

## 小南国 (3666.HK)

### 评级: 强烈推荐

跟踪报告日期: 2015.03.30

目标价: HK\$ 1.2

现价: HK\$ 0.94

预计升幅: 20%

**股本数据**

股本(亿股) 14.75

市值(亿港元) 13.72

52周高/低 (HK\$) 1.55/0.87

每股净值(元) 0.53

所属行业: 餐饮

**主要股东**

王慧敏 46.67%

**52周行情图 (Vs 恒生指数)****相关报告**

小南国首发报告 20130614

小南国更新报告 20130906

小南国更新报告 20140918

**国元证券(香港)研究部**

分析师: 胡尧盛

电话: (86) 15818770581

(86) 755-2151 9176

电邮: huys@gzyq.com.hk

## 业绩略低于预期 仍处于持续改善中

**投资要点:****归属股东净利润 56.6 万元, 略低于预期:**

公司 2014 年录得营业收入 15.44 亿元, 同比增长 11.4%, 其中小南国和南小馆分别贡献收入 13.5 亿元和 1.29 亿元, 南小馆占比不断提高。毛利率达到 67%, 同比增加 1 个百分点; 销售成本和行政开支占收入比分别为 60.3% 和 8.3%, 分别同比增加 0.4 个百分点和 0.1 个百分点; 期内溢利 1 百万元, 纯利润率为 0.07%, 年末不派息。

**持续改善, 期待 2015 年同店增长 4% 以上:**

2014 年限额以上餐饮收入增速回暖, 2014 年增长约为 2.42%, 行业复苏的背景下, 公司同店增长季度环比不断改善。2014 年 Q1-Q4 的同店增长分别为 -4.3%、1.4%、2.1%、3.1%, 增长趋势持续改善, 2015 年 Q1 预计增长 5%, 公司期待全年同店增长 4% 以上。在今年同店增长继续改善的背景下, 全年净利率会有所改善, 我们预计全年净利率达到 2.3%, 未来有望持续提高。

**坚持多品牌策略:**

公司将在未来继续坚持多品牌的策略, 旗下新品牌“小小南国”已经开出第一家店, 未来主要以二线城市为发展方向。公司与日式餐饮企业 Oreno 合作, 国内分别推出日式法餐, 日式意大利餐以及日式料理。公司在香港开设的“俺的割烹”餐厅, 反响非常积极, 证明公司多品牌策略的正确性。我们认为, 公司发展多品牌是正确的选择, 因为只有优质品牌的餐饮企业才适合发展多品牌, 并且也符合未来消费者多样化选择的需求。

**维持强烈推荐评级, 调整目标价至 1.2 港元:**

我们预测公司 2015 年和 2016 年 EPS 分别为 0.03 元和 0.06 元, 根据 DCF 模型测算得出公司目标价 1.2 港元, 相当于 2016 年 16 倍 PE, 较现价有 20% 的升幅, 维持**强烈推荐**评级。

RMB 截至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总营收(千元)	1,385,911	1,544,199	1,880,537	2,294,778	2,796,745
变动	4.0%	11.4%	21.8%	22.0%	21.9%
净利润(千元)	671	1,032	43,298	89,106	131,997
每股收益(元)	0.00	0.00	2.93	0.06	0.09
变动	-100.0%	0.0%	4095.6%	105.8%	48.1%
基于0.94港元的市盈率	1024.5	1067.2	25.4	12.4	8.3
每股派息(港元)	0.01	0.00	0.02	0.02	1.02
股息现价比率(%)	0.01%	0.00%	0.02%	0.02%	0.86%

## 估值及目标价

我们预测公司 2015 年和 2016 年 EPS 分别为 0.03 元和 0.06 元，根据 DCF 模型测算得出公司目标价 1.2 港元，相当于 2016 年 16 倍 PE，较现价有 20% 的升幅，维持**强烈推荐**评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

港股 代码	公司名称	股价	币种	EPS			CAGR		P/E		
				2014	2015	2016	2014-2016	2014	2015	2016	
0341.HK	大家乐	27.55	港币	1.01	1.19	1.33	14.8%	27.28	23.15	20.71	
1314.HK	翠华	2.38	港币	0.11	0.14	0.19	31.4%	21.64	17.00	12.53	
0538.HK	味千	4.48	港币	0.25	0.29	0.35	18.3%	17.92	15.45	12.80	
3666.HK	小南国	0.94	人民币	0.01	0.05	0.09	200.0%	75.20	15.04	8.36	
002306.SZ	中科云网	7.88	人民币	0.04	0.14	0.15	93.6%	197.00	56.29	52.53	
002186.SZ	全聚德	23.35	人民币	0.42	0.58	0.65	24.4%	55.60	40.26	35.92	
平均							63.76%	65.77	27.86	23.81	

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

**損益表**

人民幣 千, 財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	1,332,298	1,385,911	1,544,199	1,880,537	2,294,778	2,796,745
毛利	907,762	927,155	1,034,927	1,263,721	1,542,091	1,879,412
其他业务收入	45,966	40,006	46,616	39,086	41,303	43,869
销售及分銷成本	(689,186)	(829,998)	(931,853)	(1,094,473)	(1,291,960)	(1,546,600)
行政費用	(106,006)	(113,005)	(127,812)	(144,801)	(167,519)	(195,772)
其他開支	(397)	(10,686)	(7,746)	(500)	(499)	(498)
財務費用	(6,125)	(7,671)	(6,015)	(7,522)	(9,179)	(11,187)
<b>稅前盈利</b>	152,014	5,801	8,117	55,511	114,237	169,225
所得稅	(33,484)	(5,130)	(7,085)	(12,212)	(25,132)	(37,229)
年度利潤	118,530	671	1,032	43,298	89,106	131,997
<b>歸屬股東淨利潤</b>	118,530	671	1,032	43,298	89,106	131,997
折舊及攤銷	82,051	111,178	111,823	130,426	150,813	170,219
<b>EBITDA</b>	234,065	116,979	119,940	185,937	265,050	339,444
<b>增長</b>						
总收入 (%)	22.4%	4.0%	11.4%	21.8%	22.0%	21.9%
EBITDA (%)	-13.8%	-100.0%	2.5%	55.0%	42.5%	28.1%
每股收益 (%)	-13.8%	-100.0%	2.5%	4095.6%	105.8%	48.1%

**財務分析**

人民幣 千, 財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>						
毛利率 (%)	68.1%	66.9%	67.0%	67.2%	67.2%	67.2%
EBITDA 利率 (%)	17.6%	8.4%	7.8%	9.9%	11.6%	12.1%
淨利率 (%)	8.9%	0.0%	0.1%	2.3%	3.9%	4.7%
<b>營運表現</b>						
SG&A/收入 (%)	60.2%	69.4%	69.5%	66.3%	64.0%	62.7%
實際稅率	22.0%	88.4%	87.3%	22.0%	22.0%	22.0%
股息現價比 (%)		0.01%	0.00%	0.02%	0.02%	0.86%
庫存周轉	50.4	39.7	32.3	29.7	27.3	25.1
應付賬款天數	70.7	67.5	73.4	66.1	59.5	53.5
應收賬款天數	23.1	12.9	12.9	11.7	10.5	9.5
ROA	9.0%	0.0%	0.1%	3.0%	5.7%	7.8%
ROE	14.5%	0.1%	0.1%	5.2%	10.0%	13.7%
<b>財務狀況</b>						
淨負債/股本	0.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
收入/總資產	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6
總資產/股本	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8

**資產負債表**

人民幣 千, 財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
現金	416,797	324,499	328,944	242,575	174,255	115,529
應收賬款	26,829	16,214	18,068	19,803	21,749	23,855
存貨	58,613	49,901	45,014	50,158	56,310	63,138
其他流動資產	111,794	151,243	116,054	213,760	304,974	398,999
<b>總流動資產</b>	614,033	541,857	508,080	526,296	557,288	601,521
固定資產	614,806	685,506	685,999	751,873	825,745	905,734
無形資產	4,636	4,500	4,325	4,758	5,233	5,757
長期投資	84,944	134,313	159,102	167,770	177,308	187,806
<b>總資產</b>	1,318,419	1,366,176	1,357,506	1,450,696	1,565,575	1,700,817
短期負債	189,108	224,285	150,508	165,559	182,115	200,326
應付賬款	82,238	84,808	102,458	111,685	122,658	134,540
短期銀行貸款	156,795	203,236	236,141	257,407	282,697	310,081
其他短期負債	29,993	18,514	17,081	18,628	20,460	22,446
<b>總短期負債</b>	458,134	530,843	506,188	553,278	607,930	667,394
長期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他負債	38,659	51,345	61,887	64,981	68,230	71,642
<b>總負債</b>	496,793	582,188	568,075	618,259	676,160	739,036
少數股東權益	0	0	(404)	(404)	(403)	(401)
<b>股東權益</b>	821,626	784,000	789,027	832,033	889,012	961,380
每股賬面值	1	1	1	1	0	1
營運資金	155,899	11,014	1,892	(26,982)	(50,642)	(65,873)

**現金流量表**

人民幣 千, 財務年度截至

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>EBITDA</b>	234,065	116,979	119,940	185,937	265,050	339,444
融資成本(收入)	6,125	7,671	7,671	7,671	7,672	7,673
營運資金變化	13,087	98,530	147,816	31,731	21,089	6,982
所得稅	(37,869)	(42,066)	(7,085)	(12,212)	(25,132)	(37,229)
<b>營運性現金流</b>	171,226	112,002	163,604	94,912	142,999	183,881
資本開支	(233,339)	(188,895)	(178,462)	(196,308)	(215,939)	(237,531)
其他投資活動	4,368	(13,637)	4,290	3,432	2,746	2,198
<b>投資性現金流</b>	(228,971)	(202,532)	(174,172)	(192,876)	(213,193)	(235,334)
負債變化	(19,663)	39,641	26,784	28,556	30,507	32,468
股本變化	417,126	0	0	0	1	2
股息	(44,398)	(40,391)	(7,085)	(12,212)	(25,132)	(37,229)
其他融資活動	(56,534)	5,000	0	0	1	2
<b>融資性現金流</b>	296,531	4,250	19,699	16,344	5,377	(4,757)
<b>現金變化</b>	250,165	238,219	4,381	(85,122)	(67,333)	(56,210)
期初持有現金	179,956	416,797	324,499	328,944	242,575	174,255
期末持有現金	416,797	324,499	328,944	242,575	174,255	115,529

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

### 規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元證券(香港)有限公司

香港中環德輔道中 189 號李寶椿大廈 18 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>