

# 大家乐集团 (341 HK)

## 18 财年下半年利润跌幅收窄，确认复苏趋势

- ❖ **员工成本仍对利润承压。**总收入同比增长 6.7% 至 84.27 亿港元，其中香港快餐增长 5.6%，香港休闲餐饮增长 11.1%，中国大陆业务增长 10%。核心纯利按年下跌 9.1% 至 4.58 亿港元。收入低于我们预测 1.4%，低于市场预期 0.2%。核心净利润低于我们预测 6.6%，低于市场预期 8.1%。业绩低于预期主要由于员工成本增加（18 财年员工费用率上升 0.6ppt 至 31.6%）及租金上涨（租金费用率上升 0.4ppt 至 12.2%），因此毛利率同比下降 1ppt 至 12.4%。此外，由于股息预扣税影响，所得税同比增加 12.1%，因此核心净利同比减少 9.1%。
- ❖ **18 财年下半年净利润跌幅收窄，显露复苏信号。**尽管全年业绩低于预期，但我们在 18 财年下半年看到复苏趋势，收入增长加速至 7.2%（而上半年为 6.2%），毛利率于下半年上升至 12.8%（上半年为 11.9%），净利润跌幅从 18 财年上半年 -11.3% 收窄至下半年 -7.2%，员工费用率下降至 31.3%，租金成本趋于稳定，这印证了我们此前对下半年复苏趋势的预估。我们仍然坚持之前的观点，大家乐 19 财年将扭转盈利下滑局面，原因有 1) 18 财年利润基数较低，2) 成本控制已开始实施，3) 后期经营杠杆效应。
- ❖ **香港快餐业务增长放缓。**香港部分收入同比增长 6.3%，低于我们之前预期的 7.8%，主要因为大家乐香港快餐同店销售从 17 财年 4% 下降至 18 财年 3%。大家乐香港快餐业务同比增长 5.6%，我们预计未来快餐同店销售和收入增长会加速，因为 1) 新的店内点单系统已推出，将提高店内整体效率，2) 游客复苏带动香港餐饮业行业增长加快。18 财年休闲餐饮业务增长 11.1%，主要由上海姥姥和米线阵带动，年内上海姥姥新开 4 家店，米线阵新开 9 家店，这两个休闲餐饮品牌深受客户欢迎。我们相信多品牌策略将继续支持大家乐香港业务未来获得高单位数增长。
- ❖ **香港餐饮市场 2018 年一季度增速加快。**香港餐饮行业一季度同比增长 10%，主要由旅游复苏带动，其中快餐行业增长 5.8%，休闲中餐行业增长 10.9%。访港旅客持续增长，一季度增长 9.6%，其中内地游客增长 12.6%，主要由人民币升值和消费者信心增强驱动。尽管近期人民币存在贬值风险，但考虑到即将开通的城际高铁和珠港澳大桥，我们预计访港旅客将持续增加。我们认为旅游和零售销售复苏将继续支持本港餐饮行业增长，我们预计大家乐香港快餐和休闲餐饮业务将受益于行业春风。
- ❖ **中国内地业务复苏持续。**18 财年中国内地业务扭转收入下滑趋势，同比增长 10%（2017 财年收入下滑 12.5%），18 财年下半年同比增长 12.9%，中国内地同店销售提升至 12%（2017 财年为 6%）。除此之外，公司计划加快在大湾区开店速度，19 财年预计内地开店超 20 家。考虑到本土化战略持续生效，更多新门店开立以及更多门店参与线上外卖业务，我们认为大家乐中国内地业务将未来保持两位数增长。
- ❖ **催化剂：**1) 经营杠杆浮现，2) 原材料成本下降。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	7,895	8,427	9,117	10,002	10,879
核心净利润(百万港元)	504	458	517	592	691
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
EPS 变动 (%)	-2.8	-9.4	12.8	14.6	16.8
市盈率 (x)	22.4	24.8	22.0	19.2	16.4
市帐率 (x)	3.3	3.2	3.3	3.2	3.0
股息率 (%)	4.2	6.0	4.1	4.7	5.5
权益收益率 (%)	14.4	12.8	15.0	16.5	18.4
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\$24.00
(前目标价)	HK\$26.90
潜在升幅	+23.0%
当前股价	HK\$19.52

### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

### 餐饮行业

市值(百万港元)	11,430
3 个月平均流通(百万)	11.0
52 周内高/低(港元)	26.25/17.8
总股本(百万)	585.5

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	-1.4%	3.4%
3 月	-0.4%	2.9%
6 月	-9.6%	-8.9%

数据来源：彭博

### 股价表现



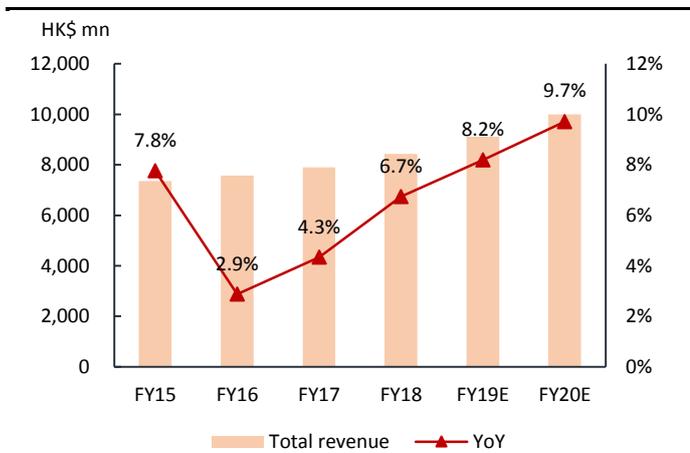
数据来源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

公司网站：[www.cafedecoral.com](http://www.cafedecoral.com)

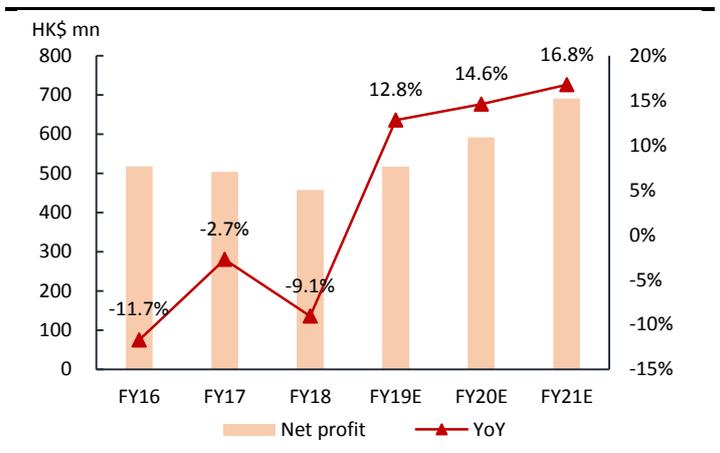
- ❖ **全年派息比例高达 148.3%，股息率达 6%。**董事会建议派发末期股息每股 0.63 港元及派发特别股息 0.35 港元，对应的派息比率为 148.3%，全年股息率高达 6%。大家乐过去 3 年中一直维持这种丰厚的派息政策，派息比例维持在 90%。
- ❖ **维持买入评级，目标价降低至 24.0 港元。**考虑到香港快餐业务增长弱于预期，我们下调 19/20 财年收入预测-3.7%/-4.2%，对应 18-21 财年收入复合年增长率为 8.9%。面对日益增加的员工成本和更多新店开张，我们预计 19/20 财年员工总成本比上升 0.6ppt/0.7ppt，核心净利润预测分别降低-10.6%/-8.7%，对应 18-21 财年核心净利复合增长率 14.7%。我们仍然认为大家乐将在 19 财年扭转盈利下滑趋势，因为 1) 总销售增长将加速，2) 复苏趋势仍在持续，3) 经营杠杆预期呈现。大家乐目前 19 财年市盈率为 22 倍，低于过去 5 年平均市盈率 27 倍，我们认为大家乐仍被低估。我们新的目标价 24.0 港元基于 19 财年预测净利 5.17 亿港元及 27 倍市盈率得出，对应过去 5 年平均市盈率。

图 1: 2018-21 财年收入预测 8.9% CAGR



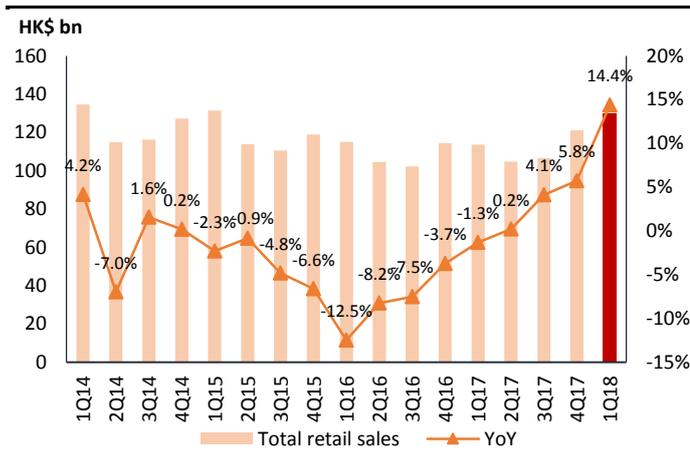
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 2018-21 财年净利润预测 14.7% CAGR



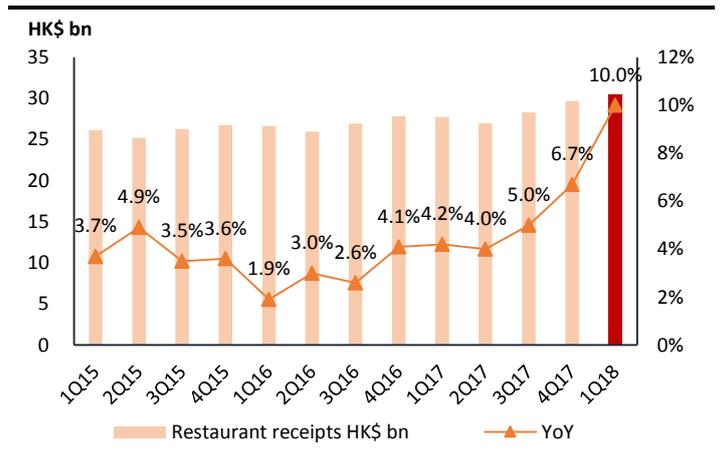
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: 18 年一季度香港零售销售增速至 14.4%



资料来源：香港统计局，招银国际研究

图 4: 18 年一季度香港餐饮销售增速至 10%



资料来源：香港统计局，招银国际研究

图 5: 2018 财年业绩变动

	1H17	1H18	按年變動	2H17	2H18	按年變動	2017	2018	按年變動	2018E	差距
	百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	
香港	3,374.6	3,579.8	6.1%	3,541.9	3,771.4	6.5%	6917	7351	6.3%	7456	-1.4%
大陸	511.0	548.3	7.3%	467.7	527.9	12.9%	979	1076	10.0%	1077	0.0%
總收入	3,885.6	4,128.1	6.2%	4,009.6	4,299.3	7.2%	7,895	8,427	6.7%	8,533	-1.2%
銷售成本	(3,367.6)	(3,638.3)	8.0%	(3,470.9)	(3,747.0)	8.0%	(6,838)	(7,385)	8.0%	(7,470)	-1.1%
毛利	518.1	489.9	-5.4%	538.7	552.2	2.5%	1,057	1,042	-1.4%	1,062	-1.9%
其他收入及收益	1.5	(12.3)	-912.9%	(24.7)	(1.4)	-94.3%	(23)	(14)	-40.8%	(17)	-17.1%
行政開支	(242.5)	(235.6)	-2.9%	(188.1)	(223.3)	18.7%	(431)	(459)	6.6%	(460)	-0.2%
經營溢利	277.1	242.0	-12.7%	326.0	327.6	0.5%	603	570	-5.6%	586	-2.8%
分占聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
非經營性項目	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
淨財務收入	4.3	6.4	47.2%	5.3	5.3	-0.1%	10	12	21.2%	9	31.8%
稅前利潤	281.4	248.4	-11.7%	331.3	332.8	0.5%	613	581	-5.1%	595	-2.3%
所得稅開支	(49.5)	(42.4)	-14.4%	(59.4)	(79.6)	34.0%	(109)	(122)	12.1%	(104)	17.2%
非控股權益	0.1	0.4	279.8%	(0.1)	0.8	-1143.2%	0	1	N/A	0	421.2%
淨利潤	231.9	205.7	-11.3%	272.0	252.4	-7.2%	504	458	-9.1%	490	-6.6%
核心淨利潤	231.9	205.7	-11.3%	272.0	252.4	-7.2%	504	458	-9.1%	490	-6.6%
毛利率	13.3%	11.9%	-1.4ppt	13.4%	12.8%	-0.6ppt	13.4%	12.4%	-1ppt	12.5%	-0.1ppt
經營利潤率	7.1%	5.9%	-1.2ppt	8.1%	7.6%	-0.5ppt	7.6%	6.8%	-0.8ppt	6.9%	-0.1ppt
核心淨利率	6.0%	5.0%	-1ppt	6.8%	5.9%	-0.9ppt	6.4%	5.4%	-1ppt	5.7%	-0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

图 6: 预测更新

	FY19			FY20		
	Old	New	Change	Old	New	Change
	Rmb mn	Rmb mn		Rmb mn	Rmb mn	
香港	8,238.9	7,901.2	-4.1%	9,062.8	8,652.5	-4.5%
大陸	1,227.3	1,216.1	-0.9%	1,380.8	1,349.9	-2.2%
收入	9,466.2	9,117.3	-3.7%	10,443.5	10,002.3	-4.2%
銷售成本	(8,260.9)	(7,998.1)	-3.2%	(9,111.5)	(8,751.6)	-3.9%
毛利	1,205.3	1,119.2	-7.1%	1,332.1	1,250.7	-6.1%
其他收益	(12.6)	(12.6)	0.0%	(12.6)	(12.6)	0.0%
行政費用	(499.3)	(483.4)	-3.2%	(540.5)	(519.2)	-3.9%
經營利潤	693.4	623.2	-10.1%	779.0	719.0	-7.7%
淨財務收入	8.3	3.4	-59.7%	8.4	3.5	-58.8%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	701.7	626.6	-10.7%	787.4	722.5	-8.2%
所得稅開支	(122.8)	(109.7)	-10.7%	(137.8)	(130.0)	-5.6%
非控制股東權益	0.3	0.3	-10.7%	0.3	0.3	-8.2%
核心淨利潤	578.7	517.2	-10.6%	649.3	592.7	-8.7%
核心每股盈利 (人民)	1.00	0.89	-10.8%	1.12	1.02	-8.9%
毛利率	12.7%	12.3%	-0.4 ppt	12.8%	12.5%	-0.3ppt
經營利潤率	7.3%	6.8%	-0.5ppt	7.5%	7.2%	-0.3ppt
核心淨利率	6.1%	5.7%	-0.4ppt	6.2%	5.9%	-0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

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)				EPS			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.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
<b>港股餐饮</b>																						
大家乐	341 HK	19.02	11,137	31/3/2017	24.7	20.2	18.5	25.4	0.79	0.97	1.06	22.2	9.5	0.0	3.2	3.2	3.1	3.8	13.0	N/A	4.3	(9.0)
大快活	52 HK	30.00	3,834	31/3/2017	17.8	15.2	12.6	17.4	1.61	2.01	2.43	24.5	20.9	0.0	5.5	N/A	N/A	4.5	31.8	N/A	N/A	(4.4)
翠华控股	1314 HK	1.13	1,595	31/3/2017	15.8	13.5	12.0	29.1	0.06	0.08	0.09	24.8	12.5	0.0	1.3	N/A	N/A	3.4	8.3	N/A	N/A	(5.3)
呷哺呷哺	520 HK	14.68	15,749	31/12/2017	33.7	26.1	20.9	N/A	0.45	0.63	0.78	37.6	24.8	23.3	7.1	5.8	4.8	N/A	22.7	0.9	1.5	2.2
颐海国际	1579 HK	12.36	12,940	31/12/2017	48.4	36.4	27.7	N/A	0.31	0.44	0.57	40.4	31.2	21.3	9.1	7.1	5.7	N/A	18.8	1.2	0.8	109.1
味千(中国)	538 HK	3.91	4,268	31/12/2017	N/A	10.9	9.9	N/A	(0.52)	0.29	0.32	(155.8)	10.3	18.8	1.0	0.9	0.8	1.6	(16.0)	(0.1)	3.8	(16.7)
稻香控股	573 HK	1.41	1,433	31/12/2017	15.2	N/A	N/A	15.8	0.09	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.8	N/A	N/A	1.7	5.1	N/A	N/A	(4.3)
合兴集团	47 HK	0.19	1,913	31/12/2017	10.6	N/A	N/A	23.3	0.02	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	2.8	N/A	N/A	3.6	28.9	N/A	N/A	(16.6)
<b>平均</b>					<b>23.8</b>	<b>20.4</b>	<b>16.9</b>	<b>22.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>(0.8)</b>	<b>13.7</b>	<b>7.9</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>14.1</b>	<b>N/A</b>	<b>2.6</b>	<b>6.9</b>
<b>中值</b>					<b>17.8</b>	<b>17.7</b>	<b>15.5</b>	<b>23.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>23.3</b>	<b>11.4</b>	<b>0.0</b>	<b>3.0</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>15.9</b>	<b>N/A</b>	<b>2.6</b>	<b>(4.8)</b>

公司	代码	股价 人民币	市值 百万人民币	财政年度	市盈率(x)				EPS			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.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
<b>A股餐饮公司</b>																						
全聚德	002186 CH	15.06	5,801	31/12/2017	32.2	28.5	26.3	47.2	0.51	0.61	0.66	19.8	8.5	7.4	2.9	N/A	N/A	4.8	9.1	2.4	N/A	(18.5)
西安饮食	000721 CH	4.98	3,104	31/12/2017	N/A	94.8	94.8	N/A	(0.03)	0.05	0.05	(292.5)	0.0	0.0	2.9	N/A	N/A	5.0	(1.6)	N/A	N/A	(32.9)
广州酒家	603043 CH	19.24	9,706	31/12/2017	25.5	22.6	19.0	N/A	1.04	1.23	1.46	18.3	18.9	21.0	5.4	4.4	3.5	N/A	25.7	1.2	N/A	16.8
<b>平均</b>					<b>28.8</b>	<b>48.6</b>	<b>46.7</b>	<b>47.2</b>	<b>0.51</b>	<b>0.63</b>	<b>0.72</b>	<b>(84.8)</b>	<b>9.1</b>	<b>9.5</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.9</b>	<b>11.1</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>(11.5)</b>
<b>中值</b>					<b>28.8</b>	<b>28.5</b>	<b>26.3</b>	<b>47.2</b>	<b>0.51</b>	<b>0.61</b>	<b>0.66</b>	<b>18.3</b>	<b>8.5</b>	<b>7.4</b>	<b>2.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.9</b>	<b>9.1</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>(18.5)</b>

公司	代码	股价 本币	市值 百万本币	财政年度	市盈率(x)				EPS			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.	FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5年平 均				
<b>境外餐饮公司</b>																						
百胜全球餐饮	YUM US	86.60	223,247	31/12/2017	23.7	23.6	20.9	24.4	30.08	26.76	30.11	(11.0)	12.5	11.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.6	1.8	(1.5)
麦当劳	MCD US	162.6	1,003,049	31/12/2017	23.8	21.5	19.9	21.6	50.11	60.12	64.90	20.0	7.9	8.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.8	2.5	(4.4)
星巴克	SBUX US	59.83	660,153	1/10/2017	21.7	21.1	19.1	30.4	15.48	19.03	21.10	22.9	10.9	14.9	15.0	13.4	35.9	13.2	85.1	1.3	2.5	(10.8)
Restaurant Brands	QSR US	54.42	198,310	31/12/2017	28.9	22.7	20.9	N/A	20.57	21.01	22.79	2.1	8.5	11.5	7.1	9.5	8.8	N/A	37.6	3.1	2.9	(1.2)
温迪快餐	WEN US	17.32	32,551	31/12/2017	39.8	32.4	26.7	34.7	6.16	4.39	5.33	(28.7)	21.4	22.7	9.4	10.4	12.0	4.2	38.8	15.7	1.9	10.4
百胜中国	YUMC US	40.73	123,391	31/12/2017	24.4	25.1	22.6	N/A	8.10	12.65	14.07	56.1	11.2	12.8	5.0	4.8	4.2	N/A	N/A	1.0	1.2	1.1
达美乐披萨	DPZ US	237.16	80,184	31/12/2017	44.2	35.2	30.4	32.3	47.15	65.21	75.51	38.3	15.8	18.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.5	0.7	54.7
美食达人	2723 TT	367.00	16,000	31/12/2017	25.6	22.4	18.4	35.2	3.04	3.47	4.23	14.1	21.8	20.4	5.2	4.7	4.1	4.7	22.5	1.2	2.0	(23.6)
王品	2727 TT	126.00	2,595	31/12/2017	18.2	14.8	14.1	96.2	1.54	1.72	1.80	11.6	4.8	0.0	2.0	2.0	1.9	4.8	11.1	N/A	4.9	(27.6)
吉野家	9861 JP	2084.00	9,934	28/2/2018	96.4	96.1	74.8	91.2	1.62	1.65	2.11	1.7	28.4	15.7	2.5	2.5	2.5	1.7	2.6	6.5	0.9	16.5
摩斯食品服务	8153 JP	3285.00	7,696	31/3/2017	40.9	40.4	38.3	53.1	5.65	5.75	6.07	1.9	5.5	4.2	2.1	N/A	N/A	1.9	5.3	10.5	0.9	(4.8)
<b>平均</b>					<b>35.2</b>	<b>32.3</b>	<b>27.8</b>	<b>46.6</b>	<b>17.2</b>	<b>20.2</b>	<b>22.5</b>	<b>11.7</b>	<b>13.5</b>	<b>12.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.7</b>	<b>9.9</b>	<b>5.1</b>	<b>29.0</b>	<b>N/A</b>	<b>2.0</b>	<b>0.8</b>
<b>中值</b>					<b>25.6</b>	<b>23.6</b>	<b>20.9</b>	<b>34.7</b>	<b>8.1</b>	<b>12.7</b>	<b>14.1</b>	<b>11.6</b>	<b>11.2</b>	<b>12.8</b>	<b>5.1</b>	<b>4.8</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	<b>22.5</b>	<b>N/A</b>	<b>1.9</b>	<b>(1.5)</b>

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）	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>7,895.3</b>	<b>8,427.4</b>	<b>9,117.3</b>	<b>10,002.3</b>	<b>10,878.6</b>
香港	6,916.5	7,351.2	7,901.2	8,652.5	9,366.8
大陆	978.7	1,076.2	1,216.1	1,349.9	1,511.8
销售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,998.1)	(8,751.6)	(9,474.7)
<b>毛利</b>	<b>1,056.8</b>	<b>1,042.1</b>	<b>1,119.2</b>	<b>1,250.7</b>	<b>1,403.9</b>
其他收益净额	(23.1)	(13.7)	(12.6)	(12.6)	(12.6)
存货成本	(430.6)	(458.8)	(483.4)	(519.2)	(551.4)
<b>息税前收益</b>	<b>603.1</b>	<b>569.6</b>	<b>623.2</b>	<b>719.0</b>	<b>839.9</b>
占应联营公司利润	-	-	-	-	-
净财务收入 / (支出)	9.6	11.7	3.4	3.5	3.6
非经常性收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>612.7</b>	<b>581.2</b>	<b>626.6</b>	<b>722.5</b>	<b>843.5</b>
所得税	(108.8)	(121.9)	(109.7)	(130.0)	(151.8)
非控制股东权益	0.0	1.2	0.3	0.3	0.3
<b>净利润</b>	<b>503.8</b>	<b>458.1</b>	<b>516.7</b>	<b>592.1</b>	<b>691.4</b>
<b>核心净利润</b>	<b>503.8</b>	<b>458.1</b>	<b>516.7</b>	<b>592.1</b>	<b>691.4</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>915.8</b>	<b>914.0</b>	<b>971.6</b>	<b>1,079.0</b>	<b>1,231.3</b>

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）	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>3,160.9</b>	<b>3,241.9</b>	<b>3,393.4</b>	<b>3,558.7</b>	<b>3,740.8</b>
物业、厂房及设备	1,943.6	2,020.9	2,180.3	2,349.1	2,534.6
无形资产	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
租赁土地及土地使用权	80.5	79.5	76.3	73.3	70.3
其他非流动资产	1,132.2	1,137.4	1,133.3	1,133.3	1,133.3
<b>流动资产</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,374.4</b>	<b>1,119.8</b>	<b>1,187.8</b>	<b>1,266.7</b>
现金及现金等值物	790.0	801.2	559.6	576.6	605.8
应收贸易款项	97.3	191.5	112.4	123.3	134.1
存货	240.2	234.4	284.9	311.7	337.5
可供出售投资	-	-	-	-	-
其他流动资产	148.4	147.4	162.9	176.2	189.3
<b>流动负债</b>	<b>845.9</b>	<b>955.6</b>	<b>984.2</b>	<b>1,075.1</b>	<b>1,164.3</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易及其他账款	820.2	914.4	943.1	1,033.9	1,123.2
递延税款	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>99.8</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>	<b>87.3</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
递延税款	32.0	33.5	33.5	33.5	33.5
其他非流动负债	67.8	53.7	53.7	53.7	53.7
<b>净资产总值</b>	<b>3,491.1</b>	<b>3,573.5</b>	<b>3,441.7</b>	<b>3,584.1</b>	<b>3,755.9</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>
<b>股东权益</b>	<b>3,487.4</b>	<b>3,569.7</b>	<b>3,437.6</b>	<b>3,579.8</b>	<b>3,751.2</b>

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)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
<b>税前收益</b>	<b>612.7</b>	<b>581.2</b>	<b>626.6</b>	<b>722.5</b>	<b>843.5</b>
折摊和摊销	309.0	340.7	344.6	356.5	388.1
营运资金变动	2.4	(2.6)	41.6	39.8	39.6
税务开支	(79.4)	(121.9)	(109.7)	(130.0)	(151.8)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(3.4)	(3.5)	(3.6)
其他	40.7	49.2	47.8	46.1	48.5
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>875.8</b>	<b>835.0</b>	<b>947.7</b>	<b>1,031.4</b>	<b>1,164.2</b>
<b>资本开支</b>	<b>(595.7)</b>	<b>(462.0)</b>	<b>(528.8)</b>	<b>(550.1)</b>	<b>(598.3)</b>
出售物业、厂房、设备	3.5	-	-	-	-
上市投资股息	12.2	15.8	12.2	12.2	12.2
其他	(12.7)	96.6	3.4	3.5	3.6
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(592.6)</b>	<b>(349.6)</b>	<b>(513.2)</b>	<b>(534.4)</b>	<b>(582.4)</b>
发行新股	25.7	-	-	-	-
回购	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(676.1)	(480.0)	(552.6)
其他	-	-	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(661.8)</b>	<b>(474.2)</b>	<b>(676.1)</b>	<b>(480.0)</b>	<b>(552.6)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(378.6)</b>	<b>11.2</b>	<b>(241.7)</b>	<b>17.0</b>	<b>29.2</b>
年初现金及现金等值物	1,186.6	790.0	801.2	559.6	576.6
汇兑差额	(18.0)	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>790.0</b>	<b>801.2</b>	<b>559.6</b>	<b>576.6</b>	<b>605.8</b>

资料来源: 公司, 招银国际预测

**主要比率**

年结：3月31日	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
香港	87.6	87.2	86.7	86.5	86.1
大陆	12.4	12.8	13.3	13.5	13.9
销售成本	(86.6)	(87.6)	(87.7)	(87.5)	(87.1)
毛利	13.4	12.4	12.3	12.5	12.9
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
息税折摊前利润率	11.6	10.8	10.7	10.8	11.3
税前利率	7.8	6.9	6.9	7.2	7.8
净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.4
核心净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.4
有效税率	17.8	21.0	17.5	18.0	18.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	4.3	6.7	8.2	9.7	8.8
息税折摊前利润	(0.3)	(0.2)	6.3	11.1	14.1
经营利润	(2.0)	(5.6)	9.4	15.4	16.8
净利润	(2.7)	(9.1)	12.8	14.6	16.8
核心净利润	(2.7)	(9.1)	12.8	14.6	16.8
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1
平均应收账款周转天数	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均应付帐款周转天数	11.3	10.3	11.0	11.0	11.0
平均存货周转天数	12.8	11.6	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
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	14.4	12.8	15.0	16.5	18.4
资产回报率	11.4	9.9	11.4	12.5	13.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.89	1.02	1.19
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.80	0.92	1.07
每股账面值(港元)	6.00	6.14	5.91	6.16	6.45

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。