

维他奶国际 (345HK)

1HFY19 上半年业绩超预期

- ❖ **1HFY19 业绩超预期** 净利润同比增长 30% 至 5.18 亿港元，收入同比增长 22% 至 44.48 亿港元。毛利率同比上升 1.4 个百分点至 54.1%，主要原因是设备利用率上升使每单位生产成本下降，加上原材料价格下跌(糖价从每吨约 7,000 元人民币跌至每吨约 6,000 元人民币)。由于管理层于 FY18 全年业绩时预期 FY19 收入增长会放慢，而 FY18 收入增速为 20%，我们认为 1HFY19 业绩超出了管理层预期。
- ❖ **中国市场为增长动力** 收入同比增长 33%，原因是分销网络从华南市场扩展至华东及华中市场带动销售点数量同比有双位数增长，加上平均每个销售点的销售额亦有所上升。经营利润同比增长 42%。中国市场于 1HFY19 分别贡献了集团收入及经营利润的 67% 及 69%。广东省东莞市常平镇的新厂房预期 2021 年投产。
- ❖ **香港业务收入增长 4%** 各产品线及主要销售管道收入都有所上升，经营利润同比上升 5%。公司继续于 FY19 及 FY20 进行为期两年的生产及物流基础设施投资，以准备迎接下一轮增长。于 1HFY19，香港业务分别贡献了集团收入及经营利润的 26% 及 24%。
- ❖ **中国植物基饮料市场** 管理层认为由于中国人均消费量大幅低于美国及香港水准，行业未来增长空间广阔。根据 Frost & Sullivan 预测，植物基饮料市场于 2014 至 2019 年零售销售额年均复合增长率为 18.2%，是众多非酒类饮料品类当中，其中一个增速最高的品类。在数年前，竞争对手主要是当地及区域性品牌，现时主要对手为区域性、全国性及国际品牌。期内，公司重新推出高端高营养价值的健康加法系列高钙及高食用纤维两款豆奶，以与其他国内品牌形成差异化竞争。根据我们在天猫的管道调查，健康加法的零售价约每 250 毫升包装 5.5 元人民币，价格比伊利植选的每 250 毫升包装 4.0 元人民币及蒙牛 Silk 的每 245 毫升包装 3.26 元人民币为高，但低于达利食品豆本豆的有机豆奶价格(约每 250 毫升包装 10.0 元人民币)。
- ❖ **2HFY19 展望** 管理层认为中国市场 2HFY19 收入增速比起 1HFY19 有所放慢，原因是季节性因素(2H 是淡季)，以及人民币兑港元汇价同比下跌(1H 兑港元汇价是升值)。此外，管理层预期 2HFY19 原材料价格略有上升。
- ❖ **我们的看法** 根据彭博预测，公司于 FY19 的收入及净利润增长预测分别为 15% 及 21%。基于 1HFY19 的强劲业绩，对应现时 2HFY19 的收入及净利润同比预测分别为只增长 5% 及下跌 1%。因此，我们认为市场将会上调公司盈利预测。公司现时估值相当于 FY19 39.1x 市盈率，较行业平均值 23.5x 高。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
营业收入(百万港元)	5,052	5,552	5,406	6,465
净利润(百万港元)	372	531	618	586
调整后净利润(百万港元)	372	460	516	586
每股盈利(港元)	0.36	0.44	0.49	0.55
每股盈利变动(%)	20.4	23.1	11.3	13.0
市帐率(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
权益收益率(%)	20.3	22.3	22.1	21.8
净资产负债率(%)	净现金	3%	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

未评级

当前股价 HK\$29.60

叶建中, CFA

电话: (852) 3900 0838

邮件: albertyip@cmbi.com.hk

食品及饮料行业

市值(百万港元)	31,409
3 月平均流通量(百万港元)	30.5
52 周内股价高/低(港元)	29.80/18.18
总股本(百万)	1,061

资料来源：彭博

股东结构

罗友礼先生	16.44%
-------	--------

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.1%	14.6%
3-月	14.7%	21.5%
6-月	21.8%	38.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师: 毕马威会计师事务所

公司网站: www.vitasoy.com

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于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）没有在有关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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证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。招银证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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。招银证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责任。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资讯，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)2000年英国不时修订之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，未经招银证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士。