

## 达利食品 (3799. HK)

### 维持豆奶销售目标不变，短保面包全面放量可期

1 月份，香港恒指涨幅 8.11%，恒生消费品制造业类累计涨幅 8.19%，达利食品同期累计跌幅 7.77%。为进一步了解引发达利食品在二级市场表现不及预期的深层原因，我们与达利食品的投资者关系进行了一次电话交流，并跟进公司最新动态。

#### 对短保面包的持积极销售态度，但目前全国铺货率较低

公司短保面包已进入全面投产阶段，原本计划在东三省、浙江和福建地区铺货，现已覆盖全国。短保面包经销商已达到 1,400 余家，其中 60% 原有经销商，40% 为新增，触及有效终端约 50,000 个，仍有较大增长空间。短保面包的退换货率维持在 20% 左右，距离桃李面包的 7-8% 的退换货率存在很大提升空间，但好于其他竞争者的 30-50%，公司力争未来一年达到行业平均水平（13-15%）。前期物流费用在 6% 左右，预计一年后将回到 3% 的正常水平。短保面包的 SKU 为 33 个，未来公司将在产品包装规格和口味上均有计划丰富产品选项。

公司新品短保早餐面包“美焙辰”搭配“唯甄”豆奶为消费提供更多价格选择（较豆本豆豆奶便宜 10%），二者共用同一经销商，这也是公司提高豆奶传统渠道渗透率的战略之一。预计 2019 年短保面包完成 10 亿元销售额，即达到盈亏平衡的水平。目前短保面包有 18 个产区拥有 18 条生产线，可支撑 40-50 亿元的销售，未来三年公司对短保面包生产线的扩产总投入将达到 15 亿元，生产线规模在现有基础上翻倍，以保障未来五年 100 亿元的销售目标。

#### 豆奶行业竞争加剧，但市场培育成本有望降低

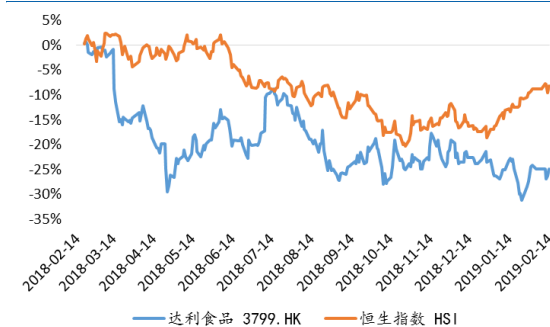
越来越多的饮料龙头公司开始布局豆奶行业，例如伊利的植选、蒙牛的 Silk 美式豆奶和统一的诚实豆。我们维持公司豆本豆 2018 年 20 亿元销售目标不变，预计 2019 年公司将完成 25 亿元销售额。目前豆本豆系列拥有 14 个 SKU，拥有 18 条生产线，可支撑约 50 亿元销售。饮料业务的产能利用率接近 60%，食品的产能利用率在 70% 左右。豆本豆的主要销售地区在中国中部，包括广东、湖南、湖北、山东、河南，与竞争对手基本形成“三分天下”的格局。

#### 功能饮料经销商发文投诉引发市场担忧

功能饮料经销商认为被达利压货导致经销商亏损，并发文表示达利食品的面包和豆奶销量均不及预期，作者认为被达利食品劝退而不再合作。但达利食品方面表示报导失实，已与发文作者联系积极配合各方面解决该问题，并澄清不存在“压货”的问题。

香港	消费品制造业 食品饮料
2019 年 2 月 22 日	买入
目标价	HKD7.31
收盘价 (15 Feb 19)	HKD5.42
上升/下降空间	34.9%
恒生指数	27900.84
总市值 (HKD 亿)	756
52 周最高/最低 (HKD)	7.93/5.19
资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部整理	

达利食品 (03799. HK) 近一年涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部整理

主要财务比率	2015	2016	2017
毛利率 (%)	34.49	38.34	37.67
净利率 (%)	17.27	17.58	17.34
ROA (%)	25.61	19.44	20.94
ROE (%)	46.77	24.35	24.84
资产周转率 (倍)	1.48	1.11	1.21
资料来源: 国信证券 (香港) 研究部整理			

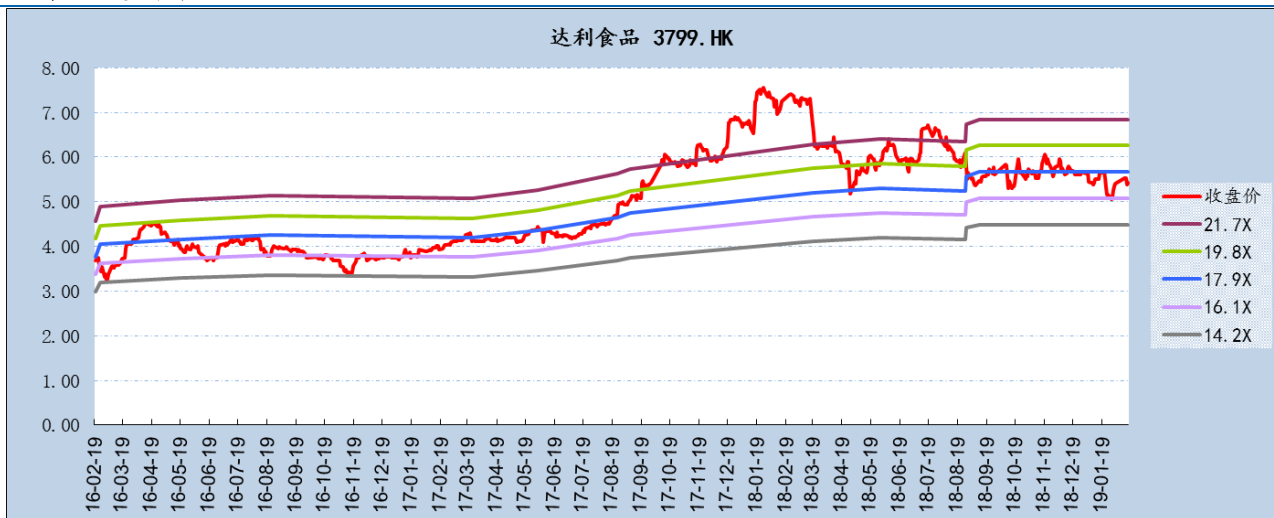
徐进  
SFC CE No.: BFC540  
+852 2899 8300  
xujin@guosen.com.hk

联系人: 周沁艺  
+852 2899 8300  
zhouqy@guosen.com.hk

## 盈利预测及估值

管理层表示，目前对并购方面持谨慎态度，但不排除未来以提高市占率和业务互补为目的的并购。预计 2018 全年公司广告投入约 2 亿元，同比下降 46%。未来三年资本支出总额 40 亿元，其中 25 亿元用于三个新建厂房，15 亿元用于短保面包产能扩张。我们预计公司 2018 年“豆本豆”系列销售额接近 20 亿元，传统渠道占 35%，新增渠道占 65%。其他饮料业务受宏观经济影响，预计 2018 年下半年凉茶业务同比为负增长，功能饮料增速下降为低双位数增长，茶饮饮料继续呈缓慢下滑态势。薯片业务维持低双位数增长，饼干为单位数增长。总体而言，公司 2018 年下半年增速将缓于上半年，我们维持公司 2018/19 年盈利预测，公司目前处于历史估值中枢，根据相对估值法计算公司目标价为 7.31 港元，对应 24/21 倍市盈率，维持“买入”评级。

图 1 达利食品历史估值表现



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理，数据截止于 2019 年 2 月 15 日收盘

## 风险提示

- (i) 行业竞争格局加剧：更加迎合年轻消费者口味的国产新品牌利用线上+线下销售模式抢夺市场份额，并陆续准备进入资本市场；
- (ii) 新品销售不及预期：短保面包产能不足，“美焙辰”的主要竞争对手深耕烘焙市场 20 余年，商业模式接近；
- (iii) 食品安全及质量受损：包装食品及饮料的生产、包装、运输等环节中，品控不到位导致食品质量受损，特别是对食物新鲜度要求较高的短保面包。

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

**Buy:** A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

**Neutral:** A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

**Sell:** A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

#### Sector Ratings:

**Overweight:** The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

**Neutral:** The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

**Underweight:** The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

**减持：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

#### 行业评级

**超配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

**低配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。