

## 海底撈國際 (6862 HK)

### 18財年下半年經營槓桿顯著

- ❖ **18財年業績符合預期，撇除上市費用淨利潤上升69%**。海底撈淨利潤同比增長60%，比彭博/招銀國際預測高出2%。撇除上市相關費用（8,600萬元人民幣，佔18財年總銷售0.5%），調整後淨利潤同比增長69%，較我們預期高4%。毛利率/經營利潤率下降0.4/1.9個百分點至59.1%/13.2%，主要受到18財年新開門店快速增長71%（17財年只增長55%）所影響。但淨利率可穩定在9.7%，主要受到三項因素支持：1）嚴謹的成本控制（差旅及相關開支/其他開支較我們預測低17%/9%）；2）18財年下半年經營槓桿好於預期；3）17財年對少數股東權益的收購。
- ❖ **18財年下半年同店銷售增長領先同行，強勁的經營槓桿帶動稅前利潤同比增長60%**。18財年下半年公司同店銷售增長6%（招銀國際預測），上半年為6.4%，領先同業（肯德基2%、麥當勞約4.7%、合興下滑1%和呷哺呷哺2%（招銀國際估計））。在宏觀因素不明朗及國內行業疲弱下，整體餐飲銷售全年持續放緩（18財年1季度/2季度/3季度/4季度的增長為10.4%/9.5%/9.5%/8.8%），但海底撈的同店銷售增長仍保持韌力。此外，海底撈在18財年下半年實現了明顯的經營槓桿，其稅前利潤增長了60%，上半年只為17%。我們認為是歸因於1）毛利率下半年同比趨平，相對上半年的同比下滑；2）下半年翻桌率增長2%至5.1次，相對上半年下降2%至4.9次；以及3）下半年平均售價錄得4%增長至105元人民幣，上半年只增長3.4%至100元人民幣。
- ❖ **經營利潤率拐點出現，隨門店增加的拖累減低而回升**。即使門店增長在18財年下半年依然快速，達到71%，甚至比上半年的68%更快，但經營利潤率在下半年仍然能環比上升2個百分點至14.1%。我們預期新店的佔比將在18-19財年間達到高峰後，相信新店增加對利潤率的攤薄會逐步減少。平均每家店的銷售下滑幅度，亦由18財年上半年的下滑8.3%及17財年的下滑12.3%，改善至18財年下半年的下滑4.7%。
- ❖ **19財年門店擴張應保持快速**。雖然海底撈沒有說明19財年的開店目標，但我們測算有可能是200家以上的（招銀國際預測為261家，有約56%同比增長），考慮到，截止至19年的3月，公司已有超過400名儲備店長及約200家已簽租賃合同但尚未開業的門店。
- ❖ **進軍快速餐飲業務**。海底撈以2.041億元人民幣收購了董事長張勇先生的弟弟張頌軼先生擁有的“U鼎”品牌，這是一家經營四川食品冒菜的餐廳。管理層相信速食行業具有可觀的發展潛力，並對海底撈的1）創新能力，2）行業領先的標準與執行力，3）組織管理與激勵機制的設計能力以及4）供應鏈有相當信心，相信可複製至這個新的業務，並可忽略目前程度的虧損。
- ❖ **維持買入評級並上調目標價至27.58港元**。我們上調19/20財年每股盈利預測2.2%/0.4%，以反映1）18年略低於預期的銷售和門店擴張，但2）經營成本和員工成本控制有更好的改善，以及3）強勁的經營槓桿。我們的新目標價是基於45倍19財年預測市盈率或1.1倍PEG（受惠於強大執行力的體現，由35倍上調）。該公司目前的估值在38倍19年預測市盈率，而3年PEG只為0.9倍，對比國際同業/百勝中國的2.0/1.4倍PEG中位數，仍然吸引。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	10637	16,969	27,722	36,342	44,507
淨利潤 (百萬人民幣)	1,028	1,646	2,828	3,747	4,931
每股收益 (人民幣)	0.194	0.311	0.534	0.707	0.930
每股收益變動 (%)	-	60.2	71.8	32.5	31.6
市盈率 (x)	100.2	66.2	38.5	29.1	22.1
市帳率 (x)	94.4	12.6	9.1	6.7	5.0
股息率 (%)	0.7	0.4	0.5	0.7	0.9
平均股本回報率 (%)	110.4	33.9	27.6	26.7	22.5
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$27.58
(前目標價)	HK\$20.77
潛在升幅	+16.8%
當前股價	HK\$23.25

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

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

#### 伍力恒

電話：(852) 3900 0881

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

#### 中國餐飲行業

市值(百萬港元)	123,775
3月平均流通量(百萬港元)	58.48
52周內股價高/低(港元)	24.2/15.5
總股本(百萬)	5,300.0

資料來源：彭博

#### 股東結構

張勇先生	44.02%
舒萍女士	13.66%
施永宏先生	13.66%
李海燕女士	13.66%
其他管理層	7.0%
自由流通	8.0%

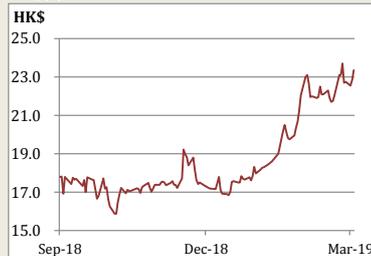
資料來源：HKEX

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.5%	2.3%
3-月	35.8%	20.4%
6-月	31.0%	26.9%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

圖 1：同業估值比較

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>																			
Haidilao International Holdi	6862 HK	23.35	123,755	Dec-18	66.2	38.5	29.1	n/a	71.8	32.5	31.6	12.6	9.1	6.7	n/a	33.9	0.9	0.5	36.1
Xiabuxiabu Catering Managem	520 HK	14.44	15,544	Dec-17	30.0	27.6	22.4	n/a	15.4	23.5	21.9	6.4	5.7	5.0	n/a	22.6	1.4	1.6	16.8
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	19.96	11,687	Mar-18	23.6	22.2	20.5	25.4	13.7	8.7	10.7	3.7	3.4	3.3	3.8	15.0	2.0	4.1	5.2
Yihai International Holding	1579 HK	32.00	33,501	Dec-18	51.3	44.1	34.3	n/a	14.7	28.7	0.0	17.5	11.9	8.7	n/a	25.5	n/a	0.4	67.2
Yum China Holdings Inc	YUMC US	43.34	128,946	Dec-18	26.7	25.9	23.3	n/a	(8.8)	10.9	11.5	5.7	5.1	4.5	n/a	25.1	6.3	1.4	29.3
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	204.50	9,356	Dec-18	22.1	19.5	15.1	29.7	10.9	29.0	6.3	3.6	3.1	2.8	4.7	20.2	1.3	2.7	(0.7)
<b>Average</b>					<b>36.6</b>	<b>29.6</b>	<b>24.1</b>	<b>27.5</b>	<b>19.6</b>	<b>22.2</b>	<b>13.7</b>	<b>8.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>23.7</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>25.6</b>
<b>Median</b>					<b>28.3</b>	<b>26.7</b>	<b>22.8</b>	<b>27.5</b>	<b>14.2</b>	<b>26.1</b>	<b>11.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>23.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>23.0</b>
<b>Other H-shares Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	27.15	3,493	Mar-18	17.4	12.9	n/a	18.0	24.1	0.0	0.0	4.7	n/a	n/a	4.7	27.4	n/a	n/a	3.4
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.14	1,440	Dec-17	9.0	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.2	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(7.7)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.82	1,157	Mar-18	24.8	9.1	n/a	26.3	58.5	0.0	0.0	1.0	n/a	n/a	2.6	4.1	n/a	n/a	12.3
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.29	2,500	Dec-18	3.9	9.8	10.0	n/a	(6.0)	(1.7)	32.0	0.7	0.6	0.6	1.2	18.5	(0.5)	4.9	4.6
Tao Heung	573 HK	1.50	1,525	Dec-18	13.1	n/a	n/a	13.8	0.0	0.0	0.0	0.9	n/a	n/a	1.2	6.8	n/a	n/a	14.5
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.26	1,346	Dec-18	10.0	7.7	8.3	10.0	28.1	(9.8)	0.0	2.4	2.2	2.4	1.6	25.9	n/a	13.0	9.6
<b>Average</b>					<b>13.0</b>	<b>9.9</b>	<b>9.1</b>	<b>18.3</b>	<b>8.4</b>	<b>(1.9)</b>	<b>5.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>18.2</b>	<b>(0.5)</b>	<b>8.9</b>	<b>6.1</b>
<b>Median</b>					<b>11.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.1</b>	<b>18.0</b>	<b>12.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>22.2</b>	<b>(0.5)</b>	<b>8.9</b>	<b>7.1</b>
<b>International Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Yum! Brands Inc	YUM US	98.75	237,498	Dec-18	31.2	26.0	23.3	25.4	(20.6)	11.2	9.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(24.9)	1.7	7.4
Mcdonald's Corp	MCD US	187.48	1,126,188	Dec-18	25.3	23.1	21.3	22.8	6.9	8.1	7.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1	2.5	5.6
Starbucks Corp	SBUX US	72.96	712,164	Sep-18	28.3	26.8	24.0	27.8	(16.7)	11.6	13.4	n/a	n/a	n/a	23.3	n/a	14.8	2.0	13.3
Restaurant Brands Intern	QSR US	64.29	231,221	Dec-18	23.9	23.2	21.1	n/a	12.7	9.8	9.3	10.0	16.0	14.1	6.4	31.9	2.2	3.1	22.9
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	688.82	149,541	Dec-18	79.2	56.0	44.5	95.3	93.8	26.1	21.2	13.2	12.1	10.7	7.9	12.6	1.3	0.0	59.5
Darden Restaurants Inc	DRI US	119.10	115,458	May-18	21.6	20.6	18.4	24.8	20.5	11.8	7.5	6.4	6.2	5.4	4.2	30.6	1.6	2.5	19.3
Domino's Pizza Inc	DPZ US	245.40	79,094	Dec-18	29.5	26.2	22.4	32.6	8.5	17.0	16.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.9	1.1	(1.0)
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	72.96	47,323	Dec-18	26.8	24.6	22.6	26.9	8.0	8.6	6.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.2	2.1	13.8
Wendy's Co/The	WEN US	16.98	30,684	Dec-18	22.9	27.6	22.3	31.6	(68.1)	23.6	8.0	6.1	8.1	10.0	4.9	75.3	(1.1)	2.3	8.8
Jollibee Foods Corp	JFC PM	316.00	51,250	Dec-18	41.3	38.3	33.2	40.0	8.5	15.4	14.3	7.1	6.4	5.7	7.1	18.7	3.0	0.9	8.3
<b>Average</b>					<b>33.0</b>	<b>29.2</b>	<b>25.3</b>	<b>36.4</b>	<b>5.4</b>	<b>14.3</b>	<b>11.4</b>	<b>8.6</b>	<b>9.8</b>	<b>9.2</b>	<b>9.0</b>	<b>33.8</b>	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>	<b>15.8</b>
<b>Median</b>					<b>27.5</b>	<b>26.1</b>	<b>22.5</b>	<b>27.8</b>	<b>8.3</b>	<b>11.7</b>	<b>9.5</b>	<b>7.1</b>	<b>8.1</b>	<b>10.0</b>	<b>6.8</b>	<b>30.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>11.0</b>
<b>A-shares Restaurants and Food Ingredients</b>																			
Foshan Haitian Flavouring-A	603288 CH	81.48	256,805	Dec-18	50.2	42.5	35.4	35.6	16.8	19.9	20.2	15.9	13.1	10.9	10.5	34.1	2.2	1.4	18.4
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	23.40	33,852	Dec-18	19.3	12.9	14.0	n/a	47.6	(7.9)	54.9	4.1	3.1	2.6	3.5	16.4	0.5	1.4	41.5
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	27.45	26,402	Dec-18	26.4	21.7	18.5	32.1	20.2	17.3	13.5	5.3	4.3	3.6	4.4	21.1	1.3	1.6	8.8
Meihua Holdings Group Co-A	600873 CH	5.42	19,662	Dec-18	16.9	13.4	11.3	31.2	24.7	18.6	41.9	1.8	n/a	n/a	2.3	11.0	0.5	n/a	28.4
Guangzhou Restaurant Group	603043 CH	28.99	13,670	Dec-17	26.3	28.0	23.1	n/a	16.9	21.0	24.4	6.3	5.9	5.0	n/a	25.7	1.3	1.3	7.1
China Quanjude Group Co Lt	-/002186 CH	12.81	4,612	Dec-18	54.1	27.0	44.2	47.1	97.7	(38.9)	0.0	2.6	n/a	n/a	4.1	4.8	n/a	n/a	12.6
Xi'An Catering Co Ltd-A	000721 CH	6.27	3,652	Dec-18	331.5	40.5	n/a	n/a	703	0.0	0.0	4.7	n/a	n/a	5.1	1.4	n/a	n/a	57.9
<b>Average</b>					<b>75.0</b>	<b>26.5</b>	<b>24.4</b>	<b>36.5</b>	<b>132.5</b>	<b>4.3</b>	<b>22.1</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>	<b>16.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>25.0</b>
<b>Median</b>					<b>26.4</b>	<b>27.0</b>	<b>20.8</b>	<b>33.9</b>	<b>24.7</b>	<b>17.3</b>	<b>20.2</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>16.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>18.4</b>
<b>H-shares Consumer Staples</b>																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.82	33,777	Dec-18	28.1	24.3	21.8	38.4	14.3	11.5	1.7	2.2	2.1	2.0	1.9	7.9	2.7	3.2	15.0
Tingyi (Cayman Islnd) Hldg Co	322 HK	12.22	68,652	Dec-18	23.9	21.8	19.9	32.3	7.9	9.3	6.4	3.0	2.8	2.6	3.2	12.9	2.8	2.9	16.8
Want Want China Holdings Lt	151 HK	6.49	80,796	Mar-18	21.6	20.3	19.2	20.2	9.1	5.6	9.7	5.1	4.3	3.9	n/a	24.2	2.5	2.6	18.4
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	26.50	104,088	Dec-17	35.7	29.6	22.8	n/a	47.7	29.8	19.0	3.8	3.5	3.1	2.7	11.0	0.9	0.8	8.6
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	35.10	55,929	Dec-17	27.2	27.5	25.6	33.7	18.6	7.4	10.7	2.2	2.3	2.1	3.3	8.2	2.3	1.5	11.1
Vitasoy Intl Holdings Ltd	345 HK	37.35	39,650	Mar-18	55.9	51.4	44.3	32.5	30.8	16.1	23.4	13.3	11.9	10.6	6.8	25.2	2.2	1.1	25.1
China Resources Beer Holding	291 HK	30.95	100,407	Dec-18	89.5	42.4	30.8	58.4	105.5	37.8	28.1	4.6	4.3	3.9	3.0	5.2	0.8	0.9	13.2
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.86	80,248	Dec-18	18.8	16.1	14.2	n/a	13.7	13.2	2.2	4.5	4.0	3.6	n/a	25.5	1.7	3.5	1.2
<b>Average</b>					<b>37.6</b>	<b>29.2</b>	<b>24.8</b>	<b>35.9</b>	<b>30.9</b>	<b>16.3</b>	<b>12.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>15.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>13.7</b>
<b>Median</b>					<b>27.7</b>	<b>25.9</b>	<b>22.3</b>	<b>33.1</b>	<b>16.4</b>	<b>12.3</b>	<b>10.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>12.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>14.1</b>

資料來源：彭博，招銀國際研究預測，截止至2019年3月25日

## 利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>10,637</b>	<b>16,969</b>	<b>27,722</b>	<b>36,342</b>	<b>44,507</b>
中國 - 一線城市	2,959	4,036	6,117	8,197	10,222
中國 - 二線城市	5,231	7,795	12,560	16,087	19,444
中國 - 三線及以下城市	1,518	3,379	6,210	8,257	10,123
中國內地以外	703	1,323	2,099	2,838	3,535
會員積分計劃	(24)	(40)	(43)	(45)	(47)
外賣業務	219	324	508	643	774
調味品和食材產品	30	154	270	365	456
銷售成本	(4,313)	(6,935)	(11,280)	(14,824)	(18,110)
<b>毛利</b>	<b>6,324</b>	<b>10,034</b>	<b>16,442</b>	<b>21,518</b>	<b>26,397</b>
其他收入	86	66	116	153	142
員工成本	(3,120)	(5,016)	(8,219)	(10,726)	(12,892)
物業租金及相關開支	(415)	(685)	(1,084)	(1,445)	(1,691)
水電開支	(349)	(595)	(943)	(1,199)	(1,469)
折舊和攤銷	(360)	(689)	(1,044)	(1,384)	(1,674)
差旅和相關開支	(120)	(159)	(277)	(363)	(445)
其他經營費用	(445)	(746)	(1,192)	(1,526)	(1,780)
<b>息稅前收益</b>	<b>1,602</b>	<b>2,209</b>	<b>3,800</b>	<b>5,027</b>	<b>6,588</b>
聯營公司	0	28	8	9	10
其他收益和虧損	26	18	14	11	13
淨融資成本	(4)	7	41	72	125
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>1,625</b>	<b>2,262</b>	<b>3,863</b>	<b>5,119</b>	<b>6,737</b>
所得稅	(431)	(613)	(1,024)	(1,357)	(1,785)
非控制股東權益	(166)	(3)	(12)	(15)	(20)
<b>淨利潤</b>	<b>1,028</b>	<b>1,646</b>	<b>2,828</b>	<b>3,747</b>	<b>4,931</b>
<b>調整後淨利潤</b>	<b>1,028</b>	<b>1,646</b>	<b>2,828</b>	<b>3,747</b>	<b>4,931</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>2,274</b>	<b>6,209</b>	<b>7,945</b>	<b>8,933</b>	<b>9,271</b>
物業、廠房及設備	2,085	4,000	5,741	6,731	7,070
無形資產和商譽	11	52	39	28	17
聯營公司的權益	4	35	43	52	62
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	53	92	92	92	92
其他	121	1,966	1,966	1,966	1,966
<b>流動資產</b>	<b>1,462</b>	<b>5,736</b>	<b>7,544</b>	<b>11,428</b>	<b>17,393</b>
存貨	95	457	309	406	496
貿易及其他應收賬款	173	150	380	498	610
其他金融資產	864	899	1,339	1,692	2,027
受限制銀行結餘	48	111	111	111	111
現金及現金等價物	282	4,119	5,404	8,720	14,149
<b>流動負債</b>	<b>2,618</b>	<b>3,306</b>	<b>3,569</b>	<b>4,124</b>	<b>4,740</b>
貿易及其他應付賬款	679	1,636	2,099	2,754	3,370
即期稅項	80	161	161	161	161
銀行借款	348	410	410	410	410
遞延收入	309	506	506	506	506
其他	1,203	593	393	293	293
<b>非流動負債</b>	<b>27</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
帶息借款	9	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
其他應付款項和應計費用	-	-	-	-	-
衍生金融工具	-	-	-	-	-
遞延稅項	13	2	2	2	2
其他	4	7	7	7	7
<b>資產淨額</b>	<b>1,091</b>	<b>8,630</b>	<b>11,911</b>	<b>16,228</b>	<b>21,915</b>
<b>非控股權益</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>-</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>1,089</b>	<b>8,625</b>	<b>11,908</b>	<b>16,221</b>	<b>21,915</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前收益</b>	<b>1,602</b>	<b>2,209</b>	<b>3,800</b>	<b>5,027</b>	<b>6,588</b>
折舊和攤銷	360	689	1,044	1,384	1,674
營運資金變動	(110)	537	(59)	86	80
稅務開支	(468)	(613)	(1,024)	(1,357)	(1,785)
其他	16	38	58	86	139
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>1,400</b>	<b>2,861</b>	<b>3,819</b>	<b>5,227</b>	<b>6,696</b>
購置固定資產	(1,243)	(2,630)	(2,772)	(2,362)	(2,003)
聯營公司	(4)	-	-	-	-
其他	(318)	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,565)</b>	<b>(2,630)</b>	<b>(2,772)</b>	<b>(2,362)</b>	<b>(2,003)</b>
股份發行	0	3,015	-	-	-
淨銀行借貸	(221)	(557)	(200)	(100)	-
股息	-	752	456	566	749
其他	326	395	(17)	(14)	(13)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>105</b>	<b>3,606</b>	<b>238</b>	<b>451</b>	<b>736</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(60)</b>	<b>3,837</b>	<b>1,286</b>	<b>3,316</b>	<b>5,429</b>
<b>四川海處辦分行所用現金淨額</b>	<b>(32)</b>	-	-	-	-
年初現金及現金等價物	407	282	4,119	5,404	8,720
匯兌	(32)	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>282</b>	<b>4,119</b>	<b>5,404</b>	<b>8,720</b>	<b>14,149</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合（%）</b>					
中國 - 一線城市	27.8	23.8	22.1	22.6	23.0
中國 - 二線城市	49.2	45.9	45.3	44.3	43.7
中國 - 三線及以下城市	14.3	19.9	22.4	22.7	22.7
中國內地以外	6.6	7.8	7.6	7.8	7.9
會員積分計劃	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
外賣業務	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7
調味品和食材產品	0.2	0.9	1.0	0.9	1.1
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率（%）</b>					
毛利率	59.5	59.1	59.3	59.2	59.3
息稅前利潤率	15.1	13.0	13.7	13.8	14.8
稅前利潤率	15.3	13.3	13.9	14.1	15.1
淨利潤率	9.7	9.7	10.2	10.3	11.1
調整後淨利潤率	9.7	9.7	10.2	10.3	11.1
有效稅率	26.5	27.1	26.5	26.5	26.5
<b>增長（%）</b>					
收入	36.2	59.5	63.4	31.1	22.5
毛利	36.6	58.7	63.9	30.9	22.7
息稅前利潤	19.7	37.9	72.0	32.3	31.1
淨利潤率	39.8	60.2	71.8	32.5	31.6
調整後淨利潤	39.8	60.2	71.8	32.5	31.6
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	0.6	1.7	2.1	2.8	3.7
平均應收賬款周轉天數	4.1	3.5	5.0	5.0	5.0
平均應付賬款周轉天數	12.2	23.6	20.0	20.0	20.0
平均存貨周轉天數	6.1	14.5	10.0	10.0	10.0
<b>回報率（%）</b>					
平均股本回報率	110.4	33.9	27.6	26.7	22.5
平均資產回報率	36.8	21.0	20.7	21.0	18.5
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.1939	0.3106	0.5335	0.7070	0.9304
調整後每股盈利(人民幣)	0.1939	0.3106	0.5335	0.7070	0.9304
每股股息(人民幣)	0.1704	0.0977	0.1213	0.1607	0.2115
每股賬面值(人民幣)	0.2058	1.6282	2.2473	3.0618	4.1350

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 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)發表于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并無直接或間接關係。

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)并没有在發表研究報告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)并没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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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。接收本報告之行爲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。