

旺旺 (151 HK)

强劲毛利率带动 1H FY20 业绩超预期

1H FY20 净利润同比增长 18%，较市场预期/我们预期高 6%/ 4%，主要归因于毛利率较预期强劲。公司将采取多品牌战略和透过多元化渠道来推动增长及提高毛利率。我们将 2020 财年净利润预测上调 3%，目标价从 7.50 港元上调至 7.70 港元。维持买入评级。

- **1H FY20 表现超预期。**收入同比增长 1% 至 93 亿元人民币，较市场预期高 3%。除了因天气欠佳而导致冰品收入下跌双位数外，核心品牌（占收入 85%）实现中个位数的增长。新产品占收入的 9%（2019 财年为 7%）。毛利率同比增长 4.4 个百分点至 48.9%，较市场预期高 1.9 个百分点，当中 50%/ 25%/ 25% 受政府削减增值税/优化产品组合/原材料成本下降因素所驱动。新产品的研发开支比率增加 1.0 个百分点，带动销售开支比率上升 0.9 个百分点至 28.5%。
- **实现多品牌战略和产品升级，以改善增长和毛利率。**公司利用多品牌战略，针对不同年龄群组（包括婴儿、儿童、年轻人至老年人）和消费者的需求差异（如减肥、OL 零食），大量引进高利润率的新产品（如田舍米烧、旺旺吸的冻等）和进行产品升级（推出健康和营养产品，如低糖和无反式脂肪酸米果、旺旺纯牛奶等），另一边厢则减少销售低利润率的副品牌产品。新产品销售占比从 2019 财年的 7% 提高至 1H FY20 的 9%。
- **多元化渠道推动增长。**在电子商务、孕妇装商店和主题商店渠道快速增长下，新兴渠道的销售占比从 1H FY19 的 5% 增长至 1H FY20 中高个位数。管理层透露，新兴渠道的毛利率一般高于传统渠道，因为销售额主要来自新产品。然而，由于较高的运营支出比率，新兴销售渠道的经营利润率接近或略低于传统渠道。我们认为随着销量增加，经营利润率将会有所改善。
- **2H FY20E 展望。**公司将通过多品牌战略、产品升级和多元化渠道继续改善收入增长和毛利润。不过，由于奶粉和糖价格反弹上升，我们预计 2H FY20E 的原材料价格将更高。我们预计 2H FY20E 的毛利率将同比增长 0.7 个百分点至 46.8%，升幅低于 1H FY20。虽然公司采用多品牌战略和推出新产品，管理层的目标广促费用率仍将维持在历史区间，开发新产品的研发开支费用率将在未来 1-2 年内维持在 1.5% 左右。
- **上调目标价至 7.70 港元。**我们将 2020 财年的净利润预测上调 3%，以反映更高毛利率预测。目标价从 7.50 港元上调至 7.70 港元，仍基于 21.7 倍 2020 财年预测市盈率（历史平均水平）。**催化剂：**（1）收入增长提速；（2）利润率好过预期。**风险：**（1）竞争激烈；（2）食品安全问题；（3）原材料价格上升。

财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万人民币)	20,150	20,712	21,444	22,485	23,572
净利润 (百万人民币)	3,116	3,477	3,939	4,082	4,344
每股盈利 (人民币)	0.249	0.279	0.317	0.329	0.350
同比增长 (%)	(5.5)	12.0	13.5	3.8	6.4
市盈率 (倍)	22.7	20.5	18.9	18.2	17.1
市帐率 (倍)	4.9	4.6	4.6	4.3	4.1
股息率 (%)	3.6	4.0	4.2	4.4	4.7
股本回报率 (%)	23.3	23.3	24.9	24.4	24.5
净现金 (人民币)	5,596	7,620	9,088	10,350	11,793

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.70
(此前目标价)	HK\$7.50)
潜在升幅	+15%
当前股价	HK\$6.68

中国教育行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	82,933
3 月平均流通量 (百万港元)	83.39
52 周内股价高/低 (港元)	6.85/ 5.14
总股本 (百万)	12,449.3

资料来源：彭博

股东结构

蔡衍明	50.7%
-----	-------

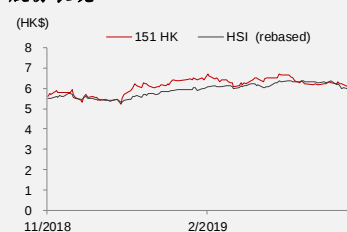
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.5%	0.6%
3-月	5.6%	1.9%
6-月	5.3%	10.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

近期报告

旺旺 (151 HK) - 多重发力驱动增长，估值不合理地低 - 2019 年 1 月 8 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。