

呷哺呷哺 (0520.HK) / 餐饮

深耕密植出的稳步增长

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：16.04 港元

分析师：李俊松

执业证书编号：BEY885

电话：021-20315133

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1076
流通股本(百万股)	1076
市价(港元)	16.04
市值(百万港元)	17259
流通市值(百万港元)	17259

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 以海底捞为标杆企业，探究中国连锁餐饮企业的来路与归宿

公司盈利预测及估值

指标 (人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万人民币)	2,758	3,663	4,657	5,742	6,894
增长率 yoy%	13.80%	32.81%	27.13%	23.31%	20.05%
净利润	368	420	535	684	842
增长率 yoy%	39.50%	13.99%	27.48%	27.91%	23.08%
每股收益	0.30	0.39	0.50	0.64	0.78
每股现金流量	0.37	0.76	0.80	0.76	1.18
净资产收益率	1.60	1.90	2.17	2.65	3.27
P/E	13.90	33.30	26.70	20.87	16.96
PEG	1.66	1.31	1.36	0.90	0.72
P/B	2.98	7.10	6.12	5.01	4.05

投资要点

- **呷哺受益于火锅行业“大市场、高盈利、易扩展”的独特性行业红利。**1) **大市场**：伴随国内宏观经济回升，大众餐饮需求稳步上升，其中火锅以 13.7% 的市场份额，成为中式餐饮行业第一大品类。2) **高盈利**：火锅餐厨比低，烹饪流程简单，对厨师的依赖性弱，盈利能力强于其他正餐。3) **易扩展**：火锅容易建立标准化的运营流程，因此具备先天开展连锁模式的能力。
- **呷哺凭借自身优势在红海中构建持续性竞争壁垒。**1) **成熟的运营体系**：呷哺在餐厅经营各层面建立了一整套标准化指引，保证餐厅经营质量高度一致；公司通过统一大规模直接采购食材的模式，在保证食材品质的同时控制了采购成本；高度标准化的商业模式使呷哺可以快速进行轴辐式扩张。2) **规模效应**：凭借强复制性和有序的扩张策略，呷哺门店数量大幅领先于其他连锁火锅品牌，受益于规模效应，获得成本优势。3) **高效管理团队**：公司股权集中稳定，公司的两位执行董事从公司创始起就在公司任职，对公司的战略发展及策略制定有深入的把握。
- **品牌升级、业务拓展，为呷哺带来强劲的增长驱动力。**1) **“轻正餐”品牌升级**：呷哺 2.0 版本更好地迎合消费者需求的转变，带来餐厅客单价、客流量的提升，带来同店销售额的增长；同时店面升级提高了呷哺整体品牌形象。2) **多元化商业模式**：进军中高端火锅市场，成立副牌湊湊，采用“火锅+茶饮+茶点”的混合业态，实现差异化竞争，跳出红海，突破行业天花板；外卖业务上线，提高门店销售密度；将火锅产业链延伸至火锅调料市场，面向中高端消费者，享受中高端火锅调料市场强增长红利。3) **餐厅网络扩张**：公司采取深耕密植的扩张策略，稳步扩展餐厅网络，同时，得益于公司成熟的运营体系及休闲火锅的强标准化，近两年公司门店扩张速度维持在 15% 以上。
- **盈利与估值预测。**我们预计公司 2018-2020 年的营收分别为 46.57 亿、57.42 亿、68.94 亿人民币，同比增速分别为 27.1%、23.3%、20.1%；净利润分别为 5.35 亿、6.84 亿、8.42 亿元，同比增速分别为 27.5%、27.9%、23.1%，每股盈利分别为 0.50、0.64、0.78 元人民币。目前公司股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 26.9x、21.1x 及 17.3x。首次覆盖，予以“买入”评级。
- **风险提示。**食材价格、人工成本及商业租金上涨风险；高端副牌湊湊及其他新业务盈利的不确定性；食品安全风险；门店扩张至新市场的不确定性。

内容目录

火锅行业“大市场、高盈利、易扩展”三大优势加持	- 4 -
餐饮市场稳步上升，火锅行业增速最强，休闲火锅品类排名第一	- 4 -
火锅餐厨比低，烹饪流程简单，盈利能力强	- 6 -
火锅行业极易建立强标准化管理流程，便于门店扩展，实现规模效应	- 6 -
休闲火锅龙头呷哺的二十年	- 7 -
成熟的运营体系+规模效应+高效管理团队，在红海中构建持续性竞争壁垒	- 8 -
火锅行业市场格局	- 8 -
高度标准化的商业模式，是呷哺快速扩张的重要保障	- 8 -
规模经济叠加高效的商业模式，为呷哺带来行业领先的盈利能力	- 9 -
优秀的管理团队，股权结构稳定且集中	- 10 -
“轻正餐”品牌升级+多元化商业模式+餐厅网络扩张带来强劲增长驱动力	- 12 -
公司营收逐年增长，2017年增速升至近年高点	- 12 -
“轻正餐”品牌升级，存量店面改造，拉动同店销售	- 13 -
多元化商业模式，单一品牌到多品牌，促成公司发展新引擎	- 14 -
稳步扩展全国餐厅网络，继续深耕密植，逐渐下沉	- 18 -
盈利预测及投资建议	- 20 -
盈利预测	- 20 -
可比估值分析	- 21 -
风险提示	- 22 -
附录	- 23 -
附一：财务报表预测	- 23 -
附二：DCF估值	- 24 -

图表目录

图表1：全国社会消费品零售总额：餐饮收入（亿人民币）	- 4 -
图表2：麻辣口味备受顾客欢迎	- 4 -
图表3：火锅贡献中式餐饮市场14%的营业额	- 4 -
图表4：火锅——中式餐饮中占比最高、增速最快的品类（亿人民币）	- 5 -
图表5：大众火锅市场份额占比最高（亿人民币）	- 5 -
图表6：传统火锅与快速休闲火锅对比	- 5 -
图表7：呷哺的快速休闲小火锅商业模式	- 6 -
图表8：火锅盈利能力高于其他正餐	- 6 -
图表9：公司历史沿革	- 7 -
图表10：连锁火锅品牌市场占有率极低	- 8 -
图表11：连锁品牌火锅店门店数量占比	- 9 -
图表12：2017年中国连锁火锅品牌门店数量	- 9 -
图表13：2017年上市连锁餐饮品牌成本对比（成本占总营收比）	- 10 -

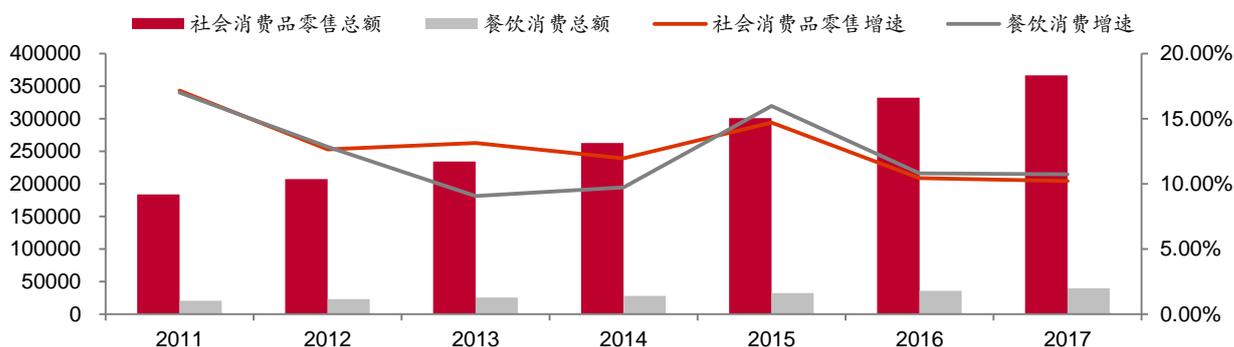
图表 14: 2013-2017 年呷哺盈利能力 (销售净利率) 领先上市连锁餐饮品牌..	- 10 -
图表 15: 公司稳定集中的股权结构.....	- 11 -
图表 16: 公司核心高管背景及持股比例介绍.....	- 11 -
图表 17: 2011-2017 年呷哺营业收入持续增加.....	- 12 -
图表 18: 2011-2017 年呷哺净利润持续增加.....	- 12 -
图表 19: 2013-2017 年呷哺营收增长率领先限额以上餐饮品牌.....	- 12 -
图表 20: 呷哺 1.0 门店.....	- 13 -
图表 21: 呷哺 2.0 门店.....	- 13 -
图表 22: 2014-2017 年同店销售额增长率.....	- 14 -
图表 23: 湊湊门店及菜品.....	- 15 -
图表 24: 2011-2018 年中国在线餐饮外卖市场规模及预测.....	- 16 -
图表 25: 2011-2018 年中国在线餐饮外卖用户规模及预测.....	- 16 -
图表 26: 呷哺小鲜.....	- 16 -
图表 27: 呷煮呷烫.....	- 16 -
图表 28: 各餐饮企业外卖营业额占总营业额比重.....	- 17 -
图表 29: 2011-2020 年中国火锅调料市场规模 (亿人民币)	- 17 -
图表 30: 2011-2020 年中国中高端火锅底料市场占比.....	- 17 -
图表 31: 火锅底料价格偏高, 销售排名第八.....	- 18 -
图表 32: 火锅蘸料优势明显, 销售排名前三.....	- 18 -
图表 33: 截至 2017 年底各地区餐厅数量 (个)	- 19 -
图表 34: 2017 年度各地区餐厅收入 (亿人民币)	- 19 -
图表 35: 2017 年餐厅网络.....	- 19 -
图表 36: 2013-2017 年门店数量及增长率.....	- 20 -
图表 37: 2013-2017 各地区门店收入占比.....	- 20 -
图表 38: 主营业务业绩拆分预测.....	- 20 -
图表 39: 呷哺股价表现强于恒生指数及港股连锁餐饮品牌.....	- 21 -
图表 40: 可比公司估值.....	- 22 -
图表 41: 财务报表预测.....	- 23 -
图表 42: DCF 估值假设.....	- 24 -
图表 43: 自由现金流预测.....	- 24 -
图表 44: DCF 分析.....	- 24 -

火锅行业“大市场、高盈利、易扩展”三大优势加持

餐饮市场稳步上升，火锅行业增速最强，休闲火锅品类排名第一

- 受益于宏观经济回升，国内消费经济持续向好，大众餐饮需求稳步上升。2017年中国GDP增速由2016年的6.7%回升至6.9%，受经济反弹影响，2017年社会消费品零售总额同比增长10.2%，其中，餐饮消费总额达39,644亿元，同比增长10.7%，增速连续三年超过社会消费品零售总额增速。

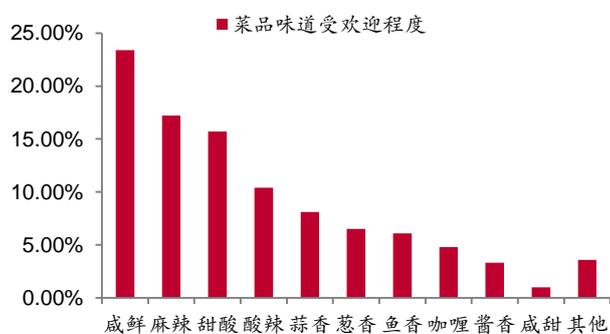
图表1：全国社会消费品零售总额：餐饮收入（亿人民币）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

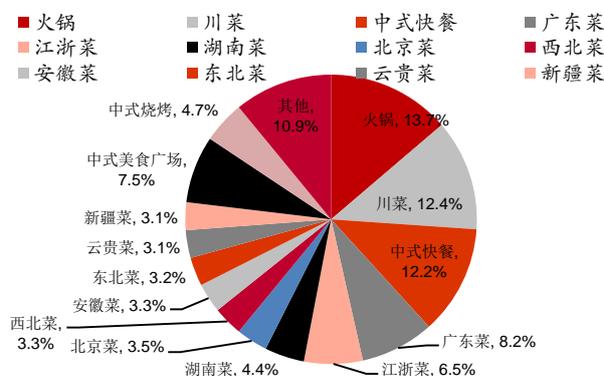
- 口味包容性好，成瘾性强，火锅最受大众欢迎。餐饮消费总额占社会消费品零售总额的10%左右，餐饮品类的分布极为分散，仅中式餐饮营业额占比在1%以上的品类有14个，其中火锅占餐饮消费总额的13.7%，是中式餐饮市场的第一大品类。一方面是由于火锅的口味包容性强，通过搭配的不同锅底、蘸料以及食材，可以满足不同顾客的口味要求；另一方面是由于另一方面是由于川味火锅的强成瘾性，“辣”是一种天然成瘾的味觉体验，因此广受欢迎，根据2017年餐饮消费调查报告，麻辣为第二受欢迎的菜品口味，仅次于咸鲜。

图表2：麻辣口味备受顾客欢迎



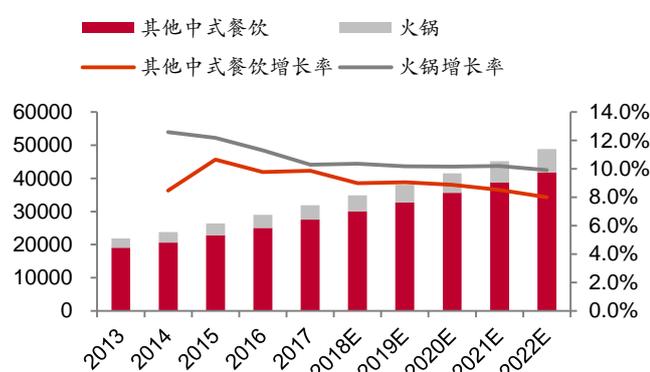
来源：中国烹饪协会《2017年餐饮消费调查报告》，中泰证券研究所

图表3：火锅贡献中式餐饮市场14%的营业额

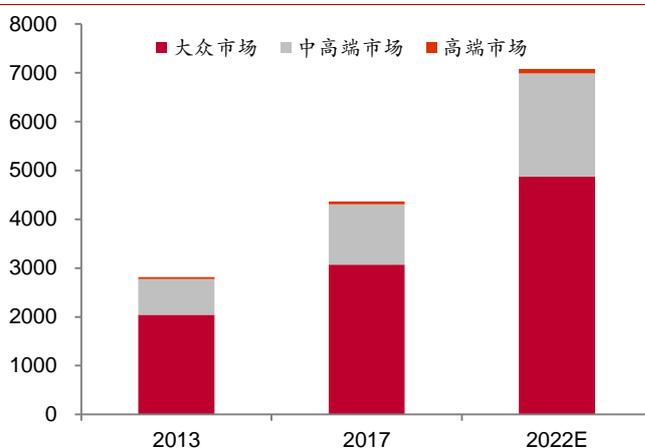


来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所

- 火锅市场规模迅猛发展，大众火锅市场份额独占鳌头，休闲火锅一家独大。**火锅市场逐年稳步增长，并且增长速度快于其他中式餐饮，中国火锅市场规模由 2013 年的 2813 亿元增长至 2017 年的 4362 亿元，复合增长率达到 11.6%，同时大众火锅市场占比最高，2017 年大众火锅市场占总火锅市场的 70.3%。大众火锅是指人均消费在 60 元以下的火锅类别，其餐饮形态以休闲小火锅为主，休闲小火锅的概念由呷哺首次引入中国，随着快节奏的生活对消费者餐饮消费习惯的改变，快速休闲餐饮逐渐成为了大众餐饮的主力业态和高频刚需，呷哺作为休闲火锅行业的先行者，不断扩展市场份额，巩固行业龙头地位。

图表 4：火锅——中式餐饮中占比最高、增速最快的品类（亿人民币）


来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所

图表 5：大众火锅市场份额占比最高（亿人民币）


来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所

图表 6：传统火锅与快速休闲火锅对比

	传统火锅	快速休闲火锅
服务与设施	多名顾客共用一锅，或一人一锅；一般有全套的餐桌服务	一人一锅，顾客通常绕吧台就坐，餐桌服务简单
SKU	较多	较少
目标顾客	多数顾客成群而来	多为 1-2 人结伴而来
人均消费	中等偏高，一般在 65-100 元	较低，一般在 35-65 元
店铺面积	面积较大，一般在 500 平方米以上	座位摆放较密，店铺面积在 100-300 之间
资本要求	较高	相对低，一般资本开支低于 150 万元
竞争格局	市场高度分散，主要经营者包括小肥羊、海底捞、湊湊（呷哺）、东来顺	呷哺占据主导

来源：公司招股书，中泰证券研究所

图表7：呷哺的快速休闲小火锅商业模式

项目	内容
单店面积	200-300 平方米，可容纳 100 名顾客
餐厅设计	U 型吧台设计，一人一锅，提高座位密度，提升销售效率
菜单	提供 7 种锅底，5 种蘸料及 100 余种食材
资本支出	130 万元，五年翻新一次
单店收入	2017 年平均单店收入 473 万元
员工数量	单店 20-22 位员工，一位员工最多可服务 10-12 名顾客
翻座率	2017 年平均为 3.3
利润率	2017 年单店餐厅层面利润率为 23.7%
人均消费	48.4 元
投资回收期	14 个月

来源：公司招股书，公司年报，中泰证券研究所

火锅餐厨比低，烹饪流程简单，盈利能力强

- 盈利能力强于正餐。**火锅的餐厨比可以达到 1:4，意味着同样的餐厅面积，火锅店有更多空间招待客人，同时火锅的供餐流程简单，出餐迅速，对厨师的依赖性低，运营效率高，而人工成本及加工成本低，根据《2017 年中国餐饮业年度报告》，2017 年火锅的平均坪效为 3.21 万元，人均劳效为 27.9 万元，远高于正餐与快餐，同时火锅的平均净利率远高于普通正餐，达到 13.5%，与在营业成本方面极有优势的快餐基本一致（火锅毛利率较低，主要是由于牛羊肉等食材成本较高）。

图表8：火锅盈利能力高于其他正餐

(万人民币)	火锅	正餐	快餐
每平米营收	3.21	1.08	1.71
每餐位营收	4.93	4.61	5.12
人均劳效	27.9	3.1	19.43
平均毛利率	44.49%	58.41	64. 2%
平均净利率	3.51%	5.76%	14.31%

来源：2017 年中国餐饮业年度报告，中泰证券研究所

火锅行业极易建立强标准化管理流程，便于门店扩展，实现规模效应

- 火锅作为餐饮业最容易标准化的品类之一，具有强复制能力。**火锅基本不需要对菜品进行深加工，关乎火锅口味的锅底和蘸料通常由火锅店或外包商统一生产，菜品由火锅店统一采购，整个过程较容易建立标准化的流程，因此火锅具备先天的开展连锁模式的能力，能够顺利建立标准

化连锁火锅店的公司，可以拓展市场规模，实现营收持续增长，保证充足的现金流支持业务拓展，同时实现规模效应及成本优势，使公司获得长期可持续发展的竞争优势。

休闲火锅龙头呷哺的二十年

呷哺呷哺于 1998 年创立于北京，持续领跑快速休闲小火锅行业，凭借高标准化管理，呷哺门店拓展迅速，已经成为华北地区唯一的休闲小火锅龙头企业，并不断扩展华东、华南地区市场份额。此外，公司不断探索新的业务模式，一方面逐步升级呷哺 2.0 版本店铺，提升用户体验；另一方面，公司于 2016 年开发副牌“凑凑”，进军中高端传统火锅领域，并于 2017 年开展调味料业务，进军家用调味品领域，同时公司还开拓了“呷哺小鲜”外送业务、手摇茶饮业务，协同火锅业务加速发展。

■ 公司历史

图表 9：公司历史沿革

时间	事件
1998 年	公司成立
1999 年	第一家餐厅在北京成立
2001 年	餐厅网络拓展至天津
2008 年	获得全球新兴市场私募基金英联投资的 1.44 亿元资金支持
2009 年	开设第 100 家餐厅；成为中国百强餐饮企业之一
2010 年	餐厅网络拓展至上海
2011 年	餐厅网络拓展至河北及洛阳；呷哺开设第 200 家餐厅
2012 年	餐厅总数达 300 家；GASF 收购英联投资持有的公司全部股份，并对公司进行全面支持，为上市准备提供指引
2013 年	餐厅总数达 400 家，餐厅网络拓展至山东省；东博资本通过向 GASF 收购股份及向公司直接认购对公司进行投资
2014 年	餐厅网络拓展至山西省、河南省，总共覆盖中国 9 个省份及 25 个直辖市；公司于港交所主板上市
2016 年	开创中高端聚会餐饮品牌——凑凑“火锅+茶憩”，火爆京城并拓展到上海
2017 年	推出家用调味品产品线，抢登超市电商；新开 136 家呷哺呷哺餐厅及 19 间凑凑餐厅，将餐厅网络拓展至深圳
目前	于中国的 13 个省份的 79 个城市以及北京、上海、天津 3 个直辖市拥有 738 家呷哺呷哺餐厅；于北京、上海、杭州及深圳拥有 21 家凑凑餐厅

来源：公司招股书，公司官网，中泰证券研究所

成熟的运营体系+规模效应+高效管理团队，在红海中构建持续性竞争壁垒

火锅行业市场格局

- 火锅行业竞争激烈，行业集中度极低。火锅行业由于广阔的市场空间和较低的准入门槛吸引了大量行业竞争者，但多数品牌是以单店进行经营，开设 2 家店及以上的火锅品牌有 3 万余家，其中开设 2-5 家店的火锅品牌占到 80% 以上，仅有 0.32% 的火锅品牌开店数超过 100 家，行业的市场集中度极低，2017 年前五大经营者市场占有率仅为 5.5%，其中海底捞的市占率约 2.2%，呷哺呷哺的市占率约 0.8%，其余大型连锁火锅品牌的市占率均不到 1%。极高的行业分散格局，意味着更大的市场机遇，能够在红海中构建可持续的护城河，就有机会成为该行业的龙头。

图表 10：连锁火锅品牌市场占有率极低

	2015	2016	2017
海底捞	1.50%	1.80%	2.20%
呷哺呷哺	0.70%	0.70%	0.80%
C 公司	0.90%	0.80%	0.90%
F 公司	0.80%	0.80%	0.80%
G 公司	0.70%	0.70%	0.80%
其他	95.0%	95.20%	94.50%

来源：公司招股书，中泰证券研究所

- 火锅细分行业—休闲小火锅市场集中度高，呷哺龙头地位无人能及。在快速休闲小火锅领域，呷哺以 50% 以上的市场份额排名第一，排名第二、三名的千味涮与红舵码头的销售收入仅为呷哺的十分之一，目前，呷哺通过有序的门店扩张不断抢占细分行业市场空间。同时，面对快速休闲小火锅的天花板，呷哺通过创立副牌“湊湊”进入市场更为广阔的中高端传统火锅领域。

高度标准化的商业模式，是呷哺快速扩张的重要保障

- **标准化经营。**公司旗下全部餐厅均为直营，并在餐厅经营各方面（包括餐厅设计、菜品制备、定价、广告营销、设施维护、餐厅清洁及员工培训体系等）建立了一整套标准化指引，保证餐厅经营质量高度一致，便于门店的复制。
- **供应链成熟。**公司根据专有配方在公司的食品加工厂制作大部分调料；公司通过统一平台采购食材，与牛羊肉供应商建立长期直接合作，与农户及农业合作社直接合作，签订年度种植计划，通过大规模直采控制成

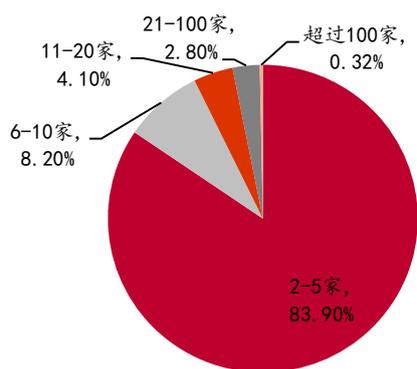
本，降低食材供应短缺的风险；同时公司于采购部及餐厅层面采用统一的品质控制标准，保证产品质量统一。

- **轴辐式扩张策略**，公司将资源集中投放于若干个主要业务区域，并逐渐向周边地区渗透、下沉的方式，充分享受了区域规模效应，并快速在多个地区复制了餐厅成功的运营模式。

规模经济叠加高效的商业模式，为呷哺带来行业领先的盈利能力

- **规模经济为呷哺带来极大的成本优势**。呷哺凭借高标准化带来的强复制性以及有序的扩张策略，不断扩大市场规模，门店数量遥遥领先于行业其他连锁火锅品牌，2017年呷哺门店达到738家。受益于规模效应，公司通过大规模采购，可以获得较强的采购议价能力、租金议价能力以及提前拿货优势，规模效应带来的成本优势，会随着公司市场规模的扩张不断加强，这也是呷哺在以低价吸引客户的同时盈利领先于行业水平的主要原因。

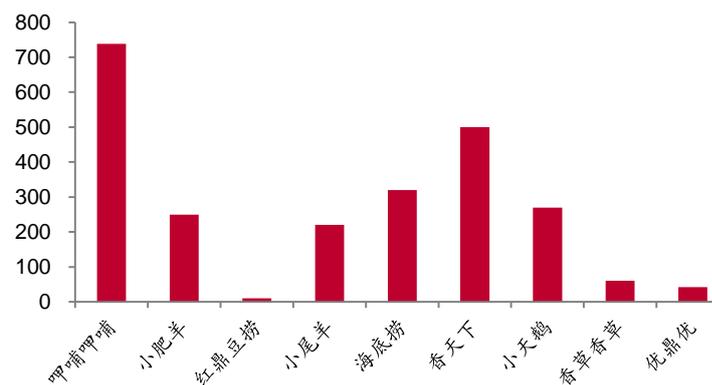
图表 11：连锁品牌火锅店门店数量占比



来源：辰智研究，中泰证券研究所

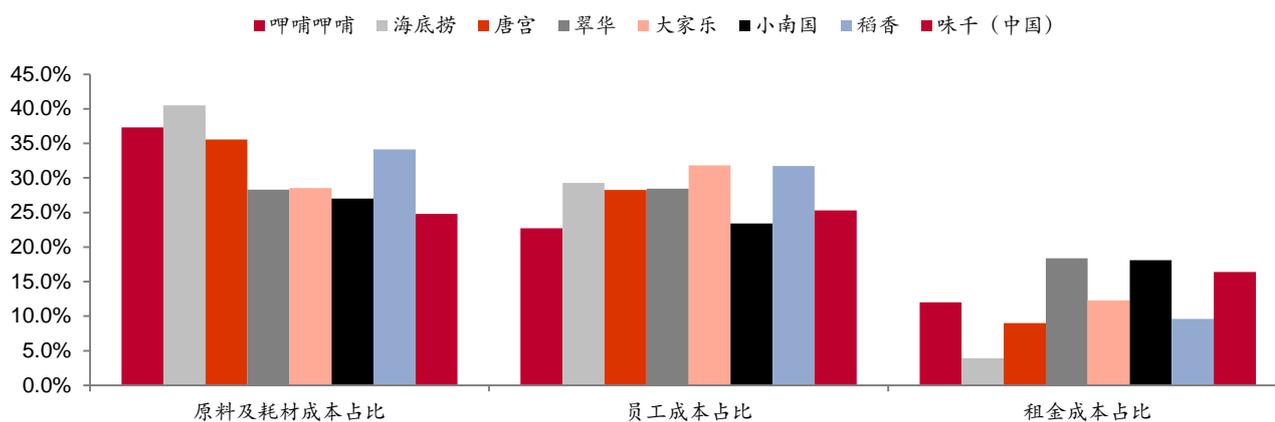
注：连锁品牌火锅店指拥有2家以上门店的品牌，2016年共3万家

图表 12：2017年中国连锁火锅品牌门店数量

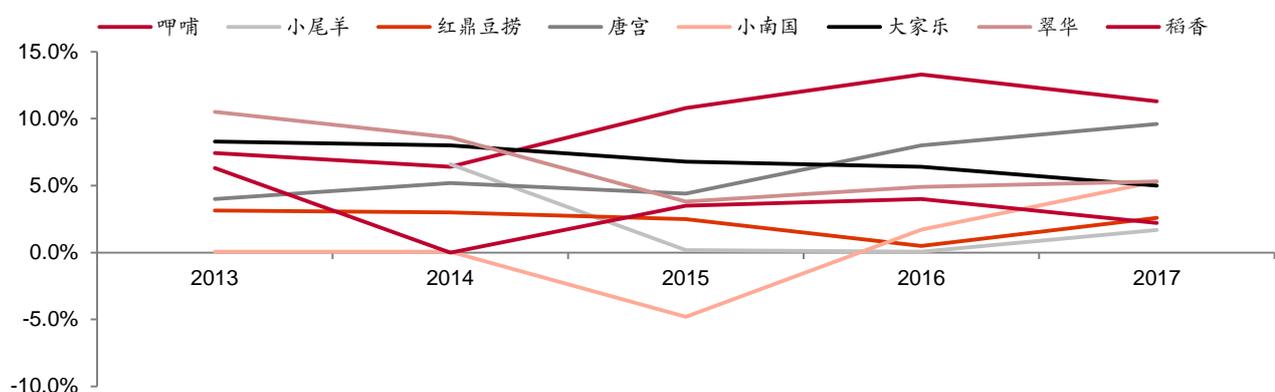


来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

- **高效的商业模式为呷哺带来行业领先的成本控制能力**。除了得益于规模经济，快速休闲小火锅的商业模式对后厨空间及员工总数的较低要求，也带来了同业较低的经营成本。2017年度公司已售存货成本占总营收的员工成本占总营收的37.3%，稍高于同业水平，主要是由于羊肉价格上涨所致，员工成本占总营收的22.7%，租金成本占总营收的12%，均处于同业较低水平，体现出呷哺超过行业平均的成本控制能力；2014-2017年呷哺的销售净利率持续领先大部分连锁餐饮品牌，2017年达到11.5%，体现出高于行业平均的盈利能力。

图表 13：2017 年上市连锁餐饮品牌成本对比（成本占总营收比）


来源：公司招股书，Wind，中泰证券研究所

图表 14：2013-2017 年呷哺盈利能力（销售净利率）领先上市连锁餐饮品牌


来源：Wind，中泰证券研究所

优秀的管理团队，股权结构稳定且集中

- 公司股权集中。截至 2017 年 12 月 31 日，持有公司 5% 以上股份的股东分别为 Ying Qi Investments Limited、General Atlantic Singapore Fund 和高瓴资本，持股比例总计达 72.81%。1) Ying Qi Investments Limited 持有的 41.96% 的股份由公司创始人、董事长贺光启通过 Ying Qi Trust 的受托人 Yin Qi PTC 全部持有。2) 高瓴资本在公司 2014 年上市时作为唯一的基石投资者，长期持有公司股份，没有增减持动作，目前持股比例为 5.21%。3) 美国私募基金 General Atlantic Singapore Fund 于 2012 年对公司进行战略投资，持股比例维持在 32%，同时 General Atlantic Singapore Fund 的董事总经理魏可担任公司非执行董事。2017 年 10 月 13 日及 2018 年 1 月 3 日，General Atlantic Singapore Fund 分别减持 6575.5 万股及 6800 万股，主要是为呷哺加入港股通释放流动性，减持后持股比例为 19.37%，三大股东持股比例总计为 66.6%，股权集中度仍旧保持较高水平，2014 年公司上市以来股权结构变动率很低，预期未来将维持稳定集中的股权结构。

图表 15：公司稳定集中的股权结构

大股东（持股 5%以上）	2018/1/3	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31	2014/12/17
Ying Qi Investments Limited	41.96%	41.96%	42.22%	42.29%	41.68%
General Atlantic Singapore Fund Pte. Ltd.	19.37%	25.60%	31.97%	32.02%	32.32%
Gaoling Fund, L.P.	5.21%	5.21%	5.25%	5.25%	-
合计	66.6%	72.81%	79.44%	79.56%	75%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 16：公司核心高管背景及持股比例介绍

姓名	职务	持股比例（截至 2017 年 12 月）	介绍
贺光启	执行董事，董事会主席	42.1%（配偶权益）	1998 年创办公司，拥有近 20 年餐饮企业经营管理经验，主要负责制定公司整体发展策略及业务规划
陈素英	非执行董事		自公司成立以来一直提供食品种类及口味的指导，2012 年被委任为董事会成员，贺光启先生配偶
杨淑玲	执行董事，行政总裁	1.40%	1998 年加入公司，历任公司财务部经理、副总经理、常务副总裁，2013 年被委任为总裁，负责监督公司管理及策略发展
赵怡	首席财务官	0.30%	2012 年加入公司，负责公司审核、会计、财务管理及 IT 相关事务。拥有近 20 年的跨国企业会计、财务以及业务管理经验
魏可	非执行董事	-	2012 年被委任为董事会成员，2009 年以来供职于 General Atlantic Singapore Fund，并担任董事总经理一职，GASF 是公司的第二大股东

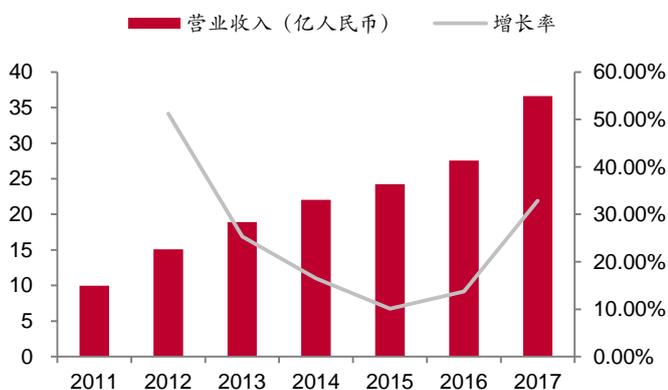
来源：公司年报，中泰证券研究所

“轻正餐”品牌升级+多元化商业模式+餐厅网络扩张带来强劲增长驱动力

公司营收逐年增长，2017 年增速升至近年高点

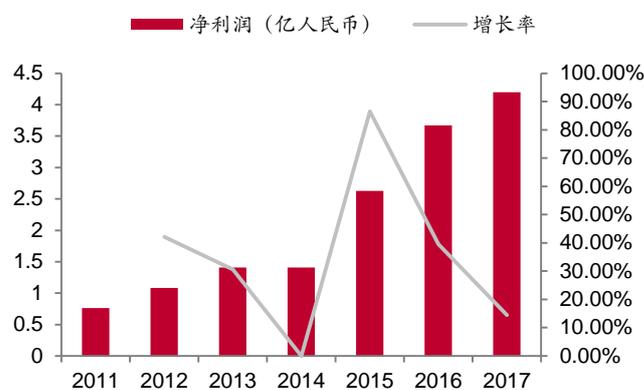
- 营收增速回升至近年高点，增速领跑限额以上餐饮品牌。2011 年至 2017 年呷哺营收与利润逐年增长，并保持每年 10% 以上的营收增长率，主要得益于品牌升级、商业模式拓展及稳步的门店扩张策略，2017 年公司营收增速回升至近年高点，同比增长 32.85%，营收达到 36.64 亿元，净利润达到 4.2 亿元。横向对比，公司营收增长率持续大幅领先于限额以上餐饮品牌，同时领先于多家上市连锁餐饮品牌，尤其近两年营收增长率的趋势明显。

图表 17：2011-2017 年呷哺营业收入持续增加



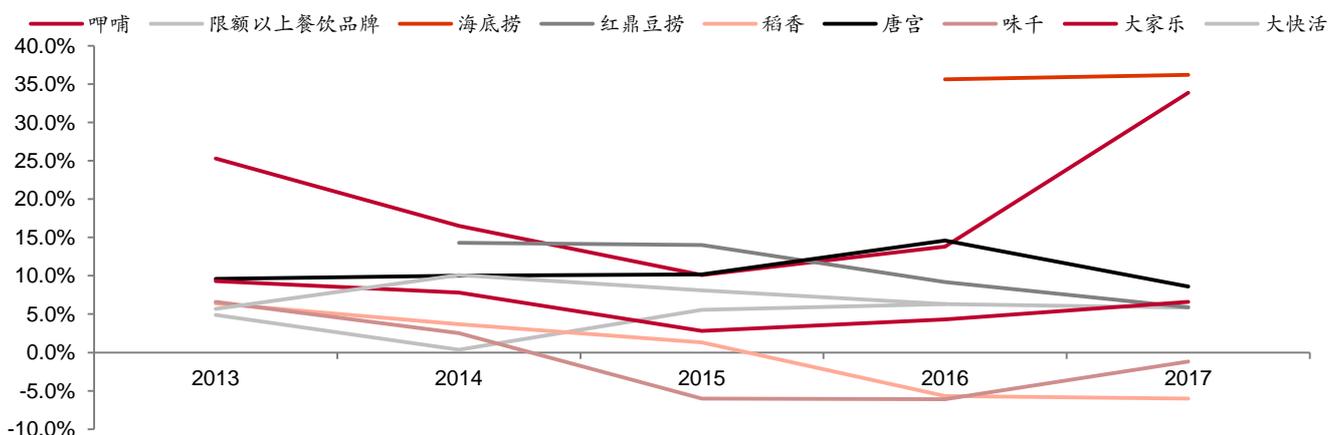
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 18：2011-2017 年呷哺净利润持续增加



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 19：2013-2017 年呷哺营收增长率先于限额以上餐饮品牌



来源：Wind，中泰证券研究所

“轻正餐”品牌升级，存量店面改造，拉动同店销售

- **消费者需求转变，呷哺品牌升级。**消费需求正在从对于快速便捷、价格低廉的刚性消费需求转变为对于优质环境、潮流菜品的价值消费需求，面对从价值需求到价值需求转变的挑战，2016年起，呷哺逐渐从快餐模式向以休闲为主导的“轻正餐”模式转型，呷哺有选择地将现有餐厅升级为2.0版本并在黄金地段开设新的呷哺2.0餐厅，2.0餐厅的人均消费不超过70元，仍然属于大众消费，呷哺的“轻正餐”品牌升级并不单纯为了提升价格，而是为消费者提供更好的用户体验，更高性价比的产品，从而更好迎合消费者需求的转变。
- **餐厅全方位升级，运营效率提高，盈利能力增强。**与餐厅1.0版本相比，餐厅2.0版本对品牌logo、店面装修、座位布局、产品种类等进行全方位升级。餐厅环境方面，呷哺改掉了延续20年的橙黄色吧台，依照店面所在的不同区域、不同商圈以及店面面向的不同消费群体，将门店风格拆分成文艺小清新、小资轻奢华、极简工业风和现代中国禅4种风格；为了消费者坐起来更舒适，呷哺将120公分的吧台降到90公分；同时呷哺还在店铺内增加了散台数量，为消费者提供更多私密空间，从而满足消费者聚餐的需求。内在体系方面，餐厅2.0版本采用O2O餐饮管理系统，通过线上到线下系统的应用实现高运营效率，缩短顾客点餐到支付的时间。食材方面，呷哺提高了食材质量，套餐价格从原来的20~55元拓展至人民币20~70元，增加了海鲜产品、手摇茶以及自助小料台等高毛利产品。

图表 20：呷哺1.0 门店


来源：大众点评，中泰证券研究所

图表 21：呷哺2.0 门店

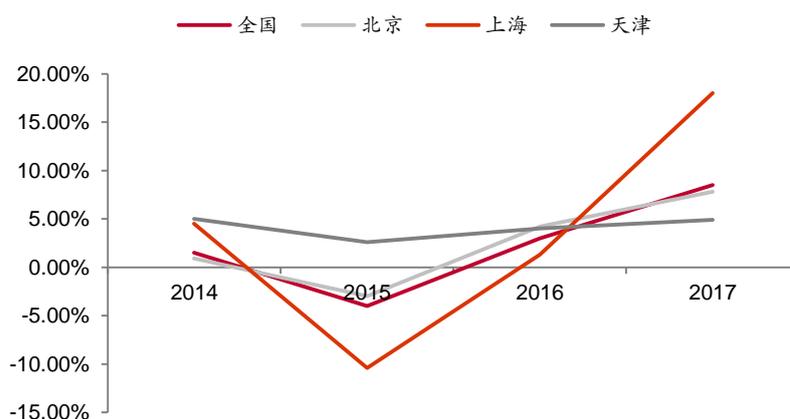

来源：大众点评，中泰证券研究所

- **餐厅2.0升级带来的同店销售额的提高。**截至2017年9月28日，呷哺共经营211家2.0餐厅，分别位于北京、上海、武汉及石家庄等城市，2015年度及2016年度呷哺同店销售额增长率分别为-4.0%和3.0%，2017年度同店销售额增长率则达到8.5%，其中一个原因就是呷哺2.0的品牌

升级，2017 年 2.0 餐厅主要集中区域为北京和上海，两者的销售增长率分别达到 7.8% 及 18%。2016 年以来上海同店增长率明显提升，主要是由于呷哺 2.0 的升级，新风系统解决了火锅异味问题，新菜单添加了海鲜菜品，新店以带隔断餐桌形式取代了吧台小火锅，都大大增强了对上海消费者的吸引力。

呷哺的店面升级提高了整体品牌形象，新菜单增加了高毛利产品及潮流菜品，从而带动客单价、客流量的提升，我们预期随着店铺 2.0 的推进，呷哺同店销售额将得到更快的提升。

图表 22：2014-2017 年同店销售额增长率



来源：公司年报，中泰证券研究所

多元化商业模式，单一品牌到多品牌，促成公司发展新引擎

成立副品牌凑凑，进军中高端市场，创新混合业态

- 凑凑介绍。**凑凑主要开在高端购物中心，目标群体为中高端消费人群，采用“火锅+茶饮+茶点”的混合业态，客单价在 100-130 元，门店规模为 500-1000 平米，单店投入 700 万元以上，营业时间延长至 24 点以后。截至 2017 年底，公司于北京、上海、杭州及深圳等地拥有 21 家凑凑餐厅。
- 消费群体重新定位，突破行业天花板，面向更为广阔的市场。**较低的客单价和较高的性价比是呷哺最大的竞争优势，但是火锅界同质化竞争严重，行业天花板明显，呷哺餐厅顾客的人均消费为 48.4 元，消费群体定位较为低端，通过成立副品牌凑凑，采用“火锅+茶饮+茶点”的混合业态，可以实现差异化竞争，跳出红海，突破行业天花板，面向更为广阔的市场。
- 凑凑商业模式优势明显。**相较于其他高端火锅品牌，凑凑的竞争优势在于：1) 采用“火锅+茶饮+茶点”的复合业态，茶饮外卖、下午茶点系列可以弥补火锅店非用餐时段的客流空白，并满足消费者休闲聚会要求，部分凑凑门店的茶饮营业额占门店总营业额的 20%；2) **舒适的环境+潮流菜品带来的优质消费体验**，凑凑采用园林式餐厅设计，配以现代中式风格，通过灯光以及强设计感的隔断，在为顾客提供舒适隐私空间的同时保证了空间利用的效率，同时凑凑的菜品设计不断高端化、时尚化，

高颜值的菜品也增强了餐厅吸引力；3) 20 年火锅运营的经验，为湊湊提供了完善成熟的供应链体系、运营管理系统以及规模性经济下的成本优势。

- **湊湊将凭借较强盈利能力，为公司未来利润提升做出重要贡献。**成熟的湊湊门店单店的年营业额约在 3000 万，成熟的呷哺呷哺门店单店年营业额约在 500 万，湊湊门店营业额为呷哺门店营业额的 6 倍左右，2017 年度湊湊餐厅的营业额占公司总收入的约 3.2%，由于 21 家湊湊门店中的 14 家于 17 年第四季度开业，所以 17 年湊湊亏损了 2490 万元，尽管前期新店的开店资本支出会有所提升，短期内影响公司的利润率，长期来看，随着门店运营的逐渐成熟，门店数量的不断增加，湊湊将成为公司盈利提升的重要驱动力。

图表 23：湊湊门店及菜品

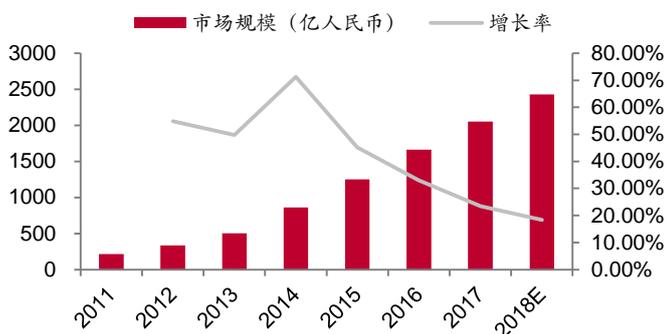


来源：大众点评，中泰证券研究所

推出“呷哺小鲜+呷煮呷烫”外卖产品，提高门店销售密度

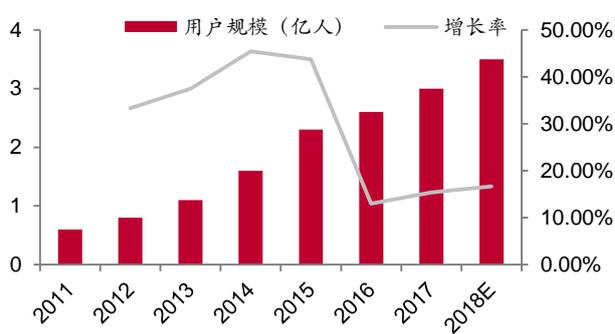
- **中国在线餐饮外卖市场已达千亿级，成为餐厅营业额提升新引擎。**2017 年我国在线餐饮外卖市场规模达到 2,052.7 亿元，增长率为 23.1%，2018 年在线餐饮外卖市场规模有望突破 2,400 亿元；2017 年中国在线餐饮外卖用户规模正式突破 3 亿人，预计 2018 年将达到 3.5 亿人，外卖业务对餐饮企业的营业额拉动不容小觑。

图表 24: 2011-2018 年中国在线餐饮外卖市场规模及预测



来源: 艾媒咨询《中国在线餐饮外卖市场研究报告》, 中泰证券研究所

图表 25: 2011-2018 年中国在线餐饮外卖用户规模及预测



来源: 艾媒咨询《中国在线餐饮外卖市场研究报告》, 中泰证券研究所

- **“呷煮呷烫”+“呷哺小鲜”外卖业务上线, 提高餐厅销售密度。**2015 年 9 月呷哺推出“呷哺小鲜”火锅外卖业务, 并与百度、美团及饿了么多个线上订餐平台合作, 截至 2017 年 6 月, 共有 177 家门店提供“呷哺小鲜”外卖服务; 2017 年 5 月呷哺推出“呷煮呷烫”外卖业务 (外送已煮好的火锅定食), 截至 2017 年 9 月, 已有 39 家餐厅提供该服务, “呷煮呷烫”能够为顾客提供最为便捷的火锅体验, 我们预期该业务发展前景广阔。此外, 外卖业务可以充分利用午、晚餐等高峰时段, 从而提升餐厅销售密度。

图表 26: 呷哺小鲜



来源: 美团外卖, 中泰证券研究所

图表 27: 呷煮呷烫



元气肥牛鲜蔬套餐

月售10 | 赞0

45元

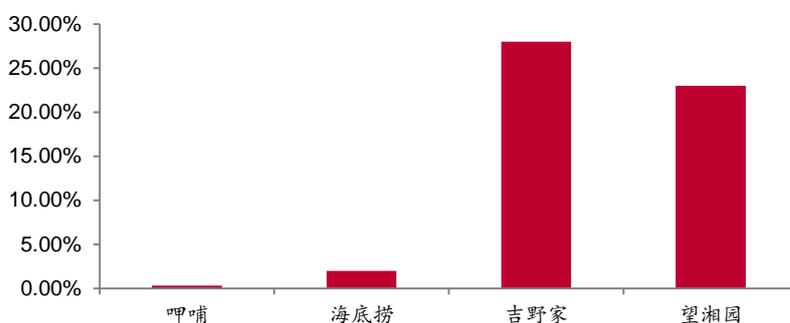
精选肥牛, 多种营养蔬菜, 米饭1份 搭配呷哺麻酱调料
更美味! 建议: 加点随心配哦!

来源: 美团外卖, 中泰证券研究所

- **呷哺外卖营业额占比较低, 未来外卖业务将保持高速增长。**呷哺外卖业务的收入已由 2016 年度的 430 万元增加至 2017 年度的 1,270 万元, 增长幅度达到 195.3%, 2017 年度外卖收入占总收入的比重为 0.34%, 远低于其他餐饮企业, 同为火锅行业的海底捞, 外卖业务占总收入的比重也达到 2%, 我们预期未来, 随着呷哺外卖业务的逐渐成熟以及线上品牌

推广的逐步展开，呷哺的外卖业务将保持高速的发展态势。

图表 28：各餐饮企业外卖营业额占总营业额比重

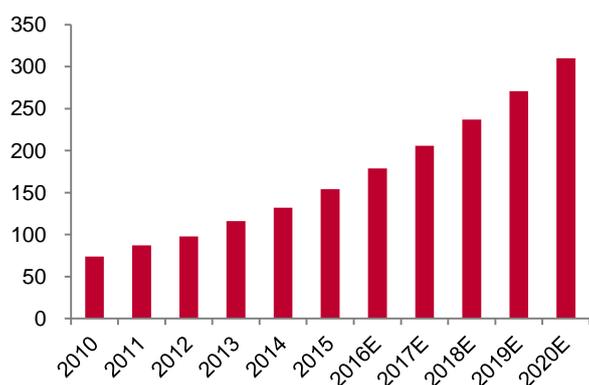


来源：Wind，中泰证券研究所

产业链延伸，享受中高端火锅调料市场强增长红利

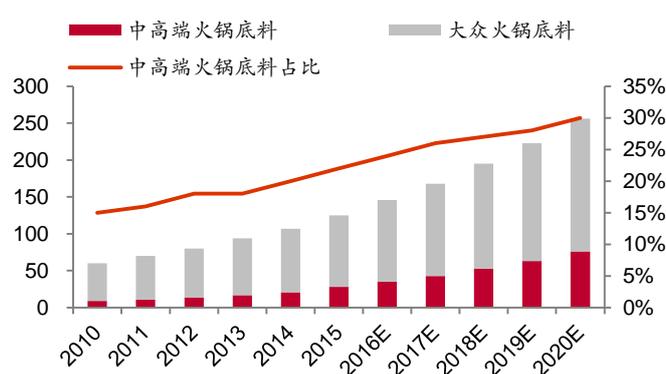
- **高消费频次的火锅调料市场，产品中高端化成主趋势。**2015 年火锅调料的市场规模达到 154 亿人民币，随着消费者对包装火锅调料偏好的提高、火锅调料口味以及用途多元化的拓展、火锅调料零售渠道的铺开，预期火锅调料市场每年将以 15% 的复合增长率增长，2020 年火锅调料市场有望达到 310 亿人民币，尤其是中高端火锅底料市场，随着人民生活水平的提升，消费者对优质调料产品的需求持续上升，中高端火锅底料占比将不断增加，2015 年占比达到 22.6%，预期 2020 年中高端火锅底料占比将接近 30%。

图表 29：2011-2020 年中国火锅调料市场规模(亿人民币)



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

图表 30：2011-2020 年中国中高端火锅底料市场占比



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

- **呷哺进军中高端火锅调料市场。**呷哺于 2016 年底正式进入高速发展的中高端火锅调料市场，从事 11 款锅底、蘸料、调味酱等多重复合调味品的生产及销售，强品牌背书、丰富的 SKU 种类以及对产品多功能性的挖掘是呷哺呷哺调料产品的最大优势，此外，呷哺调料正在进行全渠道铺设，目前呷哺调料已经覆盖华北地区主要 KA，1000 多个批发网点以及天猫、京东等电商平台。
- **呷哺火锅调料定价较高，需要一定时间弥补与原品牌定位的落差。**定价

方面，呷哺调料产品突破传统印象的低价策略，火锅底料产品价格高于海底捞，目前呷哺火锅底料产品的销量表现不如海底捞、桥头、蜀九香等品牌，火锅蘸料依托呷哺经典的麻酱蘸料销量表现较好。相较于海底捞、蜀九香等品牌，呷哺调料需要一定时间成本、资源成本来弥补产品和原品牌定位的落差，随着呷哺品牌的不断升级、调料销售渠道的铺开、市场培育的推动，依托产品质量的支撑，我们预期呷哺在调料领域将有更好的表现。

图表 31：火锅底料价格偏高，销售排名第八



来源：京东，中泰证券研究所

图表 32：火锅蘸料优势明显，销售排名前三

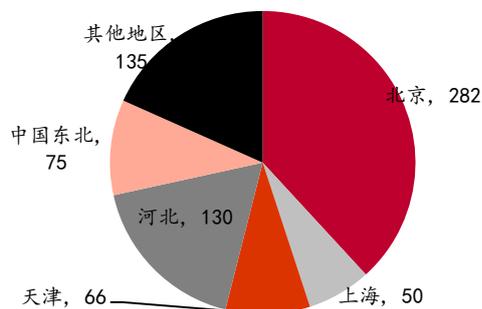


来源：京东，中泰证券研究所

稳步扩展全国餐厅网络，继续深耕密植，逐渐下沉

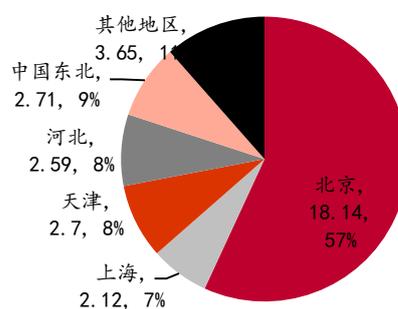
- 呷哺稳步推进深耕密植的扩张策略，充分享受区域规模效应，北京门店占比最高。截至 2017 年底，公司已有 759 家门店，比 2016 年度增加了 120 家门店，目前以北京为核心的华北市场占到公司总营业收入的 57% 以上，未来公司计划每年开设 100 多家新餐厅，在华北地区继续深耕密植，巩固市场领导地位，在店面密度较高的区域逐渐下沉，甚至覆盖到区县地区，在品牌及成本方面形成区域规模效应，同时公司开展广泛市场调研，不断优化门店选址标准，并与开发商进行战略合作，稳步有序地将餐厅网络扩展至华东、华中等地区。

图表 33：截至 2017 年底各地区餐厅数量（个）



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 34：2017 年度各地区餐厅收入（亿人民币）



来源：公司年报，中泰证券研究所

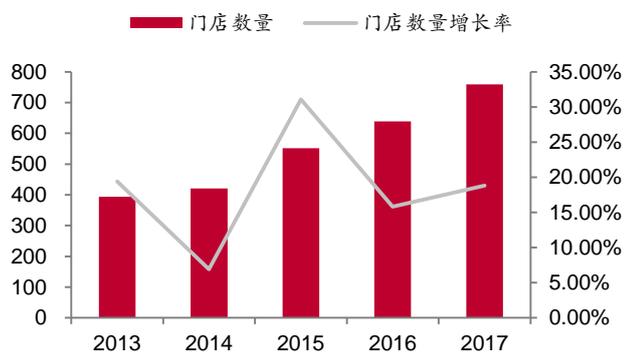
图表 35：2017 年餐厅网络



来源：公司年报，中泰证券研究所

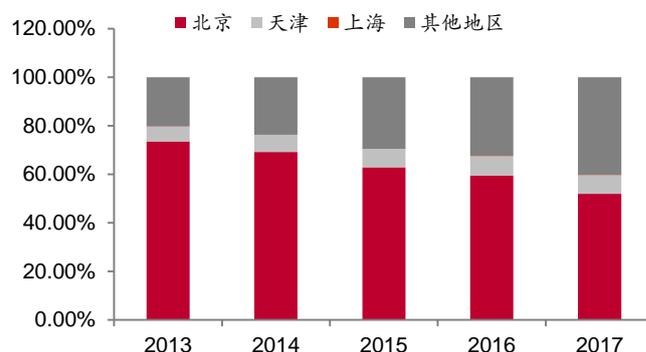
- 门店复制能力强，门店数量平稳上升，北京地区营收占比逐渐下降。得益于公司成熟的运营体系及休闲火锅的强标准化，近两年公司维持 15% 以上的门店扩张速度，同时北京门店的总收入占比逐年降低，其他地区的门店收入贡献逐年增加，优质的复制连锁能力导致新店面的培育期较短，3 个月打平，16 个月左右的投资回收期，使得门店的扩张可以快速反映为营业总额的上升。

图表 36: 2013-2017 年门店数量及增长率



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 37: 2013-2017 各地区门店收入占比



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 营收预测。**得益于门店的扩张及同店销量的增加, 我们预计 2018、2019 及 2020 年公司的营收将分别达到 46.57 亿元、57.42 亿元及 68.94 亿元, 营收增速将分别达到 27.1%、23.3% 及 20.1%。

图表 38: 主营业务业绩拆分预测

(百万人民币)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
门店数量	394	452	552	639	759	897	1037	1174	1316	1458
增量	64	58	100	87	120	138	140	137	142	142
北京	243	246	275	285	282	285	288	290	292	294
增量	33	3	29	10	-3	3	3	2	2	2
上海	55	58	58	54	50	53	56	59	62	65
增量	-1	3	0	-4	-4	3	3	3	3	3
天津	34	42	49	60	66	71	76	79	82	85
增量	6	8	7	11	6	5	5	3	3	3
其他	62	106	170	238	340	448	558	668	783	898
增量	26	44	64	68	102	108	110	110	115	115
凑凑	-	-	-	2	21	40	59	78	97	116
增量	-	-	-	2	19	19	19	19	19	19
单店年销售额										
北京	5.7	6.2	5.5	5.7	6.4	7.0	7.4	7.7	8.0	8.3
增速	-	8.3%	-10.5%	3.5%	12.2%	8.0%	6.0%	4.0%	4.0%	4.0%
上海	3.6	3.7	3.5	3.6	4.2	4.7	5.1	5.4	5.7	6.1
增速	-	3.0%	-5.6%	2.1%	18.7%	12.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%
天津	3.4	3.7	3.8	3.7	4.1	4.4	4.8	5.1	5.4	5.6
增速	-	8.2%	1.8%	-1.5%	10.6%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%	4.0%
其他	3.0	2.9	3.0	2.9	3.5	4.0	4.4	4.8	5.1	5.4

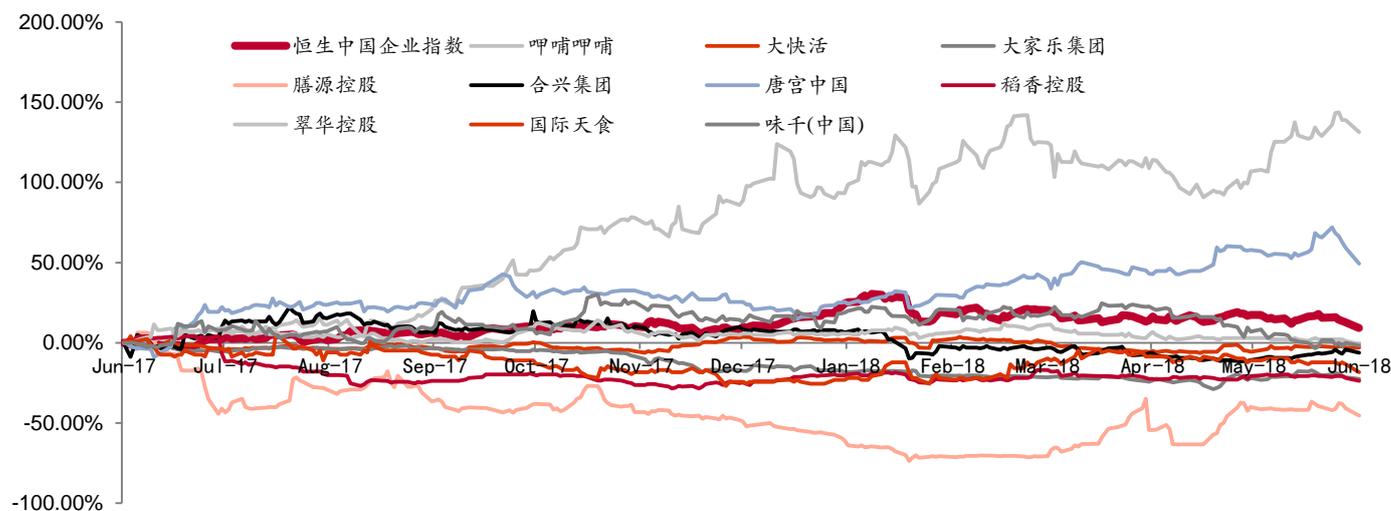
增速	-	-3.8%	4.1%	-2.0%	19.3%	14.0%	10.0%	8.0%	8.0%	6.0%
湊湊	-	-	-	-	5.1	6.0	7.2	8.7	10.4	12.5
增速	-	-	-	-	-	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业收入	1890	2202	2425	2758	3663	4657	5742	6894	8264	9756
增速	-	16.5%	10.1%	13.7%	32.8%	27.1%	23.3%	20.1%	19.9%	18.1%
北京	1391	1525	1525	1635	1815	1981	2122	2222	2327	2437
增速	-	9.6%	0.0%	7.2%	11.0%	9.1%	7.1%	4.7%	4.7%	4.7%
上海	197	214	202	192	211	250	286	319	356	395
增速	-	8.6%	-5.6%	-5.0%	9.9%	18.7%	14.1%	11.7%	11.4%	11.1%
天津	116	155	184	222	270	314	363	400	440	474
增速	-	33.6%	18.7%	20.7%	21.6%	16.2%	15.6%	10.2%	10.0%	7.8%
其他	186	306	511	701	1195	1795	2459	3180	4025	4893
增速	-	64.5%	67.0%	37.2%	70.5%	50.2%	37.0%	29.3%	26.6%	21.6%
湊湊	-	-	-	-	107	242	427	678	1012	1452
增速	-	-	-	-	-	124.8%	77.0%	58.6%	49.2%	43.5%
其他收入(如调料销售)	0	2	3	8	65	75	85	95	105	105

来源：公司公告，中泰证券研究所

可比估值分析

- **股价表现领先行业及恒生指数。**我们选取港股中连锁餐饮品牌近一年的股价走势与恒生指数进行对比，餐饮企业股价表现分化严重，呷哺表现持续超越基准股指，近一年涨幅超过 200%，尤其是 2017 年下半年以来，受益于传统业务升级以及新兴业务的拓展，呷哺股价增幅领跑港股餐饮行业。

图表 39：呷哺股价表现强于恒生指数及港股连锁餐饮品牌



来源：Wind，中泰证券研究所

- **可比公司估值。**盈利方面，我们预测公司 2018-2020 年净利润分别为 5.35、

6.84、8.42 亿元，同比增长 27.5%、27.9%、23.1%，对应 EPS 0.50、0.64、0.78。估值方面，1) 我们选取麦当劳、百盛、CHIPOTLE、棒约翰等国际连锁餐饮品牌作为可比公司，国际连锁餐饮品牌的盈利情况较好，总市值较高，2017 年市盈率平均为 31.7x，2018、2019 年预测市盈率平均为 31.5x、26.2x。2) 我们选取大家乐、唐宫、味千等港股上市连锁餐饮品牌作为可比公司，国内连锁餐饮品牌的盈利情况较差，总市值较低，2017 年市盈率平均为 18.7x，2018 年、2019 年市盈率预测值平均为 13.8x 及 12.2x，考虑到呷哺在港股可比公司第一的总市值、良好的盈利表现以及快速的扩张态势，我们给予呷哺一定的估值溢价，参考市盈率 33x，参考市值 210.2 亿港元，首次覆盖，予以“买入”评级

图表 40：可比公司估值

(亿人民币)	市值	营业收入		净利率		净利润增长率		市盈率		
		2016A	2017A	2016A	2017A	2016A	2017A	2017A	2018E	2019E
国际餐饮品牌										
麦当劳	8515.7	1608.2	1508.4	19.00%	22.80%	3.50%	10.80%	25.81	21.52	19.94
百胜中国	1022.6	440.9	472.0	7.60%	6.00%	55.40%	-19.70%	26.22	24.87	22.48
达美乐	799.1	161.3	184.4	8.70%	10%	11.40%	29.50%	32.25	34.58	29.86
CHIPOTLE										
墨西哥餐厅	857.3	255.1	296.1	0.60%	3.90%	-95.20%	668.40%	46.14	54.36	40.24
温迪快餐	277.6	93.9	80.6	9.00%	15.90%	-19.60%	49.70%	38.79	31.55	25.95
棒约翰	110.4	111.7	117.7	6.40%	6.80%	35.90%	-0.50%	21.03	21.96	19
平均值	1930.8	445.5	443.5	8.55%	10.90%	-1.43%	123.03%	31.7	31.5	26.2
中国餐饮品牌										
大家乐	96.5	70.6	70.5	6.40%	5.7%	-2.70%	-2.67%	29.25	23.2	20.31
翠华	12.6	15.6	7.7	4.90%	-	26.20%	-	19.66	13.38	11.89
稻香	11.2	38.4	33.8	4.00%	2.20%	3.80%	-49.90%	15.87	-	-
味千(中国)	27.8	23.9	24.2	31.80%	-24.40%	227.80%	-178.30%	-	10.68	9.61
唐宫	15.2	13.9	12.8	8.00%	9.60%	95.00%	39.00%	10.08	7.79	7.01
平均值	32.4	32.48	29.8	11.0%	-1.7%	70.0%	-48.0%	18.7	13.8	12.2
呷哺呷哺	144.1	27.7	36.8	13.30%	11.30%	30.90%	22.20%	33.33	26.7	20.87

来源：Bloomberg，公司年报，中泰证券研究所

注：假设港元兑人民币 0.84；美元兑人民币 6.61

风险提示

- **成本上升风险：** 食材价格、人工成本及商业租金上涨影响利润率；
- **食品安全风险：** 食品安全问题可能影响企业的收入增长与盈利能力；
- **门店扩张盈利的不确定性：** 门店拓展至新市场，营收增速不达预期；
- **新业务盈利的不确定性：** 高端品牌凑凑及其他新业务盈利的不确定性。

附录

附一：财务报表预测

图表 41：财务报表预测

百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						资产负债表					
收入	2,758	3,663	4,657	5,742	6,894	货币资金	1,478	1,423	1,862	2,256	3,105
增速	13.8%	32.8%	27.1%	23.3%	20.1%	短期投资	18	33	33	33	33
营业成本	979	1,365	1,737	2,113	2,516	应收账款及其他应收预付款	96	168	168	246	251
毛利	1,779	2,298	2,920	3,629	4,378	存货	125	327	248	452	382
增速	20.3%	29.2%	27.1%	24.3%	20.6%	流动资产	1,717	1,951	2,311	2,987	3,770
其他收入	31	40	52	67	86	固定资产	399	599	698	753	761
员工成本	652	833	1,059	1,306	1,568	无形资产	1	1	1	1	1
物业租金及相关开支	357	441	561	691	830	土地使用权预付款	22	49	76	103	130
公用事业费用	109	132	168	207	248	可供出售资产	35	0	0	0	0
折旧及摊销	114	151	191	235	283	递延税资产	79	130	130	130	130
其他开支	147	239	304	375	450	租金押金	59	86	101	125	150
营业利润	431	542	689	881	1,085	非流动资产	595	865	1,006	1,112	1,172
营业外支出及收入	42	1	0	0	0	资产总额	2,312	2,816	3,317	4,099	4,942
利润总额	473	543	689	881	1,085	应付账款	167	269	286	389	415
增速	46.4%	14.7%	27.0%	27.9%	23.1%	应付费用及其他应付款	342	469	563	693	802
所得税	105	123	154	197	243	应付税费	70	101	116	148	182
净利润	368	420	535	684	842	递延收益	1	8	8	8	8
少数股东损益	0	0	0	0	0	流动负债	580	847	973	1,238	1,407
母公司净利润	368	420	535	684	842	递延收益	16	13	13	13	13
增速	39.7%	14.0%	27.5%	27.9%	23.1%	非流动负债	16	13	13	13	13
净利润率	13.3%	11.5%	11.5%	11.9%	12.2%	权益总额	1,718	1,965	2,332	2,848	3,522

百万人民币	2016A	2017	2018E	2019E	2020E	比率分析	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
现金流量表						盈利能力	毛利率	64.5%	62.7%	62.7%	63.2%	63.5%
税前利润	473	543	689	881	1,085		净利润率	13.3%	11.5%	11.5%	11.9%	12.2%
折旧及摊销	114	151	191	235	283	资产盈利能力	ROE	23.0%	22.7%	22.9%	24.0%	23.9%
营运资金变动	-26	-120	190	-49	201		ROA	17.2%	16.3%	16.1%	16.7%	17.0%
所得税	-105	-123	-154	-197	-243	成长能力	收入增长率	13.8%	32.8%	27.1%	23.3%	20.1%
其他	-61	-56	-56	-56	-56		净利润增长率	39.5%	14.0%	27.5%	27.9%	23.1%
经营活动现金流	395	395	860	814	1,269		总资产增长率	17.8%	21.8%	17.8%	23.6%	20.6%
资本支出	-137	-290	-290	-290	-290	资本结构	资产负债率	25.8%	30.5%	29.7%	30.5%	28.7%
其他	-13	-30	-30	-30	-30		流动比率	3.0	2.3	2.4	2.4	2.7
投资活动现金流	-150	-320	-320	-320	-320		速动比率	2.7	1.9	2.1	2.0	2.4
支付股利	-114	-93	-100	-100	-100		现金比率	2.5	1.7	1.9	1.8	2.2
其他	-32	-10	0	0	0	每股指标	每股净利润	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
融资活动现金流	-146	-103	-100	-100	-100	(元)	每股经营现金流	0.4	0.8	0.8	0.8	1.2
现金变动	99	-28	439	394	849		每股净资产	1.6	1.9	2.2	2.7	3.3
汇兑损益	25	-27	0	0	0	估值指标	PE	13.9	33.3	26.7	20.9	17.0
现金期初余额	1,354	1,478	1,423	1,862	2,256		PB	3.0	7.1	6.1	5.0	4.1
现金期末余额	1,478	1,423	1,862	2,256	3,105		EV/EBITDA	6.7	17.8	16.2	12.8	10.4

来源：公司年报，中泰证券研究所

附二：DCF 估值

- **DCF 估值。**假设负债率为 0%，加权资本成本为 10.5%，永续增长率为 2%，我们进行 DCF 分析，参考市值 227.37 亿港元。

图表 42：DCF 估值假设

项目	数值
负债率	0%
无风险利率	3.6%
市场收益率	12.8%
β 值	0.75
加权平均资本成本	10.5%
永续增长率	2.0%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 43：自由现金流预测

百万 人民币	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,657	5,742	6,894	8,264	9,756
EBIT	689	881	1,085	1,350	1,606
EBIT* (1-t)	535	684	842	1,047	1,246
折旧摊销	191	235	283	339	400
营运资金变动	190	-49	201	-32	238
资本支出	-290	-290	-290	-200	-200
自由现金流	625	580	1,035	1,154	1,683

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 44：DCF 分析

项目 (百万人民币)	数值
预测期自由现金流现值	3,603
自由现金流终值	16,352
永续自由现金流现值	9,926
企业价值	13,529
负债	0
现金	5,570
股权价值	19,099
股票数量 (百万股)	1,076

来源：公司年报，中泰证券研究所

注：假设港元兑人民币 0.84

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。