

主题研究

中式餐饮：中国大消费最燃赛道

观点聚焦

投资建议

中华美食源远流长，我们认为中式餐饮将在消费者需求日益增长、新基础设施日益完善、管理技术不断提升的推动下取得突破性发展，成为中国大消费最“燃”赛道。市场大、增速快、模式创新层出不穷，有望在快餐、休闲餐饮领域孕育更多快速成长的大型连锁品牌。短期，疫情波动会影响业绩和股价表现；中长期，中式餐饮企业必将大展宏图。

理由

- ▶ **中式餐饮市场大、增速快。**中国餐饮市场规模2019年达4.7万亿元，中式餐饮占约80%，过去5年复合年增速达10.9%，显著快于消费行业平均水平。收入水平提升、生活节奏加快、新生代消费者崛起将拉动行业持续稳健增长。千禧一代、90后热衷于取悦自己、对价格也更趋理智，更加拥抱外卖形态。
- ▶ **连锁化率和集中度的提升空间大，新基础设施来助力。**由于中式餐饮菜系丰富、烹饪复杂、劳动密集、难以标准化，中国餐饮业非常分散，2018年连锁化率仅约10%（vs.美国54%、全球平均27%），餐饮品牌CR5仅约2%（vs.美国15%）。中央厨房、冷链物流、购物中心、O2O平台（如美团）等新基础设施的发展以及管理水平的精进，有望使得更多规模连锁品牌涌现。
- ▶ **看好中式快餐和休闲餐饮。**影响消费者就餐选择的三要素是价格、口味、环境与服务。由此我们将中式餐饮划分为：快餐、休闲餐饮、正餐三个类别。传统宴请正餐发展进入平台期，快餐和休闲餐饮通过拉平价格差、以实惠价格和较快的送餐速度提供良好消费体验，从而获得更快增长。
 - 1) **快餐是中式餐饮大赛道，正向品质化、品牌化、规模化发展。**2019年我国的人均餐饮年消费（3,286元）仅为美国的五分之一，快餐业态占比（22%）更是远低于美国（48%）。中式快餐价格低、频次高，具备快速复制的基因，同时商家愈发有意识地改善环境、提升体验，且乘外卖蓬勃发展之风，是外卖的主流消费品类。借鉴美国经验，快餐业态享有更高市值和估值，美国餐饮上市公司TOP10中，西式快餐占6席，市值占比70%，且平均估值最高。
 - 2) **休闲餐饮基数低，增速快，利润率高。**这一业态以高于快餐但仍然实惠的客单价，提供高质量的菜品、服务和环境体验，受益于购物中心和线上社交媒体的发展。休闲餐饮的快速发展验证了餐厅不仅仅是吃饭的地方，社交、个性、趣味、调性都可以赋予餐厅“餐饮+”的价值。太二酸菜鱼便是在这一领域获得了突破；海底捞定位于休闲餐饮和正餐之间、凭借比大多数正餐火锅更实惠的价格取得突破。
- ▶ **“让人记得住的持之以恒的好味道”是餐饮企业历久弥新、长足发展的根本，**我们总结餐饮企业核心竞争力的构成要素如下：**1) 强产品力：**菜品拥有“记得住的好味道”；**2) 高标准化：**强产品力背后的支撑是高标准化的商业模式和强大的供应链，将做得好的产品做大、保障品质始终如一；**3) 品牌和文化：**差异化的定位乃至独特的品牌文化或许能成为吸引顾客眼球、引起情感共鸣的法宝。做好以上几点，最后要突破的就是人力资源的管理，中式餐饮行业的巨无霸必将应运而生。

盈利预测与估值

重点推荐**海底捞**（强大供应链和有效管理机制保障快速而高效的扩张）和**九毛九**（太二拥有优秀的单店模型，低基数下实现高增长的可能性大），建议关注**呷哺呷哺**（基于对行业的看好以及供应链和门店网络基础，但品牌和管理仍有提升空间、关注呷哺品牌改革）。前期股价已有好的表现，如有回调，是新的介入机会。

风险

疫情波动对堂食业务恢复情况的影响；食品安全风险。

郭海燕

分析员
SAC 执证编号：S0080511080006
SFC CE Ref: AIQ935
haiyan.guo@cicc.com.cn

林思婕

联系人
SAC 执证编号：S0080118080012
SFC CE Ref: BPI420
sijie.lin@cicc.com.cn

相关研究报告

- [百胜中国-US | 受益于销售快速恢复, 1季度业绩超预期](#) (2020.05.01)
- [海底捞-H | 领导人才选拔计划眼光长远; 复苏速度领先行业](#) (2020.04.29)
- [九毛九-H | 领先的多品牌中式餐饮集团](#) (2020.04.17)
- [呷哺呷哺-H | 持续关注疫情结束后的恢复速度和程度](#) (2020.04.01)

目录

中式餐饮大有可为	4
中国餐饮行业总体快速增长	4
中国餐饮行业连锁化率和集中度的提升空间大	4
对标美国，中国餐饮行业和快餐赛道大有可为	5
从“新消费”框架看中国餐饮业的发展趋势	6
中式快餐	12
中式快餐行业蓬勃发展	12
特色优化与模式创新	12
美国餐饮上市公司中，快餐业态享有更高市值和估值	13
【例】老乡鸡：定位精准，快速发展	14
【例】海底捞向快餐业的拓展	14
休闲（时尚）餐饮	16
休闲（时尚）餐饮蓬勃发展	16
特色优化与模式创新	16
【例】太二酸菜鱼：休闲（时尚）餐饮的典型代表	17
【例】和府捞面：年轻人“捞”的是什么？	18
持续成长的秘密	19
餐饮企业核心竞争力的打造：让人记得住的持之以恒的好味道	19
中西式餐饮经营管理成规模、成效益的难度分析	19
最后的发展瓶颈在于人力资源的管理	20
【例】肯德基、麦当劳的超强复制能力及原因	21
估值的决定因素与投资建议	22

图表

图表 1：中国餐饮服务市场收入	4
图表 2：各国餐饮业连锁化率（2018 年）	5
图表 3：各国餐饮品牌 CR5（2018 年）	5
图表 4：中国餐饮业丰富的菜系	5
图表 5：中美餐饮行业对比（2019 年）	6
图表 6：“新消费”研究分析框架	6
图表 7：2018 年 90 后在线上餐饮消费者中占比过半	7
图表 8：2019 年上半年美团外卖用户年龄分布	7
图表 9：中国餐饮行业类型划分（2019 年）	7
图表 10：产品竞争力三要素	7
图表 11：以“烤羊腿”为例说明休闲（时尚）餐饮如何拉平价格差	8
图表 12：海底捞及其它人气连锁餐厅人均消费对比	8
图表 13：中国餐饮行业各业态营业额增速	9
图表 14：主要餐饮品类 SKU 数量变化	9
图表 15：中国传统餐饮食材供应链主要环节	10
图表 16：中国冷链物流基础设施不健全、农产品腐损率高	10
图表 17：美团：数字化的新基础设施	10
图表 18：海底捞：智慧餐厅保障食品安全、解放后厨人力	11

图表 19: 连锁餐饮品牌名录.....	11
图表 20: 快餐增速快于餐饮行业平均.....	12
图表 21: 2018 年全国人均消费各价位段小吃快餐门店数增速.....	13
图表 22: 美国餐饮上市公司 TOP10.....	13
图表 23: 老乡鸡: 定位精准, 快速发展.....	14
图表 24: 海底捞旗下面馆的单店模型及门店菜品展示.....	15
图表 25: 休闲(时尚)餐饮增速快于餐饮行业平均.....	16
图表 26: 北京财富购物中心示意图及主要餐饮品牌.....	17
图表 27: 太二餐厅融合了特色品牌文化的独特用餐体验.....	17
图表 28: 太二单店模型(2019 年).....	18
图表 29: 和府捞面门店展示.....	18
图表 30: 餐饮企业核心竞争力金字塔.....	19
图表 31: 各业态成规模、成效益难度对比.....	20
图表 32: 餐饮业从业人员人均收入变化.....	20
图表 33: 肯德基和麦当劳的门店数量及核心竞争力矩阵.....	21
图表 34: 餐饮上市品牌经营和财务数据对比.....	22
图表 35: 可比公司估值表.....	23

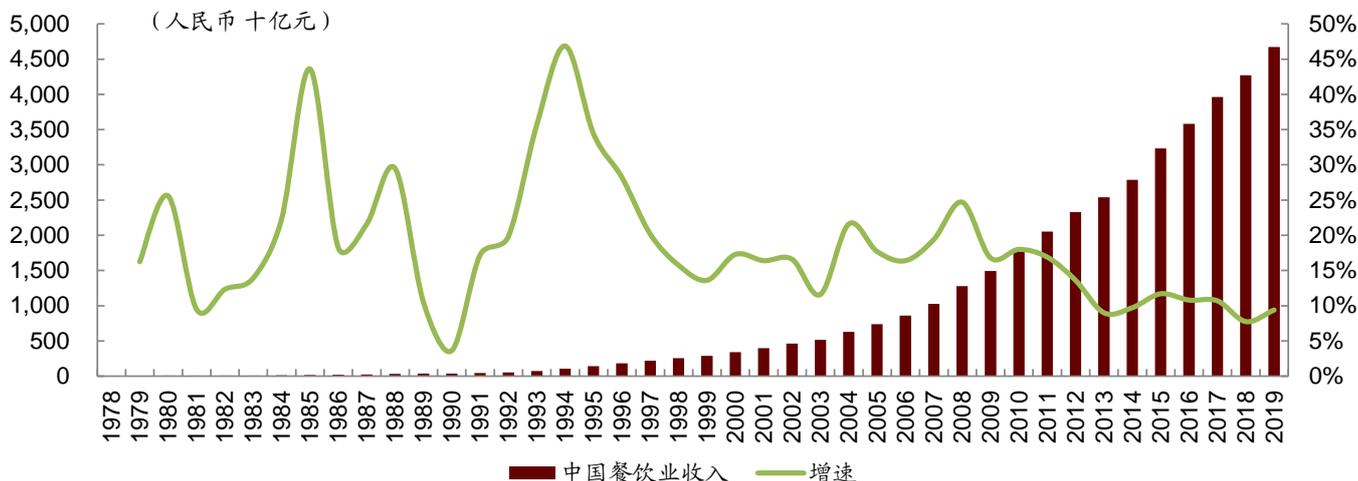
中式餐饮大有可为

中国餐饮行业总体快速增长

中国餐饮服务市场收入从2014年的2.8万亿元增长至2019年的4.7万亿元，隐含复合年增长率达10.9%，而中式餐饮占到中国餐饮服务市场的约80%。我们预计，外出就餐占比提升的趋势有望在中长期持续，拉动中国餐饮服务市场持续稳健增长，考虑到：

- ▶ 收入水平不断提升，另外结构上而言，“新市民”生活方式现代化，低线城市的消费理念也逐渐向一二线城市靠近；
- ▶ 生活节奏的加快使得人们在家做饭的时间变少；
- ▶ 90后、95后新生代消费者崛起，外出就餐或叫外卖可以免去做饭的繁琐，同时可以满足社交聚会、放松身心的需求，艾瑞咨询2018年调查显示，有42.5%的受访90后每周在家做饭次数少于4次，且该人群每月在家做饭少于3次的比重显著高于70后和80后受访者。

图表1：中国餐饮服务市场收入

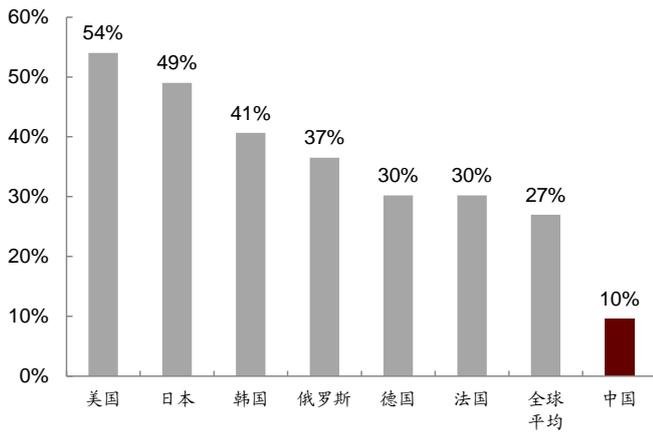


资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

中国餐饮行业连锁化率和集中度的提升空间大

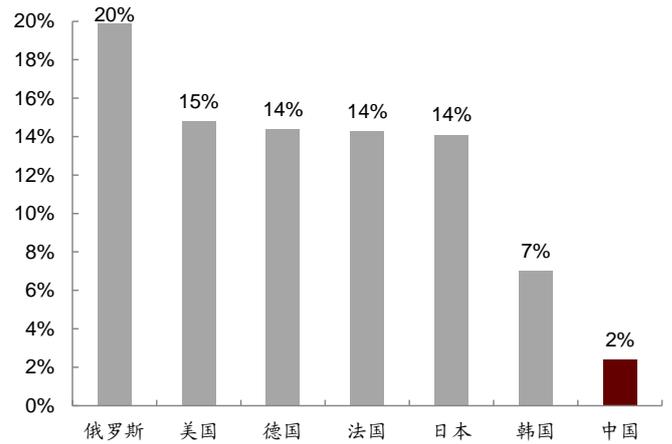
国内餐饮行业竞争格局非常分散，是典型的“大行业、小公司”。中国餐饮业连锁化率仅约10% (vs.美国54%、全球平均27%)，餐饮品牌CR5仅约2% (vs.美国15%)，且前5名除海底捞外均为西式餐饮。主要由于：1) 中式餐饮制作流程复杂，菜系丰富，“众口难调”、“喜新厌旧”更导致供应链管理困难，且国内又缺乏专业服务供应商，从而难以保证长期稳定供应高品质、安全且新鲜的食物原材料。2) 服务往往是中式餐饮就餐体验的重要组成部分，但难以标准化地管理，餐饮业员工报酬低，流失率高，从而更加剧了服务水平的变动。

图表2：各国餐饮业连锁化率（2018年）



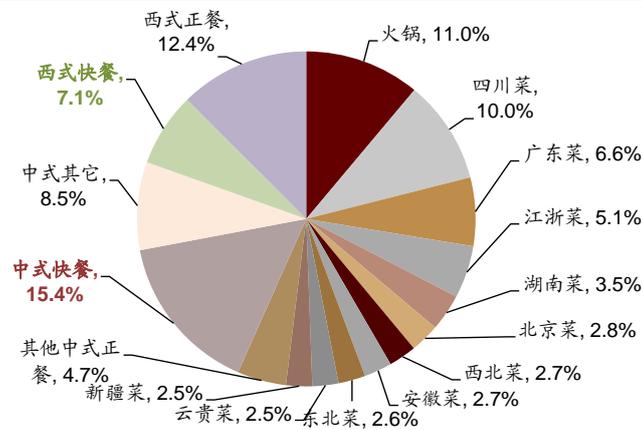
资料来源：欧睿数据库，中金公司研究部

图表3：各国餐饮品牌CR5（2018年）



资料来源：欧睿数据库，中金公司研究部

图表4：中国餐饮业丰富的菜系



资料来源：弗若斯特沙利文（按2017年收入计），中金公司研究部

对标美国，中国餐饮行业和快餐赛道大有可为

- ▶ **中国餐饮占社零比重低于美国、人均餐饮消费提升空间大**：2019年，美国餐饮市场收入达约5.5万亿元，中国餐饮市场规模与之相差不大，但考虑到中美人口差异，中国的年人均餐饮消费（3,286元）仅为美国（16,667元）的五分之一。此外，美国餐饮营业额占社会消费品零售总额的比重达13%，这一比重在中国也更低（11%）。
- ▶ **中国快餐营业额占比远低于美国**：美国餐饮市场的结构中，快餐几乎占据半壁江山（营业额占48%），但中国餐饮市场上快餐的营业额占比仅为22%。即便考虑到中美饮食文化的差异，我们仍然认为中国快餐赛道大有可为。

图表 5: 中美餐饮行业对比 (2019 年)

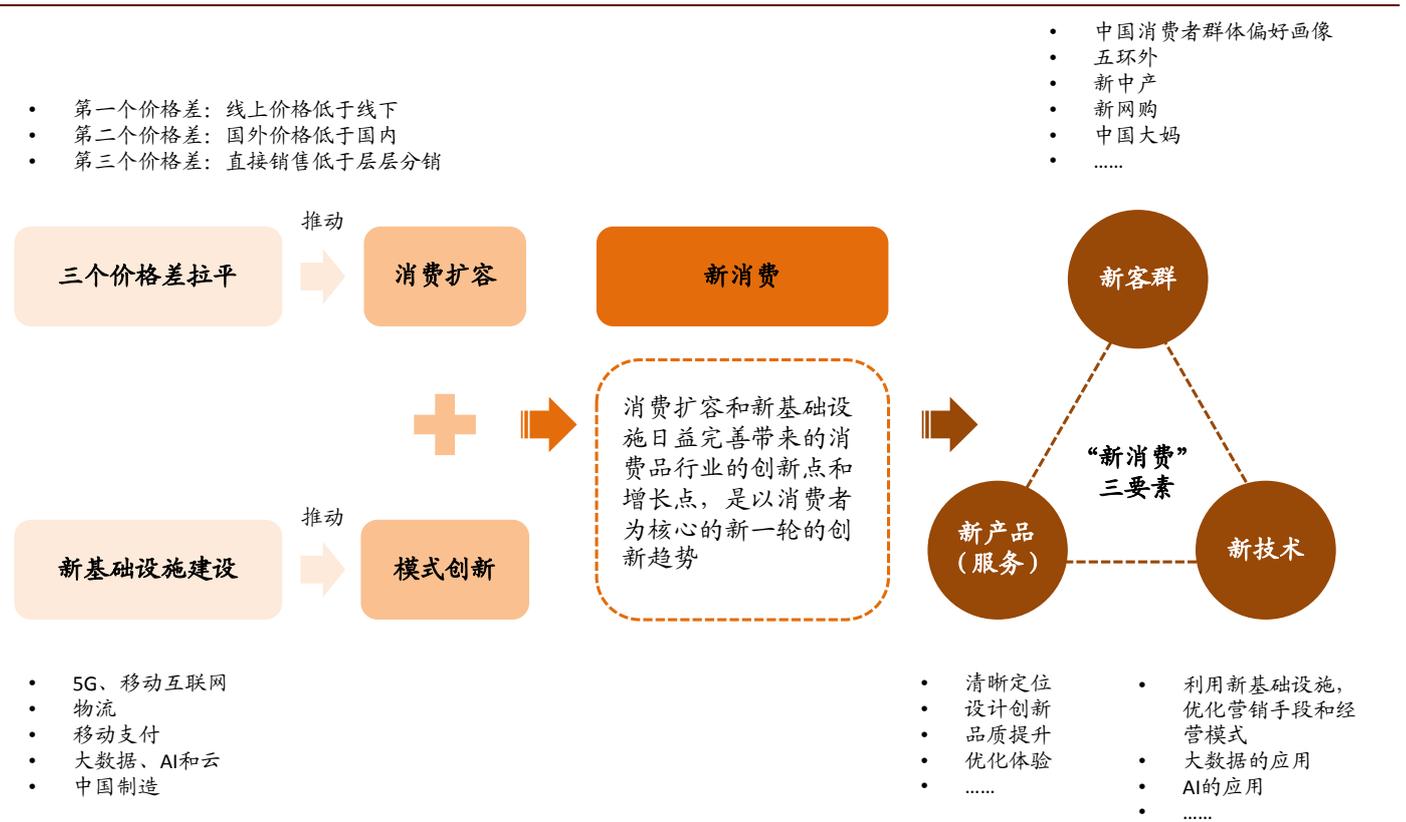
	中国	美国
人口	14亿人	3.3亿人
社会消费品零售总额	41万亿元	43万亿元
餐饮营业额	4.7万亿元	5.5万亿元
人均餐饮消费	3,286元	16,667元
餐饮占社零比重	11%	13%
快餐营业额占比	22%	48%

资料来源：国家统计局，美国餐饮协会，《中国餐饮报告 2019》，欧睿数据库，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

从“新消费”框架看中国餐饮业的发展趋势

新消费是消费升级趋势的深化演进。价格差的逐步拉平推动了消费扩容，新基础设施的建设推动了经营模式的创新，由此推动中国消费市场进入以新客群及其需求为核心出发点，以新产品（服务）和新技术为突破口的“新消费”时代。

图表 6: “新消费”研究分析框架

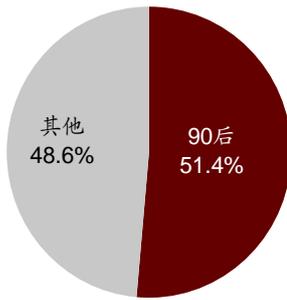


资料来源：中金公司研究部

新客群：千禧一代、90后崛起，新的用餐行为特征

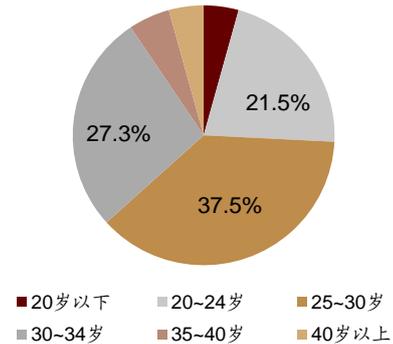
- ▶ **90后成为重要餐饮消费群体**：根据美团点评数据，2018年线上餐饮消费者中90后占比51.4%，远高于其在总人口中的占比（17%）。90后消费者热衷于取悦自己、实现个人价值，同时在超出自身经济实力的情况下，也更趋于理智。
- ▶ **千禧一代成为外卖消费主力军**：美团外卖数据显示，2019年上半年外卖订单中，20~24岁用户订单占比21.5%，25~30岁用户订单占比37.5%，80后、90后的外卖消费频次远高于60后、70后。

图表7：2018年90后在线上餐饮消费者中占比过半



资料来源：美团点评，中金公司研究部

图表8：2019年上半年美团外卖用户年龄分布



资料来源：美团，中金公司研究部

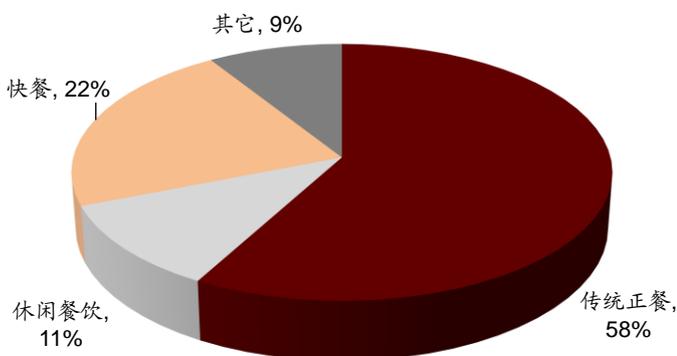
新产品：实惠餐饮和休闲（时尚）餐饮突飞猛进

影响消费者就餐选择的三要素是**价格、口味、环境与服务**。消费者越来越“挑剔”，不仅对食物有要求，还对服务、环境等就餐综合体验有要求；愿意为有品质的东西付钱，但也很注重性价比。

由此我们将中式餐饮划分为：**快餐、休闲餐饮、正餐**三个类别。我们估算2019年中国餐饮行业各业态的营业额占比：传统正餐约58%，休闲餐饮约11%，快餐约22%，其它约9%。

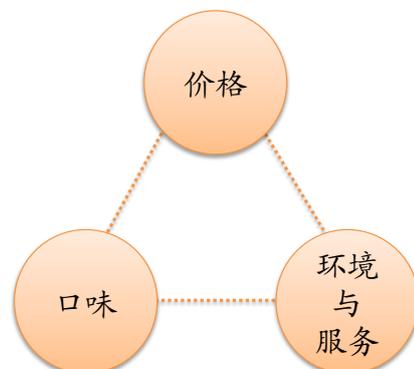
- ▶ **快餐**：低价格+较好口味+一般环境与服务，就餐时间短。
- ▶ **休闲餐饮**：中等价格+特色口味+时尚环境与服务，就餐时间中等。
- ▶ **正餐**：高价格+丰富口味+精致环境与服务，就餐时间长。

图表9：中国餐饮行业类型划分（2019年）



资料来源：弗若斯特沙利文，中金公司研究部

图表10：产品竞争力三要素



资料来源：中金公司研究部

快餐和休闲（时尚）餐饮业态通过拉平价格差、平衡产品竞争力三要素而获得更快增长。2012年打击三公消费以来，传统的宴请正餐的发展落后于行业整体，“面子消费”的占比越来越少，更多的餐饮消费者在外出就餐时选择真正能满足自身需求的产品体验。休闲（时尚）餐饮通过价格差拉平使得宴会餐的好味道或家乡的好味道变为人人都能买到并负担得起的享受，以“烤羊腿”为例，传统的宴请正餐厅一份198元的菜品，在西贝可以用139元享受到；海底捞也是通过以相对较低的价格（价格在众多人气连锁餐厅和火锅细分品类中都颇具竞争力）提供高质量的服务体验而获得了众多的客流；快餐更是将便宜做到极致；价格差的平易激发销量。此外，快餐和休闲（时尚）餐饮在速度方面各具优势，在口味、服务、环境等就餐综合体验方面也愈发优异。因此我们看到，快餐和休闲（时尚）餐饮成为中国餐饮行业增速最快的两种业态。

图表 11：以“烤羊腿”为例说明休闲（时尚）餐饮如何拉平价格差



资料来源：大众点评，中金公司研究部

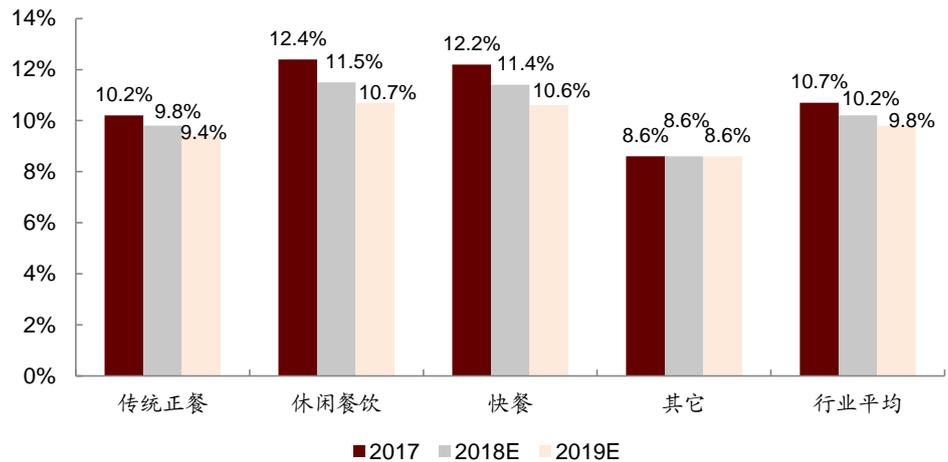
图表 12：海底捞及其它人气连锁餐厅人均消费对比

人气连锁餐厅	人均消费（元）	人气火锅品牌	人均消费（元）
大董	~440	椰子不语	~170
王品牛排	~420	东来顺	~170
翠园	~320	小辉哥	~160
赤坂亭	~290	小龙坎	~160
小南国	~190	巴奴毛肚	~160
俏江南	~170	捞王	~140
鼎泰丰	~160	左庭右院	~130
海底捞	~130	香天下	~130
翠华	~90	海底捞	~130
西贝	~90	八合里海记	~100
太二	~90	呷哺呷哺	~80

资料来源：大众点评网，中金公司研究部

注：选取大众点评上一线城市相似核心地段的数据（2019.10.22）

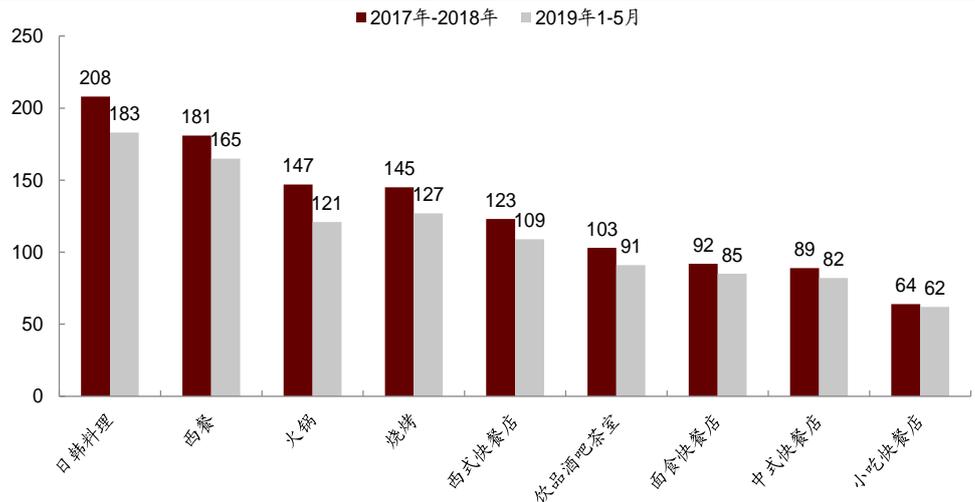
图表 13: 中国餐饮行业各业态营业额增速



资料来源：弗若斯特沙利文，中金公司研究部

通过缩减 SKU、增强标准化与服务来提升产品竞争力。根据餐饮老板内参的数据，主要餐饮品类（日料、西餐、火锅、烧烤、快餐等）均在缩减 SKU 数量，降低供应链和门店运营管理的难度，增强标准化程度，并倾注更多精力提升服务水平。

图表 14: 主要餐饮品类 SKU 数量变化

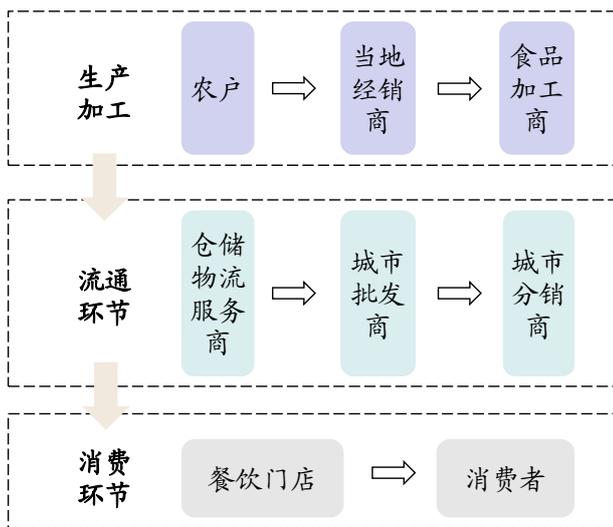


资料来源：餐饮老板内参，中金公司研究部

新技术：使得更多有规模的连锁品牌有望诞生

新基础设施：供应链。2019 年全国餐饮收入 4.7 万亿元，如果原材料占 40%，便可支撑 2 万亿元的餐饮供应链市场。这是一个大市场，然而其发展程度也与发达国家存在差距，尤其是专业分工意识薄弱、缺乏精细化管理、冷链物流等基础设施不健全。不过，中国近几年在此方面进步很快，差距在逐步缩小，有一些专业化的公司涌现（如蜀海），在精益化管理、标准化等方面都取得了突飞猛进的进步。

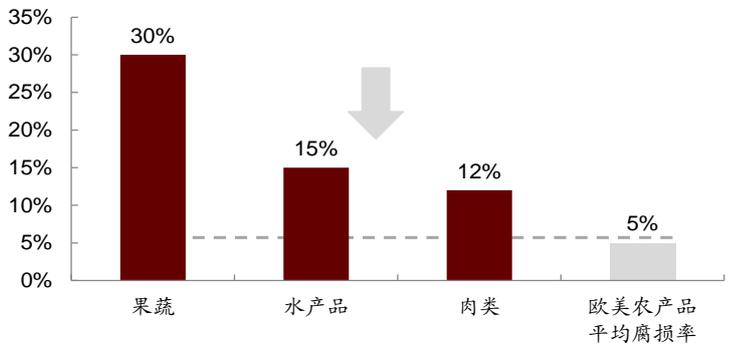
图表 15: 中国传统餐饮食材供应链主要环节



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 16: 中国冷链物流基础设施不健全，农产品腐损率高

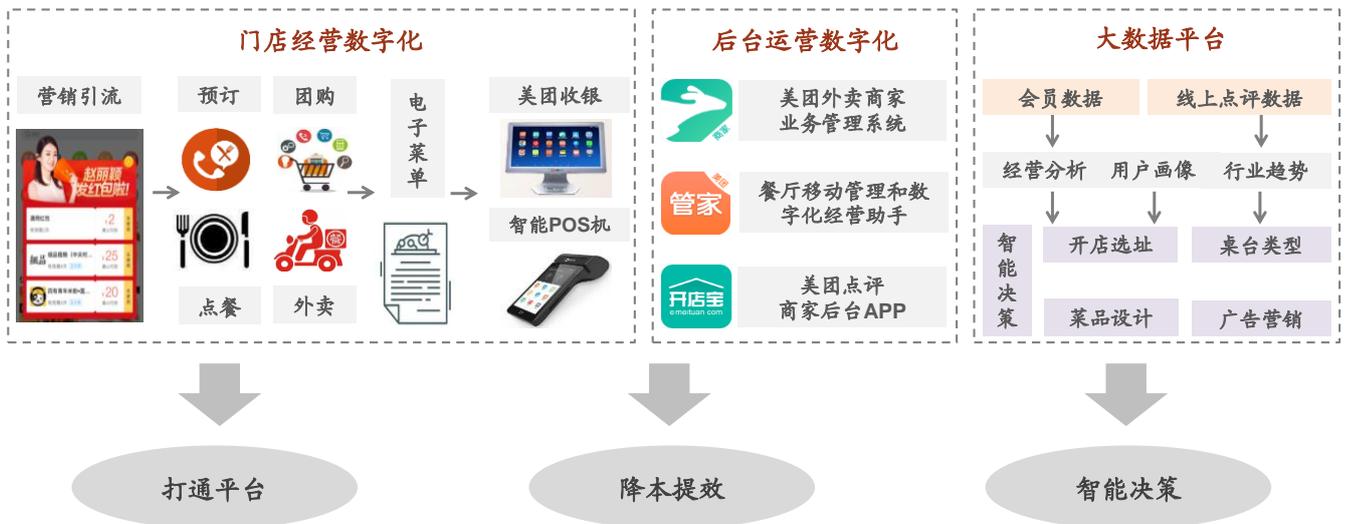
	预冷保鲜率	综合冷链流通率	综合冷藏运输率	人均冷库容量 (m³)	冷藏保鲜车保有量 (万辆)
中国	30%	19%	30%	0.143	11
美国	80%-100%	100%	95%	0.440	23
日本	80%-100%	98%	90%	0.277	15



资料来源：品途《2017年中国农业互联网化研究报告》，中金公司研究部

新基础设施：O2O 平台与数字化。美团等平台推动了餐饮运营的线上化和数据化，提供如外卖订单的调度、在线排队管理、智能餐厅管理系统等数据解决方案，帮助餐饮连锁提升门店经营和后台运营效率。

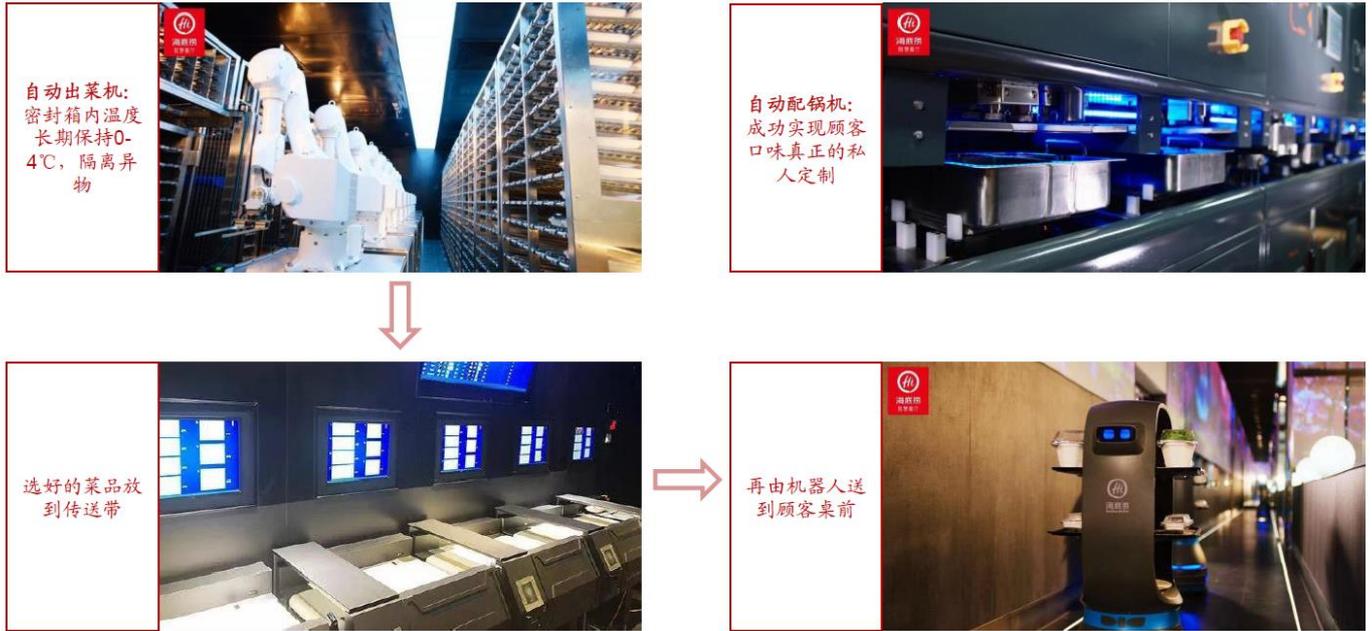
图表 17: 美团：数字化的新基础设施



资料来源：美团官网，中金公司研究部

新基础设施：AI 智能技术。以海底捞的智慧餐厅为例，引入机械臂、自动配锅机、上菜机器人等智慧元素，菜品通过机械臂自动送到传输带，然后通过送餐机器人送到餐桌，保障食品安全的同时解放后厨人力。

图表 18: 海底捞: 智慧餐厅保障食品安全、解放后厨人力



资料来源: 海底捞官方微信, 中金公司研究部

上述新基础设施的支持下, 有望孕育更多有规模的连锁品牌。随着中央厨房、冷链物流、购物中心、O2O 平台(如美团)等新基础设施的发展以及管理水平的精进, 中国涌现出了更多的连锁品牌并实现了快速增长。餐饮连锁越来越能够带给顾客更好、更一致的顾客体验, 同时优化自身效率、降低经营成本。

图表 19: 连锁餐饮品牌名录

传统正餐	中国大致 门店数	火锅	中国大致 门店数	休闲餐饮	中国大致 门店数	小吃快餐	中国大致 门店数
毛家饭店	283	呷哺呷哺	1,022	必胜客	2,271	正新鸡排	15,633
北疆饭店	115	小龙坎	859	黄记煌	640	华莱士	12,482
全聚德	110	海底捞	768	愿者上钩	554	绝味鸭脖	10,954
唐宫	73	德庄	610	西贝莜面村	366	肯德基	6,661
玉品牛排	72	谭鸭血	496	胖哥俩肉蟹煲	342	杨国福麻辣烫	5,661
瓦城泰国料理	68	朝天门	374	老佛爷铜炉蛙锅	212	张亮麻辣烫	5,518
鼎泰丰	63	蜀大侠	373	绿茶	179	紫燕百味鸡	4,149
眉州东坡	62	刘一手	326	云海肴	150	杨铭宇黄焖鸡米饭	3,881
望湘园	58	小肥羊	300	九毛九	143	麦当劳	3,383
小南国	55	东来顺	250	外婆家	130	吉祥馄饨	2,688
同庆楼	55	大龙燻	187	乐凯撒	129	德克士	2,643
丰收日	43	香天下	139	太二	126	龙门花甲	2,210

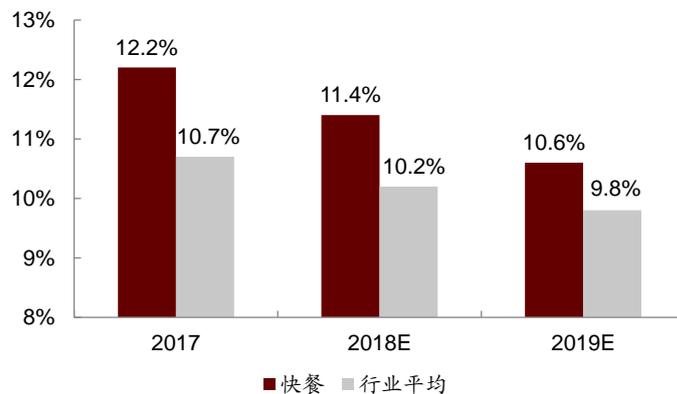
资料来源: 公司公告(2019 年报), 窄门餐眼(截至 2020 年 5 月 24 日), 中金公司研究部

中式快餐

中式快餐行业蓬勃发展

根据《中国快餐发展纲要》的定义，快餐是指为消费者提供日常基本生活服务的大众化餐饮，其主要特征是：制售快捷，食用便利，质量标准，营养均衡，服务简洁，价格低廉。既包括西式快餐如肯德基、麦当劳、德克士，又包括中式快餐如老乡鸡、杨国福麻辣烫、张亮麻辣烫。而其中，中式快餐由于其品种丰富度、营养均衡度、形态多样性，美团点评用户调研数据显示消费者对其的偏好占比为85%，明显高于西式快餐15%的偏好占比。快餐的增速快于餐饮行业平均，根据弗若斯特沙利文和我们的估算，2017/2018/2019年快餐的增速达约12.2%/11.4%/10.6%（VS行业平均增速10.7%/10.2%/9.8%）。

图表 20: 快餐增速快于餐饮行业平均



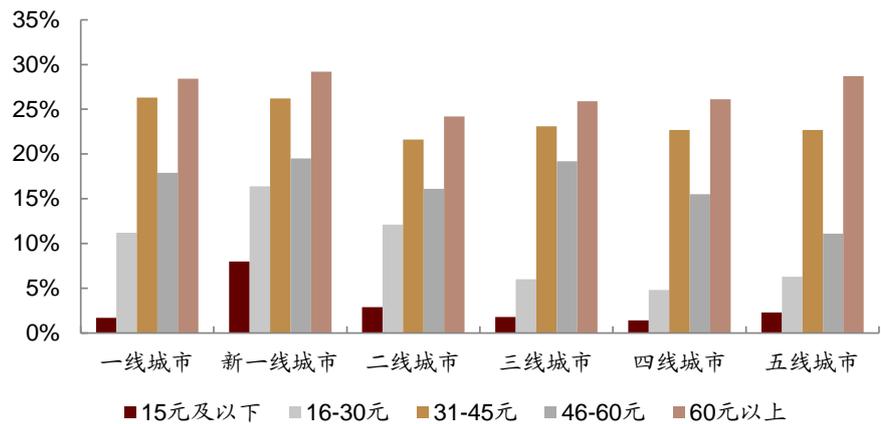
资料来源：弗若斯特沙利文，中金公司研究部

特色优化与模式创新

快餐产品受众广、消费价格低、消费频次高，是中式餐饮大赛道。在消费升级的大背景下迎来品牌化、品质化、规模化发展机会，能以更高效率提供更好体验的品牌有望做大做强：

- ▶ **需求大、消费频次高：**小吃快餐是中式餐饮中的大赛道，门店数量占比44%。1) 城市化进程和快节奏生活方式使人们有时来不及在家做饭或在外吃一顿正餐，而需要一份快捷、价廉、能够饱腹又好吃的餐品；2) 90后“轻餐饮”消费习惯，小吃快餐、休闲茶饮等成为90后最舍得花钱的品类。
- ▶ **产品易标准化、模式易复制：**原材料和烹饪制作工序都具备快速复制的基因，容易标准化。
- ▶ **商家有意识地改善环境、提升体验：**越来越多的小吃快餐从街边店入驻购物中心，干净精致，产品颜值和服务水平也在逐步提高。2018年全国各线城市，人均消费30元以上的小吃快餐门店数量增速都快于30元以下。
- ▶ **乘外卖的蓬勃发展之风：**小吃快餐是外卖的主流消费品类，2018年占据外卖市场46%的份额。

图表 21: 2018 年全国人均消费各价位段小吃快餐门店数增速



资料来源:《中国餐饮报告 2019》, 中金公司研究部

美国餐饮上市公司中, 快餐业态享有更高市值和估值

美国餐饮上市公司有约 50 家, 西式快餐数量最多, 其次为西式正餐和饮品甜品, 无论是市值还是估值, 快餐业态都表现最好, 得益于快餐业态容易标准化、快速复制:

- ▶ **快餐业态规模和市占率更高:** 美国餐饮上市公司 TOP10 中, 西式快餐占 6 席, 西式正餐和饮品甜品各占 2 席; TOP5 中除了星巴克均为快餐企业。CR10 为 23%, 其中 6 家快餐市占率达 16%。
- ▶ **快餐业态市值更高:** 截至 2020 年 6 月 15 日, 美国餐饮上市公司 TOP10 的市值合计 3,491 亿美元, 其中快餐达 2,430 亿美元, 占比 70%, 且平均市值也远高于正餐 (饮品甜品由星巴克拉高)。
- ▶ **快餐业态估值更高:** 快餐业态享有比正餐和饮品甜品更高的估值。

图表 22: 美国餐饮上市公司 TOP10

排名	公司名称	类型	市占率	市值 (亿美元)	市盈率 (2021E)
1	麦当劳	西式快餐	6.6%	1,409	24
2	百胜餐饮集团	西式快餐	3.4%	275	24
3	星巴克	咖啡饮品	3.0%	899	29
4	汉堡王	西式快餐	2.3%	264	14
5	温迪	西式快餐	1.7%	49	33
6	唐恩都乐	面包甜品	1.7%	54	21
7	Dine Brands	西式正餐	1.3%	8	11
8	达登饭店	西式正餐	1.3%	99	31
9	达美乐	西式快餐	1.1%	148	31
10	契普多墨西哥餐厅	西式快餐	0.8%	285	55
	合计		23.2%	3,491	
	西式快餐合计		15.9%	2,430	
	西式正餐合计		2.6%	107	
	饮品甜品合计		4.7%	953	
	平均			349	27
	西式快餐平均			405	30
	西式正餐平均			54	21
	饮品甜品平均			476	25

资料来源: 彭博资讯, 欧睿数据库, 中金公司研究部

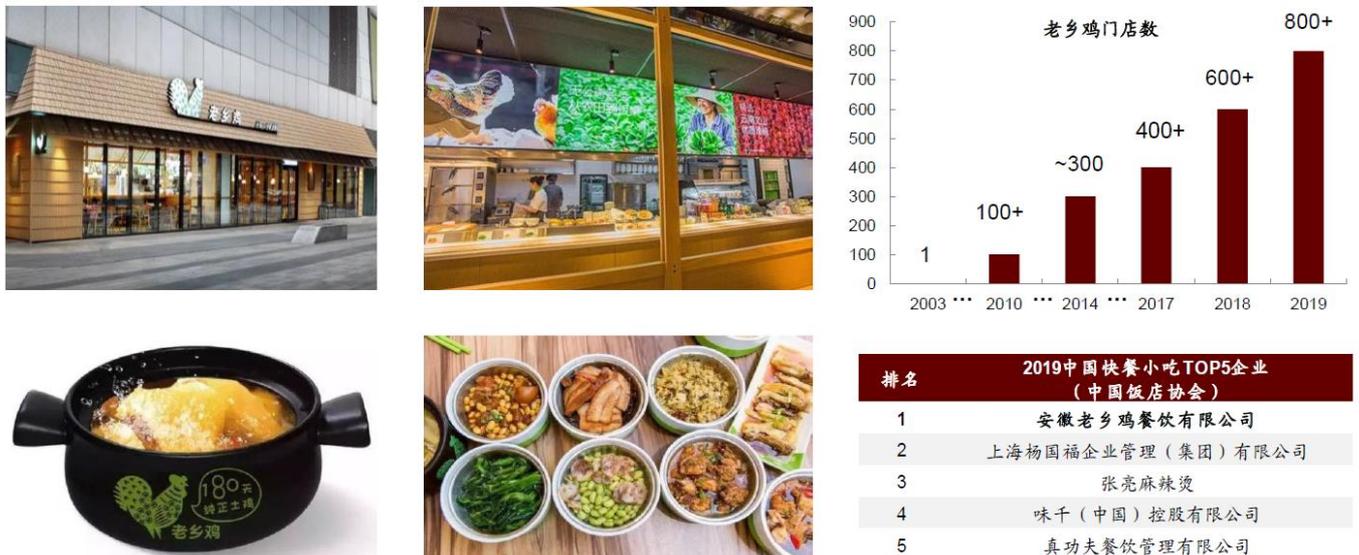
注: 市占率为 2018 年数据, 市值和市盈率截至 2020 年 6 月 15 日, 2021 年盈利预测是彭博一致预期

【例】老乡鸡：定位精准，快速发展

老乡鸡第一家快餐店肥西老母鸡于2003年在合肥开业；2012年，品牌升级为老乡鸡；2016年老乡鸡入驻南京、武汉；品牌创办至今，老乡鸡已在全国拥有900多家直营店。根据中国饭店协会《2019年中国餐饮业年度报告》，老乡鸡荣登中式快餐全国榜首，仍在持续高速发展：

- ▶ **定位精准：**2012年聘请咨询公司升级品牌战略，改名老乡鸡，为其由地域性品牌变成全国品牌打好基础。面向广泛消费者，以低廉的价格提供高质量的产品。
- ▶ **优质产品和就餐体验：**180天优质散养土鸡，制成品过30分钟必须倒掉，透明厨房和干净卫生营造舒适就餐体验。
- ▶ **充分利用新基础设施进行快速标准化复制：**强大供应链基础设施保障新鲜食材输送门店，门店智能设备和信息系统使得餐品高质和高效地送达餐桌。

图表 23：老乡鸡：定位精准，快速发展



资料来源：老乡鸡官网，中国饭店协会，中金公司研究部

【例】海底捞向快餐业的拓展

海底捞看好中式快餐市场的空间，运用海底捞供应链和组织管理的优势，通过内部创业项目的方式拓展快餐业务，目前面馆项目有4个品牌投放市场(北京的“十八余”、成都的“捞派有面儿”、郑州的“佰麸”、西安的“新秦派”)：

- ▶ **关键词“便宜”、“快”：**以北京面馆“十八余”为例，一碗面10-15元，低于同业；可搭配小菜和饮品，SKU少；自选餐线、自助结账、一分钟出餐。
- ▶ **背后是成本领先和效率先行，追求极致人效和坪效：**产品工业化气息强，面条是成品面、只需烫面加浇头即可出餐、小菜和饮品也是成品，北京面馆没有点餐员、收餐员，仅有5个员工；极致简约的装修风格，开店成本低。

图表 24: 海底捞旗下面馆的单店模型及门店菜品展示

	北京面馆 “十八家”	成都面馆 “捞派有面儿”
面积	80平米	200平米
餐位	42个	62个
SKU	8种面+ 18种小菜 饮品	12个
员工	5个	4个
客单价	20元	7元



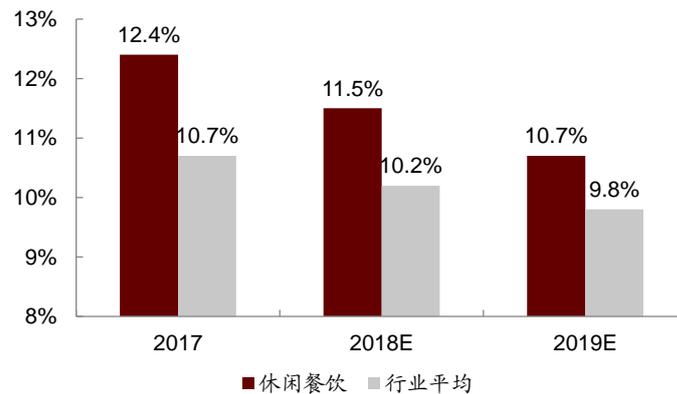
资料来源：职业餐饮网（2020年4月20日、2020年5月21日），中金公司研究部

休闲（时尚）餐饮

休闲（时尚）餐饮蓬勃发展

休闲（时尚）餐饮可以被定义为客单价介于快餐（客单价一般低于 50 元）和宴请正餐（客单价一般高于 150 元）之间、就餐时长也介于快餐和宴请正餐之间、具有较为简单烹饪流程和时尚装潢环境的一类餐饮，一般位于购物中心内。典型如西贝、外婆家、绿茶、云海肴、乐凯撒、蛙来哒等等。休闲（时尚）餐饮基数低、增速快，根据弗若斯特沙利文和我们的估算，2017/2018/2019 年休闲（时尚）餐饮的增速达约 12.4%/11.5%/10.7%（VS 行业平均增速 10.7%/10.2%/9.8%）。

图表 25: 休闲（时尚）餐饮增速快于餐饮行业平均



资料来源：弗若斯特沙利文，中金公司研究部

特色优化与模式创新

休闲（时尚）餐饮以优惠的价格提供高质量的产品、服务和环境，并且标准化程度较高、较易于复制扩张。我们认为休闲（时尚）餐饮具有良好的发展前景：

- ▶ **以高于快餐但仍然实惠的客单价，提供快速而有品质的就餐体验：**消费升级带来了多元化的需求，包括更高的食品质量、更好的就餐氛围、更佳的服务、社交需求及休闲需求。相比传统的宴请正餐，休闲（时尚）餐饮以更实惠的价格较好地满足了这些需求，且标准化程度更高、速度更快（满足生活节奏较快的白领人群的需求）；相比快餐，休闲（时尚）餐饮的定价权又有提升，且更容易打造出品质。
- ▶ **受益于购物中心的发展：**城镇化使得消费者越来越多的购物和餐饮消费聚集在购物中心内，中国的购物中心数量从 2014 年约 3,900 个增至 2018 年约 5,800 个。并且，餐饮在购物中心里的地位日益重要，所占面积近年来达到约 20%。购物中心拥有标准化和高质量的基础设施，如消防、电力等，解决了街边店常常面临的物业瑕疵问题，且常常为消费者提供比街边店更好的环境和服务，非常适合休闲（时尚）餐饮业态，为其快速发展提供了支持。
- ▶ **受益于线上社交媒体的发展：**当前中国年轻人的生活已与线上社交媒体密不可分，线上社交媒体使得餐厅多了触达消费者的渠道、更易于与消费者建立纽带，消费者可以凭借线上社交媒体更便捷地下达食物订单、分享评论、获取营销信息等等。线上社交媒体可能可以对休闲（时尚）餐饮品牌的文化传播和新店引流等产生很大帮助。

休闲（时尚）餐饮聚集地也往往成了线下客流丰富、年轻人喜闻乐见的美食聚会之地，例如北京财富购物中心于 2010 年正式开业，坐落于 CBD 核心区，总建筑面积约 3.8 万平方米，地下一层、地上三层、共四层，通过分配较大面积给餐饮、精心引入休闲（时尚）餐饮品牌（包括西贝、绿茶、太二、太兴等），成功保持较为良好的客流的水平。

图表 26: 北京财富购物中心示意图及主要餐饮品牌



资料来源: 北京财富购物中心官网, 中金公司研究部

【例】太二酸菜鱼: 休闲(时尚)餐饮的典型代表

太二具有独特的品牌文化, 通过将其融入线下用餐体验和线上宣传营销中, 使之在消费者之中广泛传播。帮助其实现优异的单店模型(翻座率 4.8 次/日、餐厅层面利润率 24%), 并在疫情下实现非常快速的恢复:

- ▶ **线下的独特用餐体验:** 着眼于回归外出就餐的本质, 特色包括: 1) 每桌最多坐 4 人, 以确保就座的舒适性; 2) 免费提供手机充电线、纸巾和公筷, 手机充电线长度很短, 鼓励好好吃饭、少玩手机; 3) 醒目而新奇的标语, 例如“酸菜比鱼好吃”; 4) 专业而不打扰的服务。太二是“年轻人愿意秀朋友圈的餐厅”。
- ▶ **线上的有趣营销, 增加会员粘性:** 发布有趣的广告来宣传诸如新餐厅开业之类的信息, 或在节假日进行宣传(如七夕节“酸菜比狗粮酸爽”)。截至 2019 年末, 官方微信公众账号有 561 万订阅用户, 推文几乎篇篇 10 万+阅读量, 此外有 230 多个微信粉丝群, 核心粉丝数量超过 17 万。太二是“有私域流量的餐厅”。

图表 27: 太二餐厅融合了特色品牌文化的独特用餐体验



资料来源: 公司公告, 大众点评网, 中金公司研究部

图表 28: 太二单店模型 (2019 年)

门店概览	
投资成本 (人民币 百万元)	2.0
现金投资回收期 (月)	7
门店面积 (平方米)	250
座位数 (个)	100
翻座率 (次/天)	4.8
人均消费 (元)	75
年收入/平方米 (元)	52,560
员工数量 (个)	30
损益表 (人民币 百万元)	
收入	13.1
原材料成本	5.4
毛利率	59%
租金成本	1.3
占收入比重	10%
员工成本	2.0
占收入比重	15%
能耗成本	0.4
占收入比重	3%
折旧和摊销	0.3
占收入比重	3%
其他费用	0.6
占收入比重	5%
餐厅层面经营利润	3.2
餐厅层面经营利润率	24%
总部费用摊销	0.8
占收入比重	6%
净利润	1.8
净利率	13%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

【例】和府捞面：年轻人“捞”的是什么？

和府捞面在文化打造方面做得较为突出，打造了“养身·养心”中式文化慢餐饮理念，让消费者在喧闹都市中感受到一抹书香、享受精神上片刻的安静与轻松。

- ▶ **产品：**精心选配的“草本原汤”向消费者展示中国传统面食的博大精深。
- ▶ **环境：**开创了“书房里捞面”的创新模式，在视觉上将中式书房与面馆融合，采用大红灯笼、中式屏风、笔墨纸砚、龙头水井等具有东方特色的文化元素。这验证了餐厅不仅仅是吃饭的地方，氛围和调性都可以赋予餐厅“餐饮+”的价值。

图表 29: 和府捞面门店展示



资料来源：百度图片，中金公司研究部

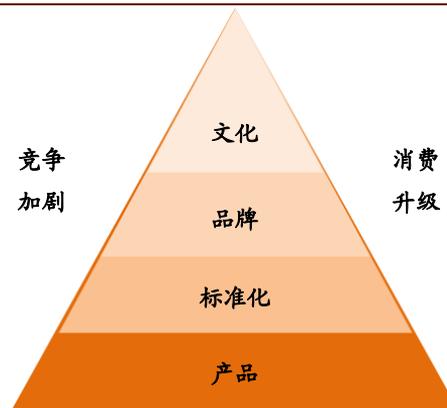
持续成长的秘密

餐饮企业核心竞争力的打造：让人记得住的持之以恒的好味道

中国餐饮服务业的发展可以大致分为几个阶段：最初，餐厅的重点只放在产品和口味上，形态上以夫妻店为主，规模化的连锁餐厅有限；接下来，新基础设施的发展和管理水平的精进为标准化和可复制性奠定了基础，推动了连锁模式的出现；如今，餐饮品牌要在竞争日益激烈的市场中脱颖而出，我们认为或许还需要品牌文化助其杀出重围。我们总结餐饮企业核心竞争力的构成要素如下：

- ▶ **强产品力**：菜品拥有“记得住的好味道”，品质和口味始终如一。
- ▶ **高标准化**：强产品力背后的支撑是高标准化的商业模式和强大的供应链。高度标准化的商业模式才有助于餐厅经营者跳脱出“夫妻老婆店”的形态，实现批量复制、规模扩张，强大的供应链持续保障食材的充足和新鲜供应，才能将做得好的产品做大，保障品牌的一致性。
- ▶ **品牌和文化积淀**：在持续确保强产品力和高标准化的基础上，餐饮品牌要在竞争日益激烈的市场中脱颖而出，差异化的定位乃至独特的品牌文化或许能成为吸引顾客眼球、引起情感共鸣的法宝。品牌文化难有特定范式和标准规定，根本上是管理能力和企业文化的体现。

图表 30：餐饮企业核心竞争力金字塔



资料来源：中金公司研究部

中西式餐饮经营管理成规模、成效益的难度分析

总体而言，西式快餐标准化程度较高，虽然品类和口味略显单一，但是凭借始终如一的好品质、以及很早进入中国市场从而在消费者心中树立的洋文化代表符号，过去在中国餐饮市场取得了良好的发展；中式餐饮相较之下具有更多的品类和口味选择，但随之也使其标准化程度低，且过去打造品牌文化内涵、吸引年轻消费者共鸣的意识不强，这些方面的逐渐改善为其提供较大发展潜力。具体到中式餐饮内部：

- ▶ **产品**：从中式快餐、中式休闲（时尚）餐饮、到中式正餐，品类和口味越来越丰富。
- ▶ **标准化**：从中式快餐、中式休闲（时尚）餐饮、到中式正餐，标准化难度也渐增，主要由于 SKU 数量渐增和烹饪难度渐增。
- ▶ **品牌和文化**：中式正餐由于有较为复杂手艺的加持，理论上较为容易树立品牌和赋予文化内涵，但由于不易标准化复制，难以扩大品牌影响力、并使品牌常青；中式休闲（时尚）餐饮过去“持之以恒的好味道”做得不够好，没有为品牌力打下基础，现在

越来越多餐厅寻求提高标准化程度，并注重品牌文化的打造以引发年轻消费者的共鸣；中式快餐也在寻求提高标准化程度，且越来越多餐厅走向品质化、品牌化。

图表 31: 各业态成规模, 成效益难度对比

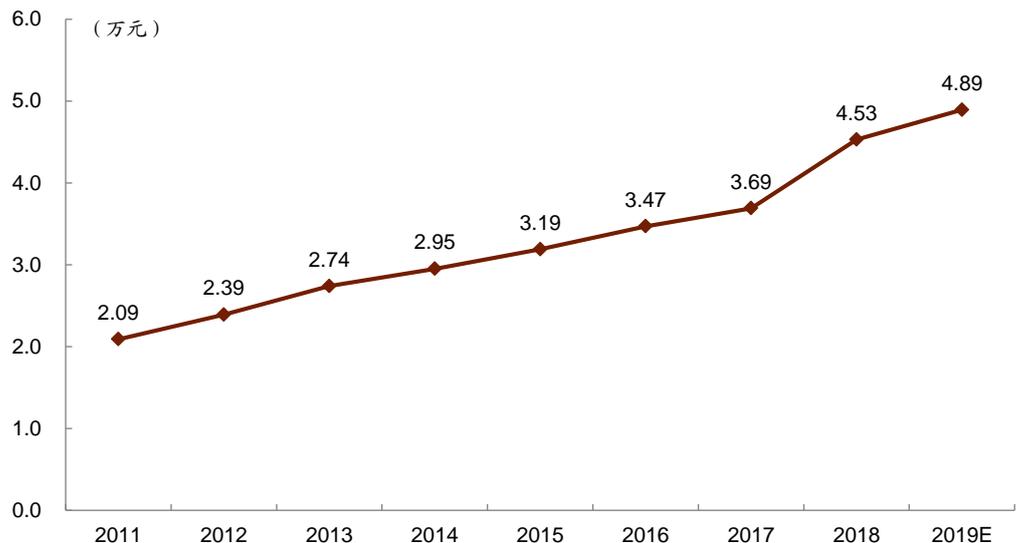
	西式快餐	中式快餐	中式休闲(时尚)餐饮	中式正餐
产品	品类少, 口味单一, 以饱腹需求为主	品类较少, 便捷的基础上提供更丰富的口味	品类适中(除单品类餐厅), 相对简单的制作提供较好的口味	品类多, 口味丰富, 满足中国人的多样化饮食需求
标准化	易 (SKU少, 冻品为主, 烹饪简单)	较易 (SKU较少, 烹饪较简单)	适中 (SKU适中, 烹饪难度适中)	难 (SKU多, 多为鲜品, 烹饪复杂)
品牌	国外龙头将成熟模型引入中国, 持之以恒的好味道使得品牌树立起来	过去“持之以恒的好味道”做得不够好, 且容易给人脏乱差的印象、品牌意识不浓厚。现在正走向品质化、品牌化	过去“持之以恒的好味道”做得不够好, 现在越来越多餐厅减少SKU、降低烹饪难度、并寻求差异化定位, 从而树立品牌	由于有较为复杂手艺的加持, 较为容易树立品牌(如百年老字号); 但由于不易标准化复制, 难以扩大品牌影响力、并使品牌常青
文化	洋文化的代表	现在越来越多的品牌开始注重调性、赋予品牌文化内涵	较为容易赋予文化内涵, 较为容易引发年轻消费者的共鸣	较为容易赋予文化内涵, 但并不一定引发年轻消费者的共鸣

资料来源: 中金公司研究部

最后的发展瓶颈在于人力资源的管理

对于以餐饮为首的服务业来说, 企业大量的员工分布在销售终端(如餐厅)而非工厂中, 员工呈现的服务是消费者体验的重要构成部分, 因此人力资源的管理对于服务业来说尤其重要。在一定的规模范围内, 一套精心设计的管理机制或许能够保持行之有效, 但一旦突破一定的规模范围, 这样一套管理机制却可能需要重大调整, 这可能成为企业的发展瓶颈。以海底捞为例, 如果公司门店数量达到 2,000 至 3,000 家, 我们预计公司的员工数量可能会达到 30 万人至 45 万人, 长期来看可能会给公司带来一定的管理风险。此外, 用工成本的逐年上升也为餐饮企业带来莫大考验。

图表 32: 餐饮业从业人员人均收入变化



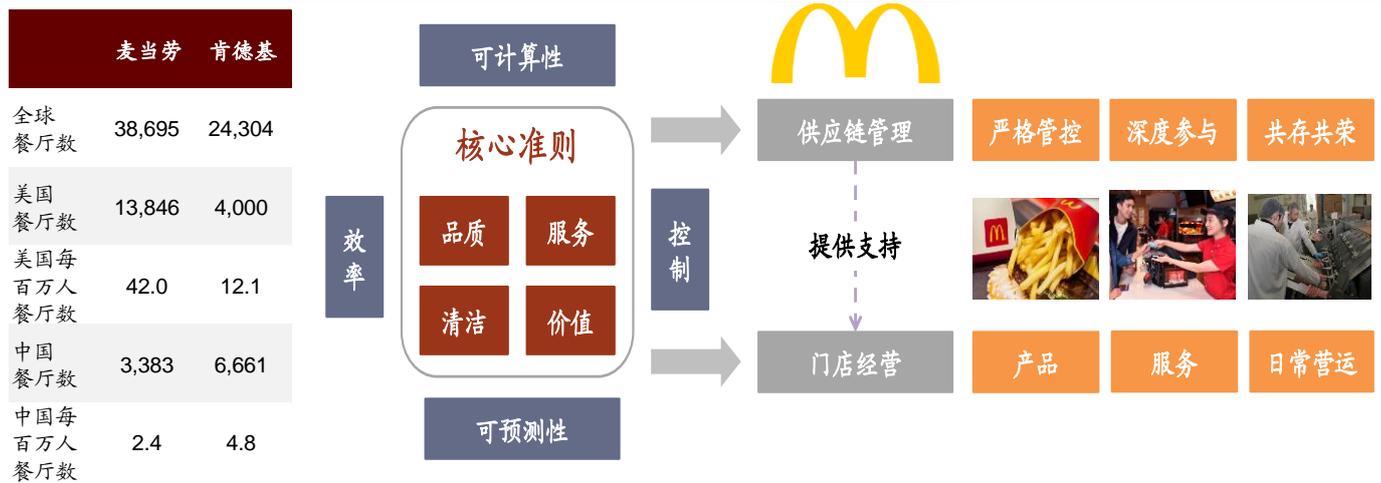
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

【例】肯德基、麦当劳的超强复制能力及原因

肯德基和麦当劳对标准化不懈追求，以 QSCV（品质、服务、清洁、价值）为核心实现供应链和门店运营的标准化：

- ▶ **供应链管理的标准化：**1) 各环节严格管控，保障食品安全；2) 深度参与供应链改造，使其满足定制化的采购需求；3) 与供应商共存共荣，维持长期稳定的战略合作关系。
- ▶ **门店经营的标准化：**1) 产品的标准化，对面包切口、奶浆温度、牛肉饼加工程序等进行严格规定，并以标准化设备、机械化操作和自动控制技术确保产品的标准化；2) 服务的标准化：快速，精确，友善；3) 日常运营的标准化；4) 标准化践行者的培育。

图表 33：肯德基和麦当劳的门店数量及核心竞争力矩阵



资料来源：公司公告（2019 年报），中金公司研究部

估值的决定因素与投资建议

上述竞争力的强弱会最终落实到企业的经营和财务数据上，我们认为拥有更好的单店效益（高翻台率/翻座率、低成本费用、短投资回收期）和更快的增长（同店销售增长、门店数量增长、收入利润增长）的公司有望获得更高的估值：

- ▶ 海底捞：大店经营，翻台率和坪效高，费用结构独具特色而更为合理（人工成本高而租金成本低），规模已较大的基础上仍取得快速的收入和净利润增长。
- ▶ 九毛九：太二品牌单店模型较为亮眼，在营业时长短于海底捞的情况下取得了比海底捞更高的翻座率（海底捞的翻台率为4.8、换算成翻座率会小于4.8）、以及可以与海底捞匹敌的坪效，投资回收期短，低基数下实现快速的收入和净利润增长。与海底捞的差距在于，是否具有中长期持续的复制能力待观察。
- ▶ 呷哺呷哺：呷哺主品牌翻座率相比海底捞和太二较低，翻座率下滑使得同店负增长，进而净利润增速与收入增速不匹配、波动较大。但拥有较强的供应链基础和门店网络基础，身处火锅赛道，且湊湊品牌也有望在低基数下取得较快增长。

我们看好餐饮行业的整体发展，重点推荐**海底捞**（强大供应链和有效管理机制保障快速而高效的扩张）和**九毛九**（太二拥有优异的单店模型，低基数下实现高增长的可能性大），建议关注**呷哺呷哺**（基于对行业的看好以及供应链和门店网络基础，但品牌和管理仍有提升空间、关注呷哺品牌改革与复苏）。短期提示疫情波动可能影响业绩和股价表现的风险，前期股价已有好的表现，如有回调，是新的介入机会。

图表 34：餐饮上市品牌经营和财务数据对比

经营与财务数据对比（2019A）	海底捞	呷哺呷哺	肯德基	必胜客	九毛九	太二
单店效益						
门店面积（平方米）	600~1000	200~300	200~400	250~450	250~400	200~300
单店年收入（百万元）	43.0	4.9	8.3	6.4	9.5	13.1
每平方米每年收入（元）	53,800	19,584	27,672	18,418	29,108	52,560
经营规模和经营指标						
收入规模（百万元）	26,556	6,030	41,563	14,134	1,372	1,277
收入增速	56.5%	27.4%	6.2%	-2.7%	2.8%	136.4%
归母净利润（百万元）	2,345	288	5,017		164	
净利润增速	42.4%	-37.7%	20.3%		136.1%	
门店总数	768	1,124	6,534	2,281	143	126
翻台率（海底捞）或翻座率（其他）	4.8	2.6	-	-	2.3	4.8
客单价（元）	105	56	-	-	58	75
同店销售增长率	1.6%	-1.4%	4.0%	1.0%	0.2%	4.1%
费用结构						
原材料成本占比	42.3%	36.9%	31.4%	31.0%		36.7%
人工成本占比	30.1%	25.6%	21.3%	26.8%		25.9%
租金占比	3.5%	12.9%	-	-		9.7%
水电开支占比	3.4%	3.5%	-	-		4.0%
经营利润率	12.5%	10.0%	-	-		12.2%
净利润率	8.8%	4.8%	8.3%			6.1%
投资回报						
单店投资成本（百万元）	9.0	1.6	2.6	3.3	2.5	2.0
现金投资回收期（月）	6-14	17	24	36-48	22	7

资料来源：公司公告，中金公司研究部

注：单店年收入的计算公式为总收入除以期初和期末门店数的均值；肯德基和必胜客为百胜中国（YUM China）而非百胜餐饮集团（YUM Brands）的数据

图表 35: 可比公司估值表

公司名称	市值 百万美元	净利润同比增速			市盈率			EV/EBITDA			净利润 CAGR	PEG
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019-2021E	2021E
美股												
麦当劳	140,896	-2%	-31%	42%	23.7	34.2	24.1	16.3	21.0	16.5	-1%	n.a.
星巴克	89,912	7%	-69%	179%	25.2	80.9	29.0	17.3	33.0	17.8	-7%	n.a.
契普多墨西哥餐厅	28,539	73%	-40%	108%	68.6	114.1	54.7	39.8	52.3	29.5	12%	4.6
百胜餐饮集团	27,522	-28%	-24%	34%	24.8	32.4	24.2	18.3	21.6	18.2	1%	19.5
汉堡王	26,418	1%	24%	34%	22.4	18.1	13.5	17.2	21.1	17.1	29%	0.5
百胜中国	17,892	20%	-36%	82%	24.5	38.3	21.0	12.6	14.6	9.9	8%	2.7
达美乐	14,783	9%	12%	6%	36.7	32.7	30.9	26.7	24.6	22.5	9%	3.4
达登饭店	9,936	22%	-57%	3%	13.6	31.6	30.7	8.9	14.0	12.7	-33%	n.a.
唐恩都乐	5,378	5%	-16%	19%	21.4	25.4	21.3	16.1	18.1	15.9	0%	n.a.
温迪集团	4,870	0%	-13%	23%	34.9	39.9	32.5	16.4	16.7	15.5	4%	9.0
盒子中的杰克	1,655	-14%	-18%	27%	17.1	20.8	16.4	10.8	11.7	10.5	2%	7.9
Dine Brands	796	18%	-81%	245%	7.3	37.6	10.9	8.0	13.8	9.0	-18%	n.a.
港股												
海底捞	23,114	42%	-36%	202%	67.3	104.0	34.5	29.9	31.4	15.5	39%	0.9
九毛九	2,435	136%	-36%	309%	99.5	153.2	37.4	38.7	36.5	14.3	62%	0.6
大家乐	1,129	25%	-59%	58%	14.1	34.9	22.1	8.1	9.8	7.5	-20%	n.a.
呷哺呷哺	1,055	-38%	-59%	312%	25.0	59.7	14.5	4.5	5.1	3.1	31%	0.5
平均	24,771	17%	-34%	105%	32.9	53.6	26.1	18.1	21.6	14.7	7%	5.0

注：数据截至2020年6月15日，标黄公司采用中金预测，其余公司采用彭博一致预测
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



海底捞

卓越而创新，火锅龙头实现快速而高效的扩张

评论

强大供应链为快速扩张提供有力支撑。海底捞拥有强大的供应链体系，包括火锅底料生产、食品加工、物流等等，并富于远见地将它们从海底捞剥离、使它们成为同时向第三方提供服务的独立专业公司，以颐海和蜀海为首，已成为火锅底料和餐饮供应链服务领域具备声誉的龙头公司，它们的快速发展也反过来为海底捞的扩张提供了更有力的支撑。

独特且验证有效的管理机制保障高效的门店运营。海底捞拥有非常扁平的组织架构，总部充分放权给门店，并通过师徒抽成体系增强对店长的激励，同时考评又着重于顾客满意度和员工努力度。这样就使得总部的管理难度降低，店长培养起徒弟来干劲十足，同时也丝毫不敢放松本店的运营，最终实现了快速的门店复制、同时门店质量维持高水平。我们认为公司此前公告的领导人才选拔计划有望强化公司管理能力，确保长期可持续发展。

未来增长动力：门店快速扩张、试水其它业态、新技术降本提效。

1) 门店网络的快速扩张：海底捞具有行业领先的翻台率（2019年为4.8次/天）和投资回收期（6-14个月），在优异的单店模型和上述竞争优势的支撑下，我们认为海底捞能够继续快速而高效的扩张。**2) 积极试水其它业态，**面馆项目已开业。公司以内部创业的方式推进新业态的孵化，运用供应链和管理机制优势，以期培育火锅主业外新的增长极，另外还可以为火锅储备店长提供另一种选择、保持人才的活力，目前面馆项目已有4个品牌分别投放北京、成都、郑州、西安市场。此外，公司也积极寻找外部标的的并购机会，如收购关联公司优鼎优（冒菜餐厅）100%股权、扩大快餐版图，又如公告意向收购“汉舍中国菜”和“Hao Noodle”（同一实控人下），彰显整合市场份额的决心。**3) 餐厅采用新技术以期保障食品安全、解放后厨人力、提高运营效率。**

疫情后恢复程度领先于行业，获取更佳点位和更优商务条件。4月底海底捞的同店销售额即已恢复到80%左右的水平，领先于行业，不过近一个多月改善幅度不大，主要由于家庭聚餐、商务活动等大桌客人尚未有较好恢复。疫情造成的行业洗牌给予海底捞获取更佳点位的机会，免租期等商务条件也观察到了明显优惠，为海底捞此后的拓店选址和租金成本提供有力支撑。

估值建议

我们预计2020年和2021年归母净利润有望达到15.03亿元和45.32亿元。我们维持“跑赢行业”评级和40港元的目标价（对应42倍2021年市盈率，20%涨幅），如果股价由于近期恢复程度改善不大而下跌，或将具备较好投资价值。目前股价交易于35倍2021年市盈率。

风险

疫情过后恢复慢于预期；快速开店过程中运营表现下滑。

林思婕

联系人

sijie.lin@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080118080012

SFC CE Ref: BPI420

郭海燕

分析师

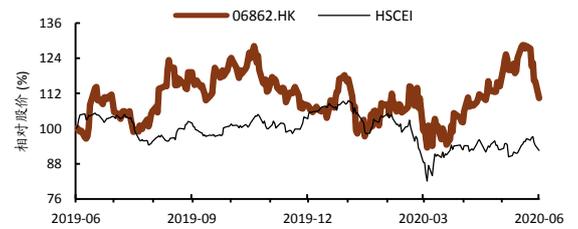
haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

维持跑赢行业

股票代码	06862.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 33.20
目标价	港币 40.00
52周最高价/最低价	港币 39.00~27.34
总市值(亿)	港币 1,760
30日日均成交额(百万)	港币 368.92
发行股数(百万)	5,300
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	10.09
主营行业	旅游酒店及餐饮



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	16,969	26,556	31,316	49,363
增速	59.5%	56.5%	17.9%	57.6%
归属母公司净利润	1,646	2,345	1,503	4,532
增速	60.2%	42.4%	-35.9%	201.6%
每股净利润	0.31	0.44	0.28	0.86
每股净资产	1.63	2.00	2.16	2.93
每股股利	0.07	0.13	0.09	0.21
每股经营现金流	0.45	0.26	0.64	1.27
市盈率	93.9	67.3	104.0	34.5
市净率	17.9	14.9	13.7	10.1
EV/EBITDA	51.4	29.9	31.4	15.5
股息收益率	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%
平均总资产收益率	21.0%	14.4%	7.2%	18.2%
平均净资产收益率	33.9%	24.4%	13.6%	33.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	16,969	26,556	31,316	49,363	营业收入	59.5%	56.5%	17.9%	57.6%
营业成本	-6,935	-11,239	-13,254	-20,732	营业利润	39.8%	47.9%	-32.5%	189.1%
营业费用	-6,985	-11,036	-14,722	-20,415	EBITDA	49.3%	77.6%	-5.7%	101.3%
管理费用	-159	-220	-259	-409	净利润	60.2%	42.4%	-35.9%	201.6%
其他	-746	-1,000	-1,148	-1,810	盈利能力				
营业利润	2,248	3,324	2,243	6,485	毛利率	59.1%	57.7%	57.7%	58.0%
财务费用	-31	-237	-323	-412	营业利润率	13.2%	12.5%	7.2%	13.1%
其他利润	18	95	95	95	EBITDA 利润率	17.3%	19.6%	15.7%	20.1%
利润总额	2,262	3,247	2,081	6,234	净利润率	9.7%	8.8%	4.8%	9.2%
所得税	-613	-900	-577	-1,697	偿债能力				
少数股东损益	-3	-2	-1	-4	流动比率	1.74	1.27	1.10	1.19
归属母公司净利润	1,646	2,345	1,503	4,532	速动比率	1.60	1.06	0.97	0.95
EBITDA	2,937	5,215	4,919	9,902	现金比率	1.25	0.39	0.36	0.37
扣非后净利润	1,646	2,345	1,503	4,532	资产负债率	27.8%	48.5%	45.7%	46.3%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	4,119	2,222	1,885	3,326	回报率分析				
应收账款及票据	1,046	1,917	1,394	3,450	总资产收益率	21.0%	14.4%	7.2%	18.2%
存货	457	1,200	682	2,148	净资产收益率	33.9%	24.4%	13.6%	33.7%
其他流动资产	114	1,862	1,862	1,862	每股指标				
流动资产合计	5,736	7,200	5,823	10,786	每股净利润 (元)	0.31	0.44	0.28	0.86
固定资产及在建工程	4,000	7,690	9,453	12,325	每股净资产 (元)	1.63	2.00	2.16	2.93
无形资产及其他长期资产	2,209	5,724	5,752	5,791	每股股利 (元)	0.07	0.13	0.09	0.21
非流动资产合计	6,209	13,414	15,205	18,116	每股经营现金流 (元)	0.45	0.26	0.64	1.27
资产合计	11,945	20,614	21,027	28,902	估值分析				
短期借款	410	122	122	122	市盈率	93.9	67.3	104.0	34.5
应付账款	1,322	2,478	2,184	3,899	市净率	17.9	14.9	13.7	10.1
其他流动负债	1,574	3,064	2,971	5,044	EV/EBITDA	51.4	29.9	31.4	15.5
流动负债合计	3,306	5,664	5,277	9,066	股息收益率	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%
长期借款	0	85	85	85					
其他非流动负债	9	4,239	4,239	4,239					
非流动负债合计	9	4,324	4,324	4,324					
负债合计	3,315	9,988	9,601	13,389					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	8,625	10,623	11,422	15,504					
归母所有者权益	8,625	10,623	11,422	15,504					
少数股东权益	5	3	4	9					
负债及股东权益合计	11,945	20,614	21,027	28,902					
现金流量表									
税前利润	2,262	3,247	2,081	6,234					
折旧和摊销	689	879	1,267	1,660					
营运资本变动	64	-102	632	519					
其他	-627	-2,627	-577	-1,697					
经营活动现金流	2,388	1,397	3,403	6,715					
资本开支	-2,486	-4,721	-3,004	-4,506					
其他	-1,381	1,382	-32	-317					
投资活动现金流	-3,867	-3,339	-3,036	-4,823					
股权融资	6,632	0	0	0					
银行借款	53	-203	0	0					
其他	-1,346	134	-703	-451					
筹资活动现金流	5,339	-69	-703	-451					
汇率变动对现金的影响	-24	115	0	0					
现金净增加额	3,837	-1,897	-337	1,441					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

海底捞是全球领先的火锅餐饮品牌，2019年收入规模在中国火锅餐饮市场中排名第一。海底捞品牌在中式餐饮行业已形成一种独特现象，成为极致服务体验和就餐体验的代名词。海底捞通过“连住利益、锁住管理”的创新管理模式来寻求高质量增长。

九毛九

领先的多品牌中式餐饮集团

评论

优秀的产品力和高度标准化的商业模式。1)公司致力于提供“好吃不贵”的菜品，确保优质食材、追求最佳口味与呈现。集中采购与稳定的供应商关系有助于确保食品质量一致性并形成规模效益。2)公司旗下太二品牌以精简的SKU，简化采购流程和物流，提高菜品制作效率；标准化操作流程有利于快速复制拓店时，在所有餐厅中保持一致的高质量运营。受益于简约和高标准化的商业模式，太二具备行业领先的投资回收期（约7个月，短于海底捞的6-14个月和行业平均的15-20个月）、领先的同店销售增速（2019年为4.1%）和较高的翻座率（2019年为4.8次/天）。

品牌文化独特，与消费者产生化学反应。公司打造了独特的品牌文化，并通过将品牌文化融入线下用餐体验和线上宣传营销中，使之在消费者之中广泛传播。太二品牌拥有一支具备艺术和设计才能以及社交媒体运营经验的专业员工团队负责营销推广活动，发布有趣的广告来宣传（如新餐厅开业等信息），亦不定期开展线下推广活动。截至2019年末，太二官方微信公众号有561万订阅用户、推文阅读量达571万次，此外太二还拥有超过230个微信粉丝群，核心粉丝数量超过17万。

成熟的多品牌管理体系。作为中国领先的多品牌餐饮集团，公司拥有一套成熟的管理体系：1)灵活的激励机制：公司为品牌经理及团队成员提供持有管理品牌部分股权的机会，以鼓励特定品牌进行自下而上的升级与创新。2)总部职能部门的强有力支持使得品牌团队得以专注产品研发、品牌宣传、门店运营等前端工作。3)经验丰富的管理层和创新的文化使得公司能够迅速响应不断变化的餐饮消费趋势。

我们认为公司未来几年有望高速增长，主要驱动为太二品牌的快速拓店。得益于优异的单店模型和上述竞争优势的支撑，我们认为太二能够快速扩张（即便考虑疫情影响），2020和2021年太二计划新开80家和100家餐厅。我们预计疫情将拖累2020年业绩，但2019-2021年净利润复合增速仍有望达到62%。

估值建议

我们预计2020年和2021年归母净利润有望达到1.06亿元和4.33亿元。我们维持“跑赢行业”评级，上调目标价45%至16港元（对应45倍2021年市盈率，21%涨幅），由于考虑到太二品牌疫情后恢复开店（根据公众号数据，截至6月13日有157家店、即2020年已净增31家）以及销售额恢复（5月已实现同店正增长）的情况在同业中领先、从而公司在低基数下实现高效扩张和业绩快速增长的确定性更高。目前股价交易于37倍2021年市盈率。

风险

管理遇到瓶颈、进而业绩不能持续达到预期的风险；疫情下中报可能录得亏损、九毛九品牌恢复速度慢的风险；食品安全风险。

林思婕

联系人

sijie.lin@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080118080012

SFC CE Ref: BPI420

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

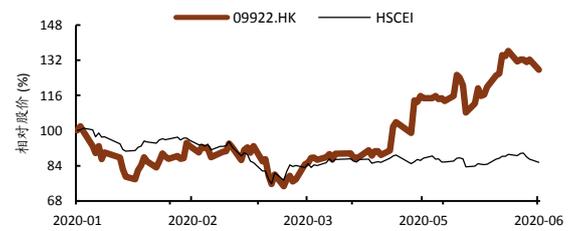
SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

维持跑赢行业

股票代码	09922.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 13.18
目标价	港币 16.00

52周最高价/最低价	港币 14.28~7.60
总市值(亿)	港币 182
30日日均成交额(百万)	港币 119.49
发行股数(百万)	1,383
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	9.50
主营行业	旅游酒店及餐饮



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	1,893	2,687	2,956	4,734
增速	28.8%	42.0%	10.0%	60.2%
归属母公司净利润	70	164	106	433
增速	4.2%	136.1%	-35.7%	309.4%
每股净利润	0.05	0.12	0.08	0.31
每股净资产	0.14	0.10	1.80	2.09
每股股利	0.04	0.00	0.02	0.09
每股经营现金流	0.27	0.43	0.43	0.86
市盈率	229.9	99.5	153.2	37.4
市净率	83.7	122.9	6.5	5.6
EV/EBITDA	65.4	38.7	36.5	14.3
股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.8%
平均总资产收益率	6.5%	11.6%	3.7%	9.2%
平均净资产收益率	36.3%	101.4%	8.0%	16.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E					
利润表					成长能力									
营业收入	1,893	2,687	2,956	4,734	营业收入	28.8%	42.0%	10.0%	60.2%					
营业成本	-672	-985	-1,111	-1,799	营业利润	7.1%	101.4%	-20.9%	200.5%					
营业费用	-903	-1,197	-1,411	-1,924	EBITDA	7.0%	74.2%	-10.0%	147.1%					
管理费用	-34	-36	-39	-57	净利润	4.2%	136.1%	-35.7%	309.4%					
其他	-123	-152	-148	-194	盈利能力									
营业利润	163	329	260	782	毛利率	64.5%	63.3%	62.4%	62.0%					
财务费用	-58	-67	-78	-108	营业利润率	8.6%	12.2%	8.8%	16.5%					
其他利润	1	-5	-5	-5	EBITDA 利润率	12.9%	15.9%	13.0%	20.0%					
利润总额	104	259	179	670	净利润率	3.7%	6.1%	3.6%	9.1%					
所得税	-31	-73	-48	-171	偿债能力									
少数股东损益	-4	-21	-25	-66	流动比率	0.51	0.48	3.76	2.97					
归属母公司净利润	70	164	106	433	速动比率	0.43	0.39	3.69	2.84					
EBITDA	245	426	384	948	现金比率	0.14	0.16	3.42	2.51					
扣非后净利润	79	164	106	433	资产负债率	82.8%	89.7%	38.1%	43.2%					
资产负债表					净债务资本比率	净现金	54.7%	净现金	净现金					
货币资金	60	127	2,294	2,816	回报率分析									
应收账款及票据	124	156	153	342	总资产收益率	6.5%	11.6%	3.7%	9.2%					
存货	36	75	51	153	净资产收益率	36.3%	101.4%	8.0%	16.1%					
其他流动资产	6	25	25	25	每股指标									
流动资产合计	227	383	2,522	3,335	每股净利润 (元)	0.05	0.12	0.08	0.31					
固定资产及在建工程	268	323	391	474	每股净资产 (元)	0.14	0.10	1.80	2.09					
无形资产及其他长期资产	692	948	1,218	1,520	每股股利 (元)	0.04	0.00	0.02	0.09					
非流动资产合计	960	1,271	1,610	1,994	每股经营现金流 (元)	0.27	0.43	0.43	0.86					
资产合计	1,187	1,654	4,132	5,329	估值分析									
短期借款	49	220	40	40	市盈率	229.9	99.5	153.2	37.4					
应付账款	234	315	293	594	市净率	83.7	122.9	6.5	5.6					
其他流动负债	157	258	336	487	EV/EBITDA	65.4	38.7	36.5	14.3					
流动负债合计	440	794	670	1,122	股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.8%					
长期借款	0	0	0	0										
其他非流动负债	543	690	904	1,182										
非流动负债合计	543	690	904	1,182										
负债合计	983	1,484	1,574	2,304										
股本	0	0	0	0										
未分配利润	191	133	2,496	2,897										
归母所有者权益	191	133	2,496	2,897										
少数股东权益	12	38	63	129										
负债及股东权益合计	1,187	1,654	4,132	5,329										
现金流量表														
税前利润	104	259	179	670										
折旧和摊销	236	316	380	530										
营运资本变动	-1	11	6	9										
其他	33	5	27	-23										
经营活动现金流	373	591	592	1,185										
资本开支	-150	-184	-191	-248										
其他	-2	-21	-39	-31										
投资活动现金流	-152	-205	-230	-279										
股权融资	0	0	2,257	0										
银行借款	0	0	0	0										
其他	-214	-151	-452	-385										
筹资活动现金流	-214	-151	1,805	-385										
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0										
现金净增加额	7	67	2,167	521										

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

九毛九是领先的多品牌中式餐饮集团，旗下有“九毛九”、“太二”、“2 颗鸡蛋煎饼”、“怂”、“那未大叔是大厨”五个自创品牌，截至2019年末，公司经营292家餐厅及管理44家加盟餐厅，覆盖中国40个城市。按2018年收入计，两大品牌“九毛九”和“太二”分别在中国所有西北菜餐厅和酸菜鱼餐厅中排名第二和第一。

呷哺呷哺

快速休闲火锅龙头，关注呷哺品牌复苏和湊湊品牌增长

评论

我们认为，近年来呷哺品牌餐厅翻座率较为疲软，主要因为：1) 缺乏人才来保障产品和服务始终如一的高质量，标准化的执行程度相较于海底捞和九毛九略显逊色；以及 2) 品牌缺乏与年轻消费者之间的共鸣和纽带，而只有树立了品牌文化才能够持续吸引他们前来就餐并接受更高的客单价。

公司正致力于呷哺品牌的改革与复苏，主要从品牌和管理方面着手：1) **品牌**：通过升级菜单、装修及门店位置，公司正逐渐实现从快餐向轻正餐的品牌定位转换。自 2019 年以来将营销的重点从做折扣转为重塑品牌，充分利用新媒体形式（如 KOL、抖音等）进行品牌推广。我们认同品牌升级战略在提供长期增长动力方面的必要性，品牌宣传而非打折有利于品牌形象塑造和品牌异地传播；2) **管理**：公司正在积极完善各个层面（区域总经理、店长、普通员工等）的考核和激励机制，例如区域总经理同时负责运营和拓店以提高拓店质量、增强对门店服务的考核、给予高潜力员工更好的激励等，从而提高经营效果和管理效率。

湊湊品牌快速展店，未来有望提振利润率水平。湊湊品牌成功地创造了“火锅+奶茶”的消费场景，产品颜值和环境的打造也较为出色。客单价 130-150 元，定位明确，通过产品创新保持热度。截至 2019 年末餐厅数量 102 家，我们预计在低基数下短期实现快速展店的可能性大。成熟的湊湊餐厅利润率高于呷哺餐厅，因此随着湊湊占比不断提升（2019 年收入占比 20%、我们预计 2020 年达 30%）和湊湊餐厅逐步成熟，湊湊品牌或将提振公司整体利润率水平。

估值建议

我们预计 2020 年和 2021 年归母净利润有望达到 1.19 亿元和 4.92 亿元。我们维持“跑赢行业”评级，上调目标价 13% 至 9 港元（对应 18 倍 2021 年市盈率，21% 涨幅），主要考虑到虽然呷哺主品牌的改革效果具有一定不确定性，但是：1) 疫情后公司营业额稳步恢复，估值逐渐向合理水平回归；以及中长期 2) 我们看好中式餐饮和火锅赛道；3) 公司拥有较强的供应链基础和门店网络基础；4) 湊湊品牌有望在低基数下取得较快增长。目前股价交易于 15 倍 2021 年市盈率。

风险

疫情过后恢复慢于预期；呷哺品牌改革效果低于预期；湊湊发展不及预期；食品安全风险。

林思婕

联系人

sijie.lin@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080118080012

SFC CE Ref: BPI420

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

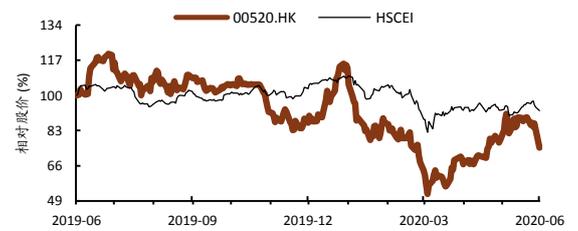
SAC 执证编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

维持跑赢行业

股票代码	00520.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 7.42
目标价	港币 9.00

52 周最高价/最低价	港币 12.05~5.08
总市值(亿)	港币 80
30 日日均成交额(百万)	港币 53.80
发行股数(百万)	1,082
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	6.43
主营业务	旅游酒店及餐饮



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	4,734	6,030	5,957	8,451
增速	29.2%	27.4%	-1.2%	41.9%
归属母公司净利润	462	288	119	492
增速	10.1%	-37.7%	-58.6%	311.8%
每股净利润	0.43	0.27	0.11	0.45
每股净资产	2.07	2.20	2.20	2.61
每股股利	0.17	0.11	0.04	0.18
每股经营现金流	0.46	0.94	0.66	0.73
市盈率	15.2	25.0	59.7	14.5
市净率	3.1	3.0	3.0	2.5
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.1	3.1
股息收益率	2.6%	1.6%	0.7%	2.8%
平均总资产收益率	15.2%	6.5%	2.2%	8.2%
平均净资产收益率	21.9%	12.5%	5.0%	18.9%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	4,734	6,030	5,957	8,451	营业收入	29.2%	27.4%	-1.2%	41.9%
营业成本	-1,784	-2,225	-2,234	-3,127	营业利润	4.3%	6.7%	-54.9%	189.5%
营业费用	-2,139	-2,850	-3,116	-4,050	EBITDA	13.4%	83.5%	-14.5%	58.9%
管理费用	-289	-405	-394	-551	净利润	10.1%	-37.7%	-58.6%	311.8%
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	565	604	272	787	毛利率	62.3%	63.1%	62.5%	63.0%
财务费用	0	-95	-109	-133	营业利润率	11.9%	10.0%	4.6%	9.3%
其他利润	44	-6	-6	-6	EBITDA 利润率	16.6%	23.9%	20.7%	23.2%
利润总额	609	503	157	649	净利率	9.8%	4.8%	2.0%	5.8%
所得税	-147	-213	-38	-157	偿债能力				
少数股东损益	1	-3	0	0	流动比率	2.05	1.17	1.03	1.20
归属母公司净利润	462	288	119	492	速动比率	1.66	0.76	0.83	0.79
EBITDA	787	1,443	1,234	1,961	现金比率	1.35	0.46	0.55	0.49
扣非后净利润	462	288	119	492	资产负债率	30.9%	57.6%	55.2%	57.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,341	785	790	1,140	回报率分析				
应收账款及票据	308	378	267	579	总资产收益率	15.2%	6.5%	2.2%	8.2%
存货	390	712	285	956	净资产收益率	21.9%	12.5%	5.0%	18.9%
其他流动资产	0	131	131	131	每股指标				
流动资产合计	2,039	2,007	1,473	2,806	每股净利润 (元)	0.43	0.27	0.11	0.45
固定资产及在建工程	911	1,313	1,532	1,512	每股净资产 (元)	2.07	2.20	2.20	2.61
无形资产及其他长期资产	303	2,306	2,336	2,372	每股股利 (元)	0.17	0.11	0.04	0.18
非流动资产合计	1,214	3,619	3,868	3,884	每股经营现金流 (元)	0.46	0.94	0.66	0.73
资产合计	3,253	5,626	5,341	6,690	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	15.2	25.0	59.7	14.5
应付账款	296	350	298	609	市净率	3.1	3.0	3.0	2.5
其他流动负债	698	1,364	1,126	1,721	EV/EBITDA	7.3	4.5	5.1	3.1
流动负债合计	994	1,714	1,425	2,330	股息收益率	2.6%	1.6%	0.7%	2.8%
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	1,525	1,525	1,525					
非流动负债合计	12	1,525	1,525	1,525					
负债合计	1,006	3,239	2,950	3,855					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	2,241	2,375	2,379	2,823					
归母所有者权益	2,241	2,375	2,380	2,823					
少数股东权益	6	11	11	11					
负债及股东权益合计	3,253	5,626	5,341	6,690					
现金流量表									
税前利润	609	503	157	649					
折旧和摊销	221	839	347	374					
营运资本变动	-144	-257	388	-89					
其他	-194	-64	-176	-146					
经营活动现金流	493	1,022	716	788					
资本开支	-492	-727	-566	-354					
其他	93	-179	-29	-35					
投资活动现金流	-399	-906	-596	-390					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-213	-673	-115	-48					
筹资活动现金流	-213	-673	-115	-48					
汇率变动对现金的影响	6	2	0	0					
现金净增加额	-112	-556	5	350					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

呷哺呷哺是中国快速休闲火锅行业的领军企业，于1998年在北京创立，开创了时尚吧台小火锅的新业态，现正向轻正餐转型。截止2019年底，呷哺呷哺品牌门店数量达到1,022家。2016年公司推出新火锅品牌湊湊，布局中高档火锅市场。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：张莹，樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

