

合興(47 HK)

2018 前景依然樂觀，但估值卻大落後

❖ 合興是中國東北地區領先的快餐集團。合興是中國東北地區領先的快餐集團。它經營 2 個授權品牌“吉野家”和“冰雪皇后”，以及其他自有品牌，如“茶叮叮”、“芳叔”等，截止至 17 財年 3 季度，共有 502 間門店。

❖ 受惠於行業復甦，O2O / 外送的強勁需求和自主推動的改革，同店銷售在仍然保持快速。合興近期公佈了 17 財年 3 季度的營運數字，同店增長達 4.0%，類似於 2 季度/1 季度的 5.0%/ 4.7%，我們認為由於高基數是從 16 財年 3 季度開始的，所以保持這種速度的增長已是不錯。行業其實都在復甦，味千和百勝中國的同店增長在 2 季度和第 3 季度都出現了加速（合興的復甦要比他們早 2 個季度），主要得益於中國 O2O / 外送訂單餐飲服務的普及，這業務根據 iiMedia Research 的統計，在 2017 年的增長率為 23.1%（跟合興 17 財年上半年的數字相當吻合）。一般來說，由於需要支付給司機的運輸費用，外送的毛利率會低於集團的平均水平，但是通過提升餐廳的整體效率（例如每平方米的銷售）是可以來彌補這一費用，令經營利潤率水平和堂食差不多，而合興擁有自營的司機團隊，也有助其提升盈利能力。除此之外，還有各種自主推動的改革因素，如 1）16 財年下半年推出了平均銷售價格和利潤率較高而成績不錯的明星產品如日式火鍋，1 杯能有 2 種口味的飲料“雙格杯”，冰淇淋蛋糕等，2）將店鋪陸續升級為“吉野家”的第 3 代/第 4 代店，在 17 財年上半年的佔比已達所有店鋪的 40% 以上，擁有更加時尚的大廳和更高效率的廚房設計，更方便和適合堂食和外送服務。

❖ 我中國東北其他地區的業務亦開始成熟，銷售增長和門店增長都在加快。東北其他地區（不包括北京、天津和河北）的增長在 17 年上半年恢復至 2.3%，較 16/15 財年的 -1.8%/ - 4.0% 有所改善，加上其開店的速度在加快，截至 17 財年 9 月，東北其他地區的增長飆升至 14%，遠快於北京、天津和河北地區的 3.9%，這意味著基本面變得更加正面和成熟，適合更多的門店擴張。我們認為，17 財年集團的門店增長可能會加速至 9%（由 16 年的 470 間增加到 17 年的一共 512 間），遠快於 16 財年只有 3.3% 的增長，這肯定有助於 18 財年的銷售增長。

❖ 公司是行業內最被低估的企業之一，鑒於未來 17 財年到 18 財年的利潤增長保持良好，現價僅 13 倍的 17 財年和約 4% 的股息率，非常吸引。我們預計，由於原材料成本穩定，毛利率會維持穩定，而營業槓桿持續拉動經營利潤率，加上平均門店面積逐漸縮小帶來的租金成本的節約（因為外送銷售佔比越來越高），預計淨利潤在 17/18 財年增長為 38%/ 16%，因此公司目前的 13/11 倍 17/18 財年市盈率是很有吸引力，我們認為公司是行業中被低估的，因與百勝中國（YUMC US）的 28 倍、呷哺呷哺（520 HK）的 25 倍和味千（538 HK）的 17 倍等相比，是非常吸引，更不用說其達 3.9% 的 17 財年股息率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港元)	2,158	2,050	2,091
淨利潤 (百萬港元)	35	66	125
每股收益 (港元)	0.353	0.656	1.253
每股收益變動 (%)	152.5	85.6	91.1
市盈率(x)	34.5	17.8	10.6
市帳率(x)	2.9	2.7	2.7
股息率 (%)	2.1	2.1	1.8
權益收益率 (%)	8.4	15.1	26.2
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價

HK\$0.231

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國餐飲行業

市值(百萬港元)	2,326
3 月平均流通量 (百萬港元)	2.05
52 周內股價高/低 (港元)	0.295/0.128
總股本 (百萬)	10,070.4

資料來源：彭博

股東結構

洪氏家族	35.54%
Arisaig partners (Asia)	9.74%
自由流通	54.72%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.5%	1.6%
3-月	2.2%	-1.6%
6-月	-7.6%	-20.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.hopping.com

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責任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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 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。