

大家樂集團(341 HK)

香港和內地正走在復蘇的路上

❖ **首次覆蓋給予買入評級，目標價 26.90 港元。**我們相信大家樂會在 18 財年下半年開始復蘇，主要由於：1) 香港餐飲市場增長加快；2) 公司通過多品牌策略進入快速增長的休閒餐飲行業，以獲得更多的市場份額；3) 中國內地業務在好轉，4) 門店擴張速度加快，及 5) 19 財年公司經營利潤率預期改善。此外，大家樂擁有強勁的現金流和較高的股息收益率。我們預期公司未來三年銷售增長會加速，預計 17-20 財年收入複合年增速為 9.8%（對比 14-17 財年收入複合增速 5%），同時利潤下降趨勢會扭轉，預計 17-20 財年淨利潤複合增速 8.8%（對比 14-17 財年負 4.74%）。目前估值為 19 財年預測市盈率 19.1 倍，低於過去 5 年市盈率均值的 2 個標準差，目前估值十分吸引，我們認為公司有被市場重估的機會。我們首次覆蓋大家樂，給予買入評級，目標價 26.90 港元，該目標價是基於 27 倍的 19 財年預測市盈率，與過去 5 年歷史均值一致。

❖ **香港餐飲市場增長加速。**2017 年香港 GDP 同比增長 3.8%，香港零售銷售從 2016 年的衰退中復蘇，2017 年同比增長 2.2% 並於 2018 年 1 月/2 月分別錄得 4.2%/ 29.8% 的增速。此外，2017 年香港旅遊業開始復蘇，訪港旅客同比增長 3.2%（2016 年下降 4.5%）。2017 年，香港餐飲市場錄得 2013 年以來最快增速，同比增長 5%（2016 年增長 2.9%），其中 17 年第 3/4 季度分別實現 5.0%/ 6.6% 的顯著增長。我們認為香港經濟增長加速及旅遊業的復蘇將進一步推動 2018 年香港餐飲市場的增速。作為香港連鎖餐飲的龍頭，我們認為大家樂有機會受惠於行業的復蘇。

❖ **多品牌策略以獲得更多市場份額。**由於公司不斷致力於產品創新及經營效率的提高，公司香港速食業務收入增速一直高於整個餐飲市場行業增速。在維持香港速食市場龍頭地位的同時，公司逐步發展其他休閒餐品牌（如米線陣和上海姥姥），以進入快速增長的休閒餐飲市場。通過多品牌策略，公司可以獲得 1) 更好的租賃條件（公司的組合店可以獲得更高的議價能力，如位於銅鑼灣翡翠明珠廣場），2) 員工及供應鏈管理方面的協同效應。

❖ **中國內地業務在好轉。**18 財年上半年，中國內地業務同比增長 7.3%（對比 16 財年 9.2% 的下降，17 財年 12.5% 的下降），同店銷售增長錄得 15%（對比 17 財年上半年的 1.2%，17 財年的 6%），業務好轉由於 1) 管理團隊和功能表當地語系化調整，2) 線上外賣業務高速增長。目前，尚不到一半的內地門店提供線上外賣服務，未來隨著更多門店參與線上外賣業務，我們相信外賣有可能成為收入增長的主動力。

❖ **毛利率和經營利潤率預計於 19 財年得到改善，受益於收入增長加速和經營杠杆效應。**過去員工成本上升侵蝕了公司的利潤。由於最低工資持續增加以及更多新店鋪的招聘，我們預計員工成本 18/19 財年將繼續上升 1.1ppt/ 0.4ppt，由於集中採購的成本效益，我們預計原材料成本同比比下降 0.9ppt/ 1.1ppt。受同店銷售增長加快、店鋪擴張加速及未來經營杠杆效應，我們預計 18 財年毛利率/經營利潤率將下降至 12.5%/ 6.9%，19 財年反彈至 12.7%/ 7.3%。

❖ **我們預測 17 至 20 財年核心淨利潤複合年增長率為 8.8%。**我們預計 18/19/20 財年總收入將分別同比增長 8.1%/ 10.9%/ 10.3%，17 至 20 財年收入複合年增長率為 9.8%，核心淨利潤 18/19/20 財年分別同比增長 -2.7%/ 18%/ 12.2%，17 至 20 財年淨利潤複合年增長率為 8.8%。

❖ **股價催化劑：**1) 18 財年業績超预期；2) 原材料成本下降。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	7,567	7,895	8,533	9,466	10,444
核心淨利潤 (百萬元港元)	518	504	490	579	649
核心 EPS (港元)	0.90	0.87	0.84	1.00	1.12
EPS 變動 (%)	-11.8	-2.8	-2.9	18.0	12.2
市盈率 (x)	21.2	21.9	22.5	19.1	17.0
市帳率 (x)	3.1	3.2	3.1	3.0	2.9
股息率 (%)	4.3	4.3	4.0	4.7	5.3
權益收益率 (%)	14.6	14.4	13.9	15.8	17.1
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\$26.90
潛在升幅	+41.4%
當前股價	HK\$19.02

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)	11,137
3 個月平均流通(百萬)	16.99
52 周內高/低(港元)	26.8/18.98
總股本(百萬)	585.2

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	-3.4%	1.2%
3 月	-8.0%	-2.1%
6 月	-20.4%	-24.0%

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

投資要點

復蘇在路上

首次覆蓋，給予買入評級，目標價 26.90 港元

首次覆蓋給予買入評級，目標價 26.90 港元。我們相信大家樂會在 18 財年下半年開始復蘇，原因有：1) 香港餐飲市場增長加快；2) 公司通過多品牌策略進入快速增長的休閒餐飲行業，以獲得更多的市場份額；3) 中國內地業務在好轉，4) 門店擴張速度加快，以及 5) 19 財年公司經營利潤率預期改善。除此，大家樂擁有強勁的現金流和較高的股息率。我們預期公司未來三年銷售增長會加速，預計 17-20 財年收入複合年增速 9.8%（對比 14-17 財年收入複合增速 5%），利潤下跌趨勢會扭轉，預計 17-20 財年淨利潤複合增速 8.8%（對比 14-17 財年負 4.74%）。公司目前估值為 19 財年預測市盈率 19.1 倍，低於歷史 5 年均值的 2 個標準差，目前估值十分吸引力，我們認為公司有被市場重估的機會。我們首次覆蓋大家樂，給予買入評級，目標價 26.90 港元，該目標價是基於 27 倍的 19 財年預測市盈率，與過去 5 年歷史均值一致。

由於公司於香港餐飲市場的領先地位及過去一直維持高於行業的增速，公司的估值一直高於港股同業平均水準（19 財年預測市盈率 16 倍）。然而同境外上市同業估值水準相比（19 財年預測市盈率 30 倍），公司仍然處於一個較低水準。我們首次覆蓋大家樂，給予買入評級，目標價 26.90 港元，該目標價是基於 27 倍的 19 財年預測市盈率推導而來，與過去 5 年歷史均值一致。

香港經濟增長加速和香港旅遊業復蘇將推動 2018 年餐飲行業更快增長

2017 年，香港 GDP 同比增長 3.8%，香港零售銷售同比增長 2.2%，從 2016 年的衰退中復蘇，並於 2018 年 1 月/2 月分別錄得 4.2%/ 29.8% 的高速增長。此外，2017 年香港旅遊業開始復蘇，訪港旅客同比增長 3.2%（2016 年下降 4.5%）。2017 年，香港餐飲市場錄得 2013 年以來最快增速，同比增長 5%（對比 2016 年增長 2.9%），其中 2017 年第 3/4 季度分別實現 5.0%/ 6.6% 的顯著增長。我們認為香港經濟增長加速及旅遊業的復蘇將促進 2018 年香港餐飲市場更快增長。

公司香港速食業務增速一直高於香港餐飲行業增速，主要得益於公司持續不斷的產品創新、店鋪升級和店鋪效率提升

我們認為 18 財年下半年公司香港速食業務增長會加速，得益於 1) 公司持續不斷的產品創新和高性價比的食物，2) 進一步的店鋪升級，3) 新的銷售點系統及即將推出手機點單軟體都有助於提高門店的經營效率。我們認為公司速食業務未來會獲得更多市場份額。

公司通過多品牌策略進入快速增長的休閒餐飲市場，以期獲取更好的規模經濟效應

在保持香港速食市場龍頭地位的同時，公司正在開發其他品牌（如米線陣和上海姥姥），以進入快速增長的休閒餐飲市場。通過多品牌策略，公司可以獲得 1) 更好的租賃條件（公司的組合店可以獲得更高的議價能力，如位於銅鑼灣翡翠明珠廣場），2) 員工及供應鏈管理方面的協同效應。

受益於當地語系化戰略的實施及快速增長的線上外賣業務，中國內地業務正在好轉

18 財年上半年中國內地業務同比增長 7.3%（對比 16 財年 9.2% 的下降，17 財年 12.5% 的下降），主要由於 1）管理團隊和功能表當地語系化戰略取得初步成功，2）新推出的線上外賣業務獲得高速增長。同時公司錄得強勁的同店銷售增長 15%（17 財年上半年為 1.2%，17 財年為 6%），息稅前利潤率改善至 13.9%（17 財年上半年為 11.7%，17 財年為 13.4%）。我們認為中國內地業務已觸底反彈，我們預計 17 至 20 財年內地地區收入複合年增長率為 12.2%。截至目前，不足半數內地門店提供線上外賣服務，未來隨著更多門店參與線上外賣業務，我們相信外賣有可能成為收入增長的主動力。

香港和中國的網路擴張

公司將繼續進行新店擴張和老店翻新。我們預計 18/19/ 20 財年的淨新增門店數將分別為 22/30/30，較 15/16/17 財年的 7/4 / -7 淨增門店數明顯加速。我們認為，未來公司總關店數量將減少，淨新增門店數將增加。

經營業績穩定、防守型強、股息收益率良好

公司在香港經濟蕭條期表現出較強的防禦能力。無論經濟如何波動，公司收入均有穩定增長。受益於餐飲這種現金奶牛業務，公司過去一直維持較強勁的經營性現金流。此外，公司對股東十分慷慨，過去兩年股息收益率均在 4% 至 5%，派息比率約為 90%。我們認為公司表現較為突出，且一直保持良好的股息收益率。

毛利率和經營利潤率預計將從 19 財年得到改善，受益於收入增長加速和經營杠杆作用。由於員工成本占比從 15 財年的 27% 增加至 16/17 財年的 28.4%/ 31%，公司 16/17 財年淨利潤同比下降 11.7%/ 2.7%。由於最低工資持續的增加以及未來更多新店的招聘，我們認為員工成本占比 18/19 財年仍將上升 1.1ppt / 0.4ppt 至 32.1%/ 32.5%。然而，由於集中採購帶來的成本效應，我們預計原材料成本占比將從 17 財年的 30.7% 下降至 18/19 財年的 29.8%/ 28.7%。原材料成本占比的下降部分抵消了員工成本的增加。考慮到 18 財年上半年淨利潤下降 11.7% 以及員工成本的持續增加，我們預計公司毛利率/經營利潤率將在 18 財年下降 0.9ppt/0.7ppt 至 12.5%/ 6.9%，同時由於同店銷售增長加快、店鋪擴張加速及經營杠杆效應，毛利率/經營利潤率於 19 財年預計回升至 12.7%/ 7.3%。

我們預測 17 至 20 財年核心淨利潤複合年增長率為 8.8%

我們預計 18/19/20 財年總收入同比增長 8.1%/ 10.9%/ 10.3%，17 至 20 財年收入複合年增長率為 9.8%。由於上半年業績表現不佳及未來經營杠杆效應，我們預測 18/19/ 20 財年的核心淨利潤將分別增長 -2.7%/ 18%/ 12.2%，對應 17 至 20 財年 8.8% 複合年增長率。

投資風險

（1）匯率風險，如人民幣升值；（2）原材料、租金和員工成本大幅增加；（3）店鋪擴張速度低於預期。

估值

首次覆蓋，給予買入評級，目標價 26.90 港元

首次覆蓋給予買入評級，目標價 26.90 港元。我們相信大家樂會在 18 財年下半年開始復蘇，原因包括：1) 香港餐飲市場增長加快；2) 公司通過多品牌策略進入快速增長的休閒餐飲行業，以獲得更多的市場份額；3) 中國內地業務在好轉，4) 門店擴張速度加快，及 5) 19 財年公司經營利潤率預期改善。此外，大家樂擁有強勁的現金流和較高的股息收益率。

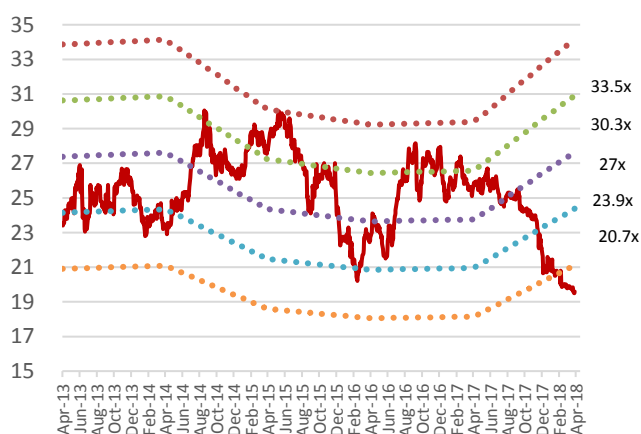
我們預期公司未來三年銷售增長會加速（預計 17-20 財年收入複合年增速 9.8%，對比 14-17 財年收入複合增速 5%），利潤下跌趨勢會扭轉（預計 17-20 財年淨利潤複合增速 8.8%，對比 14-17 財年負 4.74%）。目前估值為 19.1 倍的 19 財年預測市盈率，低於過去 5 年市盈率均值的 2 個標準差，目前估值十分吸引。

由於公司在香港餐飲市場的龍頭地位以及過去一直維持高於行業的增速，公司的估值一直高於港股同行業的平均水準（19 年預測市盈率 16 倍）。然而同境外上市同行估值水準相比（19 年預測市盈率 30 倍），公司仍然處於一個較低水準。我們首次覆蓋大家樂，給予買入評級，目標價 26.90 港元，該目標價是基於 27 倍的 19 財年預測市盈率推導而來，與過去 5 年歷史均值一致。

估值檢查：通過 DCF 模型得到目標價 27.74 港元（WACC: 7.2%，終值增長率: 3.0%）

股價催化劑：1) 18 財年業績超預期；2) 新的銷售點系統和手機點單軟體成效超預期；3) 原材料成本下降。

圖 1: 歷史市盈率通道



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 同業估值

股價 市值 財政年度					市盈率(x)				每股盈利增長(%)			市帳率(x)				ROE(%)	3年 PEG(x)	股息率 (%)	年初至今表 現(%)
公司	代碼	港元	百萬港元		FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均	FY0	FY1	FY1	
港股餐飲																			
大家樂	341 HK	19.02	11,137	31/3/2017	21.9	22.5	19.1	25.4	(2.9)	18.0	12.2	3.3	3.3	3.2	4.0	14.4	4.2	4.0	(11.3)
大快活	52 HK	30.00	3,834	31/3/2017	17.5	14.9	12.3	17.4	24.5	20.9	20.2	5.4	5.8	5.6	4.5	31.8	0.7	5.5	(6.3)
翠華控股	1314 HK	1.13	1,595	31/3/2017	16.6	14.1	12.6	29.1	24.8	12.5	22.2	1.4	1.2	1.1	3.4	8.3	0.7	5.3	(0.9)
呷哺呷哺	520 HK	14.68	15,749	31/12/2017	29.9	22.9	18.4	n/a	40.9	24.5	24.0	6.3	5.1	4.2	n/a	22.7	0.8	1.9	(6.7)
頭海國際	1579 HK	12.36	12,940	31/12/2017	36.8	29.4	23.2	n/a	35.2	26.9	22.1	6.9	5.7	4.7	n/a	18.8	1.0	1.0	64.6
味千（中國）	538 HK	3.91	4,268	31/12/2017	n/a	13.5	12.1	26.4	(155.8)	11.4	17.6	1.3	1.1	1.0	1.6	(16.0)	(0.1)	3.1	5.1
稻香控股	573 HK	1.41	1,433	31/12/2017	16.1	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.1	n/a	n/a	1.4
合興集團	47 HK	0.19	1,913	31/12/2017	11.1	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.9	n/a	n/a	3.6	28.9	n/a	n/a	(12.4)
平均					21.4	19.6	16.3	22.9	(4.2)	14.3	14.8	3.5	3.7	3.3	3.1	14.3	1.2	3.5	4.2
中值					17.5	18.7	15.5	24.4	12.3	15.2	18.9	3.1	4.2	3.7	3.5	16.6	0.7	3.5	(3.6)

股 價 市 值 財 政 年 度					市 盈 率 (x)				每 股 盈 利 增 長 (%)			市 帳 率 (x)				ROE (%)	3 年 PEG (x)	股 息 率 (%)	年 初 至 今 表 現 (%)
公 司	代 碼	人 民 幣	百 萬 人 民 幣		FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	
<u>A 股 餐 飲 公 司</u>																			
全聚德	002186 CH	15.06	5,801	31/12/2017	34.2	28.4	26.9	47.2	30.1	5.6	3.6	3.1	n/a	n/a	4.8	9.2	2.3	1.3	(14.4)
西安飲食	000721 CH	4.98	3,104	31/12/2017	n/a	124.5	124.5	n/a	(292.5)	0.0	0.0	3.8	n/a	n/a	5.0	(1.7)	n/a	n/a	(11.9)
廣州酒家	603043 CH	19.24	9,706	31/12/2017	21.4	19.2	15.5	n/a	20.7	23.6	21.4	4.6	n/a	n/a	n/a	25.7	0.9	n/a	(1.8)
平均					27.8	57.4	55.6	47.2	(80.6)	9.7	8.3	3.8	n/a	n/a	4.9	11.1	1.6	1.3	(9.4)
中值					27.8	28.4	26.9	47.2	20.7	5.6	3.6	3.8	n/a	n/a	4.9	9.2	1.6	1.3	(11.9)

					市 盈 率 (x)				每 股 盈 利 增 長 (%)			市 帳 率 (x)				ROE (%)	3年 PEG (x)	股息率 (%)	年初至今表現 (%)
		股 價	市 值	財 政 年 度	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	
公 司	代 碼	本 幣	百 萬 本 幣																
境外餐飲公司																			
百勝全球餐飲	YUM US	86.60	223,247	31/12/2017	27.4	26.4	22.5	24.4	(14.4)	17.3	12.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.3	1.5	6.1
麥當勞	MCD US	162.6	1,003,049	31/12/2017	24.4	21.4	19.7	21.6	18.8	8.6	9.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7	2.5	(5.6)
星巴克	SBUX US	59.83	660,153	1/10/2017	26.4	24.1	21.4	30.4	26.1	12.5	13.3	14.6	13.3	12.3	13.2	75.9	1.4	2.1	4.2
Restaurant Brands	QSR US	54.42	198,310	31/12/2017	30.5	20.4	18.3	n/a	1.6	11.6	15.5	6.0	7.7	7.0	n/a	31.9	2.2	3.2	(11.5)
溫蒂速食	WEN US	17.32	32,551	31/12/2017	39.9	31.4	25.2	34.7	(29.6)	24.2	22.6	7.3	8.8	9.9	4.2	35.2	13.2	1.9	5.5
百勝中國	YUMC US	40.73	123,391	31/12/2017	27.1	25.1	21.7	n/a	57.4	15.7	13.7	5.6	4.9	4.3	n/a	15.6	0.9	1.2	1.8
達美樂披薩	DPZ US	237.16	80,184	31/12/2017	40.4	29.6	25.4	32.3	33.5	16.3	18.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	0.9	25.5
美食達人	2723 TT	367.00	16,000	31/12/2017	28.6	23.8	19.7	35.2	23.4	20.7	18.1	6.1	5.2	4.5	4.7	23.2	1.1	1.9	(15.6)
王品	2727 TT	126.00	2,595	31/12/2017	20.9	17.1	14.9	96.2	27.9	15.0	0.0	2.6	2.7	2.5	4.8	12.9	n/a	4.7	(6.0)
吉野家	9861 JP	2084.00	9,934	28/2/2018	90.2	86.9	71.4	91.2	8.6	21.7	11.4	2.3	2.3	2.3	1.7	2.6	6.3	1.0	8.9
摩斯食品服務	8153 JP	3285.00	7,696	31/3/2017	41.9	n/a	n/a	53.1	0.0	0.0	0.0	2.1	n/a	n/a	1.8	5.2	n/a	n/a	(4.5)
平均					36.2	30.6	26.0	46.6	13.9	14.9	12.3	5.8	6.4	6.1	5.1	25.3	3.8	2.1	0.8
中值					28.6	24.6	21.5	34.7	18.8	15.7	13.3	5.8	5.2	4.5	4.5	19.4	1.7	1.9	1.8

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	7,567.2	7,895.3	8,532.6	9,466.2	10,443.5
香港	6,448.1	6,916.5	7,456.0	8,238.9	9,062.8
大陸	1,119.1	978.7	1,076.6	1,227.3	1,380.8
銷售成本	(6,522.5)	(6,838.4)	(7,470.2)	(8,260.9)	(9,111.5)
毛利	1,044.7	1,056.8	1,062.4	1,205.3	1,332.1
其他收益淨額	0.7	(23.1)	(16.5)	(12.6)	(12.6)
存貨成本	(430.0)	(430.6)	(459.9)	(499.3)	(540.5)
息稅前收益	615.3	603.1	585.9	693.4	779.0
應佔聯營公司利潤	0.0	-	-	-	-
淨財務收入/(支出)	12.7	9.6	8.9	8.3	8.4
非經常性收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	628.1	612.7	594.8	701.7	787.4
所得稅	(110.2)	(108.8)	(104.1)	(122.8)	(137.8)
非控制股東權益	(0.1)	0.0	0.2	0.3	0.3
淨利潤	518.0	503.8	490.4	578.7	649.3
核心淨利潤	518.0	503.8	490.4	578.7	649.3
息稅折攤前收益	918.1	915.8	918.1	1,045.2	1,143.5

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,781.3	3,160.9	3,315.9	3,488.4	3,673.6
物業、廠房及設備	1,729.3	1,943.6	2,102.5	2,278.6	2,467.2
無形資產	5.5	4.6	4.0	3.4	3.0
租賃土地及土地使用權	84.6	80.5	77.3	74.2	71.2
其他非流動資產	961.9	1,132.2	1,132.2	1,132.2	1,132.2
流動資產	1,663.9	1,275.9	1,216.4	1,286.9	1,338.4
現金及現金等值物	1,186.6	790.0	685.0	701.9	696.3
應收貿易款項	87.3	97.3	105.2	116.7	128.8
存貨	214.6	240.2	266.1	294.2	324.5
可供出售投資	-	-	-	-	-
其他流動資產	175.5	148.4	160.1	174.1	188.8
流動負債	802.4	845.9	907.8	1,003.6	1,104.4
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易及其他賬款	789.9	820.2	882.1	977.9	1,078.7
遞延稅款	12.5	25.7	25.7	25.7	25.7
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	100.8	99.8	99.8	99.8	99.8
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延稅款	28.0	32.0	32.0	32.0	32.0
其他非流動負債	72.7	67.8	67.8	67.8	67.8
淨資產總值	3,542.0	3,491.1	3,524.7	3,672.0	3,807.7
少數股東權益	3.7	3.7	4.0	4.3	4.6
股東權益	3,538.3	3,487.4	3,520.7	3,667.7	3,803.1

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前收益	628.1	612.7	594.8	701.7	787.4
折攤和攤銷	299.2	309.0	328.3	348.1	361.0
營運資金變動	(35.6)	2.4	16.4	42.0	43.9
稅務開支	(143.3)	(79.4)	(104.1)	(122.8)	(137.8)
利息收入	(12.7)	(9.6)	(8.9)	(8.3)	(8.4)
其他	45.8	40.7	29.9	35.1	36.9
經營活動所得現金淨額	781.4	875.8	856.5	995.9	1,083.0
資本開支	(359.9)	(595.7)	(512.0)	(549.0)	(574.4)
出售物業、厂房、設備	104.3	3.5	-	-	-
上市投資股息	12.2	12.2	15.8	12.2	12.2
其他	64.1	(12.7)	8.9	8.3	8.4
投資活動所得現金淨額	(179.3)	(592.6)	(487.3)	(528.5)	(553.8)
發行新股	29.1	25.7	-	-	-
回購	(36.7)	(17.1)	-	-	-
派息	(455.7)	(670.5)	(474.2)	(450.6)	(534.8)
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(463.4)	(661.8)	(474.2)	(450.6)	(534.8)
現金淨變動	138.8	(378.6)	(105.0)	16.9	(5.5)
年初現金及現金等值物	1,057.2	1,186.6	790.0	685.0	701.9
匯兌差額	(9.3)	(18.0)	-	-	-
年末現金及現金等值物	1,186.6	790.0	685.0	701.9	696.3

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結: 3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
香港	85.2	87.6	87.4	87.0	86.8
大陸	14.8	12.4	12.6	13.0	13.2
銷售成本	(86.2)	(86.6)	(87.5)	(87.3)	(87.2)
毛利	13.8	13.4	12.5	12.7	12.8
盈利能力比率 (%)					
息稅折攤前利潤率	12.1	11.6	10.8	11.0	10.9
稅前利率	8.3	7.8	7.0	7.4	7.5
淨利潤率	6.8	6.4	5.7	6.1	6.2
核心淨利潤率	6.8	6.4	5.7	6.1	6.2
有效稅率	17.5	17.8	17.5	17.5	17.5
增長 (%)					
收入	2.9	4.3	8.1	10.9	10.3
息稅折攤前利潤	(7.9)	(0.3)	0.3	13.8	9.4
經營利潤	(13.1)	(2.0)	(2.8)	18.3	12.3
淨利潤	(14.7)	(2.7)	(2.7)	18.0	12.2
核心淨利潤	(11.7)	(2.7)	(2.7)	18.0	12.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	1.5	1.3	1.3	1.2
平均應收賬款周轉天數	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
平均應付帳款周轉天數	12.0	11.3	11.0	11.0	11.0
平均存貨周轉天數	12.0	12.8	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	14.6	14.4	13.9	15.8	17.1
資產回報率	11.7	11.4	10.8	12.1	13.0
每股數據					
每股盈利(港元)	0.90	0.87	0.84	1.00	1.12
核心每股盈利(港元)	0.90	0.87	0.84	1.00	1.12
每股股息(港元)	0.82	0.82	0.76	0.90	1.01
每股帳面值(港元)	6.09	6.00	6.06	6.32	6.55

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。