

达利食品 (3799. HK)

多类产品齐发展 主线仍走高品质

2018 年上半年，达利食品收入同比增长 11.4% 至人民币 110.1 亿元，毛利同比增长 13.7%，整体毛利率为 39.4%，比去年同期上升 0.8 个百分点；净利润同比增长 12.3% 至人民币 19.7 亿元，净利率为 17.9%，比去年同期增长 0.2 个百分点。公司在饮料业务取得良好销售业绩后转而进军短保面包市场，经历一年的长、中保面包领域试水，“美焙辰”有望成为公司另一“爆款”。公司目前处于历史估值中枢，我们根据 2018/19 年盈利预测公司目标价为 7.31 港元，对应 24/21 倍市盈率，给予“买入”评级。

食品分部新品不断，烘焙类产品继续抢占市场份额

食品板块销售收入由 2017H1 的 48.32 亿元人民币（下同）增加 5.6% 至 2018H1 的人民币 51.01 亿元，糕点、薯类膨化类食品及饼干销售收入较 2017H1 分别增长 2.2%、15.3% 和 3.2%。上半年，公司快速进行了纯切薯片的市场导入，并利用更丰富的产品线加大了在现代渠道的渗透力度，10 月初已推出可比克新品大波浪薯片“嗨多浪”，进一步抢占了膨化食品市场份额。饼干销售增长稳健，传统产品如香脆系列、高纤系列依然是细分市场的龙头。其中，好吃点高纤系列、香脆系列及熊字饼系列表现突出。10 月 16 日，公司新品短保早餐面包“美焙辰”正式亮相，这意味着公司在逐步优化早餐家庭消费市场的产品结构，搭配“唯甄”豆奶为消费者提供 5 元吃顿好早餐的选择。该新品包含五大系列，28 款产品和 33 种规格，以满足消费多样化的需求，并预计短保早餐产品 2019 年的销售额可达 15 亿元人民币。

饮料分部三大产品齐发力，热销单品新升级打通餐饮渠道

2018 年上半年饮料产品销售额同比增加 18.6% 至人民币 53.1 亿元，其中功能饮料、植物蛋白和含乳饮料（包括豆本豆）及凉茶销售额分别增长 21.2%、72.0%、2.1%，而其他饮料则下降 18.7%。公司的功能饮料冠名了不同赛事以加强乐虎的品牌营造，凉茶方面也改造了 500ml PET 瓶装以提高进入货架的便利度，同时餐饮渠道正在布局。豆本豆上半年新推出“青豆豆奶”和“黑豆豆奶”经销商铺货率占比 30% 左右，预计今年全年豆本豆系列销售额可达 20 亿元人民币。其他饮料仍在推出新品，如青梅系列的乌龙茶和茉莉花茶，公司旨在保证“爆款”销售稳步增长的情况下，于其他品类中适当丰富产品线。

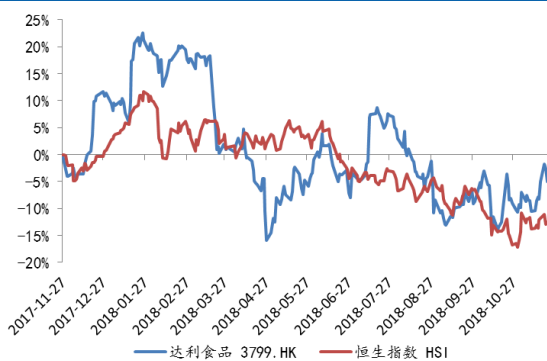
盈利预测及估值

公司目前拥有约 5000 家经销商，其中 30% 左右用为“豆本豆”经销商，25-30% 为“美焙辰”经销商（可重合），预计未来五年经销商数量将提升至 8000 家左右。我们保守预计公司 2018 年“豆本豆”系列销售额可达 20 亿元，“美焙辰”系列为 10 亿元销售额。公司目前处于历史估值中枢，我们根据 2018/19 年盈利预测公司目标价为 7.31 港元，对应 24/21 倍市盈率，给予“买入”评级。

香港	消费者服务行业 食品饮料
2018 年 12 月 5 日	买入
目标价	HKD7.31
收盘价 (26 Nov 18)	HKD5.75
上升/下降空间	27.1%
恒生指数	25927.68
总市值 (HKD 亿)	804
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

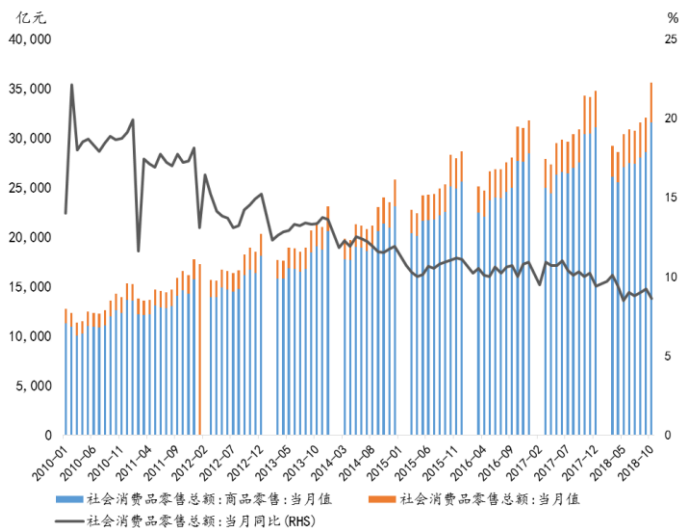
联系人: 周沁艺
+852 2899 8300
zhouqy@guosen.com.hk

报告正文

行业前景

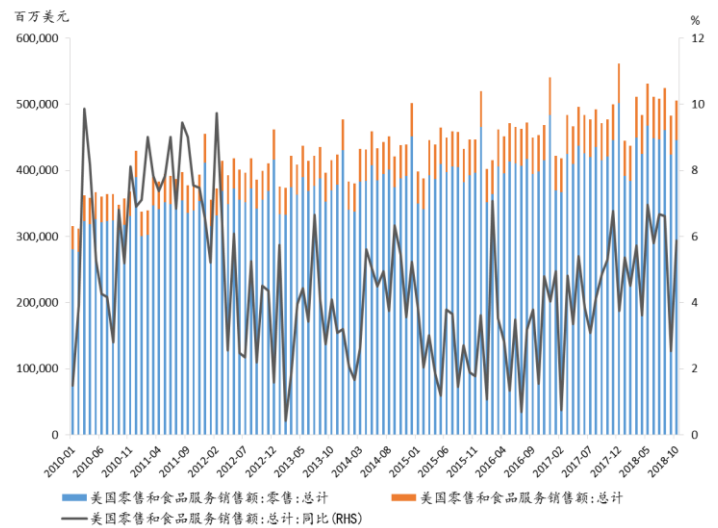
最新数据显示，我国 10 月份社会消费品零售总额同比增速比上月回落 0.6 个百分点，主要是受中秋节节假日前移和后期促销节点较多等因素影响。如剔除中秋节节假日前移影响，10 月份增速与 9 月份基本持平。另外，1-10 月份社会消费品零售累计总额增长 9.2%，增速比前三季度小幅放缓 0.1 个百分点。从环比增速看，剔除季节因素，10 月份环比增长 0.64%，增速比上月提高 0.08 个百分点。总体来看，消费品市场保持平稳增长。网络零售方面，1-10 月份全国网上累计零售额 70,539 亿元，同比增长 25.5%。其中，实物商品网上零售额累计值 54,141 亿元，同比增长 26.7%（远超整体增速的 9.2%），且占社会消费品零售总额的 17.5%，较去年同期提高 3.5 个百分点。反观美国数据，截止至 2018 年 10 月份美国零售和食品服务消费总额约 34 万亿元人民币（美元汇率：6.9377），其中商品零售占 30 万亿元；同期中国已接近 31 万亿元人民币，其中商品零售占 27 万亿元，而美国当月同比增速明显低于中国（5.87% vs 8.6%）。即使美国 10 月份的销售总额同比增速较上一个月提升了 3.33 个百分点，美国整体消费增速波幅较大，市场预期今年全年中国消费品零售总额超过美国仍是大概率事件。另外，社会销售总额中，占比最大的当属商品零售，在中美国家均占到 88% 左右。然而在近十年的趋势中，中国商品零售占比呈平稳缓慢上升趋势（由 88% 上浮到 89% 的水平），相反，美国则走出一个波峰态势，主要还是随着整体零售销售总额的变化而变化。

图 1 2010-2018 年 10 月中国社会消费品零售总额及同比



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

图 2 2010-2018 年 10 月美国零售和食品服务销售总额及同比



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

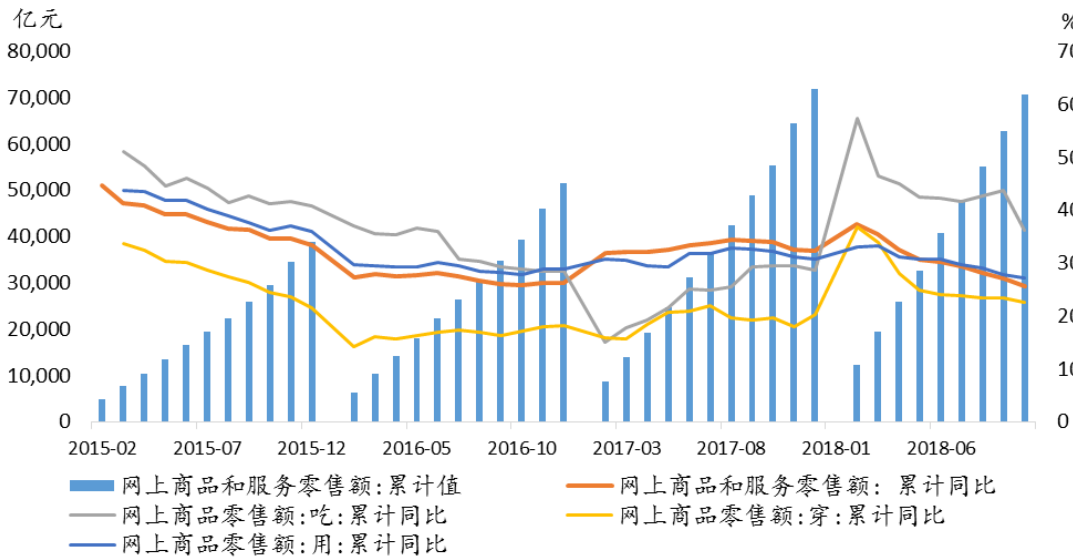
随着 2012 年电商爆发式发展，中国网上商品和服务消费开始占领一席之地，市场规模从 2015 年全年 4 万亿到 2017 年 7 万亿，月度累计同比增速维持在 20%-30% 的区间。值得注意的是，2018 年关于“吃”的累计同比增速明显高于“穿”和“用”的增速，基本在 40% 以上的水平，其增长原因不排除新零售转型而衍生的生鲜产品送货到家等新模式。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

并且, 根据 2018 年“双十一”的成交额数据, 支付宝当天完成了 2135 亿元的交易额, 同比增长 26.93%, 较上一年增速下滑 12.42 个百分点, 符合市场预期。由于通常四季度为中国消费旺季, 加之“双十一”和“双十二”的助力, 2018 年我国网上商品和服务零售额有望维持稳定 25%-30% 的增长, 整体增速较上一年放缓。

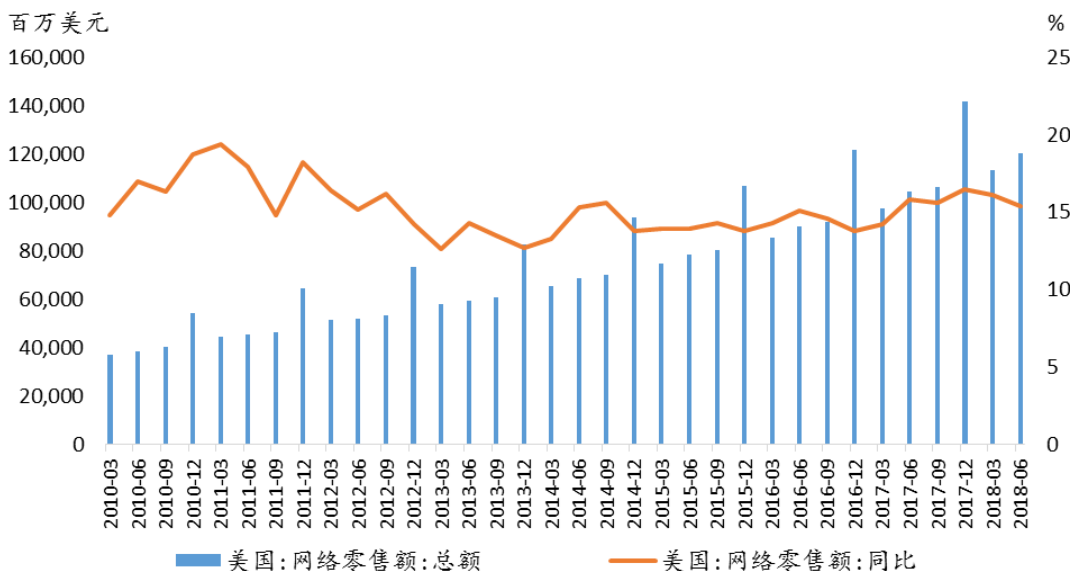
图 3 2015-2018 年 10 月中国网上商品和服务累计零售额及单项同比



资料来源: Wind、国信证券(香港)研究部整理

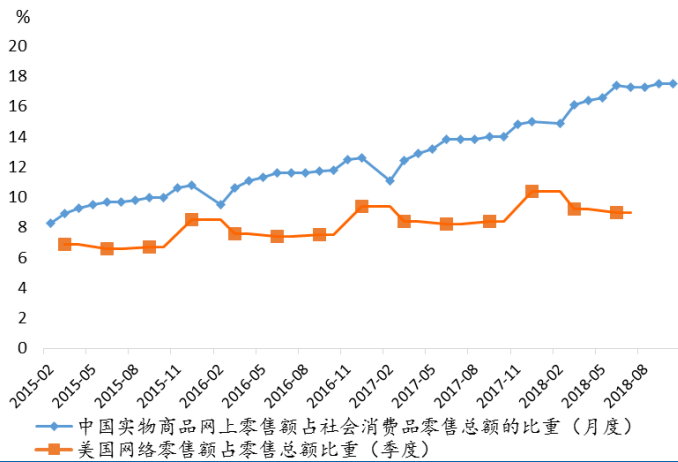
2018 年 1-6 月美国网络零售销售累计额约为 1.6 万亿元人民币(美元汇率: 6.9377) 同比增长 15.7%, 而此时中国的实物商品网上零售额为 3.1 万亿元, 同比增长 29.8%。美国近年来的网络零售增长已趋于平缓, 维持在 15% 左右的水平, 而中国的网络零售仍在 25% 以上的高增长, 可见网络消费在中国社会零售消费中的作用越来越重要, 并有望成为中国社会零售消费赶超美国的驱动力。

图 4 2010-2018 年 6 月美国网络零售总额及同比



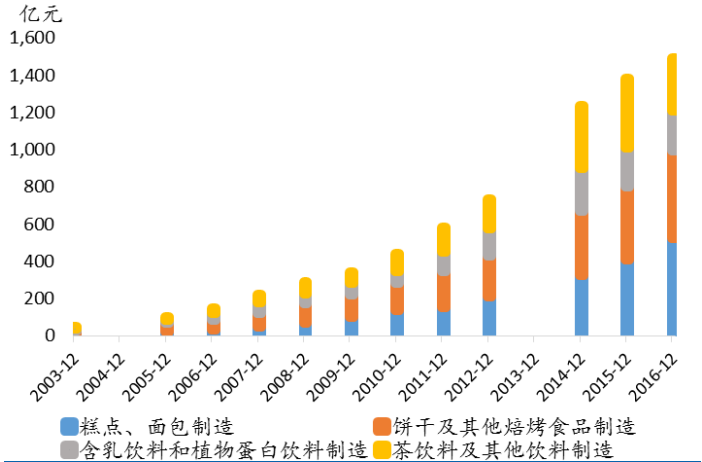
资料来源: Wind、国信证券(香港)研究部整理

图5 2015-2018年10月中美网络零售占总零售额比重



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

图6 2003-2016年中国烘焙食品和饮料制造固定资产投资完成额



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

根据尼尔森数据显示，近三年薯片市场销售呈现上升趋势，市场容量逐步扩大，2017年销售量近百亿元，可见薯片市场一片红火。中国的薯类膨化食品基本上是“五分天下”的格局，并且都有各自的主打产品，美国（乐事）作为行业老大压制着国产品牌的发展，同时其他外商品牌韩国（好丽友）、日本（卡乐比）也正参与分割中国市场。纵观中国早餐市场数据，五成中国都市消费者认为西式早餐相比中式早餐更适合在路上食用。英敏特预测，中国早餐市场规模将从2015年的1.334万亿元增至2021年的1.948万亿元，2016-2021年年复合增长率达到6.4%。同时，到2021年在外食用早餐市场销售额预计将突破8400亿元，2016-2021年的年均复合增长率达到7.4%。随着中国居民对品质生活的越来越注重，即新鲜健康又方便携带的早餐将成为上班族的首选。

“美焙辰”有望成为又一“爆款”

公司新品短保早餐面包“美焙辰”包含五大系列，28款产品和33种规格，从17年第三季度的长保早餐（6个月）到18年第二季度的中保早餐（1-2个月）再到现在的短保早餐（<1个月），历时整整一年。该产品的销售首先将在东北及福建地区开启，已覆盖约1400家经销商，并搭配豆本豆子品牌“唯甄”豆奶一同销售（与“美焙辰”使用统一经销商），以满足客户5元吃好吃一顿早餐的需求。

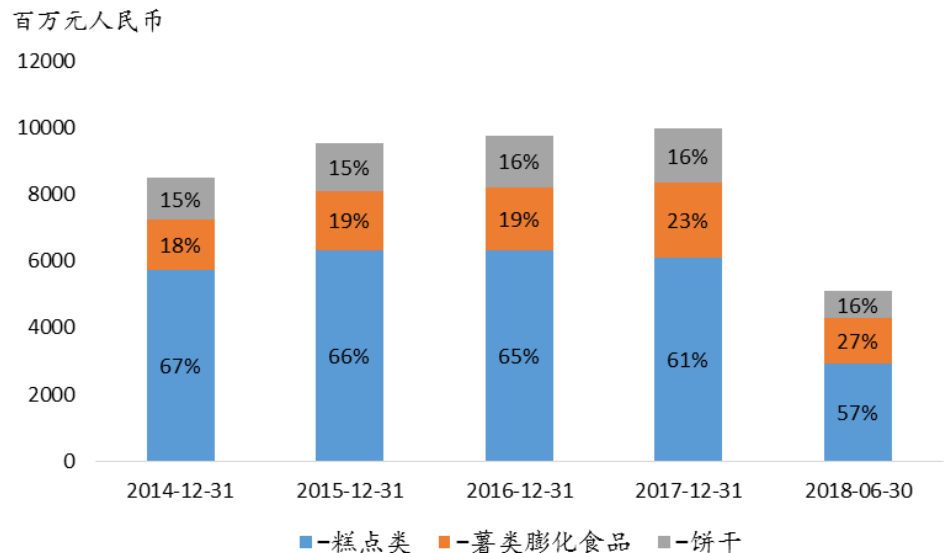
传统休闲食品的维护周期是1-2周一次，而短保面包需要隔日维护一次，公司采用自有物流公司送货到经销商货仓，对于短保产品需直接配送至门店，其物流成本在3-5%区间。现有传统产品大部分是由工厂送至城市的总仓，为一级物流成本，在2%左右。成本端的控制不仅在物流方面，短保面包的生产成本较传统产品更低。该产品在推广阶段的退货率在20%左右，预计未来一年可降至10%-15%的阶段，因此在未来退货率逐步消化的情况下，短保面包的毛利率可维持在45%的水平。新品上市第一年公司暂不计其利润贡献，但目标销售额预计在10亿元人民币。我们相信度过一年适应期后，毛利率提升和渠道铺张，“美焙辰”将成为公司利润增长的中坚力量。

薯片多种吃法的更新迭代

上半年，公司快速进行了纯切薯片的市场导入，致力于提高现有渠道的市场渗透率。公司利用学校暑假以及世界杯赛事热点，在核心商超和门店进行「小龙虾节」和「暑期放价，畅玩盛夏」主题活动，以多种形式重点推广以麻辣小龙虾口味为代表的纯切薯片，可比克薯片 2018 年上半年销售同比增长 15.3%，收入至 13.7 亿元。目前，公司已推出大波浪薯片“嗨多浪”，并一次性上市四种口味（蜂蜜烤肉味、藤椒石锅鱼味、辣黑鸭脖味、田园蔬菜味），和两种规格（40g 和 70g），以满足消费者多样化的需求。此后，公司可通过经典的可比克复合薯片+纯切薯片+嗨多浪波浪薯片+咔趣薯条四大品类抢占膨化休闲食品市场，以保持公司薯片板块的高增长。

饼干销售增长稳健，传统产品如香脆系列、高纤系列依然是细分市场的龙头。其中，好吃点高纤系列、香脆系列及熊字饼系列表现突出，儿童饼干已在部分地区（西南地区）推销，目前只针对部分地区铺货，我们预计达利园饼干系列将维持低单位数增长。

图 7 2014-2018 年 6 月公司食品分部收入结构及占比



资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

饮料三大板品类发力

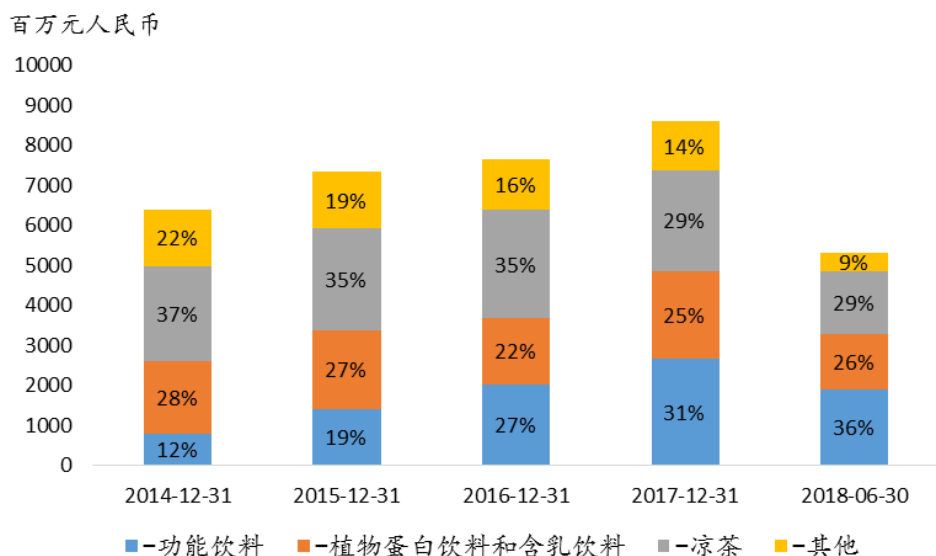
2017 年植物蛋白饮料市场规模降幅从-5.63%收窄至-3.63%，在行业向高端市场扩张渠道后，预计未来五年的植物蛋白饮料将恢复平稳发展。该市场的分化日趋扩大，使得花生奶的市场份额萎缩，因此公司的达利园花生牛奶将继续处于萎缩状态。豆本豆豆奶于 2017 年 4 月份上市，并在不足一年时间里完成了 10 亿元销售目标，9 个月实现盈亏平衡。今年 4 月份推出“绿豆豆奶”和“黑豆豆奶”，并在 5 月份将豆本豆的出厂价上调了 10%。预计 18 年该产品的营销推广费用将得到控制，而且应收账款回收速度将有所改善，因此豆本豆的毛利率将继续提升到 45%-50%。豆本豆产品的销售目标维持 20 亿元人民币不变，目前已铺货的经销商数量达到 1500-1600 家，占公司总经销商数量的 30%。

乐虎继续加强品牌营造，通过特约赞助全国最大电竞官方综合赛事—TGA 大奖赛，冠名 2018 国际汽联 F4 中国锦标赛和中国方程式大奖赛，赞助国际足球俱乐部超级杯等品

牌活动，提升了品牌知名度。乐虎上半年收入完成了 21.2% 的同比增长，公司表示今年下半年仍维持双位数的高增长。

凉茶方面，和其正瓶装凉茶进行了包装改良，推出 550ml 短 PET 瓶装，将更方便储放于货架和携带。之前推出的与市面包装大小一致的 330ml 罐装，根据天猫超市标价，达利的单位售价比另外两名竞争对手低 15%-50%。我们认为公司的凉茶不管是在产品规格多样化还是价格吸引力上，都有一定竞争力。凉茶上半年收入略微增长，由于三季度宏观消费数据不及预期，预计凉茶板块全年收入较上一年基本持平。其他饮料，如青梅绿茶仍在推出新口味茶饮（乌龙茶和茉莉花茶），但公司表示暂时不会主动将资源放在老品牌上，因此我们预计 2018 年全年其他饮料收入增速将有所放缓。

表 8 2014-2018 年 6 月公司饮料分部收入结构及占比



资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

资本开支暂无缓和迹象

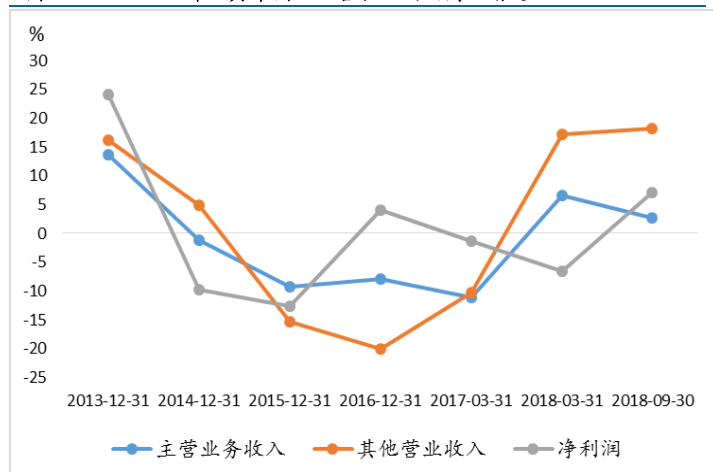
公司去年已动工的沈阳基地预计最快今年底投产，新增的贵阳和广西工厂预计将于 2020 年建成投产，这都将成为公司在全国范围内短保产品产能供应充足的重要保障。鉴于近两年主打新品上市，目前拥有 18 条短保面包生产线，各项开销费用均有所上升，2017 年全年公司的资本开支为 8.09 亿元，主要用于豆本豆和纯切薯片的生产线建设。预计今年资本开支 15 亿元左右其主要用途在“美焙辰”的生产设施上，明后年有望降至 10 亿元左右，之后每年维持在 6-8 亿元。

同业比较

中国旺旺(0151.HK)于 11 月 13 日公布了 2018 财年上半年(2018 年 4 月 1 日至 9 月 30 日)业绩，中国大陆地区实质业绩成长中个位数，但因会计准则的调整(国际财务报告准则第 15 号——客户合同收入，新模型将对收入确认的方式和时点产生巨大的影响，中国旺旺采用香港财务报告准则直接引用国际财务报告准则第 15 号。)以及中国大陆以外部分海外地区销售疲弱等影响后，总收入同比增长 3.2%，达 92.481 亿元人民币(2017 财年上半年经重列)：89.598 亿元人民币)。经对比，新的收入确认方式对 2017 年利润表的影响表现在，2017 年上半年收入的减少和分销成本的增加，并未影响

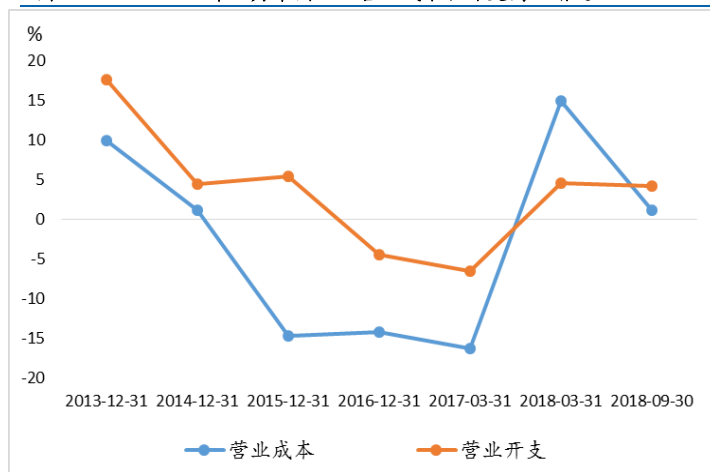
期间利润。因而导致 2017 年上半年的毛利率下调了 0.29 个百分点 (43.36%)，但受益于产品组合优化，公司 2018 年上半年毛利率仍能提高至 44.5%。营业费用 (分销成本与行政费用合计) 占总收入的 27.7%，达到 25.542 亿人民币。公司权益持有人应占利润率增长 0.6 个百分点，至 14.8%。

图 9 2013-2018 年 9 月中国旺旺营收及利润同比增速



资料来源：中国旺旺公司公告、国信证券（香港）研究部整理

图 10 2013-2018 年 9 月中国旺旺营业成本和开支同比增速



资料来源：中国旺旺公司公告、国信证券（香港）研究部整理

依据中国旺旺近几年来盈利水平不难发现，公司仍处于业绩瓶颈期。公司在休闲食品方面的产品更加全面，同时有长期受消费者喜爱的“旺仔牛奶”保持正增长，但我们认为拐点确认仍有待观察。细分旺旺的产品结构来看，可分为四大类：米果、乳品及饮料、休闲食品和其他产品。

表 1 2017 年和 2018 年 9 月 30 日中国旺旺中期分部业绩对比

		2017年9月30日	2018年9月30日	同比
收入	米果	1,872,674	1,859,329	-0.71%
	乳品及饮料	4,562,393	4,690,316	2.80%
	休闲食品	2,496,394	2,675,834	7.19%
	其他产品	28,324	22,646	-20.05%
利润	米果	259,949	261,331	0.53%
	乳品及饮料	1,317,130	1,333,516	1.24%
	休闲食品	447,519	493,668	10.31%
	其他产品	(10,106)	908	108.98%
资本开支	米果	13,145	40,733	209.87%
	乳品及饮料	40,167	78,195	94.67%
	休闲食品	33,932	12,606	-62.85%
	其他产品	17,652	16,428	-6.93%

资料来源：中国旺旺公司公告、国信证券（香港）研究部整理

乳品中的主打产品“旺仔牛奶”在 2018 年中报录得 3.3% 的收入同比增长，乳品和饮料分部的毛利率由去年的 46.2% 升至 46.9%，主要得益于公司新品上市和新渠道拓展，包括产品升级推出的高乳蛋白含量的“旺仔特浓牛奶”等。2018 年上半年米果分部营收

同比下滑了 0.71%，但其中主品牌（营收占米果分部 90%以上，84g 雪饼和 52g 仙贝均录得双位数的收入增长）和大礼包业务总共录得单位数的正增长，而副品牌的营收拉低了整体米果分部收入。同样，上半年经历了学生暑假，休闲食品分部表现较好，其中冰品和豆类、果仁和其他的营收均有高单位数的同比增长，糖果收入则表现出双位数的同比增长。管理层表示，由于上半年提价和海外销售疲软影响，2018 年上半年收入增速低于管理层之前的指引。公司主要原材料价格（如包材、奶粉、白糖、大米、棕榈油等）都相对稳定，而纸箱和进口大包粉价格均呈现下降趋势，预计下半年的成本管控将得到提升。

母婴渠道方面公司目前致力于拓宽渠道，如与知名母婴平台开展直营合作、开设贝比玛玛电商旗舰店等。已经是北美产销品牌的，「贝比玛玛」今年初推出了 17 款新品，直击整个婴童零食辅食消费市场，这将进一步扩大「贝比玛玛」系列产品与消费人群的接触面和产品市场份额。

图 11 中国旺旺新上市产品展示



资料来源：中国旺旺公司官网、中国旺旺 2017 年年报、国信证券（香港）研究部整理

我们认为此次业绩的亮点在于，公司在保持传统渠道稳健增长的同时，电商渠道收入实现了翻倍增长，电商板块收入贡献占比达到 5%，高于预期。并且在“双十一”旺旺与独立设计师品牌 TYAKASHA 推出的联名服饰在十万件在 5 秒内售罄，可以看出一直在求变的“国民老品牌”仍然拥有年轻消费者的群众基础。另外，公司在社交软件抖音营销和影视剧的植入以扩大旺旺、旺仔的 IP 影响力，再次在网络上掀起关于旺旺的话题热潮将成为公司重要的营销策略。下半年的传统春节，公司将预计继续推出“大礼包”产品，开展“千人穿旺”活动来提高品牌知名度；另外将加大对海外市场的渠道建设，开发国外消费家庭群体。

未来竞争力

中国休闲食品及饮料消费行业是个高度分散及竞争激烈的市场，不仅有传统品牌抢先进入市场的资源优势，还有新兴品牌的强势吸引年轻消费者的客户优势。达利食品作为较早进入该市场的企业之一，早已树立自有的品牌形象与信誉度。当然公司不止专注于“休闲”领域，选择进军短保面包市场旨在提高居民生活品质，因此消除了消费群体的局限性，并且保持以往的价格优势，为消费者考虑的同时也能维持公司利润率。

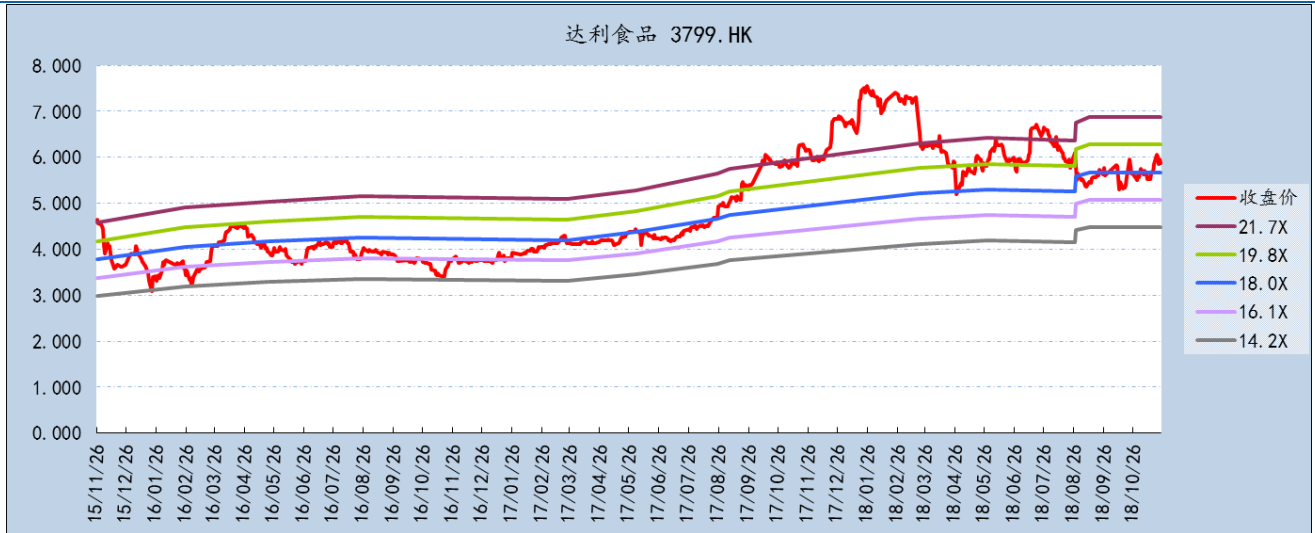
盈利预测及估值

公司目前拥有约 5000 家经销商，其中 30%左右用为“豆本豆”经销商，25-30%为“美焙辰”经销商（可重合），预计未来五年经销商数量将提升至 8000 家左右。我们预计

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

公司 2018 年“豆本豆”系列销售额可达 20 亿元，“美焙辰”系列为 10 亿元销售目标，新增的贵阳和广西工厂主要为“美焙辰”的生产线预计将于 2020 年建成投产，今年全年资本开支约 15 亿元。我们预计公司未来三年收入及利润将保持稳定增长，但高额资本开支可能使得活动现金流短期承压。达利食品市盈率目前处于历史估值中枢，我们根据 2018/19 年盈利预测公司目标价为 7.31 港元，对应 24/21 倍市盈率，给予“买入”评级。

图 12 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 2018 年 11 月 23 日收盘

表 2 主要盈利数据预测

Forecast summary(CNYmn)				
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Revenue	16865.00	17842.00	19799.00	21976.89
Operating Profit	3681.00	3977.00	4351.98	4899.27
Reported Profit	3064.00	3431.00	3225.37	3949.42
Underlying Profit	2912.00	3137.00	3434.37	3869.42
Underlying EPS	0.21	0.23	0.25	0.28
Underlying EPS growth(%)	--	7.73	9.48	12.67
DPS	0.00	0.11	0.24	0.11
BVPS	0.87	1.01	1.01	1.10
Net debt/equity(%)	(66.80)	(63.24)	(50.44)	(51.36)
EBITDA	4233.00	4527.00	4922.61	5498.43
ROE(%)	46.77	24.35	24.84	26.80
ROA(%)	25.61	19.44	20.94	22.61
EPS	0.22	0.25	0.24	0.29
EPS growth(%)	--	11.98	(5.99)	22.45

资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

表 3 利润表

Profit & Loss(CNYmn)				
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Revenue	16865.00	17842.00	19799.00	21976.89
Revenue growth (%)	13.23	5.79	10.97	11.00
Cost of sales	(11049.00)	(11001.00)	(12341.00)	(13451.69)
Gross profit	5816.00	6841.00	7458.00	8525.20
Other income/(expense)	250.00	355.00	665.98	732.58
Operating expenses	(2385.00)	(3219.00)	(3772.00)	(4358.51)
Operating profit	3681.00	3977.00	4351.98	4899.27
Operating profit growth (%)	34.59	8.04	9.43	12.58
Other non-operating income/(expense)	152.00	294.00	(208.72)	80.00
Profit before taxation	3833.00	4271.00	4143.26	4979.27
Taxation	(769.00)	(840.00)	(917.90)	(1029.85)
Non-controlling interests	0.00	0.00	0.00	0.00
Net profit	3064.00	3431.00	3225.37	3949.42
Other Adjustments on UP	(152.00)	(294.00)	209.00	(80.00)
Underlying Profit	2912.00	3137.00	3434.37	3869.42
Underlying profit growth (%)	40.27	7.73	9.48	12.67

资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

表 4 资产负债表

Balance Sheet(CNYmn)				
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Fixed assets	4133.00	3897.00	4272.00	4656.48
Associates & JCE	0.00	0.00	0.00	0.00
Others	694.00	838.00	783.00	767.00
Non-current assets	4827.00	4735.00	5055.00	5423.48
Inventories	930.00	1109.00	1333.00	1439.64
Debtors & prepayments	145.00	284.00	1085.00	1297.37
Bank deposits & cash	8935.00	9861.00	8096.00	8960.00
Others	960.00	491.00	757.00	779.85
Current assets	10970.00	11745.00	11271.00	12476.86
Bank & other borrowings	985.00	1092.00	1143.00	1211.58
Trade & payables	964.00	1027.00	889.00	1066.80
Taxation	149.00	177.00	184.00	200.00
Others	1500.00	0.00	0.00	0.00
Current liabilities	3598.00	2296.00	2216.00	2478.38
Bank & other borrowings	0.00	0.00	0.00	0.00
Others	297.00	318.00	324.00	335.00
Non-current liabilities	297.00	318.00	324.00	335.00
Net assets	11902.00	13866.00	13786.00	15086.96
Share capital	113.00	113.00	113.00	113.00
Premium & reserves	11789.00	13753.00	13673.00	14973.96
Shareholders' funds	11902.00	13866.00	13786.00	15086.96
Non-controlling interests	0.00	0.00	0.00	0.00
Total equity	11902.00	13866.00	13786.00	15086.96

资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

表 5 现金流量表

Cashflow(CNYmn)				
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Operating profit	3681.00	3977.00	4351.60	4899.27
Depreciation & amortization	525.00	545.00	570.63	599.16
Interest expense	26.74	5.00	0.00	0.00
Change in working capital	577.36	(213.00)	(1472.44)	(200.00)
Tax paid	(733.82)	(810.78)	(937.41)	(970.00)
Other operating cashflow	(19.46)	(91.65)	(108.92)	(40.00)
Operating activities	4056.82	3411.57	2403.46	4288.43
Capex	(478.00)	(464.00)	(809.00)	(1500.00)
Free cash flow	3578.82	2947.57	1594.46	2788.43
Disposal of non-current assets	1.00	1.00	5.00	1.00
Associates & JCE(net)	(467.00)	0.00	0.00	0.00
Interest received	0.00	14.31	81.64	60.00
Dividends received	0.00	0.00	0.00	0.00
Other investing cashflow	52.00	6.00	136.00	75.00
Investing activities	(1727.00)	(1687.00)	(113.00)	(1364.00)
New loans raised	1505.00	0.00	0.00	0.00
Repayment of loans	(5.00)	(1500.00)	0.00	0.00
Dividends paid	(1125.76)	(1460.00)	(3305.00)	(2000.00)
Other financing cashflow	4979.76	(6.00)	0.00	0.00
Financing activities	5354.00	(2966.00)	(3305.00)	(2000.00)
Inc(dec) in cash	7683.82	(1241.43)	(1014.54)	924.43
Cash at beginning of year	629.00	8935.00	7986.38	6763.14
Foreign exchange effect	144.00	293.00	(208.70)	(150.00)
Cash at end of year	8456.82	7986.57	6763.14	7537.57

资料来源：达利食品公司年报、国信证券（香港）研究部整理

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。