

达利食品 (3799 HK)

中国版“雀巢”

通过在全国建立分销网络及生产基地，达利食品集团以其多元化、多品牌的产品组合，成为中国领先的品牌食品饮料企业。集团不断创新并成功扩展到不同品类，以适应中国快速变化的消费趋势，消费者追求健康、食品安全及优质产品。我们认为，豆奶及品质早餐这两个新分部将成为2018年的强劲增长动力，发展前景依然广阔。因此，我们对达利食品首予买入评级，基于DCF模型的目标价为7.0港元。

- 收入及利润往绩记录良好。**从2012年到2017年，总收入及净利润年均复合增长率约为23.6%。随着产品品类丰富及品牌多元化，2018年上半年集团总收入及净利润继续大幅增长，分别同比增长11.4%及12.3%。
- 毛利率较高的饮料分部销售增长快于食品分部。**2018年上半年，饮料分部的收入贡献首次超过食品分部，相信集团整体毛利率有望进一步提高。
- 分销网络强大，生产基地遍及全国。**精心布局，在全国16个省建立30个食品饮料生产基地，4500多家经销商覆盖中国所有省份的城市、县城、乡镇及村庄，全面渗透市场。
- “品质早餐”及豆本豆豆奶增长势头强劲。**2017年拓展了两个新分部，豆奶及品质早餐，以满足客户对新鲜健康早餐产品的需求。这些产品深受市场欢迎且其毛利率较高，销售额大幅增长。未来进一步丰富产品品类及不同渠道持续渗透，势将推动这两个分部持续强劲增长。
- 削减派息，但料将来派息率不会低于50%。**2018年上半年，集团将派息率由65%降至53%，主要由于1)本集团大部分收入以人民币计值，而外汇在中国受到更严格控制；及2)寻找未来可能与公司产生协同效应的并购机会。
- 首予买入评级。**我们根据DCF模型估值，得出目标价为7.0港元，相当于21.7倍FY18预测市盈率及6.1倍FY18预测市净率。参数包括35%的折让率及3%的永续增长率。我们首次覆盖达利食品，对其首予首予“买入”评级，目标价为7.0港元。

投资总结

年结于12月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收(人民币百万元)	17,842	19,799	22,175	24,947	28,439
变化(%)	6	11	12	12	14
净利润(人民币百万元)	3,137	3,434	3,863	4,406	5,090
变化(%)	8	9	13	14	16
每股盈利(港元)	0.229	0.251	0.282	0.322	0.372
变化(%)	(5)	9	13	14	16
市盈率(倍)	21.1	19.3	17.1	15.0	13.0
市净率(倍)	4.8	4.8	4.2	3.7	3.2
价格/经营活动现金流(倍)	19.4	27.5	17.3	15.3	13.4
企业价值/息税折摊前利润(倍)	12.8	11.8	10.6	9.4	8.2
每股股息(人民币)	0.157	0.150	0.171	0.197	0.227
股息收益率(%)	3.2	3.1	3.5	4.1	4.7

资料来源：公司资料、东方证券(香港)

买入

目前股价

HK\$5.46

目标股价

HK\$7.0

中国 / 消费品 / 饮食

2018年10月15日

戴伟豪 (SFC CE: BKJ685)

(852) 3519 1292

cyrus.tai@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数(百万股)	13,694
市值(百万港元)	74,770
企业价值(百万港元)	65,614
12个月内日成交额(百万港元)	84.4
12个月波动率(%)	31.7
FY17-19预测市盈增长率(倍)	1.4
FY17-19预测平均净资产收益率(%)	25
FY18预测市净率(倍)	4.2
FY18预测净负债-股东权益比(%)	净现金

股价表现(%)

	1M	YTD	12M
绝对值	0	(23)	(10)
相对恒指	2	(9)	(1)

主要股东持股(%)

Divine Foods	85
--------------	----

审计师

安永会计师事务所

股价走势图



达利食品 - 为数不多的全国性食品饮料企业

达利食品集团于 1989 年在福建创办，最初是一家饼干生产企业，现已发展成为中国领先的品牌休闲食品及饮料公司，拥有多元化、多品牌的产品组合。集团以六个核心品牌提供七个食品饮料品类的产品。

图 1: 主要里程碑及核心产品品类

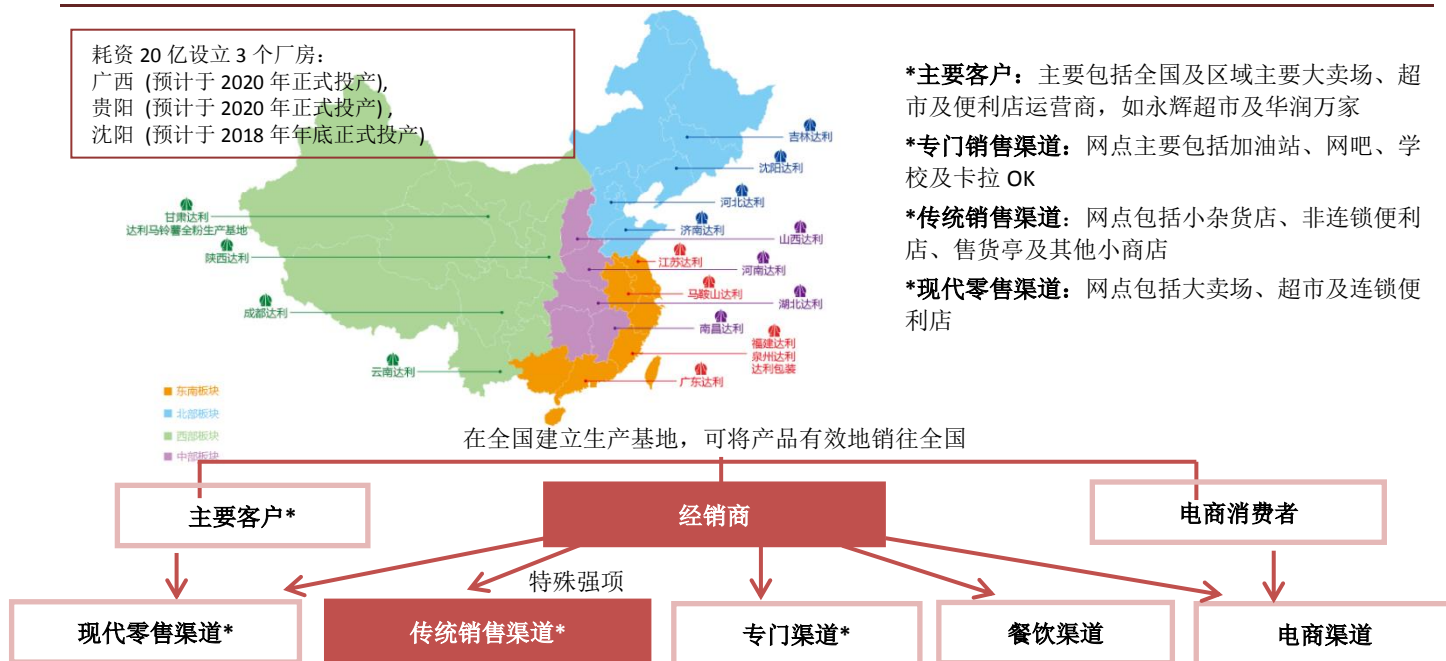


资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

建立广泛的全国制造及分销网络

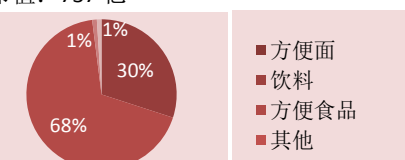
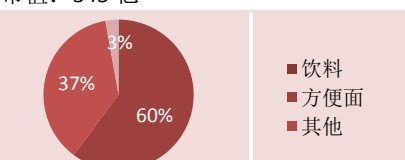
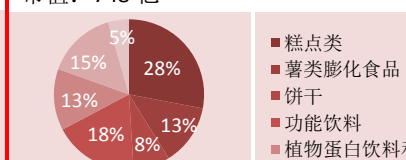
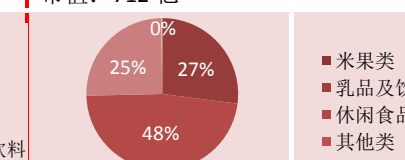
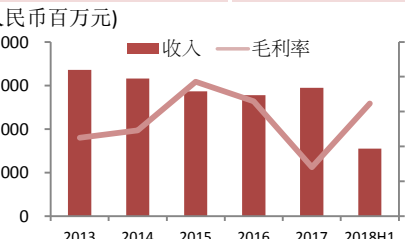
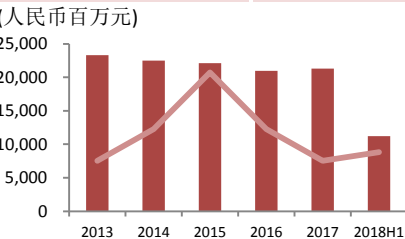
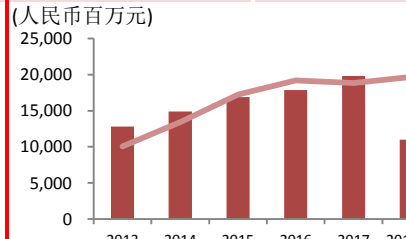
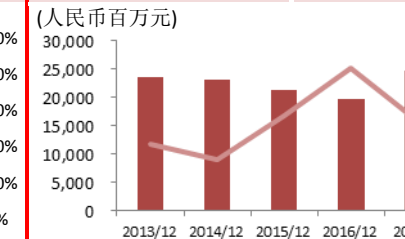
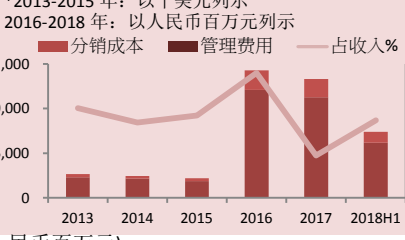
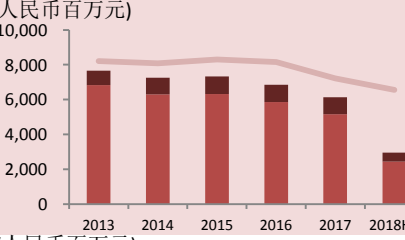
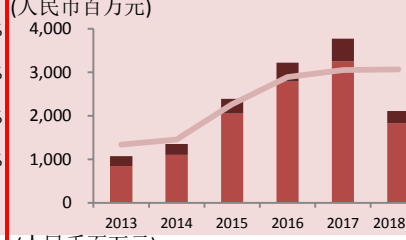
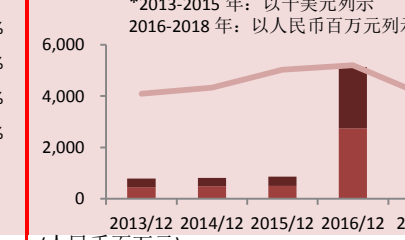
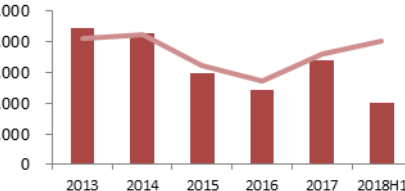
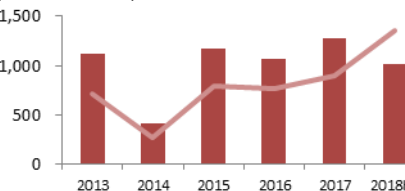
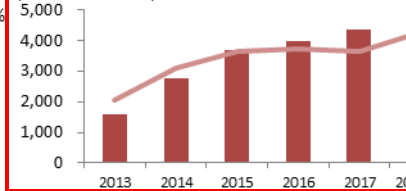
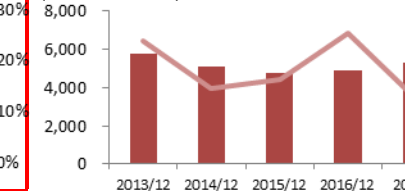
集团在 16 个省设立了 18 家子公司，拥有 30 个食品饮料生产基地、一个土豆泥生产基地及一家包装印刷公司，其中包括设立在沈阳的新工厂。集团主要通过庞大的分销网络 (超过 4,500 家经销商) 销售产品，这些经销商将产品销售给次级经销商及零售商，覆盖中国所有省份的城市、县城、乡镇及村庄，全面渗透市场。此外，集团也在广西、贵阳设立了两家新工厂。

图 2: 渠道战略结构及产品基地



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

中国大型食品饮料公司对比：达利集团收入及税前利润较同侪公司强劲

品牌	康师傅控股 (322.HK)	统一企业中国 (220.HK)	达利集团 达利食品 (3799.HK)	旺旺中国 (151.HK)
创立年份及市值	1991 年创立，总部位于中国天津，是中国大陆最大的台资公司 市值：737 亿	1992 年创立，总部位于中国上海，为中国非碳酸饮料及方便面的台资制造商 市值：343 亿	1989 年创立，总部位于中国福建，为中国领先的品牌休闲食品及饮料公司 市值：748 亿	1992 年创立，总部位于上海，是台资旺旺集团的中国子公司 市值：712 亿
产品组合	 <ul style="list-style-type: none"> 方便食品 68% 饮料 30% 方便面 1% 其他 1% 	 <ul style="list-style-type: none"> 其他 60% 饮料 37% 方便面 3% 	 <ul style="list-style-type: none"> 糕点类 28% 薯类膨化食品 18% 饼干 15% 功能饮料 13% 植物蛋白饮料和含乳饮料 8% 5% 	 <ul style="list-style-type: none"> 其他类 48% 米果类 27% 乳品及饮料类 25% 休闲食品类 0%
收入及毛利	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>
平均售价及销售、一般和管理费用	 <p>*2013-2015 年：以千美元列示 2016-2018 年：以人民币百万元列示</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>*2013-2015 年：以千美元列示 2016-2018 年：以人民币百万元列示</p>
税前利润和税前利润率	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>	 <p>(人民币百万元)</p>
意见	<p>按销量计，康师傅是最大的食品饮料生产商，而旺旺中国创造了最高的税前利润。</p> <p>大部分材料价格从 2016 年开始反弹并侵蚀了公司的毛利，但达利食品是这四家大型食品饮料企业中唯一一家毛利率创历史新高的公司。</p> <p>达利食品的经营利润率高于同业，因为集团以较低的出厂价将产品出售给经销商，经销商将承担大部分销售工作，为达利节省了将产品打入新地区的费用。</p>			

全球对标：与雀巢公司的对比



雀巢于 1866 年由 Heinrich 在瑞士的 Vevey 小镇创立，100 多年来不断壮大，已发展成为全球最大的食品饮料公司。雀巢拥有 2000 多个品牌，几乎涵盖了所有食品饮料品类，并在全球 189 个国家销售。雀巢在 85 个国家设立 413 间工厂，拥有 323,000 名员工。

早期成长阶段

丰富产品组合，扩大业务规模，积累资金及经验

- 1867 年：**雀巢的创始人推出了他的“farin lactée”（面粉加牛奶）
- 1904 年：**开始推出巧克力产品
- 1905 年：**合并成为雀巢英瑞牛奶公司，在全球建厂
- 1914-1921 年：**第一次世界大战期间对炼乳及巧克力的需求增加
- 1916 年：**收购挪威乳制品公司 Egron，该公司当时已获得喷雾干燥工艺生产奶粉的专利

快速增长阶段

丰富产品组合、并购及整合已有产品类别以主导市场

- 1929 年：**收购了瑞士最大的巧克力公司 Peter-Cailler-Kohler
- 1934 年：**继续开发婴幼儿食品，并在澳洲推出麦芽巧克力饮料 Milo
- 1936 年：**推出维生素补充产品 Nestrovit
- 1938 年：**推出“纯咖啡粉状提取物”，简单注入热水进行冲泡即可饮用
- 20 世纪 40 年代末：**推出雀巢茶品

全面发展阶段

丰富产品组合、并购并将业务拓展到新兴市场，并建立全球规模

- 1947 年：**与生产美极汤料、肉汤及调味料的瑞士公司 Alimentana 合并
- 20 世纪 60 年代：**通过并购丰富产品组合，推出冰淇淋、冷冻食品、酸奶及矿泉水
- 20 世纪 70-80 年代：**产品更加多样化，进入化妆品、药品及眼科产品、宠物食品领域
- 20 世纪 90 年代至 2017 年：**以“营养、健康和幸福”为宗旨，不断并购以主导市场

1866

1922

1945

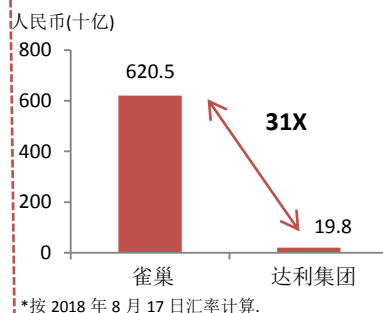
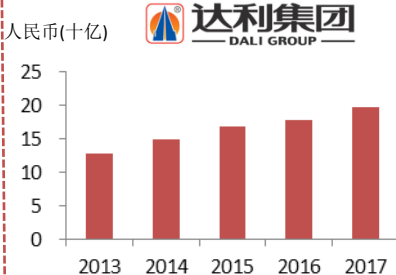
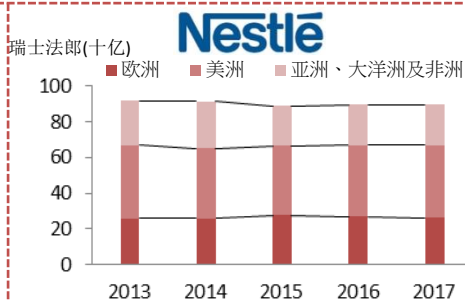
1989

2018

达利集团是中国本土的食品饮料公司，尚处于**早期成长阶段**。集团以六个核心品牌提供七个食品饮料品类，在 16 个省建立 18 个子分公司，拥有 30 个食品饮料生产基地，以支持他们将产品销往全国。



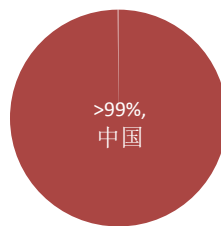
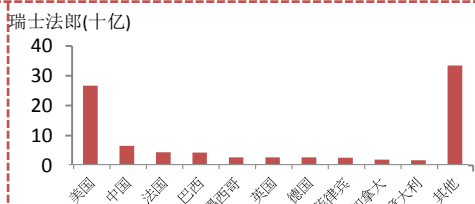
规模对比 (收入)



雀巢是食品饮料行业的全球领导者，销售额为人民币 6,205 亿元*，比 2017 年达利集团销售（人民币 198 亿元）多 **31 倍**。雀巢通过并购扩充品牌，目前在全球拥有 2000 多个品牌。

- 雀巢 DNA:**
- ① 标准化：开发在全球销售的标准化产品，享受规模经济带来的低成本。
 - ② 本地化：结合标准化及定制策略，以最大限度地降低成本，同时与各个国家的品味及偏好完美匹配。

市场对比 (收入前十的市场)



雀巢在全球范围内实现产品组合多元化。美国及中国是雀巢前两大市场，分别占总销售额约 30% 及 7%，而世界其他国家占总销售额的 37%。

达利集团主要专注于中国市场。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

与雀巢相比，达利尚在发展早期

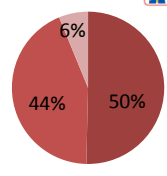
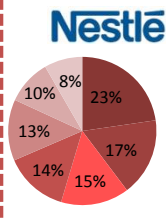
下表列示雀巢旗下的主要品牌。

产品宽度

产品长度

<p>粉末及液体饮料</p>  包含多种茶产品  世界领先的巧克力麦芽饮料  巧克力味牛奶混合物  高端咖啡品牌  领先的零售咖啡系列品牌  领先的咖啡品牌，每秒卖出近5,500杯。  速溶巧克力饮料
<p>营养及健康科学</p>  婴儿配方奶粉品牌  婴儿配方奶粉品牌  婴儿配方奶粉品牌  婴儿配方奶粉品牌  高端婴儿配方奶粉品牌  婴儿食品品牌  婴儿谷类食品  婴儿谷类食品  产前多种维生素品牌  营养补充即饮饮料及粉末系列  蛋白质及维生素补充奶昔和汤  有助消化系统健康的产品  数百万敏感肌肤的人在使用温和的护肤品牌  用于治疗局部寻常痤疮  以透明质酸为主要成分的产品，可改善皮肤质量  治疗粉刺、红斑粉刺、牛皮癣及其他类固醇反应性皮肤病、真菌病、色素失调、皮肤癌及皮肤衰老
<p>奶制品及冰淇淋</p>  儿童生长各阶段的营养补充方案  酸奶及发酵饮料  中国即饮花生奶及即饮灌装米粥的主要营销商  即食谷物饮品  低端冰淇淋品牌  高端冰淇淋品牌  高端冰淇淋品牌  高端冰淇淋品牌  浓缩牛奶  咖啡奶精品品牌
<p>宠物食品</p>  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品  低端到高端的宠物食品
<p>烹调食品</p>  适用于各种菜式的调味品、汤、肉汤及混合物  冷冻预制食品  预煮法兰克福香肠  冷冻披萨  Stouffer 冷冻食品更健康的替代品  高端烹调酱汁  烹调酱汁  烹调酱汁
<p>糖果</p>  巧克力威化棒  高端巧克力品牌  多种巧克力及糖果
<p>饮用水</p>  高端气泡矿泉水  高端气泡矿泉水  瓶装水  瓶装水  销往全球 32+个国家的健康饮水旗舰品牌

2017 年收入分布

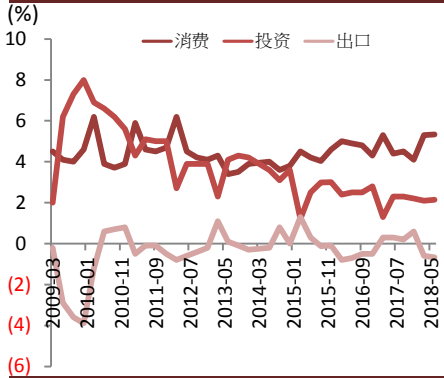


资料来源：公司资料、东方证券（香港）



中国消费升级及不断下沉

图 3: 中国“三驾马车”增速



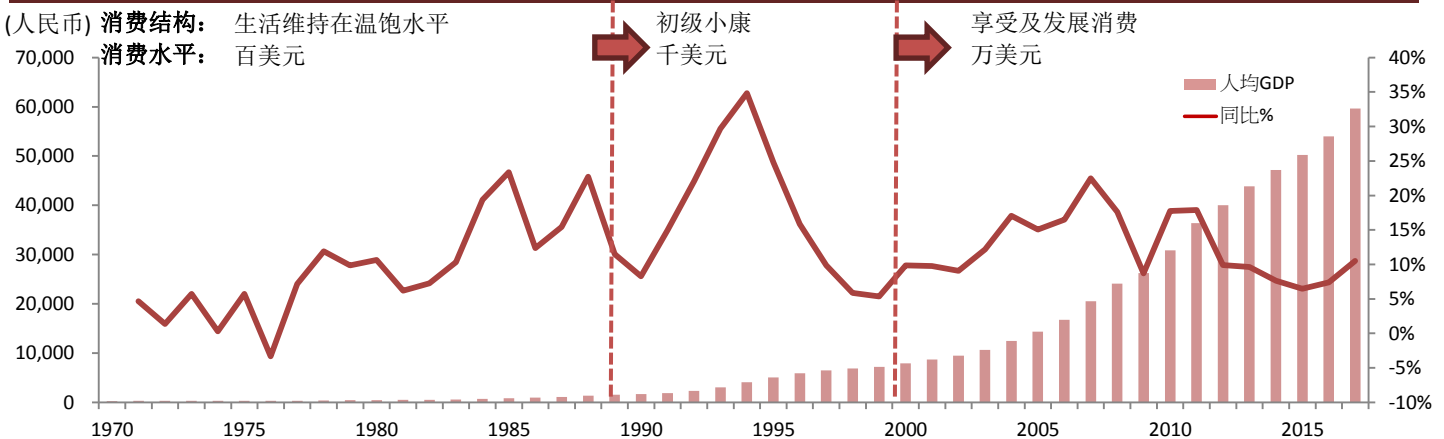
资料来源: 万得资讯、东方证券(香港)

消费、出口及投资是推动中国经济增长的“三驾马车”，消费仍是主要增长引擎，占 2018 年上半年经济增长的 78.5%。2017 年中国消费品零售额增长 10.2% 至人民币 36 万亿元以上。

消费升级推动经济增长

自改革开放以来，中国出现了三个阶段的消费升级，1978 年至 2017 年人均 GDP 增长了 155 倍，达到人民币 5.966 万元。中国正经历消费升级，消费结构逐渐改变。如今，消费者愿意花更多钱来改善生活质量，寻求心理及精神上的满足，而不仅仅是生活的基本需求。

图 4: 中国人均 GDP (中国改革开放以后至少经历三次消费升级)



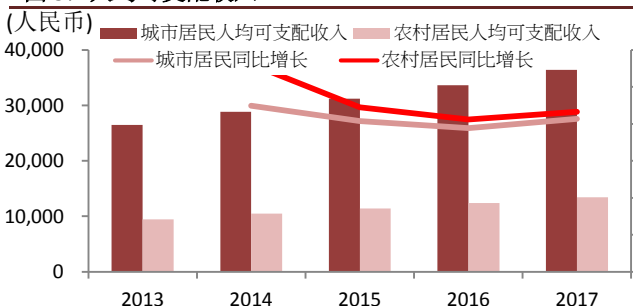
资料来源: 万得资讯、东方证券(香港)

消费下沉到农村

由于居民消费能力不断增强及消费环境持续优化，城乡消费品市场保持快速增长，尤其是在农村地区。

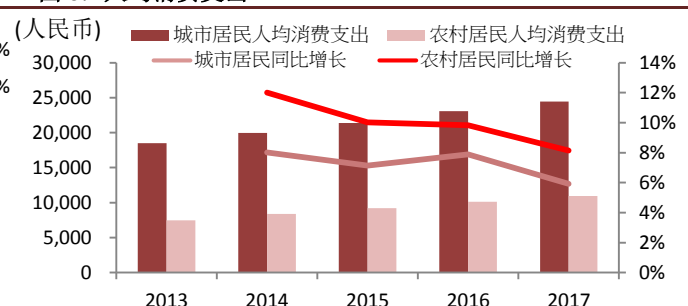
中国正在努力实现到 2020 年消除贫困的目标。为实现这一目标，国家已出台若干政策，如促进贫困地区的旅游业，帮助贫困家庭获得小额贷款，以及开展结对帮扶及精准扶贫工作。2018 年乡村振兴政策及农村居民收入的增加缩小了城乡居民收入及消费差距。

图 5: 人均可支配收入

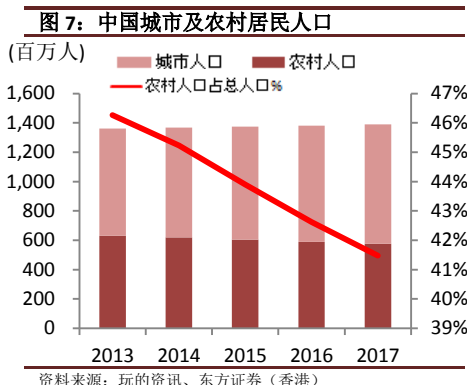


资料来源: 万得资讯、东方证券(香港)

图 6: 人均消费支出



中国的低线城市在零售总额中增长最快



截至 2017 年底, 中国城市人口达到 8.1347 亿, 同比增加 2,049 万人, 占总人口的 58.52%, 到 2020 年目标比例为 60%。中国正迅速扩大城市规模, 在农村地区建设新的城市化中心。随着城市化进程的推进, 低线城市将变得更大、更富裕、更有消费欲。

人口增长, 低线城市的家庭收入增长

低线城市消费品零售总额增速高于一线城市, 过去两年甚至超过二线, 占近年中国消费品零售总额的 50%左右。我们认为, 由于住房成本负担较小, 低线城市及一线城市之间的家庭收入差距将不断缩小, 低线城市居民甚至比大城市居民的消费欲望更强。

图 8 消费品零售总额增长率

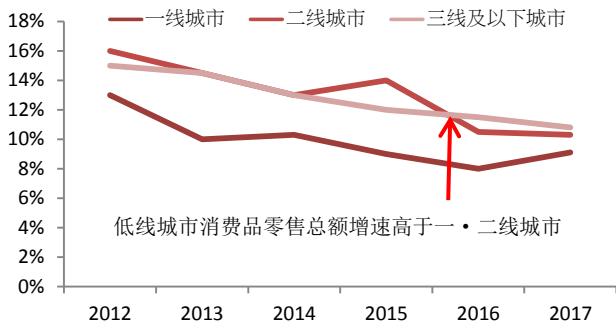
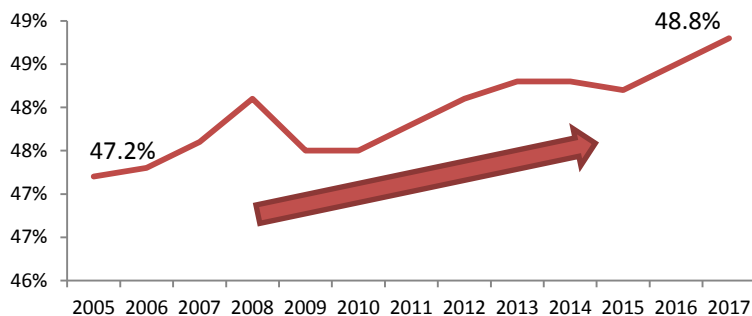


图 9: 三线及低线城市对消费品零售总额占比



低线及高线城市的消费结构不同

“拼多多”于 2015 年推出, 成为中国最大的电商应用 APP 之一, 将团购策略与低价产品相结合。“拼多多”拥有 3 亿用户群, 65%的用户来自三线等低线城市。2018 年 1 月报告的每月活跃用户数为 1.14 亿, 仅次于淘宝(4.25 亿)及京东(1.45 亿)。但是, 拼多多增长如此之快, 主要由于其提供优质产品, 折扣幅度较大, 吸引了来自低线城市的低收入人群。低价优质的品牌产品占低线城市消费结构的比重较大。

图 10: 拼多多的崛起让人侧目



资料来源: 拼多多、东方证券(香港)

图 11: 不同级城市消费结构对比

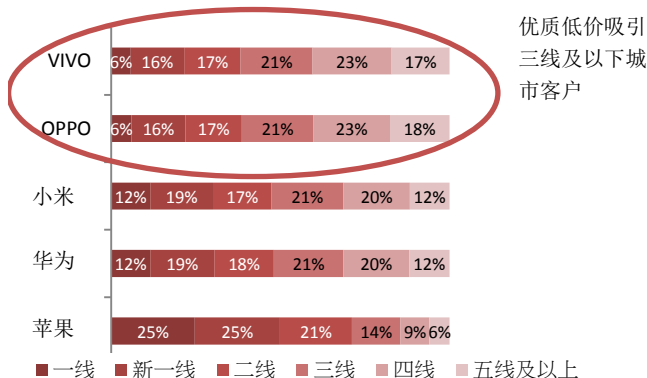
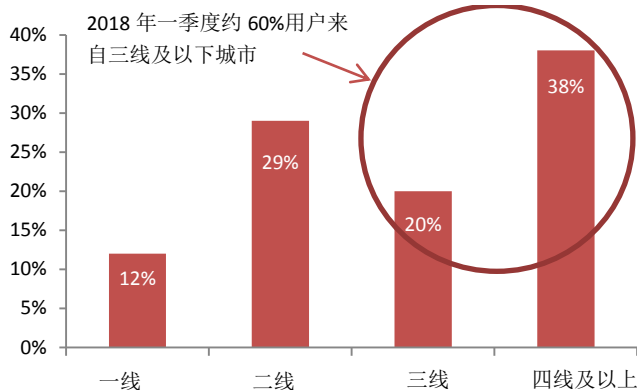


图 12: 按区域划分的拼多多用户



成功的市场策略：农村包围城市

达利食品主要依赖传统贸易渠道。传统贸易渠道为中国休闲食品饮料行业的主要贸易途径，特别是低线城市及偏远地区，其主要依赖该渠道经销产品。然而，达利食品亦开始强化其他贸易渠道，特别是现代零售渠道，其自2014年起便成为高线城市经销产品的主要渠道。在过去四年里，现代零售渠道销售对总销售的贡献增长超过25%（2014年占零售总额的97.3%，但2018H1该比重下跌至约占零售总额的70%），说明达利食品渗透率在更多高线城市中进一步提升。

高线城市与低线城市的消费者购买行为有所不同：

- 购买时更为深思熟虑，受功能性及情感因素两者同时驱使；
- 健康生活理念觉醒，追求更为“绿色”、有机的产品；
- 乐意为优质、自然、安全的进口产品付额外价钱。

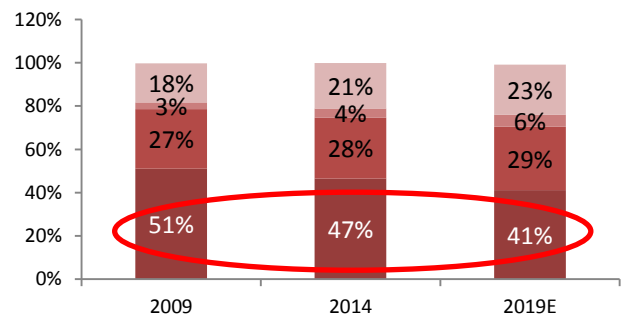
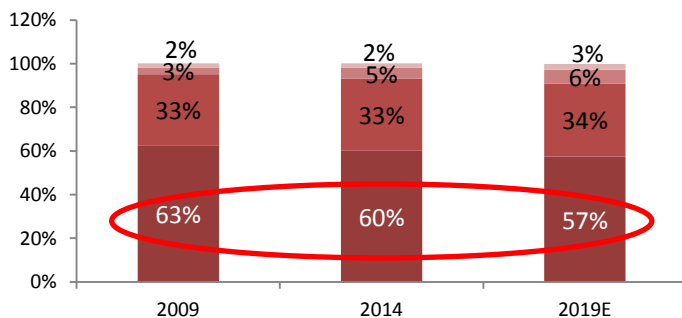
图 13：零食市场明细（按贸易渠道）

	09-14 CAGR	14-19 CAGR
其他渠道	17.9%	15.7%
电子贸易	23.1%	18.4%
现代零售	13.0%	11.8%
传统贸易	11.7%	10.4%

图 14：非酒精饮料市场明细（按贸易渠道）

	09-14 CAGR	14-19 CAGR
其他渠道	20.1%	14.7%
电子贸易	23.4%	19.4%
现代零售	17.2%	13.1%
传统贸易	14.5%	9.3%

- 尽管传统贸易渠道仍为食品饮料行业的主要贸易途径，但未来对该贸易途径的需求度将减低；
- 需扩展其他产品经销渠道以增加市场份额。



资料来源：达利食品、东方证券（香港）

图 15：不同贸易渠道下本土企业同跨国企业优劣对比分析

	低线城市 (较多本土企业占领)	相互渗透	高线城市 (较多跨国企业占领)
优势	<ul style="list-style-type: none"> ■ 在一至两个子分类中占主导地位； ■ 于现代贸易发展前出现，依靠第三方分配，分配能力强； ■ 于周边设立生产工厂，以经济的方式将产品派送至偏远地区。 		<ul style="list-style-type: none"> ■ 品牌识别度高，产品多元化； ■ 品牌知名度高，品牌历史长； ■ 管理经验丰富。
劣势	<ul style="list-style-type: none"> ■ 业务发展受母市场限制； ■ 资本获取渠道有限； ■ 品牌认知度及品牌忠诚度低。 		<ul style="list-style-type: none"> ■ 全国范围生产网络不完善，不具备补货成本优势； ■ 同大量优质经销商建立合作关系难度系数大。



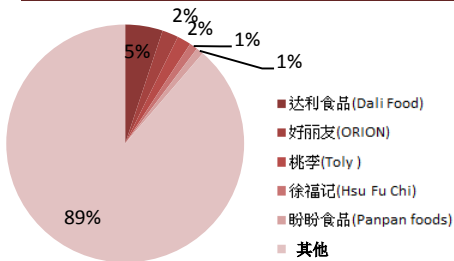
持续在上线城市扩展市场份额

在全国范围内建立生产基地及分配网络；
具备产品多元化，高产品质量及产品可信度。

资料来源：ATKearney、东方证券（香港）

成功的产品策略：#1. 品牌更新换代 - 烘焙系列

图 16：烘焙产业明细（按公司）



资料来源：中商产业研究院、东方证券（香港）

强大的产品创新及产品升级能力

为了迎合市场及消费者需求，集团拓展新产品分类、推出新产品扩展现有产品线、开发新口味或包装。集团于 2017 年在食品及饮料这两大主要板块中推出新产品领域。

中国糕点市场分裂程度高

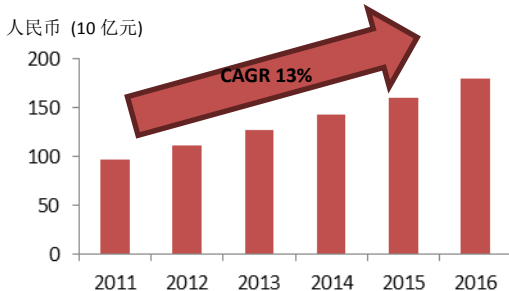
根据欧睿国际数据显示，中国烘焙市场国际及本土生产商罗列，市场分裂程度高。尽管达利集团仍为中国市场上最大的糕点类生产商，其产品仅占中国烘焙市场的 5.1%。

推出“品质早餐”糕点系列

现如今，中国消费者受西方文化影响，对烘焙面包的喜爱程度逐渐赶超中国传统早餐。根据欧睿国际数据显示，中国烘焙产业近几年来快速发展，其产业规模于 2016 年达到人民币 1,795 亿元，位居世界第二。其中，面包及蛋糕产业占中国烘焙产业的 60%。

集团成功推出“品质早餐”糕点系列。该系列冠名于“达利园”品牌，旗下共有 10 大产品、2 个系列及 33 种不同包装风格，为消费者提供“营养、优质、便捷且廉价”的品质早餐。

图 17：中国烘焙产业销量



资料来源：中商产业研究院、东方证券（香港）

图 18：烘焙产业明细（按品牌）

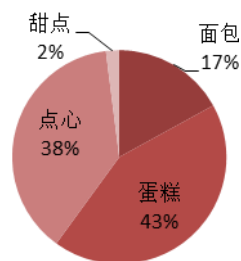
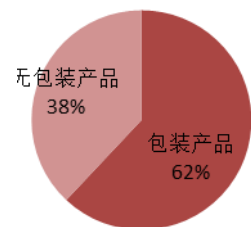


图 19：面包产品明细



扩展短保质期的面包产品线

就消费升级而言，消费者更青睐产品的新鲜程度、食品成分的健康程度及口味的多元化。保质期较短的面包产品（3-7 天）拥有较少的添加剂、防腐剂，产品更加自然无添加、安全健康。据统计数据显示，中短保质期面包每年在中国成双位数增长，预计两者市场规模将分别达到人民币 100 亿元。因此，集团计划于 2018 年 11 月推出保质期较短的面包产品，进一步扩大该领域市占率。

图 20：品质早餐发展规划

阶段 1 (2017年6月)	阶段 2 (2018年4月)	阶段 3 (2018年第三季度中期)	阶段 4 (2018年第四季度)	阶段 5 (2018年-2019年)
推出品质早餐系列	推出首批中短保质期（2个月）早餐产品	推出第二批中保质期（1个月）早餐产品	推出短保质期面包产品	对产品进行持续的扩展及升级
筛选经销商	改变运营及销售点的思维模式及模型	扩展销售管理、物流及集团产能	增加产品媒体投放度及曝光度以加强销售点管理	通过大数据分析实现产品部署最优化

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

成功的产品策略：#2. 进驻中国豆奶市场

中国豆奶市场蕴含巨大潜力（健康理念）

根据欧睿国际数据显示，中国豆奶销售从 2011 年的人民币 50.8 亿元（销量：73.7 万吨）增至 2017 年的人民币 90 亿元（销量：109 万吨），年均复合增长率为 10%。中国现已成为世界上最大的豆奶市场，其销售额于 2017 年已超过人民币 80 亿元。

据我们观察，豆奶已成为广受新一代消费者欢迎的饮品。随着饮食业巨头如蒙牛乳业开始涉足豆奶产业，我们预计中国豆奶市场需求量将快速提升。事实上，近年来不断有饮食公司进驻豆奶产业。其中原因主要有下述两个：

- 中国市场已进入豆奶纪元，豆奶市场规模预计可将达到人民币 1,000 亿元。此外，2016 年中国人均豆奶消费量仅为 0.8 升，同其他国家豆奶消费量相比较最低。因此，我们相信未来中国豆奶市场蕴含巨大增长潜力；
- 国内豆奶市场正处于产业结构去中心化阶段，产业集中度低。市场上尚不存在可主导该产业的企业。

图 21: 中国豆奶销售

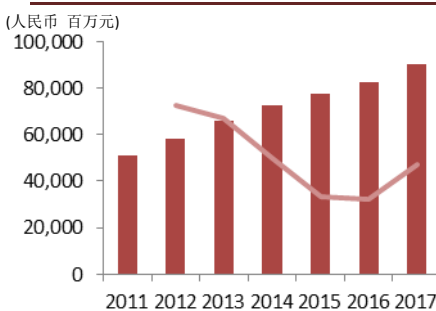


图 22: 中国豆奶销量

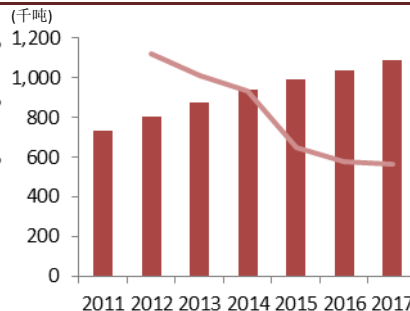
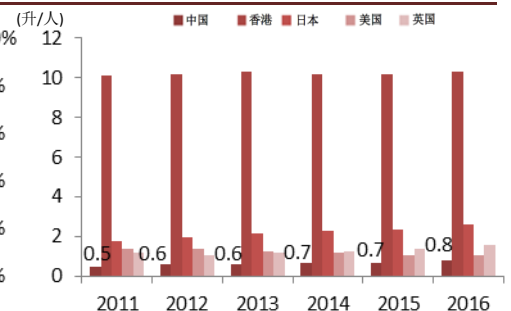


图 23: 中国人均豆奶消费量



资料来源：欧睿国际、东方证券（香港）

推出豆本豆品牌豆奶系列

豆奶含天然高蛋白，且不含添加剂。在其销售推动下，2017 年植物蛋白和含乳饮料销售增长 32.9%。其中，2017 年 4 月至 12 月间豆奶销售达人民币 10 亿元（2018 年上半年豆奶销售为人民币 9 亿元），其目标为在 3-5 年内销售达到人民币 100 亿元。同竞争品牌相比，豆本豆蛋白含量最高，所含成分较简单，有益健康，但其售价同时也是最高的。

图 24: 同主要竞争品牌比较

品牌	简介	能量	蛋白质	脂肪	胆固醇	碳水化合物	钠	价格*
维他奶	集团成立于 1940 年，为香港标志性饮食品牌；其为中国领先的即饮豆奶品牌。	196 KJ	2.0g	1.4g	0.0mg	6.5g	35mg	250ml*24 盒 =RMB 56.9 RMB0.948/100ml
伊利	集团成立于 1993 年，侧重于乳制品产业。集团于 2017 年底推出豆奶产品。	281 KJ	3.6g	3.4g	0.0mg	5.5g	80mg	250ml*12 盒 =RMB 43.3 RMB1.44/100ml
豆本豆	集团成立于 1989 年，于 2017 年 4 月首次尝试推出豆奶产品。2017 年其销售达人民币 10 亿元。	205 KJ	4.0g	2.8g	0.0mg	1.7g	0mg	250ml*16 盒 =RMB 79.9 RMB1.998/100ml
蒙牛	集团成立于 1999 年，为中国顶级乳制品公司。其 2017 年豆奶产品销售达人民币 5.85 亿元。	183 KJ	2.5g	1.5g	0.0mg	5.0g	53mg	250ml*15 盒 =RMB 45 RMB 1.224/100ml

资料来源：淘宝、东方证券（香港）

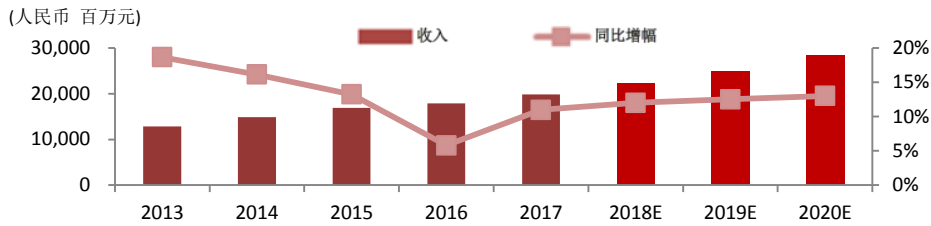
请参阅最后一页的免责声明。

*价格数据收集自 13/9/2018 天猫市场



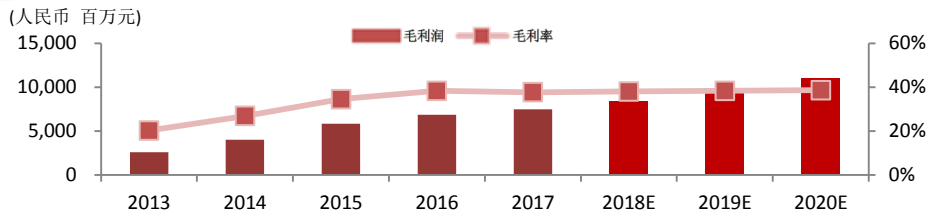
集团是否真的规模大、稳定性及安全性强？我们认为是

收入



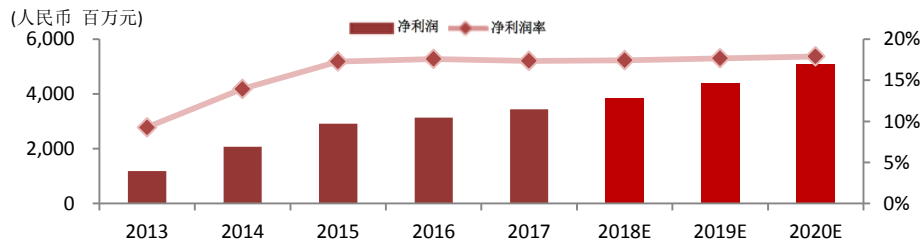
2017 年收入在中国饮食公司中位列前 3。

毛利润及毛利率

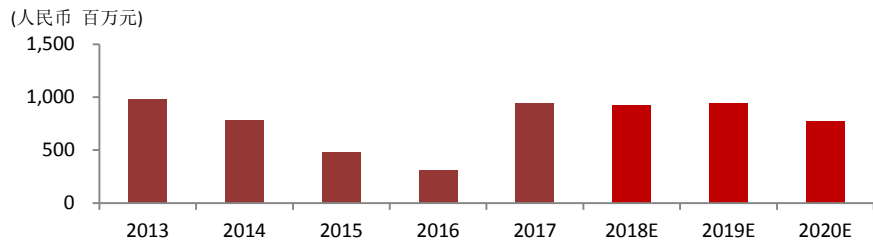


集团所推出的新产品利润率较高；面对多项成本增加，集团采取了有效的成本控制。在此推动下，集团毛利率及净利润率稳步增长。

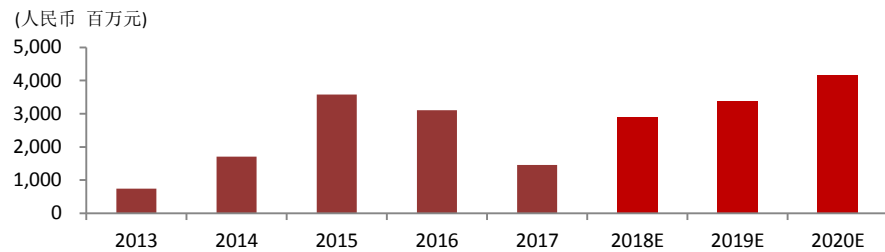
净利润及净利润率



资本支出

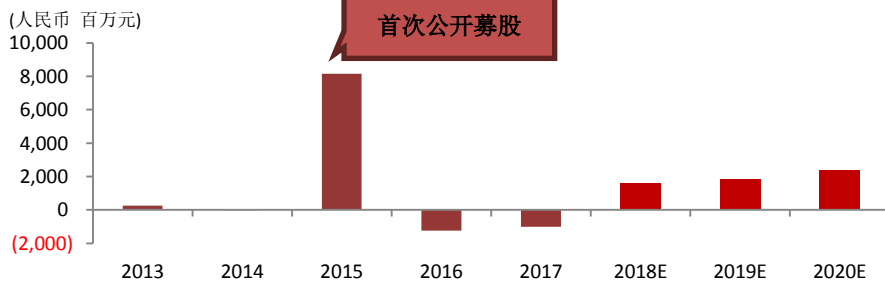


自由现金流

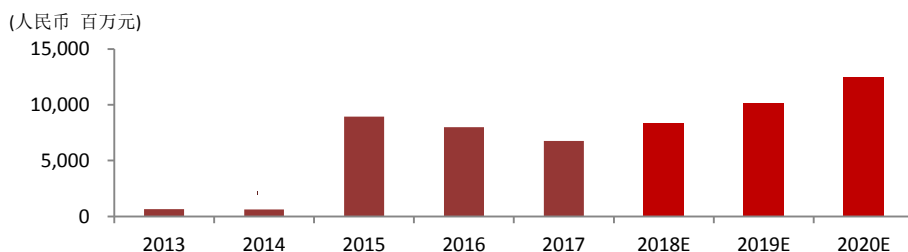


集团现金流强劲，推动其内部增长。这意味着集团有能力采取适当的战略性收购，开展业务合作项目以主导市场。

净现金流



年底现金





强劲增长动力提升达利食品收入

集团秉承“多品牌、多品类”发展策略，进一步扩展以家庭为单位的消费市场。与此同时，集团通过扩张经销渠道巩固其在休闲食品市场的领先地位。

产品组合持续改善

1) 集团新推出的豆奶及品质早餐板块毛利率高且受欢迎，将成为集团下一个销售增长引擎

- 豆本豆经销团队拥有丰富的业内经验。然而，为了进一步控制豆本豆产品渠道库存，集团于 2018H1 重新调整了该经销团队，这使得其销售在产品推出一年后仅录得人民币 9 亿元，较 2017 年低。然而，此次整改完成了对豆本豆运营的所有调整，渠道库存回归至合理水平；
- 品质早餐系列收入于 2018H1 达到人民币约 5 亿元，其中包括于 2018 年 4 月推出的中保质期(上架寿命为 2 个月)面包产品，该产品 2018H1 收入贡献为 1 亿元。此外，品质早餐还将于 2018 年 11 月推出短保质期(3-7 天)面包产品。

2) 通过推出新产品、新口味或新包装及改善经销渠道扩展现有品牌线

- 受惠于多口味纯切薯片的推出，可比克市场份额在一些主要地区录得显著增幅。其 2018H1 销售同比增长 15.3% 至人民币 13.69 亿元；
- 2018H1 功能饮料(乐虎)销售同比增长 21.2% 至人民币 18.99 亿元。究其原因，主要是经销商华中及华东省份的渗透率不断提升，以及东南及西北地区现有经销渠道优势得到不断巩固。

图 25: 收入明细(按产品板块)

		2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
糕点类	收入	5,000	5,726	6,325	6,336	6,106	2,850	2,912
	同比增幅	19%	15%	10%	0%	-4%		2%
	占收入比重%	39%	38%	38%	36%	31%	0.288208	0.264424
薯片、薯条及其他	收入	1,267	1,512	1,782	1,878	2,256	1,188	1,369
	同比增幅	14%	19%	18%	5%	20%		15%
	占收入比重%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%
饼干	收入	1,148	1,257	1,412	1,551	1,610	794	820
	同比增幅	16%	9%	12%	10%	4%		3.2
	占收入比重%	9%	8%	8%	9%	8%	8%	7%
食物	总计	7415	8495	9519	9765	9972	4832	5101
	同比增幅	17%	15%	12%	3%	2%		6%
	占收入比重%	58%	57%	56%	55%	50%	49%	46%
运动饮料	收入	394	794	1,419	2,036	2,675	1,566	1,899
	同比增幅	-	102%	79%	43%	31%		21%
	占收入比重%	3%	5%	8%	11%	14%	16%	17%
植物蛋白和含乳饮料	收入	1,691	1,816	1,965	1,649	2,192	800	1,376
	同比增幅	36%	7%	8%	-16%	33%		72%
	占收入比重%	13%	12%	12%	9%	11%	8%	12%
凉茶	收入	2,119	2,372	2,551	2,711	2,521	1,533	1,565
	同比增幅	4%	12%	8%	6%	-7%		2%
	占收入比重%	17%	16%	15%	15%	13%	16%	14%
其他饮料	收入	1,208	1,417	1,411	1,249	1,210	575	467
	同比增幅	0%	17%	0%	-11%	-3%		-19%
	占收入比重%	9%	10%	8%	7%	6%	6%	4%
饮料	总计	5,412	6,399	7,346	7,645	8,598	4,474	5,307
	同比增幅	20%	18%	15%	4%	12%		19%
	占收入比重%	42%	43%	44%	43%	43%	45%	48%
其他饮料	收入	0	0	-0	432	1229	583	604
	同比增幅	-51%	-85%	-5433%	270029%	185%		4%
	占收入比重%	0%	0%	0%	2%	6%	6%	5%

饮料板块销售增幅大于食品板块。饮料板块收入贡献于 2018H1 首次超过食品板块收入贡献。

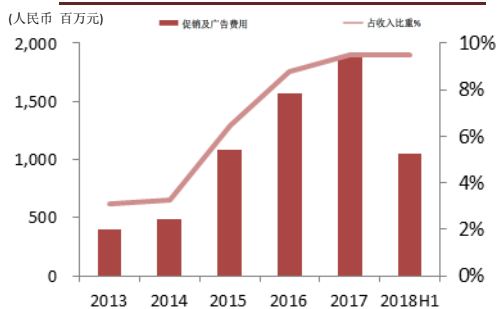
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

有效的成本管理措施

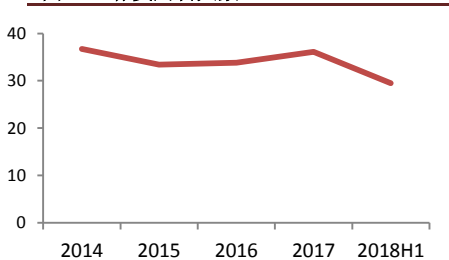
图 26: 各类产品毛利率

毛利率 (%)	2014	2015	2016	2017	2018H1
食品	26.6	30.3	34.2	35.2	35.0
饮料产品	27.2	39.9	45.6	45.5	47.7
其他	26.6	30.3	34.2	35.2	35.0
总计	26.8	34.5	38.3	37.7	39.4

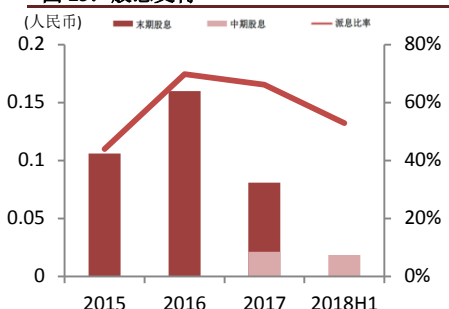
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 27: 促销及广告费用


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 28: 存货周转天数


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 29: 股息支付


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

主要销售成本: 原材料成本及包装材料成本

原材料成本(如糖、棕油、面粉)及包装材料成本(如切片、瓦楞纸)于2018H1占销售总成本比重分别为51.1%及26.9%。因此,集团毛利润将受原材料市场价及包装材料成本所影响。材料具体价格详见附件。

抵消原材料成本及包装材料成本上涨影响的方法:

集团通过①推出高利润率的新产品;②饮料板块产品标价增幅超过食品板块,其收入贡献持续提升及③采取有效的成本控制措施完全抵消了原材料及包装材料成本提升所带来的影响。集团毛利率于2018H1从0.8%增至39.4%。

未来减轻潜在的成本压力,我们预计集团将持续把业务重点落在开发新产品,升级现有产品上。

有效的明星代言

集团乐意以明星代言的方式诠释其品牌理念,通过电视频道、互联网、广告牌及其他纸媒打造品牌知名度及产品的市场性。例如,集团聘请中国“国民女神”孙俪为其品牌代言人。孙俪的形象贴合豆本豆“国民营养好豆奶”的品牌理念,可提升品牌知名度。

受促销费用增长所影响,集团的广告及产品推广成本收入比自2014年末就开始录得增长。集团通过调整定价及市场策略推动宣传活动的市场效益,强化其销售渠道(如现代销售渠道)。我们相信集团经销渠道仍在不断渗透,其将推出更多新产品。因此,集团的广告及产品促销成本收入比将维持在8%-10%。

存货水平管理高效

存货周转天数在近4-5年内维持在相对稳定的水平。主要受所新推出的两个板块所影响,集团存货水平于2017年提升。其存货周转天数从2017H1的30天降至2018H1的29.5天,可见集团已有效控制其存货水平。

净现金状况强劲

集团为零负债公司,在稳健的运营现金流推动下,集团净现金状况维持强劲(2018H1约为人民币100亿元)。然而,集团建议派发中期股息每股0.085港元,使得股息派发率从65%同比下降至53%。这主要是由于:

- 集团大部分收入以人民币计,中国外汇管制于2018H1加强;
 - 集团在寻找合适的收购机会,使其能够在未来同公司产生协同效应。
- 因此,我们相信集团派息率将持续下滑,但为保证集团在未来有充裕现金用于收购,其派息率将不会低于50%。

首予“买入”评级，目标股价 7.0 港元

我们首予达利食品“买入”评级，根据两阶段增长 DCF 估值法将目标股价定位 7.0 港元。相关假设如下（我们假设人民币对港元汇率为 0.87）：

图 30: 达利食品 DCF 模型主要假设

加权平均资本成本	9.5%
永续增长率 (%)	3%
剩余价值 (百万港元)	73,440
自由现金流总额 (百万港元)	137,093
每股资产净值 (HK\$)	10.8
目标资产净值折让率 (%)	35
目标股价 (HK\$)	7.0
上行空间	28%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

- **加权平均资本成本：**我们假设加权平均资本成本及永续增长率分别为 9.5% 及 3%。其中，加权平均资本成本基于 1.0 的 beta 系数及 3.75% 的市场风险溢价所得；
- **永续增长率：**我们保守预测收入在 2022-2028 年将增幅缓慢，而利润率则保持稳定。我们根据往绩通胀率，采用 3% 的永续增长率；
- **资本支出：**我们预计公司将持续 1) 通过收购及内部发展推出新板块及产品；2) 设立工厂及生产线，将其渗透到不同城市中。高资本支出是推动一个公司从“优秀”到“伟大”不可或缺的条件。
- **现金流：**在稳健的盈利增幅及强劲的经营现金流支持下，预计集团现金流将在未来十年内保持积极。我们预计 2018-2027 年集团自由现金流年均复合增长率（按人民币计）将达到 12.2%。

图 31: 达利食品 DCF 预测

(人民币 百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
税前收入	4,896	5,584	6,451	7,419	8,346	9,264	10,190	11,107	11,996	12,716
已付税项	(1,033)	(1,178)	(1,361)	(1,565)	(1,760)	(1,954)	(2,149)	(2,343)	(2,530)	(2,682)
折旧和摊销	578	619	635	643	635	689	720	738	743	748
营运资本变化	(103)	(120)	(151)	(170)	(166)	(171)	(172)	(171)	(165)	(134)
其他	(162)	(161)	(152)	(145)	(147)	(147)	(146)	(146)	(149)	(158)
经营现金流	4,153	4,653	5,241	5,895	6,514	7,158	7,796	8,395	8,948	9,381
资本支出	(925)	(947)	(767)	(719)	(571)	(1,124)	(977)	(881)	(787)	(793)
年度自由现金流 (人民币 百万元)	3,228	3,707	4,474	5,176	5,943	6,035	6,818	7,514	8,161	8,587
年度自由现金流 (百万港元)	3,711	4,260	5,143	5,950	6,831	6,937	7,837	8,636	9,380	9,870
贴现自由现金流 (百万港元)	4,121	4,571	5,332	5,960	6,611	6,486	7,081	7,539	7,911	8,043

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

模型存在风险 – DCF 模型中目标股价较资产净值折让 35%

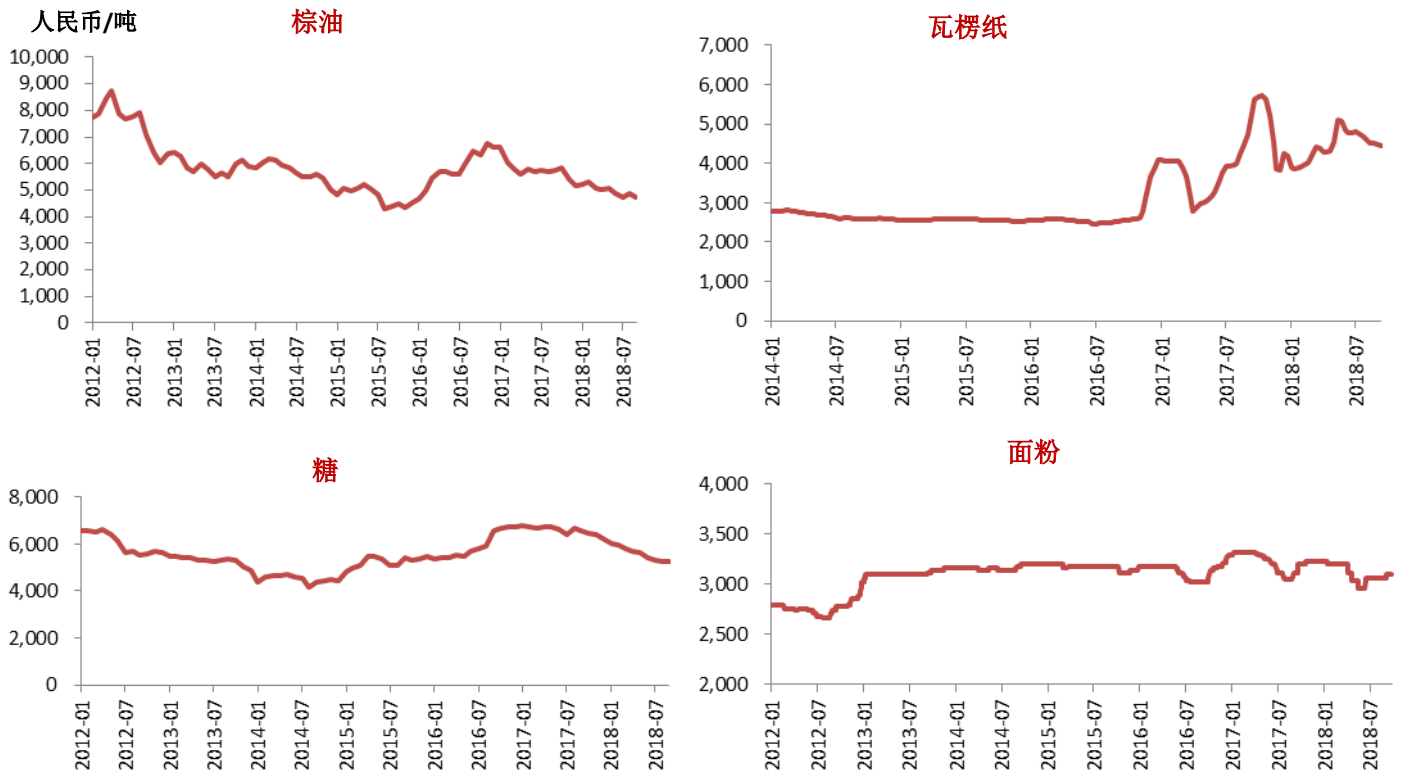
我们预估每股资产净值为 10.8 港元，隐含目标股价 7.0 港元较资产净值折让 35%。我们将未来经济及产业不确定性考虑在内，预测达利食品或将面临下述风险：

- 食品安全及质量不达标势必会使集团品牌口碑受损，导致消费者对产品的信任度降低；
- 产业竞争加剧致使零售表现不及预期；
- 销售增幅下滑主要由于 1) 新产品碰壁；2) 未遇到合适的战略收购机会以通过商业合作进一步主导市场；3) 无法打入国际市场。

上述不确定性将为我们的模型或目标股价带来下行风险。因此，我们在 DCF 模型中应用较资产净值 35% 的折让来设定目标股价。

附件

图 32: 原材料价格



资料来源: Wind 资讯、东方证券(香港)

图 33: 同业公司比较

股票代码	公司	报告货币	股价 (本币)	市值 (百万港元)	市盈率				市净率 (倍)	市盈增长率 (倍)	股息收益率		企业价值/息税折摊前利润			
					17	18E	19E	20E			17	18E	17	18E	19E	
3799 HK	达利食品	人民币	5.46	74,770	19.3	17.1	15.0	13.0	1.4	4.8	4.2	3.1	3.5	11.8	10.6	9.4
322 HK	康师傅控股	人民币	13.12	73,705	35.7	26.1	22.2	19.4	1.3	3.5	3.2	1.4	2.0	11.5	10.6	9.9
220 HK	统一企业中	人民币	7.95	34,339	34.6	26.3	22.9	20.4	1.5	2.4	2.3	2.0	2.4	12.8	11.4	10.6
345 HK	维他奶国际	港元	25.00	26,528	45.0	38.5	33.0	28.2	2.7	9.1	8.5	1.4	1.6	35.0	41.3	33.2
151 HK	中国旺旺	人民币	5.72	71,210	20.3	18.2	16.9	15.1	-0.2	-	3.9	0.0	3.1	13.0	12.1	11.4
1458 HK	周黑鸭	人民币	4.23	10,081	11.7	13.1	12.6	11.6	-3.3	2.2	1.9	2.7	2.2	8.2	9.1	8.7
1475 HK	日清食品	港元	3.42	3,674	14.4	17.4	15.1	14.3	-5.6	1.1	1.0	0.0	2.4	5.8	4.0	3.6
506 HK	中国食品	港元	2.19	1,250	7.5	21.7	17.9	15.1	-0.1	-	2.1	0.0	1.4	4.4	8.7	7.7
603866 CH	桃李面白	人民币	3.60	10,070	45.9	37.6	30.3	24.2	2.0	8.1	6.9	1.5	0.8	35.0	41.3	33.2
000848 CH	承德露露	人民币	52.33	27,854	19.4	17.7	15.3	14.0	1.6	4.5	3.8	6.2	3.7	12.4	11.6	10.1
000895 CH	双汇发展	人民币	8.13	8,998	19.1	16.4	15.0	13.6	1.5	6.2	5.4	4.4	5.4	-	-	-
600598 CH	北大荒	人民币	24.98	93,219	21.0	18.3	16.7	15.6	-0.2	-	2.5	0.0	3.3	18.2	15.5	14.7
603517 CH	绝味食品	人民币	9.21	18,517	30.5	24.5	20.1	16.7	1.3	6.1	5.1	1.2	1.5	24.0	24.5	20.5
上市食品及饮料公司					24.9	22.5	19.5	17.0	0.3	4.8	3.9	1.8	2.6	16.0	16.7	14.4

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

目前及历史市盈率/市净率分析比较

我们通过市盈率和市净率区间以及标准偏差对历史与目前市盈率/市净率进行比较。达利食品目前股价相当于 21.7 倍 2018 年预测市盈率及 6.1 倍 2018 年预测市净率，与历史估值区间相比，目前市盈率和市净率处于较高水平。

图 34: 市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 35: 历史市盈率

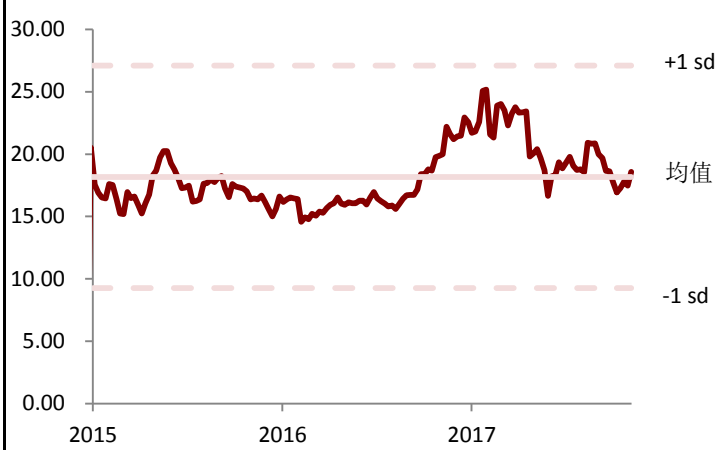


图 36: 市净率区间



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 37: 历史市净率





财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	17,842	19,799	22,175	24,947	28,439
糕点类	6,336	6,106	6,320	7,035	8,247
薯片、薯条及其他	1,878	2,256	2,794	2,994	3,128
饼干	1,551	1,610	1,685	1,746	1,792
功能饮料	2,036	2,675	3,215	3,617	3,982
植物蛋白和含乳饮料	1,649	2,192	3,215	4,740	5,972
凉茶	2,711	2,521	2,550	2,594	2,645
其他饮料	1,249	1,210	1,020	948	853
其他	432	1,229	1,375	1,272	1,820
销售成本	(11,001)	(12,341)	(13,749)	(15,392)	(17,462)
毛利	6,840	7,458	8,427	9,555	10,978
销售及经销费用	(2,788)	(3,248)	(3,674)	(4,134)	(4,712)
行政费用	(431)	(524)	(588)	(660)	(753)
其他收入及收益净额	360	666	732	823	939
经营利润	3,982	4,352	4,896	5,584	6,451
融资成本	(5)	-	-	-	-
税前利润	3,977	4,352	4,896	5,584	6,451
所得税开支	(840)	(918)	(1,033)	(1,178)	(1,361)
净利润	3,137	3,434	3,863	4,406	5,090
息税折摊前利润	4,522	4,922	5,475	6,203	7,086
息税前利润	3,977	4,352	4,896	5,584	6,451
每股盈利 (人民币)	0.229	0.251	0.282	0.322	0.372
每股股息 (人民币)	0.157	0.150	0.171	0.197	0.227

现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	3,977	4,352	4,896	5,584	6,451
已付所得税	(812)	(886)	(1,023)	(1,169)	(1,350)
折旧及摊销	545	571	578	619	635
营运资本变动	(274)	(1,377)	(103)	(120)	(151)
其他	(25)	(255)	(520)	(583)	(648)
经营现金流	3,412	2,404	3,829	4,331	4,937
资本支出	(309)	(943)	(925)	(947)	(767)
出售	1	9	9	10	10
投资	(1,219)	927	330	399	473
其他	(161)	(105)	62	68	80
投资现金流	(1,688)	(113)	(524)	(469)	(204)
已付利息	(5)	-	-	-	-
借贷变动	(1,500)	-	-	-	-
已付股息	(1,460)	(3,305)	(2,048)	(2,335)	(2,698)
其他	(2)	0	0	0	0
融资现金流	(2,966)	(3,305)	(2,048)	(2,335)	(2,698)
自由现金流	3,103	1,461	2,904	3,385	4,170
净现金流	(1,242)	(1,014)	1,581	1,849	2,340

半年度明细

年结于 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
收入	8,821	9,889	9,910	11,012	11,163
毛利	3,307	3,816	3,642	4,338	4,089
经营利润	1,885	2,238	2,114	2,524	2,373
税前利润	1,885	2,238	2,114	2,524	2,373
税项	(390)	(483)	(435)	(554)	(479)
调整后净利润	1,495	1,755	1,679	1,970	1,894
毛利率 (%)	37.5	38.6	36.7	39.4	36.6
经营利润率 (%)	21.4	22.6	21.3	22.9	21.3
实际税率 (%)	20.7	21.6	20.6	21.9	20.2
调整后净利润率 (%)	16.9	17.7	16.9	17.9	17.0
每股盈利 (人民币)	0.109	0.130	0.121	0.140	0.142
每股股息 (人民币)	0.157	0.085	0.065	0.074	0.097

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,746	11,271	13,193	15,432	18,264
存货	1,109	1,333	1,485	1,663	1,886
应收账款	284	1,085	1,215	1,367	1,558
预付款项、押金及其他应收款项	176	457	509	570	647
可供出售及按公允价值计入损益的金	250	250	256	256	256
融资产	-	-	-	-	-
质押存款	65	50	50	50	50
现金及现金等价物	9,861	8,096	9,677	11,526	13,866
非流动资产	4,735	5,055	5,420	5,767	5,927
物业、厂房及设备	3,896	4,273	4,615	4,937	5,063
预付土地租赁款项	591	577	571	565	560
无形资产净额	3	4	5	6	7
预付款项及其他	218	150	168	189	215
递延税项资产	26	52	62	71	82
总资产	16,480	16,326	18,613	21,200	24,190
流动负债	2,296	2,216	2,447	2,718	3,059
应付账款及其他应付款项	1,027	889	991	1,109	1,258
应付账款及其他流动负债	1,092	1,143	1,274	1,426	1,618
应付税项	177	183	183	183	183
非流动负债	319	324	363	408	466
递延收入	319	324	363	408	466
总负债	2,615	2,540	2,811	3,127	3,525
股本	113	113	113	113	113
资本储备	13,753	13,673	15,689	17,960	20,553
总权益	13,866	13,786	15,802	18,073	20,665
总权益及权益	16,480	16,326	18,613	21,200	24,190
净现金/(负债)	9,861	8,096	9,677	11,526	13,866
营运资本	(484)	893	995	1,115	1,266
已动用资本总额	14,184	14,110	16,166	18,481	21,131
净负债率 (%)	NC	NC	NC	NC	NC
每股账面价值 (人民币)	1.013	1.007	1.154	1.320	1.509

主要比率

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
收入	5.8	11.0	12.0	12.5	14.0
毛利	17.6	9.0	13.0	13.4	14.9
息税折摊前利润	7.5	8.8	11.2	13.3	14.2
息税前利润	8.0	9.4	12.5	14.0	15.5
净利润	7.7	9.5	12.5	14.0	15.5
每股盈利	(5.0)	9.5	12.5	14.0	15.5
利润率 (%)					
毛利	38.3	37.7	38.0	38.3	38.6
息税折摊前利润	25.3	24.9	24.7	24.9	24.9
息税前利润	22.3	22.0	22.1	22.4	22.7
净利润	17.6	17.3	17.4	17.7	17.9
其他 (%)					
实际税率	21%	21%	21%	21%	21%
派息率	47	63	53	53	53
已动用资本回报率	22	24	24	24	24
平均净资产收益率	23	25	24	24	25
平均总资产收益率	19	21	21	21	21
利息覆盖率(倍)	845	-	-	-	-

主要假设

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营数据					
食品板块	9,765	9,972	10,799	11,775	13,167
饮料板块	7,645	8,598	10,001	11,900	13,452

分析员核证

分析员，戴伟豪，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。