

大家樂集團(341 HK)

18 財年下半年利潤跌幅收窄，確認復蘇趨勢

- ❖ **員工成本仍對利潤承壓。**總收入同比增長 6.7% 至 84.27 億港元，其中香港速食增長 5.6%，香港休閒餐飲增長 11.1%，中國大陸業務增長 10%。核心純利按年下跌 9.1% 至 4.58 億港元。收入低於我們預測 1.4%，低於市場預期 0.2%。核心淨利潤低於我們預測 6.6%，低於市場預期 8.1%。業績低於預期主要由於員工成本增加（18 財年員工費用率上升 0.6ppt 至 31.6%）及租金上漲（租金費用率上升 0.4ppt 至 12.2%），因此毛利率同比下降 1ppt 至 12.4%。此外，由於股息預扣稅影響，所得稅同比增加 12.1%，因此核心淨利同比減少 9.1%。
- ❖ **18 財年下半年淨利潤跌幅收窄，顯露復蘇信號。**儘管全年業績弱於預期，但我們在 18 財年下半年看到復蘇趨勢，收入增長加速至 7.2%（而上半年為 6.2%），毛利率於下半年上升至 12.8%（上半年為 11.9%），淨利潤跌幅從 18 財年上半年-11.3% 收窄至下半年-7.2%，員工費用率下降至 31.3%，租金成本趨於穩定，這應證了我們此前對下半年復蘇趨勢的預估。我們仍然堅持之前的觀點，大家樂 19 財年將扭轉盈利下滑局面，原因有 1) 18 財年利潤基數較低，2) 成本控制已開始實施，3) 後期經營杠杆效應。
- ❖ **香港速食業務增長放緩。**香港部分收入同比增長 6.3%，低於我們之前預期的 7.8%，主要因為大家樂香港速食同店銷售從 17 財年 4% 下降至 18 財年 3%。大家樂香港速食業務同比增長 5.6%，我們預計未來速食同店銷售和收入增長會加速，因為 1) 新的店內點單系統已推出，將提高店內整體效率，2) 遊客復蘇帶動香港餐飲行業增長加快。18 財年休閒餐飲業務增長 11.1%，主要由上海姥姥和米線陣帶動，年內上海姥姥新開 4 家店，米線陣新開 9 家店，這兩個休閒餐飲品牌深受客戶歡迎。我們相信多品牌策略將繼續支持大家樂香港業務未來獲得高單位數增長。
- ❖ **香港餐飲市場 2018 年一季度增速加快。**香港餐飲行業一季度同比增長 10%，主要由旅遊復蘇帶動，其中速食行業增長 5.8%，休閒中餐行業增長 10.9%。訪港旅客持續增長，一季度增長 9.6%，其中內地遊客增長 12.6%，主要由人民幣升值和消費者信心增強驅動。儘管近期人民幣存在貶值風險，但考慮到即將開通的城際高鐵和珠港澳大橋，我們預計訪港旅客將持續增加。我們認為旅遊和零售銷售復蘇將繼續支持本港餐飲行業增長，我們預計大家樂香港速食和休閒餐飲業務將受益於行業春風。
- ❖ **中國內地業務復蘇持續。**18 財年中國內地業務扭轉收入下滑趨勢，同比增長 10%（2017 財年收入下滑 12.5%），18 年財年下半年同比增長 12.9%，中國內地同店銷售提升至 12%（2017 財年為 6%）。除此之外，公司計畫加快在大灣區開店速度，19 財年預計內地開店超 20 家。考慮到本土化戰略持續生效，更多新門店開立以及更多門店參與線上外賣業務，我們認為大家樂中國內地業務將未來保持兩位數增長。
- ❖ **催化劑：**1) 經營杠杆浮現，2) 原材料成本下降。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	7,895	8,427	9,117	10,002	10,879
核心淨利潤(百萬人港元)	504	458	517	592	691
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
EPS 變動 (%)	-2.8	-9.4	12.8	14.6	16.8
市盈率 (x)	22.4	24.8	22.0	19.2	16.4
市帳率 (x)	3.3	3.2	3.3	3.2	3.0
股息率 (%)	4.2	6.0	4.1	4.7	5.5
權益收益率 (%)	14.4	12.8	15.0	16.5	18.4
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\$24.00
(前目標價)	HK\$26.90
潛在升幅	+23.0%
當前股價	HK\$19.52

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

餐飲行業

市值(百萬港元)	11,430
3 個月平均流通(百萬)	11.0
52 周內高/低(港元)	26.25/17.8
總股本(百萬)	585.5

資料來源：彭博

股東結構

Lo Tak Shing	15.66%
Lo Hoi Chun	11.59%
Matthews Intl capital	6.99%
流通股	65.76%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-1.4%	3.4%
3 月	-0.4%	2.9%
6 月	-9.6%	-8.9%

資料來源：彭博

股價表現



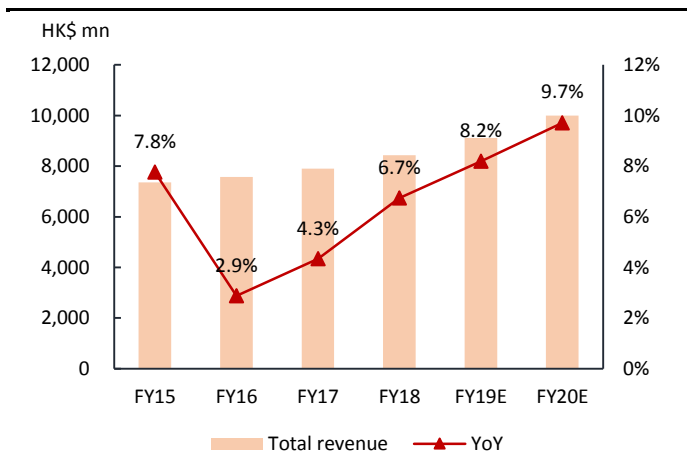
資料來源：彭博

審計師：PricewaterhouseCoopers

公司網站：www.cafedecoral.com

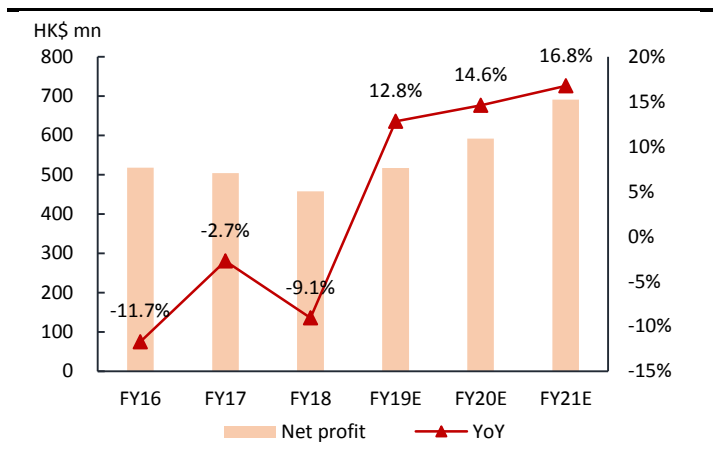
- ❖ 全年派息比例高達 148.3%，股息率達 6%。董事會建議派發末期股息每股 0.63 港元及派發特別股息 0.35 港元，對應的派息比率為 148.3%，全年股息率高達 6%。大家樂過去 3 年中一直維持這種豐厚的派息政策，派息比例維持在 90%。
- ❖ 維持買入評級，目標價降低至 24.0 港元。考慮到香港速食業務增長弱於預期，我們下調 19/20 財年收入預測-3.7%/-4.2%，對應 18-21 財年收入複合年增長率為 8.9%。面對日益增加的員工成本和更多新店開張，我們預計 19/20 財年員工總成本比上升 0.6ppt/0.7ppt，核心淨利潤預測分別降低-10.6%/-8.7%，對應 18-21 財年核心淨利複合增長率 14.7%。我們仍然認為大家樂將在 19 財年扭轉盈利下滑趨勢，因為 1) 總銷售增長將加速，2) 復蘇趨勢仍在持續，3) 經營杠杆預期呈現。大家樂目前 19 財年市盈率為 22 倍，低於過去 5 年平均市盈率 27 倍，我們認為大家樂仍被低估。我們新的目標價 24.0 港元基於 19 財年預測淨利 5.17 億港元及 27 倍市盈率得出，對應過去 5 年平均市盈率。

圖 1: 2018-21 財年收入預測 8.9% CAGR



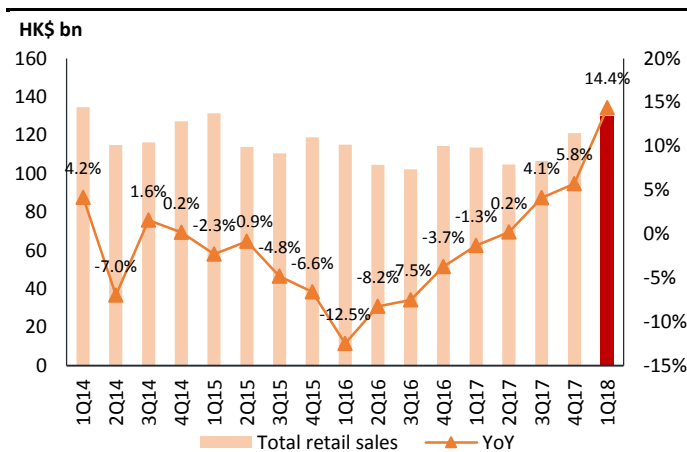
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 2018-21 財年淨利潤預測 14.7% CAGR



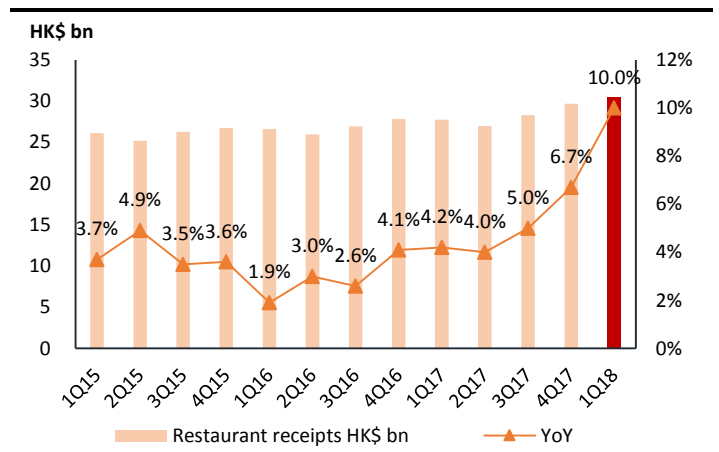
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 18 年一季度香港零售銷售增速至 14.4%



資料來源：香港統計局，招銀國際研究

圖 4: 18 年一季度香港餐飲銷售增速至 10%



資料來源：香港統計局，招銀國際研究

圖 5: 2018 財年業績變動

	1H17	1H18	按年變動	2H17	2H18	按年變動	2017	2018	按年變動	2018E	差距
	百萬元	百萬元		百萬元	百萬元		百萬元	百萬元		百萬元	
香港	3,374.6	3,579.8	6.1%	3,541.9	3,771.4	6.5%	6917	7351	6.3%	7456	-1.4%
大陸	511.0	548.3	7.3%	467.7	527.9	12.9%	979	1076	10.0%	1077	0.0%
總收入	3,885.6	4,128.1	6.2%	4,009.6	4,299.3	7.2%	7,895	8,427	6.7%	8,533	-1.2%
銷售成本	(3,367.6)	(3,638.3)	8.0%	(3,470.9)	(3,747.0)	8.0%	(6,838)	(7,385)	8.0%	(7,470)	-1.1%
毛利	518.1	489.9	-5.4%	538.7	552.2	2.5%	1,057	1,042	-1.4%	1,062	-1.9%
其他收入及收益	1.5	(12.3)	-912.9%	(24.7)	(1.4)	-94.3%	(23)	(14)	-40.8%	(17)	-17.1%
行政開支	(242.5)	(235.6)	-2.9%	(188.1)	(223.3)	18.7%	(431)	(459)	6.6%	(460)	-0.2%
經營溢利	277.1	242.0	-12.7%	326.0	327.6	0.5%	603	570	-5.6%	586	-2.8%
分占聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
非經營性項目	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
淨財務收入	4.3	6.4	47.2%	5.3	5.3	-0.1%	10	12	21.2%	9	31.8%
稅前利潤	281.4	248.4	-11.7%	331.3	332.8	0.5%	613	581	-5.1%	595	-2.3%
所得稅開支	(49.5)	(42.4)	-14.4%	(59.4)	(79.6)	34.0%	(109)	(122)	12.1%	(104)	17.2%
非控股權益	0.1	0.4	279.8%	(0.1)	0.8	-1143.2%	0	1	N/A	0	421.2%
淨利潤	231.9	205.7	-11.3%	272.0	252.4	-7.2%	504	458	-9.1%	490	-6.6%
核心淨利潤	231.9	205.7	-11.3%	272.0	252.4	-7.2%	504	458	-9.1%	490	-6.6%
毛利率	13.3%	11.9%	-1.4ppt	13.4%	12.8%	-0.6ppt	13.4%	12.4%	-1ppt	12.5%	-0.1ppt
經營利潤率	7.1%	5.9%	-1.2ppt	8.1%	7.6%	-0.5ppt	7.6%	6.8%	-0.8ppt	6.9%	-0.1ppt
核心淨利率	6.0%	5.0%	-1ppt	6.8%	5.9%	-0.9ppt	6.4%	5.4%	-1ppt	5.7%	-0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 預測更新

	FY19			FY20		
	Old	New	Change	Old	New	Change
	Rmb mn	Rmb mn		Rmb mn	Rmb mn	
香港	8,238.9	7,901.2	-4.1%	9,062.8	8,652.5	-4.5%
大陸	1,227.3	1,216.1	-0.9%	1,380.8	1,349.9	-2.2%
收入	9,466.2	9,117.3	-3.7%	10,443.5	10,002.3	-4.2%
銷售成本	(8,260.9)	(7,998.1)	-3.2%	(9,111.5)	(8,751.6)	-3.9%
毛利	1,205.3	1,119.2	-7.1%	1,332.1	1,250.7	-6.1%
其他收益	(12.6)	(12.6)	0.0%	(12.6)	(12.6)	0.0%
行政費用	(499.3)	(483.4)	-3.2%	(540.5)	(519.2)	-3.9%
經營利潤	693.4	623.2	-10.1%	779.0	719.0	-7.7%
淨財務收入	8.3	3.4	-59.7%	8.4	3.5	-58.8%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	701.7	626.6	-10.7%	787.4	722.5	-8.2%
所得稅開支	(122.8)	(109.7)	-10.7%	(137.8)	(130.0)	-5.6%
非控制股東權益	0.3	0.3	-10.7%	0.3	0.3	-8.2%
核心淨利潤	578.7	517.2	-10.6%	649.3	592.7	-8.7%
核心每股盈利 (人民)	1.00	0.89	-10.8%	1.12	1.02	-8.9%
毛利率	12.7%	12.3%	-0.4 ppt	12.8%	12.5%	-0.3ppt
經營利潤率	7.3%	6.8%	-0.5ppt	7.5%	7.2%	-0.3ppt
核心淨利率	6.1%	5.7%	-0.4ppt	6.2%	5.9%	-0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 同業估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	财政年度	市盈率(x)				EPS			每股盈利增长(%)			市帐率(x)				ROE(%)	3年 PEG(x)	股息率 (%)	年初至今表 现(%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
港股餐饮																						
大家乐	341 HK	19.02	11,137	31/3/2017	24.7	20.2	18.5	25.4	0.79	0.97	1.06	22.2	9.5	0.0	3.2	3.2	3.1	3.8	13.0	N/A	4.3	(9.0)
大快活	52 HK	30.00	3,834	31/3/2017	17.8	15.2	12.6	17.4	1.61	2.01	2.43	24.5	20.9	0.0	5.5	N/A	N/A	4.5	31.8	N/A	N/A	(4.4)
翠华控股	1314 HK	1.13	1,595	31/3/2017	15.8	13.5	12.0	29.1	0.06	0.08	0.09	24.8	12.5	0.0	1.3	N/A	N/A	3.4	8.3	N/A	N/A	(5.3)
呷哺呷哺	520 HK	14.68	15,749	31/12/2017	33.7	26.1	20.9	N/A	0.45	0.63	0.78	37.6	24.8	23.3	7.1	5.8	4.8	N/A	22.7	0.9	1.5	2.2
颐海国际	1579 HK	12.36	12,940	31/12/2017	48.4	36.4	27.7	N/A	0.31	0.44	0.57	40.4	31.2	21.3	9.1	7.1	5.7	N/A	18.8	1.2	0.8	109.1
味千(中国)	538 HK	3.91	4,268	31/12/2017	N/A	10.9	9.9	N/A	(0.52)	0.29	0.32	(155.8)	10.3	18.8	1.0	0.9	0.8	1.6	(16.0)	(0.1)	3.8	(16.7)
稻香控股	573 HK	1.41	1,433	31/12/2017	15.2	N/A	N/A	15.8	0.09	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.8	N/A	N/A	1.7	5.1	N/A	N/A	(4.3)
合兴集团	47 HK	0.19	1,913	31/12/2017	10.6	N/A	N/A	23.3	0.02	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	2.8	N/A	N/A	3.6	28.9	N/A	N/A	(16.6)
平均					23.8	20.4	16.9	22.2	0.4	0.7	0.9	(0.8)	13.7	7.9	3.9	4.3	3.6	3.1	14.1	N/A	2.6	6.9
中值					17.8	17.7	15.5	23.3	0.2	0.5	0.7	23.3	11.4	0.0	3.0	4.5	3.9	3.5	15.9	N/A	2.6	(4.8)

公司	代码	股价 人民币	市值 百万人民币	财政年度	市盈率(x)				EPS			每股盈利增长(%)			市帐率(x)				ROE(%)	3年 PEG(x)	股息率 (%)	年初至今表 现(%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
A股餐饮公司																						
全聚德	002186 CH	15.06	5,801	31/12/2017	32.2	28.5	26.3	47.2	0.51	0.61	0.66	19.8	8.5	7.4	2.9	N/A	N/A	4.8	9.1	2.4	N/A	(18.5)
西安饮食	000721 CH	4.98	3,104	31/12/2017	N/A	94.8	94.8	N/A	(0.03)	0.05	0.05	(292.5)	0.0	0.0	2.9	N/A	N/A	5.0	(1.6)	N/A	N/A	(32.9)
广州酒家	603043 CH	19.24	9,706	31/12/2017	25.5	22.6	19.0	N/A	1.04	1.23	1.46	18.3	18.9	21.0	5.4	4.4	3.5	N/A	25.7	1.2	N/A	16.8
平均					28.8	48.6	46.7	47.2	0.51	0.63	0.72	(84.8)	9.1	9.5	3.7	4.4	3.5	4.9	11.1	N/A	N/A	(11.5)
中值					28.8	28.5	26.3	47.2	0.51	0.61	0.66	18.3	8.5	7.4	2.9	4.4	3.5	4.9	9.1	N/A	N/A	(18.5)

公司	代码	股价 本币	市值 百万本币	财政年度	市盈率(x)				EPS			每股盈利增长(%)			市帐率(x)				ROE(%)	3年 PEG(x)	股息率 (%)	年初至今表 现(%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
境外餐饮公司																						
百胜全球餐饮	YUM US	86.60	223,247	31/12/2017	23.7	23.6	20.9	24.4	30.08	26.76	30.11	(11.0)	12.5	11.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.6	1.8	(1.5)
麦当劳	MCD US	162.6	1,003,049	31/12/2017	23.8	21.5	19.9	21.6	50.11	60.12	64.90	20.0	7.9	8.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.8	2.5	(4.4)
星巴克	SBUX US	59.83	660,153	1/10/2017	21.7	21.1	19.1	30.4	15.48	19.03	21.10	22.9	10.9	14.9	15.0	13.4	35.9	13.2	85.1	1.3	2.5	(10.8)
Restaurant Brands	QSR US	54.42	198,310	31/12/2017	28.9	22.7	20.9	N/A	20.57	21.01	22.79	2.1	8.5	11.5	7.1	9.5	8.8	N/A	37.6	3.1	2.9	(1.2)
温迪快餐	WEN US	17.32	32,551	31/12/2017	39.8	32.4	26.7	34.7	6.16	4.39	5.33	(28.7)	21.4	22.7	9.4	10.4	12.0	4.2	38.8	15.7	1.9	10.4
百胜中国	YUMC US	40.73	123,391	31/12/2017	24.4	25.1	22.6	N/A	8.10	12.65	14.07	56.1	11.2	12.8	5.0	4.8	4.2	N/A	N/A	1.0	1.2	1.1
达美乐披萨	DPZ US	237.16	80,184	31/12/2017	44.2	35.2	30.4	32.3	47.15	65.21	75.51	38.3	15.8	18.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.5	0.7	54.7
美食达人	2723 TT	367.00	16,000	31/12/2017	25.6	22.4	18.4	35.2	3.04	3.47	4.23	14.1	21.8	20.4	5.2	4.7	4.1	4.7	22.5	1.2	2.0	(23.6)
王品	2727 TT	126.00	2,595	31/12/2017	18.2	14.8	14.1	96.2	1.54	1.72	1.80	11.6	4.8	0.0	2.0	2.0	1.9	4.8	11.1	N/A	4.9	(27.6)
吉野家	9861 JP	2084.00	9,934	28/2/2018	96.4	96.1	74.8	91.2	1.62	1.65	2.11	1.7	28.4	15.7	2.5	2.5	2.5	1.7	2.6	6.5	0.9	16.5
摩斯食品服务	8153 JP	3285.00	7,696	31/3/2017	40.9	40.4	38.3	53.1	5.65	5.75	6.07	1.9	5.5	4.2	2.1	N/A	N/A	1.9	5.3	10.5	0.9	(4.8)
平均					35.2	32.3	27.8	46.6	17.2	20.2	22.5	11.7	13.5	12.8	6.0	6.7	9.9	5.1	29.0	N/A	2.0	0.8
中值					25.6	23.6	20.9	34.7	8.1	12.7	14.1	11.6	11.2	12.8	5.1	4.8	4.2	4.5	22.5	N/A	1.9	(1.5)

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:3月31日(百萬港元)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	7,895.3	8,427.4	9,117.3	10,002.3	10,878.6
香港	6,916.5	7,351.2	7,901.2	8,652.5	9,366.8
大陸	978.7	1,076.2	1,216.1	1,349.9	1,511.8
銷售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,998.1)	(8,751.6)	(9,474.7)
毛利	1,056.8	1,042.1	1,119.2	1,250.7	1,403.9
其他收益淨額	(23.1)	(13.7)	(12.6)	(12.6)	(12.6)
存貨成本	(430.6)	(458.8)	(483.4)	(519.2)	(551.4)
息稅前收益	603.1	569.6	623.2	719.0	839.9
應佔聯營公司利潤	-	-	-	-	-
淨財務收入/(支出)	9.6	11.7	3.4	3.5	3.6
非經常性收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	612.7	581.2	626.6	722.5	843.5
所得稅	(108.8)	(121.9)	(109.7)	(130.0)	(151.8)
非控制股東權益	0.0	1.2	0.3	0.3	0.3
淨利潤	503.8	458.1	516.7	592.1	691.4
核心淨利潤	503.8	458.1	516.7	592.1	691.4
息稅折攤前收益	915.8	914.0	971.6	1,079.0	1,231.3

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	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	3,160.9	3,241.9	3,393.4	3,558.7	3,740.8
物業、廠房及設備	1,943.6	2,020.9	2,180.3	2,349.1	2,534.6
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
流動資產	1,275.9	1,374.4	1,119.8	1,187.8	1,266.7
現金及現金等值物	790.0	801.2	559.6	576.6	605.8
應收貿易款項	97.3	191.5	112.4	123.3	134.1
存貨	240.2	234.4	284.9	311.7	337.5
可供出售投資	-	-	-	-	-
其他流動資產	148.4	147.4	162.9	176.2	189.3
流動負債	845.9	955.6	984.2	1,075.1	1,164.3
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易及其他賬款	820.2	914.4	943.1	1,033.9	1,123.2
遞延稅款	25.7	41.1	41.1	41.1	41.1
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	99.8	87.3	87.3	87.3	87.3
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
淨資產總值	3,491.1	3,573.5	3,441.7	3,584.1	3,755.9
少數股東權益	3.7	3.8	4.1	4.4	4.7
股東權益	3,487.4	3,569.7	3,437.6	3,579.8	3,751.2

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結: 3月31日 (百萬港元)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
稅前收益	612.7	581.2	626.6	722.5	843.5
折攤和攤銷	309.0	340.7	344.6	356.5	388.1
營運資金變動	2.4	(2.6)	41.6	39.8	39.6
稅務開支	(79.4)	(121.9)	(109.7)	(130.0)	(151.8)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(3.4)	(3.5)	(3.6)
其他	40.7	49.2	47.8	46.1	48.5
經營活動所得現金淨額	875.8	835.0	947.7	1,031.4	1,164.2
資本開支	(595.7)	(462.0)	(528.8)	(550.1)	(598.3)
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	3.4	3.5	3.6
投資活動所得現金淨額	(592.6)	(349.6)	(513.2)	(534.4)	(582.4)
發行新股	25.7	-	-	-	-
回購	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(676.1)	(480.0)	(552.6)
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(661.8)	(474.2)	(676.1)	(480.0)	(552.6)
現金淨變動	(378.6)	11.2	(241.7)	17.0	29.2
年初現金及現金等值物	1,186.6	790.0	801.2	559.6	576.6
匯兌差額	(18.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	790.0	801.2	559.6	576.6	605.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結: 3月31日	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
香港	87.6	87.2	86.7	86.5	86.1
大陸	12.4	12.8	13.3	13.5	13.9
銷售成本	(86.6)	(87.6)	(87.7)	(87.5)	(87.1)
毛利	13.4	12.4	12.3	12.5	12.9
盈利能力比率 (%)					
息稅折攤前利潤率	11.6	10.8	10.7	10.8	11.3
稅前利率	7.8	6.9	6.9	7.2	7.8
淨利潤率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.4
核心淨利潤率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.4
有效稅率	17.8	21.0	17.5	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	4.3	6.7	8.2	9.7	8.8
息稅折攤前利潤	(0.3)	(0.2)	6.3	11.1	14.1
經營利潤	(2.0)	(5.6)	9.4	15.4	16.8
淨利潤	(2.7)	(9.1)	12.8	14.6	16.8
核心淨利潤	(2.7)	(9.1)	12.8	14.6	16.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1
平均應收賬款周轉天數	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均應付賬款周轉天數	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
回報率 (%)					
資本回報率	14.4	12.8	15.0	16.5	18.4
資產回報率	11.4	9.9	11.4	12.5	13.8
每股數據					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.80	0.92	1.07
每股帳面值(港元)	6.00	6.14	5.91	6.16	6.45

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。