

中國消費品行業

2019年行業增長將逐漸改善

- ❖ **看好中國餐飲：**受惠於刺激消費的政策推出及競爭有望減弱，2019 將會是更好的一年。我們預計中國餐飲銷售增長將在 2019 年逐漸改善，從 2019 年第一季度的同比增長 9.7% 上升至二至四季度的約 10%，原因是：1) 訂餐和外賣平台將重點從提升盈利轉變回積極增長，2) 政府加大力度刺激國內消費，3) 2018 年二至四季度是比較低的基數，以及 4) 價格戰/競爭或有所緩和，會利好平均銷售價格和毛利率。
- ❖ **下降趨勢開始逆轉，相比 2018 年四季度，2019 年首兩個月增長有所反彈。**2019 年首兩個月中國餐飲銷售增長同比反彈至 9.7%，而 2018 年四季度只為 8.8%。
- ❖ **2018 年回顧：訂餐和外賣增長放緩，宏觀需求減弱。**2018 年的中國餐飲銷售在逐漸放緩（一至四季度分別同比增長為 10.4%/9.5%/9.5%/8.8%），主要歸因於：1) 訂餐和外賣平台在減少對消費者的補貼，2) 很多餐廳選擇將提高了的平台傭金率轉嫁給客戶，因而推高了平均銷售價格和削弱了消費需求，以及 3) 經濟增長疲軟。
- ❖ **行業進一步整合，積極擴店的龍頭公司未來將體現更快速的增長。**我們認為龍頭公司正受惠於行業整合，並可望在 2018-21 年間享受高於同業的增長，原因包括：1) 更時尚的商店形象和更優質的產品和服務可吸引更多人流，2) 餐廳開店更為積極（即使在競爭日益激烈的環境下也在加速），因信譽良好的連鎖式品牌店更容易滲透到購物中心，3) 小型/區域性品牌逐漸被淘汰。我們預計百勝中國（YUMC US）/合興（47 HK）/味千（538 HK）的門店增長率將在 2019 年同比增長 7%/10%/12%（相對 2018 年的 6%/8%/9% 增長），而呷哺呷哺（520 HK）/海底撈（6862 HK）的增長也許不再加快，但增長仍然能保持快速，同比增長達到 18%/56%。
- ❖ **整體原材料成本在 2019 年呈上升趨勢，但仍在可控水平。**最近我們看到雞肉，豬肉和羊肉價格上漲，而牛肉價格略有下降，蔬菜和水產品價格則保持穩定。許多餐飲公司都指出，他們判斷到 2019 年會有潛在的成本壓力，所以都提前增加了庫存。例如，味千儲存了大量冷凍豬肉，而合興和海底撈則向供貨商加大採購數量。其他紓緩成本壓力的措施包括：1) 在產品和食品生產過程中以創新的方法來節省成本，例如百勝中國更充份地利用雞肉的所有部分，包括過去未使用的雞肉部份，2) 提高平均銷售價或打造更高端的菜單，藉此把成本轉嫁給客戶。
- ❖ **我們比較看好具備強大品牌和扎實擴張計劃的公司（尤其是門店增長在 2018 年已在加速的海底撈和呷哺呷哺）。**我們繼續看好海底撈和頤海，因公司增速快且增長相對確定，主要受惠於強勁需求但供應卻有限的模式。我們亦喜歡呷哺呷哺，因其從去年下半年開始成功加速擴店（2018 年 11 月至 12 月間一共開設越 100 家分店）。我們認為合興將享有更快的店鋪增長，但由於競爭激烈，同店銷售增長可能會持續疲弱。我們對味千最近的零售營運、菜單和商店裝潢升級改革保持謹慎態度，並期望公司在同店銷售增長方面能更持續。

主要同行估值表

公司	代碼	價格 港元/ 當地	評級	目標價 港元	市值 百萬元	歷史 財年	市盈率(倍) 當前 財年	明年 財年	股息率 (%)
海底撈	6862 HK	29.80	買入	34.56	157,940	84.4	49.2	37.1	0.4
頤海國際	1579 HK	35.40	無評級	-	37,060	56.8	45.1	34.3	0.7
大家樂	341 HK	19.06	買入	23.08	11,160	22.4	21.5	19.9	4.3
呷哺呷哺	520 HK	10.98	無評級	-	11,418	24.7	22.0	20.3	4.1
合興	47 HK	0.145	無評級	-	1,460	11.6	n/a	n/a	n/a
味千	538 HK	3.05	無評級	-	3,329	5.2	13.1	13.3	3.7
百勝中國	YUMC US	43.47	無評級	-	129,189	26.7	25.9	23.2	1.5
美食達人	2723 TT	209.00	無評級	-	9,559	22.9	20.0	15.4	2.6

資料來源：公司數據，彭博，招銀國際研究

同步大市

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國消費品行業

海底撈國際（6862 HK）的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

呷哺呷哺（520 HK）的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

味千（538 HK）的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 1：中國餐飲和食品調味品行業估值表

		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 (%)
Company	Ticker				FY0	FY1	FY2		FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2		FY0	FY1	FY1	
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Haidilao International Holdi	6862 HK	29.80	157,940	Dec-18	84.4	49.2	37.1	n/a	71.8	32.5	31.6	16.1	11.7	8.6	n/a	33.9	1.1	0.4	73.7
Xiabuxiabu Catering Managem	520 HK	13.38	14,403	Dec-18	26.3	22.2	17.9	21.0	17.1	24.0	19.8	5.5	4.7	4.0	4.1	21.9	1.1	2.0	8.3
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	19.50	11,418	Mar-18	23.0	21.7	20.0	25.4	13.7	8.7	10.7	3.6	3.3	3.2	3.8	15.0	2.0	4.2	2.7
Yihai International Holding	1579 HK	35.40	37,060	Dec-18	56.8	45.1	34.3	n/a	24.1	31.4	43.5	15.8	12.0	9.2	n/a	29.5	1.4	0.7	85.0
Yum China Holdings Inc	YUMC US	43.50	129,292	Dec-18	26.8	25.9	23.2	n/a	(8.7)	11.4	11.8	5.7	5.1	4.5	n/a	25.1	5.9	1.5	29.7
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	209.00	9,559	Dec-18	22.9	20.0	15.4	29.7	10.4	29.5	6.4	3.6	3.2	2.8	4.5	16.4	1.3	2.6	1.5
Average					40.0	30.7	24.7	25.4	21.4	22.9	20.6	8.4	6.7	5.4	4.1	23.6	2.1	1.9	33.5
Median					26.5	24.0	21.6	25.4	15.4	26.7	15.8	5.6	4.9	4.3	4.1	23.5	1.4	1.7	19.0
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	27.45	3,532	Mar-18	17.6	13.1	n/a	18.0	24.1	0.0	0.0	4.7	n/a	n/a	4.7	27.4	n/a	n/a	4.6
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.15	1,460	Dec-18	11.6	n/a	n/a	17.6	0.0	0.0	0.0	2.2	n/a	n/a	2.8	18.6	n/a	n/a	(6.5)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.79	1,115	Mar-18	23.9	8.8	n/a	26.3	58.5	0.0	0.0	1.0	n/a	n/a	2.6	4.1	n/a	n/a	8.2
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	3.05	3,329	Dec-18	5.2	13.1	13.3	n/a	(6.0)	(1.7)	32.0	0.9	0.8	0.7	1.2	18.5	(0.7)	3.7	39.3
Tao Heung	573 HK	1.49	1,515	Dec-18	13.0	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	13.7
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.37	1,464	Dec-18	10.9	8.4	9.0	10.0	28.1	(9.8)	0.0	2.5	2.4	2.6	1.8	22.4	n/a	11.9	19.1
Average					13.7	10.8	11.1	17.1	8.4	(1.9)	5.3	2.0	1.6	1.7	2.4	16.3	(0.7)	7.8	13.1
Median					12.3	10.9	11.1	17.6	12.1	0.0	0.0	1.6	1.6	1.7	2.2	18.5	(0.7)	7.8	11.0
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	100.33	240,712	Dec-18	31.7	26.3	23.7	25.4	(20.5)	11.1	10.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(35.9)	1.7	9.1
Mcdonald'S Corp	MCD US	188.66	1,132,394	Dec-18	25.4	23.2	21.5	22.8	6.8	8.1	7.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.2	2.5	6.2
Starbucks Corp	SBUX US	75.73	738,646	Sep-18	29.4	27.8	24.9	27.8	(16.8)	11.6	12.9	n/a	n/a	n/a	23.3	n/a	17.2	2.0	17.6
Restaurant Brands Intern	QSR US	65.88	237,813	Dec-18	24.5	23.7	21.6	n/a	12.9	9.9	9.0	10.3	16.4	14.4	6.4	31.9	2.2	3.0	26.0
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	708.12	153,983	Dec-18	81.4	57.2	45.2	95.3	94.9	26.5	20.6	13.6	12.5	11.0	7.9	12.6	1.3	0.0	64.0
Darden Restaurants Inc	DRI US	115.93	111,816	May-18	21.1	20.0	17.9	24.8	20.6	11.7	7.7	6.2	6.0	5.3	4.2	30.6	1.5	2.6	16.1
Domino'S Pizza Inc	DPZ US	254.97	82,116	Dec-18	30.6	27.2	23.3	32.6	8.2	17.0	17.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.9	1.0	2.8
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	74.66	48,369	Dec-18	27.4	25.1	23.1	26.9	8.0	8.7	6.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.2	2.0	16.4
Wendy'S Co/The	WEN US	18.33	33,090	Dec-18	24.8	29.8	24.1	31.6	(68.1)	23.5	10.2	6.5	8.8	10.8	4.9	75.3	(1.2)	2.1	17.4
Jollibee Foods Corp	JFC PM	317.20	52,226	Dec-18	41.4	38.3	33.2	40.0	9.8	15.3	15.0	7.2	6.4	5.7	7.1	18.7	2.9	0.9	8.7
Average					33.8	29.9	25.9	36.4	5.6	14.3	11.7	8.7	10.0	9.5	9.0	33.8	(0.4)	1.8	18.4
Median					28.4	26.8	23.5	27.8	8.1	11.7	10.5	7.2	8.8	10.8	6.8	30.6	2.1	2.0	16.3
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	86.41	272,361	Dec-18	53.2	44.9	37.6	35.6	17.2	19.2	20.2	16.8	13.9	11.6	10.5	34.1	2.4	1.3	25.6
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	26.38	38,166	Dec-18	21.7	12.7	12.2	n/a	68.9	3.8	9.2	4.2	3.4	2.8	3.5	21.5	0.5	1.3	59.5
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	28.23	27,154	Dec-18	27.2	22.7	19.3	32.1	17.6	17.9	14.9	5.4	4.4	3.8	4.4	21.1	1.4	1.5	11.9
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	5.62	20,389	Dec-18	17.5	13.9	11.7	31.2	24.7	18.6	41.9	1.9	n/a	n/a	2.3	11.0	0.5	n/a	33.2
Guangzhou Restaurant Group	603043 CH	28.45	13,416	Dec-17	25.8	27.8	23.1	n/a	15.4	20.4	21.4	6.2	5.8	4.9	n/a	25.7	1.5	1.2	5.1
China Quanjude Group Co Lt-/	002186 CH	13.34	4,803	Dec-18	56.4	21.9	23.0	47.1	153.9	(4.9)	0.0	2.7	n/a	n/a	4.1	4.8	n/a	n/a	17.2
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	5.81	3,384	Dec-18	307.2	37.5	n/a	n/a	703	0.0	0.0	4.4	n/a	n/a	5.1	1.4	n/a	n/a	46.3
Average					72.7	25.9	21.2	36.5	143.0	10.7	15.4	5.9	6.9	5.8	5.0	17.1	1.2	1.3	28.4
Median					27.2	22.7	21.1	33.9	24.7	17.9	14.9	4.4	5.1	4.3	4.2	21.1	1.4	1.3	25.6
H-shares Consumer Staples																			
Vitasoy Intl Holdings Ltd	345 HK	39.20	41,614	Mar-18	58.7	54.0	46.5	32.5	30.8	16.1	23.4	14.0	12.4	11.2	6.8	25.2	2.3	1.1	31.3
China Resources Beer Holding	291 HK	33.95	110,140	Dec-18	98.2	47.9	33.6	58.4	99.3	42.6	27.7	5.0	4.7	4.3	3.0	5.2	0.9	0.8	24.1
Want Want China Holdings Lt	151 HK	6.49	80,796	Mar-18	21.6	20.3	19.2	20.2	8.7	5.6	10.1	5.1	4.4	3.9	n/a	24.2	2.5	2.6	18.4
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	28.70	112,755	Dec-18	31.6	24.6	20.3	n/a	26.2	21.4	15.7	3.8	3.4	3.0	2.7	12.7	1.2	1.0	17.6
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	42.70	66,799	Dec-18	34.8	31.1	28.3	33.6	10.0	9.8	13.3	2.8	2.6	2.5	2.9	8.1	2.8	1.4	35.1
Uni-President China Holdings	220 HK	7.15	30,883	Dec-18	25.7	22.3	19.9	38.4	13.6	12.1	4.4	2.0	2.0	1.9	1.9	7.9	2.2	3.5	5.1
Tingyi (Cayman Isln) Hldg Co	322 HK	12.88	72,399	Dec-18	25.2	22.8	21.1	32.3	8.5	8.2	7.7	3.2	3.0	2.8	3.2	12.9	2.8	2.7	23.1
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.78	79,152	Dec-18	18.5	16.6	15.0	n/a	9.0	10.9	8.0	4.4	3.9	3.5	n/a	25.5	1.8	3.3	(0.2)
Average					39.3	30.0	25.5	35.9	25.8	15.9	13.8	5.0	4.5	4.1	3.4	15.2	2.1	2.0	19.3
Median					28.6	23.7	20.7	33.0	11.8	11.5	11.7	4.1	3.7	3.3	3.0	12.8	2.3	2.0	20.8

資料來源：彭博，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）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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

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。