

投资评级 优于大市 维持

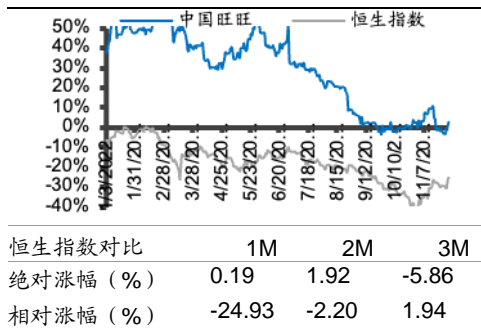
股票数据

01 月 10 日收盘价 (HKD)	4.70
52 周股价波动 (HKD)	4.25-8.44
总股本 (百万股)	11837
总市值/流通市值 (百万 HKD)	55990/ 55990

相关研究

《年报点评：下半财年毛利率改善明显，看好新财年业务表现整体复苏》2023.07.04

市场表现



资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021) 23154172

Email: zyx11631@haitong.com

证书: S0850520050001

营收复苏&毛利率显著改善，期待下半财年春节旺季表现

投资要点：

- 事件：**公司披露 2023 财年半年度业绩。2023 财年上半年公司实现营收 112.75 亿元 (YOY+4.08%)，实现归母净利润 17.32 亿元 (YOY+8.53%)。
- 营收增长复苏，毛利率改善明显。** 营收端，2023 财年上半年主要受乳品&饮料类销量成长的影响，公司营收同比上升 4.08%。此外受持续优化产品结构及部分大宗原物料单价的回落的影响，毛利率同比增加 2.42pct 至 45.24%，因此毛利额同比上升 9.97%；费用端，公司期间费用率同比增长 1.48pct（主要系管理费用率同比+0.18pct，财务费用率同比+1.73pct）。因此最终归母净利润率同比上升 0.7pct，对应归母净利润同比增长 8.53%。
- 罐装牛奶&海外米果表现亮眼，糖果创上半年收益新高。** 2023 财年上半年，分品类表现来看：（1）公司乳品及饮料大类收益同比成长 7.1%。其中旺仔牛奶收益同比成长中至高个位数（主要受益于罐装牛奶同比增长约 2 成）。此外公司也推出了适合餐饮市场的大规格旺仔牛奶及面向高端乳制品市场的旺仔儿童坚果牛奶。盈利能力端，铁皮、原纸等包装材料单位耗用成本同比下降高个位数至中双位数，此外进口全脂奶粉单位耗用成本基本持平，因此本块业务实现毛利率 47.3%（同比+2.0pct）。
- （2）米果大类收益同比成长 4.5%，其中主品牌米果增长中个位数（主要受益于占米果业绩约 2 成的海外业务较 22 财年上半年同期成长双位数）。此外得益于渠道多元化策略，新兴渠道的米果类产品收益（占米果大类收益约 1 成）亦实现双位数成长。盈利能力端，受益于棕榈油使用成本较 22 财年上半年同期下降约 30%，及人工成本的持续优化，本块业务实现毛利率 43.8%（同比+6.6pct）。
- （3）休闲食品类收益同比衰退 1.5%，主系冰品小类在 2023 财年上半年（4-9 月）与 22 财年上半年同期比，因节奏前置导致衰退中至高个位数，不过自然年（1-9 月）来看则同比增长（此外冻痴在自然年（1-9 月）收益规模达 3 亿人民币，仍保持高个位数成长）。而糖果小类糖果小类收益较 22 财年上半年同期成长高个位数，创上半年度收益高点。盈利能力端，受白糖单位耗用成本上涨高双位数，明胶单位耗用成本上涨约三成，抵消了部分成本下降的效益的影响，本块业务毛利率实现 43.0%（同比+0.8pct）。
- 期待下半财年继续维持向好趋势。** 展望下半财年，一方面米果市场将迎来春节销售旺季，公司定制化礼包将满足更多消费者的个性化需求；多元的年节销售活动，营造传统中国年的节日氛围，另一方面公司将不断推动新兴渠道和海外市场的扩展，并持续推进终端潜力产品的销售，我们期待公司下半财年销售表现继续稳定向好。

主要财务数据及预测

	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
总营收 (百万元)	24407	23327	24015	25676	27081
(+/-) YoY (%)	9%	-4%	3%	7%	5%
净利润 (百万元)	4203	3372	3710	4161	4598
(+/-) YoY (%)	1%	-20%	10%	12%	11%
全面摊薄 eps (元)	0.35	0.28	0.31	0.35	0.39
毛利率 (%)	44.81%	43.92%	45.20%	46.21%	47.20%
净资产收益率 (%)	25.3%	23.01%	23.00%	23.38%	23.41%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，财报期间跨度为本年 4 月 1 日至下年 3 月 31 日

盈利预测与投资建议。我们预计 2023-2025 财年公司营业总收入分别为 240.15/256.76/270.81 亿元，主营营业收入分别为 236.16/252.77/266.82 亿元，归母净利润分别为 37.10/41.61/45.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.35/0.39 元/股。我们认为，参照可比公司 PE 估值，我们给予公司 16-20 倍的 PE（2023E）估值区间，对应每股价值区间为 4.96-6.20 元/股，按照港元兑人民币 0.90 汇率计算，对应合理价值区间 5.51-6.89 港元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（4）上游原材料成本大幅波动。

表 1 可比上市公司估值表

上市公司	证券代码	收盘价（港币）	PE（倍，2023E）
达利食品(退市)	3799.HK	3.73	0.00
统一企业中国	0220.HK	5.21	12.90
康师傅控股	0322.HK	8.60	12.48
农夫山泉	9633.HK	41.15	40.49
周黑鸭	1458.HK	2.08	21.17
平均 PE（倍，2023E）			21.76

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：按 2024 年 01 月 10 日收盘价计算（以上均来自 Wind 一致预测），计算剔除已经退市的达利食品

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	利润表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	12806	14408	16438	18560	营业总收入	23327	24015	25676	27081
现金	5048	6424	8156	10044	营业成本	12857	12941	13598	14087
应收账款	854	945	1011	1067	销售费用	3018	2952	3160	3335
存货	3142	3235	3399	3522	管理费用	2849	2881	3084	3255
其他	3762	3804	3871	3927	财务费用	(183)	(57)	(104)	(158)
非流动资产	13168	12946	12743	12557					
固定资产	5615	5357	5121	4903	营业利润	4603	5240	5835	6403
无形资产	270	305	339	370	利润总额	4780	5285	5926	6549
租金按金					所得税	1417	1585	1778	1965
使用权资产									
其他	7284	7284	7284	7284	净利润	3363	3699	4148	4584
资产总计	25974	27354	29181	31118	少数股东损益	(9)	(11)	(12)	(14)
流动负债	8775	8883	9257	9569					
短期借款	3282	3282	3282	3282	归属母公司净利润	3372	3710	4161	4598
应付账款	970	995	1046	1084	EBITDA	5935	5822	6445	7050
其他	4523	4605	4929	5203	EPS (元)	0.28	0.31	0.35	0.39
非流动负债	2495	2295	2095	1895					
长期借款	2060	1860	1660	1460					
租赁负债									
其他	435	435	435	435	主要财务比率	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
负债合计	11270	11178	11352	11464	成长能力				
少数股东权益	52	41	29	15	营业收入	-4.41%	3.00%	7.04%	5.56%
股本	1796	1795	1795	1795	营业利润	-13.19%	13.85%	11.35%	9.74%
留存收益和资本公积	12856	14340	16005	17844	归属母公司净利润	-19.77%	10.05%	12.14%	10.50%
归属母公司股东权益	14652	16136	17800	19639	获利能力				
负债和股东权益	25974	27354	29181	31118	毛利率	43.92%	45.20%	46.21%	47.20%
					净利率	14.70%	15.71%	16.46%	17.23%
现金流量表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	ROE	23.01%	23.00%	23.38%	23.41%
经营活动现金流	4219	4131	4757	5175	ROIC	0.18	0.18	0.18	0.19
净利润	3372	3710	4161	4598	偿债能力				
折旧摊销	933	472	453	436	资产负债率	43.39%	40.86%	38.90%	36.84%
少数股东权益	(9)	(11)	(12)	(14)	净负债比率	0.02	-0.08	-0.18	-0.27
营运资金变动及其他	(77)	(41)	156	155	流动比率	1.46	1.62	1.78	1.94
					速动比率	1.10	1.26	1.41	1.57
投资活动现金流	(3154)	(263)	(263)	(263)	营运能力				
资本支出	(539)	(250)	(250)	(250)	总资产周转率	0.90	0.88	0.88	0.87
其他投资	(2615)	(13)	(13)	(13)	应收账款周转率	26.85	25.00	25.00	25.00
					应付账款周转率	13.25	13.00	13.00	13.00
筹资活动现金流	(7429)	(2492)	(2762)	(3024)	每股指标 (元)				
借款增加	(1560)	(200)	(200)	(200)	每股收益	0.28	0.31	0.35	0.39
普通股增加	(81)	(0)	0	0	每股经营现金	0.36	0.35	0.40	0.44
已付股利	(5079)	(2292)	(2562)	(2824)	每股净资产	1.24	1.37	1.51	1.66
其他	(709)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(6008)	1376	1733	1888	P/E	14.85	13.49	12.03	10.89
					P/B	3.41	3.10	2.81	2.55
					EV/EBITDA	8.49	8.38	8.13	7.14

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为01月10日；（2）以上各表均为简表；

资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台,农夫山泉,千禾味业,光明乳业,双汇发展,金龙鱼,均瑶健康,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,新乳业,益海嘉里,海天味业,绝味食品,香飘飘,西麦食品,日辰股份,天味食品,桃李面包,皇氏集团,涪陵榨菜,品渥食品,巴比食品,盐津铺子,东鹏饮料,光明乳业,周黑鸭,李子园,海天味业,水井坊,洽洽食品,日辰股份,安井食品

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。