

【广发海外】达利食品 (03799.HK)

综合食品饮料龙头，积极布局家庭消费市场

核心观点:

- 公司是中国综合食品饮料龙头，产能和经销网络遍布全国

公司两大业务为食品和饮料，旗下“达利园”、“好吃点”、“可比克”、“和其正”、“乐虎”、“豆本豆”、“美焙辰”等均为中国知名品牌。公司的核心竞争力是良好的产品结构和覆盖全国的产能和经销网络。公司工厂遍及全国 18 个省份，250 万个销售网点覆盖大部分县级市。预计公司渠道改革将逐步完成，新的渠道体系利于 1. 团队的优化配置，提高专业度；2. 公司渠道投放费用更加准确，提高销售效率；3. 提高了经销商的专业度和公司产品的投放效率；4. 利于产品的研发和推广。

- 豆奶和短保产品有望将成为公司未来收入增长主要动力

公司对短保和豆奶布局已经基本完成，依托公司规模和渠道优势，预计豆奶和短保产品销售将成为未来公司收入增长的主要动力。同时，公司也对膨化食品和其它糕点产品升级，改善产品结构，预计这些品类将继续维持低速增长。饮料品类：功能饮料“乐虎”继续维持积极营销策略，增长将持续。公司没有带息负债，具有稳定且高于行业平均的 ROE 和 ROA 水平。

- 预计 19-21 年业绩分别为 0.29 元/股、0.32 元/股、0.33 元/股

公司短保和豆奶两大新品类渠道布局已经基本成熟，预计将持续推动公司业绩增长。预计公司 2019-2021 业绩分别为 0.29 元/股，0.32 元/股和 0.33 元/股，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 16.01，14.79 和 14.03 倍；预计未来三年公司收入增长稳定，基于市盈率分析法，我们给予 2020 年 18 倍 PE 的估值，合理价值为 6.39 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

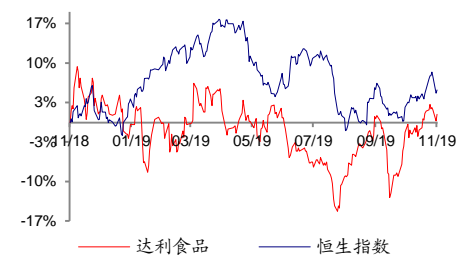
- 风险提示：1. 新品销售不及预期；2. 原材料价格大幅上涨；3. 食品安全问题。

公司评级	买入
当前价格	5.25 港元
合理价值	6.39 港元
报告日期	2019-11-15

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	13694/13694
总市值/流通市值 (百万港元)	73263/73263
一年内最高/最低 (港元)	6.06/4.61
30 日日均成交量/成交额 (百万)	6.04/32.09
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	11.12/1.03

相对市场表现



分析师:

刘峤



SAC 执证号: S0260519010006



SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

罗捷 020-66335147

gfluojie@gf.com.cn

注: 港元兑人民币汇率 0.8951

盈利预测: (单位: 人民币)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,799	20,864	21,819	23,087	24,672
增长率 (%)	10.97%	5.38%	4.58%	5.81%	6.86%
EBITDA (百万元)	4,922	5,378	5,597	5,970	6,189
净利润 (百万元)	3,434	3,717	4,021	4,351	4,586
增长率 (%)	9.47%	8.26%	8.16%	8.21%	5.41%
EPS (元/股)	0.25	0.27	0.29	0.32	0.33
市盈率 (P/E)	18.74	17.31	16.01	14.79	14.03
市净率 (P/B)	4.67	4.17	4.07	3.76	3.39
EV/EBITDA	11.03	10.09	9.70	9.09	8.77

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

投资要点	5
估值分析:	5
风险提示:	5
本文货币无特殊说明均为人民币	5
一、达利食品是中国综合性食品龙头	6
1. 中国综合性现代食品龙头	6
2. 公司大股东为许氏家族	7
二、食品饮料行业发展前景广阔	7
(一) 食品行业规模平缓增长, 面包产业规模增长加快	7
1. 烘焙行业规模快速发展	7
2. 薯类膨化食品市场进入平缓期	7
3. 甜味饼干及点心行业增速放缓	7
(二) 饮料行业-品类分化, 豆奶和功能饮料增长持续	8
1. 功能饮料市场容量不断增加, 垄断局面打破, 人均需求提升空间大, 充满机遇	8
2. 豆奶市场持续扩大, 豆本豆将稳健增长	8
三、全国性布局生产销售, 多品牌多品类策略带来竞争优势	8
1. 全国性的生产和销售体系带来规模优势	8
2. 不断完善的销售网络为公司增长奠定坚实的基础, 渠道改革强化优势	10
3. 多品牌多品类策略打造食品饮料企业龙头	10
4. 科学的产品研发体系为新品不断推出提供动力	11
四、豆本豆和美焙辰系列助力公司争夺家庭餐饮市场	12
1. 豆本豆持续稳定增长	12
2. 美焙辰系列面包发展方兴未艾	13
3. 美焙辰系列面包和桃李面包对比	15
4. 产品结构调整助力老品再焕发新增长动力	16
五、行业对比分析	17
1. 公司毛利率保持增长, 逐步赶超行业平均	17
2. 公司销售、管理费用率低, 财务费用为零, 净利润率领先同行	18
3. ROE 和 ROA 稳定, 高于行业平均	18
4. 营运能力: 经营效率优于同行	19
六、盈利预测和估值分析	19
(一) 盈利预测假设	19
(二) 可比公司估值分析	21
七、投资建议	22

图表索引

图 1: 达利食品产品时间表.....	6
图 2: 2018 年达利食品收入结构 (按品牌分类)	6
图 3: 达利食品营业收入 (百万元)	6
图 4: 达利食品股权结构.....	7
图 5: 达利食品全国生产基地布局.....	9
图 6: 截止 2018 年 12 月 31 日, 达利食品供应商分布	9
图 7: 达利食品毛利率	9
图 8: 白糖一级经销价格走势 (元/吨)	9
图 9: 棕榈油期货价格走势 (元/吨)	9
图 10: 聚酯切片价格走势 (元/吨)	10
图 11: 全国瓦楞纸价格走势 (元/吨)	10
图 12: 达利食品研发流程.....	11
图 13: 豆本豆 国民营养好豆奶孙俪代言人广告	13
图 14: 豆本豆在分众传媒播放的广告	13
图 15: 美焙辰黄磊、杨紫双代言人广告.....	13
图 16: 10 月推出的其中 6 款美焙辰散装产品.....	14
图 17: 10 月推出的其中 6 款美焙辰短保新品.....	14
图 18: 美焙辰经销商经营模式.....	15
图 19: 桃李面包采取直营加经销商模式.....	15
图 20: 达利食品和桃李面包物流开支占销售费用	15
图 21: 达利食品薯片.....	17
图 22: 乐虎与 2019 年 FIBA 合作.....	17
图 23: 贝优星儿童饼干	17
图 24: 毛利率 (%)	17
图 25: 达利净利润率 (%) 远高于同行.....	18
图 26: 带息负债/全部投入资本 (%)	18
图 27: 销售费用率 (%) 同行对比	18
图 28: 管理费用率 (%) 同行对比	18
图 29: 资产回报率 (%)	19
图 30: 股本回报率 (%)	19
图 31: 应收账款周转天数.....	19
图 32: 存货周转天数.....	19
表 1: 达利食品品牌.....	10
表 2: 豆本豆系列产品表.....	12
表 3: 达利食品面包系列.....	14
表 4: 各品牌系列短保面包产品.....	16
表 5: 达利具有密集经销商网络优势 (单位: 个)	16
表 6: 收入预测表 (单位: 百万元)	20
表 7: 利润率趋势.....	20

表 8: 可比公司估值比较 (P/E 单位: 倍, 2019 年 11 月 14 日彭博一致预期) 21

投资要点

达利食品是中国综合食品龙头。公司产品结构丰富，渠道控制力强。公司管理层过往凭借清晰的战略和强大的执行力，迅速推动进入品类成熟。总体上公司毛利率，ROE和ROA 均显著高于行业水平。得益于公司全国的布局和规模优势，公司产品能快速渗透市场。

公司在短保和豆奶产品的产能和渠道布局已经基本完成。我们预计公司可以凭借强大执行力推动短保和豆奶业务增长。公司即将进入老品稳定，新品增长的阶段，盈利能力有望提升，我们预计公司未来2年净利润 CAGR增长为 6.81%（2020-2021）。

估值分析：

公司此前新品布局尚未完成，销售数据未及预期导致公司估值已经低于同行。目前市场给予公司2020年的估值低于港股食品饮料公司21.41倍PE的平均值（达利食品对应为15.28倍PE）。我们认为公司渠道改革正在有序进行随着渠道改革完成和新品即将放量，估值有望持续修复，综合考虑可比公司估值情况，我们给予公司18倍PE的估值，对应行业平均水平以及新品销售风险的折价。

风险提示：

- 1.新品销售不及预期；
- 2.原材料价格大幅上涨；
- 3.食品安全问题；

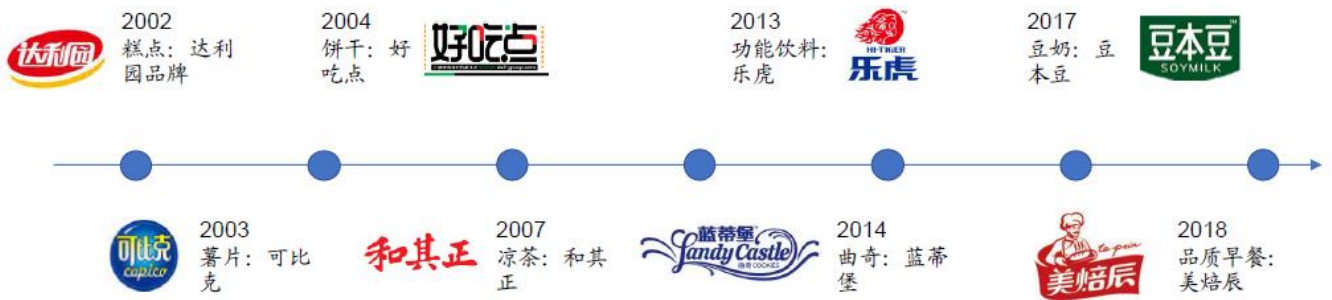
本文货币无特殊说明均为人民币

一、达利食品是中国综合性食品龙头

1. 中国综合性现代食品龙头

达利食品集团(03799.HK)前身是福建惠安县美利食品厂,成立于1989年。1992年“福建惠安达利食品有限公司”成立,开始使用“达利”字号;2005年成立福建达利食品集团有限公司,并以此为母公司组成福建达利集团,于2014年香港上市。公司两大支柱业务为食品和饮料,包含六大品类:糕点类、薯类膨化食品、饼干、凉茶、复合蛋白饮料及功能饮料,旗下“达利园”、“好吃点”、“可比克”、“和其正”、“乐虎”、“豆本豆”、“美焙辰”等为中国知名品牌。

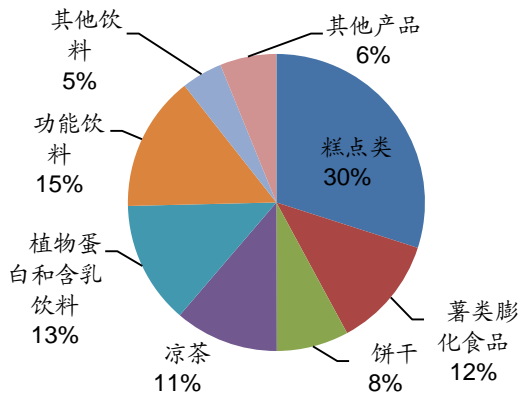
图1: 达利食品产品时间表



数据来源: 公司 2018 年年报、广发证券发展研究中心

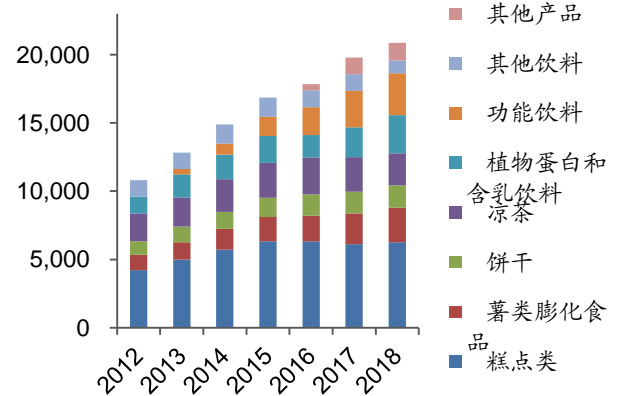
2018年,公司实现营业收入208.64亿元,同比增长5.4%。其中食品收入104.22亿元,占比50%,同比增长4.5%。饮料收入91.55亿元,占比44%,同比增长6.5%。其他产品收入12.86亿元,占比6%,同比增长4.5%。其中糕点类、薯类膨化食品、饼干营业收入分别为62.47亿元、25.36亿元、16.39亿元。功能饮料、植物蛋白和含乳饮料、凉茶、其他饮料营业收入分别为30.79亿元、27.84亿元、23.61亿元、9.31亿元。

图2: 2018年达利食品收入结构(按品牌分类)



数据来源: 2018 年公司年报, 广发证券发展研究中心

图3: 达利食品营业收入(百万元)



数据来源: 招股说明书、2018 年公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 公司大股东为许氏家族

公司主要股东是许世辉家族通过Divine Foods持有116.4亿股股份，占总股本的85%的股权。

图4: 达利食品股权结构



数据来源：2018 年公司年报、广发证券发展研究中心

二、食品饮料行业发展前景广阔

（一）食品行业规模平缓增长，面包产业规模增长加快

1. 烘焙行业规模快速发展

面包行业正处于快速发展期，我们预计未来将继续保持快速发展态势。随着饮食结构的调整和消费能力的提升，我国消费者对健康饮食的需求日益增加，预计烘焙产品在中国增长规模稳步增长。

烘焙行业市场分散，集中度有望提升。达利于2018年底推出短保产品，随着国家对食品卫生和安全标准的提高，小型烘焙生产企业由于不具备资金和品牌优势而缺乏竞争力被迫退出市场。另一方面，稳定物流配送与掌握渠道终端销售能力将成为烘焙企业全国性扩张的重要制约因素。所以，我们认为具有雄厚资金实力和全国性的生产、销售渠道的龙头企业市场占有率有望提升。

2. 薯类膨化食品市场进入平缓期

薯类膨化食品市场增长放缓，各领先薯类膨化食品生产商竞争增加。近年来，行业增速减慢，各大生产商纷纷推出新品抢占市场。通过拓宽销售渠道及发布各类新品，刺激各类消费者的需求，将成为生产商扩大薯类膨化食品销售的重要措施。2017年达利推出“纯切”新品类、2018年推出“嗨多浪薯片”，积极跟进消费者口味的变化，持续进行线下推广活动，为可比克品牌注入新鲜活力，提高消费者认知度，快速提升纯切薯片的市场占有率，进一步巩固薯类膨化食品市场份额。

3. 甜味饼干及点心行业增速放缓

因消费习惯变化，国内民众对个人健康重视程度不断提升，饼干的种类有更加

多元化的需求。达利饼干类的主要品牌为2004年推出的“好吃点”和2014推出的“蓝蒂堡曲奇”，不断推出新品，使品牌年轻化，始终保持有利的竞争地位，缩短与国际品牌亿滋、雀巢和皇冠丹麦曲奇的差距，巩固市场份额。

外资品牌占比下降，民族品牌有望崛起。从品牌竞争上看，一方面由于饼干的历史原因，外资饼干企业具有先动优势；另一方面，国内饼干企业由于规模较小、品牌较多、市场竞争激烈，长期处于弱势地位。随着国内饼干企业不断推出符合消费者的个性化产品和差异化产品，国产品牌销量增长有望提速。

（二）饮料行业-品类分化，豆奶和功能饮料增长持续

1. 功能饮料市场容量不断增加，垄断局面打破，人均需求提升空间大，充满机遇

中国功能饮料较起步较晚但发展迅速，据2018年公司年报引用欧睿数据，中国功能饮料市场销售规模约人民币600亿元，是增长最快的软饮料子品类。红牛是功能饮料的龙头企业，随着越来越多民族品牌进入功能饮料市场，再加上其陷入市场商标纠纷，国产功能饮料品牌有望抢占更多市场。达利的乐虎保持快于行业的增速，过去三年复合增长率为15%，市场份额持续提升。

2. 豆奶市场持续扩大，豆本豆将稳健增长

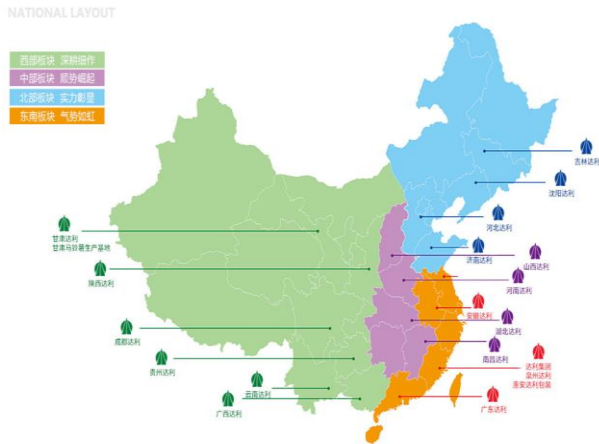
我国豆奶市场容量持续扩大，据2018年公司年报，2018年全国饮料累计零售额收入达人民币2,040亿元，同比增速9%。相较于传统豆浆，包装豆奶具有便携性、口味多样化的优势，且常温下保质期可达9个月，更加符合目前早餐快餐化的趋势，深受消费者欢迎。2017年达利食品推出豆本豆，凭借公司强大的渠道和推广能力，2018年豆本豆系列实现19亿的销售额。预计未来随着市场接受度的提升，公司豆奶销售将继续稳定增长。

三、 全国性布局生产销售，多品牌多品类策略带来竞争优势

1. 全国性的生产和销售体系带来规模优势

公司在全国18个省区建立了21家子公司16个生产基地和32个工厂，以及1个马铃薯全粉生产基地和一家包装彩印公司。此外，沈阳工厂19年竣工、贵阳和广西工厂2020年建成投产。全国性的布局让公司可较容易的在短时间内推广产品，占据市场份额；同时规模化的优势也使公司有较强的成本控制能力和渠道控制力。

图5: 达利食品全国生产基地布局



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

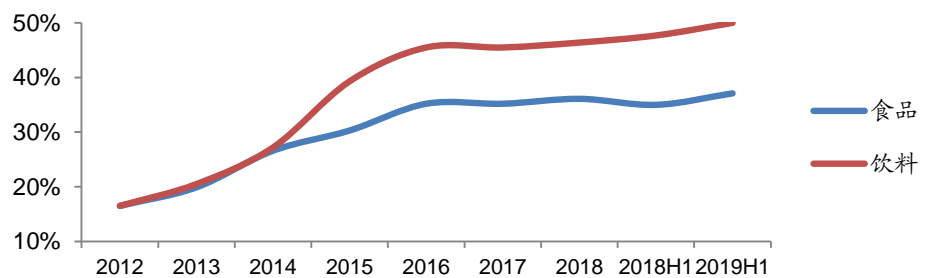
图6: 截止2018年12月31日, 达利食品供应商分布



数据来源: 2018 年公司年报, 广发证券发展研究中心

公司毛利率保持上涨。公司一方面在毛利率较高的产品加强营销, 另一方面, 以规模优势降低原材料及包装材料的采购成本。引进先进的生产线, 控制产品生产成成本, 推行经销商和渠道改革, 推动公司近年来的毛利率保持着小幅上涨。

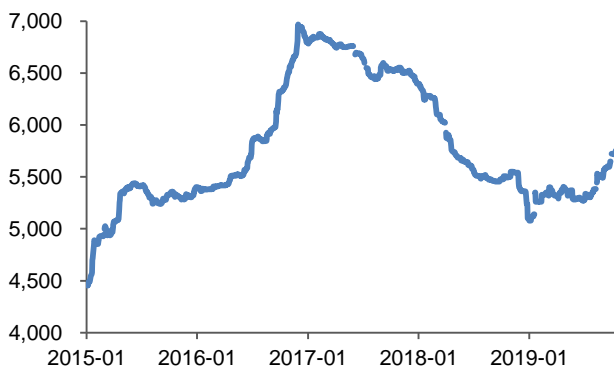
图7: 达利食品毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

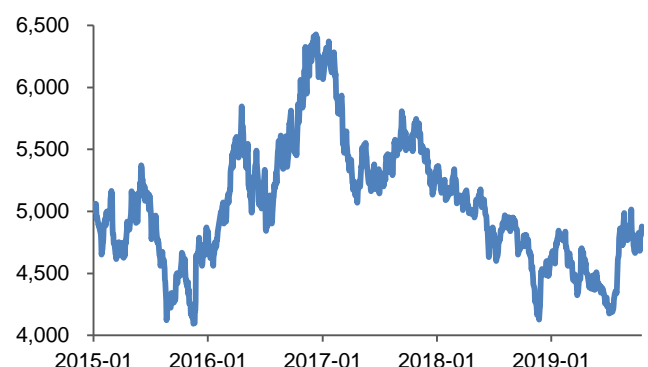
截至2018年12月31日, 公司原材料成本占总销售成本的51.4%, 包装材料成本占比26.3%。公司具备综合规模优势和雄厚的财务实力, 能够获得较优惠的采购价格, 从而控制原材料采购成本, 保持稳定的利润率。公司还直接生产包装材料和马铃薯全粉, 抵御部分生产成本。

图8: 白糖一级经销价格走势 (元/吨)



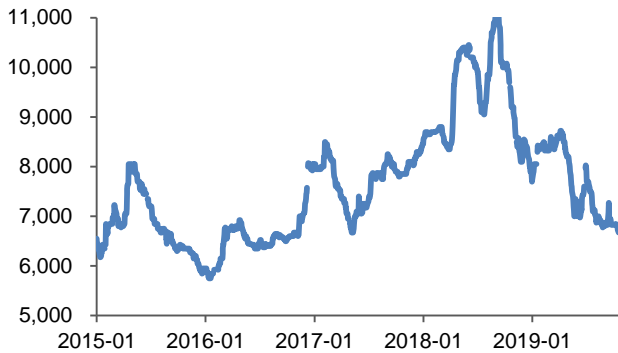
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 棕榈油期货价格走势 (元/吨)



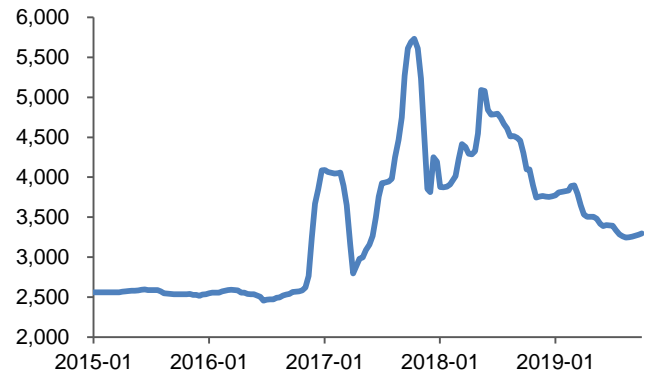
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 聚酯切片价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 全国瓦楞纸价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 不断完善的销售网络为公司增长奠定坚实的基础, 渠道改革强化优势

公司建立了完善的销售网络。目前, 公司拥有超过5000名经销商, 销售网络已经基本覆盖全国所有县, 销售网点约250万个, 专职销售人员超过12000名。

近年来消费终端日益分化, 以烘焙行业为例, 传统渠道销量持续下滑, 原有销售体系中经销商负责所有渠道对接及流通, 效率较低, 费用模糊, 已经不能适应新的消费终端变化, 公司在2018年下半年对销售团队进行了调整。新模式中, 团队根据消费场景进行了划分, 饮料、食品分别设立家庭早餐消费部, 加强现代渠道开拓, 单独设立商超、电商部门, 专人负责专事, 费用彻底分开。截止2019年三季度公司销售团队的内部调整已经完成, 预计外部经销商调整在2020H1完成。经此结构梳理和改革: 1. 公司的团队得到了更优化的资源配置, 专业度将提升; 2. 经销商专注擅长渠道, 提高产品销售效率; 3. 渠道、流通划分明确, 精准投放费用, 管理、物流、销售费透明化, 利于监管, 带来良性循环。

3. 多品牌多品类策略打造食品饮料企业龙头

达利食品拥有丰富、多品牌的产品组合, 专注于高增长的产品类别, 不断成功推出新产品的能力和强大的渠道销售能力是其成为业内领先者的关键。

表1: 达利食品品牌

品类	品牌		首次推出时间	2018年营业收入 (亿元)
食品	糕点类	 软面包、蛋黄派、牛角包、蛋糕、瑞士卷、沙琪玛	2002	62.47
		 短保面包	2018	

	薯类膨化食品		薯片、薯条、土豆泡、薯脆	2003	25.36
	饼干		饼干、蛋卷	2004	16.39
		丹麦饼干	2014		
饮料	功能饮料		氨基酸维生素功能饮料	2013	30.79
	植物蛋白饮料和含		豆奶	2017	27.84
			花生牛奶	2010	
	凉茶		即饮凉茶	2007	23.61
	其他饮料		青梅绿茶、优先乳、八宝粥、冰红茶、蜂蜜绿茶、果汁	2010	9.31

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

4. 科学的产品研发体系为新品不断推出提供动力

达利食品已经建成了科学的研发体系，其产品研发中心不但配备了世界先进的研发设备还拥有一支富有创造力的研发团队，为公司新品的不断推出提供强大的动力。

图12：达利食品研发流程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、豆本豆和美焙辰系列助力公司争夺家庭餐饮市场

1. 豆本豆持续稳定增长

2017年4月达利食品抓住市场机遇推出“豆本豆”品牌；针对不同人群和消费群体，达利推出了3个系列（原味、有机、无糖），推出的第一年全年销售额就达到了10亿元。2018年公司相继推出了豆本豆青豆、黑豆和唯甄系列扩充产品品类，达到约19亿元销售额，已成为豆奶行业龙头品牌。近年来许多食品饮料公司也陆续推出了相关的豆奶产品，随着越来越多的公司进入这个市场，市场的容量将继续扩大，消费者消费习惯也得到进一步的培养，这有利于市场占有率高的龙头品牌。

2019年6月公司推出了2-3元的豆奶产品，新的产品价格相对更低，目标消费群体范围更广，预计将会为豆奶产品的销售增长提供动力。

表2: 豆本豆系列产品表

系列名称	品牌	针对群体	零售价(元/250ml)	植物蛋白含量每百毫升(克)
原味豆奶		综合人群	2.59	3.0
有机豆奶		小孩、老人等对营养需求大、健康要求高的人	3.74	3.6
纯豆奶		不喜欢吃糖、或注意身体健康的老年人喝	4.38	4.0

唯甄豆奶		价格敏感人群	1.79	2.5
------	---	--------	------	-----

数据来源：京东、广发证券发展研究中心

豆本豆营销手段丰富，具备多品类、多层次和多传播渠道特征。公司聘请孙俪作为品牌代言人，并提出“国民豆奶”概念。在选用传播渠道中，豆本豆选用分众电梯电视，精准投放到城市白领，取得了良好的成效。我们认为家庭早餐市场中，豆奶类产品还有较大发展空间，公司通过渠道改革、品类扩张和持续营销投入结合短保面包协同效应下，未来三年销售有望实现稳定增长。

图13: 豆本豆 国民营养好豆奶孙俪代言人广告

图14: 豆本豆在分众传媒播放的广告



数据来源：公司广告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司广告，广发证券发展研究中心

2. 美焙辰系列面包发展方兴未艾

达利食品抓住短保面包市场的快速增长机遇，于2018年下半年正式推出了“美焙辰”系列短保面包，包括汤熟吐司、营养吐司、软芯面包、营养餐包和起酥面包系列。

图15: 美焙辰黄磊、杨紫双代言人广告



数据来源：公司广告，广发证券发展研究中心

达利食品产品矩阵齐全，满足客户多样需求。公司各个品类对应不同的消费人群，在校园周边销售软芯面包和营养餐包系列，客户群体以中小学生为主，满足的诉求是扛饿饱肚且食用快速、方便；在KA店、社区店，主推汤熟吐司面包和营养吐司面包系列等家庭套装，方便中老年人购买，强调保鲜、好吃和营养健康。2019年秋季糖酒会中美焙辰推出20款新品，目前美焙辰已增加到52款单品、上百种规格，可覆盖多种消费场景、满足多样消费需求。其中，10款散装产品弥补了13天保质期的市场空缺，更大程度地满足了消费者需求。

表3: 达利食品面包系列

系列	汤熟吐司面包系列	营养吐司面包系列	起酥皮面包系列	营养餐包系列	软芯面包系列
包装					
品类数量	3	4	5	8	10
工艺	汤种	中种	中种	中种	中种
主要口味	全麦、葡萄干	大豆、红豆抹茶、紫薯	红豆、天然酵母、丹麦提子	果子、豆沙、芝麻栗子、红豆、菠萝包	奶酪、黑糖、吉士、奶黄、乳酸菌、牛奶、牛油

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图16: 10月推出的其中6款美焙辰散装产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图17: 10月推出的其中6款美焙辰短保新品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

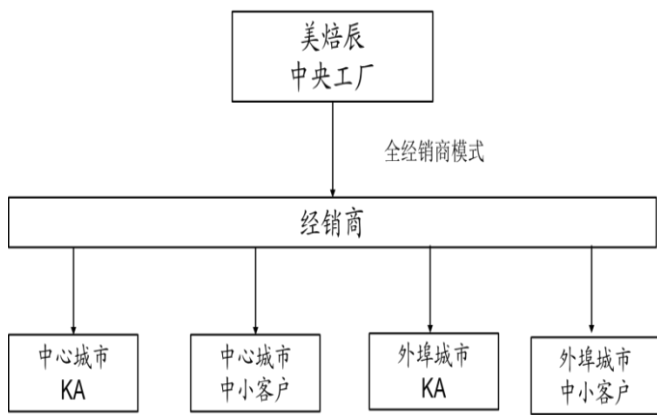
先进生产线保证高质量短保面包。达利食品全国14家工厂都装备引进德国吐司生产线、日本餐包机、荷兰起酥生产线。遍布全国的生产基地以及经销商保证了高质量的短保面包及时送达终端网点，2018年美焙辰的日配率为20%。在渠道改革和提高市场渗透率后，日配率有望达到40%。

积极控制退货率，依靠强大的渠道能力实现大规模分销。目前，公司的短保面包退货率约为14%，随着公司对于短保产品经营的经验增加和渠道的优化，我们预计今年有望降低到13%的退货率；达利食品14家工厂的配送半径在300公里，覆盖终端门店7万个。在全国销售网络覆盖和持续的广告投入下，预计2019年销售额达到10亿元，将成为公司收入增长的主要动力。

3. 美焙辰系列面包和桃李面包对比

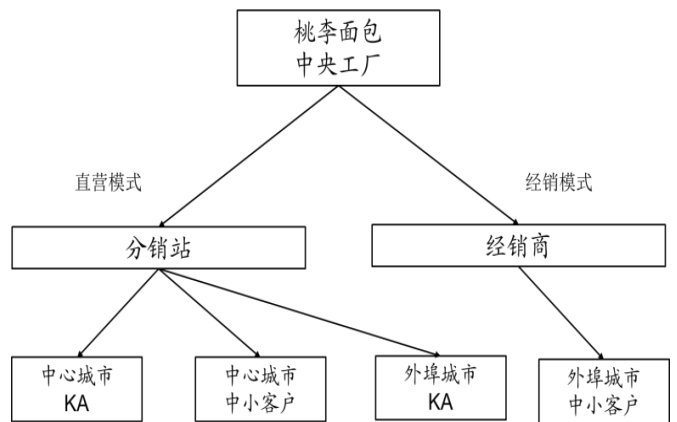
美焙辰和桃李面包商业模式相似，都是采取中央工厂加批发的商业模式，但是桃李面包采取是直营加经销商的模式销售，而达利的美焙辰主要使用经销商经营的模式。达利的模式更加利于美焙辰系列产品的推广，同时产品的物流费用相对更低。

图18: 美焙辰经销商经营模式



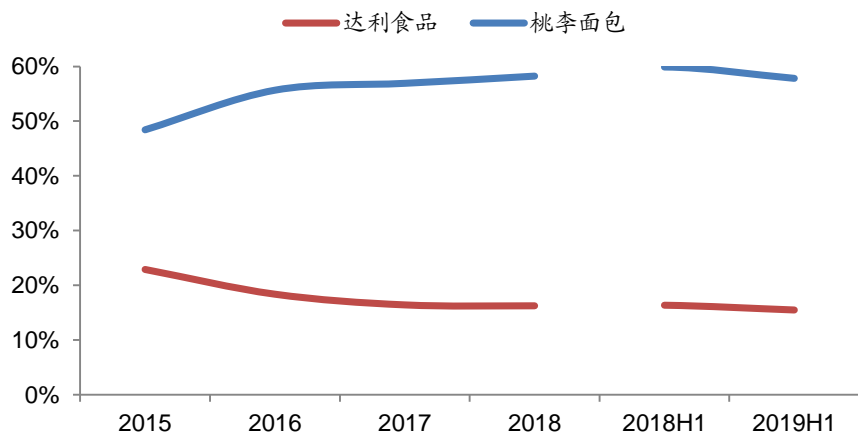
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 桃李面包采取直营加经销商模式



数据来源: 桃李面包招股书, 广发证券发展研究中心

图20: 达利食品和桃李面包物流开支占销售费用



数据来源: 达利食品、桃李面包公司年报和半年报, 广发证券发展研究中心

美焙辰系列的产品结构和桃李面包相似，产品种类齐全竞争力强。达利食品依托公司强大的研发能力和先进的生产线短期内相继推出了5大系列产品，满足消费者不同口味需求具有较强的市场竞争力。

表4: 各品牌系列短保面包产品

系列	品牌	名称	单价	重量(g)	每 1000g 价格 (元)
天然酵母面包	桃李	天然酵母面包牛奶蛋羹味	39.9	600	66.50
	美焙辰	天然酵母面包 枫糖味	49.9	450	110.89
	宾堡	宾堡环球健康跑能量补给大礼包	49	610	80.33
手撕面包	桃李	奶香手撕面包	36	800	45.00
	美焙辰	手撕面包	29.9	800	37.38
	曼可顿	手撕面包	14.9	260	57.31
软芯面包	桃李	沙拉夹心吐司	34.9	600	58.17
	美焙辰	黑糖软芯面包	33	380	86.84
	曼可顿	美味方纯软心巧克力豆面包	9.9	250	39.60
起酥面包	桃李	红豆起酥面包	27	560	48.21
	美焙辰	红豆起酥面包	19.9	300	66.33
	曼可顿	皇冠面包奶皇味	17.8	320	55.63
营养餐包	桃李	吉士排面包	30	660	45.45
	美焙辰	薄皮豆沙包	59.9	680	88.09
	曼可顿	芝麻仔汉堡面包	23.6	880	26.82

数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

达利的产能和销售网络优于桃李面包, 规模效应明显, 扩张迅速。达利已搭建覆盖全国的工厂和经销商网络。达利在全国拥有16个生产基地, 32个工厂, 5228名经销商, 超过12000名专职销售人员, 200多万个销售点, 形成了覆盖全国的密集经销商网络; 截止19年6月, 布局经销商760个, 已经多于桃李经销商数量。规模效应带来强大的铺货能力, 让美焙辰短期内实现了迅速的扩张。

表5: 达利具有密集经销商网络优势 (单位: 个)

	工厂	经销商数量	终端数量	销售人员
达利食品	32	5,228	200 万	11,800
美焙辰	14	760	7 万	-
桃李面包	17	654	22 万	3,197

数据来源: 桃李和达利年报、半年报, 广发证券发展研究中心

4. 产品结构调整助力老品再焕发新增长动力

达利对部分产品结构进行了优化。薯片及膨化食品品类中, 推出纯切薯片, 并于2018第四季度推出波浪形鲜切薯片“嗨多浪”, 形成了“复合型薯片+鲜切型薯片”两大产品组合, 在不同区域推出不同口味以满足消费需求。

公司对产品包装也进行升级以及差异化调整, 乐虎与2019年FIBA篮球世界杯合作, 进一步强化功能饮料属性, 同时推出500毫升新规格, 锁定功能饮料重度消费用户; 可比克将开发小包装纯切薯片, 以满足不同场景下的消费需求。

通过优化资源配置, 达利新品推出速度快、市场渗透率高、布局广, 加速了品牌增长。2019上半年, 达利集团注重开拓家庭消费市场。据亚马逊统计, 以家庭为单位的消费决策在所有消费场景中的占比由2007年的24.1%上升到2017年的

33.5%，家庭消费节奏不断加快。2019年10月，达利顺应家庭需求，推出全新儿童系列贝优星饼干；达利食品不断拓宽品类，为品牌形象增添新的活力。

图21：达利食品薯片



数据来源：广发证券发展研究中心

图22：乐虎与2019年FIBA合作



数据来源：公司广告，广发证券发展研究中心

图23：贝优星儿童饼干



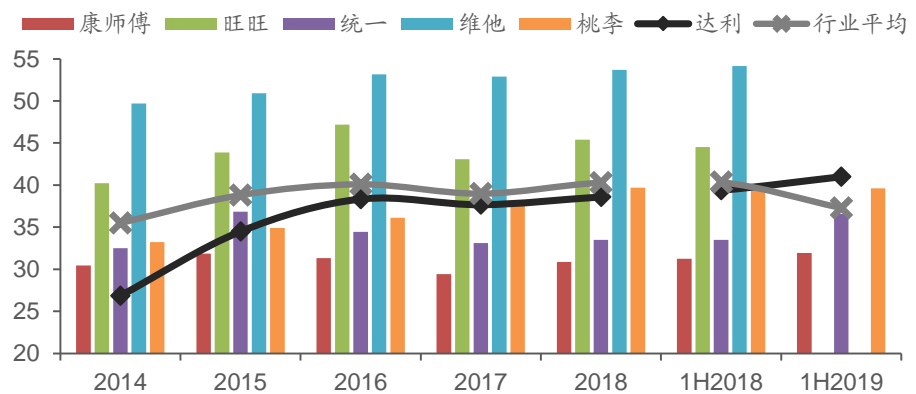
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

五、行业对比分析

1. 公司毛利率保持增长，逐步赶超行业平均

从2014年开始，达利的毛利率稳步提升，逐步向行业平均靠拢，2018年底基本追平。至2019上半年，公司总体毛利率达到41%，高于行业平均约4个点；其中公司饮料产品的毛利率为50%，食品产品的毛利率为37.1%。

图24：毛利率（%）

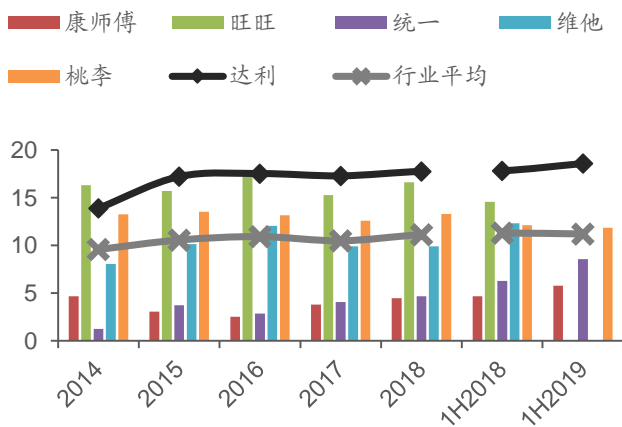


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 公司销售、管理费用率低，财务费用为零，净利润率领先同行

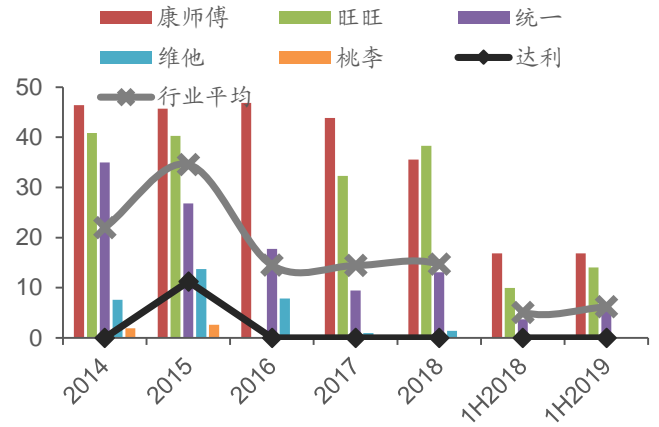
自2015年上市以来，达利净利润率一直维持在17%以上；2019H1公司净利率为17.76%显著高于食品饮料公司平均的11.12%。主要因为达利的销售费用率维持16%，约低于同行平均4个点。另外公司用人成本相对较低，管理费用率低于同业平均。由于公司现金流充沛，除2015年以外没有带息负债，因此财务费用为零，这也是公司净利率显著高于同行的原因之一。

图25: 达利净利润率(%)远高于同行



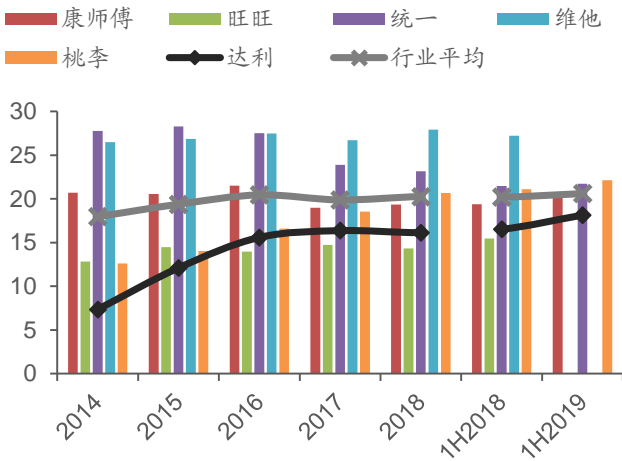
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 带息负债/全部投入资本 (%)



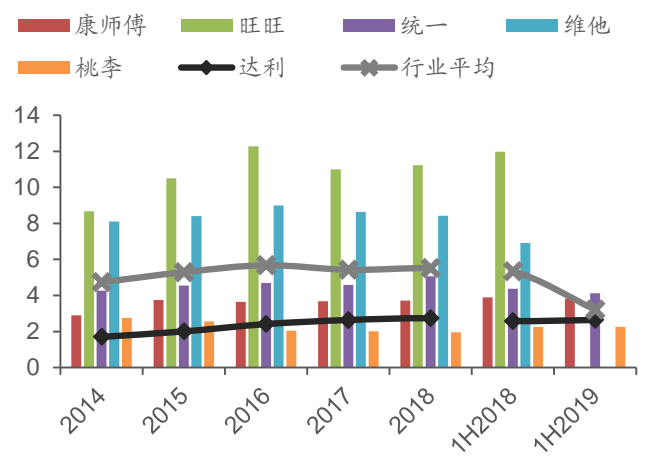
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 销售费用率(%)同行对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 管理费用率(%)同行对比

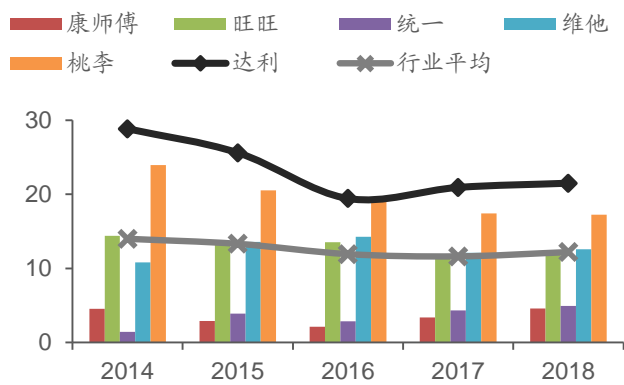


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. ROE 和 ROA 稳定，高于行业平均

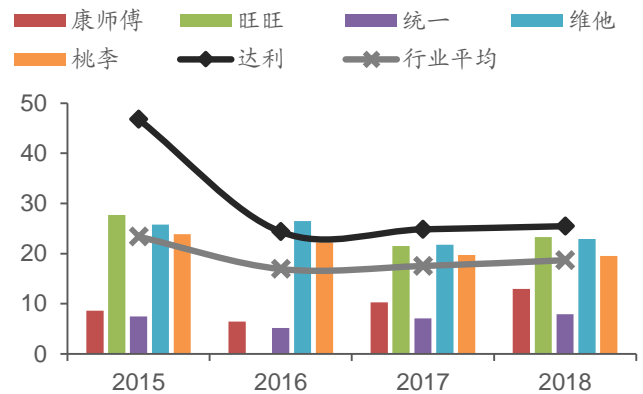
达利的资本回报率和股本回报率始终高于同行，2016到2018年达利食品的ROA约21%，显著高于行业平均值；2016到2018年，达利的ROE稳定在25%左右，高于行业平均值。

图29: 资产回报率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 股本回报率 (%)

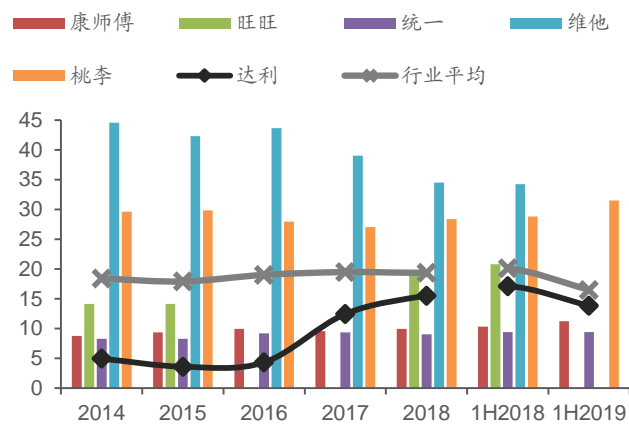


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4. 营运能力: 经营效率优于同行

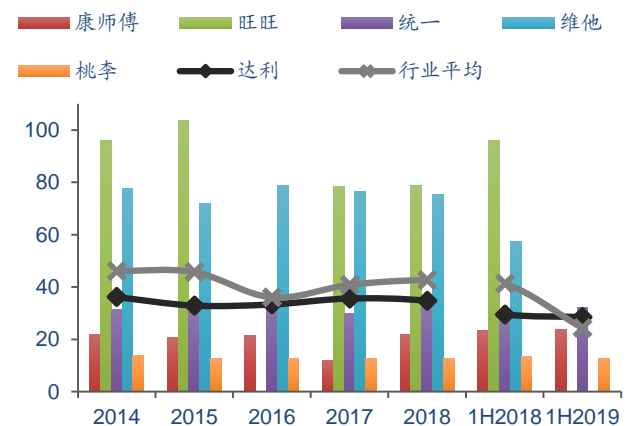
由于直营、电商业务的增长以及放宽部分信誉良好的经销商的信用条件, 达利应收账款周转天数有所上升, 2019上半年同比下降3.3天, 效率仍然优于行业平均水平。2016年至2018年, 达利的存货周转天数稳定在33-36天之间, 比行业平均少十多天。

图31: 应收账款周转天数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 存货周转天数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和估值分析

(一) 盈利预测假设

我们认为未来达利会保持中高单位数的增长, 2019年短保面包“美焙辰”预计有望到10亿销售额, 豆奶预计22亿, 2020年短保产品明年有望继续维持高速增长。同时得益于公司达利持续推出新的SKU, 改善产品结构预计营业收入可以维持上升的趋势。薯类膨化食品受健康观念盛行影响, 预期增速放缓, 维持在8-9%的水平。饼干类别中, 传统产品好吃点增长稳健, 2019下半年甄好曲奇将与IP合作新

品，进一步扩大家庭消费市场，将增速稳定在4%。饮品中，凉茶虽整体市场乏力，但达利调整了销售渠道，2019、2020年下跌趋势有望减缓。植物蛋白与含乳饮料随着家庭消费市场的不断拓展，未来三年仍有较大的上升空间；另外，功能饮料得益于不断扩大的市场和较高的品牌知名度，预计未来三年保持9-11%的增长。

表6: 收入预测表 (单位: 百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,842	19,799	20,864	21,817	23,085	24,670	26,397
增速		10.97%	5.37%	4.57%	5.81%	6.86%	7.00%
食品类	9,765	9,972	10,422	11,010	11,729	12,498	13,321
增速		2.12%	4.52%	5.64%	6.53%	6.56%	6.58%
糕点类	6,336	6,106	6,247	6,563	6,963	7,387	7,837
增速		-3.63%	2.31%	5.06%	6.09%	6.09%	6.09%
薯类膨化食品	1,878	2,256	2,536	2,742	2,993	3,266	3,565
增速		20.13%	12.41%	8.12%	9.14%	9.14%	9.14%
饼干	1,551	1,610	1,639	1,705	1,774	1,845	1,920
增速		3.80%	1.80%	4.04%	4.03%	4.03%	4.03%
短保面包	-	-	-	1,000	1,600	2,400	2,640
增速		-	-	-	60.00%	50.00%	10.00%
饮品类	7,646	8,598	9,155	9,472	9,954	10,699	11,520
增速		12.45%	6.48%	3.46%	5.09%	7.49%	7.67%
凉茶	2,711	2,521	2,361	2,219	2,151	2,172	2,194
增速		-7.01%	-6.35%	-6.00%	-3.10%	1.00%	1.00%
植物蛋白和含乳饮料	1,649	1,192	827	744	685	740	799
增速		-27.72%	-30.61%	-10.00%	-8.00%	8.00%	8.00%
功能饮料	2,036	2,675	3,079	3,356	3,692	4,102	4,557
增速		31.39%	15.10%	9.00%	10.00%	11.10%	11.10%
其他饮料	1,249	1,210	931	940	950	959	969
增速		-3.12%	-23.06%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
豆奶	-	1,000	1,957	2,211	2,477	2,727	3,002
增速		-	95.70%	13.00%	12.00%	10.09%	10.09%
其他产品	432	1,229	1,286	1,336	1,402	1,472	1,556
增速		184.86%	4.46%	4.00%	5.00%	5.00%	5.67%

数据来源: 公司 2017-2018 年年报, 广发证券发展研究中心

达利的毛利率稳定维持在38%左右。得益于产品结构的改善和公司稳健的经营策略, 我们预计EBITDA Margin预期略有增长达到25-26%, EBIT Margin预期小幅增至23-24%。

表7: 利润率趋势

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	38.3%	37.7%	38.6%	39.1%	39.6%	39.4%
EBITDA Margin	25.4%	24.9%	25.8%	25.6%	25.9%	25.1%
EBIT Margin	22.3%	22.0%	22.8%	23.6%	24.2%	23.8%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

(二) 可比公司估值分析

由于达利食品这两年进入调整期，市场给予公司2020年的估值低于港股食品饮料公司19.82倍PE的平均值（达利食品对应为15.07倍PE）。公司对销售渠道的内部调整已经完成，外部经销商调整预计也在明年初完成，公司美焙辰下半年销售也在加速，预计明年将维持高增长；同时得益于良好的成本控制和适当的营销策略，预计公司未来三年增长稳定，综合考虑可比公司估值情况后，我们给予公司2020年18倍PE的估值。

表8: 可比公司估值比较 (P/E 单位: 倍, 2019年11月14日彭博一致预期)

代码	名称	市值 (百万港币)	P/S	P/E TTM	P/E 2019	P/E 2020	P/B	P/B: 2019	P/B 2020	ROE:2018	ROA:2018
03799 HK	达利食品	71894.12	3.07	16.94	16.31	15.07	3.88	3.79	3.61	25.83	22.53
	平均值	57621.85	1.90	24.86	21.46	19.82	3.67	3.55	3.31	13.87	8.12
00151 HK	中国旺旺	78712.27	3.41	20.30	20.40	18.66	4.60	4.44	4.28	21.82	11.77
00322 HK	康师傅控股	67593.10	1.00	24.63	23.06	20.80	3.09	2.96	2.81	12.87	5.15
00220 HK	统一企业中国	32783.75	1.33	22.33	21.41	19.64	2.23	2.19	2.15	8.35	5.35
00288 HK	万洲国际	124651.22	0.71	15.98	13.72	11.73	1.93	1.84	1.69	13.17	6.92
02319 HK	蒙牛乳业	116661.22	1.39	29.07	22.32	22.51	3.90	3.49	3.12	12.52	5.17
00506 HK	中国食品	8699.36	0.46	21.24	19.11	16.26	1.74	1.79	1.66	10.09	2.80
01117 HK	现代牧业	7496.93	1.25	N.A.	13.14	11.12	0.97	0.92	0.87	-1.41	1.15
00345 HK	VITASOY INT'L	33721.75	4.48	48.41	43.66	42.61	10.66	10.55	9.61	21.60	12.20

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

七、投资建议

我们认为公司有强大的品牌、准确的市场定位，丰富的品类和强大的销售网络，同时具有较强的研发能力。公司新进入短保面包领域，市场前景广阔，结合豆本豆的销售竞争力较强。我们看好公司在家庭餐饮类的布局的前景，同时对于老品类的升级也有望继续为公司增长提供动力。预计2019-2021年公司收入分别为218.2，230.9和246.7亿元人民币，EPS分别为0.29，0.32和0.33元人民币，结合食品饮料公司行业估值，我们给予公司2020年18倍PE，对应合理股价为6.39港元每股，首次覆盖给予“买入”评级。

八、风险提示

1. 新品销售不及预期

公司收入增长主要动力来新品推动，如果新品销售远不及预期将影响公司整体营收。

2. 原材料成本价格大幅上涨

原料成本大幅上涨将侵蚀公司毛利和净利润。

3. 食品安全问题

供应商、相关产业出现食品安全问题都会影响消费者信任度，直接影响产品销量。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,271	12,433	12,703	13,969	15,933
货币资金	8,096	10,079	10,322	11,440	13,211
应收及预付	1,542	1,204	1,174	1,302	1,408
存货	1,333	1,138	1,165	1,185	1,271
其他流动资产	300	13	43	43	43
非流动资产	5,055	5,813	6,133	6,529	6,931
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,023	4,413	4,591	4,817	5,051
在建工程	250	498	664	830	996
无形资产	4	3	3	6	10
其他长期资产	778	898	875	875	875
资产总计	16,326	18,245	18,836	20,498	22,864
流动负债	2,216	2,461	2,682	3,038	3,571
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,216	2,461	2,682	3,038	3,571
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	324	370	338	338	338
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,540	2,831	3,020	3,376	3,909
负债合计	2,540	2,831	112.71	112.71	112.71
股本	112.71	112.71	1,528	1,528	1,528
资本公积	3,617	1,528	1,528	1,528	1,528
留存收益	10,056	13,774	14,176	15,481	17,315
归属母公司股东权益	13,786	15,415	15,817	17,122	18,955
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	16,326	18,245	18,836	20,498	22,864

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,799	20,864	21,817	23,085	24,670
营业成本	12,341	12,813	13,292	13,950	14,962
其他收入	666	649	674	690	719
销售费用	3,248	3,377	3,471	3,645	3,894
管理费用	524	573	576	605	656
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业利润	4,352	4,751	5,155	5,578	5,878
营业外收支	-	-	-	-	-
利润总额	4,352	4,751	5,155	5,578	5,878
所得税	918	1,033	1,134	1,227	1,293
净利润	3,434	3,717	4,021	4,351	4,586
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	3,434	3,717	4,021	4,351	4,586
EBITDA	4,922	5,378	5,597	5,970	6,189
EPS (元)	0.25	0.27	0.29	0.32	0.33

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,404	5,002	2,037	5,517	5,521
净利润	3,414	3,731	4,020	4,351	4,585
折旧摊销	571	627	442	393	311
营运资金变动	-1,472	706	-2,396	781	635
其它	-109	-62	-28	-8	-9
投资活动现金流	-113	402	-734	-780	-705
资本支出	-804	-1,334	-763	-788	-714
投资变动	95	308	0	0	0
其他	597	1,428	29	8	9
筹资活动现金流	-4,056	-3,421	-1,060	-3,618	-3,045
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4,056	-3,421	-1,060	-3,618	-3,045
现金净增加额	-1,765	1,983	243	1,118	1,771
期初现金余额	9,861	8,096	10,079	10,322	11,440
期末现金余额	8,096	10,079	10,322	11,440	13,211

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	11.0%	5.4%	4.6%	5.8%	6.9%
归母净利润增长	9.5%	8.3%	8.1%	8.2%	5.4%
获利能力					
毛利率	37.7%	38.6%	39.1%	39.6%	39.4%
净利率	17.34%	17.82%	18.42%	18.84%	18.58%
ROE	24.9%	24.1%	25.4%	25.4%	24.2%
ROIC	126.2%	140.4%	147.5%	154.3%	160.8%
偿债能力					
资产负债率	15.6%	15.5%	16.0%	16.5%	17.1%
净负债比率	-60.5%	-65.4%	-65.3%	-66.8%	-69.7%
流动比率	5.09	5.05	4.74	4.60	4.46
速动比率	4.49	4.59	4.30	4.21	4.11
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.21	1.18	1.17	1.14
应收账款周转率	28.93	23.19	26.07	26.07	26.07
存货周转率	10.11	10.37	11.41	11.77	11.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.25	0.27	0.29	0.32	0.33
每股经营现金流	0.18	0.37	0.15	0.40	0.40
每股净资产	1.01	1.13	1.15	1.25	1.38
估值比率					
P/E	18.74	17.31	16.01	14.79	14.03
P/B	4.67	4.17	4.07	3.76	3.39
EV/EBITDA	11.03	10.09	9.70	9.09	8.77

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。