

維他奶國際 (345HK)

1HFY19 上半年業績超预期

- ❖ **1HFY19 業績超预期** 淨利潤同比增長 30% 至 5.18 億港元，收入同比增長 22% 至 44.48 億港元。毛利率同比上升 1.4 個百分點至 54.1%，主要原因是設備利用率上升使每單位生產成本下降，加上原材料價格下跌(糖價從每噸約 7,000 元人民幣跌至每噸約 6,000 元人民幣)。由於管理層於 FY18 全年業績時預期 FY19 收入增長會放慢，而 FY18 收入增速為 20%，我們認為 1HFY19 業績超出了管理層預期。
- ❖ **中國市場為增長動力** 收入同比增長 33%，原因是分銷網絡從華南市場擴展至華東及華中市場帶動銷售點數量同比有雙位數增長，加上平均每個銷售點的銷售額亦有所上升。經營利潤同比增長 42%。中國市場於 1HFY19 分別貢獻了集團收入及經營利潤的 67% 及 69%。廣東省東莞市常平鎮的新廠房預期 2021 年投產。
- ❖ **香港業務收入增長 4%** 各產品線及主要銷售管道收入都有所上升，經營利潤同比上升 5%。公司繼續於 FY19 及 FY20 進行為期兩年的生產及物流基礎設施投資，以準備迎接下一輪增長。於 1HFY19，香港業務分別貢獻了集團收入及經營利潤的 26% 及 24%。
- ❖ **中國植物基飲料市場** 管理層認為由於中國人均消費量大幅低於美國及香港水準，行業未來增長空間廣闊。根據 Frost & Sullivan 預測，植物基飲料市場於 2014 至 2019 年零售銷售額年均複合增長率為 18.2%，是眾多非酒類飲料品類當中，其中一個增速最高的品類。在數年前，競爭對手主要是當地及區域性品牌，現時主要對手為區域性、全國性及國際品牌。期內，公司重新推出高端高營養價值的健康加法系列高鈣及高食用纖維兩款豆奶，以與其他國內品牌形成差異化競爭。根據我們在天貓的管道調查，健康加法的零售價約每 250 毫升包裝 5.5 元人民幣，價格比伊利植選的每 250 毫升包裝 4.0 元人民幣及蒙牛 Silk 的每 245 毫升包裝 3.26 元人民幣為高，但低於達利食品豆本豆的有機豆奶價格(約每 250 毫升包裝 10.0 元人民幣)。
- ❖ **2HFY19 展望** 管理層認為中國市場 2HFY19 收入增速比起 1HFY19 有所放慢，原因是季節性因素(2H 是淡季)，以及人民幣兌港元匯價同比下跌(1H 兌港元匯價是升值)。此外，管理層預期 2HFY19 原材料價格略有上升。
- ❖ **我們的看法** 根據彭博預測，公司於 FY19 的收入及淨利潤增長預測分別為 15% 及 21%。基於 1HFY19 的強勁業績，對應現時 2HFY19 的收入及淨利潤同比預測分別為只增長 5% 及下跌 1%。因此，我們認為市場將會上調公司盈利預測。公司現時估值相當於 FY19 39.1x 市盈率，較行業平均值 23.5x 高。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
營業收入(百萬港元)	5,052	5,552	5,406	6,465
淨利潤(百萬港元)	372	531	618	586
調整後淨利潤(百萬港元)	372	460	516	586
每股盈利(港元)	0.36	0.44	0.49	0.55
每股盈利變動(%)	20.4	23.1	11.3	13.0
市帳率(倍)	16.0	14.1	12.6	10.8
市盈率(倍)	82.5	67.1	60.2	53.3
股息率(%)	0.8	1.0	1.2	1.2
權益收益率(%)	20.3	22.3	22.1	21.8
淨資產負債率(%)	淨現金	3%	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

未評級

當前股價 HK\$29.60

葉建中, CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

食品及飲料行業

市值(百萬港元)	31,409
3 月平均流通量(百萬港元)	30.5
52 周內股價高/低(港元)	29.80/18.18
總股本(百萬)	1,061

資料來源：彭博

股東結構

羅友禮先生 16.44%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.1%	14.6%
3-月	14.7%	21.5%
6-月	21.8%	38.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：畢馬威會計師行

公司網站：www.vitasoy.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為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為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。