

买入（维持）

小南国（3666.HK）

 目标价：1.3 港元  
 现价：1.15 港元

### 同店增长持续好转，长线投资价值开始显现

预期升幅：13.04%

#### 主要财务指标

#### 市场数据

报告日期	2015-04-16
收盘价(港元)	1.15
总股本(亿股)	14.75
流通股本(亿股)	14.75
总市值(亿港元)	16.97
流通市值(亿港元)	16.97
净资产(亿元)	7.89
总资产(亿元)	13.58
每股净资产(元)	0.53

会计年度	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元)	1544.20	1817.51	2089.17	2371.79
同比增长	11.42%	17.70%	14.95%	13.53%
毛利(百万元)	1034.93	1230.45	1410.19	1612.81
同比增长	11.62%	18.89%	14.61%	14.37%
净利润(百万元)	1.03	46.73	87.87	135.38
同比增长	53.80%	4428.48%	88.03%	54.06%
净利润率	0.07%	2.57%	4.21%	5.71%
净资产收益率	0.13%	5.78%	10.15%	14.14%
每股收益(摊薄,元)	0.00	0.04	0.08	0.12

数据来源：公司资料、兴证香港

数据来源：公司资料

#### 投资要点

- **业绩概况：**上海小南国 2014 年录得营业收入 15.44 亿人民币，同比增长 11.42%。上海小南国新开门店 11 家至 81 家，全年小南国同店销售增长 0.4%，南小馆可比门店销售增长 1.4%，慧公馆同店销售增长 12.7%。整体毛利同比增长 11.62%至 10.34 亿人民币，净利润上升 53.8%至 103 万元，净利润率为 0.07%。全年不派息。
- **多种业态全面开花：**公司的新业态涌现，涉及各式西餐、火锅的非中餐业态。Oreno、Pokka、Boathouse 和 Wolfgang Puck、皇城根（火锅）、米芝莲在 2015 年都有开店计划。南小馆占餐饮收入比例也在上升，从 2013 年的 4.4%上升到 2014 年的 8.3%。我们认同公司降低对主品牌小南国依赖度的发展战略，品牌和业态多元化有助拓宽成长空间。主品牌以后承担的角色，更多是为发展其他品牌背书，支撑整体企业形象。
- **主品牌小南国经营情况在好转：**公司的同店收入数据主要反映主品牌的表现，最新公布 2015 年度 1 季度同店销售收入增长 5.2%，环比持续改善。从盈利能力来看，二线城市小南国门店的经营也在好转，利润率提升，一直表现较佳的上海地区部分小南国门店店面经营利润率达到 15%。进一步确认三公消费对中高端餐饮消费的负面影响已暂告一段落。
- **利润率改善仍需时间：**我们认为 2014 年的利润率恢复速度落后于我们的预期，目前 5 家小南国门店处于休眠状态，约 10 家门店处于亏损，有可能影响未来财报的表现。多品牌策略处于起航阶段，利润贡献滞后于收入贡献。
- **估值：**我们仍然维持小南国 1.3 港元的目标价，对应 2015-2017 三年的市盈率分别为 33 倍，17 倍和 10 倍，重申买入评级。

#### 兴证香港研究部

 分析师：郑泽滨  
 (SFC: BEN914)

 电话：852-3509 5999  
 755-23826008

 邮箱：[zhengzb@xyzq.com.hk](mailto:zhengzb@xyzq.com.hk)

### 会议问题:

#### 1. 南小馆是一个新的业态，但 2014 年同店较慢的原因？

2014 年计算同店只算香港 2 家店，从今年 1Q 开始，才会有大陆 3 家门店算进去。

#### 2. 主品牌小南国未来的占收入的理想比例？

比例越低越好。多品牌是小南国的核心。

#### 3. 今年影响利润率的潜在因素？

今年国家会有餐饮行业营改增，导致政府补贴的减少。还有预计会有 800 万左右的关店成本。

#### 4. A 类小南国和 B 类小南国的定位？

A 类定位是 250-280 元的人均消费，大概有 10 家门店。B 类针对家庭，人均消费 160-190 元。

#### 5. 电商 APP 对小南国的销售有促进作用吗？

大众点评导入到公司的客流量占总流量的 8%，实际可能有一些是到点才买券的。大众点评收取 1.2% 的扣点。淘点点导流的客户消费力相对比较弱。

#### 6. 香港 Oreno 的经营情况？

兰桂坊的 Oreno 表现不错，日均营业额 13 万港元，客单价 350 港元。

#### 7. 各地小南国的经营情况？

目前还有 5 家小南国门店休眠，亏损店有 10 多家。小南国超越了部分二线城市的消费能力，所以过去业绩拖累最大的是 2 线城市，但情况有所好转。上海和苏州的经营利润率是 15%，其他 2 线城市的小南国门店经营利润率中低单位数。

**附表**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 千人民币					单位: 千人民币				
会计年度	FY14	FY15E	FY16E	FY17E	会计年度	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
<b>流动资产</b>	<b>508,080</b>	<b>578,203</b>	<b>702,856</b>	<b>840,523</b>	<b>收入</b>	<b>1,544,199</b>	<b>1,817,511</b>	<b>2,089,170</b>	<b>2,371,787</b>
存货	45,014	52,981	60,900	69,139	销售成本	-509,272	-587,056	-678,980	-758,972
应收贸易收款	18,068	21,266	24,444	27,751	<b>毛利</b>	<b>1,034,927</b>	<b>1,230,455</b>	<b>1,410,190</b>	<b>1,612,815</b>
预付款项、按金及其他	175,693	202,528	234,240	261,837	其他营运收入	46,616	53,000	58,000	62,000
现金及现金等价物	269,305	301,429	383,271	481,797	销售及分销成本	-931,853	-1,070,514	-1,180,381	-1,306,854
<b>非流动资产</b>	<b>849,426</b>	<b>925,645</b>	<b>1,005,924</b>	<b>1,084,114</b>	行政开支	-127,812	-139,948	-156,688	-173,140
物业及设备	685,999	751,232	821,435	880,405	其他开支	-7,746	-9,000	-9,000	-10,000
无形资产	4,325	4,325	5,500	6,000	融资成本	-6,015	-7,000	-8,000	-9,000
长期租赁按金	66,234	66,234	72,857	80,143	<b>税前利润</b>	<b>8,117</b>	<b>56,993</b>	<b>114,121</b>	<b>175,820</b>
其他	92,868	103,854	106,131	117,566	<b>所得税</b>	<b>-7,085</b>	<b>-10,259</b>	<b>-26,248</b>	<b>-40,439</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,357,506</b>	<b>1,503,848</b>	<b>1,708,780</b>	<b>1,924,637</b>	<b>净利润</b>	<b>1,032</b>	<b>46,734</b>	<b>87,873</b>	<b>135,381</b>
<b>流动负债</b>	<b>506,188</b>	<b>602,715</b>	<b>722,523</b>	<b>819,540</b>	股息	-	14,020	26,362	40,614
应付账款	102,458	141,728	172,117	211,634	<b>EPS (港币)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.04</b>	<b>0.08</b>	<b>0.12</b>
计息银行贷款	236,141	283,369	340,043	374,047	<b>主要财务比率</b>				
其他应付款项及应计费用	150,508	165,559	182,115	191,220	<b>会计年度</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15E</b>	<b>FY16E</b>	<b>FY17E</b>
<b>非流动负债</b>	<b>62,664</b>	<b>72,239</b>	<b>83,510</b>	<b>93,331</b>	<b>成长性 (%)</b>				
长期应付款项	61,887	71,339	82,510	92,231	营业收入增长率	11.4%	17.7%	14.9%	13.5%
<b>负债合计</b>	<b>568,852</b>	<b>674,954</b>	<b>806,033</b>	<b>912,871</b>	税前利润	39.9%	602.1%	100.2%	54.1%
股本	9,351	9,351	9,351	9,351	净利润增长率	53.8%	4428.5%	88.0%	54.1%
储备	772,809	805,523	867,034	961,801	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>788,654</b>	<b>828,894</b>	<b>902,747</b>	<b>1,011,766</b>	毛利率	67%	68%	68%	68%
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,357,506</b>	<b>1,503,848</b>	<b>1,708,780</b>	<b>1,924,637</b>	净利率	0.1%	2.6%	4.2%	5.7%
<b>现金流量表</b>					<b>ROE</b>				
单位: 千人民币					0.1%				
<b>会计年度</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15E</b>	<b>FY16E</b>	<b>FY17E</b>	<b>偿债能力 (%)</b>				
<b>税前利润</b>	<b>8,117</b>	<b>56,993</b>	<b>114,121</b>	<b>175,820</b>	资产负债率	41.9%	44.9%	47.2%	47.4%
融资成本	7,671	7,000	8,000	9,000	净现金 (负债) 比率	4.2%	2.2%	4.8%	10.6%
折旧	119,041	119,092	129,797	141,030	<b>营运能力 (次)</b>				
应收帐款增加	1,854	3,198	3,179	3,307	库存周转天数	33.55	30.05	30.19	30.84
预付款项、按金及其他应	24,450	26,835	31,713	27,596	应收帐款周转天数	4.00	3.90	3.94	3.96
应付贸易款项 (减少) 增	-17,650	-39,270	-30,389	-39,517	<b>每股资料</b>				
其他应付款项及应计费用	73,777	-15,051	-16,556	-9,106	每股收益 (港元)	0.00	0.04	0.08	0.12
长期租赁按金增加	11,259	-	6,623	7,286	每股净资产	0.53	0.56	0.61	0.68
长期应付款项增加	10,542	9,452	11,171	9,721	<b>估值比率 (倍)</b>				
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>78,814</b>	<b>179,916</b>	<b>253,530</b>	<b>308,136</b>	PE	1301.9	28.7	15.3	9.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-164,729</b>	<b>-174,000</b>	<b>-194,000</b>	<b>-194,000</b>	PB	2.2	2.1	1.9	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>29,911</b>	<b>26,208</b>	<b>22,312</b>	<b>-15,610</b>					
现金净变动	-56,004	32,124	81,842	98,526					
现金的期初余额	324,499	269,305	301,429	383,271					
汇兑收入影响	-6,018	810	-	-					
现金的期末余额	269,305	301,429	383,271	481,797					

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明:(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。