4.37	4.69	4.70	4.69
ROE(%)	19.69	22.44	24.98	26.21	27.18
ROIC(%)	7.90	9.18	10.41	12.16	13.55
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.23	67.60	68.77	68.74	68.64
净负债比率(%)	31.41	40.31	10.66	-4.22	-20.86
流动比率	0.76	0.70	0.77	0.84	0.93
速动比率	0.53	0.41	0.53	0.60	0.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.35	1.51	1.50	1.52	1.54
应收账款周转率	43.53	50.90	42.73	42.73	42.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.55	0.62	0.65	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.98	2.06	1.64	1.74
每股净资产(最新摊薄)	2.37	2.47	2.47	2.47	2.47
<b>估值比率</b>					
P/E	20.29	17.13	15.39	14.67	14.15
P/B	3.99	3.84	3.84	3.84	3.84
EV/EBITDA	2.40	2.09	1.46	1.20	0.95

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼