

中國必需消費行業

招銀國際上海消費行業調研紀要

- ❖ 我們上周於上海組織了消費行業調研，拜訪了四家公司及參觀了高鑫零售(6808.HK, 未評級)一家已改造的門店，以下是旺旺(151.HK, 未評級)及高鑫零售的摘要。
- ❖ **旺旺(151.HK)** 旺旺管理層維持 FY19 同比提升毛利率兩至三個百分點，以及新產品銷售占比 2.5%-3% 的目標；並將部份毛利率提升所得投入於管道及新產品。
- ❖ **2HFY19E 毛利率同比漲幅較 1HFY19 大** 公司於 2018 年四月及五月就三大業務產品平均單價作出中單位數上調，基於整個半年度平均單價提升的貢獻，以及原材料和包裝材料價格沒有重大不利影響(紐西蘭恒天然全脂奶粉及本地白糖價格於過去六個月有所下跌)，管理層預期 2HFY19E 毛利率同比漲幅較 1HFY19 大，平均單價提升的效益將持續至 1HFY20E。
- ❖ **2HFY19E 淨利潤率可望上升** 管理層表示不會將 2HFY19E 毛利率漲幅所得全數投放於管道及新產品，廣告及推廣費用率於 FY19E 維持於 3-4%。所以，假如公司於 2HFY19E 收入增長能達到中單位數，我們預期淨利潤率同比上升。
- ❖ **新產品差異化可望帶動新產品銷售占比改善** 管理層預期在新產品差異化帶動下，目標是 FY19E 新產品銷售占比達到 2.5%-3%(1HFY19 為 2.5%)，該比率將高於過往數年的 2%。全球首發無菌包裝含乳霜淇淋冰品類產品“凍癡”新上市便取得過億收入，公司將於 FY20E 增加其產能。另一新產品“邦德咖啡”有多種口味，跟市場上產品的味道有所不同，公司並推出大瓶裝美式咖啡，填補了市場上的空白。米果類新產品“田舍米燒”以糯米製造，豐富了米果類產品組合，管理層指糯米類米果產品於日本占了米果市場份額的一半，所以認為田舍米燒或於中國市場具良好增長潛力。
- ❖ **新興管道成為增長動力** 於 1HFY19，電商管道及母嬰管道收入分別翻倍及達到雙位數增長，合共占 1HFY19 收入的 5%。另外，公司在 1HFY19 於學校、醫院、辦公樓等地點安裝了三千台自動售賣機，每台自動售賣機設有 46 條通道，售賣不同的零食及飲料。每台投資額低於兩萬元人民幣，現時每台平均每月帶來收入兩千元人民幣。公司目標於 FY20E 達到三萬台的規模，貢獻公司 1-2 個百分點的收入。
- ❖ **股息與股份回購** 管理層表示，自 2008 年上市以來，公司通過派息及股份回購共支付了 38 億美元，相當於公司一直以來累積經營現金淨流入總額的八至九成。我們認為這種高自由現金流的分紅率是利好的，根據彭博預測，公司於 FY19E 的自由現金流及每股派息分別為 37 億元人民幣及每股 0.141 元人民幣(相當於共派息 18 億元人民幣)，我們相信公司於 FY19E 的派息比率或股份回購方面具有上升空間。
- ❖ **首選股** 旺旺是我們的首選股，原因是：(1)在宏觀不明朗下，公司於 2HFY19E 取得毛利率同比漲幅大於 1HFY19 的可預見性較高，基於公司一般儲備四至六個月的原材料及於四、五月份提高平均售價；(2)公司致力於品牌年輕化、挖掘新興管道及產品差異化，預期 FY19E 新產品銷售占比達到 2.5%-3% 水準並優於過去數年的 2% 水準；(3)2010 年起中國出生人口上升，對收入五成以上來自小孩的旺旺有利；(4)根據彭博預測，旺旺於 FY19E 每股盈利增速為 11%，目前估值為 FY19E 17.3 倍市盈率，低於歷史平均的 23 倍及行業平均的 22.7 倍。新產品及新興管道於 1HFY19 各自分別貢獻了按產品及管道計算收入增長的一半。我們認為公司估值便宜，新產品及新興管道可望帶動公司持續錄得收入增長，帶來估值上調的催化劑。

同步大市

葉建中，CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

中國必需消費行業

旺旺股價表現



資料來源：彭博

高鑫零售股價表現



資料來源：彭博

高鑫零售(6808 HK) 我們參觀了上海楊浦區龍口路歐尚大賣場，一樓部份於九月份進行改造並已於十月五日重開。在改造後，該店一樓大部份品類沒有變化，在沒有下雨的日子，該店平均每日交易筆數較改造前提升了 4-5%。現時該店每日交易筆數超過一萬，客單價在 80-100 元人民幣。

歐尚一分鐘 這是售賣食品飲料的便利店。食品及飲料品類仍然在大賣場的二樓售賣。歐尚一分鐘讓顧客更便捷地購買食品飲料，顧客還可以使用自助收銀機付款。

與蘇甯的合作 高鑫與蘇寧在 6 月 30 日達成戰略合作之後，家電部門已改名並由蘇寧進行管理，期望利用蘇寧在家電行業的專業，以提升家電部門的增長動力。

淘寶心選 良好產品設計和高性價比為淘寶心選的市場定位，屬於公司本身日用家品類的一次調整及升級。

浴室用品、廚房用品及家品部 該部銷售得以提升，主要歸因於大賣場經改造後，能更有效地向顧客展示產品，讓顧客更容易找到所需商品。在改造前，該部產品的展示方式與傳統大賣場沒有分別。該部所有品類在改造後銷售均有所改善，特別是鍋類的產品，其銷售增長達雙位數，是所有品類中表現最好的。

圖 1：歐尚一分鐘設在門口吸引客流



資料來源：CMBIS

圖 2：淘寶心選



資料來源：CMBIS

圖 3：家電部由蘇甯負責營運



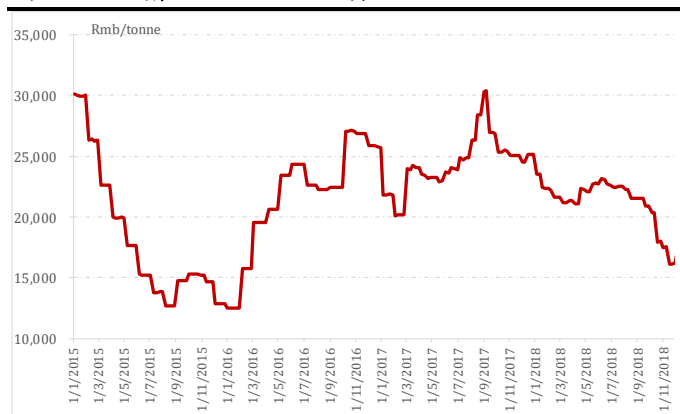
資料來源：CMBIS

圖 4：浴室用品部



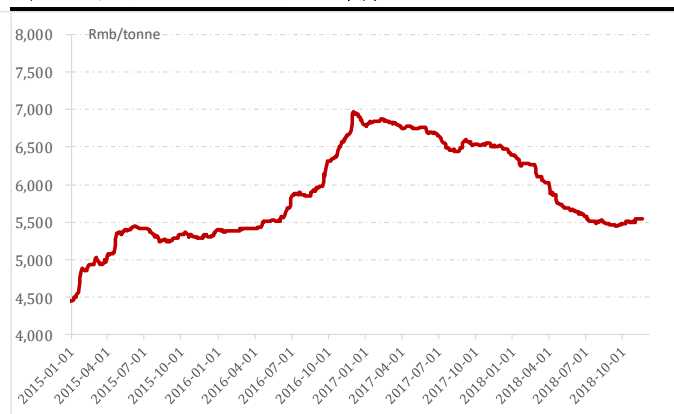
資料來源：CMBIS

圖 5：紐西蘭 GDT 全脂奶粉價格



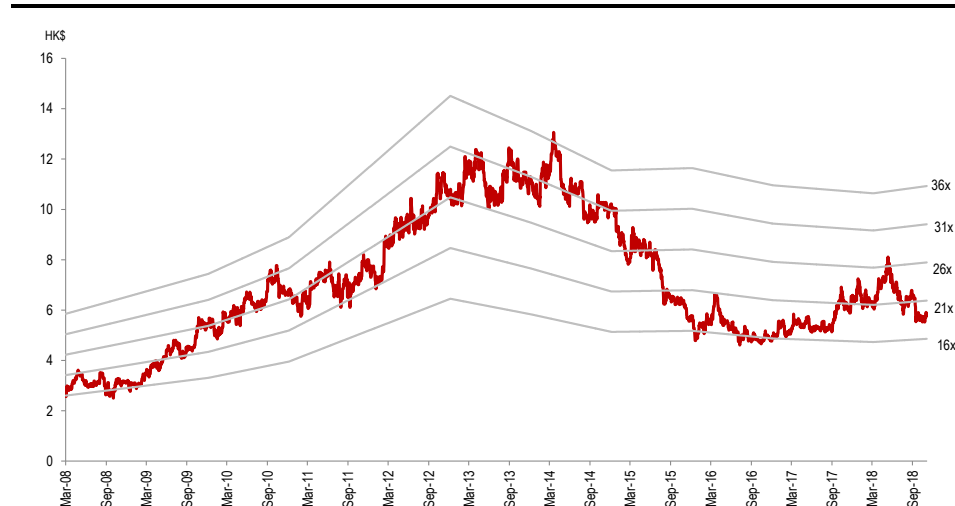
資料來源：彭博，CMBIS

圖 6：中國大陸一級白糖經銷價



資料來源：Wind，CMBIS

圖 7：旺旺市盈率區間圖



資料來源：彭博預測，CMBIS

圖 8：高鑫零售市盈率區間圖



資料來源：彭博預測，CMBIS

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。