

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

达利食品 (3799 HK)

22年上半年业绩预测 - 业绩因疫情承压

- 新冠疫情可能会对22年二季度的销售产生负面影响,尤其是饮料
- 22财年每股盈利下调6.9%
- 维持增持评级但下调目标价至4.1港元

22年上半年,豆本豆的销售可能会出现个位数增长

根据我们最近的渠道调研,我们估计达利在22年二季度的销售在一定程度上受到了新冠疫情限制的影响。我们估计,豆本豆(植物奶/酸奶)的销售可能在22年上半年录得低个位数百分点的同比增幅,较21年上半年25%的同比增幅有所放缓。

短保面包可能增长中个位数

我们预计美焙辰(短保面包)在22年上半年同比增长中个位数百分点,而在21年上半年同比增长50%,尽管于21年下半年把中保面包加入其产品当中。我们认为,与长保面包产品相比,与新冠疫情相关的零售网点关闭对短保面包的需求产生了不成比例的影响,因为封控时间长度的不确定性可能导致消费者选择不易变质的产品。

饮料可能下跌

饮料可能最受新冠疫情封控影响,因为消费者倾向于比较少在家里饮用即食饮料。我们预计达利的饮料销售在22年上半年可能会同比下降15-20%。我们相信,随着餐馆的重新开业和目前的炎热天气,饮料销售可能会在22年下半年反弹。

利润率也可能受到影响

由于22年二季度销售受到新冠疫情的负面影响,且原材料成本仍处于高位,我们预计利润率将在22年上半年收缩。因此,我们维持22年上半年毛利率假设为35.1%,同比下降3.2个百分点,而经营利润率假设为18.9%,同比下降4.5个百分点。

维持增持评级,下调目标价至4.1港元

我们将22财年的每股盈利预测下调6.9%,但23财年和24财年目前保持不变,以反映22年二季度销售下跌的预期。基于22财年目标市盈率为14.1倍(之前为14.1倍),我们将目标价下调至4.1港元(之前为4.7港元)。达利目前的市盈率比历史平均值低1个标准差。维持增持评级。

催化剂: 新产品的销售好于预期;利润率好于预期;并购。

风险: 原材料成本上升;销售和利润率低于预期。

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	23,269	26,563	28,640
同比增长	-1.9%	6.4%	4.4%	14.2%	7.8%
可归属净利润	3,849	3,725	3,460	4,116	4,395
每股盈利(人民币)	0.28	0.27	0.25	0.30	0.32
同比增长	0.2%	-3.2%	-7.1%	18.9%	6.8%
市盈率(x)	11.2x	11.5x	12.4x	10.4x	9.8x
ROE	22.8%	20.3%	17.2%	18.7%	18.2%
净负债率	-68.2%	-59.1%	-71.3%	-74.4%	-76.8%
股息率	4.4%	4.5%	4.0%	4.8%	5.1%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测;股价截至2022年8月4日

黄建文

+852 3189 6357

Johnnywong@csmchina.com.hk

王钊熠

+852 3189 6711

bryanwang@csmchina.com.hk

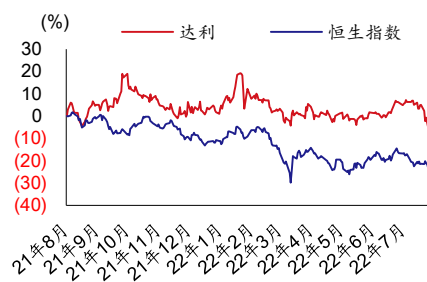
最新变动

22年上半年业绩应该会因疫情承压;维持增持评级和目标价4.1港元

增持

前次评级	增持
股价(2022年8月4日)	3.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	4.1港元(+13.5%)
前次目标价	4.7港元

股价表现



资料来源:彭博;股价截至2022年8月4日

%	1m	6m	12m
3799 HK	(12.3)	(14.0)	(7.3)
HSI	(7.8)	(18.0)	(23.1)

行业: 消费	
恒生指数(2022年8月4日)	20,174
国企指数(2022年8月4日)	6,880
重要数据	
52周股价区间(港元)	3.6 - 4.86
市值(百万港元)	49,984
日均成交量(百万股)	3.93
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-22年下半年展望:从疫情封控中复苏(推荐)(2022/7/8)
2. 达利食品(3799 HK)-业绩符合预期;22财年可能提价(增持)(2022/3/29)

图表1: 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%	旧预测	新预测	变动%
销售	24,734	23,269	-5.9%	26,561	26,563	0.0%	28,638	28,640	0.0%
毛利	8,686	8,046	-7.4%	9,475	9,476	0.0%	10,291	10,291	0.0%
毛利率	35.1%	34.6%	-0.5ppt	35.7%	35.7%	0.0ppt	35.9%	35.9%	0.0ppt
经营利润	5,052	4,709	-6.8%	5,582	5,582	0.0%	5,952	5,954	0.0%
经营利润率	20.4%	20.2%	-0.2ppt	21.0%	21.0%	0.0ppt	20.8%	20.8%	0.0ppt
归母净利润	3,718	3,460	-6.9%	4,116	4,116	0.0%	4,394	4,395	0.0%
净利润率	15.0%	14.9%	-0.2ppt	15.5%	15.5%	0.0ppt	15.3%	15.3%	0.0ppt
每股盈利 (人民币)	0.27	0.25	-6.9%	0.30	0.30	0.0%	0.32	0.32	0.0%
营收拆分									
家庭消费(美焙辰、豆本豆)	4,558	4,306	-5.5%	5,150	5,149	0.0%	5,923	5,921	0.0%
休闲食品(达利园、好吃点、可比克)	10,141	10,141	0.0%	10,344	10,344	0.0%	10,551	10,551	0.0%
即饮饮料(和其正、乐虎及其他)	7,438	6,224	-16.3%	8,210	8,213	0.0%	9,021	9,025	0.0%
其他	2,597	2,597	0.0%	2,857	2,857	0.0%	3,143	3,143	0.0%
总共	24,734	23,269	-5.9%	26,561	26,563	0.0%	28,638	28,640	0.0%
主要费用率 (%)									
其他收入及收益	5.9%	6.1%	0.2ppt	6.4%	6.3%	0.0ppt	6.3%	6.3%	0.0ppt
销售及经销开支	17.8%	17.7%	-0.1ppt	18.2%	18.2%	0.0ppt	18.6%	18.6%	0.0ppt
行政开支	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图表2: 目标价与估值表

达利估值表

股价	3.7	日期	4/8/2022
港币/人民币汇率	0.86		

	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利 (人民币)	0.27	0.25	0.30	0.32
同比增速	-3.2%	-7.1%	18.9%	6.8%
市盈率	11.5x	12.4x	10.4x	9.8x

目标价计算

22财年目标市盈率	14.1x
目标价(港元)	4.1
上升空间	13.5%
股息率	4.0%
总回报率	17.5%

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	405	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	6,749	6,835	6,913
库存	1,075	1,194	1,265	1,335	1,457
应收账款	900	1,371	1,020	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	20,220	22,391	24,633
流动资产总值	16,532	20,762	24,056	26,367	28,828
资产总值	22,711	27,405	30,805	33,202	35,741
应付款项	984	1,028	1,308	1,405	1,507
其他应付款及应计费用	1,597	1,190	2,388	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	378	413	436
流动负债	4,787	7,715	9,347	9,655	9,966
递延税项负债	68	99	99	99	99
递延收入	358	337	375	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	492	523	554
总负债	5,245	8,169	9,839	10,178	10,520
股本	113	113	113	113	113
储备	17,353	19,123	20,854	22,911	25,109
非控股权益	-	-	-	-	-
权益总额	17,465	19,236	20,966	23,024	25,221
权益与负债总额	22,711	27,405	30,805	33,202	35,741

现金流量表

百万人民币	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,107	4,986	4,610	5,483	5,855
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	1,758	133	69
已付所得税	-1,286	-1,347	-1,249	-1,466	-1,559
其他	-36	0	0	0	0
经营活动现金流	4,224	3,258	6,059	5,098	5,321
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	108	0	-12
投资活动现金流	-2,049	-1,833	-792	-900	-912
已付股息	-2,639	-1,849	-1,730	-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	38	31	30
融资活动现金流	-741	1,396	-1,692	-2,027	-2,167
净现金流	1,433	2,821	3,574	2,171	2,242

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	20,962	22,294	23,269	26,563	28,640
销售成本	-12,721	-14,138	-15,223	-17,087	-18,348
毛利	8,241	8,156	8,046	9,476	10,291
其他收入及收益	1,037	1,429	1,428	1,686	1,794
经销费用	-3,555	-3,884	-4,112	-4,832	-5,325
行政费用	-606	-628	-653	-748	-807
经营溢利	5,116	5,072	4,709	5,582	5,954
财务成本	-10	-86	-99	-99	-99
税前利润	5,107	4,986	4,610	5,483	5,855
所得税开支	-1,258	-1,260	-1,150	-1,368	-1,460
净利润	3,849	3,725	3,460	4,116	4,395
非控股权益	0	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	3,849	3,725	3,460	4,116	4,395
摊薄每股盈利(人民币)	0.28	0.27	0.25	0.30	0.32
每股股息(人民币)	0.14	0.13	0.13	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%	4.4%	14.2%	7.8%
毛利	-3.0%	-1.0%	-1.3%	17.8%	8.6%
经营利润	-0.6%	-0.9%	-7.2%	18.5%	6.7%
净利润	0.2%	-3.2%	-7.1%	18.9%	6.8%
每股盈利	0.2%	-3.2%	-7.1%	18.9%	6.8%
利润率					
毛利润率	39.3%	36.6%	34.6%	35.7%	35.9%
经营利润率	24.4%	22.8%	20.2%	21.0%	20.8%
净利润率	18.4%	16.7%	14.9%	15.5%	15.3%
流动性					
应收账款天数	14.2	18.6	18.8	14.5	14.5
库存天数	33.5	29.3	29.5	27.8	27.8
应付账款天数	33.5	26.0	28.0	29.0	29.0
现金周转天数	14.3	21.9	20.2	13.3	13.3
现金流与杠杆率					
自由现金流	3,557	2,318	5,233	4,272	4,495
净负债率	-68.2%	-59.1%	-71.3%	-74.4%	-76.8%
股息分配比率	49.1%	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	4.4%	4.5%	4.0%	4.8%	5.1%
回报分析					
ROE	22.8%	20.3%	17.2%	18.7%	18.2%
资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
净利润率	18.4%	16.7%	14.9%	15.5%	15.3%
财务杠杆	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4
ROA	18.0%	14.9%	11.9%	12.9%	12.7%
估值倍数					
市盈率	11.2x	11.5x	12.4x	10.4x	9.8x
市净率	2.5x	2.2x	2.1x	1.9x	1.7x

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
增持	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
减持	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