

大家乐 (341 HK)

中国业务快速增长，香港业务增长转正

我们认为香港业务最糟糕的时期快将过去，而且尽管广东爆发了小规模疫情，中国业务仍将继续强劲反弹。我们认为最新的消费券计划对于大家乐会是利好的，然而由于原材料和租金成本都高于预期，所以将 22 财年/23 财年的每股盈利预测下调了 33%/25%。维持买入评级，但下调目标价至 19.05 港元，基于 27 倍 23 财年市盈率（之前为 22 倍，因为我们认为复苏将推动估值重估），过去 5 年的平均市盈率为 20 倍。

- 21 财年净利润符合之前的盈喜，但毛利率是低于预期的。** 大家乐 21 财年净利润同比增长 388% 至 3.59 亿港元，符合其之前的盈喜预告和招银国际的预期。然而政府补贴为 6.89 亿港元，高于招银国际预期的 4.83 亿港元，同时人民币减值损失和销售成本也高于预期，原因是关闭门店的数量和原材料成本高于预期。
- 香港市场：同店销售可能会恢复正增长，但休闲餐饮和机构餐饮业务的复苏仍是关键。** 同店销售降幅已从 21 财年上半年的 20% 收窄至下半年的 7%。我们认为 22 财年上半年可能会反弹至 10% 左右的增长，受惠于：1) 低基数，2) 保持社交距离措施逐渐放松以及 3) 未来消费券对消费的潜在推动。每人 5000 港元的消费券最早将于 8 月发放，总体消费亦有望因为支付宝、微信支付等公司同步推出更多的优惠而有所推动。但是，我们认为休闲餐饮业务（某些品牌其实已经恢复到疫情前的水平）和机构餐饮业务（相对疲软）的销售将是复苏的关键。我们现在预测 22 财年上半年/下半年的销售增长为 12%/14%，同时 22 财年亦会净增加 15 家店（公司目标开店为 20-30 家），约为 4% 的同比增长，在 21 财年则为净减少 4 家。
- 中国市场：复苏速度强劲，门店扩张亦会加快。** 同店销售从 21 财年上半年的下跌 11% 大幅改善至下半年的 15% 增长，复苏速度远超前于行业水平，我们认为受惠于近年来在大湾区的新店的快速成长。我们现在预测 22 财年上半年/下半年的销售增长为 18%/24%，同时 22 财年亦会净增加 18 家店（公司目标开店为 30-40 家），同比增长 15%，而 21 财年则为 8 家。
- 维持买入评级，下调目标价至 19.05 港元。** 我们将 22 财年/23 财年的每股盈利预测下调 33%/25%，以反映更高的销售成本和租金支出。维持买入评级，但下调目标价至 19.05 港元，基于 27 倍 23 财年市盈率（之前为 22 倍，我们认为复苏将推动估值重估）。现价估值在 23 倍 23 财年市盈率，不算太贵。过去 5 年的平均为 20 倍。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	7,963.1	6,714.3	7,685.6	8,391.8	9,028.7
同比增长 (%)	(6.2)	(15.7)	14.5	9.2	7.6
净利润 (百万人民币)	73.6	359.1	315.0	410.5	463.4
每股收益 (人民币)	0.13	0.62	0.54	0.71	0.80
每股收益变动 (%)	(87.1)	387.7	(12.3)	30.3	12.9
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.65	0.85	0.89
市盈率(x)	127.5	26.1	29.8	22.9	20.3
市帐率(x)	3.5	3.1	3.0	2.8	2.6
股息率 (%)	1.2	2.4	2.2	2.8	3.1
权益收益率 (%)	2.8	12.0	10.1	12.3	13.0
财务杠杆(x)	净现金	17.9	12.1	4.8	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\$19.05
(此前目标价)	HK\$20.69
潜在升幅	+18.0%
当前股价	HK\$16.14

中国餐饮行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	9,453
3 月平均流通量(百万港元)	23.02
52 周内股价高/低(港元)	18.40/14.16
总股本(百万)	585.7

资料来源：彭博

股东结构

罗德承	15.76%
罗开宗	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%	-2.5%
3-月	-5.0%	-4.4%
6-月	-7.0%	-14.4%
12-月	1.1%	-13.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	7,963	6,714	7,686	8,392	9,029
香港快餐餐饮及机构餐饮	5,939	4,751	5,401	5,813	6,133
香港休闲餐饮	779	622	684	753	828
香港其他	155	141	148	156	164
中国内地	1,090	1,200	1,452	1,670	1,904
销售成本	(7,232)	(6,339)	(6,742)	(7,303)	(7,840)
毛利	731	375	943	1,089	1,188
其它收入	(41)	561	(4)	1	1
营运支出	(481)	(463)	(438)	(466)	(500)
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)	(481)	(463)	(438)	(466)	(500)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	209	474	501	624	689
融资成本净额	(94)	(83)	(115)	(128)	(135)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	114	391	386	496	554
所得税	(40)	(30)	(69)	(84)	(89)
减: 非控制股东权益	1	1	1	1	2
净利润	74	359	315	410	463

现金流量表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	209	474	501	624	689
折旧和摊销	358	351	401	426	453
营运资金变动	(39)	(109)	43	28	25
已缴纳所得税	(112)	(30)	(69)	(84)	(89)
其它	1,001	32	19	21	23
经营活动所得现金流	1,417	719	893	1,014	1,100
资本开支	(489)	(366)	(410)	(449)	(484)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	16	(83)	(115)	(128)	(135)
其它	38	(165)	933	933	933
投资活动所得现金净额	(434)	(613)	407	356	313
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(488)	(59)	(209)	(218)	(274)
其它	(973)	(933)	(933)	(933)	(933)
融资活动所得现金净额	(1,461)	(991)	(1,142)	(1,151)	(1,207)
现金增加净额	(478)	(886)	159	219	207
年初现金及现金等价物	836	345	(541)	(383)	(164)
汇兑	(12)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	345	(541)	(383)	(164)	43

资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	5,346	6,459	6,473	6,501	6,537
固定资产	1,609	2,706	2,724	2,754	2,793
无形资产和商誉	1	3	2	2	2
预付租金	-	70	68	65	62
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	3,736	3,680	3,680	3,680	3,680
流动资产	875	(30)	178	442	691
现金及现金等价物	345	(541)	(383)	(164)	43
存货	261	228	243	263	283
贸易和其他应收款	167	140	161	175	189
预付款	61	101	115	126	135
其它流动资产	41	41	41	41	41
流动负债	1,616	1,488	1,580	1,654	1,720
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	172	151	160	174	187
应计费用和其他应付款	675	569	652	712	766
应付税款	13	13	13	13	13
其它流动负债	755	755	755	755	755
非流动负债	1,934	1,934	1,934	1,934	1,934
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	49	49	49	49	49
递延所得税	29	29	29	29	29
其它	1,856	1,856	1,856	1,856	1,856
少数股东权益	5	6	7	9	10
净资产总额	2,667	3,000	3,129	3,347	3,563
股东权益	2,667	3,000	3,129	3,347	3,563

主要比率

年结:3月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
香港快餐餐饮及机构饮食	74.6	70.8	70.3	69.3	67.9
香港休闲餐饮	9.8	9.3	8.9	9.0	9.2
香港其他	1.9	2.1	1.9	1.9	1.8
中国内地	13.7	17.9	18.9	19.9	21.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	9.2	5.6	12.3	13.0	13.2
经营利润率	2.6	7.1	6.5	7.4	7.6
税前利率	1.4	5.8	5.0	5.9	6.1
净利润率	0.9	5.3	4.1	4.9	5.1
有效税率	34.9	7.7	18.0	17.0	16.0
资产负债比率					
流动比率(X)	1.8	(49.3)	8.9	3.7	2.5
速动比率(X)	0.4	(0.2)	(0.0)	0.1	0.2
现金比率(X)	21.4	(36.4)	(24.2)	(9.9)	2.5
平均库存周转天数	13	13	13	13	13
平均应收款周转天数	8	8	8	8	8
平均应付帐款天数	9	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
回报率(%)					
资本回报率	2.8	12.0	10.1	12.3	13.0
资产回报率	1.2	5.6	4.7	5.9	6.4
每股数据(人民币)					
每股盈利(港元)	0.13	0.62	0.54	0.71	0.80
每股股息(港元)	0.19	0.38	0.35	0.46	0.50
每股账面价值(港元)	4.59	5.17	5.39	5.77	6.14

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国投资者

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。