

大家樂 (341 HK)

業務前景不明朗，利好利空風險並存

我們認為公司仍面對各種不利因素，包括：1) 香港政府採取「限聚令」等防疫措施影響客流量，2) 公司正在經歷巨大的負面經營槓桿，以及3) 派息比率大有機會被削減。不過，未來來自防疫抗疫基金對員工成本的補貼和國內業務強勁復甦有望成為增長催化劑。我們維持持有評級，並將目標價下調至 15.98 港元，基於 19 倍 3 月結 21 財年的市盈率（自 21 倍下調），低於五年平均 21 倍。

- 我們預計 20 財年下半年/ 21 財年上半年香港銷售將同比下降 16%/ 5%，歸因於：1) 2019 年香港社會事件，2) 「限聚令」等防疫措施，以及 3) 學校停課令機構餐飲銷售下滑。我們預計 21 財年下半年的銷售將回復增長至 23%，主要由於 1) 新冠肺炎疫情受控和 2) 港府刺激經濟措施開始生效。
- 20 財年下半年是和 21 財年上半年毛利率會承壓。隨著大家樂 20 財年下半年和 21 財年上半年推出更多引流優惠，毛利率會承壓。此外，由於大部份租金成本都偏向固定，加上對員工的政策比較包容（我們預計大規模裁員不會出現，只會減少員工的平均工時），因此公司的負面經營槓桿會十分巨大。另外，我們認為未來還是有不少利空風險，包括政府有機會延長或擴大「限聚令」。
- 但同一時間，亦存在不少利好風險。如果防疫抗疫基金落實員工薪金補貼計劃，因大家樂業務屬於勞動人口密集（在香港大約有 7,500 名/ 6,500 名全職/兼職人員），並假設此項紓困措施能惠及一半員工，補貼金額將高達 4 億港元。不過，由於措施最終成效尚未確實，我們在推算 21 財年的數字時只計算了 1 億元的補貼金額。
- 我們預計 20 財年下半年國內銷售因疫情影响會同比下跌 20%，並在 21 財年上半年/ 下半年恢復 12%/ 27% 增長，受惠於：1) 中國地方政府提供大量消費券刺激消費，以及 2) 美團強勁的送貨業務促進外送訂單增長。
- 股息政策或會有變動。我們認為在 20 財年不太可能維持以往的股息政策，原因是：1) 預期的營運現金流會減少（淨利潤將下調 48%），以及 2) 現金結餘有限（於 20 財年上半年財報中為 5.52 億港元），注意公司在 19 財年是派發了 4.92 億港元股息。我們現在預測派息率僅為 30%，20 財年股息率為 1%。
- 維持持有評級，下調目標價至 15.98 港元。我們將 20 財年/21 財年/22 財年每股盈利預測分別下調 48%/3%/3%，以反映疫情影响和巨大的負面經營槓桿（員工和租金等固定成本較高）。我們維持持有評級，並將目標價下調至 15.98 港元，基於 19 倍 3 月結 21 財年市盈率（自 21 倍下調）。公司現價估價是 17 倍 3 月結 21 財年市盈率和 1% 的 20 財年收益率，估值不算吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	8,427.4	8,493.9	7,862.6	8,596.2	9,103.8
同比增長 (%)	6.7	0.8	(7.4)	9.3	5.9
淨利潤 (百萬人民幣)	458.1	590.3	230.9	489.3	556.0
每股收益 (人民幣)	0.79	1.02	0.40	0.84	0.96
每股收益變動 (%)	(9.4)	28.7	(60.9)	111.9	13.6
市場預期每股收益 (人民幣)	n/a	n/a	0.66	0.88	0.99
市盈率 (x)	18.5	14.4	36.8	17.4	15.3
市帳率 (x)	2.4	2.5	2.6	2.3	2.3
股息率 (%)	8.0	5.8	0.8	5.2	5.9
權益收益率 (%)	13.0	16.9	6.9	14.2	15.1
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

持有 (維持)

目標價	HK\$15.98
(此前目標價)	HK\$18.26)
潛在升幅	+9.3%
當前股價	HK\$14.62

中國餐飲行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	8,563
3 月平均流通量 (百萬港元)	23.01
52 周內股價高/低 (港元)	26.90/12.60
總股本 (百萬)	585.7

資料來源：彭博

股東結構

羅德承	15.76%
羅開親	11.61%
羅開光	11.00%
Invesco Hong Kong Ltd.	5.01%
自由流通	56.62%

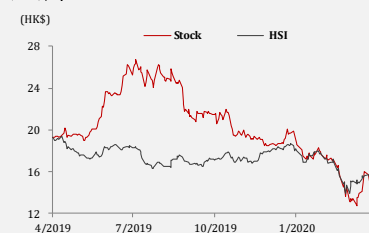
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.6%	-4.0%
3-月	-23.5%	-9.3%
6-月	-32.0%	-23.8%
12-月	-24.4%	-5.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

1. 大家樂 (341 HK, 持有) - 20 財年上半年業績符合預期，但壓力可能會持續 - 2020 年 11 月 27 日
2. 大家樂 (341 HK, 持有) - 寒冬來臨誰能免疫 - 2019 年 11 月 11 日

財務分析

利潤表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	8,427	8,494	7,863	8,596	9,104
香港速食餐飲及機構飲	6,302	6,264	5,799	6,265	6,536
香港休閒餐飲	882	906	846	905	982
香港其他	167	172	155	167	175
中國內地	1,076	1,152	1,063	1,260	1,411
銷售成本	(7,385)	(7,357)	(7,138)	(7,553)	(7,980)
毛利	1,042	1,137	725	1,043	1,124
其它收入	(14)	18	0	1	1
營運支出	(459)	(448)	(439)	(448)	(456)
折舊和攤銷	-	-	-	-	-
員工成本	-	-	-	-	-
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	-	-	-	-	-
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(459)	(448)	(439)	(448)	(456)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	570	707	286	596	669
融資成本淨額	12	15	11	9	9
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	581	722	297	604	678
所得稅	(122)	(130)	(65)	(115)	(122)
減: 非控制股東權益	1	2	0	0	0
淨利潤	458	590	231	489	556

現金流量表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	570	707	286	596	669
折舊和攤銷	344	356	379	407	430
營運資金變動	36	23	(71)	32	22
已繳納所得稅	(103)	(116)	(65)	(115)	(122)
其它	46	(18)	9	9	10
經營活動所得現金流	893	952	538	930	1,009
資本開支	(433)	(277)	(444)	(461)	(488)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	12	15	11	9	9
其它	(35)	63	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(457)	(199)	(433)	(452)	(479)
股份發行	8	-	-	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	(471)	(680)	(396)	(151)	(454)
其它	(3)	(11)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(466)	(691)	(396)	(151)	(454)
現金增加淨額	(30)	63	(291)	327	76
年初現金及現金等價物	790	801	836	545	872
匯兌	41	(29)	-	-	-
年末現金及現金等價物	801	836	545	872	948

資產負債表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	3,242	3,102	3,171	3,228	3,291
固定資產	2,021	1,923	1,994	2,055	2,122
無形資產和商譽	4	2	3	3	2
預付租金	79	75	73	70	68
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	1,137	1,103	1,100	1,100	1,100
流動資產	1,374	1,392	1,071	1,437	1,544
現金及現金等價物	824	857	567	894	970
存貨	234	241	235	248	262
貿易和其他應收款	191	165	151	165	175
預付款	121	127	118	129	137
其它流動資產	3	1	1	1	1
流動負債	956	984	883	955	1,008
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	207	220	215	228	240
應計費用和其他應付款	707	725	629	688	728
應付稅款	41	39	39	39	39
其它流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	87	88	88	88	88
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	35	45	45	45	45
遞延所得稅	34	29	29	29	29
其它	19	13	13	13	13
少數股東權益	4	6	7	7	7
淨資產總額	3,570	3,415	3,263	3,615	3,732
股東權益	3,570	3,415	3,263	3,615	3,732

主要比率

年結:3月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
鞋類	74.8	73.7	73.8	72.9	71.8
服飾	10.5	10.7	10.8	10.5	10.8
配件	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	12.4	13.4	9.2	12.1	12.3
經營利潤率	6.8	8.3	3.6	6.9	7.3
稅前利率	6.9	8.5	3.8	7.0	7.5
淨利潤率	5.4	6.9	2.9	5.7	6.1
有效稅率	21.0	18.0	22.0	19.0	18.0
資產負債比率					
流動比率(X)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
速動比率(X)	1.2	1.2	0.9	1.2	1.3
現金比率(X)	86.2	87.1	64.1	93.6	96.2
平均庫存周轉天數	12	12	12	12	12
平均應收款周轉天數	8	7	7	7	7
平均應付帳款天數	10	11	11	11	11
債務/股本比率(%)	-	-	-	-	-
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	12.8	17.3	7.1	13.5	14.9
資產回報率	9.9	13.1	5.4	10.5	11.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.79	1.01	0.40	0.84	0.96
每股股息(人民幣)	1.17	0.85	0.12	0.76	0.86
每股帳面價值(人民幣)	6.15	5.88	5.62	6.23	6.43

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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責任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。