

日清食品 (1475 HK)

來自日本的即食麵龍頭，穩步邁向國內高端市場
香港 | 消費行業(食物及飲料) | 首次覆蓋

1 December 2020

投資概要

日清食品主要業務為在香港和中國內地生產及銷售即食面，公司產品主要定位於高端即食面的細分市場。母公司日清日本集團成立於 1948 年，由安藤百福先生成立，在日本即食麵市場的市佔率超過 7 成。日清食品在 1984 年於香港註冊成立，並在 1994 年起將業務拓展至內地。

公司同時積極拓展產品矩陣，除了自行研發新產品外，公司在 2012 年收購香港即食麵品牌「福」。同年，在現在品牌「合味道」上推出「合味道大杯杯麵」和迷你杯麵，以滿足不同消費者需求。公司亦於 2014 年向日清日本收購永南食品，永南食品主要以「公仔」品牌生產及銷售即食麵及冷凍食品產品。在 2017 年於香港交易所主板上市。期間透過研發、收購和合營等方式拓展非即食麵業務，例如捷菱(MCMS)、Kagome 品牌和 Granola 穀物麥片產品。

中國方便食品市場表現平穩

在 2019 年，中國方便食品行業市場規模預計超過人民幣 4500 億，而當中即食麵市場規模約為人民幣 1000 億。在疫情之下，即食麵的銷量暴增，但中國為世界第一大方便食品市場，中國的方便食品市場未能像其他地區市場穩步前進，自 2015 年起就有所回落，在近兩年亦略有回升，市場正在逐步回暖。

隨著消費者的需求日益細分化、場景化和個性化，企業不斷提升產品的差異性，對於新產品的研發，尤其是持續推出新產品的能力，以及供應鏈配合提出了更高的要求。近年，各龍頭持續佈局高端市場。自 2015 年以來，康師傅、統一等龍頭持續佈局售價 5 元以上的高端即食麵市場。

在產品組合上，有別於國內的其他即食麵生產廠家以低端即食麵為主，透過低價策略搶佔市場份額，公司品牌主打高端化的產品定位有助公司與國內其他品牌形成差異，避免在拓展內地市場時與其他國內品牌直接競爭，進入紅海市場。公司品牌旗下知名的合味道和出前一丁產品定位高端，平均產品價格約 5-10 元，高端品牌深入民心，以此切入內地正在擴展的高端即食麵市場。公司是國內唯一一家只佈局高端即食麵的生產商，有別主國內主要競爭對手如康師傅和統一的多價格帶策略，公司豐富的高端產品開發經驗有助公司在高端即食麵市場的細分市場上較具吸引力。

估值與投資建議

公司在 2020 年受疫情影響，首三季度表現優秀，香港業務收入與去年同期同比增長達 11.6%。公司在香港市場的市佔率大，在收入上能保持一定的水平，但在公司收入增長空間亦有限，我們預期在疫情回復後，收入將回到正常水平，而後續增長將以每年低單位數增長。反之，公司在中國國內的市佔率低，而且在國內消費水平升級的環境下，公司在高端即食麵市場上具競爭優勢。在過往三年間公司在國內的收入按人民幣計算均錄得雙位數增長，預期在未來亦能維持。

綜上，我們預期公司的收入將在 2020 年錄得高增長，而在 2021 年將增長放緩。我們預期公司 FY20/FY21/FY22 的預測歸母淨利潤為 328/349/374 百萬港元，FY20/FY21/FY22 每股盈利為 30.55/32.48/34.84，給予十二個月目標價 8.73 元，對應 FY21/FY22 目標市盈率 26.88x/25.06x，給予買入評級。

買入 (首次)

現價 HKD 6.71
(現價截至 11 月 26 日)
目標價 HKD 8.73 (+30.1%)

公司資料

普通股股東 (百萬股) :	1074.32
市值 (港幣百萬元) :	7,413
52 周 最高價/最低價 (港幣元)	9.95/4.77

主要股東 %

Nissin Foods Holdings Co., Ltd.	70.00
---------------------------------	-------

股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

財務資料

HKD mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	3,088	3,551	3,682	3,951
Net Profit	257	328	349	374
EPS, HKD cent	23.36	30.55	32.48	34.84
P/E, x	29.54	22.58	20.66	19.26
BVPS, HKD	3.34	3.64	3.82	4.00
P/BV, x	2.07	1.84	1.76	1.68
DPS (HKD cent)	11.70	15.28	16.24	17.42
Div. Yield (%)	1.70	2.28	2.42	2.60

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究員

莊嘉城 (+ 852 2277 6515)

timothy.chong@phillip.com.hk

公司介紹

日清食品主要業務為在香港和中國內地生產及銷售即食面，公司產品主要定位於高端即食面的細分市場。母公司日清日本集團成立於 1948 年，由安藤百福先生成立，在日本即食麵市場的市佔率超過 7 成。日清食品在 1984 年於香港註冊成立，並在 1994 年起將業務拓展至內地。

發展歷程

公司發展歷程可分為三個階段

成立階段 (1958-1993)

在 1958 年，安藤百福先生發明了全球首款即食面「雞湯拉麵」，並改名日清食品株式會社，並開始在世界各地拓展業務。在 1971 年發明了全球首個杯裝麵「合味道」，以此兩產品開始在全球拓展業務。

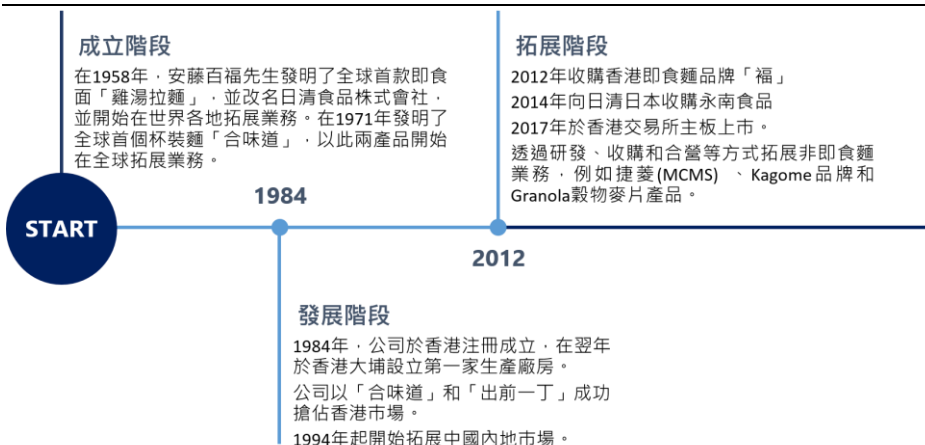
發展階段 (1994-2011)

在 1984 年，公司於香港註冊成立，在翌年於香港大埔設立第一家生產廠房。公司以「合味道」和「出前一丁」成功搶佔香港市場。於 1994 年起開始拓展中國內地的龐大市場，先後成立廣東日清、上海日清、福建日清和浙江日清等以管理中國內地業務。

拓展階段 (2012- 現在)

公司同時積極拓展產品矩陣，除了自行研發新產品外，公司在 2012 年收購香港即食麵品牌「福」。同年，在現在品牌「合味道」上推出「合味道大杯杯麵」和迷你杯麵，以滿足不同消費者需求。公司亦於 2014 年向日清日本收購永南食品，永南食品主要以「公仔」品牌生產及銷售即食麵及冷凍食品產品。在 2017 年於香港交易所主板上市。期間透過研發、收購和合營等方式拓展非即食麵業務，例如捷菱(MCMS)、Kagome 品牌和 Granola 穀物麥片產品。

圖一：公司發展歷程



來源：公司報告，PSHK

公司業務

公司產品品牌組合多樣化，覆蓋廣泛的食品種類，包括即食麵市場（包括即食杯麵、碗面及袋裝即食麵）；冷凍食品（主要包括冷凍點心及冷凍麵條）；及其他食品（包括蒸煮袋裝產品和零食產品）

公司成立初期以即食麵業務為主，由於公司在香港的業務起步較早，在深耕多年後形象深入人心，在香港即食麵市場上佔有龍頭地位。公司在香港市場上的市佔率超過 60%。公司另外亦透過收購香港品牌以拓展產品矩陣。在 2012 年和 2014 年，公司分別收購了香港即食麵品牌「福」和向日清收購永南食品。

公司主打商品包括「合味道」和「出前一丁」，「合味道」為公司杯面產品的旗艦品牌，自 1984 年首次推出後憑藉優良的品質和味道廣獲好評，成為香港人對杯麵印象的標誌。而「出前一丁」則主打袋裝即食麵，定位大眾和家庭市場，以日本原料結合香港製造而廣受歡迎。公司近年在兩款皇牌產品以外，亦推出了新的產品系列如「一風堂」和「日清拉皇」等合共十多個品牌。持續推出創新產品令公司在即食麵細分市場中保持領先地位。

圖二：公司主打即食麵商品(部分)



來源：公司網站，PSHK

冷凍食品

公司自 1990 年以「公仔點心」品牌進入冷凍食品市場，在 2014 年進一步向日本日清收購永南食品，並延伸出「好味」和「好 e 食」等品牌。公司及後亦以主品牌「日清」推出冷凍烏冬和水餃等產品，憑借先前在冷凍食品市場的經驗為拓展出新產品，定位高端有機產品市場。

圖三：公司冷凍食品



來源：公司網站，PSHK

其他產品

在公司拓展非即食麵業務後，在 2018 年開始與 Kagome Co Ltd. 以合營模式經營於香港分銷「Kagome」品牌的蔬菜汁及果汁飲料產品，公司注資港幣 3,500 萬元並擁有該實體的七成權益。另外公司亦於 2018 年涉資港幣 3,000 萬元在香港大埔設立全新的「Granola」穀物生產線。公司亦有銷售其他產品包括蒸煮袋裝產品，和果子和薯片等。

其他業務

除了生產食品業務外，公司在 2017 年完成對捷菱 51% 股權的收購，開始透過捷菱在香港及澳門進行分銷業務，主要透過向零售商和其他直接客戶進行分銷，旗下代理品牌除日清的產品外，還包括其他品牌如 EVIAN, VOLVIC 和丘比等的飲料、醬料和加工食品。公司在捷菱的分銷經驗亦為其在開拓中國國內分銷渠道

拓展提供指導。在 2020 年 1 月，公司在上海成立一家合營公司，主要從事進口及銷售日本品牌食品及飲料產品。

圖四：捷菱代理品牌



來源：公司網站，PSHK

生產

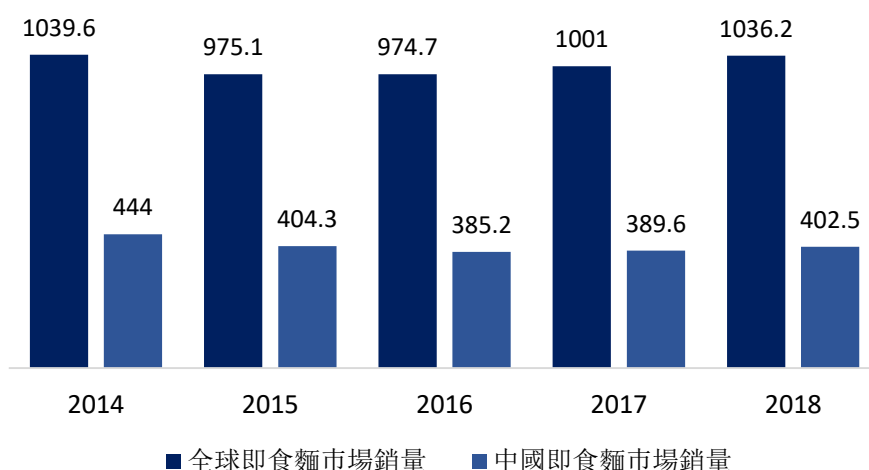
在生產線方面，公司目前有 9 家生產工廠，當中四家位於香港，而另外五家分別在順德、珠海、東莞、廈門和平湖。當中香港的四家廠房中，兩家負責生產即食麵，一家負責生產冷凍食品 and 一家負責生產包裝物料和穀物產品。

行業分析

中國方便食品市場表現平穩

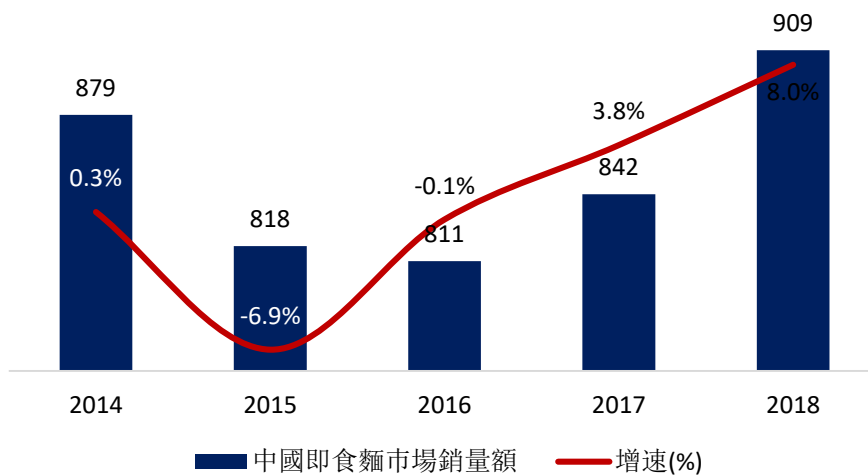
在 2019 年，中國方便食品行業市場規模預計超過人民幣 4500 億，而當中即食麵市場規模約為人民幣 1000 億。在疫情之下，即食麵的銷量暴增，但中國為世界第一大方便食品市場，中國的方便食品市場未能像其他地區市場穩步前進，自 2015 年起就有所回落，在近兩年亦略有回升，市場正在逐步回暖。根據前瞻產業研究院的報告，2014 年中國即食麵市場銷售量為 444 億份，在 2015 年開始逐步下跌，到 2016 年時售出 385.2 億份，為近 5 年來銷量最低。2018 年開始，中國即食麵市場銷量有明顯回升，2019 年中國即食麵銷量有望回升到 2014 年的水準。與即食麵銷量變化趨勢相同，即食麵的零售額也在持續回升。根據尼爾森資料顯示，2018 年整體方便上市場銷量同比成長 3.2%，銷額同比成長 8.0%。

圖五：2014-2018 年全球及中國即食麵市場銷量(億包)



來源：前瞻產業研究院，PSHK

圖六：2014-2018 年中國即食麵市場銷量額(億元)



來源：前膽產業研究院，PSHK

消費升級，高端化成為行業發展方向

隨著消費者的需求日益細分化、場景化和個性化，企業不斷提升產品的差異性，對於新產品的研發，尤其是持續推出新產品的能力，以及供應鏈配合提出了更高的要求。近年，各龍頭持續佈局高端市場。自 2015 年以來，康師傅、統一等龍頭持續佈局售價 5 元以上的高端即食麵市場。康師傅先後推出了以黑白胡椒系列、地方口味、金湯系列等高端產品和以 Express 速達麵館為代表的超高端產品。而統一旗下的湯達人市場規模較大，既有冠軍榜、香拌一城、都會小館等高端產品，也有滿漢宴、滿漢大餐等超高端產品。今麥郎在 2015 年推出一菜一面，後推出了老范家即食麵館面。

圖七：各國內品牌的高端產品

即食麵品牌	推出年份	產品	單價 (人民幣)
康師傅	2016	黑白胡椒系列	5 元/桶
	2016	“大漠盛宴”、 “尋味江南” 等	5 元/桶
		地方口味	
	2017	金湯系列	5 元/桶
	2017	匠湯系列	8 元/杯
統一	2018	Express 速達麵館	20 元/碗
	2015	冠軍榜	10 元/碗
	2016	湯達人	6-8 元/碗
	2016	香拌一城	6 元/碗
	2017	滿漢大餐	20 元/碗
	2018	都會小館	5 元/碗
	2019	湯達人“極味館”	10 元/碗
	今麥郎	2015	一菜一麵
2019		老范家快餐麵館麵	8 元/碗

來源：前膽產業研究院，PSHK

香港及中國即食麵市場分銷管道 香港及中國即食食品製造商通常透過四個管道銷售產品，即傳統貿易管道（包括由個人或家庭擁有及經營的通常以銷售雜貨為主的雜貨店、非連鎖便利店及其他銷售門店）、現代零售管道（包括由集團公司經營的一般位於大城市及較小城市中心區的購物商場、超市及連鎖便利店）、特殊管道（包括餐飲業、航空運輸業、網絡咖啡廳、加油站及KTV）及電子商務管道。

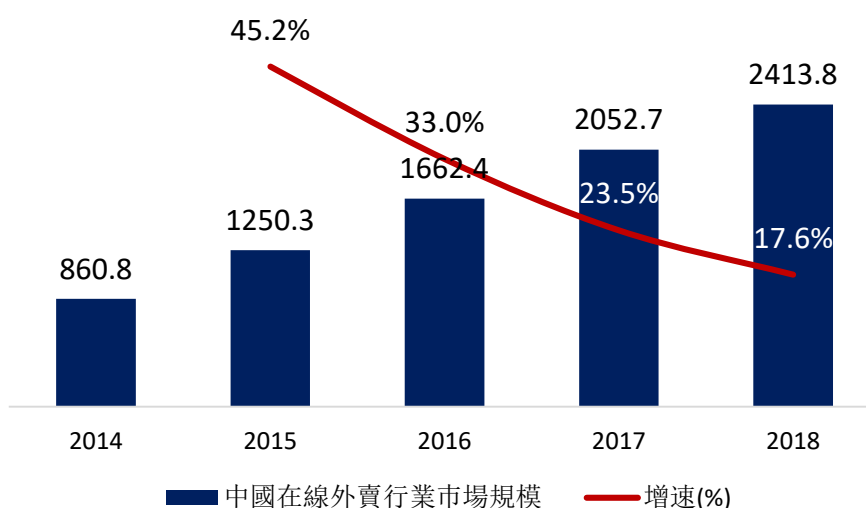
線上、線下管道同等重要，缺一不可。線上消費人群多為高線城市人群，年輕人群占比較高；消費者較容易被內容行銷所帶動，電商數據閉環完整，使企業得以快速測試和調整產品及行銷方式，容易出“爆品”。而線下管道的即時性是方便食品銷售的天然場景。但中國市場幅員遼闊，線下管道分佈廣，管道體系複雜，線下管道的建設運營，是品牌比較耗時耗力的一環，也是對團隊運營能力的考驗與檢驗。

外賣平台崛起成即食麵市場一大挑戰

2015-2016年，隨著移動互聯網的高速發展，國內外賣平台餓了麼、美團等迅速崛起，其以價格補貼獲取市場的方式促使外賣開始成為重要的大眾生活方式之一。新鮮快捷又美味的外賣逐漸取代“垃圾食品”即食麵在消費者心中的地位，導致即食麵整體行業銷量下滑。

不過近兩年來，外賣市場近來逐漸進入寡頭競爭的成熟階段，其‘燒錢補貼’模式難以為繼，外賣的平均價格也不斷上漲，逐步從10-20元的市場上退出，線上外賣行業市場規模增速逐漸放緩；加之近兩年逐漸曝光的外賣平臺食品安全等問題，便宜快捷、種類豐富、口感更佳、工業化生產成熟的即食麵，自然成為填補外賣退出市場空白的首選產品，重新獲得消費者的喜愛。

圖八：2014-2018年中國線上外賣行業市場規模(人民幣億)統計及增長情況



來源：前瞻產業研究院，PSHK

公司競爭優勢

在產品組合上，有別於國內的其他即食麵生產廠家以低端即食麵為主，透過低價策略搶佔市場份額，公司品牌主打高端化的產品定位有助公司與國內其他品牌形成差異，避免在拓展內地市場時與其他國內品牌直接競爭，進入紅海市場。公司品牌旗下知名的合味道和出前一丁產品定位高端，平均產品價格約 5-10 元，高端品牌深入民心，以此切入內地正在擴展的高端即食麵市場。公司是國內唯一一家只佈局高端即食麵的生產商，有別主國內主要競爭對手如康師傅和統一的多價格帶策略，公司豐富的高端產品開發經驗有助公司在高端即食麵市場的細分市場上較具吸引力。

在香港市場上，公司在即食麵市場上地位穩固，未來增長不能單一倚賴現有產品，公司在原有的產品以外不斷開發新產品，透過豐富產品矩陣從而為公司帶來增長。在即食麵類產品上，公司持續開發創新口味和提升即食麵的質量。另外，公司亦致力開發非即食麵類業務包括穀物麥片產品、Kagome 品牌產品、薯片及其他產品。另外，藉著不同市場定位，公司在推出新產品及業務時，亦以香港市場作為試點，進行先行測試，加以調整後亦將產品引進到中國市場。

圖九：公司新產品香港和國內推出時間

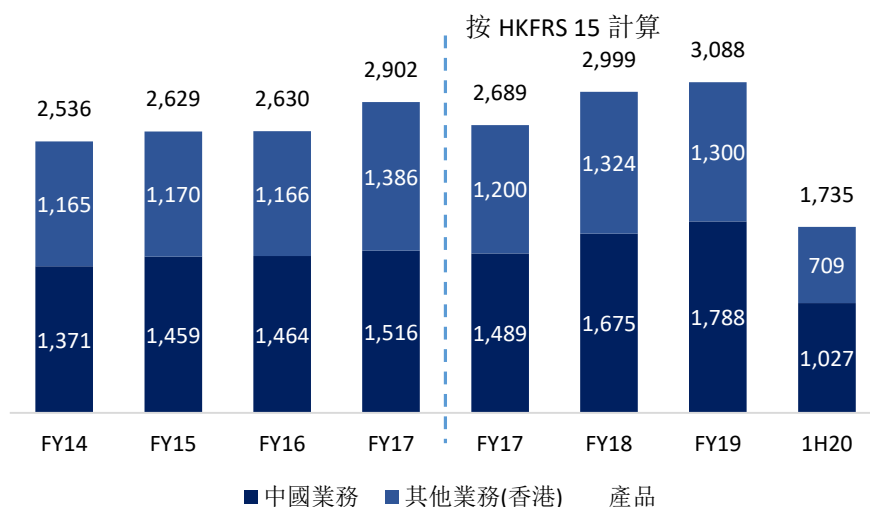
	香港推出年份	國內推出年份
	2014	2017
	2016	2017
	2018	2019

財務分析

收入分析

公司在過往四年收入穩健上升，以年複合增長率 4.02% 增加，由 2014 年的港幣 25.36 億元上升至 2019 年的港幣 30.88 億元。當中業務細分主要按地區區分，中國業務和香港業務對收入貢獻相若，來自中國業務的收入比例在近年不斷上升。在 FY19，中國業務帶來的收入佔總收入的 59.2%，較 FY14 上升約 5.1 pp。

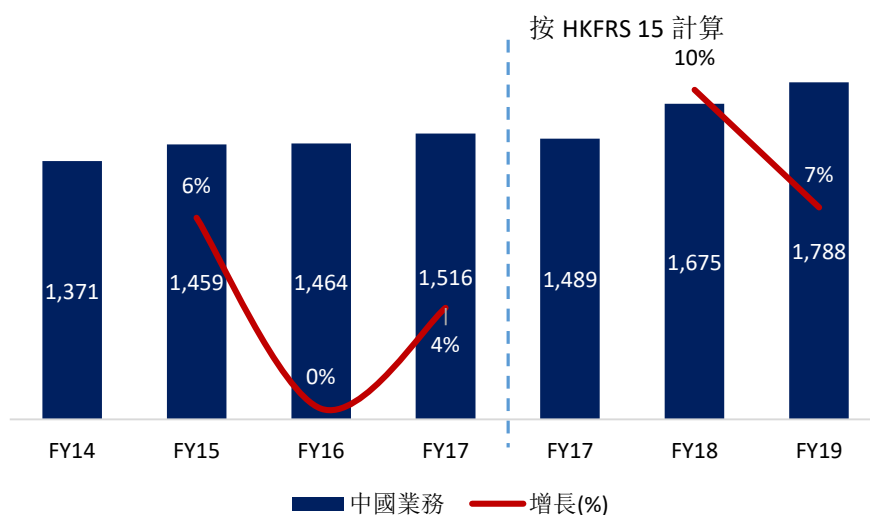
圖十：公司過往收入(港幣百萬元)



來源：公司報告，PSHK

從地區細分而言，來自中國業務的收入按年上升，由 FY14 的港幣 13.71 億元上升至 FY19 的港幣 17.88 億元，上升近 30.4%。若以當地貨幣計算，公司在 FY18 和 FY19 年連續獲得雙位數的收入增長。由於過去兩年人民幣貶值，換算港元後，公司 FY19 來自中國業務的收入由 FY18 的港幣 16.75 億元增加 6.7% 至 FY19 的港幣 17.88 億元。收入增長主要來自公司在中國南部、北部及西部地區渠道擴張，同時在原來的主要運營華東地區亦拓展至上海等市場。

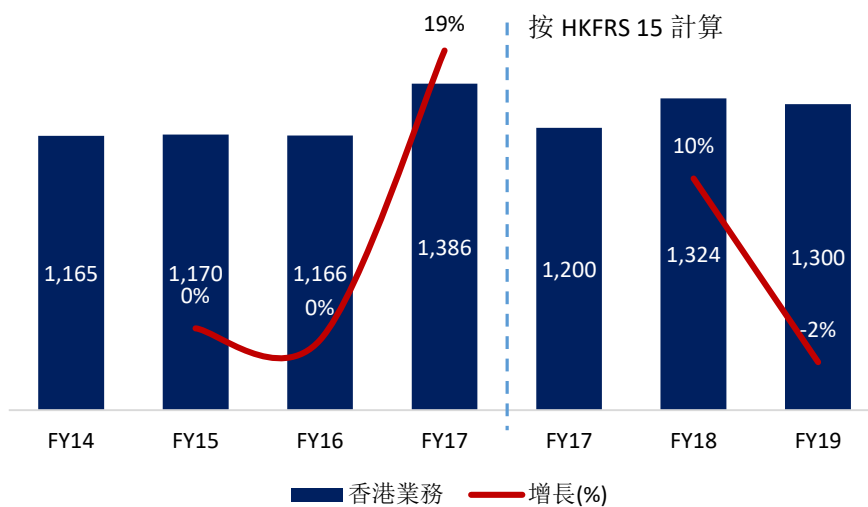
圖十一：公司中國業務收入(港幣百萬元)



來源：公司報告，PSHK

而公司來自香港業務的收入較為穩定，主要由於公司在香港市場的滲透度高，在收入增長上受限，公司在 FY17 錄得港幣 13.86 億元，較 FY16 增加近 18.9%，主要由於公司在 2017 年 3 月收購捷菱分銷業務所帶來的收入貢獻。但隨後 2019 年由於香港捷菱的分銷業務中產品組合變動，終止部分產品的分銷，導致收入下降。

圖十二：公司香港業務收入(港幣百萬元)



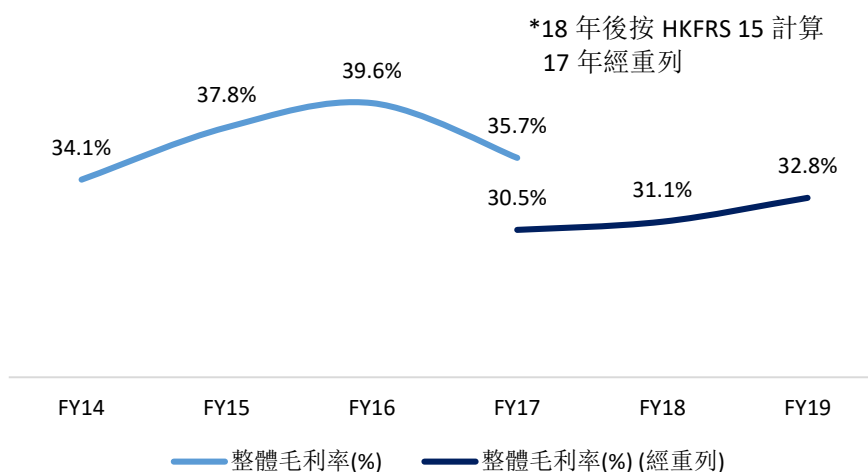
來源：公司報告，PSHK

盈利能力

公司在 FY14 至 FY16 年間毛利率持續上升，由 FY14 年的 34.1% 上升至 FY16 的 39.6%，主要受原材料價格影響和自行生產包裝材料所以致減少採購包裝材料。公司在 2017 年裝購捷菱後，由於分銷業務的毛利率較低，在併入表內後對公司毛利率做成負面影響，同比下降 4 pp。

另外，自 2018 年 1 月 1 日起，公司開始應用香港財務報告準則第 15 號，有關於銷售的回扣視作交易成本的一部分並減少公司的收入，有別於公司過往把客戶的銷售回扣確認為銷售開支。經重列 2017 年的毛利率後，公司的毛利率在 2018 年開始逐步回復，由 2017 年的 30.5% (經重列) 上升 2.3pp，主要由於折舊及生產廠房間接成本的固定成本控制。

圖十三：公司過往毛利率

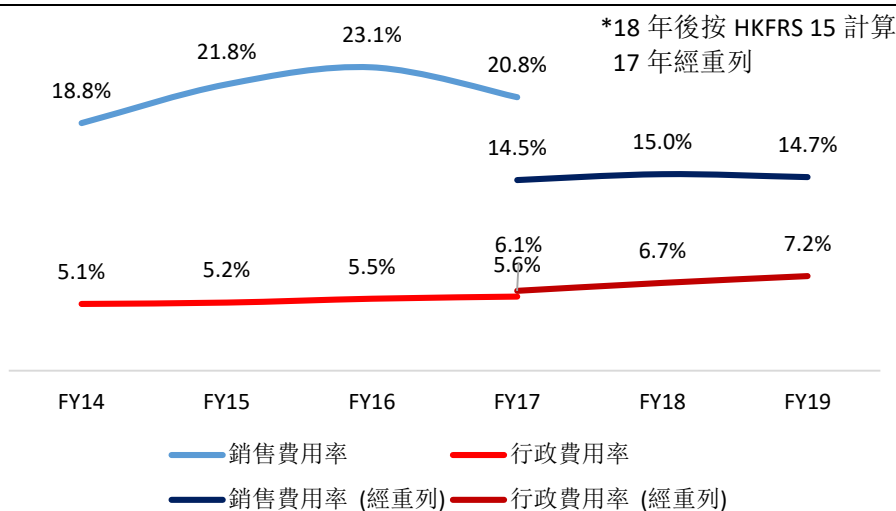


來源：公司報告，PSHK

期間費用

在公司的銷售及分銷成本中，推廣費用佔當中的大部分，其次則為薪金及津貼和貨運及倉儲。在開拓銷售渠道的同時公司的銷售及成銷成本亦不斷上升。在 FY17 由於公司收購捷菱後，新增收入未招致額外的分銷成本，分銷成本佔收入佔比下降 2.3 pp 至 20.8%。另外，公司應用香港財務報告準則第 15 號後，有關於銷售的回扣並不會計算在分銷費用內，經重例後 FY17 的銷售費用率為 14.5%，在 FY17-FY19 維持在相若水平。而行政費用方面，公司的行政費用率在過去 6 年持續上升，主要由於在業務擴張同時招聘新員工的資源投放，在業務初期行政費用率較高。

圖十四：公司費用率



來源：公司報告，PSHK

盈利預測及估值

公司在 2020 年受疫情影響，首三季度表現優秀，香港業務收入與去年同期同比增長達 11.6%。公司在香港市場的市佔率大，在收入上能保持一定的水平，但在公司收入增長空間亦有限，我們預期在疫情回復後，收入將回到正常水平，而後續增長將以每年低單位數增長。反之，公司在中國國內的市佔率低，而且在國內消費水平升級的環境下，公司在高端即食麵市場上具競爭優勢。在過往三年間公司在國內的收入按人民幣計算均錄得雙位數增長，預期在未來亦能維持。

公司在同業中的主要競爭對手為統一食品 and 康師傅等，有別於國內主要競爭對手在國內市場已有穩建地位，未來增長預期較低水平，日清食品在國內處於起步階段，國內業務預期增長能維持在低雙位數。在過去公司的平均估值 26.24x 市盈率，高於行業平均水平。現價對應 FY2020E 市盈率約 21.96x，低於過往平均水平。

同業比較

公司	股份編號	收盤價 (原幣)	市值 (百萬)	市盈率			市淨率				
				TTM	2020	2021	2022	TTM	2020	2021	2022
達利食品	3799 hk equity	4.76	65,184	15.0x	14.3x	12.9x	11.9x	3.4x	3.2x	2.9x	2.7x
統一企業中	220 hk equity	7.24	31,272	18.5x	17.1x	16.2x	15.1x	2.0x	1.9x	1.9x	1.9x
中國旺旺	151 hk equity	5.50	67,252	14.5x	15.5x	13.9x	13.4x	4.1x	3.6x	3.6x	3.5x
康師傅控股	322 hk equity	13.76	77,392	15.6x	16.9x	16.8x	15.5x	3.6x	3.3x	3.1x	2.9x
周黑鴨	1458 hk equity	7.17	17,087	102.9x	144.8x	25.6x	18.4x	3.6x	3.4x	3.1x	2.8x
VITASOY I	345 hk equity	31.50	33,543	49.7x	64.3x	48.5x	43.5x	9.2x	10.3x	9.8x	8.8x
日清食品	1475 hk equity	6.63	7,123	24.0x	22.4x	20.6x	17.4x	2.0x	1.9x	1.8x	1.7x
			平均值	34.3x	42.2x	22.1x	19.3x	4.0x	4.0x	3.8x	3.5x
			中位數	18.5x	17.1x	16.8x	15.5x	3.6x	3.3x	3.1x	2.8x

來源：PSHK

絕對估值法

我們將公司未來分為二個階段：

第一階段：公司在國內業務持續擴張，國內業務維持低雙位數增長

第二階段：進入持續增長階段。

關於基本假設的說明：

1. 長期增長率：我們預期公司進入穩定增長階段後長期增長率為 3.0%
2. 無風險收益率：香港 10 年期政府債券收益率水平

關鍵性假設	數值
長期增長率	3.0%
無風險利率 R_f	0.8%
β	0.68
$R_m - R_f$	11.3%
K_e	8.5%
目標資本結構	淨現金
WACC	8.5%

FCFF 估值	現金流折現值(百萬元)	價值百分比
第一階段	2,438	33.29%
第二階段(終值)	4,885	66.71%
EV	7,323	100%
減：少數股東權益	148	-2.02%
減：債務價值	(1,630)	22.26%
總股本價值	8,805	120.24%
股本(百萬股)	1,074.32	
每股價值(港元)	8.20	

根據絕對估值法，我們認為公司現時每股合理價值為 8.20 元，目前股價低於合理水平。

綜上，我們預期公司的收入將在 2020 年錄得高增長，而在 2021 年將增長放緩。我們預期公司 FY20/FY21/FY22 的預測歸母淨利潤為 328/349/374 百萬港元，FY20/ FY21/FY22 每股盈利為 30.55/32.48/34.84，給予十二個月目標價 8.73 元，對應 FY21/FY22 目標市盈率 26.88x/25.06x，給予買入評級。

(現價截至 11 月 26 日)

財務數據

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio	35.08	28.72	21.96	20.66	19.26
P/B ratio	2.07	2.01	1.84	1.76	1.68
Dividend Yield (%)	1.42%	1.74%	2.28%	2.42%	2.60%
Per share data (HKD)					
EPS (cent)	19.13	23.36	30.55	32.48	34.84
BVPS (cent)	323.98	334.12	364.68	381.89	400.48
DPS (HKD cent)	9.50	11.70	15.28	16.24	17.42
Growth & Margin					
Growth					
Revenue	3.3%	3.0%	15.0%	3.7%	7.3%
Operating income	-1.3%	22.2%	29.4%	6.3%	7.3%
Net income	1.8%	22.6%	27.8%	6.3%	7.2%
Margins					
Gross Profit Margin	31.1%	32.8%	33.4%	34.0%	34.0%
Operating profit Margin	8.8%	10.4%	11.7%	12.0%	12.0%
Net Profit Margin	7.0%	8.3%	9.2%	9.5%	9.5%
Key Ratios					
ROE	6%	7%	8%	8%	8%
ROA	5%	6%	6%	6%	7%

(現價截至 11 月 26 日)

Income Statement (HKD\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	2,999	3,088	3,551	3,682	3,951
Growth (%) YoY	3%	3%	15%	4%	7%
COGS	(2,065)	(2,074)	(2,365)	(2,430)	(2,607)
Gross Profit	933	1,013	1,186	1,252	1,343
Gross margin (%)	31%	33%	33%	34%	34%
other income	1	10	-	-	-
Selling & distribution	(449)	(455)	(515)	(552)	(593)
Admin	(200)	(222)	(256)	(258)	(277)
other expense	(24)	(26)	-	-	-
Total opex	(672)	(703)	(771)	(810)	(869)
Operating income (EBIT)	263	321	415	442	474
Operating Margin(%)	9%	10%	12%	12%	12%
Finance costs	37	32	32	35	38
Finance costs	-	(0)	-	-	-
Pre-tax profit	300	353	448	477	513
Tax	(69)	(74)	(94)	(100)	(108)
Minority interest	(21)	(22)	(25)	(28)	(31)
Net profit	210	257	328	349	374
Net margin(%)	7.0%	8.3%	9.2%	9.5%	9.5%
EPS (HKD\$ cent)	19.13	23.36	30.55	32.48	34.84

Cash Flow Statement (HKD\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Operating cash flow					
EBITDA	309	347	453	484	521
Chg in working cap	59	185	(76)	168	(35)
Others	(59)	(49)	32	33	36
Cash from operating	310	483	409	684	522
Tax	(83)	(55)	(20)	(94)	(100)
Net Cash from operation	227	428	390	590	422
Capex	(215)	(209)	(250)	(250)	(250)
Acquisition	-	(62)	-	-	-
Cash from investing	(436)	(193)	(250)	(250)	(250)
FCF	(210)	235	140	340	172
Financing cash flow					
Issue of Shares	-	-	-	-	-
Dividends paid	(93)	(122)	(126)	(164)	(174)
Net change in bank loans	-	-	-	-	-
Cash from financing	(92)	(123)	(141)	(179)	(189)
Net increase (decrease) in cash	(301)	112	(1)	161	(16)
Exchange rate or other adj	(45)	(23)	-	-	-
Opening cash balance	1,693	1,385	1,505	1,504	1,666
Closing cash balance	1,347	1,474	1,504	1,666	1,649

Balance Sheet (HKD\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Total non-current assets	1,522	1,639	1,871	2,099	2,322
Trade Receivable	450	421	681	514	552
Inventory	294	327	354	364	390
Cash	1,385	1,505	1,504	1,666	1,649
Other Short Term Asset	419	564	564	564	564
Total current asset	2,923	2,995	3,208	3,213	3,261
Total Assets	4,444	4,634	5,079	5,311	5,582
Liabilities					
Current Liabilities	796	859	1,072	1,088	1,125
Non-current Liabilities	53	62	67	72	77
Total Liabilities	849	922	1,139	1,161	1,202
Shareholder's Equity					
Equity Capital	2,941	2,941	2,941	2,941	2,941
Reserve	539	648	851	1,034	1,232
Non-controlling interest	115	123	148	176	207
Shareholder's Equity	3,595	3,712	3,940	4,151	4,380
Total Liabilities & Shareholder's Equ	4,444	4,634	5,079	5,311	5,582

來源: PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm