

未评级

小南国 (3666.HK)

同店收入恢复维持正增长 主品牌调整尚需时间

市场数据

报告日期	12/8/2014
收盘价 (港元)	0.99
总股本 (亿股)	14.79
流通股本 (亿股)	14.79
总市值 (亿港元)	14.64
流通市值 (亿港元)	14.64
净资产 (亿元)	7.90
总资产 (亿元)	13.38
每 ADS 净资产 (元)	0.53

数据来源: wind、公司资料

相关报告

兴证香港研究部
电话: 852-3509 5999
0755-23826013
邮箱: research@xyzq.com.hk

事件:

我们于 12 月 5 日与小南国副总裁冷怡佳交流了公司最新的经营状况。

主要观点:

- **同店增长持续为正:** 从二季度以来,公司的同店收入增长保持正增长。10 月份接近 5%, 11 月稍微有所下降, 大约 3%。总体上四季度表现比三季度更好一些。总体来说, 同店收入由客流量驱动, 客单价从去年 3 月份以来持续为负, 目前收窄至中低单位数。
- **亏损门店有待调整:** 公司上市后 2012 年大规模扩张, 但是当年所开门店效益不理想, 导致到目前仍有 10 家亏损门店和 4 家休眠门店。由于门店较新, 一次撇消会计上对盈利有很大影响, 所以我们认为公司仍需时间进行内部调整。
- **Oreno 和 Pokka 对明年业绩贡献不大:** 公司品牌培育上十分耐心, 对商业模式和成本结构会做谨慎的测算。最近一年收购和特许经营其他品牌的动作较多。最新合资的 Oreno 和 Pokka 品牌明年会开始开店, 但门店数目不多, 对业绩的影响不大。
- **南小馆进展顺利:** 南小馆明年仍维持 12-15 家开店速度。目前除了深圳机场店失败关店以外, 品牌发展比较成功, 会成为未来的增长动力。
- **估值:** 根据我们的预测, 小南国股价对应 2015 年市盈率 16 倍。

会议要点:**1. 10月和11月的同店收入增长情况怎么样?**

10月份接近5%，11月稍微有所下降，大约3%。总体上四季度表现比三季度更好一些。

2. 从二季度至今，恢复力度低于市场预期，怎么看?

目前是只增长3%-5%，如果要增长很高的幅度，其实是很困难的。

3. 公司对明年的同店收入增长怎么看?

明年的同店收入增长目标是3-5%。当然如果明年的消费市场有较大的起色，通胀又上涨，涨价幅度更大，就不止这个数字了。

4. 2013年、2014年的同店收入构成拆解?

价格是中高单位速的下跌。从去年3月份开始降价，到今年上半年都是以10%左右速度下降。今年三季度开始变成低单位的下跌。通过整体同店就可以反推出客流其实一直保持增长。整体来看，降价的幅度在逐渐收窄。

5. 降价的实现方式?

调低价格是通过很多种措施，并不是单纯的把菜单价格改低。通常有方式有做团购、套餐、买几赠几等各种优惠促销活动。

6. 小小南国打算再开一个店来试验吗?

是的，巴黎春天的小小南国会搬走，1月1日搬到久光百货，目前久光那边已经装修好，人手也准备好，只是等待巴黎春天完成最后的关店交接和优惠券用完。以后巴黎春天的店址会用来开设新品牌 boathouse，收集数据为 boathouse 进入迪士尼做准备。

7. 开久光店需要多少资金?

没有花费很多，装修400万不到。

8. 百佳 (Pokka) 未来计划和具体情况?

过去一直到2012年情况都比较稳定，销售额在3亿多，净利润在2千万左右。2012年后提速扩张，有一些亏损出现。它的一些主品牌，如 Pokka Cafe 还是很稳定的。它去年的净利润是1400万港币，今年估计再更低一些，我们内部

希望它明天可以恢复到 2000 万港币。

9. Pokka 被收购之后收入增多了？

对，它现在有 4 亿港币的收入。收入上有 20%-30% 的增厚，从净利润上对我们的帮助也很大。价格也比较合理，将物业和现金去除，是 10-20 倍的 PE。

10. Pokka 以后发展的策略是怎样？会在大陆开店吗？

Pokka 以后还是会继续开店。我们第一个策略就是，把香港的业务做好，尤其之前一些亏损的门店，小南国不会过多的去干涉它的业务；第二是大陆这一块，我们计划开一些咖啡店，然后再做一些咖啡豆的贸易工作；第三步会有一些西餐店的计划，但是第三个计划现在还不是很成熟。咖啡店我们已经在做一些模型、选址和设计了，第三步暂时也没有精力去做。

11. 现在有咖啡店在国内的开店计划么？

明年最多再开 3-5 家。双方正在组建团队，还在进行一些前期的工作。要等到明年下半年才会开店了。

12. 一个咖啡店大约投资多少？

现在还在做测算，还在做模型和调整。因为 Pokka Cafe 在香港的店有三四百平，算是比较大的，在大陆可能会小一些，具体投资多少还要等核对完以后开董事会确定。

13. 到时候 Pokka 的收入会直接并表吗？

对。

14. 迪士尼是小南国旗下哪些品牌的门店？

迪士尼开 4 家店，1 家小南国、南小馆、boathouse、Wolfgang Puck。

15. 合作品牌“米芝莲”的基本情况？

这是一个自创的品牌，是一个 90 后店主自创的。今年 5 月份，我们公司觉得这个品牌做得不错，决定一起合作。现在有 30-40 家店，我们只收取大约 4% 的管理费，而且还要分一半给对方。店里主要是做奶茶和一些产品，如菠萝油、芝士面包等。这项业务不是我们的主营业务。

16. Pokka 在香港的一些亏损的店是打算关掉么？

我们建议他们关掉一些，Pokka 那边会不舍得。日本卖方补贴了一些资金来弥补已经有的关店和可能的关店的损失，所以最近这一两年关店不会对公司在 Pokka 这个项目上带来损失。

17. 所有亏损店都要关掉吗？

不是的。因为的香港的租约短，只有三年，可以熬过去了。有一些亏损的店能坚持等到租约结束，香港门店的折旧时间比大陆短，而且是按照租约来折旧，租约到期折旧也折完了。Pokka 现有管理层也不希望提前解除租约，这样会影响公司形象。

18. 亏损门店占 Pokka 门店的比例是多少？

他们有 30 多家门店，其中不到 10 家在亏损，有一些是新店，还在培育，还有一些比较差的店，亏损大概是 500-600 万港币。

19. 小南国上半年有 3 家店休眠了，我们打算让他们继续休眠么？

除了 3 家已经休眠的门店，下半年新增 1 家在休眠，等待机会重启。

20. 除了这 4 家冬眠，还有多少家门店亏损？

还有十家左右。

21. 为什么不一次将他们撇清？

资产太重。比较轻资产的亏损店我们在去年就关掉了，而这十多家亏损店现金流都不亏，只是装修折旧太大，会计上亏损。很多门店折旧时间不长，都还有一千多万折旧。

22. 小南国是否打算针对公务、家庭两类消费等进行门店分类？

有这个想法，方向是这样的，但是一直都没有确定下来，具体叫什么名称也还没有决定。

23. 公务（一类）和家庭消费（二类）的小南国成本结构上还有什么不一样？

一类的成本结构更好一些，因为各种成本差不多，但是一类门店客单价是 300 元，而普通的小南国只有 200 元。但是一类的门店开不多，上海大约 10 家，全国范围内能开 16、17 家。

24. 亏损门店的特点？

一线城市都不亏损，亏损店都集中在二线城市。大一些的城市，北京上海香港苏州的盈利情况相当不错，但是前两年在二线城市开店太快，投资又重（在合肥投资 1200 万开店），消费力、客单价比起上海都要差。目前亏损主要在西安、石家庄、合肥、常州这些消费力比较低地区，而且还有管理费用、配送成本比较高。公司以后在一线城市以外开店都会更谨慎。

25. 管理费用、配送成本高是指什么？

比如管理人员飞往返西安，还有为了保证产品一致性和食品安全，很多东西都是集中配送，每两天运送一次半成品到这些二线城市，成本比较高。而且当地的客人对食物的品质不敏感，这样配送的代价太高。

26. 60%的利润是否在上海？第二大利润地区呢？占比多少？

香港和北京。香港 20-30%，北京 10-20%。北京有 1 家小南国店经营状况不太好，把整体拉低了。上海由接近 40 家店，店是最多的。

27. 公司是怎么评估迪士尼的正面影响的？

迪士尼对我们的品牌形象非常正面的影响，因为我们现在是它最大的餐饮供应商。迪士尼在上海开也会对客流有很大帮助，所以我们也希望迪士尼能开业。

28. 我们有没有定量测算过有多大影响？

这个还没有。

29. Oreno 的开店计划如何？

2 月初香港开店，4 月份在上海开。香港的是日式日本餐，上海的是日式法国菜轻奢。

30. 小南国、南小馆现在的开店面积一般多大？

小南国 1000 平方米以内，如果有宴会厅就会更大一些，一般大约是一万一平的资本支出；南小馆一般 300 多万，一个店 300-400 平方米，开店支出也是一万一平方。

31. 明年的开店计划？

小南国净开店零家，南小馆 12-15 家，小小南国 1 家，其他的品牌都是 3-5 家。

32. 徽思叔叔明年还会开？

徽思叔叔的寿命只有一年，生命周期很短，虽然当时一个店能做到跟一个南小馆一样的收入，但是销售衰退得很快，结束之后不会再開。徽思叔叔的门店收入都不并入小南国报表，公司上半年只算入了 300 多万的管理费，下半年估计不会有徽思叔叔的收入了。徽思叔叔下半年会陆续出现亏损。（小南国的管理费用抽成是基于利润的一个百分比，这个百分比换算成收入大概 5%。如果门店亏损，小南国就没有利润抽成了。）

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级投资建议的评级标准为:

买入: 股价未来 12 个月涨幅大于 15%

增持: 股价未来 12 个月涨幅在 5%~15%之间

中性: 股价未来 12 个月在-5%~5%之间

减持: 股价未来 12 个月小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 3509 5999

传真: (852) 3509 5900

【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，则意味着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】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了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，该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。