

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

达利食品 (3799 HK)

业绩符合预期; 22财年可能提价

- 中短保面包销售继续增长
- 可能会提价以抵消原材料成本上涨
- 基于原材料成本上涨, 维持买入评级, 但目标价下调至4.7港元

21年下半年销售和净利润符合预期

达利公布21年下半年营收为人民币110.07亿元, 同比增长1.9%, 较我们预期高1.3%。21年下半年归母净利润为人民币17.12亿元, 同比下降13.2%, 较我们预期低2.0%。21年下半年毛利润率为34.8%, 同比下降3.8个百分点, 较我们预期低1.0个百分点。21年下半年EBIT利润率为21.2%, 同比下降3.1个百分点, 较我们预期低0.8个百分点。

短保面包和豆奶收入强劲增长

21年下半年家庭消费板块同比增长16.2%至人民币19.57亿元。21年下半年美焙辰(短保面包)同比增长44.8%至人民币7.76亿元, 而植物奶(豆本豆)同比下降3.5%至人民币11.81亿元。美焙辰的增长主要由受到消费者好评的中保面包等新产品所推动。我们估计21年下半年每个销售点平均销售额同比增长4%。休闲食品板块营收同比下降5.4%至人民币50.83亿元, 考虑其业务已经非常成熟, 这并不令我们意外。21年下半年即饮饮料销售额同比增长1.8%至人民币29.13亿元, 受能量饮料乐虎推动。

迄今为止, 达利受新冠疫情的影响相对较小

管理层表示, 2022年1月和2022年2月的销售有所增长, 但2022年3月在疫情回弹下的销售因产品而异。部分产品销售下降, 但新鲜面包和烘焙食品等其他产品的销售增加, 原因是消费者在疫情封区前囤积了食品。达利指引22财年将实现个位数至双位数的同比营收增长。

如果成本上涨超过预算, 达利可能会提价

21年下半年的毛利润率下降至34.8%, 同比下降3.8个百分点, 较我们预测低1.0个百分点, 部分原因是原材料成本上升和来自美焙辰的占比增加。所有业务板块的毛利润率同比下降。尽管原材料成本在22财年应该会保持在高位, 但管理层对此相对乐观, 原因是他们认为许多原材料成本似乎正在见顶。公司对PET等石油相关的商品的敞口相对较低, 仅占销售成本的2%。达利不排除因原材料价格上涨超预期而提价的可能。

维持买入评级; 目标价下调至4.7港元

我们将22/23财年每股盈利预期下调5.2%/3.1%, 反映对原材料成本上升的假设。基于14.1倍22财年目标市盈率(先前为14.1倍), 我们将目标价降至4.7港元(先前为4.9港元)。达利股价低于五年平均水平2个标准差, 接近历史低点。维持买入评级。催化剂: 新产品的销售好于预期; 利润率扩张; 并购。风险: 原材料成本上升。

盈利预测及估值

截至12月31日 (人民币百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	20,962	22,294	24,734	26,561	28,638
同比增长	-1.9%	6.4%	10.9%	7.4%	7.8%
可归属净利润	3,849	3,725	3,718	4,116	4,394
每股盈利(人民币)	0.28	0.27	0.27	0.30	0.32
同比增长	0.2%	-3.2%	-0.2%	10.7%	6.8%
市盈率(x)	11.7x	12.1x	12.1x	10.9x	10.2x
ROE	22.8%	20.3%	18.4%	18.6%	18.1%
净负债率	-68.2%	-59.1%	-71.5%	-74.5%	-76.9%
股息率	4.0%	4.1%	4.1%	4.6%	4.9%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测; 股价截至2022年3月28日

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711

Johnnywong@csmchina.com.hk bryanwang@csmchina.com.hk

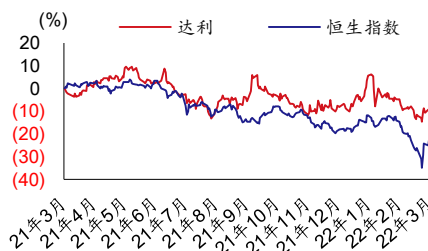
最新变动

21年业绩符合预期; 维持买入评级; 因原材料价格上涨而下调目标价至4.7港元

买入

前次评级	买入
股价(2022年3月28日)	4.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	4.7港元 (+16.4%)
前次目标价	4.9港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2022年3月28日

%	1m	6m	12m
3799 HK	(2.4)	(9.9)	(10.9)
HSI	(4.5)	(11.5)	(23.5)

行业: 消费

恒生指数(2022年3月28日)	21,685
国企指数(2022年3月28日)	7,396

重要数据

52周股价区间(港元)	3.77 - 4.98
市值(百万港元)	54,913
日均成交量(百万股)	6.19
每股净资产(人民币)	1.40

主要股东

DIVINE FOODS LTD	85.0%
总股数(百万股)	13,694
自由流通量	15.0%

相关报告

1. 中国食品饮料行业-部分原材料价格见顶而其他继续上(推荐)(2022/3/1)
2. 达利食品(3799 HK)-尽管市场已经成熟, 但达利的市场份额继续增长(买入)(2022/1/27)

图表1: 业绩总结表

单位: 百万人民币	21财年下半年招证香港预测	21财年下半年实际	不同%	同比%	21财年招证香港预测	21财年实际	不同%	同比%
营业收入	10,866	11,007	1.3%	1.9%	22,153	22,294	0.6%	6.4%
成本	-6,981	-7,176	2.8%	8.2%	-13,943	-14,138	1.4%	11.1%
毛利	3,886	3,830	-1.4%	-8.2%	8,211	8,156	-0.7%	-1.0%
其他收益	560	631	12.7%	39.9%	1,358	1,429	5.2%	37.8%
分销费用	-1,772	-1,843	4.0%	7.8%	-3,814	-3,884	1.9%	9.2%
行政费用	-290	-288	-0.8%	-0.2%	-631	-628	-0.4%	3.7%
经营利润	2,383	2,331	-2.2%	-11.3%	5,124	5,072	-1.0%	-0.9%
净财务成本	-37	-49	34.2%	462.5%	-74	-86	17.1%	800.8%
税前利润	2,346	2,281	-2.8%	-12.9%	5,051	4,986	-1.3%	-2.4%
所得税费用	-600	-569	-5.2%	-12.0%	-1,291	-1,260	-2.4%	0.2%
净利润	1,746	1,712	-2.0%	-13.2%	3,759	3,725	-0.9%	-3.2%
以下人士应占								
归母净利润	1,746	1,712	-2.0%	-13.2%	3,759	3,725	-0.9%	-3.2%
非控股股东权益	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.	n.a.
每股盈利(人民币)	0.13	0.13	-2.0%	-13.2%	0.27	0.27	-0.9%	-3.2%
营收拆分								
家庭消费(美焙辰、豆本豆)	1,852	1,957	5.6%	16.2%	3,531	3,635	3.0%	22.7%
休闲食品(达利园、好吃点、可比克)	5,052	5,083	0.6%	-5.4%	9,911	9,943	0.3%	-2.7%
即饮饮料(和其正、乐虎及其他)	3,077	2,913	-5.3%	1.8%	6,760	6,596	-2.4%	6.8%
其他	885	1,055	19.1%	19.1%	1,951	2,120	8.7%	31.8%
利润率(%)								
毛利率	35.8%	34.8%	-1.0ppt	-3.8ppt	37.1%	36.6%	-0.5ppt	-2.7ppt
经营利润率	21.9%	21.2%	-0.8ppt	-3.1ppt	23.1%	22.8%	-0.4ppt	-1.7ppt
税前利润率	21.6%	20.7%	-0.9ppt	-3.5ppt	22.8%	22.4%	-0.4ppt	-2.0ppt
净利润率	16.1%	15.6%	-0.5ppt	-2.7ppt	17.0%	16.7%	-0.3ppt	-1.7ppt
主要费用率								
其他收入及收益	5.2%	5.7%	0.6ppt	1.6ppt	6.1%	6.4%	0.3ppt	1.5ppt
销售及经销开支	16.3%	16.7%	0.4ppt	0.9ppt	17.2%	17.4%	0.2ppt	0.5ppt
行政开支	2.7%	2.6%	-0.1ppt	-0.1ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt	-0.1ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 预测调整表

单位: 百万人民币	2022E			2023E			2024E
	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%	新预测
销售	23,743	24,734	4.2%	25,458	26,561	4.3%	28,638
毛利	8,775	8,686	-1.0%	9,489	9,475	-0.1%	10,291
毛利率	37.0%	35.1%	-1.8ppt	37.3%	35.7%	-1.6ppt	35.9%
经营利润	5,342	5,052	-5.4%	5,780	5,582	-3.4%	5,952
经营利润率	22.5%	20.4%	-2.1ppt	22.7%	21.0%	-1.7ppt	20.8%
归母净利润	3,921	3,718	-5.2%	4,247	4,116	-3.1%	4,394
净利润率	16.5%	15.0%	-1.5ppt	16.7%	15.5%	-1.2ppt	15.3%
每股盈利(人民币)	0.29	0.27	-5.2%	0.31	0.30	-3.1%	0.32
营收拆分							
家庭消费(美焙辰、豆本豆)	4,060	4,558	12.3%	4,588	5,150	12.3%	5,923
休闲食品(达利园、好吃点、可比克)	10,110	10,141	0.3%	10,312	10,344	0.3%	10,551
即饮饮料(和其正、乐虎及其他)	7,427	7,438	0.1%	8,198	8,210	0.1%	9,021
其他	2,146	2,597	21.0%	2,361	2,857	21.0%	3,143
总共	23,743	24,734	4.2%	25,458	26,561	4.3%	28,638
主要费用率(%)							
其他收入及收益	6.0%	5.9%	-0.1ppt	6.3%	6.4%	0.1ppt	6.3%
销售及经销开支	17.6%	17.8%	0.2ppt	18.0%	18.2%	0.2ppt	18.6%
行政开支	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.8%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表3: 目标价与估值表

达利估值表

股价	4.0	日期	28/3/2022
港币/人民币汇率	0.82		

	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利(人民币)	0.27	0.27	0.30	0.32
市盈率	12.1x	12.1x	10.9x	10.2x
每股盈利复合增长率 (从19财年起)	-1.5%	-1.1%	1.7%	2.7%
PEG	-8.0x	-11.3x	6.3x	3.8x

目标价计算

22财年目标市盈率	14.1x
目标价(港元)	4.7
上升空间	16.4%
股息率	4.1%
总回报率	20.5%

评级 买入

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

财务报表

资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	5,111	5,310	5,370	5,421	5,464
使用权资产	691	703	703	703	703
投资物业	226	217	217	217	217
预付款项	87	365	409	435	467
其他非流动资产	64	49	55	60	63
非流动资产总值	6,179	6,643	6,753	6,835	6,913
库存	1,075	1,194	1,278	1,335	1,457
应收账款	900	1,371	1,032	1,090	1,187
其他金融资产	732	1,551	1,551	1,551	1,551
银行结余及现金	13,825	16,646	20,365	22,520	24,761
流动资产总值	16,532	20,762	24,226	26,495	28,956
资产总值	22,711	27,405	30,979	33,330	35,869
应付款项	984	1,028	1,322	1,405	1,507
其他应付款及应计费用	1,597	1,190	2,412	2,564	2,750
银行借款	1,918	5,273	5,273	5,273	5,273
其他流动负债	288	224	381	413	436
流动负债	4,787	7,715	9,387	9,654	9,965
递延税项负债	68	99	99	99	99
递延收入	358	337	379	406	436
银行借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	32	18	18	18	18
非流动负债	459	454	497	523	553
总负债	5,245	8,169	9,884	10,177	10,519
股本	113	113	113	113	113
储备	17,353	19,123	20,982	23,040	25,237
非控股权益	-	-	-	-	-
权益总额	17,465	19,236	21,095	23,153	25,350
权益与负债总额	22,711	27,405	30,979	33,330	35,869

现金流量表

百万人民币	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,107	4,986	4,954	5,483	5,854
财务成本	10	86	99	99	99
折旧与摊销	781	805	840	849	857
营运资金变动	-352	-1,272	1,771	120	69
已付所得税	-1,286	-1,347	-1,334	-1,466	-1,559
其他	-36	0	0	0	0
经营活动现金流	4,224	3,258	6,329	5,085	5,320
资本支出	-728	-1,004	-900	-900	-900
出售子公司	4	0	0	0	0
增加的长期存款	-1,320	0	0	0	0
其他	-6	-829	106	1	-12
投资活动现金流	-2,049	-1,833	-794	-899	-912
已付股息	-2,639	-1,849	-1,859	-2,058	-2,197
股权融资	0	-106	0	0	0
债务融资(偿还)	1,918	3,355	0	0	0
其他	-19	-5	42	27	30
融资活动现金流	-741	1,396	-1,817	-2,031	-2,167
净现金流	1,433	2,821	3,719	2,155	2,241

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	20,962	22,294	24,734	26,561	28,638
销售成本	-12,721	-14,138	-16,048	-17,086	-18,347
毛利	8,241	8,156	8,686	9,475	10,291
其他收入及收益	1,037	1,429	1,468	1,693	1,800
经销费用	-3,555	-3,884	-4,406	-4,838	-5,331
行政费用	-606	-628	-696	-748	-807
经营溢利	5,116	5,072	5,052	5,582	5,952
财务成本	-10	-86	-99	-99	-99
税前利润	5,107	4,986	4,954	5,483	5,854
所得税开支	-1,258	-1,260	-1,235	-1,368	-1,460
净利润	3,849	3,725	3,718	4,116	4,394
非控股权益	0	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	3,849	3,725	3,718	4,116	4,394
摊薄每股盈利(人民币)	0.28	0.27	0.27	0.30	0.32
每股股息(人民币)	0.14	0.13	0.14	0.15	0.16

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	-1.9%	6.4%	10.9%	7.4%	7.8%
毛利	-3.0%	-1.0%	6.5%	9.1%	8.6%
经营利润	-0.6%	-0.9%	-0.4%	10.5%	6.6%
净利润	0.2%	-3.2%	-0.2%	10.7%	6.8%
每股盈利	0.2%	-3.2%	-0.2%	10.7%	6.8%
利润率					
毛利润率	39.3%	36.6%	35.1%	35.7%	35.9%
经营利润率	24.4%	22.8%	20.4%	21.0%	20.8%
净利润率	18.4%	16.7%	15.0%	15.5%	15.3%
流动性					
应收账款天数	14.2	18.6	17.7	14.6	14.5
库存天数	33.5	29.3	28.1	27.9	27.8
应付账款天数	33.5	26.0	26.7	29.1	29.0
现金周转天数	14.3	21.9	19.1	13.4	13.3
现金流与杠杆率					
自由现金流	3,557	2,318	5,503	4,259	4,494
净负债率	-68.2%	-59.1%	-71.5%	-74.5%	-76.9%
股息分配比率	49.1%	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	4.0%	4.1%	4.1%	4.6%	4.9%
回报分析					
ROE	22.8%	20.3%	18.4%	18.6%	18.1%
资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
净利润率	18.4%	16.7%	15.0%	15.5%	15.3%
财务杠杆	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4
ROA	18.0%	14.9%	12.7%	12.8%	12.7%
估值倍数					
市盈率	11.7x	12.1x	12.1x	10.9x	10.2x
市净率	2.6x	2.3x	2.1x	1.9x	1.8x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828