

合兴(47 HK)

2018 前景依然乐观，但估值却大落后

❖ 合兴是中国东北地区领先的快餐集团。合兴是中国东北地区领先的快餐集团。它经营 2 个授权品牌“吉野家”和“冰雪皇后”，以及其他自有品牌，如“茶叮叮”、“芳叔”等，截止至 17 财年 3 季度，共有 502 间门店。

❖ 受惠于行业复苏，O2O / 外送的强劲需求和自主推动的改革，同店销售在仍然保持快速。合兴近期公布了 17 财年 3 季度的营运数字，同店增长达 4.0%，类似于 2 季度/1 季度的 5.0% / 4.7%，我们认为由于高基数是从 16 财年 3 季度开始的，所以保持这种速度的增长已是不错。行业其实都在复苏，味千和百胜中国的同店增长在 2 季度和第 3 季度都出现了加速（合兴的复苏要比他们早 2 个季度），主要得益于中国 O2O / 外送订单餐饮服务的普及，这业务根据 iiMedia Research 的统计，在 2017 年的增长率为 23.1%（跟合兴 17 财年上半年的数字相当吻合）。一般来说，由于需要支付给司机的运输费用，外送的毛利率会低于集团的平均水平，但是通过提升餐厅的整体效率（例如每平方米的销售）是可以来弥补这一费用，令经营利润率水平和堂食差不多，而合兴拥有自营的司机团队，也有助于提升盈利能力。除此之外，还有各种自主推动的改革因素，如 1）16 财年下半年推出了平均销售价格和利润率较高而成绩不错的明星产品如日式火锅，1 杯能有 2 种口味的饮料“双格杯”，冰淇淋蛋糕等，2）将店铺陆续升级为“吉野家”的第 3 代/第 4 代店，在 17 财年上半年的占比已达所有店铺的 40% 以上，拥有更加时尚的大厅和更高效率的厨房设计，更方便和适合堂食和外送服务。

❖ 我中国东北其他地区的业务亦开始成熟，销售增长和门店增长都在加快。东北其他地区（不包括北京、天津和河北）的增长在 17 年上半年恢复至 2.3%，较 16/15 财年的 -1.8% / -4.0% 有所改善，加上其开店的速度在加快，截至 17 财年 9 月，东北其他地区的增长飙升至 14%，远快于北京、天津和河北地区的 3.9%，这意味着基本面变得更加正面和成熟，适合更多的门店扩张。我们认为，17 财年集团的门店增长可能会加速至 9%（由 16 年的 470 间增加到 17 年的一共 512 间），远快于 16 财年只有 3.3% 的增长，这肯定有助于 18 财年的销售增长。

❖ 公司是行业内最被低估的企业之一，鉴于未来 17 财年到 18 财年的利润增长保持良好，现价仅 13 倍的 17 财年和约 4% 的股息率，非常吸引。我们预计，由于原材料成本稳定，毛利率会维持稳定，而营业杠杆持续拉动经营利润率，加上平均门店面积逐渐缩小带来的租金成本的节约（因为外送销售占比越来越高），预计净利润在 17/18 财年增长为 38% / 16%，因此公司目前的 13/11 倍 17/18 财年市盈率是很有吸引力，我们认为公司是行业中被低估的，因与百胜中国（YUMC US）的 28 倍、呷哺呷哺（520 HK）的 25 倍和味千（538 HK）的 17 倍等相比，是非常吸引，更不用说其达 3.9% 的 17 财年股息率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	2,158	2,050	2,091
净利润(百万港元)	35	66	125
每股收益(港元)	0.353	0.656	1.253
每股收益变动(%)	152.5	85.6	91.1
市盈率(x)	34.5	17.8	10.6
市帐率(x)	2.9	2.7	2.7
股息率(%)	2.1	2.1	1.8
权益收益率(%)	8.4	15.1	26.2
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$0.231

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国餐饮行业

市值(百万港元)	2,326
3 月平均流通量(百万港元)	2.05
52 周内股价高/低(港元)	0.295/0.128
总股本(百万)	10,070.4

资料来源：彭博

股东结构

洪氏家族	35.54%
Arisaig partners (Asia)	9.74%
自由流通	54.72%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.5%	1.6%
3-月	2.2%	-1.6%
6-月	-7.6%	-20.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.hopping.com

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 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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。