



個股研究

18/11/2016

唐宮中國(1181.HK)

集團根基穩健，休閒餐飲成增長引擎；首予「買入」評級

唐宮小聚好評如潮—唐宮小聚為集團近年的自創品牌。餐廳出品精巧細緻，形象討好，在相機先吃的年代，極受女士歡迎，於短時間內已獲到大量好評。唐宮小聚佔地相對傳統酒樓少，因而開業所需資本較低、回報期較短，而且人才的技術要求亦相對較低，因此易於快速發展。相信集團將會加大此品牌的發展力度，未來數年會以較快的速度開設分店，加快集團營業額成長。

營改增提高毛利—內地於今年 5 月 1 日起，在全國範圍內全面推開營業稅改徵增值稅試點。「營改增」後，餐飲業的整體稅負應該減低，預期對集團的毛利率會有提升作用，因此我們相信集團的毛利率能夠維持現時或上升至更高的水平。

派息慷慨—集團派息比率一向慷慨，去年集團更將派息比率提升至 80%。而於剛公布的 2016 年中期業績，集團首次派發中期特別股息。集團資金雄厚，淨現金高逾 4 億元人民幣，而且現金流充裕，大有條件繼續派發高息。

估值—我們給予唐宮中國「買入」評級，目標價為\$3.54。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來。以 11 月 17 日每股\$2.46 計算，潛在升幅為 43.9%。

投資策略—集團以中式酒樓於中國大陸闖出名堂。大部份唐宮的中式海鮮酒家由開業之初便一直營運至今，業務相當穩健，為集團提供可觀的現金流。集團於 2013 年受到中央遏制三公消費的負面影響，令盈利大幅受挫，但經集團調整業務後，現已重整旗鼓。近年集團的自創品牌，唐宮小聚及唐宮茶點，甫開幕已廣受食客歡迎，相信集團將會加大此品牌的發展力度，建議投資者於現價買入。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2015 年	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E
收益(千元人民幣)	1,088,147	1,209,842	1,295,666	1,423,971
經營溢利(千元人民幣)	65,093	96,939	106,759	117,415
年內溢利(千元人民幣)	48,589	71,312	79,172	87,174
每股盈利(分人民幣)	11.53	16.82	18.67	20.56
每股股息(仙港元)	10.90	17.35	15.03	16.55
收益年增長率(%)	10.02%	11.18%	7.09%	9.90%
經營溢利率(%)	-3.26%	48.92%	10.13%	9.98%
純利率(%)	4.47%	5.89%	6.11%	6.12%
市盈率(倍)	18.55	12.72	11.46	10.40
市賬率(倍)	2.15	2.10	1.93	1.81
股東權益回報率(%)	11.78	16.69	17.56	17.97
派息比率(%)	78.78	89.73	70.00	70.00

資料來源：彭博及致富集團研究部

買入(首予評級)

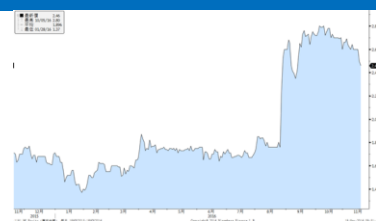
 目標價 **3.54 元**

 上日收市價 **2.46 元**

公司簡介

集團主要以唐宮品牌從事餐廳營運及食品生產

過去一年股價走勢



表現(%)

	1 個月	半年	1 年
1181.HK	-8.9	42.2	43.9
恒指	-4.6	12.5	-0.9

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	1.32 元-2.84 元
市值	10.43 億
已發行股數	4.24 億
每股帳面淨值	1.16 元

資料來源：彭博

Roy Lau CFA, FRM
 +852 2500 9673
 roy_lau@chiefgroup.com.hk



唐宮中國簡介

唐宮中國為一家在中國經營的連鎖飲食集團，以粵菜為主。集團旗下擁有八個自創品牌餐廳，分別為唐宮海鮮舫、唐宮、盛世唐宮、唐宮膳、唐宮壹號、唐宮小聚、唐宮茶點及忍者居日本料理。此外，集團亦以特許經營形式開設胡椒廚房，以及與馬來西亞的合伙人在中國合營金爸爸餐廳。

集團定位於中高端消費級別的個人及商務食客及提供婚宴服務，餐廳地點多位於中國一、二線城市的黃金地段，通常設在高級的酒店及受歡迎的購物中心內。截至今年上半年，集團在北京、天津、上海、深圳、東莞、蘇州、杭州、成都、香港及澳門共經營 56 家餐廳及一間在上海的食品廠。

此外，集團亦與獨立第三方茶葉供應商訂立合作安排，該等供應商的僱員將向在集團餐廳用膳的顧客銷售茶類產品(如茶葉、茶壺等)。該等銷售茶類產品的佣金收入為集團帶來可觀收入，截至今年上半年，來自茶類產品的收入佔集團年度稅前溢利約 18.5%。

唐宮海鮮舫

唐宮海鮮舫創立於 1997 年，是集團歷史最長、數目最多的品牌餐廳，可謂集團的創業根本。此品牌餐廳網絡現已擴張至國內 6 大主要城市，而當中以北京及上海為主。餐廳主要位於熱鬧的商業及住宅區，地方寬敞，平均建築面積達兩千平方米，而其中東莞世博唐宮海鮮舫總面積更高達 6,000 平方米。此品牌餐廳的目標客戶為中高端消費級別的商務及家庭顧客，主要供應海鮮、點心及各類粵式食品。

若加上盛世唐宮、唐宮及唐宮膳等品牌，截至今年 6 月底止，集團擁有 25 家此等品牌餐廳，佔集團餐廳數目 44.6% 及整體營業額 73.7%，平均每位消費為 148.4 元人民幣。

圖表 1：上海花木唐宮海鮮舫



資料來源：公司網頁

圖表 2：東莞世博唐宮海鮮舫



資料來源：公司網頁



唐宮壹號

集團於 2008 年首次在上海以唐宮壹號的品牌經營餐廳，可謂唐宮海鮮舫的高級版，而該品牌現已擴至北京、香港及澳門。餐廳目標客戶為高端消費級別商務食客，主要提供上等海鮮、招牌滋補湯及以上等材料製成的精緻粵菜，而該品牌的餐廳選址定位於中心商務區及繁華商業區的高級酒店及購物商場內。

截至今年上半年，集團擁有 6 家此等品牌餐廳，佔集團餐廳數目 10.7% 及整體營業額 14.1%，平均每位消費為 277.1 元人民幣。惟自今年 7 月 1 日起，集團將把其位於港澳地區的兩家唐宮壹號之相關營運資產分階段轉讓予龍皇集團，以換取龍皇集團已發行股本 22%。

圖表 3：上海迪生唐宮壹號



資料來源：公司網頁

圖表 4：香港唐宮壹號



資料來源：香港唐宮壹號 Facebook

唐宮小聚

唐宮小聚是集團於 2014 年回歸香港開設的首家餐廳，位於香港中上環地段，主打健康無味精的摩登中菜，現已進駐至成都及深圳地區。該品牌餐廳形象時尚精緻，佔地面積亦相對較細，與集團傳統中菜餐廳有別。餐廳目標客戶為年輕白領一族，集團將傳統中餐重新包裝，以富創意形象展示，吸引年輕人市場。

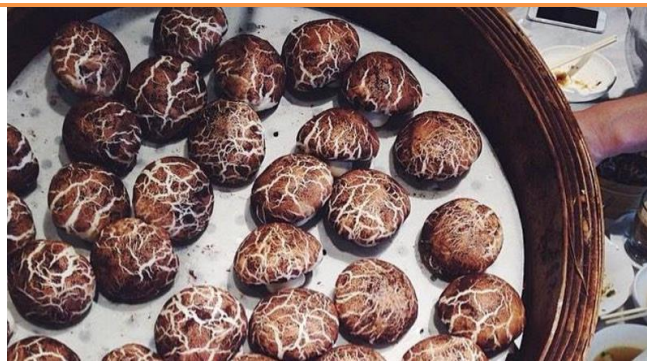
截至今年上半年，集團擁有 3 家此等品牌餐廳，佔集團餐廳數目 5.4% 及整體營業額 4.6%，平均每位消費為 113.5 元人民幣。而在今年 7 月 1 日，集團於深圳福田區多開一家深圳東海唐宮小聚，現該品牌餐廳一共為 4 家。

圖表 5：香港唐宮小聚



資料來源：香港唐宮小聚 Facebook

圖表 6：唐宮小聚特色小點「黑松露香菇包」



資料來源：香港唐宮小聚 Facebook



胡椒廚房

於 2010 年，集團(作為特許經營人)與 SFBI(作為特許人)訂立特許權總協議(上海地區)、特許權總協議(北京及天津地區)，以在上海、北京及天津以胡椒廚房品牌開設及經營快餐店。集團於同年在北京購物中心大悅城開設首間胡椒廚房品牌快餐店。該品牌餐廳採用 DIY 的烹飪方法(一種源自日本的理念)營造休閒的用餐環境，由顧客自己動手在鐵板上完成食品的烹調，以吸引年輕食客。

截至今年上半年，經集團評估後，認為將上海區胡椒廚房的專營權交還予品牌擁有者經營，並將管理資源集中於北京及天津營運良好的分店上更為合適。集團截至今年上半年擁有 13 家此等品牌餐廳，佔集團餐廳數目 23.2% 及整體營業額 5.4%，平均每位消費為 46.5 元人民幣。

圖表 7：北京朝北大悅城胡椒廚房



資料來源：公司網頁

圖表 8：北京遠大路金源胡椒廚房



資料來源：公司網頁

PappaRich

PappaRich 是一個多種族、多文化的馬來西亞美食品牌，該餐廳提供如印度甩餅，傳統窯爐烤出的海南麵包，配上亞參叻沙，海南雞飯，蝦麵等馬來西亞著名美食，融合馬來，印度，華人，印尼和婆羅洲民族的特色於一身。

於 2012 年，集團與馬來西亞著名品牌 PappaRich 策略性成立合營公司，期望以「PappaRich」商標將獨特的東南亞異國風味帶到中國。該合營公司亦分別與台灣的欣葉國際及香港的別府集團合作，希望憑藉他們於當地經營餐廳的豐富經驗，將金爸爸業務擴展至台灣及香港。該合營公司截至今年上半年擁有 7 家此等品牌餐廳，分別位於中國大陸、香港及台灣。

圖表 10：PappaRich 外觀



資料來源：公司網頁

圖表 11：PappaRich 內裏開放式廚房



資料來源：公司網頁



上海食品廠

上海食品廠主要向集團的餐廳提供食品生產服務，該食品廠旨在將集團的採購、食品生產、保存、質檢、包裝、倉儲及配送程序一體化。上海食品廠目前所承擔的食品加工事務主要包括向集團的所有餐廳供應季節性食品，如月餅、粽子、盆菜、中式燒臘及海味。

圖表 9：上海食品廠外觀



資料來源：公司網頁

圖表 10：食品廠內自動化生產設備



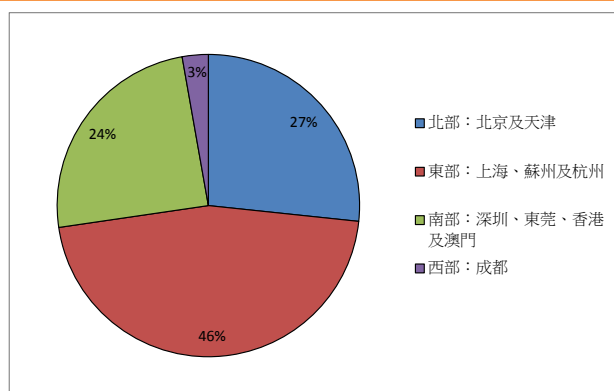
資料來源：公司網頁



營運及財務數據分析

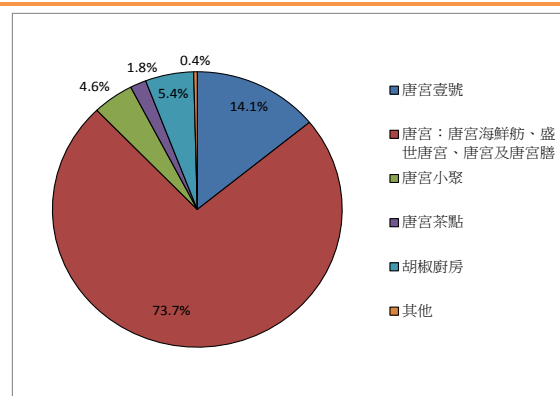
加快中式休閒餐飲發展

圖表 11：2016 年中期集團各地區收入佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 12：2016 年中期集團各主要品牌收入佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

中式海鮮酒家乃集團的創業根本，亦是集團最擅長的業務。從圖表 12 可見，截至 2016 年上半年，該類業務仍然是集團的主要業務，包括唐宮壹號及唐宮，佔集團接近九成收入，共 31 家此類餐廳。而大部份唐宮的中式海鮮酒家由開業之初便一直營運至今，業務已相當穩健，為集團提供可觀的現金流，是集團發展的最大後盾。然而開設中式海鮮酒家，每家餐廳所需佔地極大且需要長年期租約，因此開業資本開支甚高及回報期長，技術人才更是難求，種種原因都令此類餐廳難於快速增長。以集團謹慎的營業作風，上市 5 年以來，包括唐宮壹號及唐宮，該類餐廳僅淨增加 13 家。

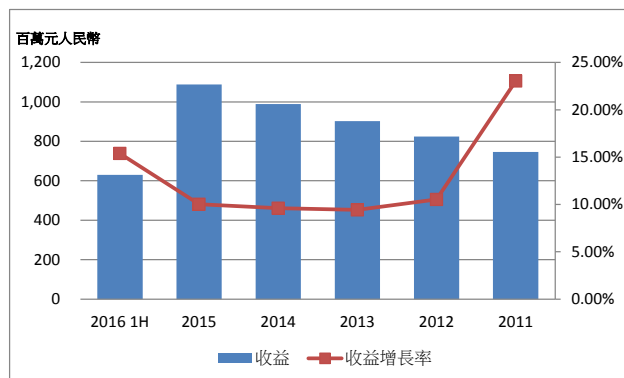
休閒餐業務成為集團近年主要開拓的增長引擎，尤其是唐宮小聚於 2014 年開始在香港開設第一家該品牌餐廳，而截至現時為止，已在深圳開設第四家唐宮小聚，而開設於上海的唐宮茶點，亦是相同類別的餐廳。不同於胡椒廚房及金爸爸餐廳，唐宮小聚以集團擅長的粵菜點心及小菜為主要的精簡菜單，環境時尚，形式更像西餐廳，甫開幕已廣受食客歡迎，相信集團將會加大此品牌的發展力度。

至於地區收入方面，雖然南部地區是集團的起源地，首家唐宮海鮮舫就是在深圳開立的，但北部及東部地區卻一直是集團的主要收入來源。於 2014 年，集團開始反攻香港以至澳門，在兩地開設高級酒家唐宮壹號，以及在香港及深圳開設唐宮小聚，令南部地區收入佔比得以提升。此外集團亦於 2015 年首次將業務帶到四川省省會成都，開設內地首家唐宮小聚及唐宮餐廳。比起上市之初，集團現時業務的分布更加平均。



收入增長從不間斷

圖表 13：2011 年至 2016 中期集團收益及按年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

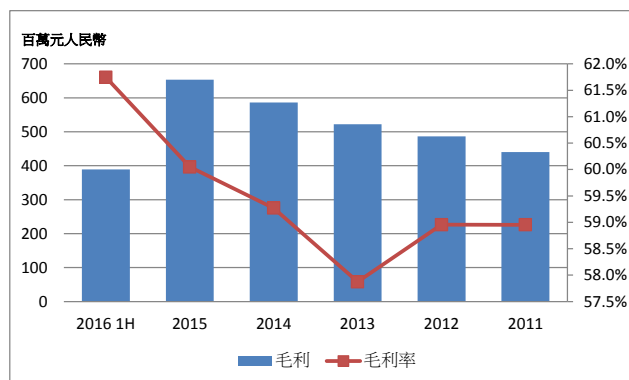
集團收入自上市以來一直能夠維持正增長，主要得益於集團每年開立的新餐廳及集團能夠因應市況的轉變而作出迅速而有效的對應。

於 2012 年底，中國政府頒布遏制公款消費，提倡節儉及大力打擊貪腐，此舉無疑嚴重影響中國的高端消費，餐飲業面臨消費意慾低迷。尤其是集團九成的收入源於中高端的海鮮酒家，負面影響不言而喻。然而集團有見市場的消費模式正在急速改變，於 2013 年集團立即調整策略，將人均消費目標定於更適合大眾市場的水平，將市場定位調整至更為大眾化、年輕化，並重新設計餐牌，推出一系列的套餐及促銷推廣，一連串的措施加上新增餐廳的收入令集團 2013 年的收入不單未有倒退，更得以維持高單位數增長。

集團於 2015 年下半年趁著租金趨向緩和之際，一連開設了五家中式海鮮酒家及兩家中式休閒餐廳，是集團開設最多中式餐廳的一年。於 2016 年上半年，早前開設的新店已陸續展現效益，加上之前提到打擊三公消費對集團的負面影響亦已逐漸消化，人均消費及客流量普遍獲得提升，令集團 2016 年上半年的收入得到超過 15% 增長。

集團毛利率持續向上

圖表 13：2011 年至 2016 中期集團毛利及毛利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

上文提到 2013 年集團受到中央遏制三公消費的負面影響，因而集團作出應變，加強推廣優惠，導致毛利率下跌。

但從圖表 13 可見，在 2013 年的隨後時間中集團的毛利率持續向上，這主要是得益於集團為配合對季節性產品、



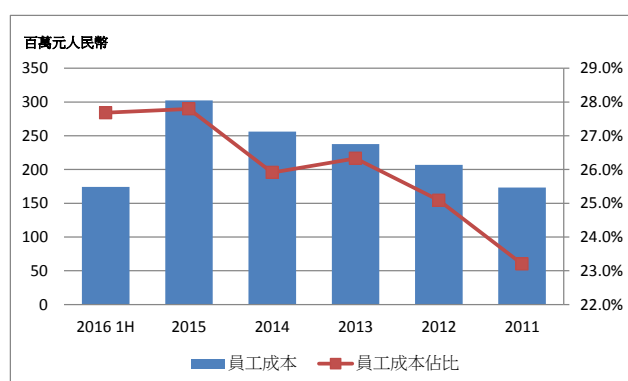
外賣產品、伴手禮等的需求，以及增加半成品以提升門店效益而持續增加大宗採購的種類，其中包括海鮮、凍品、肉類及糧油及時令水果等所致。此外，集團逐步擴大與具規模的供應商進行大宗採購，非但對控制食材成本有好處，亦能保障食物貨源的安全性，達到源頭管控。

除此之外，內地於 2016 年 5 月 1 日起，在全國範圍內全面推開營業稅改徵增值稅試點，而餐飲業則是作為被納入試點的生活服務業的重要行業之一。「營改增」後，餐飲業納稅人可以通過取得增值稅抵扣憑證而消除重複納稅問題，預計「營改增」後對集團的毛利率會有提升作用，因此我們相信集團的毛利率能夠維持現時或上升至更高的水平。

人力成本增幅趨緩

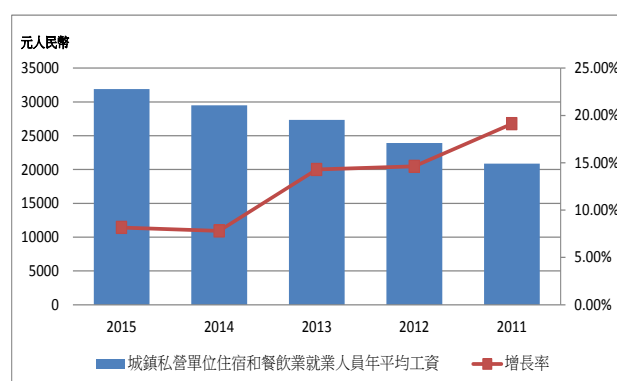
餐飲業屬於勞動力密集的行業，員工成本在餐飲業的成本結構中尤其突出，主要由於餐廳除樓面需要員工招待客人外，廚房亦需要大量員工出產食品，變相是普通零售業的雙倍人手需求。因此工資的走向對唐宮中國的利潤高低尤其重要。

圖表 14：2011 年至 2016 中期集團員工成本及其佔收入百分比



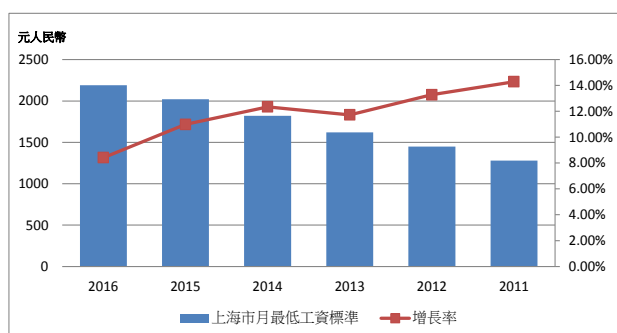
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 15：2011 年至 2015 年城鎮私營單位住宿和餐飲業就業人員年平均工資



資料來源：國家統計局

圖表 16：2011 年至 2016 年上海市月最低工資標準



資料來源：上海市人力資源和社會保障局

過去廉價勞動力一直是在中國做生意的核心競爭力，但是隨著人口紅利的消失，員工成本持續高企，最低工資連年上升，成為餐飲業的頭號難題。從圖表 15 可見，近五年在中國的餐飲業員工平均工資上升趨勢從未間斷，然而圖表同樣顯示，平均工資的增長幅度愈趨緩和，近年回落至單位數增長。

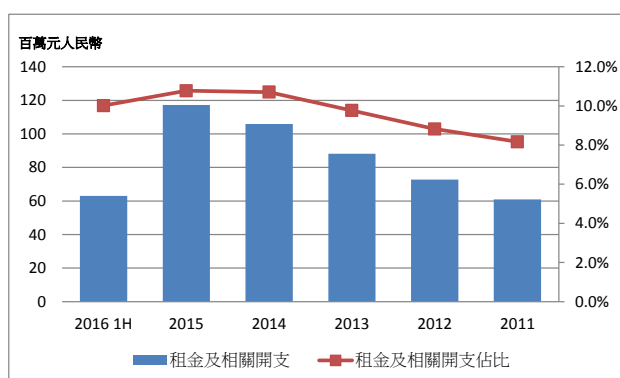


同樣地，從圖表 14 可見，**唐宮中國**亦受著工資上漲的影響，員工成本佔比整體連年向上，表示集團的收入增長速度追不上員工的薪酬加幅，壓縮著集團的利潤率。可是直至 2016 年上半年，情況稍為緩和，集團的員工成本佔比未有進一步擴大。

最低工資標準對餐飲業的薪酬水平有著重大的影響力。在此之前多年，各省的最低工資標準經歷了較大幅度上漲，可是在當前中國經濟下行的時期，各省最低工資標準的平均增幅也在下降，有部分省份更凍結了最低工資標準的上調。以**唐宮中國**的主要收入地區—上海市為例，從圖表 16 可見，縱使上海市的最低工資標準逐年遞增，但其增速卻有下降趨勢。因此，我們相信以**唐宮中國**的收入增長速度，很大機會能夠彌補上漲的員工成本，令其佔收入比率能夠維持目前水平。

租金或有下調空間

圖表 17：2011 年至 2016 中期集團租金開支及其佔收入百分比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

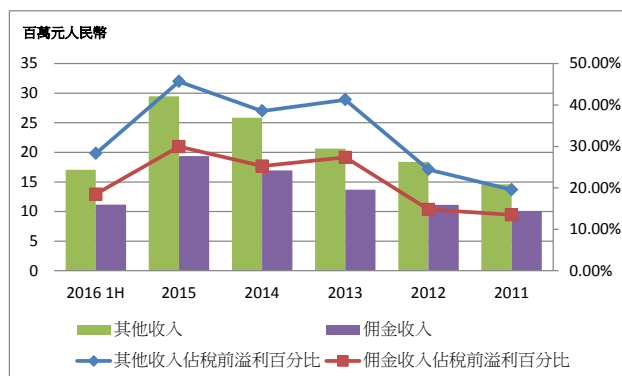
唐宮中國的餐廳地點多設在中國一、二線城市的高級酒店及購物中心內，租金成本昂貴，亦為集團重要的成本開支。由圖表 17 可見，過去集團的收入增長追不上租金及相關開支的加幅，導致集團的租金及相關開支對收入佔比逐年攀升。然而直至 2015 年，由於市場租金趨向緩和，集團趁此機會開設多家新店，令集團的租金及相關支出佔比得以維持平穩。

內地購物中心近年面臨多項挑戰。在中國經濟增長放緩的背景下，零售商鋪供應充裕、網商快速發展、政府持續反貪腐政策以及境外旅遊消費的分流作用，均對內地商場租金帶來顯著的下調壓力。除此以來，奢侈行業同樣備受經濟增長放緩及反貪腐的打擊，有部分因而選擇結業離場，令到商場更願意以相對優惠的租金邀請餐飲業及休閒娛樂零售商進駐，以吸引人流。因此，我們相信**唐宮中國**未來在內地新開的餐廳都能享受更優惠的租務條款，而集團的租金及相關開支佔收入比率將很大機會得以維持甚至回落至更低水平。



其他收入佔盈利重要部分

圖表 18：2011 年至 2016 中期其他收入及其佔稅前溢利百分比



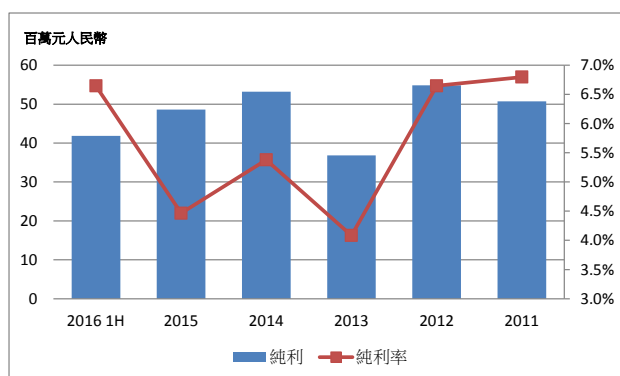
資料來源：公司年報、致富集團研究部

其他收入主要包括出售物業、廠房及設備淨收益、銀行存款的利息收入、銷售茶葉相關產品的佣金收入及地方政府機關的稅務補貼等其他項目。以上各項收入基本上可視之為已扣除其本身成本的盈利，雖然其收入並不是源於集團的核心餐飲業務，然而除了出售物業、廠房及設備淨收益(只佔極少部分)，各項收入都是經常性收入，因此可與集團的盈利一併考慮。從圖表 18 可觀察到，其他收入佔稅前溢利一個很高的百分比，顯示其重要性。

而其中佔重要部分的銷售茶葉相關產品的佣金收入是來自於第三方供應商的僱員在集團的餐廳內向顧客銷售茶類產品，而集團會按協議獲得部分銷售茶類產品的收入。集團只是提供一個場所及銷售機會予茶葉產品供應商，而商品及人手則是供應商自行安排，集團幾乎不用成本已可獲得額外利潤，是集團持續表現優勝的原因之一。

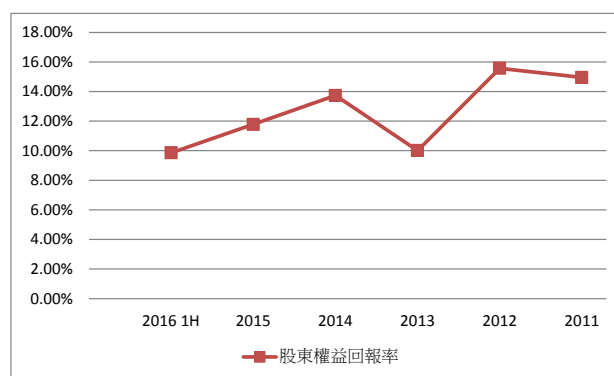
盈利否極泰來

圖表 19：2011 年至 2016 年中期集團純利及純利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 20：2011 年至 2016 年中期集團股東權益回報率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 19 來看，集團盈利於 2013 年間遭遇重大挫折，純利按年倒退三成，而純利率則由以往百分之六以上下挫至百分之四。盈利減少主要由於當時政府大力肅貪及提倡節儉，以及期內第二季度受禽流感影響及中央府停止售賣家禽之政策，令集團毛利率受挫，而各類經營成本，包括上文提到的工資及租金成本則持續上升所致。

集團期後一方面持續加強中央採購以降低食材成本，另一方面在中央限制三公消費後，集團迅速調整經營策略，將餐廳定位調整至更為大眾化、年輕化，並發展自創休閒式中式餐飲「唐宮小聚」，逐步令盈利從 2013 年的挫折



中恢復過來。而 2016 上半年集團盈利表現亮麗，按年增長達四成，純利率重返百分之六以上，相信集團 2016 年全年盈利將可超越 2012 年的水平。

至於股東權益回報率，由圖表 20 可見，集團自上市以來一直維持於百分之十以上，顯示集團長期處於競爭激烈的餐飲業中，無論順逆仍然能夠取得高盈利水平。預計 2016 年集團股東權益回報率能夠重返高雙位數。



投資亮點

集團根基穩健，唐宮小聚好評如潮

集團進入中國大陸餐飲市場接近廿年，以中式酒樓闖出名堂。食物品質依然是飲食業的重中之重，觀乎大眾點評網¹的食客評論，普遍食客對唐宮的出品報以正評居多。食客對集團中式酒家的多年支持令集團擁有持續而穩定的現金流，為集團發展其他休閒餐飲業打下重要基楚。

於 2014 年，集團自家創立唐宮小聚，餐廳出品精巧細緻，例如玫瑰饅頭、松露香菇包及陳皮燉梨等，形象討好，在相機先吃的年代，極受女士歡迎，於短時間內已獲到大量好評。此外，集團的服務亦相當細心，在大眾點評網內，凡是 3 星以下的評論，該餐廳的店長便會逐一針對性回覆，令人印象深刻。

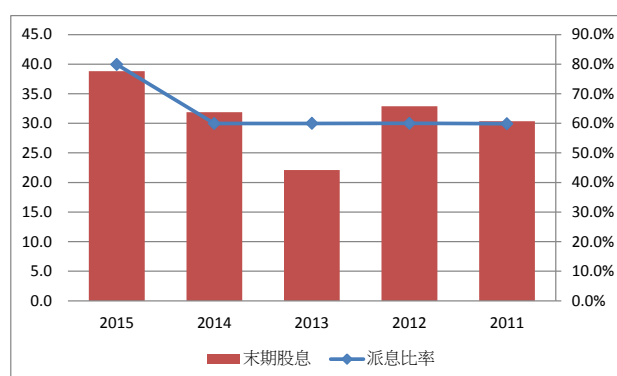
唐宮小聚佔地相對傳統酒樓少，因而開業所需資本較低、回報期較短，而且人才的技術要求亦相對較低，因此易於快速發展。相信集團將會加大此品牌的發展力度，未來數年會以較快的速度開設分店，加快集團營業額成長。

營改增提高毛利

內地於 2016 年 5 月 1 日起，在全國範圍內全面推開營業稅改徵增值稅試點，而餐飲業則是作為被納入試點的生活服務業的重要行業之一。在「營改增」完成前，餐飲業的營業稅稅率為 5%，為業界帶來頗重負擔。「營改增」後，稅率提高為 6%，但是餐飲業納稅人可以通過取得增值稅抵扣憑證而消除重複納稅問題。換句話說，「營改增」後，餐飲業的整體稅負應該減低，預期對集團的毛利率會有提升作用，因此我們相信集團的毛利率能夠維持現時或上升至更高的水平。

派息慷慨

圖表 19：2011 年至 2015 年集團股息及派息比率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

集團派息比率一向慷慨。由圖 19 可見，集團由上市之初，派息比率便一直維持約 60% 派息比率，直至 2015 年，集團更將派息比率提升至 80%。而於剛公布的 2016 年中期業績，集團更首次派發中期特別股息，每股 6 仙港元。縱使集團未有明言將來的派息政策將會維持高達 80% 的派息率，但集團資金雄厚，淨現金高逾 4 億元人民幣，而且現金流充裕，大有條件繼續派發高息。

¹ 中國大陸著名的城市生活消費指南網站之一



下行風險

租賃續約風險

截至今年上半年，集團租金開支佔收入約百分之十，屬於行業內偏低水平。集團能夠以偏低的租金水平出租，相信部份原因為集團部份餐廳承租於大股東持有的物業，其租金數年來未有變動，以及部份早前簽訂的長期租約，其租金並未有跟足市價升幅。

然而根據集團招股書資料，早前多家簽訂長期租約的餐廳將於 2017 年至 2020 年陸續完成租約。租約到期後，集團須與業主重新商討續約條款，租金或會大幅度提高。倘集團未能成功續租，餐廳或需結業，或需動用巨額資本開支在其他地段重開餐廳。於 2016 年上半年，集團於上海的一家餐廳便因租約到期而結業。

胡椒廚房往績不佳

集團於 2011 年上市集資的其中一個重要目的，便是獲取一筆資金以發展胡椒廚房，對該業務充滿期待。然而集團多年下來，胡椒廚房的業績並未有重大突破，開店進度亦未見理想。今年上半年，胡椒廚房上海區的專營權更交還予品牌擁有者，變相收縮該業務。



預測及估值

我們給予**唐宮中國**「買入」評級，目標價為\$3.54。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來，而我們假設 10.0%的股東要求回報率及 3.5%長期增長率。此目標價相當於 18.30 倍 2016 年的預測市盈率(Forward P/E)。

圖表 13：唐宮中國折現自由現金流估值模型

(千元人民幣)	2016E	2017E	2018E	終端價值
年內溢利	71,312	79,104	87,105	
經營活動之現金流	150,814	156,577	175,108	
投資活動之現金流	(70,712)	(76,129)	(83,549)	
自由現金流	80,102	80,540	91,652	1,459,382
自由現金流之折現值	72,820	66,562	68,860	1,096,455
股權合理價值	1,304,697			
每股合理值(港元)	3.54			
現價(港元)	2.46			
潛在升幅(%)	43.90			



財務數據

損益表

截至 12 月 31 日止年度	2018 年 E	2017 年 E	2016 年 E	2015 年
千元人民幣				
收益	1,423,971	1,295,666	1,209,842	1,088,147
其他收入	39,512	35,953	32,832	29,486
已耗存貨成本	(541,109)	(492,353)	(459,740)	(434,745)
員工成本	(398,712)	(362,786)	(338,756)	(302,455)
折舊、公共設施開支及消耗品	(163,757)	(149,002)	(139,132)	(119,715)
租金及相關開支	(142,397)	(129,567)	(120,984)	(117,226)
其他開支	(99,678)	(90,697)	(84,689)	(75,964)
應佔合營及聯營公司淨利	(415)	(455)	(2,435)	(2,435)
營運溢利	117,415	106,759	96,939	65,093
融資成本	(1,044)	(1,044)	(1,044)	(509)
所得稅開支	(29,196)	(26,542)	(24,582)	(15,995)
年度溢利	87,174	79,172	71,312	48,589
每股盈利(分人民幣)	20.56	18.67	16.82	11.53
每股股息(港仙)	16.55	15.03	17.35	10.90

資料來源：唐宮中國、致富集團研究部

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度	2018 年 E	2017 年 E	2016 年 E	2015 年
千元人民幣				
物業、廠房及設備	170,161	161,459	153,541	159,948
按金	35,599	32,392	30,246	28,451
其他資產	38,923	40,301	41,691	31,632
非流動資產	244,684	234,152	225,479	220,031
存貨	53,142	48,353	45,151	40,609
其他流動資產	151,473	147,435	144,734	140,904
現金及現金等價物	391,764	355,533	317,781	297,873
流動資產	596,379	551,322	507,665	479,386
總資產	841,063	785,473	733,144	699,417
非流動負債	1,236	1,236	1,236	1,236
貿易應付賬	264,547	240,710	224,766	202,157
其他負債	74,364	74,364	74,364	74,364
流動負債	338,911	315,074	299,130	276,521
總負債	340,147	316,310	300,366	277,757
資產淨值	500,917	469,163	432,778	421,660
總權益	500,917	469,163	432,778	421,660

資料來源：唐宮中國、致富集團研究部

現金流

截至 12 月 31 日止年度	2018 年 E	2017 年 E	2016 年 E	2015 年
千元人民幣				
稅前溢利	116,370	105,715	95,894	64,584
折舊及攤銷	79,400	72,437	67,847	59,694
其他調整	(2,224)	(1,883)	257	3,344
營運資金變動	11,803	7,895	12,442	19,841
已付利息及所得稅	(30,241)	(27,587)	(25,627)	(17,125)
經營活動產生的現金	175,108	156,577	150,814	130,338
購置固定資產	(87,020)	(79,180)	(73,935)	(63,950)
其他	3,472	3,050	3,223	(50,621)
投資活動所用的現金	(83,457)	(76,038)	(70,712)	(114,571)
股息支出	(55,421)	(42,787)	(60,194)	(31,988)
融資活動所用的現金	(55,421)	(42,787)	(60,194)	10,012
現金(減少)/增加	36,231	37,752	19,908	25,779
於 12 月 31 日之現金	391,764	355,533	317,781	297,873

資料來源：唐宮中國、致富集團研究部

財務比率

截至 12 月 31 日止年度	2018 年 E	2017 年 E	2016 年 E	2015 年
%				
收益增長率	9.90%	7.09%	11.18%	10.02%
營運溢利增長率	9.98%	10.13%	48.92%	-3.26%
每股盈利增長率	10.11%	11.02%	45.86%	-9.14%
營運溢利率	8.25%	8.24%	8.01%	5.98%
純利率	6.12%	6.11%	5.89%	4.47%
股東權益回報率	17.97%	17.56%	16.69%	11.78%
資產負債率	40.44%	40.27%	40.97%	39.71%
市盈率(倍)	10.40	11.46	12.72	18.55
市賬率(倍)	1.81	1.93	2.10	2.15
股息率	70.00	70.00	89.73	78.78

資料來源：唐宮中國、致富集團研究部



評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。