

大家乐集团 (341 HK)

香港和内地业务正走在复苏的路上

- ❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价 26.90 港元。**我们相信大家乐会在 18 财年下半年开始复苏，主要由于：1) 香港餐饮市场增长加快；2) 公司通过多品牌策略进入快速增长的休闲餐饮行业，以获得更多的市场份额；3) 中国内地业务在好转，4) 门店扩张速度加快，及 5) 19 财年公司经营利润率预期改善。此外，大家乐拥有强劲的现金流和较高的股息收益率。我们预期公司未来三年销售增长会加速，预计 17-20 财年收入复合年增长率为 9.8%（对比 14-17 财年收入复合增速 5%），同时利润下降趋势会扭转，预计 17-20 财年净利润复合增速 8.8%（对比 14-17 财年负 4.74%）。目前估值为 19 财年预测市盈率 19.1 倍，低于过去 5 年市盈率均值的 2 个标准差，目前估值十分吸引，我们认为公司有被市场重估的机会。我们首次覆盖大家乐，给予买入评级，目标价 26.90 港元，该目标价是基于 27 倍的 19 财年预测市盈率，与过去 5 年历史均值一致。
- ❖ **香港餐饮市场增长加速。**2017 年香港 GDP 同比增长 3.8%，香港零售销售从 2016 年的衰退中复苏，2017 年同比增长 2.2% 并于 2018 年 1 月/2 月分别录得 4.2%/ 29.8% 的增速。此外，2017 年香港旅游业开始复苏，访港旅客同比增长 3.2%（2016 年下降 4.5%）。2017 年，香港餐饮市场录得 2013 年以来最快增速，同比增长 5%（2016 年增长 2.9%），其中 17 年第 3/4 季度分别实现 5.0%/ 6.6% 的显著增长。我们认为香港经济增长加速及旅游业的复苏将进一步推动 2018 年香港餐饮市场的增速。作为香港连锁餐饮的龙头，我们认为大家乐有机会受惠于行业的复苏。
- ❖ **多品牌策略以获得更多市场份额。**由于公司不断致力于产品创新及经营效率的提高，公司香港快餐业务收入增速一直高于整个餐饮市场行业增速。在维持香港快餐市场龙头地位的同时，公司逐步发展其他休闲餐品牌（如米线阵和上海姥姥），以进入快速增长的休闲餐饮市场。通过多品牌策略，公司可以获得 1) 更好的租赁条件（公司的组合店可以获得更高的议价能力，如位于铜锣湾翡翠明珠广场），2) 员工及供应链管理方面的协同效应。
- ❖ **中国内地业务在好转。**18 财年上半年，中国内地业务同比增长 7.3%（对比 16 财年 9.2% 的下降，17 财年 12.5% 的下降），同店销售增长录得 15%（对比 17 财上半年的 1.2%，17 财年的 6%），业务好转由于 1) 管理团队和菜单本地化调整，2) 线上外卖业务高速增长。目前，尚不到一半的内地门店提供线上外卖服务，未来随着更多门店参与线上外卖业务，我们相信外卖有可能成为收入增长的主动动力。
- ❖ **毛利率和经营利润率预计于 19 财年得到改善，受益于收入增长加速和经营杠杆效应。**过去员工成本上升侵蚀了公司的利润。由于最低工资持续增加以及更多新店招聘的招聘，我们预计员工成本 18/19 财年将继续上升 1.1ppt/ 0.4ppt，由于集中采购的成本效益，我们预计原材料成本同比下降 0.9ppt/ 1.1ppt。受同店销售增长加快、店铺扩张加速及未来经营杠杆效应，我们预计 18 财年毛利率/经营利润率将下降至 12.5%/ 6.9%，19 财年反弹至 12.7%/ 7.3%。
- ❖ **我们预测 17 至 20 财年核心净利润复合年增长率为 8.8%。**我们预计 18/19/20 财年总收入将分别同比增长 8.1%/ 10.9%/ 10.3%，17 至 20 财年收入复合年增长率为 9.8%，核心净利润 18/19/20 财年分别同比增长 -2.7%/ 18%/ 12.2%，17 至 20 财年净利润复合年增长率为 8.8%。
- ❖ **股价催化剂：**1) 18 财年业绩超预期；2) 原材料成本下降。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万港元)	7,567	7,895	8,533	9,466	10,444
核心净利润 (百万港元)	518	504	490	579	649
核心 EPS (港元)	0.90	0.87	0.84	1.00	1.12
EPS 变动 (%)	-11.8	-2.8	-2.9	18.0	12.2
市盈率 (x)	21.2	21.9	22.5	19.1	17.0
市帐率 (x)	3.1	3.2	3.1	3.0	2.9
股息率 (%)	4.3	4.3	4.0	4.7	5.3
权益收益率 (%)	14.6	14.4	13.9	15.8	17.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$26.90
潜在升幅	+41.4%
当前股价	HK\$19.02

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

餐饮行业

市值(百万港元)	11,137
3 个月平均流通(百万)	16.99
52 周内高/低(港元)	26.8/18.98
总股本(百万)	585.2

数据来源：彭博

股东结构

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

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-3.4%	1.2%
3 月	-8.0%	-2.1%
6 月	-20.4%	-24.0%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

公司网站：www.cafedecoral.com

投资要点

香港和内地都在复苏的路上

首次覆盖，给予买入评级，目标价 26.90 港元

首次覆盖给予买入评级，目标价 26.90 港元。我们相信大家乐在 18 财年下半年开始复苏，原因有：1) 香港餐饮市场增长加快；2) 公司通过多品牌策略进入快速增长的休闲餐饮行业，以获得更多的市场份额；3) 中国内地业务在好转，4) 门店扩张速度加快，以及 5) 19 财年公司经营利润率预期改善。除此，大家乐拥有强劲的现金流和较高的股息率。我们预期公司未来三年销售增长会加速，预计 17-20 财年收入复合年增速 9.8%（对比 14-17 财年收入复合增速 5%），利润下跌趋势会扭转，预计 17-20 财年净利润复合增速 8.8%（对比 14-17 财年负 4.74%）。公司目前估值为 19 财年预测市盈率 19.1 倍，低于历史 5 年均值的 2 个标准差，目前估值十分吸引力，我们认为公司有被市场重估的机会。我们首次覆盖大家乐，给予买入评级，目标价 26.90 港元，该目标价是基于 27 倍的 19 财年预测市盈率，与过去 5 年历史均值一致。

由于公司于香港餐饮市场的领先地位及过去一直维持高于行业的增速，公司的估值一直高于港股同业平均水平（19 财年预测市盈率 16 倍）。然而同境外上市同业估值水平相比（19 财年预测市盈率 30 倍），公司仍然处于一个较低水平。我们首次覆盖大家乐，给予买入评级，目标价 26.90 港元，该目标价是基于 27 倍的 19 财年预测市盈率推导而来，与过去 5 年历史均值一致。

香港经济增长加速和香港旅游业复苏将推动 2018 年餐饮行业更快增长

2017 年，香港 GDP 同比增长 3.8%，香港零售销售同比增长 2.2%，从 2016 年的衰退中复苏，并于 2018 年 1 月/2 月分别录得 4.2%/ 29.8% 的高速增长。此外，2017 年香港旅游业开始复苏，访港旅客同比增长 3.2%（2016 年下降 4.5%）。2017 年，香港餐饮市场录得 2013 年以来最快增速，同比增长 5%（对比 2016 年增长 2.9%），其中 2017 年第 3/4 季度分别实现 5.0%/ 6.6% 的显著增长。我们认为香港经济增长加速及旅游业的复苏将促进 2018 年香港餐饮市场更快增长。

公司香港快餐业务增速一直高于香港餐饮行业增速，主要得益于公司持续不断的产品创新、店铺升级和店铺效率提升

我们认为 18 财年下半年公司香港快餐业务增长会加速，得益于 1) 公司持续不断的产品创新和高性价比的食物，2) 进一步的店铺升级，3) 新的销售点系统及即将推出手机点单软件都有助于提高门店的经营效率。我们认为公司快餐业务未来会获得更多市场份额。

公司通过多品牌策略进入快速增长的休闲餐饮市场，以期获取更好的规模经济效应

在保持香港快餐市场龙头地位的同时，公司正在开发其他品牌（如米线阵和上海姥姥），以进入快速增长的休闲餐饮市场。通过多品牌策略，公司可以获得 1) 更好的租赁条件（公司的组合店可以获得更高的议价能力，如位于铜锣湾翡翠明珠广场），2) 员工及供应链管理方面的协同效应。

受益于本地化战略的实施及快速增长的线上外卖业务，中国内地业务正在好转

18 财年上半年中国内地业务同比增长 7.3%（对比 16 财年 9.2% 的下降，17 财年 12.5% 的下降），主要由于 1) 管理团队和菜单本地化战略取得初步成

功，2) 新推出的线上外卖业务获得高速增长。同时公司录得强劲的同店销售增长15% (17财年上半年为1.2%，17财年为6%)，息税前利润率改善至13.9% (17财年上半年为11.7%，17财年为13.4%)。我们认为中国内地业务已触底反弹，我们预计17至20财年内地地区收入复合年增长率为12.2%。截至目前，不足半数内地门店提供线上外卖服务，未来随着更多门店参与线上外卖业务，我们相信外卖有可能成为收入增长的主动力。

香港和中国的网络扩张

公司将继续进行新店扩张和老店翻新。我们预计18/19/20财年的净新增门店数将分别为22/30/30，较15/16/17财年的7/4/-7净增门店数明显加速。我们认为，未来公司总关店数量将减少，净新增门店数将增加。

经营业绩稳定、防守型强、股息收益率良好

公司在香港经济萧条期表现出较强的防御能力。无论经济如何波动，公司收入均有稳定增长。受益于餐饮这种现金奶牛业务，公司过去一直维持较强劲的经营性现金流。此外，公司对股东十分慷慨，过去两年股息收益率均在4%至5%，派息比率约为90%。我们认为公司表现较为突出，且一直保持良好的股息收益率。

毛利率和经营利润率预计将从19财年获得改善，受益于收入增长加速和经营杠杆作用。由于员工成本占比从15财年的27%增加至16/17财年的28.4%/31%，公司16/17财年净利润同比下降11.7%/2.7%。由于最低工资持续的增加以及未来更多新店的招聘，我们认为员工成本占比18/19财年仍将上升1.1ppt/0.4ppt至32.1%/32.5%。然而，由于集中采购带来的成本效应，我们预计原材料成本占比将从17财年的30.7%下降至18/19财年的29.8%/28.7%。原材料成本占比的下降部分抵消了员工成本的增加。考虑到18财年上半年净利润下降11.7%以及员工成本的持续增加，我们预计公司毛利率/经营利润率将在18财年下降0.9ppt/0.7ppt至12.5%/6.9%，同时由于同店销售增长加快、店铺扩张加速及经营杠杆效应，毛利率/经营利润率于19财年预计回升至12.7%/7.3%。

我们预测17至20财年核心净利润复合年增长率为8.8%

我们预计18/19/20财年总收入同比增长8.1%/10.9%/10.3%，17至20财年收入复合年增长率为9.8%。由于上半年业绩表现不佳及未来经营杠杆效应，我们预测18/19/20财年的核心净利润将分别增长-2.7%/18%/12.2%，对应17至20财年8.8%复合年增长率。

投资风险

(1) 汇率风险，如人民币升值；(2) 原材料、租金和员工成本大幅增加；(3) 店铺扩张速度低于预期。

估值

首次覆盖，给予买入评级，目标价 26.90 港元

首次覆盖给予买入评级，目标价 26.90 港元。我们相信大家乐在 18 财年下半年开始复苏，原因包括：1) 香港餐饮市场增长加快；2) 公司通过多品牌策略进入快速增长的休闲餐饮行业，以获得更多的市场份额；3) 中国内地业务在好转，4) 门店扩张速度加快，及 5) 19 财年公司经营利润率预期改善。此外，大家乐拥有强劲的现金流和较高的股息收益率。

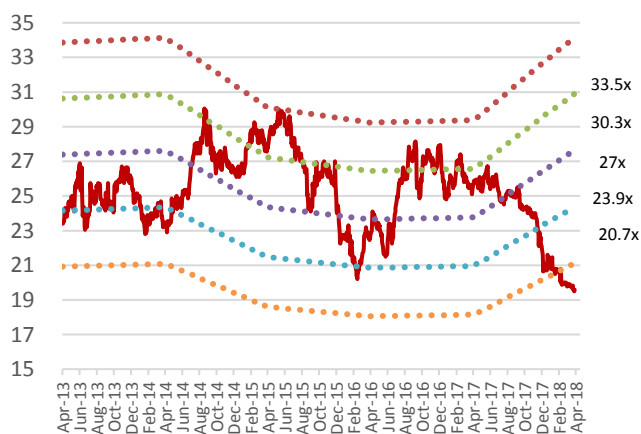
我们预期公司未来三年销售增长会加速（预计 17-20 财年收入复合年增速 9.8%，对比 14-17 财年收入复合增速 5%），利润下跌趋势会扭转（预计 17-20 财年净利润复合增速 8.8%，对比 14-17 财年负 4.74%）。目前估值为 19.1 倍的 19 财年预测市盈率，低于过去 5 年市盈率均值的 2 个标准差，目前估值十分吸引。

由于公司在香港餐饮市场的龙头地位以及过去一直维持高于行业的增速，公司的估值一直高于港股同行业的平均水平（19 年预测市盈率 16 倍）。然而同境外上市同行估值水平相比（19 年预测市盈率 30 倍），公司仍然处于一个较低水平。我们首次覆盖大家乐，给予买入评级，目标价 26.90 港元，该目标价是基于 27 倍的 19 财年预测市盈率推导而来，与过去 5 年历史均值一致。

估值检查：通过 DCF 模型得到目标价 27.74 港元（WACC: 7.2%，终值增长率: 3.0%）

股价催化剂：1) 18 财年业绩超预期；2) 新的销售点系统和手机点单软件成效超预期；3) 原材料成本下降。

图 1: 历史市盈率通道



资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	财政年度	市盈率(x)				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.	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	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)
翠华控股	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)
颐海国际	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(中国)	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
合兴集团	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)
A股餐饮公司																			
公司	代码	股价 人民币	市值 百万人民币	财政年度	市盈率(x)				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.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.				
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)
西安饮食	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)
广州酒家	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)
境外餐饮公司																			
公司	代码	股价 本币	市值 百万本币	财政年度	市盈率(x)				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.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.				
百胜全球餐饮	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
麦当劳	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)
温迪快餐	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
百胜中国	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
达美乐披萨	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	13.0	1.3	0.9	25.5
美食达人	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
摩斯食品服务	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

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：3月31日（百万港元）	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
大陆	1,119.1	978.7	1,076.6	1,227.3	1,380.8
销售成本	(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
其他收益净额	0.7	(23.1)	(16.5)	(12.6)	(12.6)
存货成本	(430.0)	(430.6)	(459.9)	(499.3)	(540.5)
息税前收益	615.3	603.1	585.9	693.4	779.0
应占联营公司利润	0.0	-	-	-	-
净财务收入 / (支出)	12.7	9.6	8.9	8.3	8.4
非经常性收入	-	-	-	-	-
税前利润	628.1	612.7	594.8	701.7	787.4
所得税	(110.2)	(108.8)	(104.1)	(122.8)	(137.8)
非控制股东权益	(0.1)	0.0	0.2	0.3	0.3
净利润	518.0	503.8	490.4	578.7	649.3
核心净利润	518.0	503.8	490.4	578.7	649.3
息税折摊前收益	918.1	915.8	918.1	1,045.2	1,143.5

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：3月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,781.3	3,160.9	3,315.9	3,488.4	3,673.6
物业、厂房及设备	1,729.3	1,943.6	2,102.5	2,278.6	2,467.2
无形资产	5.5	4.6	4.0	3.4	3.0
租赁土地及土地使用权	84.6	80.5	77.3	74.2	71.2
其他非流动资产	961.9	1,132.2	1,132.2	1,132.2	1,132.2
流动资产	1,663.9	1,275.9	1,216.4	1,286.9	1,338.4
现金及现金等值物	1,186.6	790.0	685.0	701.9	696.3
应收贸易款项	87.3	97.3	105.2	116.7	128.8
存货	214.6	240.2	266.1	294.2	324.5
可供出售投资	-	-	-	-	-
其他流动资产	175.5	148.4	160.1	174.1	188.8
流动负债	802.4	845.9	907.8	1,003.6	1,104.4
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易及其他账款	789.9	820.2	882.1	977.9	1,078.7
递延税款	12.5	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	100.8	99.8	99.8	99.8	99.8
银行贷款	-	-	-	-	-
递延税款	28.0	32.0	32.0	32.0	32.0
其他非流动负债	72.7	67.8	67.8	67.8	67.8
净资产总值	3,542.0	3,491.1	3,524.7	3,672.0	3,807.7
少数股东权益	3.7	3.7	4.0	4.3	4.6
股东权益	3,538.3	3,487.4	3,520.7	3,667.7	3,803.1

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：3月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前收益	628.1	612.7	594.8	701.7	787.4
折摊和摊销	299.2	309.0	328.3	348.1	361.0
营运资金变动	(35.6)	2.4	16.4	42.0	43.9
税务开支	(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
经营活动所得现金净额	781.4	875.8	856.5	995.9	1,083.0
资本开支	(359.9)	(595.7)	(512.0)	(549.0)	(574.4)
出售物业、厂房、设备	104.3	3.5	-	-	-
上市投资股息	12.2	12.2	15.8	12.2	12.2
其他	64.1	(12.7)	8.9	8.3	8.4
投资活动所得现金净额	(179.3)	(592.6)	(487.3)	(528.5)	(553.8)
发行新股	29.1	25.7	-	-	-
回购	(36.7)	(17.1)	-	-	-
派息	(455.7)	(670.5)	(474.2)	(450.6)	(534.8)
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(463.4)	(661.8)	(474.2)	(450.6)	(534.8)
现金净变动	138.8	(378.6)	(105.0)	16.9	(5.5)
年初现金及现金等值物	1,057.2	1,186.6	790.0	685.0	701.9
汇兑差额	(9.3)	(18.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	1,186.6	790.0	685.0	701.9	696.3

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
香港	85.2	87.6	87.4	87.0	86.8
大陆	14.8	12.4	12.6	13.0	13.2
销售成本	(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 (%)					
息税折摊前利润率	12.1	11.6	10.8	11.0	10.9
税前利率	8.3	7.8	7.0	7.4	7.5
净利润率	6.8	6.4	5.7	6.1	6.2
核心净利润率	6.8	6.4	5.7	6.1	6.2
有效税率	17.5	17.8	17.5	17.5	17.5
增长 (%)					
收入	2.9	4.3	8.1	10.9	10.3
息税折摊前利润	(7.9)	(0.3)	0.3	13.8	9.4
经营利润	(13.1)	(2.0)	(2.8)	18.3	12.3
净利润	(14.7)	(2.7)	(2.7)	18.0	12.2
核心净利润	(11.7)	(2.7)	(2.7)	18.0	12.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.1	1.5	1.3	1.3	1.2
平均应收账款周转天数	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
平均应付帐款周转天数	12.0	11.3	11.0	11.0	11.0
平均存货周转天数	12.0	12.8	13.0	13.0	13.0
净负债 / 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	14.6	14.4	13.9	15.8	17.1
资产回报率	11.7	11.4	10.8	12.1	13.0
每股数据					
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
每股账面值(港元)	6.09	6.00	6.06	6.32	6.55

资料来源：公司，招银国际预测

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 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上责任。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)2000年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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士。