

维他国际分析

维他奶国际 (00345.HK)

维他奶是香港家喻户晓的饮料品牌，

该豆奶饮料自 1940 年开始在香港生产，

而今生产厂房已遍及中国大陆、香港、澳洲和美国。

维他奶现时由香港上市公司维他奶国际集团有限公司 [00345.HK] 管理，

产品种类涉及果汁、牛奶、茶类饮品，汽水、蒸馏水及豆腐等。

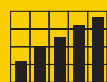
公司目前以“维他奶”与“维他”两大品牌为主，

其他品牌包括山水、钙思宝、清心栈、NASOYA、AZUMAYA 及统一，

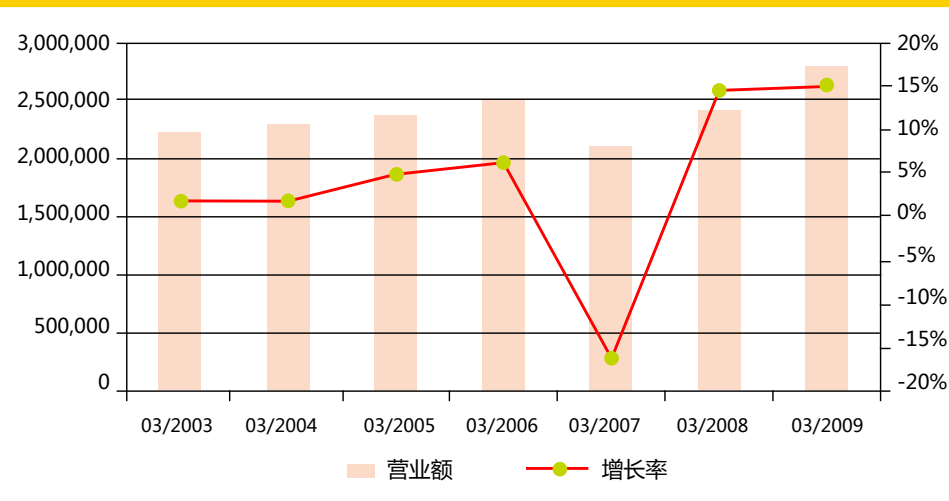
在香港、内地、北美、澳洲新西兰及新加坡从事饮料及大豆食品业务。



从管理风格来说，维他奶的管理层无疑是属于稳健谨慎的，无论是 95 年的维他奶变味事件还是 08 年的三聚氰胺事件，维他奶都能在逆境中赢得发展。尤其是三聚氰胺事件中，公司的产品通过了政府、公司，甚至传媒机构的独立测试，事后维他奶的销量直升，其中广州、深圳两大重点销售城市销量甚至翻番。



维他奶 2003-2009 年营业额及增长情况



但也正因为如此，公司即使在香港的饮料行业有超过半个多世纪的经验，其在中国内地市场的扩展步伐仍相对较慢，公司目前仅在上海和深圳设有厂房，占华南豆奶市场 80~90%，华东市场则占 30~40%。

另外，我们从公司的派息风格也有迹可循，维他奶基本保持很高的股息支付率，在过去数年中期末息年年不落，而且每年都派发特别息。

维他奶 03/2008-03/2009 财年上半年销售额同比增长 60%，环比增长 87%，是过去数年中最好的，中国区业务俨然已成了整个集团公司增长的“火车头”。

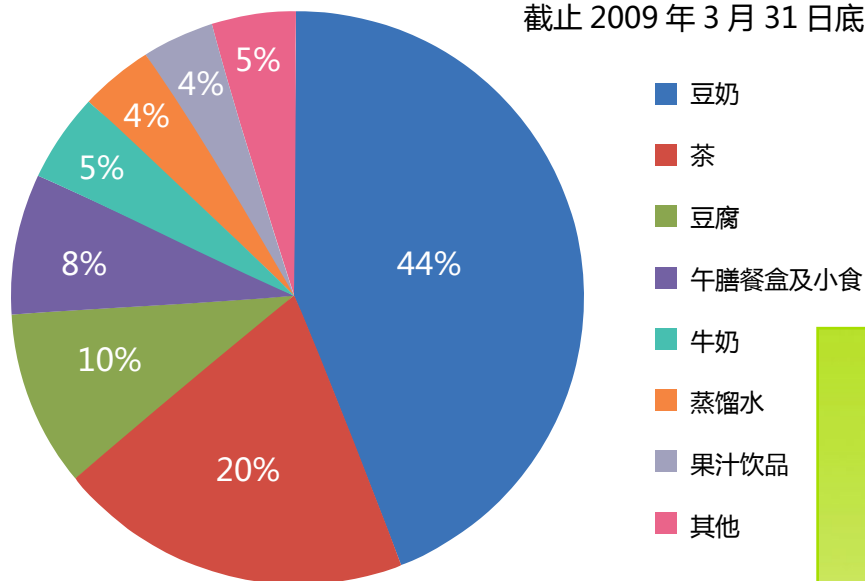


(单位：港仙)	中期股息	末期股息	特别股息	加总 DPS	EPS	派息率
2003	2.8	5.7	5.0	13.5	14.3	94%
2004	2.8	5.7	5.0	13.5	11.8	114%
2005	2.8	5.7	10.0	18.5	12.2	152%
2006	2.8	6.7	10.0	19.5	17.2	113%
2007	2.8	6.7	10.0	19.5	17.3	113%
2008	2.8	8.7	10.0	21.5	20.9	103%
2009	2.8	9.0	10.0	21.8	21.4	102%



多样化的产品

截止 2009 年 3 月 31 日底



超过半个世纪的专业经验，

维他奶已在海内外逐步建立了专业的生产商地位，产品种类非常丰富。在上图中，豆奶和茶仍是公司的主打产品，占总销售额比重超过了六成，同时豆腐、牛奶、午膳餐盒及小食也逐步成为重要的补充。

在香港，维他奶国际的品牌包括“钙思宝”、“清心栈”、“山水”系列，各于本地市场占有领导性地位。在澳洲，SO MILKY 品牌的发展亦相当成功，赢得一众支持者。

在北美，维他奶美国公司以“维他”、“山水”、NASOYA 和 AZUMAYA 等品牌供应一系列豆类产品，包括豆腐、天然豆制产品、甜品、意大利粉及面食等。

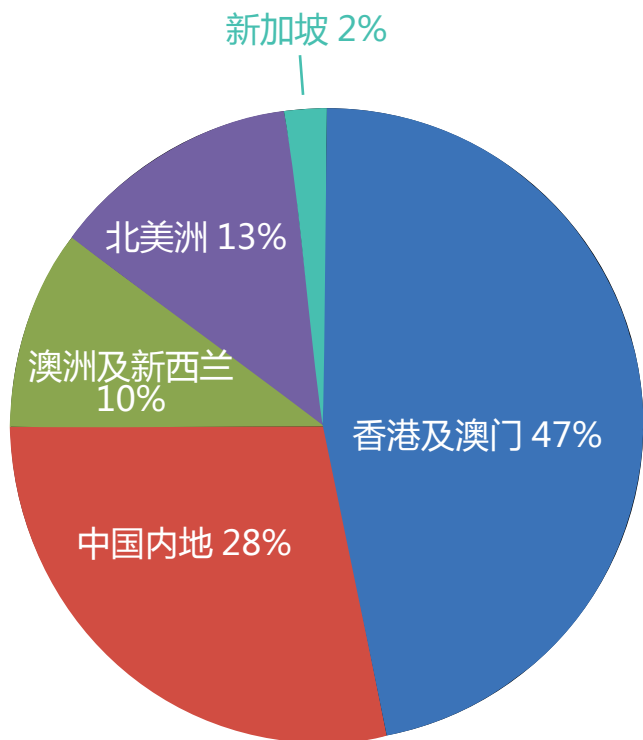
于 2008 年 4 月，维他奶集团在新加坡收购统一食品，进一步打入当地日益增长的豆品市场及提供各款大豆食品及饮料。



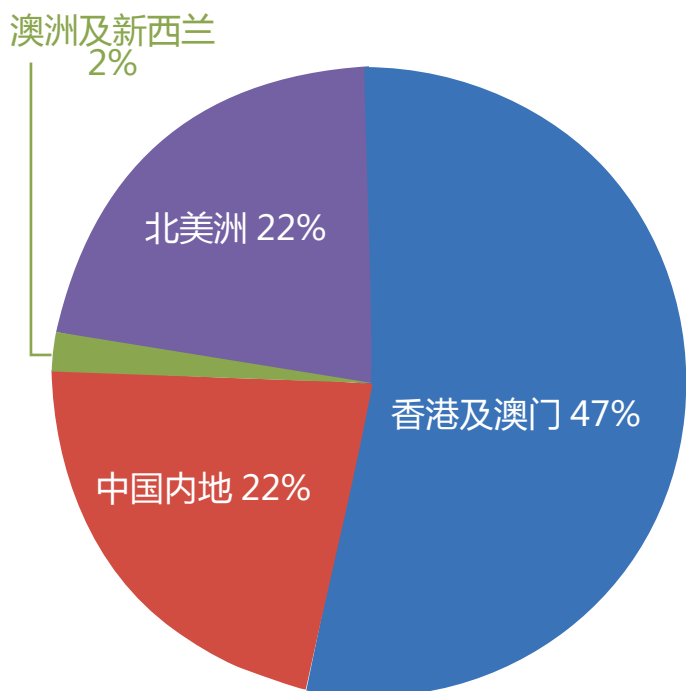
SOYA MILK

- ✓ RICH IN SOYA PROTEIN
- ✓ LOW IN SATURATED FAT
- ✓ NO PRESERVATIVES ADDED
- ✓ NO CHOLESTEROL
- ✓ NON-GENETICALLY ENGINEERED SOYA BEAN
- ✓ GOOD FOR VEGETARIANS
- ✓ NON DIARY



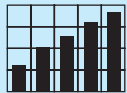


在图中，我们看到从 2002 年到 2009 年，中国内地和澳洲市场稳步上升，香港仍是其最主要的市场，而北美洲市场却出现萎缩。历经三聚氰胺时间后，尽管奶业产品在 09 年开始反扑，但内地市场份额仍上升到了 28%，半年营收达到 4.38 亿，同比增长 40%，成为仅次于港澳的第二大市场。未来公司计划将投资重点放于华南设厂，其次为香港、澳洲及新加坡。



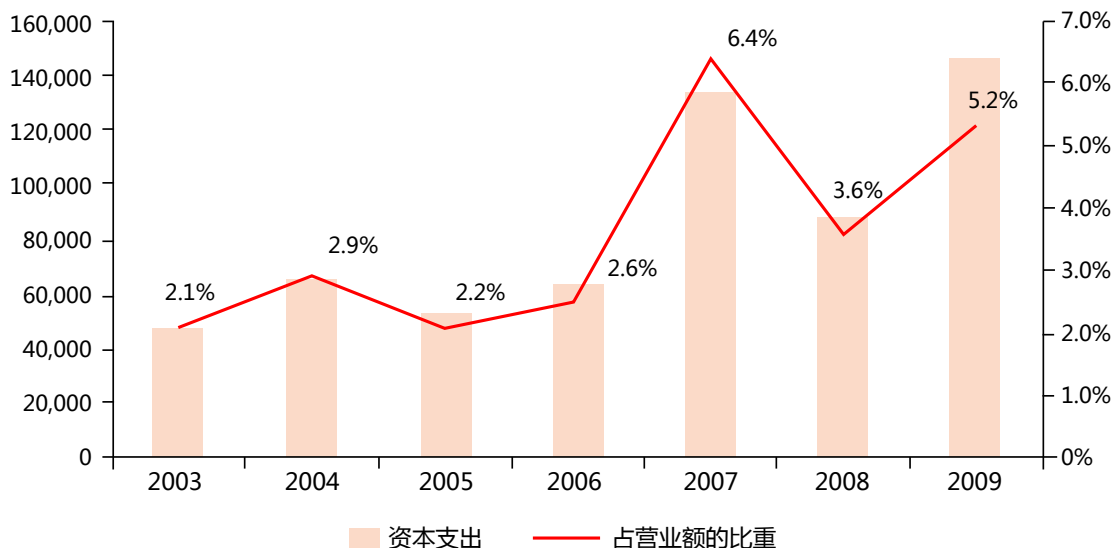
但另一方面我们也看到，经过多年耕耘的香港市场日渐饱和，成长空间有限，基本保持个个位数的增长，2009 年 3 月—9 月的营业额仅同比增长 2%。为了维持增长，公司一方面积极丰富产品线，不断推出高附加值的产品，例如去年香港团队在市场上推了出约十款新产品；另一方面就是开发新的业务，如在学校旁边开办小食部，供应午餐，在经营效率方面则通过安装新型包装机提高生产效率等。

另外，截止 2009 年 9 月底的中期业绩中，公司的北美业务终于在数年的亏损中转亏为盈，录得小额溢利 100 万元，但 1.97 亿港币的营业额却同比下降 6%。主要是因为公司在 2008 年第四季决定退出一直在亏损、在主流市场销售的无菌豆奶业务，集中发展豆腐及面食 / 面皮等核心产品，正在研制的新产品旨在更广泛地使用豆腐作为日常饮食中摄取蛋白质及其他营养的健康替代品。主流市场的豆腐业务，以领先品牌 NASOYA 及 AZUMAYA 为主，持续录得强劲增长。



2003年3月-2009年3月维他奶的资本支出

单位：千港元



从上图我们可以看出，从2003-2009年，除了07和09年外，维他奶的资本支出很少超过1亿，而其占营业额的比重也在7%以下，最高的2007年也仅为6.4%。而维他奶之前表示2010年将在香港和大陆分别投资2亿，2011年还加追加大陆投资2亿添加设备，投资风格相对过去激进，新设备有望提高生产效率降低成本。此外，公司于内地的营销费用也较同期出现上升。

而随着公司于内地的新厂房产能持续提升，并加快于湖南、福建及广西等地区销售拓展，预期内地业务收入将可进一步提升，带动业绩增长。



中国十大豆奶品牌

排名	品牌	备注
1	维维豆奶	维维集团组建于 1992 年
2	黑牛	黑牛集团 1998 年于广东汕头成立
3	杨协成	100 年历史的新加坡杨协成集团
4	维他奶	于 1940 年香港始建
5	雅士利	广东雅士利集团股份有限公司
6	雅芙	深圳市雅芙食品有限公司
7	冰泉	广西名牌
8	力源	山东力源食品有限公司出品
9	永和豆浆	1985 年始建于台湾
10	完达山	完达山乳业系北大荒集团控股公司（其中北大荒集团、台湾统一集团各持 66% 和 34% 股份）

尽管目前维他奶的主要市场仍集中于华南和华东，但仍无碍于其成为中国内地十大豆奶品牌之一。

从未来发展部署来看，中国内地市场将是维他奶的重心。首先，公司在南中国市场打好了良好的基石，根据 CTR 提供的数据，维他奶在占据了广州豆奶市场消费量份额 67%，占据深圳豆奶市场消费量份额的 81.2%。其次，除华南、华东市场外，维他奶在其他地区开发度很低，巨大的市场空间是发展的契机。另外，豆制品健康知识的普及，越来越多的消费人群开始接受豆奶产品。

有专家认为，中国人早餐更适合喝低脂肪、低胆固醇的豆奶。豆奶有营养，低脂肪、低胆固醇，还含有激发大脑活力的“大豆卵磷脂”，非常适合早餐饮用。早餐喝豆奶，是一种健康饮食新趋，也是中国人对自己优秀传统饮食文化的回归。



除此之外，近年越来越多的研究也证明豆制品具有极高营养价值，在全球发达地区和国家，豆制饮品拥有广大的消费群。香港地区以及新加坡、日本、美国、澳大利亚等国家，人均包装豆奶的饮用量大约是内地人均饮用量的10倍或更多，因此豆奶市场还有很大的空间可供挖掘。



在过去维他奶的宣传策略有误，全产品线铺开，摊子太大没有重点。现在公司在国内市场采用了“核心业务、核心品牌、核心产品”的宣传策略，公司还在品牌建设和消费引导方面大下苦功，去年8-9月，公司在华东地区力推动一项策略性品牌推广活动，透过宣传刊物、电视、公共交通工具及网络广告宣传新产品。

与此同时，在细分市场方面，公司相继推出了黑豆奶和纤益豆奶，公司还表示，计划今年度推出10至12款新产品。维他奶中国市场总监刘思东认为，自2008年维他奶、杨协城先后推出黑豆豆奶之后，豆奶市场就一直风平浪静鲜有新品推出。相比概念层出不穷的乳业，豆奶市场因为鲜有竞争者而一直保持不温不火的态势。维他奶此次主动出击，可见其对内地市场的志在必得。

维他奶目前除了香港的一间工厂，维他奶还在深圳与上海拥有工厂，分别满足华东与华南地区需求。公司表示，二、三线城市是新重点，关键在于提升产品知名度及拓展分销网络。另外，维他奶现还考虑在东北建设自有的大豆生产基地。



海外市场由于汇率问题，可能会出现以本币计算的销售上升，但兑换成港币后却下降的现象，例如去年的澳新市场就因为澳元贬值出现下降。但从产品来看，豆奶及米奶品类已经在澳洲市场获得成功，“SO Milk”的米奶品牌深入人心，而公司对销售渠道的梳理又为其拓展创造了条件。总的来说，除了汇率风险外，公司在澳洲市场仍将持续获得发展。

美国市场，公司在退出主流豆奶市场后终于成功扭亏，但也因如此，其营业额出现下降，未来我们关注剩余业务的盈利以及毛利状况。

新加坡是维他奶的第五大市场，尽管新加坡经济在 08-09 年出现衰退，但维他奶仍在该地获得增长，主要源于其在市场的领导地位以及多样化的产品组合。

维他奶于 2008 年 3 月收购了新加坡的统一食品（Unicurd），统一食品为新加坡知名的私营豆制品制造商及分销商，稳占新加坡包装豆腐制品市场份额约 60%，居市场领导地位。自 1980 年成立以来，统一食品一直以经营轻怡健康的豆品为主，当中包括豆腐、豆腐花、豆奶、油豆腐、面条及腌制产品等。统一食品更已成功打进国际市场包括欧洲、亚洲、新西兰、南非及杜拜等地。



中期业绩财务分析（单位：千港元）

指标	截止 9 月 30 日止六个月		百分比变动
	2009	2008	
营业额	1,561,016	1,437,325	8.6%
毛利	774,712	650,037	19.2%
其他收入	29,067	37,071	-21.6%
经营溢利	209,381	148,265	41.2%
股东应占溢利	141,115	96,800	45.8%
EPS (港仙)	13.8	9.5	45.3%
每股净资产 (港元)	1.37	1.38	-0.7%
毛利率	49.6%	45.2%	9.7%
净利率	9.0%	6.7%	34.2%

截至 2009 年 9 月底止维他奶的中期营业额按年上升 8.6% 至 15.6 亿元(港币,下同),由于成功控制得力,毛利和纯利分别上升 19.2% 和 45.8%,剔除非经常性拨备令基数较低的影响,税前盈利亦有 22% 的升幅。

与此同时,由于商品及其他原材料价格下跌,以及有效地控制成本,毛利率提升至 50% (上年同期:45%)。期间经营费用为 5.95 亿元,同比上升 10%。推广、销售及分销费用为 3.95 亿元,上升 17%。行政费用为 1.1 亿元,上升 6%。其他经营费用为 9000 万元,而上年同期则为 9600 万元。期间未计利息、税项、折旧及摊销费用前盈利为 2.59 元,上升 31%,占销售净额 17% (上年同期:14%)。



经营溢利率	截止 9 月 30 日止六个月		百分比变动
	2009	2008	
香港及澳门	19.3%	14.9%	+4.4%
中国内地	16.7%	14.7%	+2.0%
澳洲及新西兰	15.2%	18.2%	-3.0%
北美洲	0.5%	-2.8%	+3.4%
新加坡	16.1%	12.9%	+3.2%
经营溢利率	13.4%	10.3%	+3.1%

上表中,香港和新加坡市场经营多年,毛利率较高,而内地市场进入扩张期,未来还有更多的资本及销售推广费用支出,难得的是其毛利率表现仍然非常好,仅次于香港市场。

销售方面,除北美洲外,维他奶全球业务均录得增长,出口销售增长 10%,东南亚市场表现突出,尤以新加坡和马来西亚为甚。香港及澳门方面,在多项以年青人为主的大型市场推广活动下,总销售净额为 7.37 亿元,增长 2%。新加坡方面,销售额为 3100 万元,增长 2%。

中国内地方面,凭着著名之维他奶品牌定位及分销策略优势,销售额增加 40%。

由于内地销售额大幅上升 40%,华南地区市场需求迅速增长对产能构成压力,管理层正考虑计划在广东省兴建第二间厂房。

该公司行政总裁黎信彦指出,内地业务占集团总收入的比重已升至 28%,去年同期为 20%。他相信,未来 3~4 年该部分业务占比可进一步增至 38%~40%,并预料香港业务的重要性会相对下降,占总收入 35~40%,余下则由其他国家业务摊分。

澳洲及新西兰业务以当地货币计算录得 12% 增长,但由于澳元贬值,以港币计算则销售额轻微下降 1%。

北美洲方面,由于公司已于年初结束主流豆奶业务,销售收入下降 6%。而核心品牌食品业务以及亚裔市场豆腐和饮品进口业务强劲增长,使该地业务扭亏为盈,有小幅溢利。



尽管全球复苏前景未明，但我们相信未来公司仍将保持稳定增长。历史表明，公司在过去几度危机中均保持增长，98年亚洲金融危机，公司销售增长11%，2001-2002年科网股泡沫破灭以及911危机，公司销售增长8.9%。



最近一个财政年度同业财务指标比较 (单位：%)

代码	公司	毛利率	净利率	ROA	ROE	资产负债率	市盈率(TTM)
0345.HK	维他奶	46.0	7.8	10.3	16.9	39.0	24.8
2319.HK	蒙牛	19.6	-4.0	-8.4	-21.2	60.5	—
0220.HK	统一	34.1	3.7	4.8	6.0	19.4	42.8
1886.HK	汇源	32.2	3.2	1.2	1.9	36.2	76.4
0151.HK	旺旺	38.4	16.9	18.4	28.2	34.6	33.0
0322.HK	康师傅	32.2	6.1	8.8	21.6	47.0	59.2
600887	伊利	26.8	-7.8	-15.2	-60.5	72.6	—
600300	维维	17.3	1.8	3.4	2.3	35.0	120.0

结合以上数据，我们发现维他奶财务指标最好，领先于同业。

维他奶2009年3月的毛利率高达46%，到了9月已上升至近50%，远高于内地龙头维维豆奶。另一方面，维他奶的稳定的盈利增长和超高的派息率又可令投资者进退皆宜，但其估值却并不高。

公司 24.8X 的静态市盈率低于同业（A 股的维维股份预估为 28X，康师傅约为 33X，汇源约为 52X），我们保守预测其 2010 年的 EPS 为 29.67 港仙，动态市盈率即约为 17.8X（由于春节前后是维他奶的销售旺季，09/2009-03/2010 年的每股盈利将较上半年高）。

今年在外需环境严峻、投资高增长不可持续的情况下，居民消费将成为“扩大内需”中最重要的一环。从全球行业看，豆奶属于新兴行业，虽然豆奶目前的表现不如牛奶，但是其发展前景仍相当广阔。按中国食品发酵工业研究院预计，2010-2015 年间国内豆奶及其制品人均消费将以 6.1% 的速度增长，豆奶产能也有望从目前的 45 万吨扩产到百万吨。

公司近两年的营业额增长率基本保持在 15%，今年在促内需的国策下，维他奶大力拓展内地市场，我们将其营业额增长率保守调高至 16%，虽然其对主要原料大豆成本的控制（南美大豆的丰收有望抑制大豆价格上涨）和新机器的投入使用将降低生产成本，但由于其较高的资本开支，我们仍将其净利率维持于 9%，测算出的 2011 年的 EPS 约为 0.345 元，动态 PE 为 15X；若将其调高至 20X，对应的股价应为 6.9 元。

风险

1) 大豆价格

由于大豆是制作豆奶的主要原料，因此大豆价格的涨跌对公司业绩影响较大，

2) 澳元走势

由于公司业绩以港元计算，因此澳元走势也对其盈利有一定影响，目前澳元已从低位反弹，相信未来澳洲业务将保持平稳。

3) 牛奶与豆浆双面夹击

目前，消费者普遍认为豆奶没有牛奶营养价值高，又比不上豆浆价格低廉。一年多前三聚氰胺门带来稍纵即逝的机会，但整个豆奶行业并未如冀望的那样大展宏图。而豆奶还遭遇豆浆的分流，豆浆以其低廉的价格让九阳在消费者心目中战胜了维维和维他奶。

