

# 大家乐 (341 HK)

## 工资补贴抵销了行业下行的压力

我们相信，因为疫情的关系，公司反而可以抢占更多市场份额。香港疫情最坏的情况应该很快会过去，中国大陆的销售也将强劲反弹。但最新行业数据显示，香港餐饮销售是不及预期，因此我们将 21/22/23 财年预测每股收益下调 7%/16%/15%。维持买入评级，并将目标价下调至 18.37 港元，基于 24 倍 22 财年预测市盈率（此前为 19 倍 21 财年预测市盈率，我们预计公司作为行业龙头因为受惠于行业整合，估值有望上调），其 5 年平均为 21 倍。

- **香港餐饮业仍然承压，快餐业也不例外。**根据香港政府统计处资料，三季度香港餐饮销售同比下降 35%，而二季度/一季度分别下降 26%/33%。尽管快餐店销售下降 23%（中餐馆/非中餐馆分别下降 47%/31%），更具韧性，但仍较二季度/一季度下降 21%/18% 的情况恶化。
- **因此，我们预计 21 财年上半年业绩比较疲弱。**我们预计公司 21 财年上半年的销售同比下降 16%，比 20 财年下半年的下降 14% 之后更疲弱。我们还预计 21 财年上半年净利润增长 86%，主要由于免税的保就业补贴。剔除补贴，我们预计 21 财年上半年将录得净亏损 4,200 万港元，比 20 是财年下半年净亏损 7,600 万港元有所改善，这得益于员工成本的积极调整和一些短期的租金减免。
- **香港市场：未来的基数比较低，行业整合亦会加剧。**尽管 20 年 7 月至 9 月业绩依然疲弱，但我们仍对公司 21 财年下半年前景持乐观态度，主要由于：1) 去年由于社会动荡引致的低基数；2) 限聚令未来进一步放松，像堂食时间延长至午夜，每张餐桌最大人数从 4 人增加到 6 人，以及 3) 未来几个的进一步市场整合，因为一旦保就业补助在 2020 年 11 月到期，更多的小餐馆可能会倒闭。
- **中国大陆市场：健康复苏。**我们预计 21 财年上半年中国销售将仅同比下降 3%，高于 20 财年下半年下降 15% 的水平，也远好于行业 12% 的降幅。公司在中国的门店扩张计划保持不变，我们预计在 21 财年会新开 13 家门店或 11% 的增长。
- **维持买入评级，下调目标价至 18.37 港元。**我们将 21/22/23 财年预测每股收益分别下调 7%/16%/15%，以考虑同店销售降幅更大，以及保就业补贴比预期多。我们维持买入评级，并将目标价下调至 18.37 港元，基于 24 倍 22 财年预测市盈率（此前为 19 倍 21 财年预测市盈率），我们认为：1) 最坏的时期应该很快过去，2) 市场对于三季度餐饮行业比较差是有一定预期的，3) 行业龙头估值有望上涨，因为投资者或将更多关注行业整合带来的积极影响。当前股价为 21 倍 21 财年预测市盈率，5 年平均为 21 倍。

### 财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	8,493.9	7,963.1	7,517.4	8,208.0	8,816.1
同比增长 (%)	0.8	(6.2)	(5.6)	9.2	7.4
净利润 (百万人民币)	569.9	73.6	541.9	445.1	519.0
每股收益 (人民币)	0.98	0.13	0.93	0.77	0.89
每股收益变动 (%)	24.3	(87.1)	635.9	(17.9)	16.6
市场预期每股收益 (人民币)	不适用	不适用	0.76	0.90	0.98
市盈率 (x)	16.4	127.2	17.3	21.0	18.0
市帐率 (x)	2.9	3.5	2.9	2.7	2.5
股息率 (%)	5.3	1.2	1.7	3.1	3.6
权益收益率 (%)	18.0	2.8	17.0	12.8	14.0
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	10.1	0.9	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$18.37
(此前目标价)	HK\$19.07
潜在升幅	+13.4%
当前股价	HK\$16.20

### 中国体育用品行业

#### 胡永匡

(852) 3761 8776  
walterwoo@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	9,488
3 月平均流通量(百万港元)	23.18
52 周内股价高/低(港元)	22.00/12.60
总股本(百万)	585.7

资料来源：彭博

#### 股东结构

罗德承	15.76%
罗开亲	11.61%
罗开光	11.00%
Invesco Hong Kong Ltd.	5.01%
自由流通	56.62%

资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.3%	-7.2%
3-月	1.6%	-0.3%
6-月	0.6%	-0.6%
12-月	-23.2%	-16.5%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

## 财务分析

### 利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售收入</b>	<b>8,494</b>	<b>7,963</b>	<b>7,517</b>	<b>8,208</b>	<b>8,816</b>
香港快餐餐饮及机构饮	6,264	5,939	5,493	5,970	6,385
香港休闲餐饮	906	779	709	769	823
香港其他	172	155	149	156	164
中国内地	1,152	1,090	1,166	1,312	1,443
<b>销售成本</b>	<b>(7,267)</b>	<b>(7,232)</b>	<b>(6,817)</b>	<b>(7,086)</b>	<b>(7,570)</b>
<b>毛利</b>	<b>1,227</b>	<b>731</b>	<b>701</b>	<b>1,122</b>	<b>1,246</b>
<b>其它收入</b>	<b>18</b>	<b>(41)</b>	<b>469</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>营运支出</b>	<b>(445)</b>	<b>(481)</b>	<b>(458)</b>	<b>(460)</b>	<b>(483)</b>
折旧和摊销	-	-	-	-	-
员工成本	-	-	-	-	-
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	-	-	-	-	-
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(445)	(481)	(458)	(460)	(483)
其它运营费用	-	-	-	-	-
<b>息税前收益</b>	<b>800</b>	<b>209</b>	<b>711</b>	<b>662</b>	<b>763</b>
融资成本净额	(99)	(94)	(108)	(119)	(130)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>700</b>	<b>114</b>	<b>602</b>	<b>543</b>	<b>633</b>
所得税	(128)	(40)	(60)	(98)	(114)
减: 非控制股东权益	2	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>570</b>	<b>74</b>	<b>542</b>	<b>445</b>	<b>519</b>

### 现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>息税前利润</b>	<b>800</b>	<b>209</b>	<b>711</b>	<b>662</b>	<b>763</b>
折旧和摊销	342	358	406	425	453
营运资金变动	23	(39)	(75)	30	24
已缴纳所得税	(116)	(112)	(60)	(98)	(114)
其它	845	1,001	18	20	22
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>1,893</b>	<b>1,417</b>	<b>1,000</b>	<b>1,041</b>	<b>1,148</b>
资本开支	(277)	(489)	(401)	(439)	(473)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	15	16	(108)	(119)	(130)
其它	63	38	(192)	933	933
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(199)</b>	<b>(434)</b>	<b>(701)</b>	<b>374</b>	<b>330</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(680)	(488)	(36)	(190)	(300)
其它	(952)	(973)	(933)	(933)	(933)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(1,632)</b>	<b>(1,461)</b>	<b>(969)</b>	<b>(1,123)</b>	<b>(1,233)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>63</b>	<b>(478)</b>	<b>(670)</b>	<b>292</b>	<b>246</b>
年初现金及现金等价物	801	836	345	(325)	(34)
汇兑	(29)	(12)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>836</b>	<b>345</b>	<b>(325)</b>	<b>(34)</b>	<b>212</b>

### 资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流动资产</b>	<b>5,662</b>	<b>5,346</b>	<b>6,470</b>	<b>6,489</b>	<b>6,513</b>
固定资产	1,532	1,609	2,718	2,739	2,766
无形资产和商誉	2	1	3	2	2
预付租金	-	-	70	68	65
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	4,128	3,736	3,680	3,680	3,680
<b>流动资产</b>	<b>1,303</b>	<b>875</b>	<b>232</b>	<b>558</b>	<b>843</b>
现金及现金等价物	836	345	-325	-34	212
存货	241	261	246	255	273
贸易和其他应收款	165	167	157	172	184
预付款	38	61	113	123	132
其它流动资产	23	41	41	41	41
<b>流动负债</b>	<b>1,681</b>	<b>1,616</b>	<b>1,568</b>	<b>1,633</b>	<b>1,696</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	220	172	162	169	180
应计费用和其他应付款	648	675	637	696	748
应付税款	39	13	13	13	13
其它流动负债	774	755	755	755	755
<b>非流动负债</b>	<b>2,104</b>	<b>1,934</b>	<b>1,934</b>	<b>1,934</b>	<b>1,934</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	45	49	49	49	49
递延所得税	28	29	29	29	29
其它	2,031	1,856	1,856	1,856	1,856
<b>少数股东权益</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>净资产总额</b>	<b>3,175</b>	<b>2,667</b>	<b>3,195</b>	<b>3,475</b>	<b>3,720</b>
<b>股东权益</b>	<b>3,175</b>	<b>2,667</b>	<b>3,195</b>	<b>3,475</b>	<b>3,720</b>

### 主要比率

年结:3月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售组合(%)</b>					
香港快餐餐饮及机构饮食	73.7	74.6	73.1	72.7	72.4
香港休闲餐饮	10.7	9.8	9.4	9.4	9.3
香港其他	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9
中国内地	13.6	13.7	15.5	16.0	16.4
<b>合计</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	14.4	9.2	9.3	13.7	14.1
经营利润率	9.4	2.6	9.5	8.1	8.7
税前利率	8.2	1.4	8.0	6.6	7.2
净利润率	6.7	0.9	7.2	5.4	5.9
有效税率	18.3	34.9	10.0	18.0	18.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(X)	1.3	1.8	6.8	2.9	2.0
速动比率(X)	0.6	0.4	-0.0	0.2	0.3
现金比率(X)	49.7	21.4	-20.8	-2.1	12.5
平均库存周转天数	12	13	13	13	13
平均应收款周转天数	7	8	8	8	8
平均应付帐款天数	11	9	9	9	9
债务/股本比率(%)	-	-	-	-	-
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	18.0	2.8	17.0	12.8	14.0
资产回报率	8.2	1.2	8.1	6.3	7.1
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.98	0.13	0.93	0.77	0.89
每股股息(人民币)	0.85	0.19	0.28	0.50	0.58
每股账面价值(人民币)	5.47	4.59	5.50	5.98	6.40

资料来源:公司及招银国际证券预测

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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。招银国际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。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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责任。任何使用本报告信息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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券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。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编制的报告。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。