

香港零售行业

预计行业基本面持续改善，未来几年复苏可期，估值仍然有上升空间

事件：7月1日国家主席习近平访港，发表了重磅讲话，强调「四必须四希望」，为香港指路引航。

■ 点评：我们预计行业基本面持续改善，未来几年复苏可期，估值仍然有上升空间。

1) 国家对香港的支持长期不变，加速和大湾区融合。我们认为：1) 必须全面准确贯彻「一国两制」方针，2) 保持香港的独特地位和优势，以及 3) 着力提高治理水平和 4) 不断增强发展动能，均有效保障香港未来经济发展的动力，特别是国际金融、航运、贸易等行业。此外，随着香港主动对接「十四五」规划、粤港澳大湾区建设和「一带一路」高质量发展等国家战略，未来和大湾区融合的速度将会加快，所以我们认为中长期必然利好香港零售。

2) 第五波疫情短暂影响复苏进程，但 4 月表现不俗。过去两年，受社会动荡和疫情影响，虽然香港零售销售增长在 21 年下半年已经重回正轨，像莎莎(178HK)在 21 年 12 月港澳地区已经达到盈亏平衡，大家乐(341 HK)的快餐和休闲餐饮的同店销售亦已超越 19 年的水平，但是第五波疫情短暂影响 1 月到 3 月的销售。不过随着防疫政策在 4 月 21 日开始第一阶段（食肆的容纳人数仅为上限的 50%）的放宽和在 5 月 5 日（食肆的容纳人数只为上限的 85%）开始第二阶段的放宽，以及消费券在 4 月发放，销售已经明显好转，同比增长达 12%。

3) 5 月表现低于预期，但我们仍然预计行业基本面持续改善，即使短期内未能通关。5 月香港零售销售同比下滑 2%，低于市场预期的 8.4% 增长，但相信是因为消费者受大环境（包括美国加息、国内封城、股市波动）的不明朗因素所影响，但我们相信随着未来较多的利好会陆续出现，包括防疫政策的第三阶段放松（食肆的容纳人数可为上限的 100%，预期在 3 季度出台）、第二轮消费券出台（最早为 8 月 7 日）以及放宽内地/外地出入境政策，例如考虑将抵港旅客检疫时间由 7 日减至[5+2]等，零售销售在下半年会有小幅增长。

4) 业务模式优化，适应本土化需求，减轻成本，未来几年复苏可期，比较推荐大家乐(341 HK)，因为对旅游倚赖度和估值都较低。首先，我们对香港零售各子板块的复苏率进行比较（2022 年前 5 月，对比 2019 年前 5 月），当中燃料/超市/家俬/家电表现较好，为 107%/105%/98%:95%，而复苏较慢的有烟酒/珠宝/药物及化妆品/服装/百货，仅为 19%/40%/45%/51%/57%。由于餐饮的情况较为特殊，我们采用了 2021 年 12 月和 2018 年 12 月的数据来进行对比，复苏率为 83%。所以对香港零售来说，较为倚赖国内旅客的公司像莎莎(178 HK)、利福国际(1212 HK)以及九龙仓置业(1997 HK)业绩，包括收入和成本，压力都较大，因为门店都集中在游客区。不过，即使假设未来一年未能通关，我们相信租金成本将在 22 年到 23 年前后能明显改善（香港租约一般为 3 年一签）。但是我们相信对旅游倚赖度较低的公司，像大家乐(341 HK)等的反弹将较快。同时也可关注谭仔国际(2217 HK)、国际家居零售(1373 HK)等。而周大福(1929 HK)和六福(590 HK)因为国内的销售和利润占比都远大于香港，所以虽然仍有利好，但影响较小。

5) 行业估值来说，仍然有上升空间。像谭仔国际(2217 HK)、国际家居零售(1373 HK)、利福国际(1212 HK)、六福(590 HK)和大家乐(341 HK)，2 年预测市盈率都在 5 年平均以下，较为吸引。莎莎(178 HK)、周大福(1929 HK)以及九龙仓置业(1997 HK)都接近 5 年平均水平。

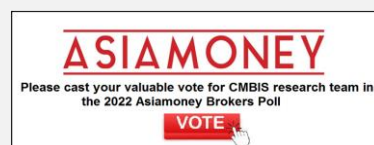
同步大市(维持)

香港零售行业

胡永匡

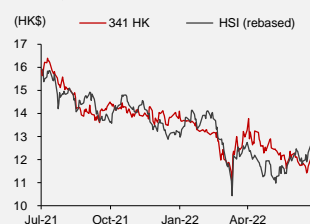
(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk



股份表现

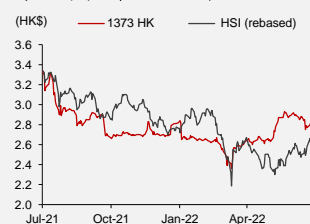
大家乐 (341 HK)



谭仔国际 (2217 HK)



国际家居零售 (1373 HK)



莎莎 (178 HK)



资料来源：彭博

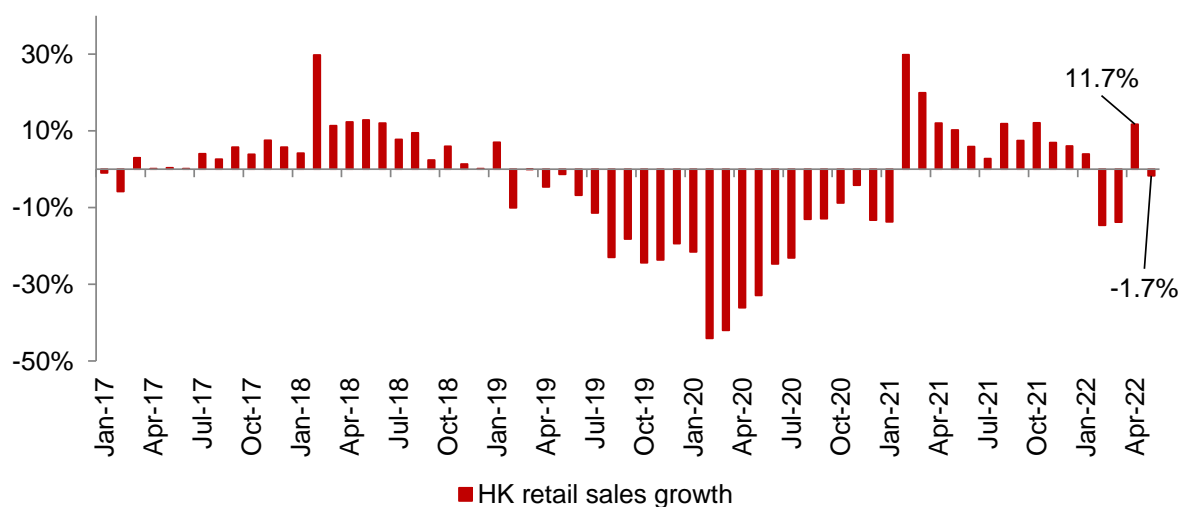
敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多研究报告

本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

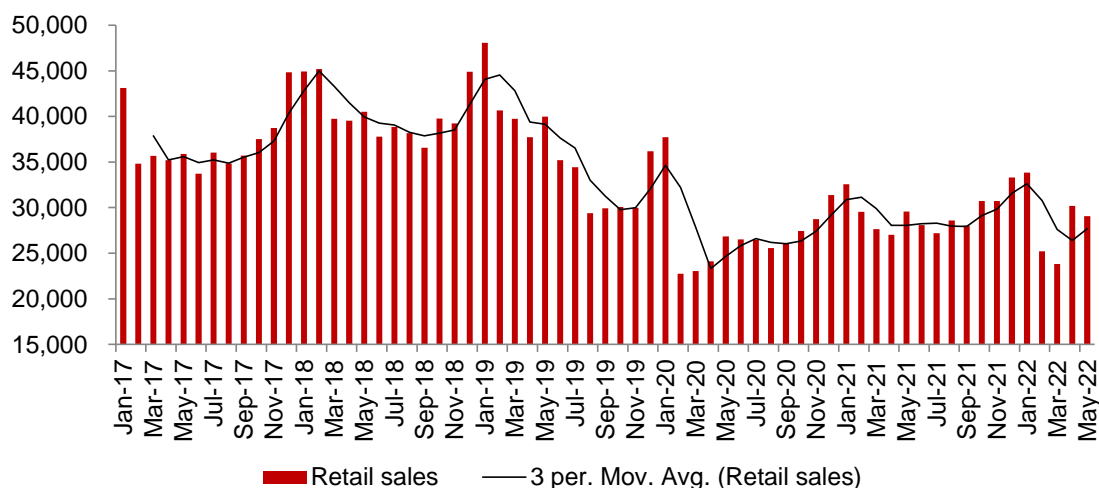
重点图表

图 1: 香港零售销售增长



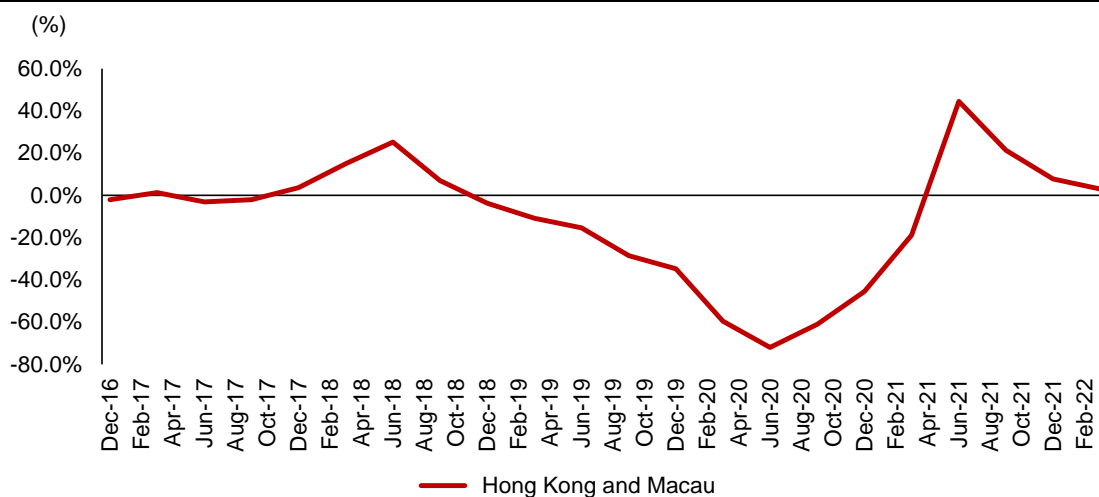
资料来源: 香港政府統計處及招銀国际环球市场预测

图 2: 香港零售销售(百万港元)



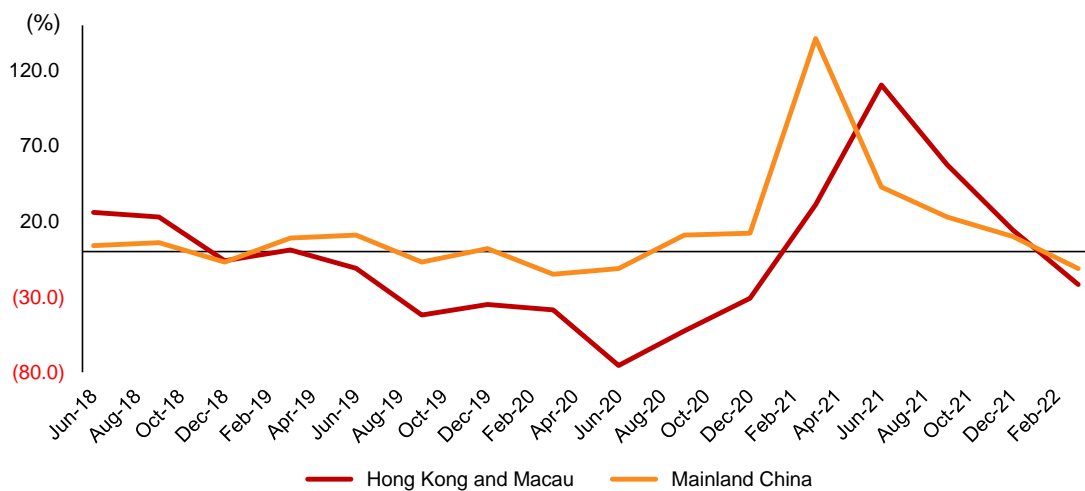
资料来源: 香港政府統計處及招銀国际环球市场预测

图 3: 莎莎 (178 HK) 同店销售增长



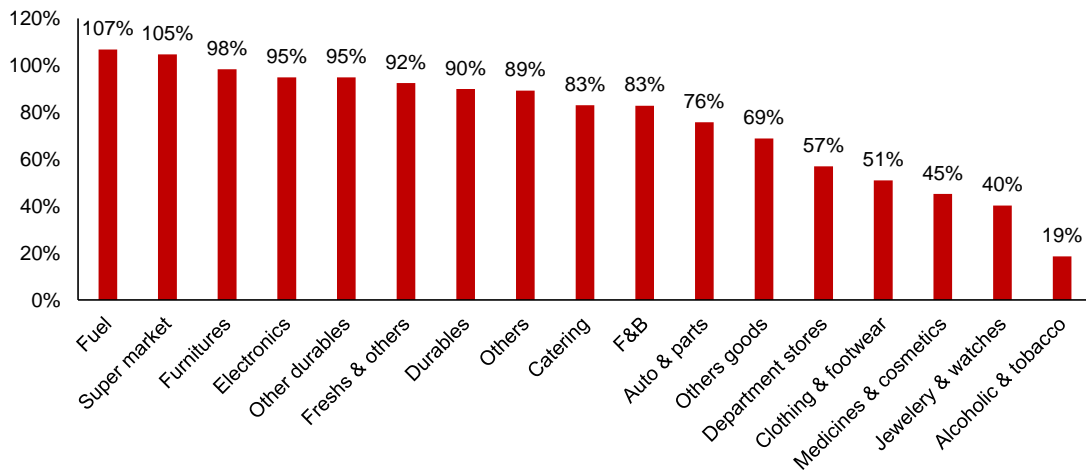
资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

图 4: 周大福(1929 HK) 同店销售增长



资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

图 5:销售复苏率 (2022 年前五个月对比 2019 年前五个月)*



资料来源:公司及招银国际环球市场预测

*餐饮业复甦率我们使用 2021 年 12 月对比 2018 年 12 月的数据

图 6:同行估值表

Company	Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK\$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x)		EV/EBITDA (x)			PBR (x)		PEG (x)		Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performanc
							FY1	FY2	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY1	FY1			
HK retail																		
Chow Tai Fook	1929 HK	14.76	147,600	-	-	Mar-22	18.6	15.8	12.4	10.6	12.5	3.9	3.5	1.1	3.7	31.9	5.3	
Luk Fook	590 HK	19.80	11,625	-	-	Mar-22	7.7	6.5	3.9	3.6	5.4	0.9	0.8	0.5	6.5	(9.8)	(5.7)	
Chow Sang Sang	116 HK	8.65	5,860	-	-	Dec-21	6.4	5.2	4.1	3.8	4.6	0.4	0.4	0.2	6.6	19.9	(20.6)	
Emperor Watch	887 HK	0.14	963	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	3.0	n/a	n/a	0.0	n/a	(3.0)	(30.7)	
Oriental Watch	398 HK	4.50	2,193	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	n/a	n/a	0.0	n/a	(40.2)	(7.8)	
Sa Sa	178 HK	1.38	4,282	-	-	Mar-22	57.5	18.4	26.0	13.1	n/a	3.9	3.4	(0.3)	2.0	28.2	(17.4)	
Lifestyle	1212 HK	3.07	4,611	-	-	Dec-21	6.0	4.4	17.0	11.6	18.5	1.4	1.1	(0.0)	1.0	506.2	(28.4)	
HK Technology Venture	1137 HK	6.10	5,620	-	-	Dec-21	135.6	45.9	26.9	18.9	n/a	2.7	2.6	0.9	1.0	(13.5)	(28.2)	
Int'l Housewares Retail	1373 HK	2.80	2,024	-	-	Apr-21	n/a	n/a	n/a	n/a	3.3	n/a	n/a	0.0	n/a	13.9	1.2	
HK & SH Hotels	45 HK	7.11	11,727	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	43.4	3.8	
Shangri-La Asia	69 HK	6.30	22,589	-	-	Dec-21	n/a	29.7	34.1	18.9	n/a	0.5	0.5	0.0	0.0	90.0	(3.2)	
Cafe De Coral	341 HK	12.16	7,122	BUY	15.69	Mar-22	26.3	17.1	9.6	8.0	7.0	2.3	2.2	0.1	2.5	53.7	(12.5)	
Tam Jai	2217 HK	2.90	3,887	-	-	Mar-22	13.2	8.9	11.1	9.0	n/a	2.2	1.8	0.4	2.6	(42.4)	(13.2)	
Tai Hing	6811 HK	1.09	1,094	-	-	Dec-21	6.8	5.7	1.4	1.1	3.7	1.0	0.9	0.2	11.0	64.2	(19.9)	
Wharf REIC	1997 HK	35.90	109,001	-	-	Dec-21	17.4	16.3	18.2	15.9	17.8	0.5	0.5	0.9	3.6	22.5	(9.3)	
Link REIT	823 HK	63.60	134,208	-	-	Mar-22	20.3	19.3	20.5	19.4	n/a	0.8	0.8	12.6	5.0	28.8	(7.4)	
Fortune REIT	778 HK	6.42	12,698	-	-	Dec-21	15.6	16.0	17.7	17.3	n/a	0.4	0.4	(1.2)	6.5	29.9	(19.9)	
Average							27.6	16.1	15.6	11.6	7.7	1.6	1.5		4.0	48.5	(12.6)	
Median							16.5	16.0	17.0	11.6	5.0	1.0	0.9		3.6	28.2	(12.5)	

资料来源:彭博、公司及招银国际环球市场预测

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管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息所作的投资决策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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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。招银国际环球市场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投资银行相关业务联系。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信息，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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。