

**持有****内地市场增长稳健，香港地区成本压力较大****日清食品 (1475.HK)**

2021-11-16 星期二

**投资要点**

目标价: **6.4 港元**  
 现价: 5.64 港元  
 预计升幅: 13.5%

➤ **收入增速稳健，成本压力及一次性费用对利润影响较大：**

21Q3 公司收入同比+5.7%至 10.05 亿港元；经营利润同比-12.4%至 0.93 亿港元，经营利润下降较多主要因 1、毛利率受到原材料成本价格上涨的影响，同比-1.83%至 30.57%；2、公司调整产品分量，期内产生渠道及相关一次性费用约 3,000 万港元。前三季度公司实现收入及归母净利润分别为 28.6/2.3 亿港元，同比分别变动+6.4%/-12.4%，净利润率同比-1.7pcts 至 8.1%。

**重要数据**

日期	2021-11-15
收盘价 (港元)	5.64
总股本 (百万股)	1,063
总市值 (百万港元)	5,995
净资产 (百万港元)	4,043
总资产 (百万港元)	5,187
每股净资产 (港元)	3.76

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **原材料成本上升，香港地区业务利润承压：**

后疫情时期，方便食品消费回归常态，21 年前三季度中国香港业务收入同比-3.2%至 10.36 亿港元，占公司总营收的 36.3%，其中 21Q3 收入同比-2.3%。因香港地区产品的主要原材料为全球采购，而马来西亚棕榈油价格高居不下，成本压力相对较大，导致前三季度公司经营利润同比-50.2%至 0.68 亿港元，其中 21Q3 经营利润同比-60.0%，香港地区业务利润严重承压。

➤ **中国地区方便面业务增长稳健，合营公司表现欠佳：**

中国内地业务前三季度收入同比+12.9%至 18.2 亿港元，占公司总收入的 63.7%，如撇除汇率因素，收入同比+4.3%；其中，21Q3 方便面业务收入实现高单位数增长，好于行业整体，但上海合营公司表现欠佳。由于国内成本压力小于香港地区，方便面业务毛利率较为稳定。前三季度公司于中国内地业务的经营利润同比+6.3%至 2.23 亿港元，其中 21Q3 经营利润同比+16%，经营利润率同比提升 0.5pct 至 11.9%。

**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  
 日清食品更新报告-20201109  
 日清食品更新报告-20210114  
 日清食品更新报告-20210323  
 日清食品更新报告-20210503  
 日清食品更新报告-20210903

**研究部**

姓名: 陈欣  
 SFC: BLO515  
 电话: 0755-21516057  
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ **维持“持有”评级，目标价 6.4 港元：**

成本压力下，大众品提价接连落地，方便面行业两大龙头均已采取提价策略，不排除日清亦有提价的可能。暂考虑到期内产生的一次性费用及较大的成本压力，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年公司 EPS 分别为 0.29/0.32 港元，相应下调目标价至 6.4 港元，对应 22 年 20 倍 PE，维持持有评级，建议后续持续关注原材料价格走势及提价进程。

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额	3,088	3,519	3,701	4,001	4,316
同比增长 (%)	3.0%	14.0%	5.2%	8.1%	7.9%
毛利率	32.8%	32.9%	31.4%	31.7%	32.3%
净利润	251	302	307	342	383
同比增长 (%)	22.2%	20.3%	1.8%	11.3%	11.9%
净利润率	8.1%	8.6%	8.3%	8.6%	8.9%
每股盈利 (港元)	0.23	0.28	0.29	0.32	0.36
PE@5.64HKD	24.1	20.1	19.7	17.7	15.8

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，成本压力及一次性费用对利润影响较大：

21Q3 公司收入同比+5.7%至 10.05 亿港元；经营利润同比-12.4%至 0.93 亿港元，经营利润下降较多主要因 1、毛利率受到原材料成本价格上涨的压力，同比-1.83%至 30.57%；2、公司调整产品分量，期内产生渠道及相关一次性费用约 3,000 万港元。前三季度公司实现收入及归母净利润分别为 28.6/2.3 亿港元，同比分别变动 +6.4%/-12.4%，净利润率同比-1.7pcts 至 8.1%。

图 1：21Q3 收入及增速



图 2：21Q3 经营利润及增速



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：毛利率趋势

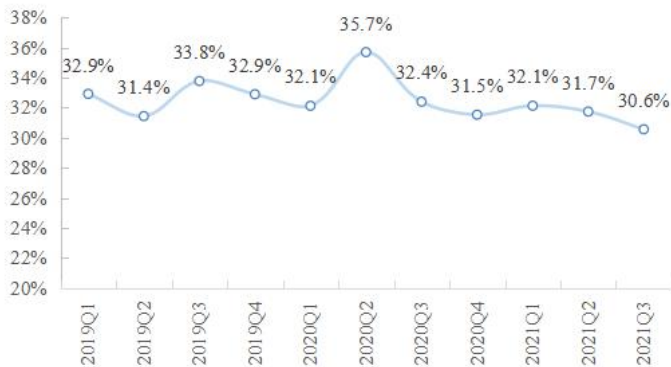
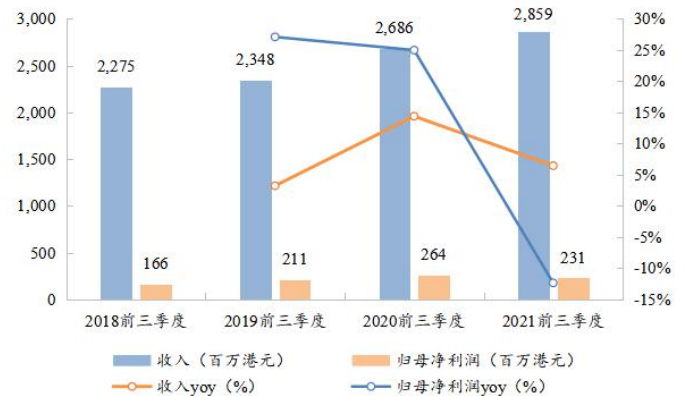


图 4：公司归母净利润及增速

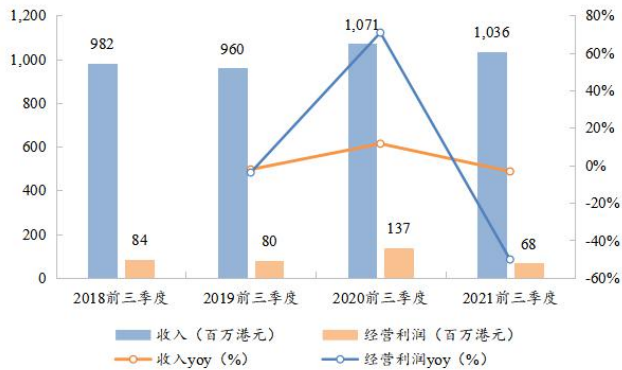


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

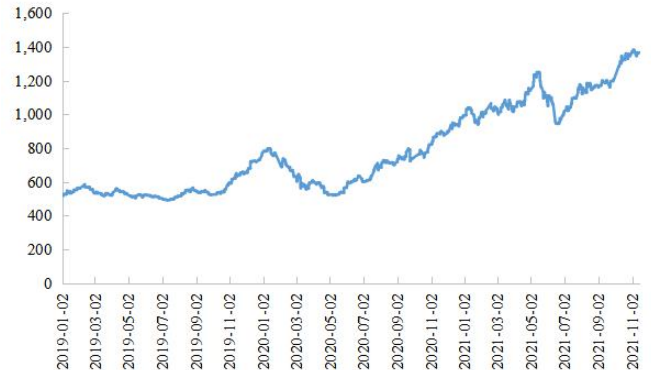
资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

原材料成本上升，香港地区业务利润承压：

后疫情时期，方便食品消费回归常态，21 年前三季度中国香港业务收入同比-3.2%至 10.36 亿港元，占公司总营收的 36.3%，其中 21Q3 收入同比-2.3%。因香港地区产品的主要原材料为全球采购，而马来西亚棕榈油价格高居不下，成本压力相对较大，导致前三季度公司经营利润同比-50.2%至 0.68 亿港元，其中 21Q3 经营利润同比-60.0%，香港地区业务利润严重承压。

**图 5：前三季度中国香港业务收入及增速**


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 6：马来西亚棕榈油价格（美元/吨）**


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 7：中国香港业务季度收入**

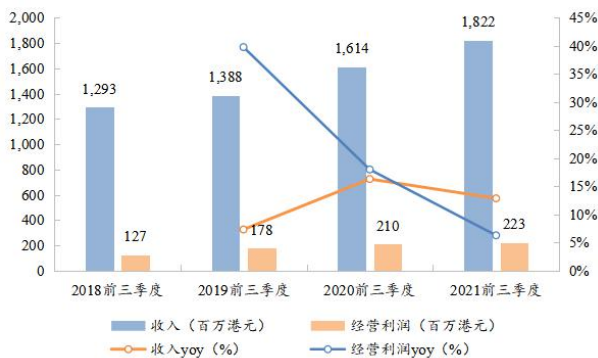

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 8：中国香港季度经营利润**

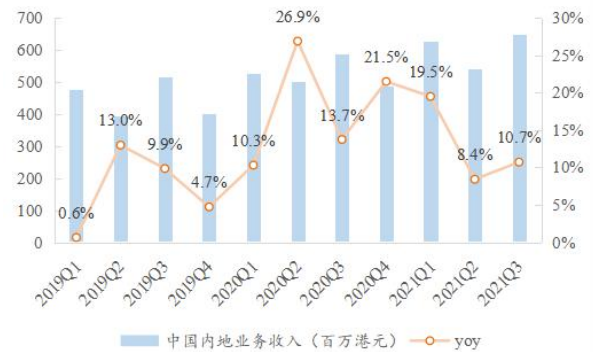

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

### 中国地区方便面业务增长稳健，合营公司表现欠佳：

中国内地业务前三季度收入同比+12.9%至 18.2 亿港元，占公司总收入的 63.7%，如撇除汇率因素，收入同比+4.3%；其中，21Q3 方便面业务收入实现高单位数增长，好于行业整体，但上海合营公司表现欠佳。由于国内成本压力小于香港地区，方便面业务毛利率较为稳定。前三季度公司于中国内地业务的经营利润同比+6.3%至 2.23 亿港元，其中 21Q3 经营利润同比+16%，经营利润率同比提升 0.5pct 至 11.9%。

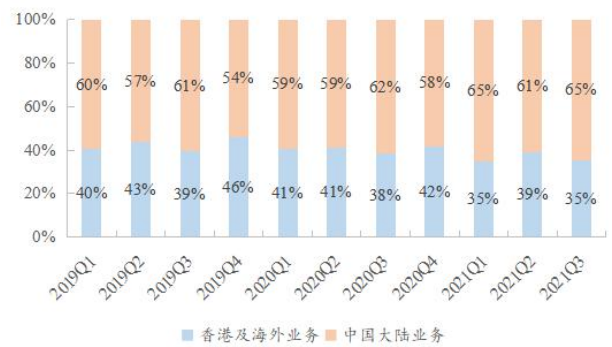
**图 9：前三季度中国香港业务收入及增速**


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 10：中国大陆业务季度收入及增速**


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 11: 中国大陆季度经营利润**

**图 12: 公司收入结构**


资料来源: 公司财报、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司财报、国元证券经纪 (香港) 整理

**维持“持有”评级，目标价 6.4 港元:**

成本压力下，大众品提价接连落地，方便面行业两大龙头均已采取提价策略，不排除日清亦有提价的可能。暂考虑到 21Q3 产生的一次性费用及较大的成本压力，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年公司 EPS 分别为 0.29/0.32 港元，相应下调目标价至 6.4 港元，对应 22 年 20 倍 PE，维持持有评级，建议后续持续关注原材料价格走势及提价进程。公司今年计划动用 1.2 亿港元内部资金用以回购股份，约占已发行股份数的 2%，彰显对公司长远业务前景及增长潜力的信心，我们长期看好公司在中国内地业务的拓展、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。

**图 13: 公司 PE Band**


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

**财务报表摘要**

利润表						主要财务比率					
单位:百万港元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,088	3,519	3,701	4,001	4,316	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(2,074)	(2,360)	(2,539)	(2,731)	(2,922)	毛利率	32.8%	32.9%	31.4%	31.7%	32.3%
<b>毛利</b>	<b>1,013</b>	<b>1,159</b>	<b>1,162</b>	<b>1,270</b>	<b>1,394</b>	净利率	8.1%	8.6%	8.3%	8.6%	8.9%
销售费用	(455)	(471)	(496)	(536)	(583)	ROE	7.1%	8.1%	7.8%	8.4%	9.0%
管理费用	(222)	(243)	(259)	(280)	(302)	ROA	5.5%	6.2%	5.8%	6.2%	6.7%
其他收益	48	79	74	80	86	<b>营运表现</b>					
其他支出	(26)	(70)	(37)	(40)	(43)	SG&A/收入	21.9%	20.3%	20.4%	20.4%	20.5%
其他经营净收益	(6)	(16)	(17)	(19)	(20)	有效税率	20.9%	23.4%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>除税前溢利</b>	<b>353</b>	<b>434</b>	<b>427</b>	<b>475</b>	<b>532</b>	股息支付率	50.1%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	(74)	(101)	(85)	(95)	(106)	资产周转率	0.68	0.72	0.70	0.73	0.75
净利润	279	333	342	380	426	存货周转率	6.68	6.84	6.74	6.74	6.72
<b>归母净利润</b>	<b>251</b>	<b>302</b>	<b>307</b>	<b>342</b>	<b>383</b>	<b>偿债能力</b>					
少数股东损益	28	31	34	38	43	资产负债率	19.9%	22.0%	22.5%	23.1%	23.5%
<b>增长</b>						流动比率	3.5	3.1	3.0	2.9	2.8
总收入 (%)	3.0%	14.0%	5.2%	8.1%	7.9%	速动比率	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4
净利润 (%)	22.2%	20.3%	1.8%	11.3%	11.9%	<b>现金流量表</b>					
资产负债表						单位:百万港元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,995</b>	<b>3,297</b>	<b>3,406</b>	<b>3,505</b>	<b>3,616</b>	除税前利润	353	434	427	475	532
货币资金	1,505	1,607	1,661	1,724	1,812	折旧和摊销	23	25	26	28	30
贸易应收账款	421	509	535	578	624	营运资金的变动	185	21	15	(1)	(4)
存货	327	363	391	420	450	<b>经营活动现金流量</b>	<b>459</b>	<b>431</b>	<b>431</b>	<b>459</b>	<b>508</b>
其他应收款	73	93	98	106	114	资本性支出	(209)	(200)	(200)	(200)	(200)
其他流动资产	669	725	722	677	617	其他投资活动	16	6	1	1	1
<b>非流动资产</b>	<b>1,639</b>	<b>1,887</b>	<b>1,955</b>	<b>2,089</b>	<b>2,228</b>	<b>投资活动现金流量</b>	<b>(193)</b>	<b>(194)</b>	<b>(199)</b>	<b>(199)</b>	<b>(199)</b>
固定资产	1,366	1,516	1,594	1,724	1,859	支付股利合计	(122)	(173)	(178)	(198)	(222)
商誉	40	65	65	65	65	其他筹资活动	(1)	0	0	0	0
递延税项资产	21	34	24	26	28	<b>融资活动现金流量</b>	<b>(123)</b>	<b>(173)</b>	<b>(178)</b>	<b>(198)</b>	<b>(222)</b>
其他非流动资产	212	273	272	274	276	汇率变动	(23)	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,634</b>	<b>5,184</b>	<b>5,362</b>	<b>5,594</b>	<b>5,844</b>	现金净变动	144	65	54	63	88
<b>流动负债</b>	<b>859</b>	<b>1,065</b>	<b>1,133</b>	<b>1,217</b>	<b>1,300</b>	现金的期初余额	1,385	1,505	1,607	1,661	1,724
贸易应付账款	214	235	252	271	290	<b>现金的期末余额</b>	<b>1,505</b>	<b>1,607</b>	<b>1,661</b>	<b>1,724</b>	<b>1,812</b>
其他应付款	586	743	799	860	920	<b>每股资料(港元)</b>					
其他流动负债	59	88	82	85	90	每股收益	0.23	0.28	0.29	0.32	0.36
<b>非流动负债</b>	<b>62</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	每股经营现金	0.43	0.40	0.40	0.43	0.47
递延税项负债	42	46	46	46	46	每股净资产	3.46	3.76	3.88	4.01	4.17
其他非流动负债	20	29	29	29	29	<b>估值比率(倍)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>922</b>	<b>1,141</b>	<b>1,208</b>	<b>1,292</b>	<b>1,376</b>	PE	24.1	20.1	19.7	17.7	15.8
股本	2,941	2,941	2,941	2,941	2,941	PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
储备	648	954	1,084	1,228	1,389						
少数股东权益	123	148	128	133	138						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,712</b>	<b>4,043</b>	<b>4,154</b>	<b>4,302</b>	<b>4,469</b>						
<b>负债及权益合计</b>	<b>4,634</b>	<b>5,184</b>	<b>5,362</b>	<b>5,594</b>	<b>5,844</b>						

# 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、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  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>