

买入
品牌、供应链筑壁垒，港式快餐领导品牌行稳致远
大家乐 (0341.HK)

2023-09-29 星期五

投资要点

目标价：**11.1 港元**
 现价：8.42 港元
 预计升幅：31.8%

➤ 港式连锁餐饮领跑者，旗下经营多个餐饮品牌：

香港大家乐集团是港式连锁餐饮的领跑者，旗下运营大家乐、一粥面、上海姥姥、米线阵、意粉屋、利华超级三文治、泛亚饮食、活力午餐等多个知名品牌。截至 2023 年 3 月 31 日，公司于香港及内地市场分别经营 376/153 间餐厅，是亚洲最大的餐饮上市集团之一。

重要数据

日期	2023-09-28
收盘价 (港元)	8.42
总股本 (百万股)	585.7
总市值 (百万港元)	4,932
净资产 (百万港元)	2,784
总资产 (百万港元)	7,175
52 周高低 (港元)	15.0/8.41
每股净资产 (港元)	4.75

数据来源：Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 品牌多元、供应链构筑企业核心竞争力：

为在成熟的香港餐饮市场持续提升规模及市占，集团 1991 年即推行多品牌策略，多年通过自创、收购、合营等方式实现不同餐饮业态的多品牌运营，为消费者提供丰富餐饮品牌选择的同时，积累了丰富的多品牌运营经验，也成为与物业方谈判极具竞争力的筹码。同时，作为多元化的饮食王国，供应链相较于其他餐饮企业更为复杂，集团完善的产品供应链、优秀的供应链管理保障食材品质及价格的稳定，亦是实现餐单每日更换及多品牌运营的关键。

➤ 香港市场短期以提升利润率为目标，中国内地市场持续拓展网络：

短期内，受益于疫后线下消费场景复苏、消费信心恢复，集团于香港及内地门店的经营业绩望获得持续改善；其中，香港市场在具收入规模的基础上将以提升利润率为目标，集团计划 2 年内税前利润率恢复至疫情前水平（即 7%）；内地市场除提升利润率以外，将继续拓展大湾区门店网络，预期 4 年内，门店数从 23 财年末的 153 家提升至 280 家。

➤ 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.1 港元：

大家乐集团创立至今已 50 逾年，多年来专注于餐饮本业，经营风格稳健，保持高派息率回馈股东，未来望保持 70% 以上的派息。我们看好疫后复苏、成本优化、运营效率提升下，中港两地市场盈利能力的恢复；以及集团在中国大陆市场的发展潜力。预计公司 2024-2026 财年 EPS 分别 0.50/0.74/0.94 港元，给予目标价 11.1 港元，对应 2024/2025 财年 22/15 倍 PE，较现价有 31.8% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

主要股东

罗得承先生 持股比例 16.6%
 罗开亲夫妇 持股比例 11.6%
 罗开光夫妇 持股比例 11.0%

相关报告

研究部

姓名：陈欣
 SFC：BLO515
 电话：0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

港币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	7,509	8,024	8,756	9,464	10,171
同比增长	11.84%	6.86%	9.12%	8.09%	7.47%
毛利率	7.30%	8.76%	11.21%	12.56%	13.66%
归母净利润	21	110	292	428	547
同比增长	-94.09%	420.19%	164.23%	46.87%	27.63%
净利润率	0.28%	1.38%	3.33%	4.53%	5.37%
每股盈利	0.04	0.19	0.50	0.74	0.94
PE@8.42HKD	229.8	44.3	16.7	11.4	8.9

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

目录

1.大家乐—香港人的大食堂.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 发展历程.....	5
1.3 罗氏家族控股，股权结构稳定.....	6
1.4 多年专注主业、增速稳健、短期经营受疫情扰动.....	9
2.中港两地餐饮市场正稳步复苏.....	11
2.1 香港餐饮市场持续恢复，快餐经营韧性较强.....	11
2.2 中国快餐市场达万亿规模，疫后实现温和复苏.....	14
3.公司亮点.....	16
3.1 香港市场多品牌运营，提升规模及市占.....	16
3.2 完善的产品供应链及管理能力和核心竞争力之一.....	21
3.3 短期以提升利润率为目标，中长期关注内地发展.....	23
4.盈利预测与投资建议.....	27
4.1 盈利预测.....	27
4.2 投资建议.....	27
风险提示.....	28
财务报表摘要.....	29

图目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：大家乐股权架构图.....	7
图 3：罗氏家族关系谱图.....	7
图 4：大家乐收入及增速（2014-2023 财年）.....	9
图 5：大家乐分地区收入构成（FR2023）.....	9
图 6：大家乐分餐饮类型收入构成（FR2023）.....	10
图 7：大家乐经调整利润及增速（2014-2023 财年）.....	10
图 8：大家乐净利润率承压.....	10
图 9：香港餐饮市场规模.....	11
图 10：香港餐饮季度收入及增速.....	11
图 11：香港餐饮收入构成（分类别，2022 年）.....	11

图 12: 餐饮整体及不同业态收入同比变动情况.....	12
图 13: 快餐收益同比及环比变动情况.....	12
图 14: 从事餐饮服务业的机构数目大幅减少.....	13
图 15: 香港消费者信心指数.....	14
图 16: 香港人口连续三年负增长.....	14
图 17: 中国餐饮市场规模超 4 万亿.....	14
图 18: 中国餐饮市场单月收入及增速.....	14
图 19: 中国快餐市场规模超万亿元.....	15
图 20: 快餐市场当中中式快餐占比达七成.....	15
图 21: 中国餐饮市场连锁化率有较大提升空间.....	15
图 22: 快餐市场连锁化率更高.....	15
图 23: 疫情加速快餐行业洗牌, 快餐门店数大幅缩减.....	16
图 24: 大家乐菜单内容丰富.....	17
图 25: 一粥面门店装潢及餐单.....	18
图 26: 主要休闲餐饮品牌门店装潢及餐单.....	19
图 27: 机构饮食.....	20
图 28: 香港市场大家乐集团各品牌门店数.....	20
图 29: 2023 财年不同品牌在香港市场的收入贡献.....	20
图 30: 可为物业方同时提供多个餐饮品牌, 帮助获取有利点位.....	21
图 31: 香港收入规模、市占率稳步提升.....	21
图 32: 公司在香港及广州拥有中央产制中心.....	22
图 33: 集团加强自动化、数字化建设, 提升运营效率.....	23
图 34: 香港地区税前净利润率.....	24
图 35: 香港快餐店数目.....	25
图 36: 中国内地大家乐门店数.....	26
图 37: 中国内地业务收入及增速.....	26
图 38: 中国地区税前净利润率.....	26
图 39: 预期香港及内地市场门店数.....	27
图 40: 公司多年保持高派息率回馈股东.....	28

表目录

表 1: 公司业务板块及主营产品列表.....	5
表 2: 董事及高管成员概况.....	8
表 3: 关于恢复和扩大消费的措施.....	16
表 3: 香港主要快餐品牌.....	24
表 4: 基于不同利润率假设下的盈利预测.....	27
表 5: 行业可比公司估值.....	28

1. 大家乐—香港人的大食堂

1.1 公司简介

公司始创于 1968 年，早期主要在香港以大家乐品牌从事速食餐饮业务，公司致力于为消费者提供物有所值且多样化的餐饮选择，不断扩充服务业态与品牌矩阵，并将业务触角逐步延伸至中国内地。经过 50 多年的发展，现已涵盖速食餐饮、休闲餐饮、机构饮食三大业务单元，在香港拥有大家乐、一粥面、上海姥姥、米线阵、The Spaghetti House(意粉屋)、Oliver's Super Sandwiches（利华超级三文治）、泛亚饮食、活力午餐等知名餐饮品牌。截至 2023 年 3 月 31 日，公司已于香港及内地市场分别经营 376/153 间餐厅，在香港快餐市场多年占据领导地位。

表 1：公司业务板块及主营产品列表

业务板块	餐饮品牌	品牌Logo	成立时间	门店数（家）	主营范围
速食餐饮	大家乐		1968年	香港：169 内地：153	中式快餐
	一粥面		1998年	47	港式粥面食品
休闲餐饮	上海姥姥		2014年	14	上海菜
	米线阵		2012年	18	传统川滇米线及美食
	Spaghetti House		1991年收购	8	意大利面
	Oliver's Super Sandwiches		2003年收购	21	欧陆式轻食
机构饮食	泛亚饮食		1990年	94	为本地大学、医院、政府部门及公私营机构等提供餐饮服务
	活力午餐		1999年	NA	为中小學生提供午餐

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

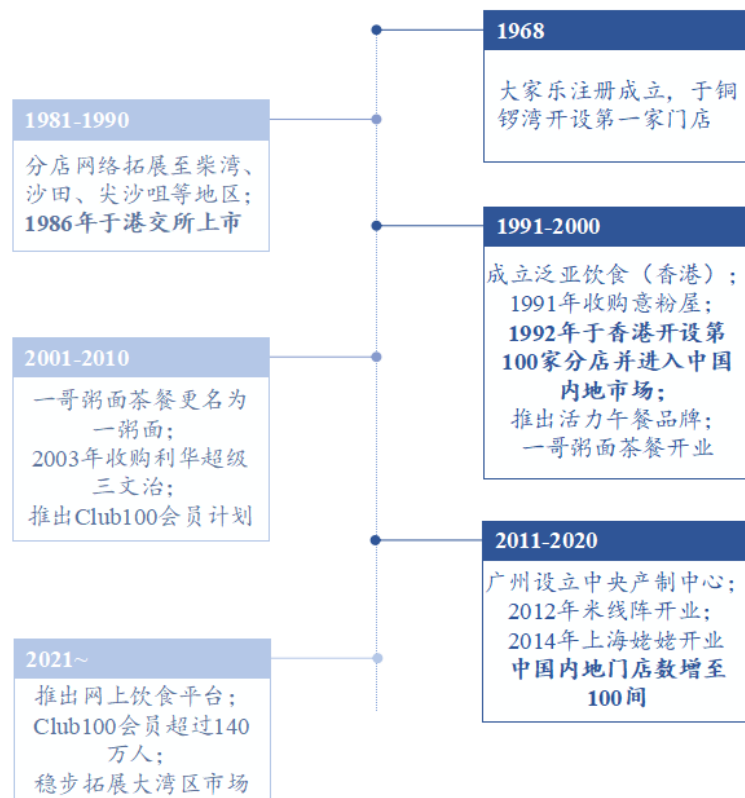
1.2 发展历程

乘香港经济起飞东风，快速发展壮大。上世纪 60 年代，正值香港经济转型起飞初期，外出务工人员增多，务工时间变长，港人生活方式发生变化，在外就餐需求激增。1968 年大家乐集团创立，于铜锣湾糖街开设首间「大家乐」餐厅，以结合中西文化的独特菜式为消费者提供港式风格的自助快餐模式，刚好满足当下工作忙碌的消费者对于三餐快速、便捷的消费需求，而后得以不断发展壮大。

成功上市，扩充服务业态，逐步拓展内地市场。上世纪 80 年代，大家乐已成为一家具备规模的连锁快餐品牌，分店网络拓展至柴湾、沙田、尖沙咀等地区。从企业发展、提升公众对品牌的关注度、及回馈员工辛劳付出等角度考虑，1986 年大家乐于香港联交所上市，成为第一家在港上市的餐饮企业。1990 年，成立泛亚饮食（香港），开拓机构饮食市场；推出「活力午餐」品牌，开展学童膳食业务。1992 年，大家乐在香港开设第 100 家分店，并于同年进军中国内地市场。

增加品牌矩阵，门店网络进一步扩张。为给消费者带来更多餐饮选择，公司 2000 年前后收购意粉屋、利华超级三文治、创立一粥面，2010 年后相继推出米线阵、上海姥姥、井井亭等多个休闲餐饮品牌。经过半个多世纪的发展，大家乐门店已拓展至中国大湾区及中国澳门地区，大家乐品牌也成为港式快餐的代名词。

图 1：公司发展历程



资料来源：大家乐官网、国元证券经纪（香港）整理

1.3 罗氏家族控股，股权结构稳定

罗氏家族三兄弟在上世纪 40 年代及 6-70 年代先后创立了维他奶、大家乐及大快活，均为港交所上市公司。目前大家乐持股比例最多的为罗得承先

表 2：董事及高管成员概况

董事姓名	年龄	职位	出任履历	学历
罗开光先生	67岁	主席	1982年加入公司，自1990年起担任执行董事，1997.12-2012.3月担任行政总裁，2012.4-2016.3月担任首席执行官，2016.4月调任为非执行董事。	史丹福大学化学工程硕士
罗德承先生	61岁	CEO	1996年加入公司，自1998年起担任执行董事，2015.9月担任公司副首席执行官，自2016.4月起担任公司首席执行官。	Loughborough University of Technology 电子工程学士学位、University of Surrey 医学物理硕士学位、伦敦大学医学物理博士学位及香港中文大学荣誉院士
罗名承先生	49岁	执董	2003.11-2009.6月担任公司顾问及食品制作部经理，2010年起出任公司非执董，2016.3月任执行董事，2016.3-2022.3主管公司物业及分店网络拓展、项目及设施管理、物料测量及业务分析。	多伦多大学文学士学位，专修经济，以及香港中文大学行政人员工商管理硕士
陈裕光先生	71岁	非执董	1984年加入公司，1988年担任公司董事，1989-1997年任行政总裁，1997-2012年任执行主席，2012.4月调任为非执行董事，2012.4-2016.3月任公司主席。拥有广泛的企业策划及管理经验。	加拿大曼尼托巴大学社会及政治学学位及城市规划硕士学位，并持有工商管理荣誉博士学位及岭南大学荣誉院士殊荣
罗碧灵女士	70岁	非执董	1982年加入公司，自1990年起担任执行董事，2016.9-2017.12月期间暂调任为非执董，2019年4月不再担任执行董事，现为非执行董事及审核委员会成员。在快餐行业有逾40年经验。	香港大学社会科学学士
许栋华先生	69岁	非执董	1984年加入公司，1997年其担任公司非执董。	香港大学社会科学学士学位及英国 Brunel University 工商管理硕士
高管姓名	年龄	职位	出任履历	学历
梁可婷女士	52岁	行政总裁（香港）	2019年加入公司，负责香港地区整体餐饮业务的管理和拓展。于亚太区零售及快速消费品行业拥有超过二十五年经验。曾任职知名跨国企业高级管理职务，负责整体管理、品牌推广及业务发展策略。	香港大学文学士学位
杨斌先生	52岁	行政总裁（中国）	2016年加入公司，负责管理中国内地及澳门餐饮业务的策略规划、业务管理及市场拓展。有逾20年丰富管理经验，曾任职多间跨国企业，负责领导企业策略性业务发展，制定营运方向及拓展亚太区业务。	Kellogg Business School, Northwestern University及香港科技大学之工商管理硕士学位
林明丰先生	54岁	高级业务总经理（休闲餐饮）	2015年4月加入公司，负责领导香港休闲餐饮品牌之整体业务管理及拓展。拥有丰富的业务管理经验，曾任职于著名机构及国际零售集团，负责领导策略性业务拓展、营运管理、市场及产品策划及客户管理。	University of Leicester 工商管理硕士学位
吴子超先生	52岁	总经理（供应链）	2013年10月加入公司，负责本集团香港及中国内地业务之策略性采购及供应链管理与发展，并负责带领中央产制中心的营运。彼于采购管理具有丰富经验，曾任职于主要零售及国际产品分销集团，负责多项策略性商业及技术采购。	Queensland University of Technology 商学士
曾彦昭先生	48岁	CFO	2012年10月，主责本集团之财务策略及管理以及企业合规。加入本集团前，曾先生曾在多家不同行业的上市公司担任财务管理职务。	香港中文大学工商管理学士学位，并为香港会计师公会会员、英国特许公认会计师公会之资深会员以及特许金融分析师

资料来源：大家乐年报、国元证券经纪（香港）整理

作为家族企业，如何能够良好的将大家乐传承下去是对每一个企业家的考验。大家乐前任 CEO 陈裕光先生早在 2008 年即开始为企业传承做准备，设计了企业传承计划，在确保家族价值观和信念都得到良好传承的同时，建立企业和家族的管理机制。经过多年的打磨和团队培养，2016 年 4 月，罗德承先生接棒，出任公司 CEO；2016 年 2 月，杨斌先生担任公司中国区行政总裁；2021 年 4 月梁可婷女士出任公司香港区行政总裁，传承计划顺利完成，集团顺利由家族式管理过渡至可持续管理模式。

1.4 多年专注主业、增速稳健、短期经营受疫情扰动

大家乐从创立至今，专注于餐饮主业，在扩大大家乐门店覆盖网络的同时，持续丰富品牌矩阵，为消费者提供更多餐饮选择。公司多年收入规模伴随门店扩张、新品牌加入实现稳步增长；但近年受新冠疫情影响，收入有所波动，现处于持续恢复当中。从收入结构上看，香港地区业务是公司业绩的主要来源，占比在 80% 以上；而中国内地是公司第二大业绩贡献及增长动力来源。

图 4：大家乐收入及增速（2014-2023 财年）

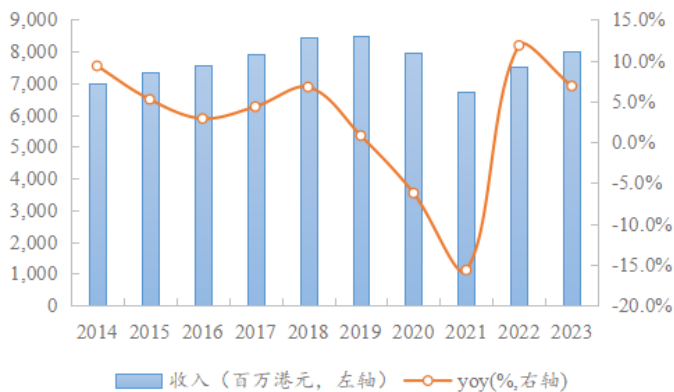
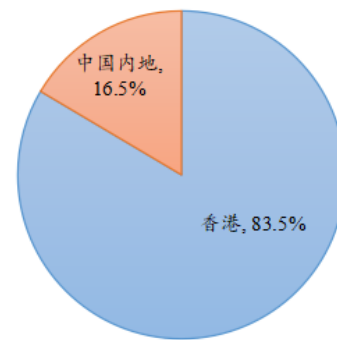


图 5：大家乐分地区收入构成（FR2023）

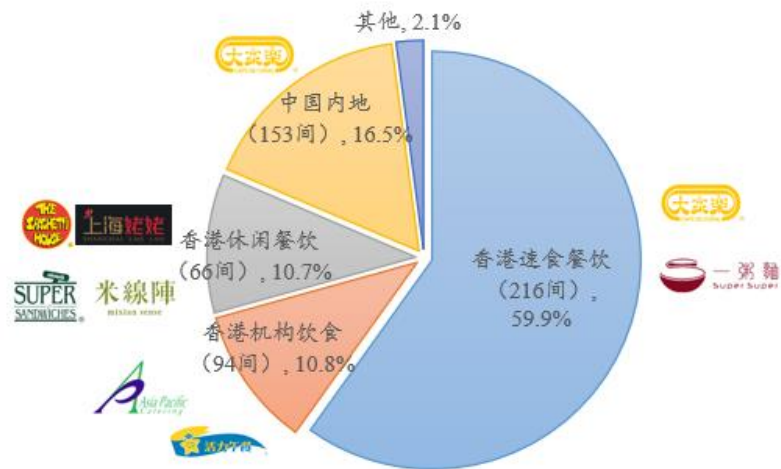


资料来源：大家乐年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：大家乐年报、国元证券经纪（香港）整理

按餐饮类型划分，受益于公司在大众市场的领导地位和竞争优势，香港速食餐饮收入占比接近 60%，截至 2023 年 3 月 31 日，公司于香港市场分别经营 169 间大家乐和 47 间一粥面餐厅；香港休闲餐饮及机构饮食分别拥有 66 间门店及 94 间营运单位，分别贡献 10.7% 及 10.8% 的收入；中国内地共运营 153 间大家乐餐厅，占公司总收入的 16.5%；其他收入贡献在 2.5%，主要为食品加工和分销以及租金收入。截至 2023 年 3 月 31 日，大家乐集团合计营运单位总数达 529 间（去年同期为 500 间）。

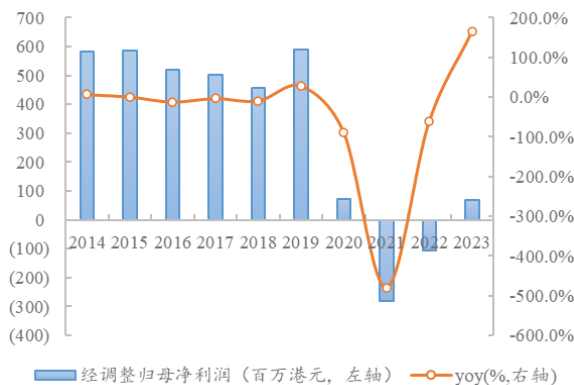
图 6：大家乐分餐饮类型收入构成（FR2023）



资料来源：公司2023财年年报（门店数统计截至2023年3月31日）、国元证券经纪（香港）整理

2014-2018 财年，正值大家乐为企业的长远发展考虑，投资于品牌、人才、及软硬件建设的关键时期，短期拖累利润增长步伐，利润率呈下滑趋势；2019 财年得益于过去数年投放资源提升和内部营运带来的成果，且对于人才资本的投资已大致完成，利润率开始回升；转年即受到新冠疫情影响，利润率再次承压。如撇除政府于疫情期的资助，公司经调整净利润率最低跌至-4.2%。2023 财年，伴随市场的逐渐恢复，公司经调整净利润同比+165.1%至 0.7 亿港元，利润率也处于持续改善当中。

图 7：大家乐经调整利润及增速（2014-2023 财年）



资料来源：公司2023财年年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：大家乐净利润率承压



资料来源：公司2023财年年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 中港两地餐饮市场正稳步复苏

2.1 香港餐饮市场持续恢复，快餐经营韧性较强

香港餐饮市场在上世纪 80 年代进入高速发展期，之后伴随市场的逐步饱和，2010 年前后步入低速稳定发展阶段，2010-2018 年 CAGR4.5%。然而 2019 年受到下半年社会性事件影响，转年新冠疫情爆发，香港餐饮市场接连遭受重创，市场规模也跌破千亿港元。伴随香港逐步放开防疫政策、入境限制、今年初与内地达成全面“通关”，香港餐饮市场也在持续恢复。

图 9：香港餐饮市场规模

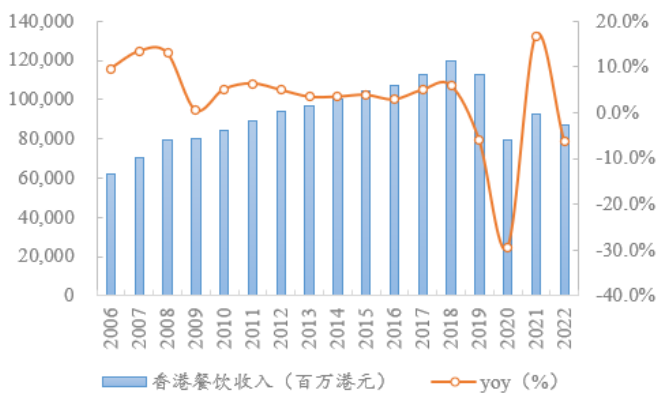
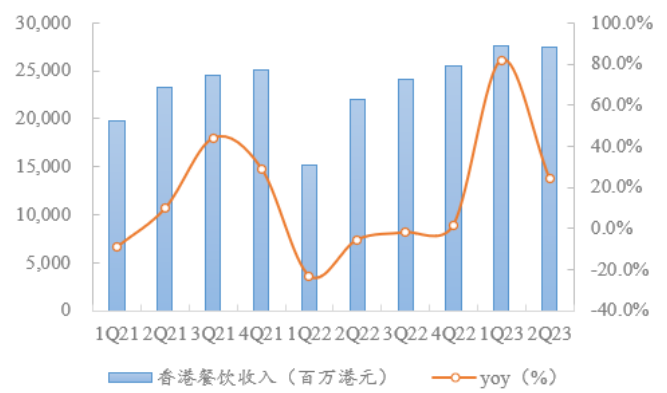


图 10：香港餐饮季度收入及增速

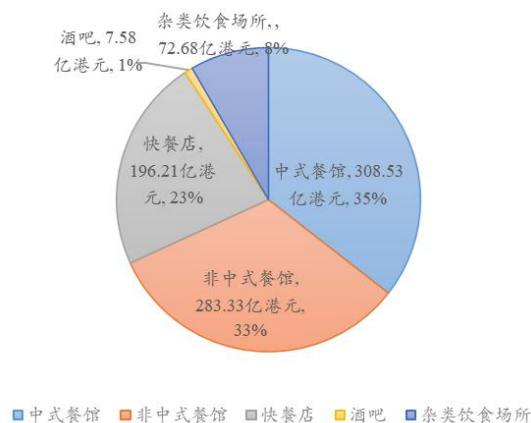


资料来源：香港政府统计处、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：香港政府统计处、国元证券经纪（香港）整理

快餐店市场规模近 200 亿港币，占整体餐饮行业 23%。香港政府统计处根据不同餐饮业态将市场划分为中式餐馆、非中式餐馆、快餐店、酒吧及杂类饮食场所几大类别。其中，中式及非中式餐馆收入占比领先，2022 年分别录得 308.5 亿港元及 283.3 亿港元的收益，分别占整体餐饮市场的 35% 及 33%；来自于快餐店的收益约为 196.21 亿港元，占香港整体餐饮收入的 23%；酒吧类收入贡献仅为 1%。

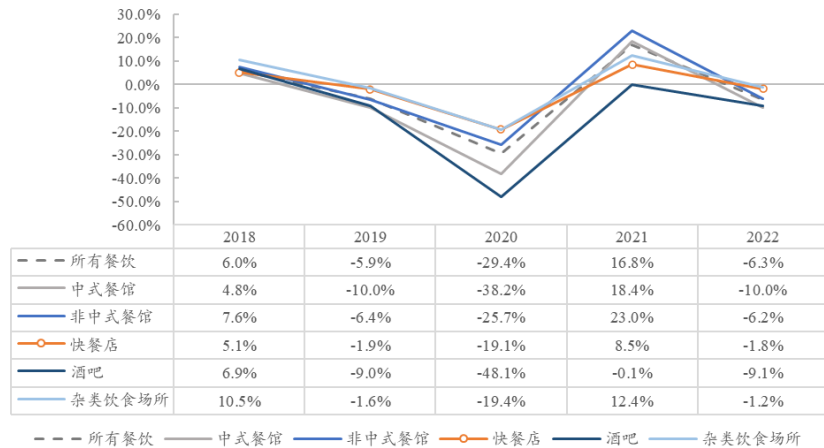
图 11：香港餐饮收入构成（分类别，2022 年）



资料来源：香港政府统计处、国元证券经纪（香港）整理

快餐经营波动性小于其他餐饮业态。虽然餐饮行业均面临严峻考验，但相比之下，高效、灵活、便捷且能满足居民基本消费的快餐在疫情期间展现出较强的经营韧性，因疫情冲击产生的经营波动小于其他餐饮业态；而注重到店用餐体验的中式餐馆虽然受到疫情的波及相对更为显著，但疫后复苏带来经营业绩改善的弹性也相对更大。

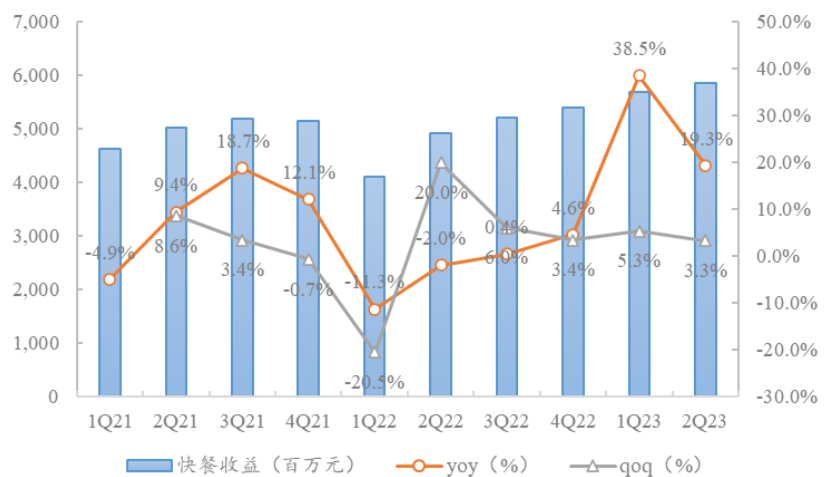
图 12：餐饮整体及不同业态收入同比变动情况



资料来源：香港政府统计处，国元证券经纪（香港）整理

快餐收益呈现逐渐提升趋势。受益于餐饮市场回暖，2Q23 快餐店收入约为 58.64 亿，同比+19.3%；虽然中港两地通关后，港人“北上”消费热度急升，引发对香港本地餐饮市场恢复程度的担忧，但从现阶段表现来看，自年初通关后，快餐市场呈现逐季提升趋势，目前看来影响较为可控。

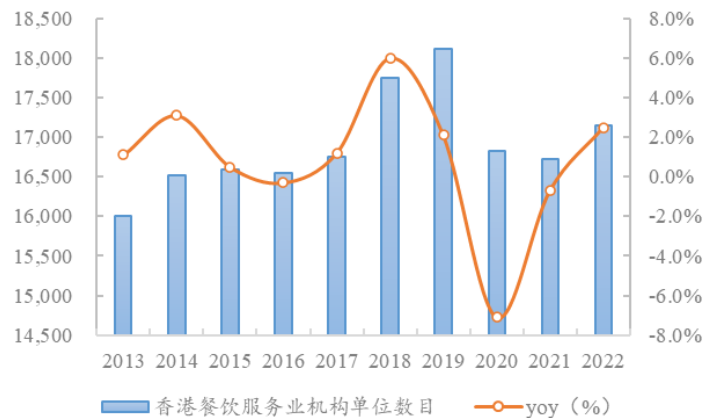
图 13：快餐收益同比及环比变动情况



资料来源：香港政府统计处，国元证券经纪（香港）整理

疫情加速行业出清。2020年初，疫情大规模爆发，据香港政府统计处，从事餐饮服务业的机构单位数目从2019年的18,117家下降至2020年的16,832家，同比-7.1%，2021年进一步降至16,720家，2022年略有回升，但较疫情前仍有较大差距。疫情不仅加速了行业的出清，也考验了餐饮企业对于餐厅经营、内部管理、单店模型及对突发事件的应变能力，是企业实力和品牌含金量的试金石。大家乐在疫情爆发后，果断暂缓香港及中国内地市场的网络扩张计划；积极协助顾客使用门店内的自助点餐机、推广网上点餐及外卖速递服务；对业务进行内部调整，透过菜式及更新餐单增加消费者外卖的选择；同时针对租金、人力资源及其他营运开支实施严格的成本控制措施；财务状况保持稳健，平稳渡过至艰时期。

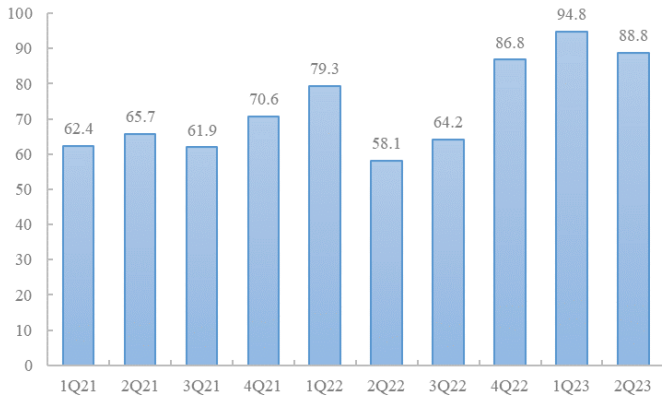
图 14：从事餐饮服务业的机构数目大幅减少



资料来源：香港政府统计处、国元证券经纪（香港）整理

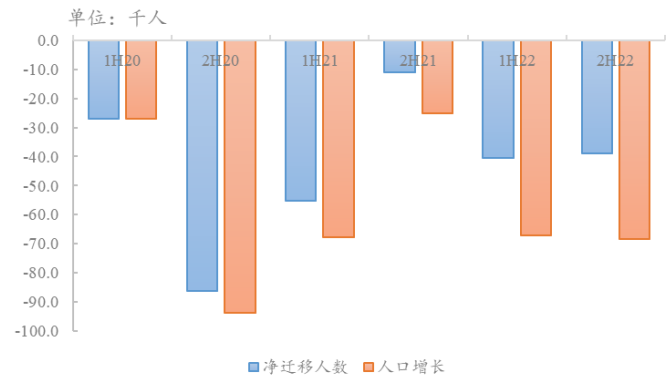
短期复苏仍为主旋律。1：消费信心和消费意愿的完全恢复需要时间。疫情改变部分人的消费习惯，对外出用餐及次数会有较为保守的考量；且部分消费者对于通胀和经济环境的担忧亦会影响消费意愿，或需经济向好的持续性信号及促销费相关政策刺激。**2：内地访港旅游仍未完全恢复。**香港特区入境事务处数据显示，自今年2月6日全面通关至7月末，近半年来有超1,270万人次内地访客经海陆空口岸入境香港。而根据香港特区旅游发展局数据，2018年和2019年分别有5,104万人次和4,377万人次内地旅客访港。从人流规模看，内地旅客访港流量仍处于复苏进程当中，未及往年正常水平。**3：香港人口连年下跌，需时间补充人口缺口。**据香港政府统计处，香港已连续3年人口下跌，2020-2022年净迁移（移入-移出）人数达-25.9万人，相较疫情前当地人数的缺口对消费和劳工资源均产生一定影响。伴随香港政府人才引进、补充劳工优化计划等相关措施的实施，预期逐步会有人口补充，但亦需要时间。

图 15: 香港消费者信心指数



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 16: 香港人口连续三年负增长

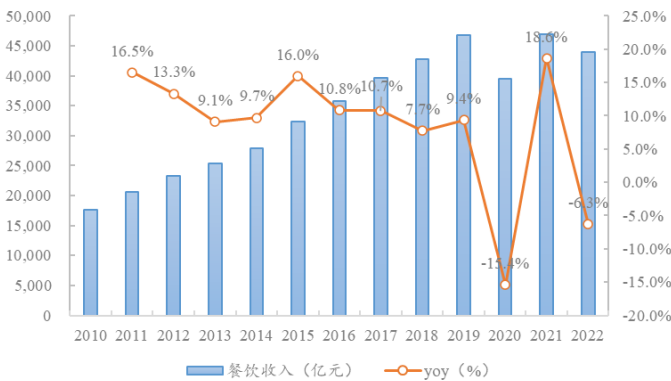


资料来源: 香港政府统计处、国元证券经纪(香港)整理

2.2 中国快餐市场达万亿规模，疫后实现温和复苏

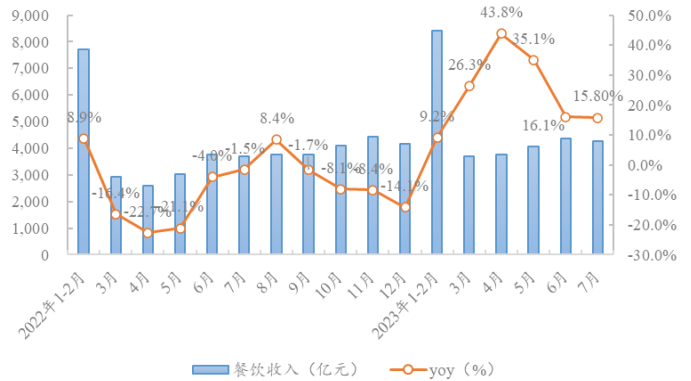
中国餐饮市场规模庞大，疫情扰动行业短期增长。疫情前，受益于经济发展、城镇化进程、国民可支配收入增加及消费者外出就餐意愿的不断提升，中国餐饮行业经历了高速增长黄金发展期，2010-2018 年复合年增速达到 11.7%，餐饮市场规模也突破 4 万亿元人民币。而疫情打乱了原本的增长节奏，疫情反复及严格的防疫管控措施导致餐饮市场出现断崖式下跌。2023 年初伴随疫情的放开，市场出现短暂的报复性消费，而后呈现温和复苏态势。2023 年上半年，餐饮市场实现收入 2.43 万亿元，同比+21.4%，近 2 年复合增速约为 5.9%。

图 17: 中国餐饮市场规模超 4 万亿



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

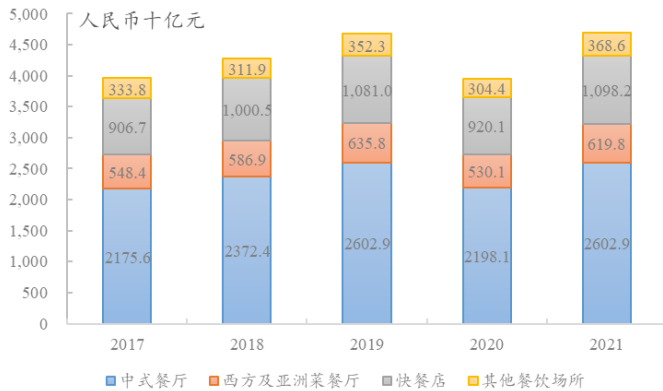
图 18: 中国餐饮市场单月收入及增速



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

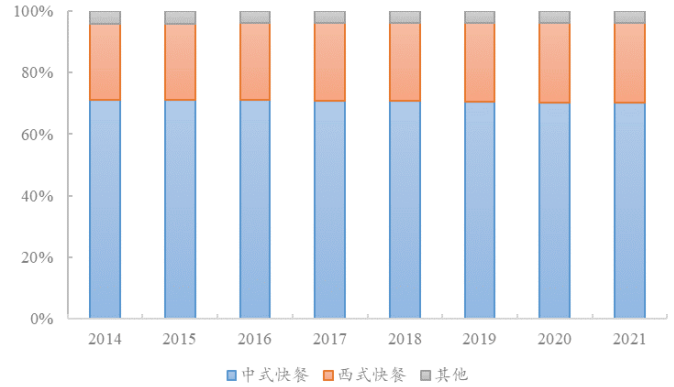
快餐店市场规模超万亿元，中式快餐占比达七成。按服务类型划分，中国餐饮业一般分为正餐、快餐、休闲餐饮及其他四大类。据灼识咨询，快餐店收入规模在 2018 年即达到一万亿元的规模；2020 年受新冠疫情影响有所回落，2021 年已重回万亿规模，达到 1.1 万亿元，占整个餐饮市场 23.4%。而快餐市场当中又以中式快餐为主，占比稳定在 70% 左右。

图 19: 中国快餐市场规模超万亿元



资料来源: 灼识咨询、国元证券经纪(香港)整理

图 20: 快餐市场当中中式快餐占比达七成



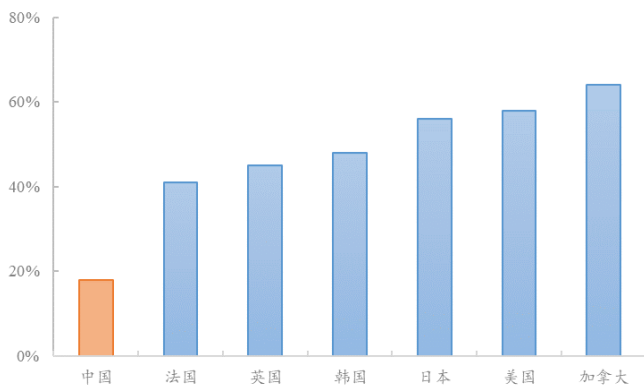
资料来源: 沙利文、国元证券经纪(香港)整理

快餐连锁化率高，疫情加快连锁化率提升。由于中式餐饮烹饪复杂，对厨师的依赖程度高，在菜品口味上实现标准化有较大难度；且中式餐饮菜系众多、消费者口味多样，标准化复制及地域扩张均有难度，是我国餐饮行业连锁化率低于发达国家的主要原因。相比之下，快餐通常是预制的、标准化的食品，可以在短时间内准备完成，且用餐环境简约，因此标准化及可复制性更强，连锁化率也更高。

2022 年受疫情影响，快餐门店规模呈现大幅缩减状态，行业洗牌加剧。据《2021 年中国快餐百强大数据分析报告》，2022 年快餐门店规模约为 375 万家，较 2018 年门店数缩窄近 64 万家；同期，快餐行业连锁化率从 40% 提高至 46.6%。

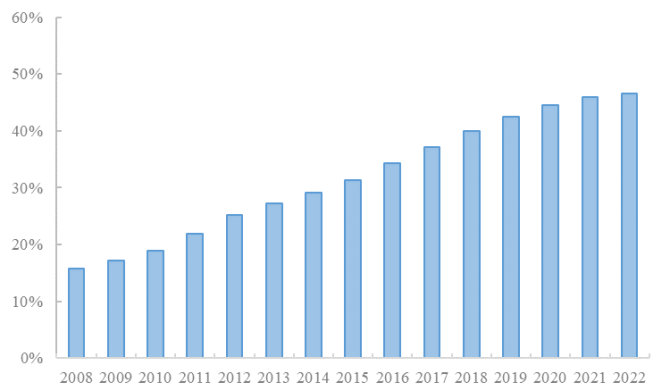
疫情淘汰了缺乏核心竞争能力的小品牌或小店，疫后头部连锁餐饮企业在品牌、资源、运营管理、营销投入、信息化等方面优势的共振下，且伴随消费者对外出就餐的食品安全与卫生要求的不断提高下，将进一步扩大市场份额，提升连锁化率。

图 21: 中国餐饮市场连锁化率有较大提升空间



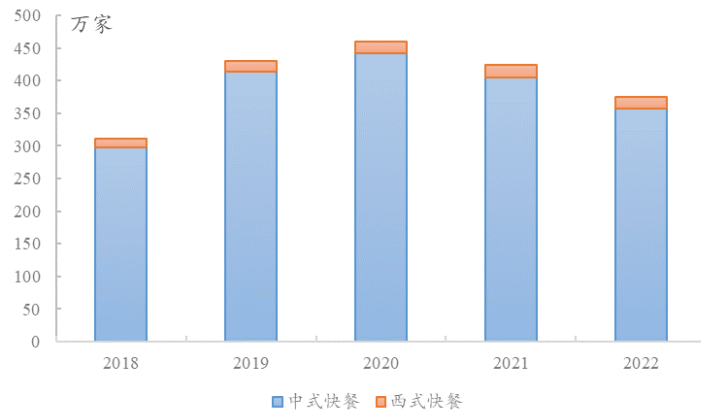
资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

图 22: 快餐市场连锁化率更高



资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

图 23：疫情加速快餐行业洗牌，快餐门店数大幅缩减



资料来源：《2021 年中国快餐百强大数据分析报告》、国元证券经纪（香港）整理

乘政策东风，行业稳中向好趋势延续。短期内，受疫情影响的消费信心及消费意愿仍需时间修复，国家也相继出台一系列促销费政策，有望进一步提振市场信心。7 月底，国家发改委公布关于恢复和扩大消费的“二十条”措施，明确指出要扩大服务消费，其中包括丰富文旅消费、扩大餐饮服务消费等。我们预期在促消费政策的支持下，旅游业复苏的拉动下，餐饮市场短期将延续稳中向好的趋势。而中长期在庞大的人口基础下，居民可支配收入提升、外出就餐/社交意愿增强、城镇化率进一步提高将继续推动我国餐饮市场稳步发展。

表 3：关于恢复和扩大消费的措施

《关于恢复和扩大消费的措施》	内容
在稳定大宗消费方面	优化汽车购买使用管理，扩大新能源汽车消费，支持刚性和改善性住房需求，提升家装家居和电子产品消费
在扩大服务消费方面	扩大餐饮服务消费；丰富文旅消费，全面落实带薪休假制度；促进文体体育会展消费；提升健康服务消费。
在促进农村消费方面	开展绿色产品下乡，完善农村电子商务和快递物流配送体系，推动特色产品进城，大力发展乡村旅游。
在拓展新型消费方面	壮大数字消费，推广绿色消费。
在完善消费设施方面	加快培育多层级消费中心，着力补齐消费基础设施短板，完善消费基础设施建设支持政策。
在优化消费环境方面	加强金融对消费领域的支持，持续提升消费服务质量水平，完善促进消费长效机制。

资料来源：国家发改委网站、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司亮点

3.1 香港市场多品牌运营，提升规模及市占

为了在成熟的香港餐饮市场持续扩大收入规模及市场占有率，公司早于 1991 年即推行多品牌策略，当时收购了意粉屋及成立泛亚饮食，其他品牌如一粥面、Oliver’s Super Sandwiches、活力午餐、米线阵及上海姥姥等亦相

继加入。公司多年通过自创、收购、合营等方式实现不同餐饮业态的多品牌运营，为消费者提供丰富餐饮品牌选择的同时，积累了丰富的多品牌运营经验。通过推出多元化的产品及餐厅组合，满足市场上不同顾客的需要，也成为公司扩大市占率的重要手段。

在香港市场，公司按照餐饮业态的不同将业务划分为速食餐饮、休闲餐饮和机构饮食三大业务单元。

➤ 3.1.1 速食餐饮

主要经营「大家乐」和「一粥面」两个品牌，主品牌大家乐提供丰富多样且多时段的餐饮选择。大家乐的初心即能够每天为顾客提供各式各样优质及物有所值的食物和服务。既称作香港人的大“食堂”，大家乐的餐食在极具性价比的基础上，覆盖早、中、晚餐及下午茶，满足消费者不同时段的餐饮需要；同时，提供中式、西式及港式餐食，除核心产品外，餐单每日换新，让消费者每日到店都可有不同的餐食选择；且会迎合顾客口味，定期推出新菜式。通过提供多时段的、多口味的、多样性的餐饮选择最大限度地提升门店店效。

图 24：大家乐菜单内容丰富



资料来源：大家乐微信小程序、国元证券经纪（香港）整理

「一粥面」为公司首个自创的速食品牌。「一粥面」创立于 1999 年，除了提供粥、面两大类主食外，亦提供多款中式美食。一粥面秉承将粥、面两种中国传统美食时尚化的经营理念，凭借优质的食物及服务、时尚明亮的餐厅环境，经过多年的发展，已成为全香港最大的粥面连锁店。

图 25：一粥面门店装潢及餐单



资料来源：大家乐官网、一粥面官网、国元证券经纪（香港）整理

速食餐饮为香港市场的主要收入来源。截至 2023 年 3 月 31 日，公司香港地区分别经营 169/47 间大家乐及一粥面门店，23 财年合计录得 48.1 亿港元收入，约占香港市场总收入的 72%。

➤ 3.1.2 休闲餐饮

休闲餐饮主要涵盖上海姥姥、米线阵、意粉屋、利华超级三文治及其他目前规模尚小的品牌。「意粉屋」于 1979 年由两名澳洲及英国人创立，以意大利面菜式为主、其他西式简餐为辅的中价主题连锁餐厅，1991 年被大家乐集团收购，目前在香港拥有 8 家门店。「利华超级三文治」1987 年起为香港引入欧陆式轻食文化潮流，主打英式早餐，提供多款三文治、自家焗薯、滋味意粉、清新沙律及优质咖啡等轻怡健康美食；2003 年，在市场低迷时期，集团以低于净资产的价格将其收购，借助集团采购优势以及对产品、门店形象、单店模型的调整，实现扭亏为盈，现于香港经营 21 间门店。「上海姥姥」以高品质的上海美馐菜式为主，主打小笼包及手制拉面，是集团于 2014 年创立，第一家店位于香港国际机场，后逐步发展成连锁上海菜餐厅，截至 23 财年末在港门店数达 14 家。「米线阵」创立于 1992 年，专营传统川滇米线及美食，主打“米线+特色小吃”模式，不同于其他大多数米线门店紧凑、简单的店内摆设，米线阵就餐环境干净整洁，且座位更为宽阔，顾客体验更加舒适，在香港已拥有 18 家门店。其他休闲餐饮

品牌如日式料理「井井亭」、港式特色美食「巷仔见面馆」、韩式美食「The CUP」、铁板专门店「嘶嘶沙沙」目前规模尚小。

截至2023年3月31日共经营66家休闲餐饮门店，约占集团总收入的13%。

图 26：主要休闲餐饮品牌门店装潢及餐单



资料来源：大家乐官网、各品牌官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ 3.1.3 机构饮食

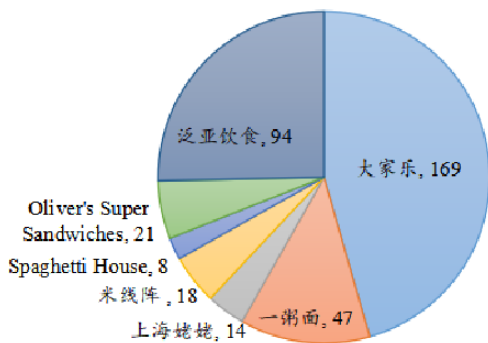
集团于 1990 年成立子公司泛亚饮食（香港），为香港本地大学、医院、政府部门及公私营机构等提供餐饮服务，1999 年设立针对学童膳食的子品牌“活力午餐”，致力于为中小學生提供健康、美味及有营养的午餐，是香港规模最大的学童午膳供应商。虽然机构饮食利润率偏低，却可以更大程度地渗透进港人生活，有助集团品牌形象的塑造，是集团重要的战略单元。2023 财年集团约 13% 的收入贡献来自于机构饮食，在年末合计经营 94 个营运单位。

图 27：机构饮食



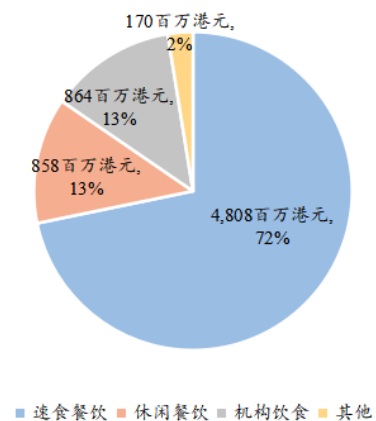
资料来源：大家乐官网、国元证券经纪（香港）整理

图 28：香港市场大家乐集团各品牌门店数



资料来源：公司 2023 财年年报、国元证券经纪（香港）整理

图 29：2023 财年不同品牌在香港市场的收入贡献



资料来源：公司 2023 财年年报、国元证券经纪（香港）整理

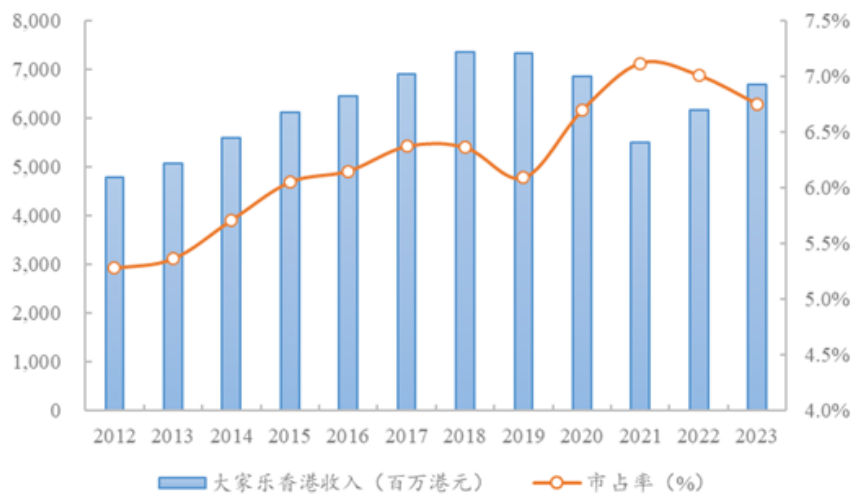
我们认为集团施行多元化的品牌运营有助于 1、在成熟的香港餐饮市场实现收入规模的持续提升，市占率的稳步提高；2、在寸土寸金的香港市场，提供多品牌供物业方选择，不仅有助提升集团与物业方的谈判、议价能力，亦有助获取有利点位；3、通过提供不同的餐饮选择，提高消费者黏性，深化集团「香港人的大食堂」的品牌形象。

图 30: 可为物业方同时提供多个餐饮品牌, 帮助获取有利点位



资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 31: 香港收入规模、市占率稳步提升



资料来源: 公司2023 财年年报、香港政府统计处、国元证券经纪(香港)整理
注: 香港餐饮市场规模已对照公司财年做出相应调整

3.2 完善的产品供应链及管理能力和核心竞争力之一

大家乐作为多元化的饮食王国, 供应链相较于其他餐饮企业更为复杂, 因此完善的产品供应链、优秀的供应链管理能够保障公司为顾客提供各式各样优质及物有所值的食物, 也是实现餐单每日更换及多品牌运营的基础。

源头追溯, 重视食材根本。为给消费者提供优质的食物, 大家乐的专业采购团队会从世界各地严选优质食材, 如“咋咋淋铁板餐”选用纽西兰西冷

牛扒、“牛乳炒滑蛋”选用北海道特选 3.6 牛乳。为确保食材的安全，公司内部设有严谨的采购程序，通过定期与供应商沟通，确保所有供应商遵守食品安全及相关政策法规；同时设立专责质量监控专员，从原料到成品，对各个环节进行监督和检查；并有一套成熟的追溯系统，能够在供应链中追溯到产品。

中央产制，确保食物质量及安全。公司目前拥有两个中央产制中心，分别位于中国广州及香港大浦，负责对大批量全球采购的食材进行标准化加工、切割及调配，再运送至各间分店。其中，位于香港大浦的中央产制中心于 2013 年 4 月建成启用，用于支持香港业务的发展；广州中央产制中心于 2011 年开始运作，主要支援华南地区的业务发展。

通过投入资源于采购、生产、仓存和物流等各个营运流程，对系统和技术进行升级，大家乐供应链效率和生产力大大提高，食物品质和安全得到保障，批量化的食材采购亦有助于发挥更大的协同效应，降低采购成本。完善的产品供应链及管理能力和集团业务稳定及未来扩张的关键，也是大家乐核心的竞争力之一。

图 32：公司在香港及广州拥有中央产制中心



资料来源：公司业绩演示材料、国元证券经纪（香港）整理

3.3 短期以提升利润率为目标，中长期关注内地发展

集团在过去较长一段时间出于企业传承及未来发展考虑，主动投资于品牌建设和人才队伍的搭建，短期拖累利润增长步伐，利润增速不及收入增速；而后受到疫情影响，利润率再遭重创。目前集团于人才、供应链等方面的投资已基本完成，成本转趋稳定；且疫后门店经营也处于持续恢复当中，公司净利润率也企稳回升。

➤ 3.3.1 香港市场短期以提升利润率为目标，中长期“业绩基石”角色未改

在香港市场，在具收入规模的基础上实现利润率的提升是集团近年工作的重中之重。主要采取的措施包括：1、控制食材成本。通过调节品牌组合、灵活餐牌、简化生产流程、优化业务模式等方式，在保障出餐品质的同时实现食材成本的降低；2、加大对数码基础建设的投资，持续推动电子化及自动化，提升营运效率。公司在门店引入自助点餐机和取餐轮候系统，以缩短顾客等候时间，在提升顾客体验的同时，提高了服务的效率；2018年第四季度，集团推出「Club 100」应用程序，向 Club 100 会员推出手机点餐应用程序及网上平台，便捷顾客点餐，增强与顾客互动和联系。通过运用科技实现人力的节省、销售及生产力的提高；3、通过流程的优化实现前线出餐效率的提升等。

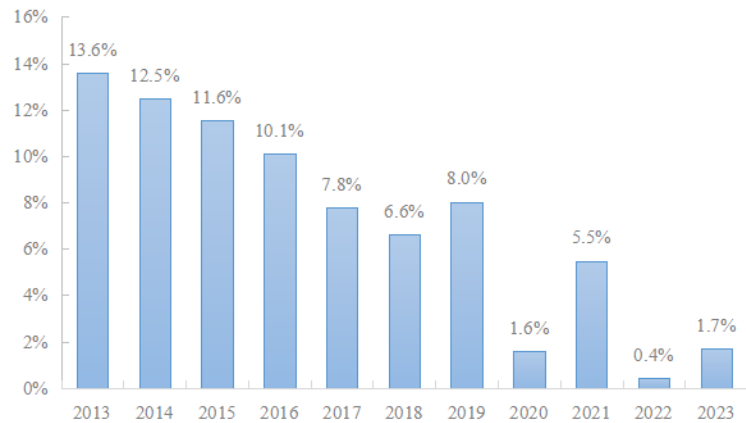
图 33：集团加强自动化、数字化建设，提升运营效率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2023 财年，香港市场税前净利润率仅为 1.7%，远低于疫情前的水平。伴随疫后餐饮市场的持续恢复，以及通过以上成本及运营效率优化措施效果的持续显现，集团计划 2 年内香港地区税前利润率恢复至疫情前水平，即 7% 左右。

图 34：香港地区税前净利润率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

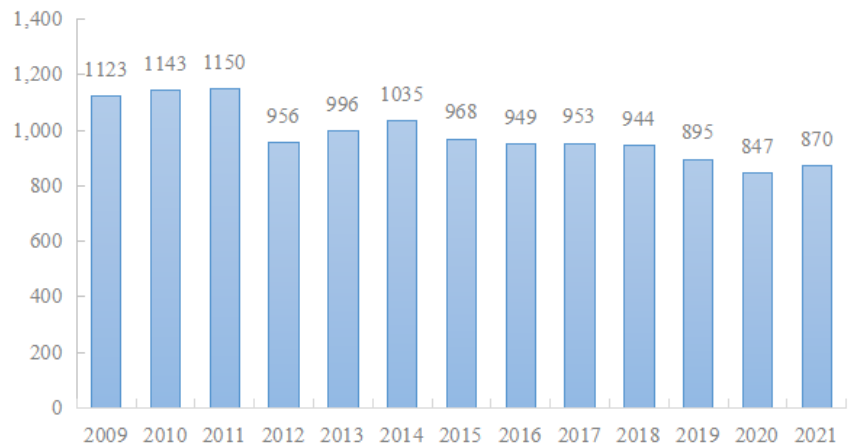
中长期来看，香港快餐市场已较为饱和，集中度较高，据可得数据估算，按门店数量计，在香港接近 900 家的快餐店当中，麦当劳、大家乐、大快活合计占据约 65% 的市场份额。受人手短缺、疫情等影响，大家乐近年门店数较为稳定，待不利因素逐步消退，凭借品牌及规模优势，大家乐望择机开店，但考虑到集中度及可对标品牌，开店空间相对有限。其他餐饮品牌亦有继续开店的机会，如米线阵，现有 18 家门店，对比谭仔（三哥米线+谭仔米线合计 182 家）有较大差距。但其他品牌更多意义在于公司经营策略层面，通过多品牌运营提升优势点位的竞争能力，开店节奏及数量需予以理性地看待及预期。我们认为，香港地区业务未来将更多的扮演“业绩基石”角色，能够持续给集团稳定且具规模的收入贡献，在无重大战略性投资下，成本趋于稳定，净利润率望维持在高单位至近双位数的区间。

表 3：香港主要快餐品牌

品牌	logo	门店数	形式	ASP (港币)
麦当劳		258	西	30-60
大家乐		169	中/西	20-50
肯德基		88	西	20-50
大快活		157	中/西	30-60
一粥面		47	中	38

资料来源：公司年报、窄门餐眼、国元证券经纪（香港）整理

图 35: 香港快餐店数目



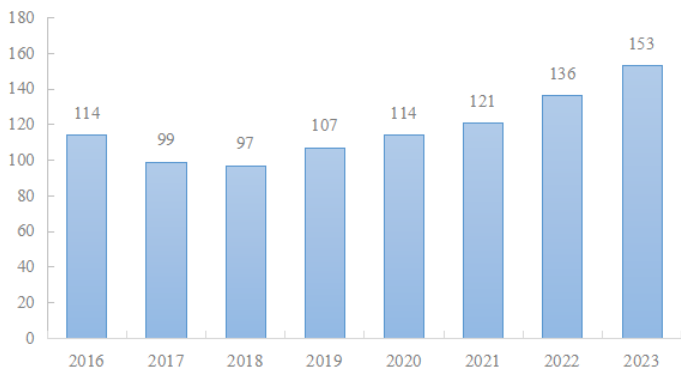
资料来源：香港政府统计处、国元证券经纪（香港）整理

➤ 3.3.2 内地市场关注利润率恢复及开店进展，中长期成长空间想象力大

大家乐 1992 年便进入中国内地市场，在深圳开设第一家门店，2016 年在内地市场的门店数量已达到 114 家。然而，内地市场复杂多元的饮食习惯令偏向港式风格的大家乐餐厅出现“水土不服”的情况，门店经营表现不佳，同时考虑到管理半径、团队/资源分配等问题，2017 年集团进入战略性调整阶段，撤出“北上”市场，专注聚焦饮食习惯较为接近的华南地区，深耕大湾区市场。调整后，内地业务的盈利能力得到较好提升；与此同时，大家乐在市场聚焦的开店策略下，亦汲取其他港式餐饮品牌内地拓展的经验教训，在大湾区市场保持着稳健的扩张节奏，对选址、新店盈利水平等有严格的要求。截至 2023 年 3 月 31 日，大家乐门店数达 153 家。

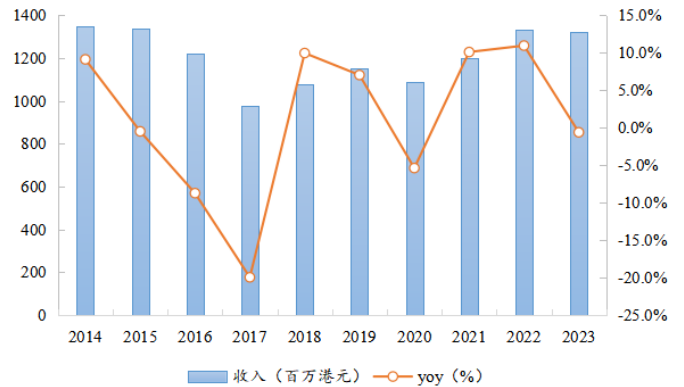
短期内，在中国内地市场，集团以提升利润率及拓展餐厅网络为目标。过去几年新冠疫情，对门店收入及盈利产生扰动。疫情期间，集团持续加强优化中国内地业务的组织架构及基础设施建设，关注效率及经常性开支以提高利润率。伴随门店经营的持续恢复、品牌战略性聚焦、门店网络持续扩张、及系统建设及组织能力提升下，集团目标于中国内地市场的税前净利润率提升至 7%。与此同时，集团将进一步拓展大家乐单一品牌于大湾区市场的门店网络，预期四年内，门店数量将进一步提升至 280 间。

图 36: 中国内地大家乐门店数



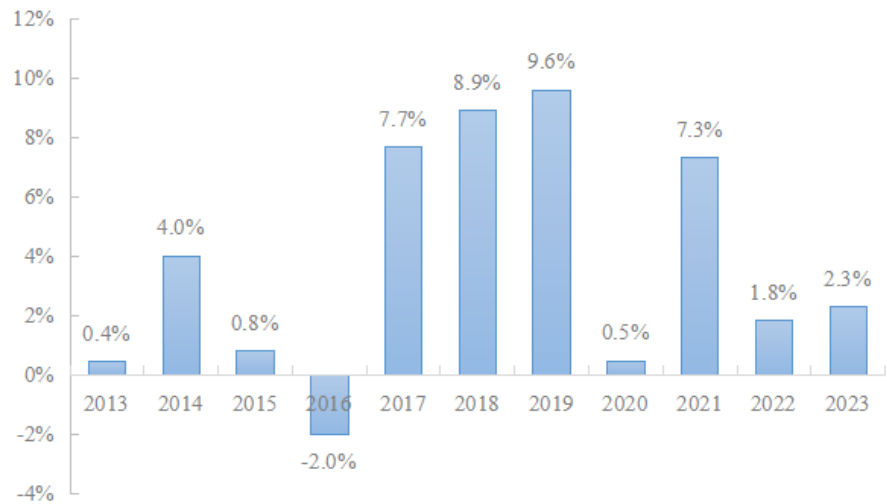
资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 37: 中国内地业务收入及增速



资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 38: 中国地区税前净利润率



资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

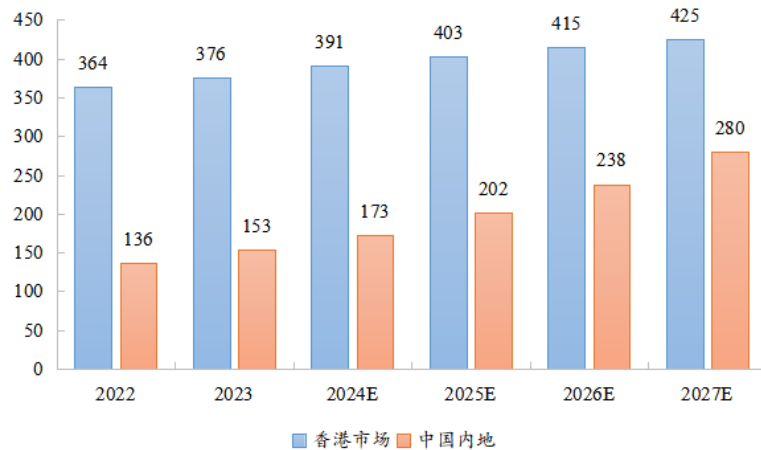
长远来看，集团在内地市场的发展有较大的想象空间。首先，大家乐具备较高的品牌知名度，性价比高，快餐品类亦是刚需赛道，具备下沉的潜力；其次，港式餐饮北上虽然存在“水土不服”的现象，但还是有它的市场存在，做好本土化经营、发展更切合本地口味的产品、摸索出适合当地市场的商业模式可进一步辐射内地更多的市场，打开成长的天花板；第三，公司具备多品牌运营的能力，在大家乐品牌拓展经验的积累上，其他品牌可作为借鉴，提升在内地市场拓展的成功率，通过多品牌策略及兼并收购实现内地门店网络的扩张及市占率的提升。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们假设香港地区 24-26 财年门店数将分别达到 391/403/415 间，中国内地市场门店数将分别达到 173/202/238 间；同时基于对税前净利润率不同情景的假设，得到中性假设下归母净利润分别为 2.92/4.28/5.47 亿港元。

图 39：预期香港及内地市场门店数



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

表 4：基于不同利润率假设下的盈利预测

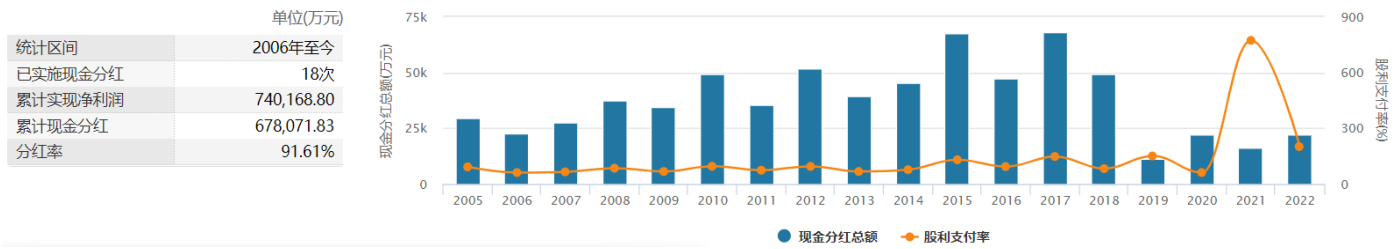
	归母净利润(百万港元)			PE		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E
悲观假设	267	399	507	18.5	12.4	9.7
中性假设	292	428	547	16.9	11.5	9.0
乐观假设	329	496	586	15.0	9.9	8.4

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4.2 投资建议

大家乐集团创立至今已 50 逾年，多年来专注于餐饮本业，经营风格稳健，保持高派息率回馈股东，未来望保持 70% 以上的派息。我们看好疫后复苏、成本优化、运营效率提升下，中港两地市场盈利能力的恢复；以及集团在中国大陆市场的发展潜力。预计公司 2024-2026 财年 EPS 分别 0.50/0.74/0.94 港元，给予目标价 11.1 港元，对应 2024/2025 财年 22/15 倍 PE，较现价有 31.8% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图 40: 公司多年保持高派息率回馈股东



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 5: 行业可比公司估值

公司	代码	上市时间	收盘价 2023/9/28	市值 (亿港元)	EPS(港元)				PE				股息率 (2022)
					2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	
海底捞	6862.HK	2018-09-26	20.40	1,137.1	-0.95	0.28	0.89	1.05	NA	72.9	23.0	19.5	0.57
呷哺呷哺	0520.HK	2014-12-17	3.15	34.2	-0.33	-0.37	0.14	0.33	NA	NA	23.2	9.6	1.96
九毛九	9922.HK	2020-01-15	10.24	148.9	0.28	0.03	0.42	0.68	36.4	304.9	24.4	15.1	0.10
达势股份	1405.HK	2023-03-28	67.00	87.1	-6.63	-2.62	-0.54	-0.25	NA	NA	NA	NA	0.00
百胜中国	9987.HK	2020-09-10	433.60	1,798.0	18.25	8.19	16.93	20.35	23.8	53.0	25.6	21.3	0.89
					2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E	(2023)
大家乐集团	0341.HK	1986-07-16	8.42	49.3	0.04	0.19	0.50	0.74	229.8	44.3	16.7	11.4	4.51
谭仔国际	2217.HK	2021-10-07	1.33	17.8	0.17	0.10	NA	NA	7.8	13.3	NA	NA	7.89

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

- 1、疫后消费端恢复不及预期;
- 2、内地市场网络拓展不及预期;
- 3、原材料成本大幅波动;
- 4、食品安全问题等。

财务报表摘要

损益表 (港币, 百万元, 财务年度截至3月31日)						财务分析					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	7,509	8,024	8,756	9,464	10,171	盈利能力					
营业成本	(6,961)	(7,321)	(7,774)	(8,276)	(8,782)	毛利率 (%)	7.3%	8.8%	11.2%	12.6%	13.7%
毛利	548	703	982	1,188	1,389	净利率 (%)	0.3%	1.4%	3.3%	4.5%	5.4%
其他经营净收益	42	(13)	(14)	(15)	(16)	营运表现					
行政费用	(459)	(486)	(525)	(549)	(590)	有效税率 (%)	54.9%	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
营业利润	131	204	442	624	783	存货周转天数	13.9	14.1	12.9	13.0	13.0
财务费用净额	(80)	(60)	(65)	(70)	(75)	应收账款周转天数	7.3	7.6	5.9	6.0	6.0
税前盈利	51	144	377	554	707	应付账款周转天数	8.9	9.7	10.9	11.0	10.9
所得税	(28)	(33)	(83)	(122)	(156)	偿债能力					
净利润	23	111	294	432	552	资产负债率	58.9%	61.1%	62.1%	62.6%	62.4%
少数股东损益	2	1	3	4	5	流动比率	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
归母净利润	21	110	292	428	547	速动比率	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7

资产负债表						现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,586	1,672	1,788	1,883	1,889	净利润	51	144	377	554	707
应收账款及票据	200	138	151	163	175	融资成本	(88)	(99)	(107)	(116)	(125)
存货	304	268	290	308	325	折旧与摊销	(362)	(378)	(403)	(433)	(467)
总流动资产	2,152	2,128	2,282	2,412	2,451	营运性现金流	1,164	1,699	1,868	2,025	2,170
固定资产	1,586	1,618	1,725	1,850	1,997	资本开支	(492)	(462)	(504)	(545)	(585)
无形资产	1	1	1	1	1	其他投资活动	36	54	23	27	32
其他非流动资产	3,133	3,429	3,589	3,776	3,995	投资性现金流	(456)	(407)	(480)	(517)	(553)
总资产	6,872	7,175	7,597	8,039	8,444	股息	(221)	(163)	(204)	(300)	(383)
应付帐款	167	226	244	260	274	其他融资活动	(986)	(1,030)	(982)	(910)	(931)
其他流动负债	1,559	2,554	2,669	2,782	2,902	融资性现金流	(1,207)	(1,193)	(1,186)	(1,210)	(1,313)
总流动负债	1,726	2,780	2,914	3,042	3,176	现金变化	(498)	99	202	298	304
递延税项负债	36	33	33	33	33	期初持有现金	2,073	1,586	1,586	1,586	1,586
长期借款	900	0	0	0	0	期末持有现金	1,586	1,672	1,788	1,883	1,889
总负债	4,045	4,383	4,717	5,031	5,272						
少数股东权益	8	8	8	8	8						
股东权益	2,826	2,792	2,879	3,008	3,172						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>