

买入

中国内地增速放缓，香港市场经营良好

日清食品 (1475.HK)

2020-11-09 星期一

投资要点

目标价: **8.5 港元**
 现价: 6.96 港元
 预计升幅: 22.1%

➤ 收入保持双位数增长，毛利率略有降低：

3Q2020，公司收入同比+11.8%至 9.5 亿港元，保持稳健增长；毛利率 32.4%，较 1H2020 的 33.9% 有所下降，主要因从事分销业务的合营公司已开始贡献，其毛利率相对较低影响综合毛利率表现，且产品结构的变化以及中国西部市场的开拓也对毛利率造成一定影响；期内，实现归母净利润 0.86 亿港元，同比+9.2%，如撇除 2000 万港元的捐款，归母净利润同比增长超过 30%。

重要数据

日期	2020-11-09
收盘价 (港元)	6.96
总股本 (百万股)	1,074
总市值 (百万港元)	7,475
净资产 (百万港元)	3,731
总资产 (百万港元)	4,671
每股净资产 (港元)	3.47

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 中国香港二次疫情爆发，再次提振方便食品消费需求：

3Q20 香港业务增速虽较 2Q 有所回落，但受益于香港疫情的二次爆发，依然维持较快增长。期内，实现收入 3.63 亿港元，同比+8.7%(2Q 同比+15.4%)，占公司总收入的 38.2%。经营利润同比+82%至 0.39 亿港元，经营利润率同比+4.4pct 至 10.9%，主要得益于广告和促销费用的减少及生产效率的提高。前三季度，公司来自于香港地区的业务收入及经营利润同比分别变动 +11.6%/+71.0%。

➤ 中国内地增速放缓，合营公司及西部市场均已开始贡献：

前三季度，中国地区业务收入同比+16.3%，如按当地货币计，同比+19.9%。3Q20 伴随国内疫情的逐步缓解，公司收入增速放缓，同比+13.7%至 5.87 亿港元 (1H20 同比+23.8%)；经营利润同比-15%至 0.67 亿港元，主要因 1、做分销业务的合营公司以及西部市场的开拓影响整体毛利率水平；2、3Q 增加广告及促销开支 (约较去年同期翻倍)；3、JV 员工人数增加，员工薪资等相关管理费用上升。

➤ 维持“买入”评级，目标价 8.5 港元：

4Q20 公司预期还将有两千万港元的捐赠费用，考虑到合营公司的发展、西部市场的开拓以及捐赠费用对收入和盈利的影响，我们调整原预测，预期 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29/0.34/0.38 港元，我们持续看好公司在中国内地的业务拓展、稳健的经营管理风格、以及突出的成本管控下盈利能力的持续提升，目标价 8.5 港元，对应 2021 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

主要股东

日清日本集团 (70.0%)

相关报告

日清食品首发报告-20191009
 日清食品更新报告-20191108
 日清食品更新报告-20200320
 日清食品更新报告-20200512
 日清食品更新报告-20200901

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	2,999	3,088	3,486	3,884	4,297
同比增长 (%)	11.5%	3.0%	12.9%	11.4%	10.6%
毛利率	31.1%	32.8%	33.4%	33.3%	33.4%
净利润	205	251	309	362	404
同比增长 (%)	5.2%	22.2%	23.0%	17.4%	11.5%
净利润率	6.9%	8.1%	8.9%	9.3%	9.4%
每股盈利 (港元)	0.19	0.23	0.29	0.34	0.38
PE@6.96HKD	36.4	29.8	24.2	20.6	18.5

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

收入增速稳健，毛利率略有降低：

3Q2020，公司收入同比+11.8%至 9.5 亿港元，保持稳健增长；毛利率 32.4%，较 1H2020 的 33.9%有所下降，主要因从事分销业务的合营公司已开始贡献，其毛利率相对较低影响综合毛利率表现，且产品结构的变化以及中国西部市场的开拓也对毛利率构成一定影响；实现归母净利润 0.86 亿港元，同比+9.2%，如撇除 2000 万港元的捐款，归母净利润同比增长超过 30%。

图 1：公司收入及增速

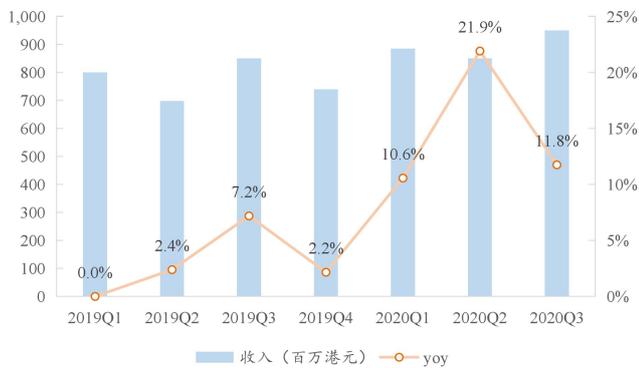
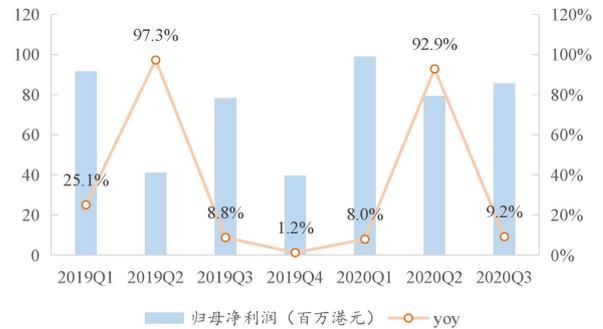


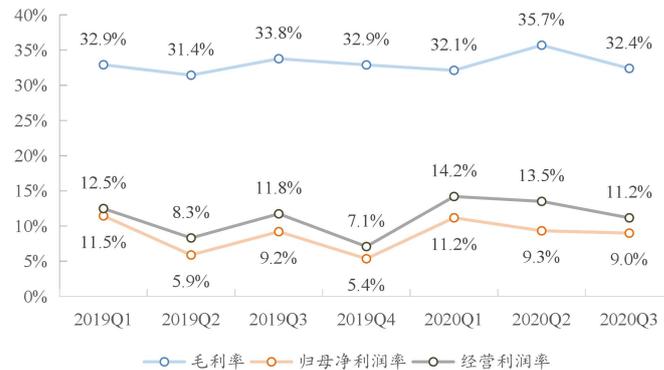
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

中国香港二次疫情爆发，再次提振方便食品消费需求：

受益于香港疫情的二次爆发，公司 3Q 香港业务依然维持较快增长。期内，实现收入 3.63 亿港元，同比+8.7%，占公司总收入的 38.2%。经营利润同比+82%至 0.39 亿港元，经营利润率同比+4.4pct 至 10.9%，主要得益于广告和促销费用的减少及生产效率的提高。前三季度，公司来自于香港地区的业务收入及经营利润同比分别变

动+11.6%/+71.0%。

图 4：中国香港收入及增速



图 5：中国香港经营利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

中国内地增速放缓，合营公司及西部市场均已开始贡献：

前三季度，中国地区业务收入同比+16.3%，如按当地货币计，同比+19.9%。3Q20，伴随国内疫情的逐步缓解，公司收入增速放缓，同比+13.7%至 5.87 亿港元（1H20 同比+23.8%）；经营利润同比-15%至 0.67 亿港元，主要因 1、做分销业务的合营公司以及西部市场的开拓影响整体毛利率水平；2、3Q 增加广告及促销开支（约较去年同期翻倍）；3、JV 员工人数增加，员工薪资等相关管理费用上升。

图 6：中国内地收入及增速

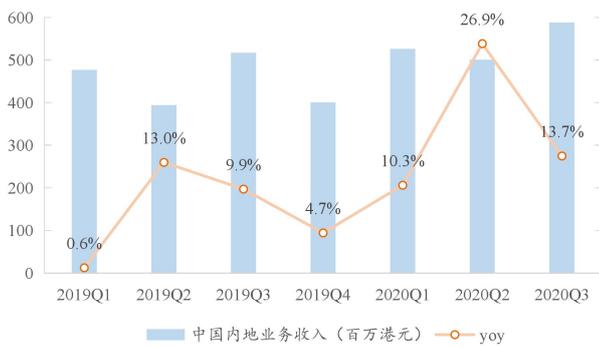
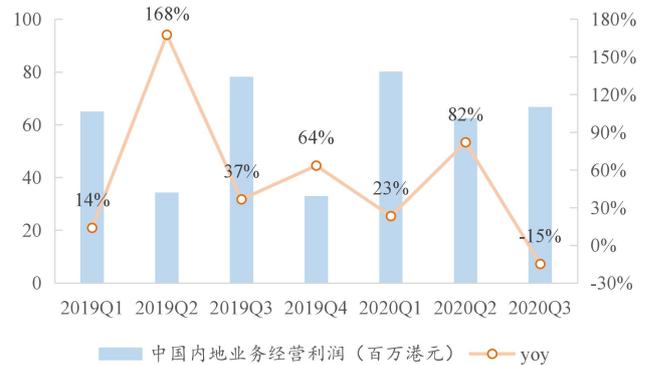


图 7：中国内地经营利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 8.5 港元：

4Q20 公司预期还将有两千万港元的捐赠费用，考虑到合营公司的发展、西部市场的开拓以及捐赠费用对收入和盈利的影响，我们调整原预测，预期 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29/0.34/0.38 港元，我们持续看好公司在中国内地的业务拓展、稳健的经营管理风格、以及突出的成本管控下盈利能力的持续提升，目标价 8.5 港元，对应 2021 年 25 倍

PE，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

代码	公司	股价	货币	市值 (亿港元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
3799.HK	达利食品	4.86	CNY	666	0.28	0.29	0.31	15.4	14.9	14.0
0220.HK	统一企业中国	6.80	CNY	294	0.32	0.34	0.37	18.9	17.8	16.4
0151.HK	中国旺旺	5.09	CNY	622	0.29	0.33	0.34	15.6	13.7	13.3
0322.HK	康师傅	13.92	CNY	783	0.59	0.68	0.71	21.0	18.2	17.4
1458.HK	周黑鸭	8.20	CNY	195	0.18	0.04	0.23	40.5	182.5	31.7
0345.HK	维他奶国际	33.75	HKD	359	0.50	0.54	0.69	67.5	62.5	48.9
1475.HK	日清食品	6.96	HKD	75	0.23	0.29	0.34	29.8	24.2	20.6
	平均							29.8	47.7	23.2

资料来源：公司公告、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

利润表	单位:百万港元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,999	3,088	3,486	3,884	4,297
营业成本	(2,065)	(2,074)	(2,323)	(2,592)	(2,864)
毛利	933	1,013	1,163	1,291	1,433
销售费用	(449)	(455)	(488)	(563)	(623)
管理费用	(200)	(222)	(227)	(241)	(266)
其他收益	45	48	54	60	67
其他支出	(24)	(26)	(59)	(31)	(34)
其他经营净收益	(7)	(6)	(7)	(7)	(8)
除税前溢利	300	353	437	509	568
所得税	(69)	(74)	(94)	(107)	(119)
净利润	231	279	343	402	449
归母净利润	205	251	309	362	404
少数股东损益	25	28	34	40	45
增长					
总收入 (%)	11.5%	3.0%	12.9%	11.4%	10.6%
净利润 (%)	4.6%	21.0%	22.9%	17.4%	11.5%

资产负债表	单位:百万港元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,923	2,995	3,018	3,109	3,208
货币资金	1,385	1,505	1,539	1,613	1,689
贸易应收账款	450	421	475	530	586
存货	294	327	366	408	451
其他应收款	82	73	83	92	102
其他流动资产	712	669	555	466	380
非流动资产	1,522	1,639	1,843	2,017	2,202
固定资产	1,308	1,366	1,542	1,718	1,901
商誉	40	40	63	63	63
递延税项资产	19	21	23	21	22
其他非流动资产	155	212	215	216	217
资产总计	4,444	4,634	4,861	5,126	5,410
流动负债	796	859	960	1,068	1,176
贸易应付账款	253	214	240	267	295
其他应付款	502	586	656	733	810
其他流动负债	41	59	64	68	71
非流动负债	53	62	62	62	62
递延税项负债	33	42	42	42	42
其他非流动负债	20	20	20	20	20
负债合计	849	922	1,023	1,130	1,238
股本	2,941	2,941	2,941	2,941	2,941
储备	539	648	778	931	1,101
少数股东权益	115	123	119	123	129
股东权益合计	3,595	3,712	3,838	3,996	4,171
负债及权益合计	4,444	4,634	4,861	5,126	5,410

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	31.1%	32.8%	33.4%	33.3%	33.4%
净利率	7.7%	9.0%	9.8%	10.4%	10.4%
ROE	5.9%	7.1%	8.4%	9.5%	10.2%
ROA	4.6%	5.5%	6.5%	7.3%	7.7%
营运表现					
SG&A/收入	21.6%	21.9%	20.5%	20.7%	20.7%
有效税率	23.1%	20.9%	21.5%	21.0%	21.0%
股息支付率	49.7%	50.1%	50.0%	50.0%	50.0%
资产周转率	0.67	0.68	0.73	0.78	0.82
存货周转率	7.06	6.68	6.71	6.70	6.67
偿债能力					
资产负债率	19.1%	19.9%	21.0%	22.1%	22.9%
流动比率	3.7	3.5	3.1	2.9	2.7
速动比率	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	300	353	437	509	568
折旧和摊销	21	23	25	28	30
营运资金的变动	59	185	(7)	(2)	(4)
经营活动现金流量	264	459	412	481	509
资本性支出	(215)	(209)	(200)	(200)	(200)
其他投资活动	(222)	16	1	1	1
投资活动现金流量	(436)	(193)	(199)	(199)	(199)
支付股利合计	(93)	(122)	(179)	(210)	(234)
其他筹资活动	2	(1)	0	0	0
融资活动现金流量	(92)	(123)	(179)	(210)	(234)
汇率变动	(45)	(23)	0	0	0
现金净变动	(264)	144	34	73	76
现金的期初余额	1,693	1,385	1,505	1,539	1,613
现金的期末余额	1,385	1,505	1,539	1,613	1,689
每股资料(港元)					
每股收益	0.19	0.23	0.29	0.34	0.38
每股经营现金	0.25	0.43	0.38	0.45	0.47
每股净资产	3.35	3.46	3.57	3.72	3.88
估值比率(倍)					
PE	36.4	29.8	24.2	20.6	18.5
PB	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313