

## 大家樂集團(341 HK)

### 上半年的其他收入和成本控制均好於預期

- ❖ **19 財年上半年淨利潤好於預期，受惠於其他收入和成本控制。**19 財年上半年銷售/淨利潤同比增長 1.7%/16.2% 至 42 億港元/2.39 億港元。淨利潤比我們的預期高出 8.5%，而銷售是符合預期。淨利潤率也同比上升 0.7 個百分點至 5.7%。我們認為較預期好的原因是 1) 其他收入好於預期，19 財年上半年錄得 920 萬港元收入（由於今年沒有固定資產減值，但 18 財年上半年卻錄得 1230 萬港元虧損），2) 嚴格的成本控制，材料成本（佔總銷售）在 19 財年比去年下降了 1 個百分點至 27.5%，租金費用（佔總銷售）也在 19 財年比去年下降了 0.2 個百分點至 12.1%，並且平均工資在 19 財年上半年同比下降 0.5%（18 財年為 3.9% 增長）。
- ❖ **香港市場：銷售增長緩慢，但利潤率有所恢復，我們預期在 19 財年下半年，受惠於機構餐飲訂單增加和顧客服務模式革新，令增長有所改善。**香港業務的銷售增長從 18 財年下半年的 6.5% 同比放緩至 19 財年上半年的 0.8%，而同期同店銷售增長也從同比 3.0% 下降至 2.0%。然而，由於平均售價提升（增加約 1 港元至 38 港元）及原材料/勞工成本/租金費用控制較佳，香港業務的息稅前利潤率同比上升 0.9 個百分點至 10.8%。展望未來，我們預計 19 財年下半年同店銷售增長（同比增長 3.0%）和息稅前利潤率（11.0%）都會更好，主要是受惠於 1) 新簽的機構餐飲訂單帶來的收入，2) 18 年 5 月開始推行的顧客服務模式革新，以及 3) 在更多門店推行自助點餐系統機器，可以減少等待時間和提高門店效率。
- ❖ **中國內地市場：放緩是在預期之內，但增長潛力不變。**正如我們上一份報告所預期，中國內地的同店銷售增長從 18 財年上半年的 9.0% 放緩至 19 財年上半年的 0% 左右。我們預計下半年的同店銷售增長還是比較一般（同比增長僅 2.0%）。然而，我們仍然對中國業務感到樂觀，因為 1) 大家樂剛剛開設了 2 家重點門店（分別在深圳機場和廣州機場），我們認為這證明品牌得到越來越多本地需求的認可，2) 大灣區內有大量合適的地點可以開店，未來大家樂很可能於 20 財年加速擴張。
- ❖ **上調淨利潤預測和目標價，並維持買入評級。**考慮到更高的其他收入和更好的成本控制，我們將 19 財年/20 財年/21 財年的淨利潤預測上調 2.8%/0.7%/0.6%。因此，我們維持買入評級，並將目標價上調至 23.08 港元（基於未變動的 26 倍 19 財年市盈率），意味著有 26.4% 的上升空間。公司目前的估值為 20.6 倍 19 財年市盈率，低於 5 年平均價值 26 倍的約 1.8 個標準差。我們認為公司估值會受惠於 3 年來首次的淨利潤增長，而從低位反彈，但進一步的估值提升也許要公司在 19 財年下半年實現更快的銷售增長才會出現。

#### 財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	7,895	8,427	8,705	9,100	9,810
核心淨利潤(百萬港元)	504	458	516	559	625
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.89	0.96	1.07
EPS 變動 (%)	-2.8	-9.4	12.6	8.3	11.8
市盈率 (x)	21.0	23.2	20.6	19.0	17.0
市帳率 (x)	3.0	3.0	3.1	3.0	2.9
股息率 (%)	4.5	6.4	4.4	4.7	5.3
權益收益率 (%)	14.4	12.8	15.0	15.7	16.9
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

### 買入（維持）

目標價	HK\$23.08
(前目標價)	HK\$22.45
潛在升幅	+26.4%
當前股價	HK\$18.26

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 餐飲行業

市值(百萬港元)	10,692
3 個月平均流通(百萬)	9.67
52 周內高/低(港元)	22.56/16.6
總股本(百萬)	585.2

資料來源：彭博

#### 股東結構

羅德承	15.75%
羅開親	11.62%
羅開光	10.49%
Matthews Intl capital	6.99%
流通股	55.15%

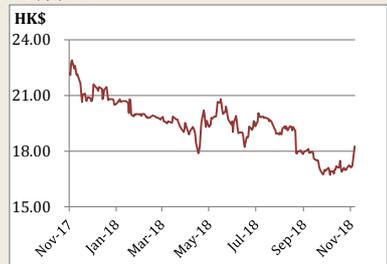
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	1.9%	-2.9%
3 月	-11.0%	-2.9%
6 月	-12.8%	-2.9%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：PricewaterhouseCoopers

公司網站：[www.cafedecoral.com](http://www.cafedecoral.com)

圖 1: 業績摘要

	1H18 2H18 1H19 2H19E				1H18	2H18	1H19	2H19E	1H19E	實際 VS	FY18 FY19E FY19E		
	百萬港元				YoY	YoY	YoY	YoY	招銀國際	招銀國際	百萬港元		
香港	3,580	3,771	3,608	3,978	6.1%	6.5%	0.8%	5.5%	3,687	-2.2%	7,351	7,586	3.2%
大陸	548	528	591	529	7.3%	12.9%	7.7%	0.1%	576	2.6%	1,076	1,119	4.0%
<b>總收入</b>	<b>4,128</b>	<b>4,299</b>	<b>4,199</b>	<b>4,507</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4,263</b>	<b>-1.5%</b>	<b>8,427</b>	<b>8,705</b>	<b>3.3%</b>
銷售成本	(3,638)	(3,747)	(3,683)	(3,941)	8.0%	8.0%	1.2%	5.2%	(3,743)	-1.6%	(7,385)	(7,624)	3.2%
<b>毛利</b>	<b>490</b>	<b>552</b>	<b>515</b>	<b>566</b>	<b>-5.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>520</b>	<b>-1.0%</b>	<b>1,042</b>	<b>1,081</b>	<b>3.8%</b>
其他收入及收益	(12)	(1)	9	(8)	-912.9%	-94.3%	-174.7%	446.4%	(6)	-243.5%	(14)	1	-110.6%
行政開支	(236)	(223)	(240)	(221)	-2.9%	18.7%	1.9%	-1.1%	(247)	-2.9%	(459)	(461)	0.4%
<b>經營溢利</b>	<b>242</b>	<b>328</b>	<b>284</b>	<b>338</b>	<b>-12.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>266</b>	<b>6.6%</b>	<b>570</b>	<b>622</b>	<b>9.2%</b>
分占聯營公司利潤	6	5	8	1	47.2%	-0.1%	22.7%	-87.3%	3	146.2%	12	9	-27.1%
非經營性項目	0	0	0	0	n/a	n/a	n/a	n/a	0	n/a	0	0	n/a
淨財務收入	0	0	0	0	n/a	n/a	n/a	n/a	0	n/a	0	0	n/a
稅前利潤	248	333	292	338	-11.7%	0.5%	17.5%	1.7%	270	8.3%	581	630	8.5%
所得稅開支	(42)	(80)	(52)	(61)	-14.4%	34.0%	22.8%	-22.8%	(49)	7.2%	(122)	(113)	-7.0%
非控股權益	0	1	1	0	279.8%	-1143.2%	122.3%	-92.0%	1	37.3%	1	1	-23.7%
<b>淨利潤</b>	<b>206</b>	<b>252</b>	<b>239</b>	<b>277</b>	<b>-11.3%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>220</b>	<b>8.5%</b>	<b>458</b>	<b>516</b>	<b>12.6%</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>206</b>	<b>252</b>	<b>239</b>	<b>277</b>	<b>-11.3%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>220</b>	<b>8.5%</b>	<b>458</b>	<b>516</b>	<b>12.6%</b>
毛利率	11.9%	12.8%	12.3%	12.6%	-1.4ppt	-0.6ppt	+0.4ppt	-0.2ppt	12.2%	-0.1ppt	12.4%	12.4%	+0.0ppt
經營利潤率	5.9%	7.6%	6.8%	7.5%	-1.2ppt	-0.5ppt	+0.9ppt	-0.1ppt	6.2%	+0.6ppt	6.8%	7.1%	+0.3ppt
核心淨利率	5.0%	5.9%	5.7%	6.1%	-1.0ppt	-0.9ppt	+0.7ppt	+0.2ppt	5.2%	+0.5ppt	5.4%	5.9%	+0.5ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 預測更新

	19財年			20財年			21財年		
	舊	新	變化	舊	新	變化	舊	新	變化
	百萬港幣								
香港	7,717	7,586	-1.7%	8,219	7,914	-3.7%	8,865	8,505	-4.1%
大陸	1,130	1,119	-1.0%	1,209	1,186	-1.9%	1,330	1,305	-1.9%
收入	8,847	8,705	-1.6%	9,428	9,100	-3.5%	10,195	9,810	-3.8%
銷售成本	(7,750)	(7,624)	-1.6%	(8,250)	(7,950)	-3.6%	(8,911)	(8,552)	-4.0%
毛利	1,097	1,081	-1.4%	1,178	1,150	-2.3%	1,285	1,258	-2.1%
其他收益	(19)	1	-107.8%	(16)	(1)	-96.5%	(13)	(3)	-79.7%
行政費用	(468)	(461)	-1.6%	(489)	(472)	-3.6%	(519)	(498)	-4.0%
經營利潤	610	622	2.0%	673	678	0.8%	754	758	0.6%
淨財務收入	3	9	146.8%	4	4	-3.4%	4	4	-2.4%
應佔聯營公司利潤	0	0	n/a	0	0	n/a	0	0	n/a
稅前利潤	613	630	2.8%	677	682	0.7%	758	762	0.6%
所得稅開支	(110)	(113)	2.8%	(122)	(123)	0.7%	(136)	(137)	0.6%
非控制股東權益	1	1	2.8%	0	0	0.7%	0	0	0.6%
<b>核心淨利潤</b>	<b>502</b>	<b>516</b>	<b>2.8%</b>	<b>554</b>	<b>559</b>	<b>0.7%</b>	<b>621</b>	<b>625</b>	<b>0.6%</b>
<b>核心每股盈利 (港幣)</b>	<b>0.86</b>	<b>0.89</b>	<b>2.8%</b>	<b>0.95</b>	<b>0.96</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.07</b>	<b>1.07</b>	<b>0.6%</b>
毛利率	12.4%	12.4%	+0.0ppt	12.5%	12.6%	+0.1ppt	12.6%	12.8%	+0.2ppt
經營利潤率	6.9%	7.1%	+0.2ppt	7.1%	7.4%	+0.3ppt	7.4%	7.7%	+0.3ppt
核心淨利率	5.7%	5.9%	+0.2ppt	5.9%	6.1%	+0.2ppt	6.1%	6.4%	+0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 招銀預測 vs 市場共識

	19財年			20財年			21財年		
	招銀預測	市場共識	差異(%)	招銀預測	市場共識	差異(%)	招銀預測	市場共識	差異(%)
收入	8,705	8,849	-1.6%	9,100	9,347	-2.6%	9,810	9,948	-1.4%
毛利	1,081	1,093	-1.1%	1,150	1,173	-2.0%	1,258	1,278	-1.5%
毛利率	12.4%	12.4%	+0.0ppt	12.6%	12.6%	+0.0ppt	12.8%	12.9%	-0.1ppt
運營費用	(459)	(487)	-5.7%	(472)	(515)	-8.3%	(500)	(564)	-11.3%
經營利潤	622	606	2.6%	678	658	3.0%	758	714	6.2%
核心淨利潤	516	535	-3.5%	559	570	-1.9%	625	591	5.7%
<b>核心每股盈利 (港幣)</b>	<b>0.89</b>	<b>0.91</b>	<b>-2.4%</b>	<b>0.96</b>	<b>0.97</b>	<b>-0.9%</b>	<b>1.07</b>	<b>1.00</b>	<b>7.1%</b>

資料來源：公司，彭博，招銀國際研究

圖 4: 同業比較

Company	Ticker	Price HK\$/Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2		FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2					
<b>Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	18.26	10,692	Mar-18	21.6	20.1	18.8	25.4	15.2	6.6	3.4	3.0	3.1	3.0	3.8	13.0	2.4	4.4	(13.2)
Haidilao International Holdi	6862 HK	17.38	92,114	Dec-17	n/a	47.7	30.8	n/a	0.0	54.9	42.9	n/a	11.0	7.2	n/a	108.7	n/a	0.4	n/a
Xiabuxiabu Catering Managen	520 HK	11.30	12,158	Dec-17	24.3	21.4	17.1	n/a	16.3	25.2	20.4	5.1	4.6	3.9	n/a	22.6	1.0	1.8	(27.1)
Yihai International Holding	1579 HK	22.50	23,555	Dec-17	74.2	43.6	32.7	n/a	66.1	33.5	30.3	13.9	10.5	8.2	n/a	18.8	1.0	0.6	199.6
Yum China Holdings Inc	YUMC US	35.02	103,863	Dec-17	20.3	23.2	21.7	n/a	46.0	6.8	8.6	4.5	4.2	3.7	n/a	18.6	1.2	1.3	(12.5)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	216.00	9,857	Dec-17	20.8	21.7	18.9	35.2	(17.0)	15.0	26.0	3.8	3.6	3.2	4.7	20.2	3.4	2.3	(45.2)
<b>Average</b>					<b>32.2</b>	<b>29.6</b>	<b>23.3</b>	<b>30.3</b>	<b>21.1</b>	<b>23.7</b>	<b>21.9</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.3</b>	<b>33.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>20.3</b>
<b>Median</b>					<b>21.6</b>	<b>22.5</b>	<b>20.3</b>	<b>30.3</b>	<b>15.7</b>	<b>20.1</b>	<b>23.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>19.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>(13.2)</b>
<b>Other H-shares Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	28.85	3,711	Mar-18	17.1	13.7	12.5	18.0	24.1	10.0	13.0	4.8	4.7	4.5	4.7	29.2	0.9	5.0	(9.8)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.16	1,581	Dec-17	9.8	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.4	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(27.6)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.73	1,030	Mar-18	12.8	8.1	7.3	26.3	58.5	11.1	20.0	0.8	0.7	0.6	2.6	6.8	0.3	6.8	(34.9)
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.49	2,718	Dec-17	n/a	11.0	10.2	n/a	(144)	7.0	11.1	0.8	0.8	0.7	1.6	(15.4)	(0.1)	4.4	(33.1)
Tao Heung	573 HK	1.32	1,342	Dec-17	13.5	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(5.0)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.20	1,282	Dec-17	10.3	9.7	8.9	10.4	(12.4)	8.8	8.1	2.4	2.1	2.2	1.6	25.9	9.6	11.3	(17.5)
<b>Average</b>					<b>12.7</b>	<b>10.6</b>	<b>9.7</b>	<b>18.8</b>	<b>(12.2)</b>	<b>6.2</b>	<b>8.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>13.1</b>	<b>2.7</b>	<b>6.9</b>	<b>(21.3)</b>
<b>Median</b>					<b>12.8</b>	<b>10.3</b>	<b>9.5</b>	<b>18.0</b>	<b>0.0</b>	<b>7.9</b>	<b>9.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>16.3</b>	<b>0.6</b>	<b>5.9</b>	<b>(22.6)</b>
<b>International Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Yum! Brands Inc	YUM US	87.19	213,039	Dec-17	22.4	23.5	22.9	24.4	(3.4)	2.5	9.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.8	1.7	6.8
Mcdonald's Corp	MCD US	181.93	1,097,301	Dec-17	24.3	23.5	22.1	21.6	20.9	6.3	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.0	2.3	5.7
Starbucks Corp	SBUX US	65.70	637,698	Sep-18	25.3	24.7	21.8	27.8	(18.8)	13.5	14.6	73.5	n/a	n/a	23.3	136.5	13.4	2.3	14.4
Restaurant Brands Intern	QSR US	55.33	205,378	Dec-17	21.4	21.1	19.9	n/a	0.1	5.7	10.2	6.4	14.8	13.0	n/a	39.1	4.0	3.2	(10.0)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	471.42	102,488	Dec-17	56.2	55.4	39.3	95.8	38.1	40.9	27.5	9.1	1.2	1.2	8.4	13.3	1.6	0.0	63.1
Darden Restaurants Inc	DRI US	111.57	108,336	May-18	21.4	19.7	17.8	24.8	17.7	10.5	7.6	6.1	2.3	1.9	4.2	29.7	1.7	2.7	16.2
Dominio'S Pizza Inc	DPZ US	262.50	85,425	Dec-17	34.0	31.0	27.7	32.3	40.7	12.1	16.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.8	38.9
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	70.99	45,876	Dec-17	26.4	25.1	23.8	28.4	(26.3)	5.6	10.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.2)	2.0	10.1
Wendy'S Co/The	WEN US	17.75	32,881	Dec-17	33.7	32.3	26.7	34.7	(30.0)	20.6	22.9	5.4	7.1	7.6	4.2	96.4	25.7	1.9	8.1
Jollibee Foods Corp	JFC PM	280.00	45,483	Dec-17	37.6	39.0	34.2	40.2	5.5	14.0	15.9	6.5	6.6	5.8	7.4	18.9	3.3	0.9	10.7
<b>Average</b>					<b>30.3</b>	<b>29.5</b>	<b>25.6</b>	<b>36.7</b>	<b>4.4</b>	<b>13.2</b>	<b>14.3</b>	<b>17.8</b>	<b>6.4</b>	<b>5.9</b>	<b>9.5</b>	<b>55.7</b>	<b>5.7</b>	<b>1.8</b>	<b>16.4</b>
<b>Median</b>					<b>25.9</b>	<b>24.9</b>	<b>23.3</b>	<b>28.4</b>	<b>2.8</b>	<b>11.3</b>	<b>12.7</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>7.4</b>	<b>34.4</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>10.4</b>
<b>A-shares Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	62.07	189,008	Dec-17	40.5	39.0	32.6	n/a	18.6	19.5	19.9	13.3	12.1	10.1	n/a	35.4	2.0	1.7	15.4
Fujian Sunner Development-A002299	CH	16.84	23,530	Dec-17	20.1	17.7	13.8	n/a	263.1	27.5	11.6	3.0	2.8	2.4	3.5	16.4	0.2	1.6	16.9
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	22.97	21,339	Dec-17	20.8	19.2	15.9	35.1	13.4	20.5	15.2	4.6	4.1	3.4	3.8	23.5	1.2	1.8	(29.8)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	4.17	14,611	Dec-17	10.8	10.6	10.6	38.2	1.7	0.0	21.3	1.5	1.3	1.3	2.5	13.7	1.5	n/a	(19.2)
Guangzhou Restaurant Group-603043	CH	23.81	10,844	Dec-17	26.5	22.9	18.9	n/a	12.7	21.4	23.8	5.6	4.8	4.0	n/a	25.7	1.2	1.2	21.5
China Quanjude Group Co Lt-#002186	CH	11.79	4,100	Dec-17	27.8	22.8	20.5	47.2	14.1	11.2	0.2	2.3	n/a	n/a	4.8	8.5	2.7	n/a	(33.0)
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	4.30	2,419	Dec-17	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.3	n/a	n/a	5.0	(1.7)	n/a	n/a	(23.9)
<b>Average</b>					<b>24.4</b>	<b>22.0</b>	<b>18.7</b>	<b>40.1</b>	<b>46.2</b>	<b>14.3</b>	<b>13.1</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>17.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>(7.4)</b>
<b>Median</b>					<b>23.7</b>	<b>21.0</b>	<b>17.4</b>	<b>38.2</b>	<b>13.4</b>	<b>19.5</b>	<b>15.2</b>	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>16.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>(19.2)</b>
<b>H-shares Consumer Staples</b>																			
Uni-President China Holdings	220 HK	8.00	34,555	Dec-17	30.0	27.4	23.8	38.3	24.8	15.0	11.6	2.4	2.3	2.2	2.1	8.1	1.6	2.4	22.3
Tingyi (Cayman Isln) Hldg Co	322 HK	12.74	71,571	Dec-17	23.2	25.7	21.9	36.1	32.4	17.3	13.6	3.4	3.1	2.9	3.8	14.6	1.2	2.1	(16.2)
Want Want China Holdings Lt	151 HK	5.91	73,575	Mar-18	20.4	18.9	17.8	20.2	6.4	6.4	9.6	4.8	4.1	3.7	n/a	24.2	2.5	2.7	(8.4)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	24.50	96,224	Dec-17	34.2	27.5	21.5	n/a	46.2	28.3	21.9	3.6	3.4	3.0	2.7	11.0	0.9	0.9	6.0
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	30.60	43,698	Dec-17	25.9	23.2	19.8	33.7	22.3	17.1	14.6	2.1	2.0	1.9	3.3	8.1	1.3	1.9	(24.1)
China Resources Beer Holding	291 HK	28.25	91,648	Dec-17	54.3	40.0	30.6	48.8	69.6	30.6	21.5	4.1	4.1	3.8	2.4	7.9	1.0	0.9	0.7
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.75	78,741	Dec-17	19.4	18.2	15.9	n/a	10.2	14.2	14.6	4.8	4.6	4.1	n/a	26.0	1.4	3.3	(19.0)
<b>Average</b>					<b>29.6</b>	<b>25.9</b>	<b>21.6</b>	<b>35.4</b>	<b>30.3</b>	<b>18.4</b>	<b>15.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>14.3</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>(5.5)</b>
<b>Median</b>					<b>25.9</b>	<b>25.7</b>	<b>21.5</b>	<b>36.1</b>	<b>24.8</b>	<b>17.1</b>	<b>14.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>11.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>(8.4)</b>

資料來源：公司，彭博，招銀國際研究

## 財務報表

### 利潤表

年結：3月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>7,895.3</b>	<b>8,427.4</b>	<b>8,705.4</b>	<b>9,100.3</b>	<b>9,810.3</b>
香港	6,916.5	7,351.2	7,586.2	7,913.9	8,505.3
大陸	978.7	1,076.2	1,119.2	1,186.4	1,305.0
銷售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,624.2)	(7,950.2)	(8,552.0)
<b>毛利</b>	<b>1,056.8</b>	<b>1,042.1</b>	<b>1,081.3</b>	<b>1,150.1</b>	<b>1,258.3</b>
其他收益淨額	(23.1)	(13.7)	1.4	(0.6)	(2.6)
存貨成本	(430.6)	(458.8)	(460.8)	(471.6)	(497.7)
<b>息稅前收益</b>	<b>603.1</b>	<b>569.6</b>	<b>621.9</b>	<b>677.9</b>	<b>758.0</b>
應占聯營公司利潤	-	-	-	-	-
淨財務收入 / (支出)	9.6	11.7	8.5	3.6	4.0
非經常性收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>612.7</b>	<b>581.2</b>	<b>630.4</b>	<b>681.5</b>	<b>762.0</b>
所得稅	(108.8)	(121.9)	(113.5)	(122.7)	(137.2)
非控制股東權益	0.0	1.2	0.9	0.3	0.3
淨利潤	503.8	458.1	515.9	558.6	624.6
<b>核心淨利潤</b>	<b>503.8</b>	<b>458.1</b>	<b>515.9</b>	<b>558.6</b>	<b>624.6</b>
<b>息稅折攤前收益</b>	<b>915.8</b>	<b>914.0</b>	<b>987.3</b>	<b>1,067.4</b>	<b>1,178.5</b>

資料來源：公司，招銀國際預測

### 資產負債表

年結：3月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>3,160.9</b>	<b>3,241.9</b>	<b>3,366.4</b>	<b>3,464.6</b>	<b>3,568.8</b>
物業、厂房及設備	1,943.6	2,020.9	2,153.3	2,255.1	2,362.6
無形資產	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
租賃土地及土地使用權	80.5	79.5	76.3	73.3	70.3
其他非流動資產	1,132.2	1,137.4	1,133.3	1,133.3	1,133.3
<b>流動資產</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,374.4</b>	<b>1,102.6</b>	<b>1,158.0</b>	<b>1,265.1</b>
現金及現金等值物	790.0	801.2	567.0	600.0	666.2
應收貿易款項	97.3	191.5	107.3	112.2	120.9
存貨	240.2	234.4	271.5	283.2	304.6
可供出售投資	-	-	-	-	-
其他流動資產	148.4	147.4	156.7	162.7	173.3
<b>流動負債</b>	<b>845.9</b>	<b>955.6</b>	<b>941.2</b>	<b>981.4</b>	<b>1,054.3</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易及其他賬款	820.2	914.4	900.1	940.3	1,013.1
遞延稅款	-	-	-	-	-
其他流動負債	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>99.8</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延稅款	32.0	33.5	33.5	33.5	33.5
其他非流動負債	67.8	53.7	53.7	53.7	53.7
<b>淨資產總值</b>	<b>3,491.1</b>	<b>3,573.5</b>	<b>3,440.5</b>	<b>3,553.9</b>	<b>3,692.4</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>
<b>股東權益</b>	<b>3,487.4</b>	<b>3,569.7</b>	<b>3,435.8</b>	<b>3,548.8</b>	<b>3,687.0</b>

資料來源：公司，招銀國際預測

**現金流量表**

年結：3月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>稅前收益</b>	<b>612.7</b>	<b>581.2</b>	<b>630.4</b>	<b>681.5</b>	<b>762.0</b>
折攤和摊销	309.0	340.7	361.7	386.0	417.2
營運資金變動	2.4	(2.6)	23.2	17.8	32.0
稅務開支	(79.4)	(121.9)	(113.5)	(122.7)	(137.2)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(8.5)	(3.6)	(4.0)
其他	40.7	49.2	32.6	31.4	35.3
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>875.8</b>	<b>835.0</b>	<b>925.9</b>	<b>990.4</b>	<b>1,105.3</b>
資本開支	(595.7)	(462.0)	(504.9)	(500.5)	(539.6)
出售物業、厂房、設備	3.5	-	-	-	-
上市投資股息	12.2	15.8	12.2	12.2	12.2
其他	(12.7)	96.6	8.5	3.6	4.0
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(592.6)</b>	<b>(349.6)</b>	<b>(484.2)</b>	<b>(484.7)</b>	<b>(523.3)</b>
發行新股	25.7	-	-	-	-
回購	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(676.0)	(472.8)	(515.8)
其他	-	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(661.8)</b>	<b>(474.2)</b>	<b>(676.0)</b>	<b>(472.8)</b>	<b>(515.8)</b>
<b>現金淨變動</b>	<b>(378.6)</b>	<b>11.2</b>	<b>(234.2)</b>	<b>33.0</b>	<b>66.2</b>
年初現金及現金等值物	1,186.6	790.0	801.2	567.0	600.0
匯兌差額	(18.0)	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等值物</b>	<b>790.0</b>	<b>801.2</b>	<b>567.0</b>	<b>600.0</b>	<b>666.2</b>

資料來源：公司，招銀國際預測

**主要比率**

年結：3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
香港	87.6	87.2	87.1	87.0	86.7
大陸	12.4	12.8	12.9	13.0	13.3
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
息稅折攤前利潤率	11.6	10.8	11.3	11.7	12.0
稅前利率	7.8	6.9	7.2	7.5	7.8
淨利潤率	6.4	5.4	5.9	6.1	6.4
核心淨利潤率	6.4	5.4	5.9	6.1	6.4
有效稅率	17.8	21.0	18.0	18.0	18.0
<b>增長 (%)</b>					
收入	4.3	6.7	3.3	4.5	7.8
息稅折攤前利潤	(0.3)	(0.2)	8.0	8.1	10.4
經營利潤	(2.0)	(5.6)	9.2	9.0	11.8
淨利潤	(2.7)	(9.1)	12.6	8.3	11.8
核心淨利潤	(2.7)	(9.1)	12.6	8.3	11.8
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均應付帳款周轉天數	11.3	10.3	11.0	11.0	11.0
平均存貨周轉天數	12.8	11.6	13.0	13.0	13.0
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	14.4	12.8	15.0	15.7	16.9
資產回報率	11.4	9.9	11.5	12.1	12.9
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	0.96	1.07
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	0.96	1.07
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.80	0.87	0.97
每股賬面值(港元)	6.00	6.14	5.91	6.11	6.34

資料來源：公司，招銀國際預測

## 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。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環花園道三號冠君大廈 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。