

大家乐集团(341 HK)

香港业务韧性十足，但中国业务面临逆风

- ❖ **在利润率恢复的推动下，业绩继续回暖。**我们预计大家乐在 19 财年上半年销售额/净利润同比增长 3.3%/7.2%（对比 18 财年下半年同比增长 7.2%/下跌 7.2%），并预计其将在 3 年盈利下滑后重新开始实现增长。回暖的主因是毛利率的改善，预计 19 财上半年为 12.2%，而 18 财上半年为 11.9%（历史低位），和香港业务的经营杠杆略有改善。
- ❖ **香港业务仍保持韧性：同店销售增长轻微改善，但餐厅扩张略有阻滞。**尽管香港零售销售增长放缓（18 公历年第三/二/一季度同比增长 6.6%/12.4%/14.3%），但香港快餐销售增长仍然保持良好韧性（同期同比增长 4.9%/5.9%/5.9%）。我们预计 19 财年上半年大家乐香港受惠于更多的产品和服务升级（招银国际预期平均售价同比增长约 3%或增加 1 港元），同店销售增长可以同比上升至 4.0%（18 财年下半年为 3.0%）。然而，餐厅数量的扩张仍然略有阻滞，我们预测香港快餐/休闲餐的餐厅数量将在 19 财年上半年降至 292/63（同比下降 4.6%/7.4%），我们认为餐厅数量下降是由于香港零售销售在 18 公历年第二/一季度有所反弹后，公司要找到客流量良好而且租金的优惠，适合开店的位置难度提升了不少。另一方面，我们认为在 19 财年上半年还有一些其他正面的因素，例如机构餐饮业务也赢得到更多合约（包括某些大学食堂的合约）。
- ❖ **中国业务增长可能会放缓并面临利润率下滑压力：竞争加剧，O2O 外卖送餐的促销力度减少，以及外卖平台的佣金率上升。**我们认为大家乐中国内地的同店销售增长将在 19 财年上半年放缓至 2%（之前的招银国际预期为 7%），比 18 财上半年的 15%有所下降，原因是：1）来自麦当劳和肯德基的竞争加剧，这两家公司都推出了更多促销活动（例如重新推出每日都有的低价产品优惠），味千和合兴在第 2/3 季度的同店销售增长都有放缓，相信也是受到影响；2），O2O 外卖送餐服务平台（如美团和饿了么），在饿了么兼并了百度外卖后，促销力度有所减少，以及 3）与去年相比，今年新增外卖送餐服务的餐厅数量比较有限，而这是去年 15%同店销售增长（高基数）背后的主因之一。我们还认为外卖平台的佣金率增加很可能会对利润率带来压力。
- ❖ **我们下调净利润的预测和目标价，但维持买入评级。**考虑到香港的餐厅扩张数量低于预期以及中国同店销售增长放缓，我们将 19 财年/20 财年/21 财年净利润预测下调 2.9%/6.4%/10.2%。同时我们亦下调目标价至 22.45 港元，但维持买入评级，基于 26 倍 19 财年年预测市盈率（之前为 27 倍），意味着有 31.3%的上涨空间。目前公司的估值在 19.8 倍 19 财年预测市盈率，是比 5 年平均的 26 倍，低约 2 个标准偏差。我们认为一旦其盈利在 19 财年上半年开始好转，该股的估值应会被重估，业绩将于 11 月底公布。

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	8,847	9,428	10,195
核心净利润(百万港元)	504	458	502	554	621
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
EPS 变动 (%)	-2.8	-9.4	9.5	10.5	12.0
市盈率 (x)	19.7	21.7	19.8	17.9	16.0
市帐率 (x)	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7
股息率 (%)	4.8	6.8	4.5	5.0	5.6
权益收益率 (%)	14.4	12.8	14.6	15.6	16.9
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\$22.45
(前目标价)	HK\$24.00
潜在升幅	+31.3%
当前股价	HK\$17.10

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

餐饮行业

市值(百万港元)	10,013
3 个月平均流通(百万)	9.6
52 周内高/低(港元)	23.55/16.6
总股本(百万)	585.5

数据来源：彭博

股东结构

罗德承	15.75%
罗开亲	11.62%
罗开光	10.49%
Matthews Intl capital	6.99%
流通股	55.15%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-0.7%	0.1%
3 月	-12.5%	-4.6%
6 月	-13.7%	4.9%

数据来源：彭博

股价表现

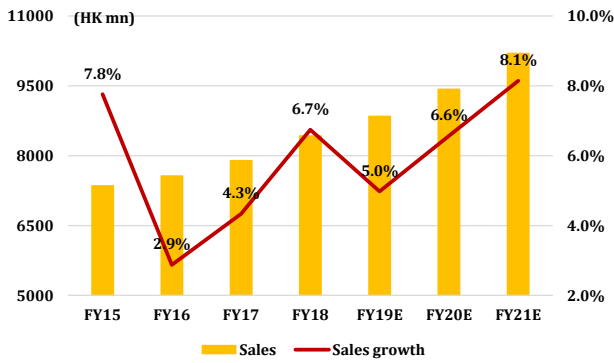


数据来源：彭博

审计师: PricewaterhouseCoopers

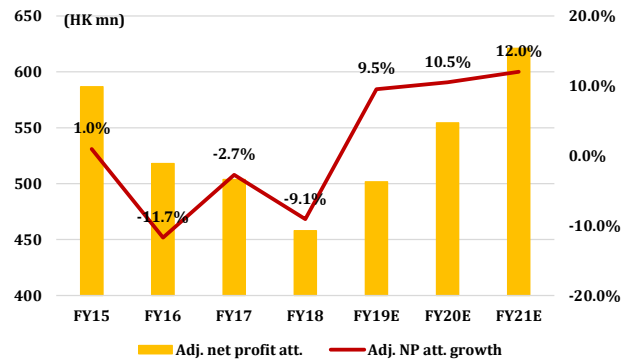
公司网站: www.cafedecoral.com

图 1: 大家乐的销售增长可能在 19 财年放缓至 5.0%



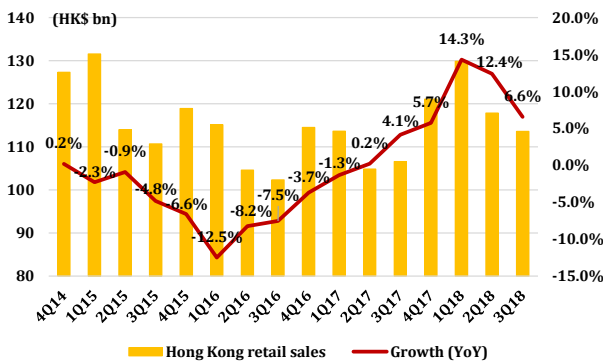
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 但是，19 财年的利润增长可能会恢复到 9.5%



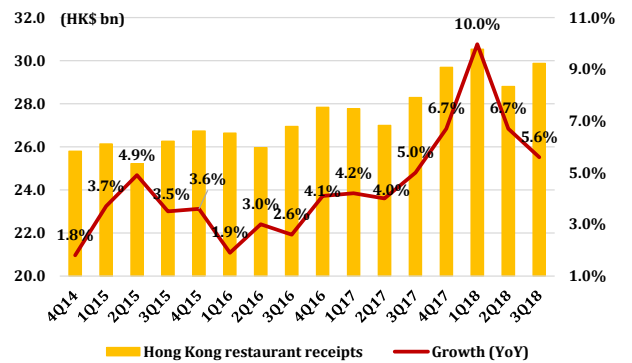
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: 香港零售销售增长在 18 年二/三季度有所放缓



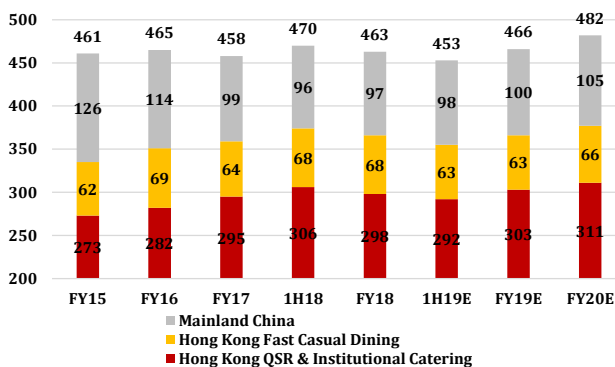
资料来源：香港统计局，招银国际研究

图 4: 香港餐饮销售增长也在 18 年二/三季度放缓



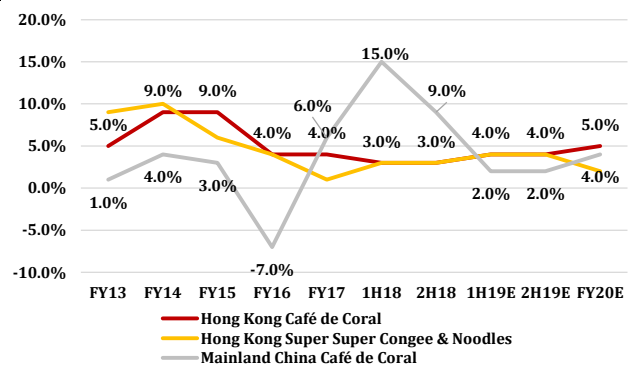
资料来源：香港统计局，招银国际研究

图 5: 餐厅数量，按细分和位置



资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 同店销售增长，按细分和位置



资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 预测更新

	19财年			20财年			21财年		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
	百万港币			百万港币			百万港币		
香港	7,901.2	7,716.9	-2.3%	8,652.5	8,218.7	-5.0%	9,366.8	8,865.5	-5.4%
大陆	1,216.1	1,130.0	-7.1%	1,349.9	1,209.1	-10.4%	1,511.8	1,330.0	-12.0%
收入	9,117.3	8,846.9	-3.0%	10,002.3	9,427.8	-5.7%	10,878.6	10,195.5	-6.3%
销售成本	(7,998.1)	(7,750.4)	-3.1%	(8,751.6)	(8,250.1)	-5.7%	(9,474.7)	(8,910.7)	-6.0%
毛利	1,119.2	1,096.6	-2.0%	1,250.7	1,177.7	-5.8%	1,403.9	1,284.8	-8.5%
其他收益	(12.6)	(18.6)	47.8%	(12.6)	(15.6)	23.9%	(12.6)	(12.6)	0.0%
行政费用	(483.4)	(468.5)	-3.1%	(519.2)	(489.4)	-5.7%	(551.4)	(518.6)	-5.9%
经营利润	623.2	609.5	-2.2%	719.0	672.8	-6.4%	839.9	753.6	-10.3%
净财务收入	3.4	3.4	2.6%	3.5	3.7	7.8%	3.6	4.1	15.3%
应佔联营公司利润	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
税前利润	626.6	613.0	-2.2%	722.5	676.5	-6.4%	843.5	757.7	-10.2%
所得税开支	(109.7)	(110.3)	0.6%	(130.0)	(121.8)	-6.4%	(151.8)	(136.4)	-10.2%
非控制股東權益	0.3	0.9	266.8%	0.3	0.3	-6.4%	0.3	0.3	4.9%
核心净利润	516.7	501.7	-2.9%	592.1	554.5	-6.4%	691.4	621.0	-10.2%
核心每股盈利 (人民)	0.89	0.86	-2.9%	1.02	0.95	-6.4%	1.19	1.07	-10.2%
毛利率	12.3%	12.4%	+0.1 ppt	12.5%	12.5%	0.0ppt	12.9%	12.6%	-0.3ppt
经营利润率	6.8%	6.9%	+0.1ppt	7.2%	7.1%	-0.1ppt	7.7%	7.4%	-0.3ppt
核心净利率	5.7%	5.7%	0.0ppt	5.9%	5.9%	0.0ppt	6.4%	6.1%	-0.3ppt

资料来源：公司，招银国际研究

财务报表

利润表

年结：3月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	7,895.3	8,427.4	8,846.9	9,427.8	10,195.5
香港	6,916.5	7,351.2	7,716.9	8,218.7	8,865.5
大陆	978.7	1,076.2	1,130.0	1,209.1	1,330.0
销售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,750.4)	(8,250.1)	(8,910.7)
毛利	1,056.8	1,042.1	1,096.6	1,177.7	1,284.8
其他收益净额	(23.1)	(13.7)	(18.6)	(15.6)	(12.6)
存货成本	(430.6)	(458.8)	(468.5)	(489.4)	(518.6)
息税前收益	603.1	569.6	609.5	672.8	753.6
应占联营公司利润	-	-	-	-	-
净财务收入 / (支出)	9.6	11.7	3.4	3.7	4.1
非经常性收入	-	-	-	-	-
税前利润	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
所得税	(108.8)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
非控制股东权益	0.0	1.2	0.9	0.3	0.3
净利润	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
核心净利润	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
息税折摊前收益	915.8	914.0	975.3	1,063.3	1,176.4

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	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	3,160.9	3,241.9	3,354.3	3,454.5	3,567.7
物业、厂房及设备	1,943.6	2,020.9	2,141.3	2,245.0	2,361.6
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
流动资产	1,275.9	1,374.4	1,118.4	1,199.0	1,304.5
现金及现金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3
应收贸易款项	97.3	191.5	109.1	116.2	125.7
存货	240.2	234.4	276.0	293.8	317.4
可供出售投资	-	-	-	-	-
其他流动资产	148.4	147.4	158.9	167.6	179.1
流动负债	845.9	955.6	955.9	1,015.7	1,094.7
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易及其他账款	820.2	914.4	914.8	974.6	1,053.6
递延税款	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	99.8	87.3	87.3	87.3	87.3
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
净资产总值	3,491.1	3,573.5	3,429.5	3,550.5	3,690.3
少数股东权益	3.7	3.8	4.7	5.0	5.3
股东权益	3,487.4	3,569.7	3,424.8	3,545.5	3,684.9

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	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
折摊和摊销	309.0	340.7	362.0	387.0	419.4
营运资金变动	2.4	(2.6)	29.6	26.1	34.5
税务开支	(79.4)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(3.4)	(3.7)	(4.1)
其他	40.7	49.2	53.0	47.4	46.5
经营活动所得现金净额	875.8	835.0	943.7	1,011.5	1,117.6
资本开支	(595.7)	(462.0)	(513.1)	(518.5)	(560.8)
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	3.7	4.1
投资活动所得现金净额	(592.6)	(349.6)	(497.4)	(502.6)	(544.4)
发行新股	25.7	-	-	-	-
回购	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(661.8)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
现金净变动	(378.6)	11.2	(226.9)	46.9	61.0
年初现金及现金等值物	1,186.6	790.0	801.2	574.4	621.3
汇兑差额	(18.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
香港	87.6	87.2	87.2	87.2	87.0
大陆	12.4	12.8	12.8	12.8	13.0
盈利能力比率 (%)					
息税折摊前利润率	11.6	10.8	11.0	11.3	11.5
税前利率	7.8	6.9	6.9	7.2	7.4
净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
核心净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
有效税率	17.8	21.0	18.0	18.0	18.0
增长 (%)					
收入	4.3	6.7	5.0	6.6	8.1
息税折摊前利润	(0.3)	(0.2)	6.7	9.0	10.6
经营利润	(2.0)	(5.6)	7.0	10.4	12.0
净利润	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
核心净利润	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均应付账款周转天数	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
回报率 (%)					
资本回报率	14.4	12.8	14.6	15.6	16.9
资产回报率	11.4	9.9	11.2	11.9	12.7
每股数据					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.78	0.86	0.96
每股账面值(港元)	6.00	6.14	5.89	6.10	6.34

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。