

【广发海外】达利食品（03799.HK）

收入增速放缓，家庭事业部为收入增长主要动力

核心观点：

- **2019 年收入增速放缓。**2019 年公司销售收入 213.75 亿元，同比增长 2.5%，毛利 84.91 亿元，同比增长 5.5%。2019 年公司毛利率为 39.7%，同比上涨 1.1ppt；毛利率增长主要由于部分原材料价格下降，休闲食品、即饮饮料毛利提升。2019 年公司实现合并税前利润 51.46 亿元，同比增长 8.3%；受益于毛利率增长，2019 年归母净利润同比增长 3.3%至 38.41 亿元。
- **休闲食品和即饮饮料分部事业部营业收入下滑但利润增长；豆奶和美焙辰构成的家庭消费产业收入增长为公司营业收入增长主要来源。**2019 年公司休闲食品和即饮饮料分部营业收入同比下滑 2.4%和 2.1%，主要是由于销售团队的调整和产品调整；家庭消费部分营业收入同比增长 41.6%。家庭消费、休闲食品及即饮饮料分部毛利分别增长 35.6%、1.1%和 1.5%至 13.16 亿、37.95 亿和 33.36 亿元。根据公司业绩会，公司美焙辰面包系列返货率已经下降至 12%左右，销售网点增加至 8 万个，预计 2020 年短保面包系列将继续维持高速增长。
- **预计 2020-2021 年业绩分别为 0.30 元/股、0.31 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。受到新冠疫情影响公司饮料销售承压，但食品销部分销售较好，公司经销体系改革完成，预计 2020 年公司营业收入仍将保持正增长。预计 2020-2021 年业绩分别为 0.30 元/股和 0.31 元/股，当前股价对应 2020-2021 年 PE 为 15.86 和 15.68 倍；预计未来两年公司收入增长稳定，基于市盈率分析法，维持 2020 年 18 倍 PE 的估值，合理价值为 5.99 港元/股，维持“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。注：本文除特别说明外，均使用人民币为货币币种

盈利预测：（单位：人民币）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19,799	20,864	21,375	21,934	22,601
增长率(%)	10.97%	5.38%	2.45%	2.61%	3.04%
EBITDA(百万元)	4,922	5,378	5,890	5,639	5,582
归母净利润(百万元)	3,434	3,717	3,841	4,141	4,189
增长率(%)	9.47%	8.26%	3.31%	7.82%	1.15%
EPS（元/股）	0.25	0.27	0.28	0.30	0.31
市盈率（P/E）	19.13	17.67	17.11	15.86	15.68
市净率（P/B）	4.77	4.26	4.04	3.75	3.42
EV/EBITDA	11.30	10.34	9.44	9.86	9.96

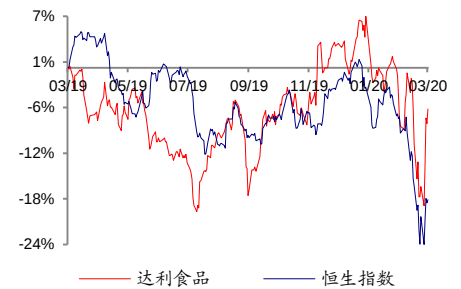
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.28 港元
合理价值	5.99 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-30

相对市场表现



分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师：

刘峤



SAC 执证号：S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】达利食品 2019-11-15

（03799.HK）：综合食品饮料

龙头，积极布局家庭消费市场

场

联系人：

罗捷 020-66335147

gfluojie@gf.com.cn

资产负债表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	
流动资产	11,271	12,433	13,801	14,222	15,673	
货币资金	8,096	10,079	11,092	11,768	13,091	
应收及预付	1,542	1,204	1,447	1,329	1,417	
存货	1,333	1,138	1,262	1,125	1,166	
其他流动资产	300	13	0	0	0	
非流动资产	5,055	5,813	6,146	6,793	7,445	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	4,023	4,413	5,142	5,544	6,027	
在建工程	250	498	0	166	332	
无形资产	4	3	2	5	8	
其他长期资产	778	898	1,003	1,077	1,077	
资产总计	16,326	18,245	19,948	21,015	23,118	
流动负债	2,216	2,461	3,177	3,035	3,464	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	2,216	2,461	3,158	3,016	3,445	
其他流动负债	0	0	19	19	19	
非流动负债	324	370	494	460	460	
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	324	370	494	460	460	
负债合计	2,540	2,831	3,671	3,496	3,925	
股本	112.71	112.71	112.71	112.71	112.71	
资本公积	3,617	1,528	16,164	16,164	16,164	
留存收益	10,056	13,774	0	1,242	2,918	
归属母公司股东权益	13,786	15,415	16,277	17,519	19,193	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	16,326	18,245	19,948	21,015	23,118	

利润表	单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	19,799	20,864	21,375	21,934	22,601
营业成本	12,341	12,813	12,884	13,244	13,726
其他收入及收益	666	649	887	683	708
销售费用	3,248	3,377	3,677	3,490	3,613
管理费用	524	573	553	575	601
财务费用	0	0	1	0	0
其他费用及亏损	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
利润总额	4,352	4,751	5,146	5,309	5,369
所得税	918	1,033	1,306	1,168	1,181
净利润	3,434	3,717	3,841	4,141	4,189
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	3,434	3,717	3,841	4,141	4,189
EBITDA	4,922	5,378	5,890	5,639	5,582
EPS（元）	0.25	0.27	0.28	0.30	0.31

现金流量表	单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,404	5,002	3,032	5,514	5,080
净利润	3,414	3,731	3,841	4,141	4,188
折旧摊销	571	627	742	330	213
营运资金变动	-1,472	706	-1,556	1,049	686
其它	-109	-62	5	-6	-6
投资活动现金流	-113	402	-101	-970	-859
资本支出	-804	-1,334	-364	-977	-865
投资变动	95	308	0	0	0
其他	597	1,428	263	6	6
筹资活动现金流	-4,056	-3,421	-1,917	-3,868	-2,899
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4,056	-3,421	-1,917	-3,868	-2,899
现金净增加额	-1,765	1,983	1,013	676	1,323
期初现金余额	9,861	8,096	10,079	11,092	11,768
期末现金余额	8,096	10,079	11,092	11,768	13,091

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	11.0%	5.4%	2.5%	2.6%	3.0%
归母净利润增长	9.5%	8.3%	3.3%	7.8%	1.1%
获利能力					
毛利率	37.7%	38.6%	39.7%	39.6%	39.3%
净利率	17.3%	17.8%	18.0%	18.9%	18.5%
ROE	24.9%	24.1%	23.6%	23.6%	21.8%
ROIC	126.2	140.4	151.4	146.8	139.8
偿债能力					
资产负债率	15.6%	15.5%	18.4%	16.6%	17.0%
净负债比率	-60.5%	-65.4%	-68.1%	-67.2%	-68.2%
流动比率	5.09	5.05	4.34	4.69	4.52
速动比率	4.49	4.59	3.95	4.32	4.19
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.21	1.12	1.07	1.02
应收账款周转率	28.93	23.19	29.45	26.07	26.07
存货周转率	10.11	10.37	10.74	11.77	11.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.25	0.27	0.28	0.30	0.31
每股经营现金流	0.18	0.37	0.22	0.40	0.37
每股净资产	1.01	1.13	1.19	1.28	1.40
估值比率					
P/E	19.13	17.67	17.11	15.86	15.68
P/B	4.77	4.26	4.04	3.75	3.42
EV/EBITDA	11.30	10.34	9.44	9.86	9.96

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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，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。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。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：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区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。

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。