



香港休閒食品零售股營運剖析

18/2/2022

香港兩家休閒食品零售上市公司

香港休閒食品零售市場競爭十分激烈。行業當中有兩個規模較大的公司於本港上市，分別是優品360(2360.HK)及經營阿信屋的CEC國際(759.HK)。

本文將對兩家公司的營運模式及營運表現作出分析。

兩家公司的主營業務

優品360

優品360主要向世界各地供應商採購休閒食品，並開發自家品牌產品，於自營的零售店內作出銷售。

優品360於2013年立之初，目標客戶是內地來港旅客，首家店鋪開設於水貨客較多的上水區，後來才改變發展策略進駐不同地區。疫情之前，優品360主要銷售休閒食品，但疫後調整了策略，多售了生活必需品及防疫用品，惟休閒食品仍是其主要收入來源。

優品360現時提供的產品大致可分為：(i)朱古力及糖果；(ii)包裝烘焙產品及零食；(iii)果仁及乾果；(iv)穀物及其他雜項食品；(v)飲品及酒類；(vi)個人護理產品；及(vii)其他產品，例如嬰兒食品及產品、保健食品及補充劑等，以及雜項家居用品，例如清潔劑、餐具和雨具等。

優品360同時向香港正式代理商採購產品(俗稱行貨)及通過自海外市場以平行進口方式採購產品，即沒有經正式代理商進口貨品(俗稱水貨)。水貨來歷不明，有買到仿真品的風險；同時，因為貨品並沒有經總公司授權的代理商入口，所以若商品有問題將會求助無門。

優品360在挑選認可供應商和採購的產品時有評估程序。另外，自2014年起，公司便為香港政府知識產權署推出的「正版正貨承諾」計劃的會員，所有零售店舖已取得「正版正貨承諾」認證，此為優品360得到廣大客戶信任的一大基礎。

另外，自2017年11月，公司開始尋求開發自家品牌產品。自家品牌產品根據獨立第三方生產商提供的特定規格，由公司選定合適規格而訂制。自家品牌產品專為公司製造並獨家在公司的零售店銷售。

公司開發及提供自家品牌產品的能力將有助於業務發展，一方面可讓公司有效控制自家品牌產品



的價格溢價及質量，從而有助提升此類產品對公司的盈利能力，另一方面能進一步提升公司在市場上的品牌知名度並鞏固公司的品牌認可度。

於截至 2021 年 3 月底止 2021 財年，公司 91.4% 收入來自採購的產品，8.6% 收入來自自家品牌產品。

截至 2021 年 3 月底，公司有 3,603 SKU (Stock keeping unit，即存貨單位)；當中，55.0% 為行貨，11.9% 來自日本供應商，6.3% 來自歐洲供應商，5.1% 來自越南供應商，3.4% 來自自家品牌。

SKU	比例
行貨	55.0%
日本供應商	11.9%
歐洲供應商	6.3%
越南供應商	5.1%
自家品牌	3.4%
其他水貨	18.3%

截至 2021 年 3 月底，公司於香港擁有 120 間分店；以地區劃分，56 間位於新界、41 間位於九龍、23 間位於港島；以店類型劃分，74 間於社區或住宅區購物商場、43 間為街舖、3 間位於交通樞紐。

店類型	分店數目 (間)
社區或住宅區購物商場	74
街舖	43
交通樞紐	3

公司已於 2021 年 12 月在深圳開設位於內地的首個零售點，並積極尋求將經營模式進一步拓展至大灣區其他城市，最終達到於全國開設零售店舖的目標。另外，公司正積極研究籌組新公司，將業務進一步拓展至企業對企業(B2B)，並以批發形式將集團的自家品牌產品以及其他進口產品，出售予本港及其他市場的零售商。



CEC 國際

CEC 國際主要經營 759 阿信屋，亦設計及生產各類型電子線圈。

CEC 國際電子線圈業務始創於 1979 年，產品市場一度來自包括電訊及資訊科技設備、數據網絡及電壓轉換技術、辦公室自動化設備、影音產品，以及家居電器及電動工具等不同行業。公司於 2020 上半財年因應電子元件市場之變化，考慮到線圈業務之前景，關閉電源變壓器生產業務。

公司於 2010 年 7 月創立 759 阿信屋以開拓香港的零售業務，以服務香港街坊為目標。759 阿信屋現時提供休閒食品、急凍食品、酒類、住宅用品、廚具及個人護理用品等。

759 阿信屋大部份貨品為水貨，於 20/21 財年，超過 9 成商品透過採購團隊於原產地自行進口。日韓直送之進貨份額佔約 46%，其餘主要來源地為泰國、歐洲、台灣、中國內地、美洲及其他區域。

於截至 2021 年 4 月底止 2021 財年，公司有 5,700 常規產品品種。截至 2021 年 4 月底，公司於香港的分店數目為 174 間。

公司早年一度嘗試經營其他副業，例如專營化妝品業務的 759 KAWAILAND、759 茶餐廳、以及專賣玩具的 759 TOYSLAND，可惜皆失敗收場。

優品 360 及阿信屋定位、貨物及貨源之不同

定位上，優品 360 為客人提供產地來自全球多國的休閒食品，而 759 阿信屋最初主要提供產自日韓的休閒食品，後來提高了來自內地的糧油雜貨，定位變得模糊。

優品 360 主要售賣大牌子如明治、固力果、瑞士三角朱古力等水貨；阿信屋則售賣較多小牌子的休閒食品，並出售較多糧油雜貨。

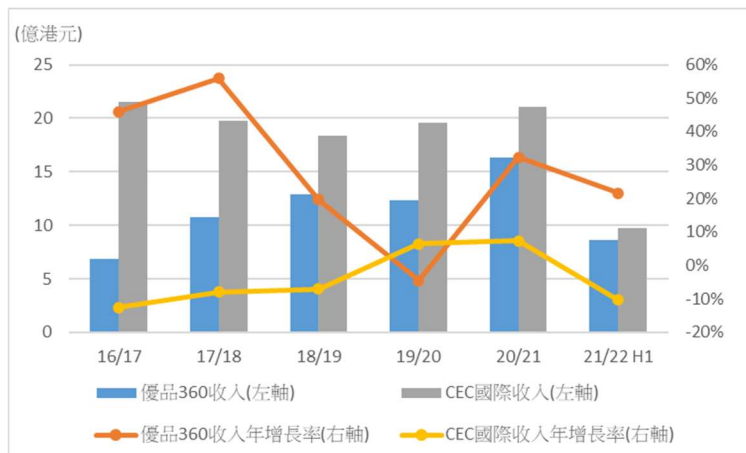
另外，優品 360 的貨品較多來自香港供應商及品牌擁有人或進口商，而阿信屋貨品多由產地直送。



兩家公司收入

如圖 1 所示，**優品 360** 最近 5 個財年的收入主要呈上升勢態，於截至 2017 年 3 月底止 16/17 財年至截至 2021 年 3 月底止 20/21 財年期間，收入的複合年增長率為 23.9%。**CEC 國際** 方面，收入由截至 2017 年 4 月底止 16/17 財年開始，一直跌至 18/19 財年，之後於 19/20 及 20/21 兩個財年開始反彈。

圖 1：兩公司收入及其年增速



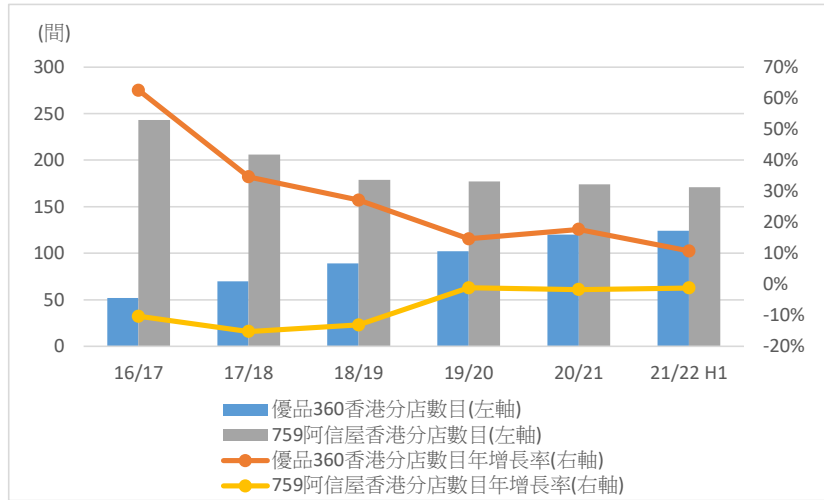
資料來源：企業年報及致富集團研究部

優品 360 最近 5 個財年只有 19/20 財年收入出現倒退，主要基於截至 2019 年 9 月底止上半財年受社會事件所影響，部份分店被破壞而未能營業，加上於截至 2020 年 3 月底止下半財年又出現疫情，本港限制旅客入境，令集團客戶減少，收入難免出現倒退。

但**優品 360** 其餘 4 個財年收入皆有雙位數字增長，其中一個原因是其一直加開分店所致。如圖 2 所示，**優品 360** 於香港的分店由 16/17 財年的 32 間，增加至 20/21 財年的 120 間。**優品 360** 最近 5 個財年的分店複合年增長率為 23.3%，與期間的收入複合年增長率 23.9% 相若。



圖 2：優品 360 及阿信屋的香港分店數目

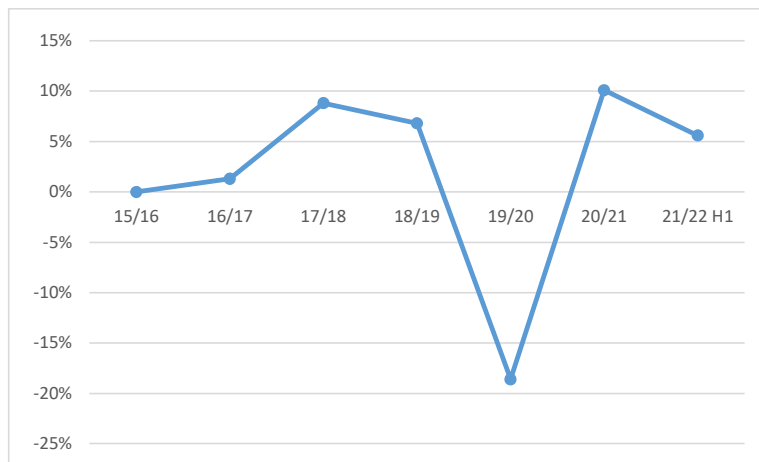


資料來源：企業年報及致富集團研究部

另外一個優品 360 收入持續增長的原因，如圖 3 所示，是其同店銷售(除 19/20 財年)一直錄得增長。同店銷售增長，主要歸功於優品 360 品牌知名度持續提高，其於 2013 年 5 月創立，故首數年知名度提高空間大，加上會員基礎持續擴大所致，老客戶亦因此而上升。優品 360 會員數目由 17/18 財年的 79 萬個，倍增至 20/21 財年的 167 萬個。

疫後公司亦能快速應對遊客接近完全消失的不利情況，迅速調整產品策略，增加基本食品及必需品的供應，以滿足本地社區的日常需要。公司採購多了主食和各種罐頭食品等基本食糧，以及口罩和搓手液等防疫產品以作供應，不僅補足了本地居民在經濟衰退及疫情中的生活所需，也部分抵銷公司就入境旅客消費流失所受的負面影響。

圖 3：優品 360 同店銷售年增長率



資料來源：企業年報及致富集團研究部



CEC 國際收入由 16/17 財年，跌至 18/19 財年，主要由於公司於 14/15 財年為了拓展零售業務而過度擴張，大開以 759 阿信屋為主的零售店，但多家分店並未能有效盈利，同店銷售下跌，因此公司於 16/17 財年至 18/19 財年期間作出修正，陸續關閉表現不佳的分店，公司期內的收入因而下跌。759 阿信屋於 16/17 財年有 243 間，於 18/19 財年下跌至只有 179 間。

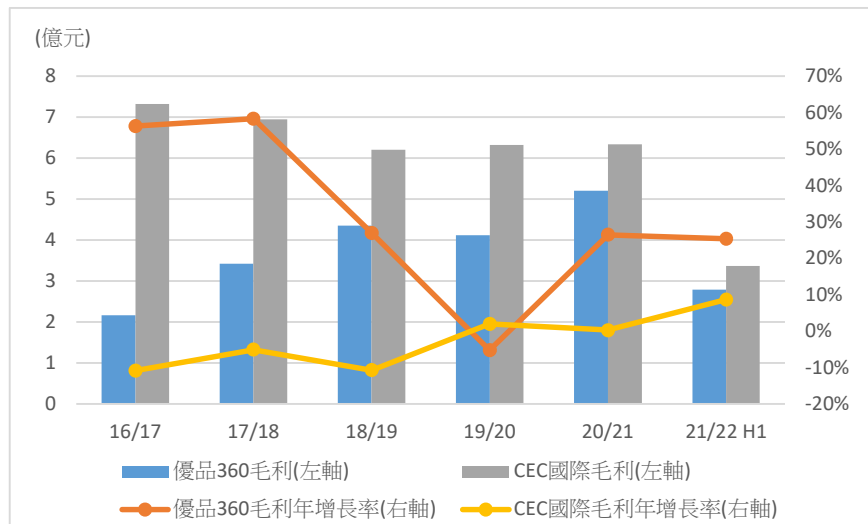
19/20 財年及 20/21 財年，CEC 國際的零售業務大致整頓完成，759 阿信屋分店沒再大幅減少，而公司期內面對疫情，快速調整產品組合，大幅增加米糧、油及衛生紙品等生活必需品，成功捕捉新增的市場需求，令 19/20 財年及 20/21 財年的收入持續反彈。

兩家公司毛利

如圖 4 所示，兩家公司的毛利走勢和各自的收入走勢相若。優品 360 毛利除 19/20 財年外一直上升；CEC 國際毛利由 16/17 財年跌至 18/19 財年後，於 19/20 財年及 20/21 財年反彈。

毛利率方面，如圖 5 所示，優品 360 表現十分穩定，最近 5 個財年皆保持於 31.3% 至 33.4% 之間。CEC 國際毛利率自 16/17 財年起下跌幅度較急，主要是受零售業務毛利率下跌所拖累。

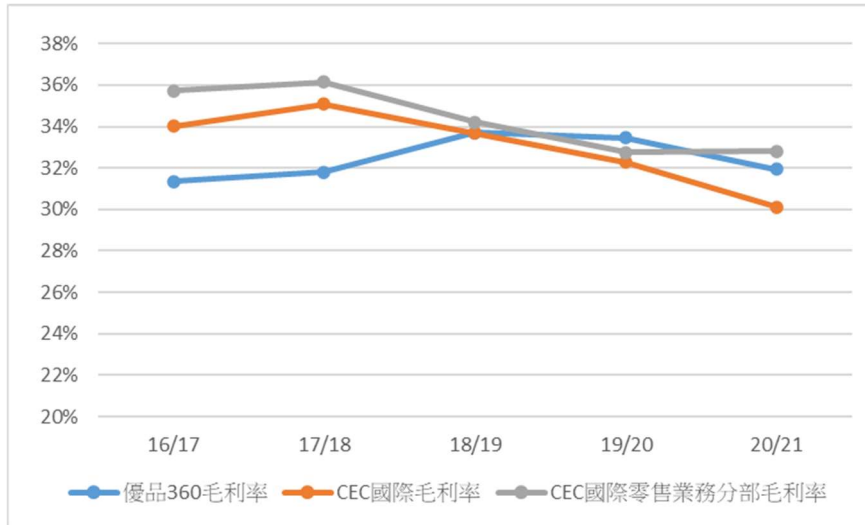
圖 4：兩家公司毛利



資料來源：企業年報及致富集團研究部



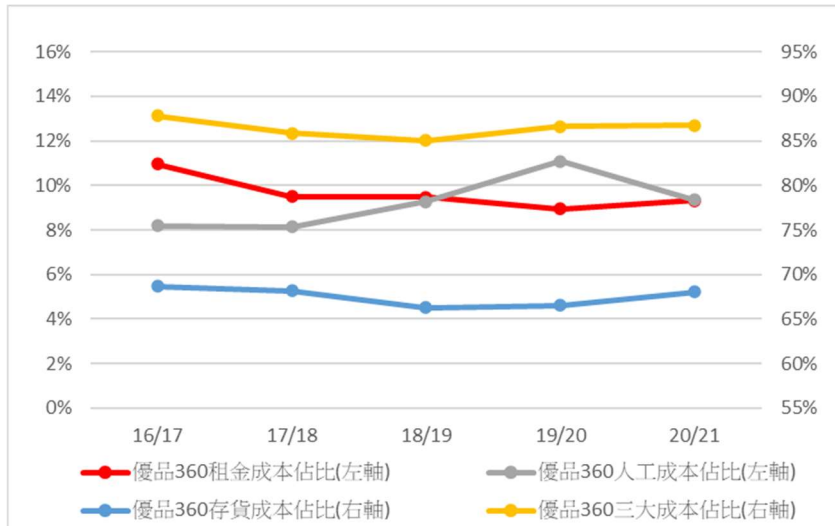
圖 5：兩家公司毛利率



資料來源：企業年報及致富集團研究部

兩家公司的主要成本，主要可分為存貨成本、租金成本和人工成本。對於兩家公司來說，存貨成本皆佔收入比例最高，而人工成本及租金成本佔收入比例皆頗為接近。兩家公司的毛利率只反映自身存貨成本的高低。

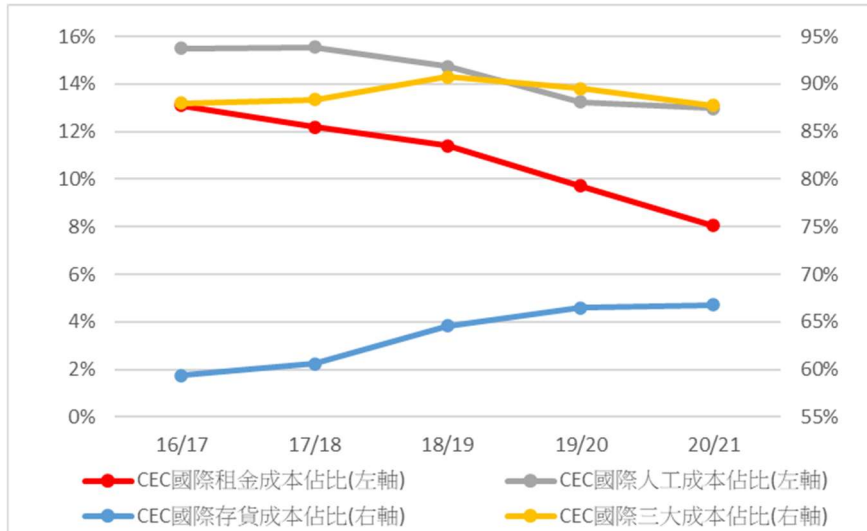
圖 6：優品 360 存貨成本佔收入比、人工成本佔收入比及租金成本佔收入比



資料來源：企業年報及致富集團研究部



圖 7：CEC 國際存貨成本佔收入比、人工成本佔收入比及租金成本佔收入比



資料來源：企業年報及致富集團研究部

存貨成本：

按圖 6 及圖 7 所示，兩家公司最近 5 個財年的存貨成本佔收入比也大致維持在六成至接近七成之間。

優品 360 的貨品的存貨成本一直都較 CEC 國際高，主要由於優品 360 的產品大多來自香港供應商及品牌擁有人或進口商，故存貨成本已包含產品從外地運送到香港的運送費、儲存費及行政費等等。而阿信屋貨品多由產地直送，存貨成本只是貨品於產地的價格。

優品 360 存貨成本佔收入比由 16/17 財年下跌至 18/19 財年，之後於 19/20 財年及 20/21 財年錄得輕微反彈。於 16/17 財年至 18/19 財年，優品 360 持續嘗試在更上游的供應商直接採購產品，加上持續擴大零售網絡，促進最佳的規模經濟效益，採購規模增加有利大批量購貨，從而獲供應商提供折扣優惠，存貨成本佔收入因而下跌。其後於 19/20 財年及 20/21 財年，公司的基本食品及雜貨產品的銷售增加，而這些產品的存貨成本對收入比較高，加上入境旅客消費急跌，公司須清倉大減價以銷售未能如期售出的糖果和零食的存貨所致。

CEC 國際存貨成本佔收入比由 16/17 財年開始，一直上升至 20/21 財年。18/19 財年，公司集中發展 759 阿信屋的食品及民生雜貨業務，並且全面退出化妝品業務，共計結束 11 間化妝品專門店，而化妝品零售的存貨成本佔比較食品及民生雜貨低，因此此整改亦令集團的存貨成本對收入比提升了。疫後零售收入增長主要受惠於市民對糧油副食品(例如米糧、麵食、急凍食品以及衛生紙品)的需求大增，但該等產品的存貨成本佔比較高，因而拉高 19/20 財年及 20/21 財年的存貨成本佔收入比。

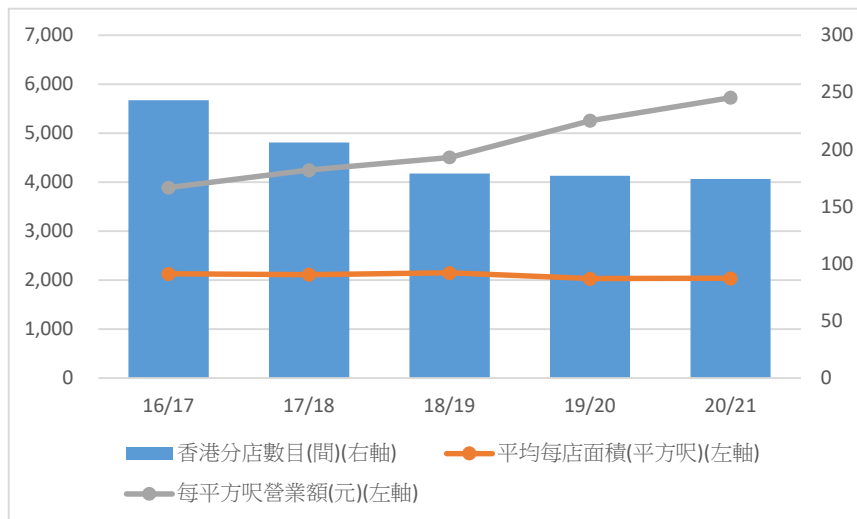


租金成本：

最近 5 財年，**優品 360** 的租金佔收入比平穩保持於 9%至 11%水平。

最近 5 財年，**CEC 國際**一直持續關閉銷售表現不佳的分店，加上最近兩財年銷售多了流轉率較高的食糧及抗疫用品，令公司平均每平方呎營業額由 16/17 財年的 3,888 元，提升至 20/21 財年的 5,722 元，複合年增長率達 10.1%。同時，期內 **CEC 國際**的租金佔收入由 13%，連年下跌至 8%，反映減少分店數目的策略有效。

圖 8：CEC 國際零售業務租賃效率



資料來源：企業年報及致富集團研究部

人工成本：

優品 360 方面，人工成本對收入比由 17/18 財年一直上升至 19/20 財年，之後於 20/21 財年有所回落。18/19 財年及 19/20 財年，人工成本升幅特別高。於 18/19 財年，公司除按勞工市況上調了僱員薪金，以及向僱員支付花紅及津貼外，還調整了工作流程及加強管理架構，令員工成本對收入比上升。19/20 財年，向參與公司股份於聯交所上市的一些高級管理層及僱員支付一筆過花紅，並擴大了市場營銷團隊，加上部份店舖營業額表現未如理想，令員工成本對收入比上升。

CEC 國際方面，最近 5 財年，隨著分店數目減少，前線員工數目隨分店數目自然流失，淘汰了銷售不佳的分店之後，餘下分店的前線人員平均銷售效率亦有所提升，人工成本對收入成本亦因而下跌。

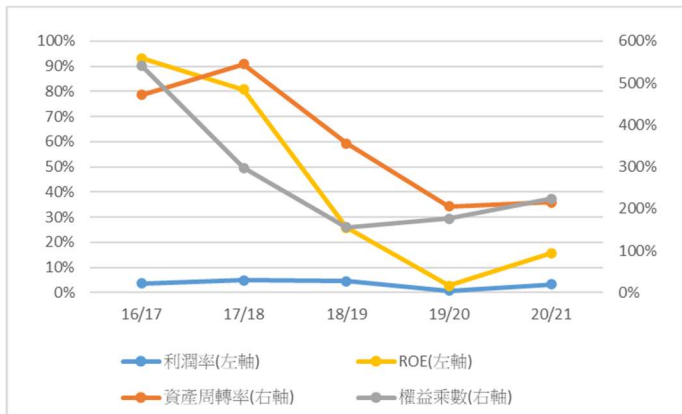


兩公司杜邦分析

兩公司最近兩年都收到不同金額的政府資助，而這些資助與兩公司本身的營運能力無關，因此以下分析將就此作出調整。

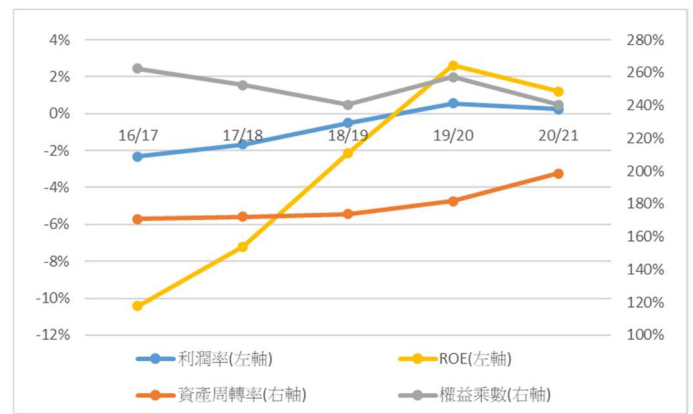
基於有關租賃的會計制度上的改變，兩公司最近數個財年的資產負債結構帳面上有重大改變。另外，**優品 360** 於 2019 年 1 月上市，而 **CEC 國際** 則逐漸退出線圈業務而產生了一些一次性收益或虧損。

圖 9：優品 360 杜邦分析



資料來源：企業年報及致富集團研究部

圖 10：CEC 國際杜邦分析



資料來源：企業年報及致富集團研究部

據圖 9 及圖 10 所示，**優品 360** 上市前兩個財年，即 16/17 財年及 17/18 財年，ROE 奇高，分別達 93.1% 及 80.7%，主要基於超高速的資產周轉率以及較高的負債所帶動。18/19 財年及 20/21 財年，集團上市後，資產規模大了，令資產周轉率下跌(惟仍屬約兩倍至三倍半的高水平)，另外，集資後亦令負債比率下跌，因此集團 ROE 分別下跌至兩成半及一成半水平。

19/20 財年，對集團來說是個特別的一年。集團不少分店因政治因素而受破壞，部份門店需要短期暫停營業，加上部份門店需要重新裝修，部份貨品亦有所損壞，令集團利潤率下跌至不足 1%，惟集團仍然不用虧損。

CEC 國際方面，16/17 財年至 18/19 財年，由於 759 阿信屋早前擴充過度，導致多家分店利潤率過低，甚至出現虧損，因此公司期內一直縮減 759 阿信屋分店數目，加上公司旗下的其他品牌表現不佳，公司亦放棄了經營該等品牌，以上皆令公司產生不少一次性成本。19/20 財年及 20/21 財年，公司 ROE 由負轉正，主要歸功於 759 阿信屋關店計劃奏效，加上關閉電源變壓器生產業務，故沒有需要作出太多借款，而且得到現金償還債務(公司的借款由 16/17 財年底的 6.1



億元，大幅減少至 21/22 上半財年底的 9,000 萬元)，利息開支亦大幅下跌；加上 759 阿信屋採取更快流的商品組合，依循過去累積多年的數據將採購資源鎖定於銷量更穩定的商品，淘汰一些慢流量品種，令存貨周轉率提升，從而令資產周轉率提升所致。

兩大集團 21/22 下半財年經營展望

優品 360

截至 2021 年 9 月底止 21/22 上半財年，優品 360 的收入按年升 21.7%，至 8.63 億元，主要由於公司同店銷售按年升 5.6%，加上分店數目按年升 10.7%所致。

公司 21/22 上半財年同店銷售上升，主要由於公司增加了貨品種類，除了繼續以具競爭力的價格提供更多種類的口罩外，更擴大各類急凍冰鮮食品、醬油和調味品、南貨、奶品、酒類等產品，成功捕捉市場對該等日常家庭飲食的需求及轉變。期內，上述有關產品的 SKU 數目按年由約 470 多個增加至約 880 個，其收益按年亦增加超過一倍，佔公司期內總收入 22.8%(相對 20/21 上半財年佔公司總收入 13.4%)。

以上產品策略既豐富了符合本地社區市場需求的產品選擇，亦加強公司的銷售。

毛利率方面，21/22 上半財年公司升 0.9%，至 32.3%，主要是得益於產品的調整策略，以及議價能力提升，加上公司的自家品牌毛利率較高，而自家品牌業務有所增長所致。

隨著公司的自家品牌知名度不斷提升，加上分店網絡持續擴大，公司對日常家庭飲食產品的眼光獨到，成功滿足顧客喜好，公司 21/22 下半財年的收入料將按年持續上升，但毛利率或因日常家庭飲食產品毛利率較低但收入佔比上升，以及高毛利率的自家產品收入佔比持續上升兩個因素互相抵銷而只能保持穩定。

銷售及分銷開支方面，由於優品 360 分店數目還在上升，新增的分店初期收入會追不上租金、銷售員工及倉務員工薪酬，因此下半財年銷售及分銷開支佔收入比料將稍高於上半財年。

另外，公司正積極研究籌組新公司，將業務進一步拓展至 B2B，並以批發形式將集團的自家品牌產品以及其他進口產品，出售予本港及其他市場的零售商，因此需要更多後勤人員進行研究及執行，從而令行政及其他開支同比輕微上升。

公司下半財年料因收入有較大增長，有效抵銷毛利率下跌、銷售及分銷開支輕微上升、行政及其他開支輕微上升的影響，而令溢利比上半財年高。



CEC 國際

截至 2021 年 10 月底止 21/22 上半財年，**CEC 國際**的收入按年跌 10.3%，至 9.72 億元。集團給出的原因，是香港疫情於 2021 年起受控並達致長期本地個案清零，市民的生活模式漸漸回復正常，令阿信屋糧食類產品需求大幅下降，特別是蛋類、急凍食品、食米、即食麵以及罐頭食品等，導致阿信屋同店銷售下跌。惟我們認為，此情況並沒有於**優品 360** 身上發生，較大可能是市場上的日常食品供應種類及供應日常食品的店舖增加，消費者有更多選擇，而阿信屋在日常食品上的採購眼光不佳，令產品組合變得不夠吸引所致。

毛利率方面，21/22 上半財年集團按年升 6.1%，至 34.7%。當中，零售業務分部毛利率由按年升 4.0%至 35.8%，主要由於集團因應香港零售市場的轉變而調整了產品組合，將商品組合重回較傾向於零食、休閒食品及飲品等較高毛利率的類別，增加以上類別的進貨品種，改善了集團毛利率。

上述上半財年的趨勢估計於去年 11 月至今年 1 月初持續，惟 1 月中開始，香港疫情又再加劇，變種病毒 Omicron 及 Delta 入侵，市民對外出的戒心又再出現，加上港府封閉多種場所及停止晚市堂食，市民外出誘因下跌，留家煮食機會上升，展望 1 月下半個月開始，糧食類產品銷售將再度增加，刺激銷售但同時壓制毛利率。

因此截至 2022 年 4 月底止下半財年，**CEC 國際**的銷售料將略高於上半財年，而毛利率則輕微低於上半財年，整體毛利估計將只略高於上半財年。

而公司分店縮減計劃已接近完成，因此下半財年租金支出難以繼續下跌，不過貨運及運輸費用將會上升，令銷售及分銷開支上升，故公司下半財年的經營溢利未必與上半財年相差很大。

融資成本上，21/22 上半財年的低利息開支估計能於下半年持續，因為公司暫時也沒有再度擴充計劃，現金流也沒問題，因此沒有大額的借貸需求。上半財年及下半財年的融資成本估計大致持平。

從以上因素推斷，公司下半財年溢利估計與上半財年差不多。



總結

優品 360 大約一半貨品為行貨，一半為水貨，因此與 **CEC 國際** 相比，存貨成本佔比較高而運輸及行政成本佔比較低。

優品 360 即使不計及政府補助，最近 5 個財年也有低單位數利潤率，由於貨如輪轉，ROE 一直表現表好。

展望 21/22 下半財年，公司料因收入有較大增長，有效抵銷毛利率下跌、銷售及分銷開支輕微上升的影響，而令溢利比上半財年高。

CEC 國際 絕大部份貨品為水貨，因此存貨成本佔比較低而運輸及行政成本佔比較高。

CEC 國際 早前低效率的分店過多以及借貸過多而出現虧損，惟公司把效率低的分店關閉，加上賣掉部份虧損的電子元件業務，並大量削減負債，融資成本大減，故於最近兩個財年轉虧為盈。

CEC 國際 的利潤率於 21/22 上半財年已更高於 19/20 財年及 20/21 財年，預期情況將能於 21/22 下半年持續，不過利好因素將部份被預期大幅上升的運費所抵銷，故預期公司下半財年溢利將與上半財年差不多。



免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk