

中国非必需消费品行业

台湾市场路演纪要：低估值带来需求

- ❖ **政府政策刺激迭加估值吸引，2019年市场情绪转趋正面。**我们最近到台北市进行路演，发现投资者对消费领域很感兴趣。虽然投资者了解到近期中国消费疲软，但他们普遍认为2019年的走势具有建设性，主要归因于1)中美紧张局势缓和以及资产价格上涨(如A股反弹)，恢复了消费者信心；以及2)政府在刺激经济增长方面态度积极。尽管在政府推出刺激措施后，市场对中期增长存有疑虑，但大多数投资者认为行业估值具吸引力(特别是A股)，并且下行空间比较有限。我们同意这观点，并重申对1)家用电器、2)餐饮、3)体育及4)服装「优于大市」的评级。
- ❖ **家电行业(优于大市)**— 2019年行业增长或触底回升，主要得益于更多商品房竣工、政府补贴充足以及原材料价格下跌。拥有更多升级技术的顶级品牌，如销售更多前置式洗衣机(与传统顶装式洗衣机相比)，将能获得更多市场份额。**首选股份：海尔电器(1169 HK)**。
- ❖ **餐饮行业(优于大市)**— 我们认为激烈的价格战或在2019年得到缓解，并为幸存者带来更高利润，而购物中心渗透率增加的大众品牌将享有更快增长。另外，我们预计火锅普及程度将继续上升，因其迎合大众口味且易于标准化。**首选股份海底捞(6862 HK)、颐海(1579 HK)和呷哺呷哺(520 HK)**。
- ❖ **体育用品业(优于大市)**— 受惠于功能和时尚成功结合，运动服是可以持续的渗透进传统休闲服的市场的，加上中国人的体育参与度日渐提高，我们相信运动服的增长故事是扎实的。我们相信行业2018年4季度增长韧力十足，2019年势头持续，库存过度累积的机会较低。我们预计在新零售发展较快，以及进行品牌升级的龙头将进一步整合行业。**首选股份：特步(1368 HK)、安踏(2020 HK)和李宁(2331 HK)**。
- ❖ **服装行业(优于大市)**— 服装行业有望在2019年维持复苏和库存下降的趋势，因为龙头品牌正极力在产品、品牌和渠道发力追赶国际品牌。**首选股份：波司登(3998 HK)**。
- ❖ **估值仍具吸引力。**尽管恒指及国企指数分别上升10.3%和10.9%，非必需消费品行业仍具吸引力，现股价为16.2倍2019年预测市盈率，约低于7年平均17.7倍1个标准误差。

主要同行估值表

| 公司 | 代码 | 价格 港元/ 当地 | 评级 | 目标价 港元 | 市值 百万港元 | 市盈率(倍) | | | 股息率 (%) |
|------|-----------|-----------------|-----|-----------|------------|----------|----------|----------|------------|
| | | | | | | 历史 财年 | 当前 财年 | 明年 财年 | |
| 海底捞 | 6862 HK | 20.65 | 买入 | 20.77 | 109,445 | 88.7 | 59.8 | 34.8 | 0.6 |
| 颐海 | 1579 HK | 24.30 | 无评级 | - | 25,439 | 77.4 | 44.9 | 33.4 | 0.7 |
| 呷哺呷哺 | 520 HK | 13.56 | 无评级 | - | 14,597 | 28.2 | 25.4 | 20.6 | 1.9 |
| 百胜中国 | YUMC US | 41.19 | 无评级 | - | 122,534 | 27.1 | 24.6 | 22.2 | 1.5 |
| 海尔电子 | 1169 HK | 23.10 | 无评级 | - | 64,754 | 15.0 | 14.3 | 11.2 | 2.3 |
| 青岛海尔 | 600690 CH | 16.00 | 无评级 | - | 99,603 | 13.1 | 13.0 | 11.8 | 2.6 |
| 美的集团 | 300333 CH | 46.08 | 无评级 | - | 303,145 | 15.0 | 14.8 | 13.2 | 3.5 |
| 特步 | 1368 HK | 5.11 | 买入 | 6.74 | 11,463 | 23.5 | 15.7 | 12.9 | 5.4 |
| 安踏 | 2020 HK | 42.05 | 买入 | 48.48 | 112,900 | 30.9 | 24.0 | 19.1 | 3.9 |
| 李宁 | 2331 HK | 10.02 | 买入 | 10.70 | 21,965 | 40.0 | 30.3 | 23.4 | 0.0 |
| 波司登 | 3998 HK | 1.49 | 买入 | 2.07 | 15,923 | 20.6 | 15.8 | 11.7 | 4.4 |

资料来源：公司数据，彭博，招银国际研究

同步大市

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

最近的报告：

中国运动用品及服装行业：

优质化与数字化驱动增长：国内顶尖品牌成赢家

2019年1月23日

中国消费品行业：

消费行业北京调研纪要(二)

2018年12月13日

安踏体育(2020 HK)：

腾讯与Lululemon创始人加入Amer的收购

2018年12月10日

中国非必需消费品行业：

消费行业北京调研纪要

2018年12月6日

家电板块（优于大市）

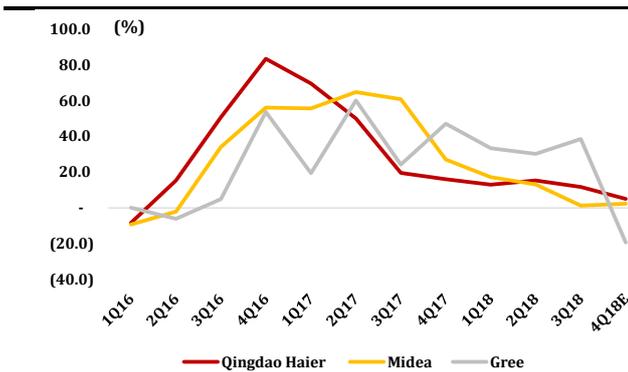
我们现在对这行业的观点比较正面，并预计它将在 2019 年触底回升，销售和净利润增长将再次加速，主要原因是：

1. 由于房地产开发商的财政和资金压力逐渐减少，2019 年商品房竣工量将开始增加；
2. 新一轮的政府补贴会是针对绿色（更环保）和智能家电，这将为行业带来更快的增长，加上在上一轮政府补贴期间（2009 年到 2012 年）许多消费者购买的产品也到了生命周期的后期，所以新的补贴也会带动更多的替代需求；
3. 原材料成本（例如铜，铝，钢和石油价格相关产品，如塑料）在 18 年 4 季度已经有些下跌，我们预计这一趋势将在 2019 年继续。

我们认为，鉴于目前低于平均水平的估值，风险和回报非常好。

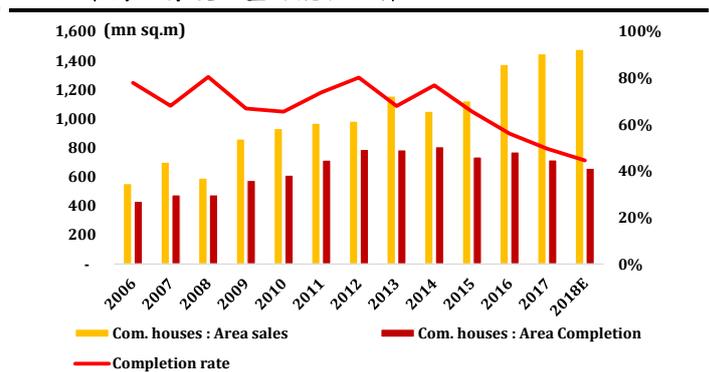
我们预期领先的龙头可以通过售买最领先和最先进的产去抢更多的市场份额，从而享受更快的增长，例如，目前传统的顶装(波轮)洗衣机，会有续渐升级到新式的前装式（滚筒）洗衣机的需求。我们看好**海尔电器（1169 HK）**，是因为公司在洗衣机行业的领先地位和吸引的估值，只有 12.4 倍 19 财年预测市盈率（远低于其 7 年平均的 15 倍）。

图 1：主要品牌销售增长一直在下降



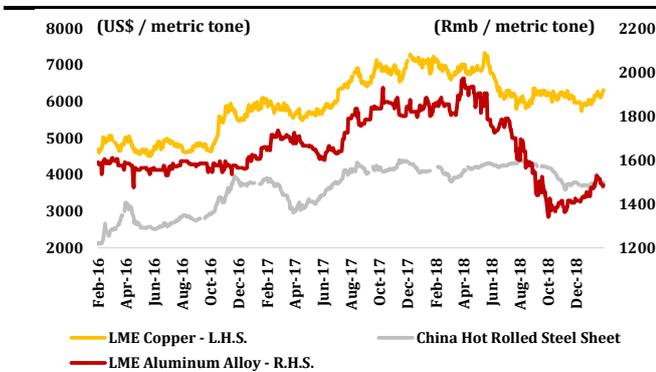
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 2：由于房地产开发商的财政和资金压力逐渐减少，2019 年商品房竣工量可能会反弹



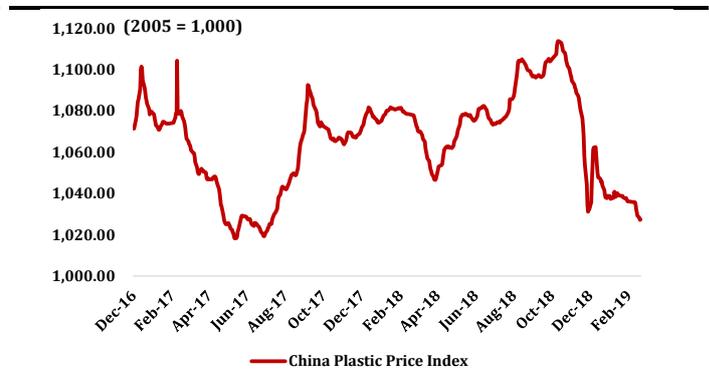
资料来源：国家统计局，招银国际预测

图 3：铜、铝、钢的价格下降趋势



资料来源：伦敦金属交易所，万得，招银国际预测

图 4：塑料价格下降趋势



资料来源：万得，招银国际预测

餐饮业（优于大市）

我们认为，2018年麦当劳中国发起的价格战可能在2019年放松，这可能会推动这些幸存者的利润率提升。我们预计具有以下特点的公司将在2019年享受更快的增长，例如：

1. 售价比较大众化的品牌可能会受益更多，因为我们认为中央政府推出刺激消费的政策会更向收入较低的消费群体倾斜；
2. 更有力渗透到购物中心的品牌，这可以帮助品牌获得更多80-90后消费者的支持，他亦将继续成为中国最大的消费群体，例如 XBXB 2.0 的商店形式，更加时尚的设计，的确是更受商场欢迎的；
3. 火锅因其风味各异（在社交场合适合所有顾客）和易于标准化而越来越受欢迎；

因此我们更喜欢**海底捞（6862 HK）**，**颐海（1579 HK）**和**呷哺呷哺（520 HK）**。

我们预计海底捞的同店销售增长以及其毛利率将在下半年有韧性，是受惠于18年4季度平均售价的小幅增长，而且2018年开业180-220家的新店的目标应该已经完成。

图5：按月/季度的同行表现

| Fiscal Year | | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 17 (4 mont | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 |
|-------------------------------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|--------|-------|-------|
| KFC China SSSG | Dec | 12% | 3% | -1% | 1% | 1% | 4% | 7% | 7% | 5% | 0% | 1% | 3% |
| KFC China System Sales Growth | Dec | | | -2% | | 3% | 8% | 11% | 11% | 9% | 5% | 6% | 9% |
| Pizza Hut China SSSG | Dec | -12% | -10% | -4% | -3% | 2% | 0% | 0% | 1% | -5% | -4% | -5% | -4% |
| Pizza Hut China System Sales Growth | Dec | | | 7% | | 9% | 7% | 7% | 6% | -1% | -1% | -2% | -2% |
| YUM China SSSG | Dec | 6% | 0% | -1% | 0% | 1% | 3% | 6% | 5% | 3% | -1% | -1% | 1% |
| YUM China System Sales Growth | Dec | | | 3% | | 4% | 7% | 10% | 9%* | 6% | 3% | 4% | 6% |
| McDonalds China SSSG | Dec | | | | | | | | | | | | |
| McDonalds High Growth Market SSSG | Dec | 3.6% | 1.6% | 1.5% | 2.8% | 3.8% | 7.0% | 6.2% | 4.0% | 4.7% | 2.4% | 4.6% | 4.8% |
| Hop Hing China | Dec | -5.8% | -7.0% | -2.2% | 2.2% | 4.7% | 5%* | 4.0% | 4.4%* | 1.8% | 1.6%* | 0.1% | -2.0% |
| Ajisen China | Dec | -6.1% | -9.6% | -6.3% | -0.6% | -0.5% | 4.2% | 9.7% | 5.3% | 0.6% | -1.8% | -6.3% | -2.5% |
| Ajisen Hong Kong | Dec | -2.0% | -0.7% | -0.7% | -1.7% | -5.1% | -4.6% | -9.0% | -7.9% | -4.3% | -10.8% | -6.9% | -5.2% |
| XBXB SSSG | Dec | | 0.6% | | 5.4% | | 7.2% | | 9.8% | | 7.3% | | 1.5%* |
| Haidilao SSSG | Dec | | | | | | | | | | 6.4% | | 5%* |

资料来源：公司数据，招银国际预测

体育用品业（优于大市）

我们认为，尽管2017年4季度因为寒冬而有高基数，但2018年4季度仍然能够保持强劲增长，所以行业在2019年应该仍能快速增长。我们亦认为库存水平不会堆积，而变成一个严重的问题。

我们认为拥有更多新零售计划，品牌升级，更佳渠道组合的龙头将在2019年可享有更快的增长。因此，我们的首选是**特步（1368 HK）**，然后是**安踏（2020 HK）**和**李宁（2331 HK）**。

我们特别推荐特步（1368 HK），因为它的估值最低，只有12倍19财年的预测市盈率，但在2018年新零售中增长最快（我们认为他们在O2O中与阿里巴巴合作是三大运动服品牌中最深入和密切的）而且供应连亦有很大的提升（供货周期减少了约50天）。

图6：按季度的同行表现

| Operating numbers | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 |
|---------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Nike China sales | 27.0% | 23.0% | 21.0% | 17.0% | 15.0% | 16.0% | 12.0% | 15.0% | 19.0% | 25.0% | 20.0% | 31.0% |
| Adidas China sales | 30.2% | 30.1% | 25.0% | 25.0% | 30.3% | 27.7% | 28.0% | 32.0% | 26.0% | 27.0% | 26.0% | |
| Anta brand's SSSG | | | | | | | | | | | | |
| Anta brand's retail sa | +ve MSD | +ve HSD | +ve LDD | +ve HDD | +ve Low-teens | +ve 20%-30% | +ve Mid-teens | +ve 20%-25% | +ve 20%-25% | +ve Low-teens | +ve Mid-teens | +ve Low-teens# |
| Core brand | Flat | Flat | +ve MSD | +ve HSD | +ve LSD | +ve Mid-teens | +ve MSD | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens | +ve HSD | +ve Low-teens | |
| Kids | 50% - 60% | over 30% | over 30% | over 30% | over 30% | +ve 25%-30% | over 30% | over 40% | over 40% | over 25% | Over 25% | |
| Online | 50 - 100% | 60% | over 50% | over 100% | over 50% | over 50% | over 50% | over 40% | over 40% | over 25% | Over 20% | |
| Non-Anta brands (FIL over 50%) | | | | | | | | | | | | |
| | over 50% | over 50% | over 50% | over 50% | +ve 40%-50% | +ve 50%-60% | +ve 40%-50% | +ve 85%-90% | +ve 80%-85% | +ve 90%-95% | +ve 90%-95% | +ve 70%-75%# |
| Li Ning group's SSSG | | | | | | | | | | | | |
| | +ve LSD | +ve HSD | +ve HSD | Mid-teens | Flat | +ve HSD | -ve LSD | +ve Low-teens | +ve Low-teens | +ve HSD | +ve Low-teens | +ve Low-teens# |
| Direct retail | Flat | +ve MSD | +ve LSD | +ve HSD | -ve MSD | Flat | -ve MSD | +ve Low-teens | +ve Low-teens | +ve HSD | +ve HSD | |
| Wholesales | Flat | +ve MSD | +ve LSD | +ve LSD | -ve MSD | +ve LSD | -ve MSD | +ve HSD | +ve MSD | +ve LSD | +ve HSD | |
| E-Commerce | Low-sixties | Low-seveties | Mid-eighties | Mid-nineties | Mid-sixties | Mid-nineties | Low 30%-40% | +ve High-teens | High 30%-40% | Mid-thirties | Low 30%-40% | |
| Li Ning group's retail sales | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | +ve Mid-teens | +ve Low-teens | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens# |
| Direct retail | | | | | | | | | Low 20%-30% | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens | |
| Wholesales | | | | | | | | | +ve MSD | +ve MSD | +ve Low-teens | |
| E-Commerce | | | | | | | | | High 30%-40% | High 30%-40% | Low 30%-40% | |
| Xtep's SSSG | | | | | | | | | | | | |
| | +ve MSD | +ve MSD | +ve MSD | +ve MSD | +ve LSD | +ve MSD | +ve MSD | +ve HSD | +ve Low-teens | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens |
| 361 Degrees' SSSG | 7.2% | 7.0% | 7.3% | 7.5% | 7.0% | +ve HSD | +ve HSD | +ve HSD | +ve HSD | +ve HSD | +ve MSD | Flat |
| Pou Sheng's SSSG | 7.5% | 5.9% | 0.4% | 8.6% | 1.9% | 5.6% | 1.5% | 12.0% | 10.1% | 2.2% | 8.9% | |

资料来源：公司数据，招银国际预测，*耐克的年末是5月（例如，4Q18公历年=2Q19财年=18年9月至11月）

图7：中国非必需消费品行业估值表 1

| Company | Ticker | Price HK\$ | Mkt cap HK\$ mn | Year End | PER (x) | | | | PBR (x) | | | | Yield (%) FY1 | Net gearing FY0 | YTD performanc | |
|------------------------------|---------------|---------------|--------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------|
| | | | | | FY0 | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | FY0 | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | | | | |
| Tourism | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Shanghai Jin Jiang Intl Ho-H | 錦江酒店 | 2006 HK | 2.22 | 12,357 | 31/12/2017 | 13.9 | 14.3 | 12.1 | 18.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 4.2 | 33.2 | 16.8 |
| Hongkong & Shanghai Hotels | 大酒店 | 45 HK | 11.10 | 17,907 | 31/12/2017 | 13.7 | 24.1 | 22.7 | 14.7 | 0.5 | n/a | n/a | 0.4 | 1.9 | 14.3 | 0.0 |
| Shangri-La Asia Ltd | 香格里拉 (亞洲) | 69 HK | 10.50 | 37,648 | 31/12/2017 | 19.2 | 20.6 | 17.6 | 30.2 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 2.1 | 60.2 | (9.5) |
| Huazhu Group Ltd-Adr | 華住酒店集團有限公司 | HTHT US | 33.48 | 76,588 | 31/12/2017 | 42.7 | 41.4 | 31.2 | 37.1 | 9.1 | 8.8 | 7.1 | 5.2 | 0.8 | 22.4 | 16.9 |
| Btg Hotels Group Co Ltd-A | 首旅酒店 | 600258 CH | 17.70 | 20,231 | 31/12/2017 | 19.7 | 18.8 | 16.3 | 40.8 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 3.4 | 0.9 | 38.2 | 10.9 |
| China Travel Intl Inv Hk | 香港中旅 | 308 HK | 2.46 | 13,422 | 31/12/2017 | 11.6 | 14.9 | 13.7 | 17.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 3.1 | (26.4) | 17.7 |
| Average | | | | | | 20.1 | 22.3 | 18.9 | 26.4 | 2.4 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 2.2 | 23.7 | 8.8 |
| Median | | | | | | 16.5 | 19.7 | 17.0 | 24.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 2.0 | 27.8 | 13.9 |
| HK retail | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Chow Tai Fook Jewellery Grou | 周大福 | 1929 HK | 7.20 | 72,000 | 31/3/2018 | 16.9 | 16.2 | 15.2 | 19.0 | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 4.7 | 15.6 | 10.3 |
| Luk Fook Holdings Intl Ltd | 六福集團 | 590 HK | 25.00 | 14,678 | 31/3/2018 | 9.7 | 9.8 | 9.6 | 10.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.6 | 4.5 | (13.6) | 11.9 |
| Chow Sang Sang Hldg | 周生生 | 116 HK | 12.00 | 8,129 | 31/12/2017 | 7.5 | 7.8 | 7.2 | 12.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 1.4 | 5.1 | 8.4 | 3.3 |
| Sa Sa International Hldgs | 莎莎國際 | 178 HK | 2.76 | 8,544 | 31/3/2018 | 15.0 | 16.1 | 14.9 | 19.2 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 4.8 | 5.9 | (55.0) | (6.8) |
| Lifestyle Intl Hldgs Ltd | 利福國際 | 1212 HK | 12.80 | 19,225 | 31/12/2017 | 8.3 | 11.4 | 10.5 | 10.1 | 4.8 | 4.5 | 3.8 | 3.8 | 5.0 | 125.7 | 7.9 |
| Cafe De Coral Holdings Ltd | 大家樂集團 | 341 HK | 21.65 | 12,677 | 31/3/2018 | 25.6 | 24.1 | 22.2 | 25.4 | 4.0 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 3.8 | (23.1) | 14.1 |
| Average | | | | | | 13.8 | 14.3 | 13.3 | 16.1 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 3.0 | 4.8 | 9.7 | 6.8 |
| Median | | | | | | 12.3 | 13.8 | 12.7 | 15.6 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 3.1 | 4.8 | (2.6) | 9.1 |
| Macau Gaming | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sands China Ltd | 金沙中國有限公司 | 1928 HK | 37.55 | 303,427 | 31/12/2017 | 20.3 | 19.0 | 17.7 | 23.8 | 11.0 | 8.6 | 8.6 | 7.5 | 5.5 | 69.9 | 9.5 |
| Galaxy Entertainment Group L | 銀河娛樂 | 27 HK | 54.70 | 236,802 | 31/12/2017 | 18.0 | 18.0 | 17.0 | 24.1 | 3.9 | 3.7 | 3.2 | 4.9 | 1.6 | (12.6) | 9.8 |
| Sjm Holdings Ltd | 澳博控股 | 880 HK | 8.40 | 47,570 | 31/12/2017 | 19.0 | 17.6 | 20.0 | 15.3 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 2.7 | 3.3 | (29.7) | 15.1 |
| Melco International Develop. | 新濠國際發展 | 200 HK | 18.76 | 28,508 | 31/12/2017 | 43.3 | 28.2 | 18.4 | 57.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 2.0 | 0.5 | 51.5 | 17.5 |
| Mgm China Holdings Ltd | 美高梅中國 | 2282 HK | 15.60 | 59,280 | 31/12/2017 | 33.8 | 43.7 | 22.9 | 21.5 | 6.7 | 6.4 | 5.4 | 11.5 | 1.0 | 147.5 | 18.7 |
| Wynn Macau Ltd | 永利澳門 | 1128 HK | 19.42 | 100,925 | 31/12/2017 | 19.7 | 16.6 | 16.0 | 28.0 | 45.5 | 42.1 | 47.5 | 23.3 | 6.5 | 762.6 | 13.7 |
| Average | | | | | | 25.7 | 23.8 | 18.7 | 28.4 | 11.7 | 10.7 | 11.3 | 8.6 | 3.1 | 164.9 | 14.1 |
| Median | | | | | | 20.0 | 18.5 | 18.0 | 23.9 | 5.3 | 5.0 | 4.3 | 6.2 | 2.4 | 60.7 | 14.4 |
| Apparel | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bosideng Intl Hldgs Ltd | 波司登 | 3998 HK | 1.49 | 15,923 | 31/3/2018 | 19.5 | 16.2 | 12.8 | 18.0 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 0.7 | 4.3 | (43.4) | 0.7 |
| I.T Ltd | IT | 999 HK | 3.86 | 4,616 | 28/2/2018 | 9.6 | 7.8 | 6.6 | 10.4 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 6.2 | (26.4) | (6.1) |
| Giordano International Ltd | 佐丹奴國際 | 709 HK | 3.92 | 6,188 | 31/12/2017 | 12.1 | 12.0 | 11.5 | 14.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 8.4 | (37.2) | 5.9 |
| Esprit Holdings Ltd | 思捷環球 | 330 HK | 1.91 | 3,605 | 30/6/2018 | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | (50.1) | 22.4 |
| Cosmo Lady China Holdings Co | 都市麗人 | 2298 HK | 2.46 | 5,550 | 31/12/2017 | 13.1 | 12.7 | 10.7 | n/a | 1.2 | 1.2 | 1.1 | n/a | 2.8 | (35.0) | (10.9) |
| Jnby Design Ltd | 江南布衣 | 3306 HK | 12.02 | 6,235 | 30/6/2018 | 12.9 | 11.0 | 9.4 | n/a | 4.1 | 3.5 | 3.1 | n/a | 6.8 | (50.9) | 9.5 |
| China Lilang Ltd | 中國利郎 | 1234 HK | 7.54 | 9,029 | 31/12/2017 | 11.4 | 10.3 | 8.8 | 9.1 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 6.9 | (64.0) | 14.2 |
| Shanghai La Chapelle Fashi-H | 拉夏貝爾 | 6116 HK | 5.11 | 4,452 | 31/12/2017 | 5.2 | 5.2 | 4.6 | n/a | 0.6 | 0.6 | 0.5 | n/a | 11.7 | 15.3 | (23.2) |
| Li & Fung Ltd | 利豐 | 494 HK | 1.40 | 11,909 | 31/12/2017 | 6.4 | 10.5 | 8.1 | 19.2 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 2.3 | 6.7 | 14.7 | 13.8 |
| Global Brands Group Holding | 利標品牌 | 787 HK | 0.38 | 3,207 | 31/3/2018 | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.3 | 0.4 | 0.4 | n/a | 79.5 | 68.3 | 5.6 |
| Average | | | | | | 11.2 | 10.7 | 9.1 | 14.2 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 13.4 | (20.9) | 3.2 |
| Median | | | | | | 11.7 | 10.8 | 9.1 | 14.2 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.4 | 6.8 | (36.1) | 5.8 |
| Restaurant | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Haidilao International Holdi | 海底撈 | 6862 HK | 20.65 | 109,445 | 31/12/2017 | n/a | 55.1 | 35.7 | n/a | n/a | 11.7 | 8.4 | n/a | 0.4 | (1.8) | 20.3 |
| Xiabuxiabu Catering Managem | 呷哺呷哺 | 520 HK | 13.56 | 14,597 | 31/12/2017 | 28.2 | 25.4 | 20.6 | n/a | 6.0 | 5.4 | 4.7 | n/a | 1.6 | (74.8) | 9.7 |
| Ajisen China Holdings Ltd | 味千 (中國) | 538 HK | 2.22 | 2,423 | 31/12/2017 | n/a | 9.5 | 9.5 | n/a | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 1.6 | 4.3 | (41.2) | 1.4 |
| Cafe De Coral Holdings Ltd | 大家樂集團 | 341 HK | 21.65 | 12,677 | 31/3/2018 | 25.6 | 24.1 | 22.2 | 25.4 | 4.0 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 3.8 | (23.1) | 14.1 |
| Fairwood Holdings Ltd | Fairwood Hold | 52 HK | 27.30 | 3,512 | 31/3/2018 | 17.5 | 13.0 | n/a | 18.0 | 4.7 | n/a | n/a | 4.7 | n/a | (68.0) | 4.0 |
| Hop Hing Group Holdings Ltd | 合興集團 | 47 HK | 0.16 | 1,571 | 31/12/2017 | 9.8 | n/a | n/a | 23.3 | 2.4 | n/a | n/a | 3.6 | n/a | (104.0) | 0.6 |
| Tsui Wah Holdings Ltd | 翠華控股 | 1314 HK | 0.87 | 1,228 | 31/3/2018 | 26.4 | 9.7 | n/a | 26.3 | 1.1 | n/a | n/a | 2.6 | n/a | (36.4) | 19.2 |
| Yihai International Holding | 頤海國際 | 1579 HK | 24.30 | 25,440 | 31/12/2017 | 77.4 | 44.9 | 33.4 | n/a | 14.5 | 11.4 | 9.0 | n/a | 0.6 | (77.2) | 27.0 |
| Yum China Holdings Inc | 百勝中國控股有限公司 | YUMC US | 41.19 | 122,535 | 31/12/2018 | 25.3 | 24.6 | 22.2 | n/a | 5.4 | 4.7 | 4.1 | n/a | 1.7 | (45.8) | 22.8 |
| Average | | | | | | 30.0 | 25.8 | 23.9 | 23.3 | 4.9 | 6.3 | 5.1 | 3.3 | 2.0 | (52.5) | 13.2 |
| Median | | | | | | 25.6 | 24.4 | 22.2 | 24.3 | 4.4 | 5.1 | 4.4 | 3.6 | 1.6 | (45.8) | 14.1 |
| Textile | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Shenzhou International Group | 申洲國際 | 2313 HK | 97.85 | 147,090 | 31/12/2017 | 30.4 | 26.8 | 22.5 | 19.6 | 6.0 | 5.5 | 4.8 | 3.7 | 1.9 | (25.1) | 10.3 |
| Crystal International Group | 晶苑國際 | 2232 HK | 4.11 | 11,725 | 31/12/2017 | 9.2 | 10.3 | 8.4 | n/a | 1.6 | 1.5 | 1.3 | n/a | 3.6 | 12.5 | 3.5 |
| Regina Miracle International | 維珍妮 | 2199 HK | 6.44 | 7,884 | 31/3/2018 | 28.4 | 24.4 | 17.0 | n/a | 2.8 | 2.6 | 2.3 | n/a | 1.3 | 59.3 | 6.1 |
| Pacific Textiles Holdings | 互太紡織 | 1382 HK | 7.17 | 10,371 | 31/3/2018 | 12.0 | 10.9 | 10.2 | 13.9 | 3.1 | 2.9 | 2.8 | 4.0 | 8.1 | (6.2) | 3.0 |
| Nameson Holdings Ltd | 南旋控股 | 1982 HK | 0.78 | 1,778 | 31/3/2018 | 6.5 | 6.5 | 5.3 | n/a | 0.7 | 0.7 | 0.6 | n/a | 6.0 | 42.0 | 20.0 |
| Best Pacific International H | 超盈國際控股 | 2111 HK | 2.32 | 2,412 | 31/12/2017 | 9.0 | 9.0 | 7.2 | n/a | 1.0 | 1.0 | 0.9 | n/a | 2.2 | 45.7 | 17.8 |
| Texwinc Holdings Ltd | 德永佳集團 | 321 HK | 3.01 | 4,159 | 31/3/2018 | 13.0 | 11.6 | 9.7 | 14.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 1.5 | 10.6 | (21.2) | 17.6 |
| Texhong Textile Group Ltd | 天虹紡織 | 2678 HK | 10.40 | 9,516 | 31/12/2017 | 7.3 | 6.3 | 5.5 | 8.2 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 1.5 | 4.9 | 68.4 | 16.2 |
| Yue Yuen Industrial Hldg | 裕元集團 | 551 HK | 26.35 | 42,599 | 31/12/2017 | 16.8 | 16.3 | 13.4 | 13.7 | n/a | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 5.3 | 19.5 | 5.2 |
| Stella International | 九興控股 | 1836 HK | 10.84 | 8,611 | 31/12/2017 | 19.4 | 15.5 | 11.5 | 17.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.8 | 5.4 | (2.4) | 16.7 |
| Average | | | | | | 15.2 | 13.7 | 11.1 | 14.5 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 2.3 | 4.9 | 19.3 | 11.6 |
| Median | | | | | | 12.5 | 11.2 | 9.9 | 14.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.7 | 5.1 | 16.0 | 13.2 |

资料来源：彭博，招银国际预测

图8：中国非必需消费品估值表2

| Company | Ticker | Price HK\$ | Mkt cap HK\$ mn | Year End | PER (x) | | | | PBR (x) | | | | Yield (%) | | Net gearing FY0 | YTD performance |
|--|----------------|---------------|--------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------|--------------------|
| | | | | | FY0 | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | FY0 | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | FY1 | FY0 | | |
| Sports | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anta Sports Products Ltd | 安踏體育 | 2020 HK | 42.05 | 112,900 | 31/12/2017 | 27.0 | 24.2 | 19.6 | 19.8 | 6.7 | 6.1 | 5.4 | 4.5 | 2.9 | (64.5) | 12.0 |
| Li Ning Co Ltd | 李寧 | 2331 HK | 10.02 | 21,965 | 31/12/2017 | 34.9 | 29.1 | 22.1 | n/a | 3.4 | 3.6 | 3.1 | 2.2 | 0.7 | (48.4) | 19.3 |
| Xtep International Holdings | 特步國際 | 1368 HK | 5.11 | 11,464 | 31/12/2017 | 20.0 | 15.1 | 12.9 | 12.0 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.3 | 3.8 | (40.6) | 20.2 |
| 361 Degrees International | 3 6 1 度 | 1361 HK | 1.48 | 3,060 | 31/12/2017 | 5.5 | 5.9 | 5.2 | 11.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.8 | 6.2 | (48.2) | (9.2) |
| Pou Sheng Intl Holdings Ltd | 寶勝國際 | 3813 HK | 1.57 | 8,410 | 31/12/2017 | 17.4 | 14.9 | 11.9 | n/a | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 33.7 | 4.0 |
| Average | | | | | | 21.0 | 17.8 | 14.3 | 14.5 | 2.7 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 3.0 | (33.6) | 9.3 |
| Median | | | | | | 20.0 | 15.1 | 12.9 | 12.0 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.3 | 2.9 | (48.2) | 12.0 |
| Juvenile products | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Goodbaby International Holdi | 好孩子國際 | 1086 HK | 2.77 | 4,620 | 31/12/2017 | 22.9 | 11.9 | 9.3 | 28.6 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.6 | 2.3 | 30.2 | 12.6 |
| Hengan Intl Group Co Ltd | 恒安國際 | 1044 HK | 62.10 | 73,879 | 31/12/2017 | 16.5 | 16.5 | 15.3 | 24.1 | 3.8 | 3.7 | 3.4 | 5.4 | 3.9 | 4.0 | 8.9 |
| Vinda International Holdings | 維達國際 | 3331 HK | 15.60 | 18,640 | 31/12/2018 | 28.7 | 22.8 | 18.9 | 28.9 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 2.3 | 1.5 | 53.5 | 26.6 |
| Health And Happiness H&H Int | H&H國際控股 | 1112 HK | 47.90 | 30,673 | 31/12/2017 | 28.6 | 22.3 | 16.3 | 25.0 | 5.9 | 4.9 | 3.9 | 5.8 | 0.8 | 99.5 | 7.2 |
| Average | | | | | | 24.2 | 18.4 | 14.9 | 26.7 | 3.2 | 2.9 | 2.5 | 3.8 | 2.2 | 46.8 | 13.8 |
| Median | | | | | | 25.7 | 19.4 | 15.8 | 26.8 | 3.0 | 2.9 | 2.6 | 3.9 | 1.9 | 41.9 | 10.8 |
| Department stores | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Lifestyle Intl Hldgs Ltd | 利福國際 | 1212 HK | 12.80 | 19,225 | 31/12/2017 | 8.3 | 11.4 | 10.5 | 10.1 | 4.8 | 4.5 | 3.8 | 3.8 | 5.0 | 125.7 | 7.9 |
| Golden Eagle Retail Group | 金鷹商貿集團 | 3308 HK | 8.55 | 14,359 | 31/12/2017 | 10.2 | 10.6 | 9.6 | 18.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 2.6 | 4.1 | 31.0 | 2.4 |
| Maoye International Hldgs | 茂業國際 | 848 HK | 0.65 | 3,341 | 31/12/2017 | 3.1 | n/a | n/a | 19.8 | 0.2 | n/a | n/a | 0.6 | n/a | 132.6 | 22.6 |
| Springland International Hol | 華地國際控股 | 1700 HK | 1.56 | 3,159 | 31/12/2017 | 8.3 | 8.9 | 8.9 | 9.1 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.9 | 5.2 | 49.4 | 0.6 |
| New World Dept Store China | 新世界百貨中國 | 825 HK | 1.73 | 2,917 | 30/6/2018 | 314.8 | n/a | n/a | 60.1 | 0.5 | n/a | n/a | 0.5 | n/a | (1.2) | 0.0 |
| Average | | | | | | 69.0 | 10.3 | 9.7 | 23.4 | 1.6 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 4.8 | 67.5 | 6.7 |
| Median | | | | | | 8.3 | 10.6 | 9.6 | 18.2 | 0.5 | 1.8 | 1.6 | 0.9 | 5.0 | 49.4 | 2.4 |
| Luxury products | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prada S.P.A. | 普拉達 | 1913 HK | 26.85 | 68,704 | 31/12/2017 | 36.4 | 28.5 | 23.6 | 28.1 | 2.8 | 2.6 | 2.6 | 4.5 | 3.0 | 3.5 | 4.1 |
| Samsonite International Sa | 新秀麗 | 1910 HK | 25.70 | 36,775 | 31/12/2017 | 13.6 | 18.0 | 15.6 | 20.7 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 3.3 | 2.0 | 84.7 | 15.5 |
| Emperor Watch & Jewellery | 英皇鐘錶珠寶 | 887 HK | 0.24 | 1,600 | 31/12/2017 | 5.8 | n/a | n/a | n/a | 0.4 | n/a | n/a | 0.6 | n/a | (36.9) | 2.6 |
| Oriental Watch Holdings | 東方表行集團 | 398 HK | 2.12 | 1,209 | 31/3/2018 | 7.7 | n/a | n/a | n/a | 0.6 | n/a | n/a | 0.4 | n/a | (43.4) | 3.9 |
| Chow Tai Fook Jewellery Grou | 周大福 | 1929 HK | 7.20 | 72,000 | 31/3/2018 | 16.9 | 16.2 | 15.2 | 19.0 | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 4.7 | 15.6 | 10.3 |
| Luk Fook Holdings Intl Ltd | 六福集團 | 590 HK | 25.00 | 14,678 | 31/3/2018 | 9.7 | 9.8 | 9.6 | 10.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.6 | 4.5 | (13.6) | 11.9 |
| Chow Sang Sang Hldg | 周生生 | 116 HK | 12.00 | 8,129 | 31/12/2017 | 7.5 | 7.8 | 7.2 | 12.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 1.4 | 5.1 | 8.4 | 3.3 |
| Average | | | | | | 14.0 | 16.1 | 14.2 | 18.1 | 1.6 | 1.9 | 1.8 | 2.0 | 3.9 | 2.6 | 7.4 |
| Median | | | | | | 9.7 | 16.2 | 15.2 | 19.0 | 1.5 | 2.2 | 2.1 | 1.6 | 4.5 | 3.5 | 4.1 |
| Home appliances & furniture | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Haier Electronics Group Co | 海爾電器 | 1169 HK | 23.10 | 64,753 | 31/12/2017 | 15.0 | 14.3 | 11.2 | 15.4 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 3.2 | 1.5 | (72.7) | 19.9 |
| Hisense Home Appliances Gr-H | 海信家電 | 921 HK | 8.87 | 13,831 | 31/12/2017 | 5.2 | 8.0 | 6.8 | 8.3 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 2.2 | 3.7 | 59.1 | 53.7 |
| Man Wah Holdings Ltd | 敏華控股 | 1999 HK | 4.35 | 16,631 | 31/3/2018 | 11.8 | 10.5 | 9.3 | 13.8 | 3.0 | 2.4 | 2.1 | 3.8 | 3.9 | (5.9) | 38.1 |
| Average | | | | | | 10.7 | 10.9 | 9.1 | 12.5 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 3.0 | 3.0 | (6.5) | 37.3 |
| Median | | | | | | 11.8 | 10.5 | 9.3 | 13.8 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 3.2 | 3.7 | (5.9) | 38.1 |
| Entertainment | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Imax China Holding Inc | imax China | 1970 HK | 20.00 | 7,125 | 31/12/2017 | 18.7 | 19.2 | 17.7 | n/a | 3.6 | 3.2 | 2.7 | n/a | 1.6 | (47.7) | (3.8) |
| Television Broadcasts Ltd | 電視廣播 | 511 HK | 15.64 | 6,850 | 31/12/2017 | 24.9 | 14.9 | 11.9 | n/a | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 2.0 | 7.9 | 39.9 | 5.5 |
| Smi Holdings Group Ltd | 星美控股 | 198 HK | 2.34 | 6,365 | 31/12/2017 | n/a | 8.4 | 7.5 | n/a | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 1.5 | n/a | 58.8 | 0.0 |
| Average | | | | | | 21.8 | 14.1 | 12.4 | n/a | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 4.8 | 17.0 | 0.6 |
| Median | | | | | | 21.8 | 14.9 | 11.9 | n/a | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.7 | 4.8 | 39.9 | 0.0 |
| Exporters | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bestway Global Holding Inc | 榮威國際 | 3358 HK | 3.05 | 3,228 | 31/12/2017 | n/a | 8.1 | 6.1 | n/a | 1.0 | 0.9 | 0.8 | n/a | 3.6 | 10.6 | (10.8) |
| Man Wah Holdings Ltd | 敏華控股 | 1999 HK | 4.35 | 16,631 | 31/3/2018 | 11.8 | 10.5 | 9.3 | 13.8 | 3.0 | 2.4 | 2.1 | 3.8 | 3.9 | (5.9) | 38.1 |
| Goodbaby International Holdi | 好孩子國際 | 1086 HK | 2.77 | 4,620 | 31/12/2017 | 22.9 | 11.9 | 9.3 | 28.6 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.6 | 2.3 | 30.2 | 12.6 |
| Dream International Ltd | 德林國際 | 1126 HK | 4.28 | 2,897 | 31/12/2017 | 7.9 | n/a | n/a | 5.9 | 1.6 | n/a | n/a | 1.0 | n/a | (22.3) | (1.2) |
| Vtech Holdings Ltd | Vtech Holdings | 303 HK | 77.25 | 19,434 | 31/3/2018 | 12.8 | 13.6 | 12.8 | 16.5 | 4.4 | 3.8 | 3.7 | 5.6 | 7.6 | (39.3) | 19.2 |
| Techtronic Industries Co Ltd | 創科實業 | 669 HK | 47.55 | 86,834 | 31/12/2017 | 21.4 | 19.9 | 17.1 | 20.6 | 3.8 | 3.6 | 3.3 | 3.3 | 1.7 | 1.0 | 14.3 |
| Average | | | | | | 15.4 | 12.8 | 10.9 | 17.1 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 3.1 | 3.8 | (4.3) | 12.0 |
| Median | | | | | | 12.8 | 11.9 | 9.3 | 16.5 | 2.3 | 2.4 | 2.1 | 3.3 | 3.6 | (2.4) | 13.5 |

资料来源：彭博，招银国际预测

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 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

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

本报告期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上责任。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商投资者

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。