

2019-9-22

行业研究 | 专题报告

评级 看好 维持

社会服务行业

三大角度看“九毛九”对餐饮业启示

报告要点

■ 本周专题

九毛九国际日前递交申请拟在港股上市。综合九毛九发展及管理经验，我们认为其品牌、拓展和管理三个方面在中式快时尚餐饮行业中有一定代表意义：(1) 品牌角度：九毛九选择跨品类的一带多品牌发展路径，未来朝更加均衡的品牌结构发展。九毛九旗下品牌门店效率介于呷哺呷哺和海底捞之间，在大众餐饮市场领域保持较好的运营效率。(2) 拓展角度：九毛九选择直营为主、加盟为辅的拓展战略，仅在部分副品牌尝试加盟模式。随着开店数量的加快，全国布局渗透率提升是大势所趋，门店集中的问题有望逐步解决。(3) 管理角度：九毛九自上而下的管理体制保证了品牌的活力，标准化经营奠定扩张基础，主要体现在精简的食物选择、中央厨房、标准化运营程序和员工培训四个方面。

大众餐饮赛道有望继续孕育具备规模优势的龙头企业。2019年1-8月社零餐饮收入同比增长9.4%、限额以上餐饮企业收入同比增速7.3%，表明餐饮仍是市场化运作、大众餐饮占主导的行业。继续看好标准化程度较高、消费者基础较好、品牌管理能力突出的优质餐饮连锁龙头企业，如火锅产业链等。

■ 行业观点

继续推荐优质赛道可选消费龙头企业。免税板块内生增长较快、外部扰动渐消，期待市内店政策放宽，推荐**中国国旅**；景区板块消费转型叠加政策利好，看好休闲景区龙头**宋城演艺**、**中青旅**；酒店板块经营数据增速逐渐筑底企稳，看好中端酒店龙头企业**首旅酒店**、**锦江酒店**；餐饮板块关注标准化程度高、易复制、易管控的优秀赛道，推荐粤式餐饮食品龙头**广州酒家**、火锅产业链**海底捞**、**颐海国际**、**呷哺呷哺**。人力资源板块看好具备先发优势和管理壁垒的龙头公司**科锐国际**。教育板块建议关注**中公教育**、**中国东方教育**、**美吉姆**、**新东方在线**。

■ 行情回顾

9月15日至9月21日中信餐饮旅游指数上涨1.10%，分别跑输上证综指和沪深300指数1.92pct、2.03pct。A股旅游板块周涨跌幅排行榜前三分别为天目湖(+7.11%)、大连圣亚(+6.88%)、凯撒旅游(+5.06%)；A股体育前三分别为艾比森(+5.96%)、中路股份(+4.27%)、华录百纳(+0.82%)；A股教育前三分别为方直科技(+9.56%)、凯文教育(+6.55%)、东方时尚(+6.30%)；H股教育分别为大地教育(+11.54%)、银杏教育(+8.47%)、成实外教育(+4.52%)。

风险提示： 1. 旅游业突发事件（交通事故、恐怖袭击等），极端天气影响；
2. 项目推进及政策实施不达预期。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

相关研究

《国务院发文推动体育产业发展，看好政策红利加快释放》2019-9-18

《从历史周期看酒店行业当前配置价值》2019-9-8

《行业现金流良好，免税板块增长靓丽——餐饮旅游行业2019年中报业绩综述》2019-9-1

目录

本周专题.....	4
九毛九国际拟港股上市，快时尚餐饮龙头崭露头角	4
品牌角度：战略选择有何差异？	10
拓展角度：模式和布局如何平衡？	16
管理角度：自上而下的体制有何特点？	19
以九毛九经验，看中式快时尚餐饮的发展模式	22
行业观点.....	23

图表目录

图 1：九毛九公司发展历史	5
图 2：九毛九公司旗下五大品牌	5
图 3：九毛九同店销售收入（总）和增长率	6
图 4：太二同店销售收入（总）和增长率	6
图 5：九毛九公司营业收入及同比增速	9
图 6：九毛九公司分品牌收入占比情况（单位：亿元）	9
图 7：九毛九公司成本率	9
图 8：九毛九公司净利润及同比增速	9
图 9：九毛九公司经营性现金流情况	10
图 10：九毛九公司账上现金情况	10
图 11：九毛九公司 2018 年分品牌收入及门店数量占比	11
图 12：呷哺呷哺 2018 年分品牌收入及门店数量占比	11
图 13：国际天食 2018 年中国大陆地区分品牌收入及门店数量占比	11
图 14：唐宫中国 2018 年分品牌收入及门店数量占比	11
图 15：海底捞过去 4 年营业收入及门店数量	12
图 16：呷哺呷哺过去 4 年营业收入及门店数量	12
图 17：九毛九餐厅数量变化（单位：家）	12
图 18：太二餐厅数量变化（单位：家）	12
图 19：部分餐饮连锁企业门店平效对比	13
图 20：部分餐饮连锁企业同店店效同比增速对比	13
图 21：部分餐饮连锁企业客单价对比	13
图 22：部分餐饮连锁企业翻座（台）率	13
图 23：社零餐饮收入及同比增速	14
图 24：火锅、川菜、粤菜、江浙菜等是目前国内中餐市场中份额较大的细分领域	15
图 25：中式餐饮行业规模（单位：十亿人民币）	15
图 26：火锅行业规模（单位：十亿人民币）	15
图 27：中国全服务西北菜市场收入及同比增速	16
图 28：中国酸菜鱼市场收入及同比增速	16

图 29: 预测 2022 年中国餐饮市场结构	16
图 30: 海底捞门店分布占比	19
图 31: 呷哺呷哺门店分占比	19
图 32: 公司组织架构示意图	20
图 33: 九毛九公司授权供应商数量	21
图 34: 九毛九公司前五大供应商采购额占比	21
图 35: 九毛九公司员工按岗位划分占比 (2019 年 6 月底)	22
图 36: 九毛九公司雇员薪酬占当期收入比重	22
表 1: 九毛九门店经营情况	6
表 2: 太二门店经营情况	7
表 3: 单品牌和多品牌战略的优劣势对比	10
表 4: 九毛九餐厅人均消费及翻座率情况	13
表 5: 太二餐厅人均消费及翻座率情况	14
表 6: 部分快餐连锁餐饮企业发展战略模式	17
表 7: 2 颗鸡蛋煎饼加盟收费政策	18
表 8: 九毛九公司旗下餐厅全国数量分布	19
表 9: 九毛九公司三大中央厨房产能情况 (单位: 百万吨)	21

本周专题

九毛九国际日前递交申请拟在港股上市。公司 2016 年曾计划在 A 股上市，后撤回申请，终止 IPO 的主要原因是政策环境出现变化等原因。公司大部分门店位于广东，赴港上市有利于提升其在资本市场上的溢价。

九毛九品牌、拓展和管理三个方面在中式快时尚餐饮行业中有一定代表意义：

- (1) **品牌角度：**九毛九选择跨品类的一带多品牌发展路径，未来朝更加均衡的品牌结构发展。九毛九旗下品牌门店效率介于呷哺呷哺和海底捞之间，在大众餐饮市场领域保持较好的运营效率。
- (2) **拓展角度：**九毛九选择直营为主、加盟为辅的拓展战略，同时仅在部分副品牌尝试加盟模式。随着开店数量的加快，全国布局渗透率提升是大势所趋，门店集中的问题会逐步解决。
- (3) **管理角度：**九毛九自上而下的管理体制保证了品牌的活力，标准化经营奠定扩张基础，主要体现在精简的食物选择、中央厨房、标准化营运程序和员工培训四个方面。

九毛九国际拟港股上市，快时尚餐饮龙头崭露头角

九毛九国际日前递交申请拟在港股上市。公司 2016 年曾计划在 A 股上市，后撤回申请，终止 IPO 的主要原因是政策环境出现变化等原因。此次选择在港股上市，审核有望相对加快，同时公司大部分门店位于广东，赴港上市有利于提升其在资本市场上的溢价。

二十四年耕耘中式快市场餐饮

24 年发展，九毛九品牌力逐渐形成。公司的第一家面馆于 1995 年在海南海口成立，2003 年面馆业务扩展至广东广州，两年之后广州九毛九成为公司主要附属餐厅。2010 年，公司在购物中心开设首批餐厅。到了 2015 年，第 100 家九毛九餐厅开业，餐厅网络先后拓展至北京、深圳、天津、武汉以及南京，并且太二餐厅开始经营。2017 年第一家 2 颗鸡蛋煎饼餐厅开业，2018 年开始使用加盟模式，2019 年第一家那未大叔是大厨餐厅开业，公司三年内分别获评“2017 年度中国餐饮品牌力百强品牌”之一、“2018 年度中国餐饮品牌力百强品牌”之一和“2018 年度中国餐饮百强企业”之一。

图 1：九毛九公司发展历史



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

两大核心品牌驱动公司增长

品牌多元化，用餐场景广泛。九毛九公司旗下有九毛九、太二、2颗鸡蛋煎饼、怂和那未大叔是大厨五个品牌，分别涵盖家庭聚餐、时尚聚会、中高端消费等用餐场景，顾客群体涉及年轻顾客、中高端消费群体等。

餐厅辐射区域广泛，面向全国发展。公司的自营餐厅数量由2016年1月1日的142间增加至2019年6月30日的262间，目前拥有和经营147间九毛九餐厅、98间太二餐厅、22间2颗鸡蛋煎饼餐厅、1间怂餐厅以及1间那未大叔是大厨餐厅，并且管理41间加盟2颗鸡蛋煎饼餐厅。公司餐厅位于中国31个城市，遍及11个省份与直辖市，通常位于购物商场。

图 2：九毛九公司旗下五大品牌

品牌	九毛九	太二	2颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
品牌标识					
主打菜系/菜品	中国西北菜系为主并融合中国其他地区的餐饮风格	老坛子酸菜鱼	煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
调性	放心餐桌	独特、有趣	健康、便捷	时尚聚会场所	有品位的大厨
目标客户群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费群体
人均消费	50-70元	70-90元	20-30元	50-70元	120-150元
餐厅建筑面积	250-400平方米	200-300平米	10-40平方米	120-200平方米	300-500平方米
直营餐厅	147	98	22	1	1
加盟餐厅	0	0	41	0	0

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

九毛九和太二是公司的两个主力品牌，产生的收入占总收入超过98%。九毛九餐厅年销售收入总额始终保持在10亿元左右，2019年上半年收入达5.6亿。太二餐厅近几年保持较快增长，2018年餐厅销售收入总额约2亿，2019年上半年已达2.7亿，一方面原因是太二餐厅数量增长较快，由2016年的13家增长至2018年的65家，至2019年上半年已达91家，另一方面太二餐厅的翻座率则由2016年的3.8迅速增加至2017年的4.8，随后保持稳定。

图 3：九毛九同店销售收入（总）和增长率



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 4：太二同店销售收入（总）和增长率



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

九毛九餐厅作为公司收入的最大来源，一直保持着良好的经营。九毛九餐厅的整体收入由 2016 年的 10.9 亿增长至 2018 年的 13.2 亿，并且 2019 年上半年已达 6.7 亿，保持稳健增长，并且收入主要集中在一线城市，一线城市的餐厅数量、餐厅平均每日销售额、翻座率、每日服务顾客数均处于领先地位，分别约为 75 家、2.9 万、2.6 倍、550 位，相应的全国水平分别约为 140 家、2.5 万、2.4 倍、480 位。九毛九餐厅的收入增长主要由于餐厅在三线及以下城市的下沉，一方面九毛九餐厅数量的增长基本来源于三线及以下城市，另一方面三线及以下城市各餐厅平均每日销售额与翻台率分别约为 2.4 万元和 2.3 倍，仅次于位于最高位的一线城市的约 2.9 万和 2.6 倍。顾客人均消费和翻座率各线城市接近，约为 50 元。

表 1：九毛九门店经营情况

	2016	2017	2018	2018H	2019H
收入 (人民币千元)					
一线城市	647,399	717,762	793,860	381,234	406,229
同比增长		10.9%	10.6%		6.6%
新一线城市	126,969	142,703	167,701	79,805	82,098
同比增长		12.4%	17.5%		2.9%
二线城市	136,786	131,678	140,351	70,821	63,980
同比增长		-3.7%	6.6%		-9.7%
三线及以下城市	176,199	201,164	217,799	107,222	119,300
同比增长		14.2%	8.3%		11.3%
整体	1,087,353	1,193,307	1,319,710	639,082	671,606
同比增长		9.7%	10.6%		5.1%
餐厅数量					
一线城市	69	71	78	75	76
同比增长		2.9%	9.9%		1.3%
新一线城市	19	23	24	24	23
同比增长		21.1%	4.3%		-4.2%
二线城市	18	20	18	19	19
同比增长		11.1%	-10.0%		0.0%
三线及以下城市	22	25	27	26	31

同比增长		13.6%	8.0%		19.2%
整体	128	139	147	144	149
同比增长		8.6%	5.8%		3.5%
各餐厅的平均每日销售额 (元)					
一线城市	26,048	28,133	29,796	29,102	29,717
新一线城市	17,341	19,889	20,256	19,936	19,372
二线城市	17,525	20,131	20,555	19,989	21,513
三线及以下城市	22,633	24,550	23,366	23,774	23,937
整体	22,764	25,163	25,841	25,405	25,965
同比增长		10.5%	2.7%		2.2%
各餐厅每日服务的顾客 (位)					
一线城市	527	527	550	544	522
新一线城市	368	400	385	386	367
二线城市	370	398	396	389	388
三线及以下城市	494	496	458	459	430
整体	472	485	486	482	464
同比增长		2.8%	0.2%		-3.7%

资料来源：招股说明书，长江证券研究所测算

太二餐厅涨势迅猛，为公司收入增长做出巨大贡献。太二餐厅整体收入由 2016 年的约 6781 万元增长至 2018 年的 5.4 亿，并且 2019 年上半年营收已达 5.4 亿，收入同比增长始终保持在 100% 以上。太二餐厅的增长收入一方面是因为其餐厅数量的增长，由 2016 年的 13 家增长至 2018 年的 65 家，并且 2019 年上半年已经达到了 91 家门店；另一方面太二餐厅的经营表现也十分优秀，一线城市各餐厅平均每日销售额约为 4 万元、翻座率大于 5 倍，全国各餐厅平均每日销售额超过 3.5 万，翻座率约 5 倍，均优于九毛九餐厅表现，另外太二各餐厅每日服务顾客数量略大于 500 位，稍优于九毛九，但其人均消费在 70 元以上优于九毛九的约 50 元。因此太二餐厅为后起之秀更具潜力。

表 2：太二门店经营情况

	2016	2017	2018	2018H	2019H
收入 (人民币千元)					
一线城市	50,897	171,472	373,234	159,426	347,739
同比增长		236.9%	117.7%		118.1%
新一线城市	—	—	28,322	—	56,002
同比增长					
二线城市	—	8,731	37,198	11,497	59,025
同比增长			326.0%		413.4%
三线及以下城市	16,913	63,823	101,478	47,144	74,437
同比增长		277.4%	59.0%		57.9%
整体	67,810	244,025	540,232	218,067	537,203
同比增长		259.9%	121.4%		146.3%
餐厅数量					
一线城市	9	18	40	23	54

同比增长		100.0%	122.2%		134.8%
新一线城市	—	—	7	—	15
同比增长					
二线城市	—	2	8	2	9
同比增长			300.0%		350.0%
三线及以下城市	4	8	10	8	13
同比增长		100.0%	25.0%		62.5%
整体	13	28	65	33	91
同比增长		115.4%	132.1%		175.8%
各餐厅的平均每日销售额（元）					
一线城市	23,817	35,443	39,659	40,691	39,085
新一线城市	—	—	30,919	—	33,454
二线城市	—	30,315	33,664	31,937	39,936
三线及以下城市	24,231	29,589	32,703	32,968	34,816
整体	23,919	33,506	37,168	38,190	37,866
同比增长		40.1%	10.9%		-0.8%
各餐厅每日服务的顾客（位）					
一线城市	359	493	535	552	508
新一线城市	—	—	422	—	448
二线城市	—	459	490	473	561
三线及以下城市	394	472	486	495	509
整体	367	485	514	532	507
同比增长		32.2%	6.0%		-4.7%

资料来源：招股说明书，长江证券研究所测算

拓店助力收入高增长，开支控制得当

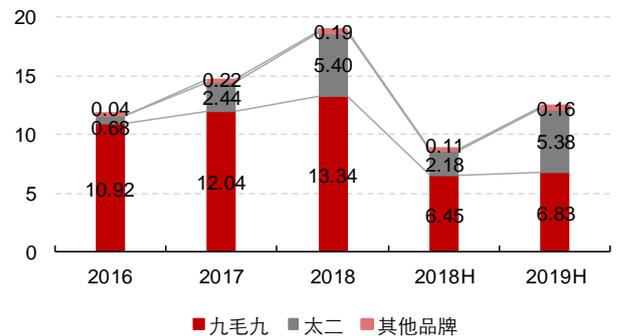
公司营业收入保持较高速增长，2019 上半年已达 12.4 亿。公司营业收入从 2016 年的 11.6 亿增长至 2018 年的 18.9 亿元，2019 上半年已达 12.4 亿元，同比增速维持在 30%-40%。营收保持较快增长一方面由于九毛九餐厅的稳健增长，另一方面由于太二餐厅的亮眼表现。太二餐厅不仅数量上增长较快，由 2016 年的 13 家增长至 2018 年的 65 家，至 2019 年上半年已达 91 家，其翻座率表现亦亮眼，由 2016 年的 3.8 迅速增加至 2017 年的 4.8，随后保持稳定，其人均消费维持在 70-75 元。九毛九餐厅和太二餐厅占到了总收入的 98%左右，九毛九除了 2019 年上半年占总收入比重 55%，之前占比均超过 70%，原因是 2019 年上半年太二餐厅的收入占比提升。

图 5：九毛九公司营业收入及同比增速



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

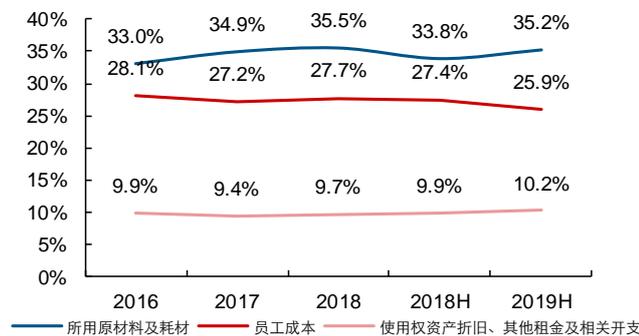
图 6：九毛九公司分品牌收入占比情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

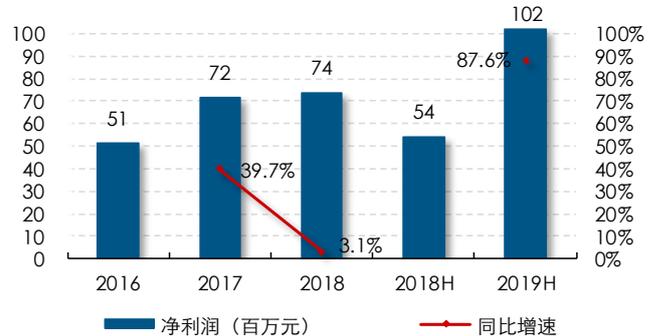
公司的最大成本来源于原材料和员工成本，净利润 2019 年上半年大幅增长。所用原材料及耗材保持在 35%左右，员工成本接近 30%。公司 2016 年净利润为 5100 万元，随后两年超过均 7000 万元，2019 年上半年净利润增长亮眼，同期增长 87.6%至 1.02 亿元，其主要原因一方面是由于扩张的太二餐厅由于高标准化的食材准备流程使得员工成本降低，其水电开支亦低于九毛九；另一方面由于动用过往年度未确认税项亏损的税务影响及未确认未使用税项亏损较少，公司的实际税率由 2018H 的 28.3%减少至 2019H 的 26.4%。

图 7：九毛九公司成本率



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 8：九毛九公司净利润及同比增速



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

公司主要通过经营现金来获得资金。公司经营性现金流由 2016 年的 2.62 亿元增长至 2018 年的 3.73 亿元，2019 上半年已达 2.91 亿元，同比增长保持在 20%以上。截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有现金及现金等价物已达人民币 1.26 亿元，主要包括手头现金和银行现金。

图 9：九毛九公司经营性现金流情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 10：九毛九公司账上现金情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

品牌角度：战略选择有何差异？

餐饮行业品牌战略有多种模式。餐饮企业在选择品牌拓展战略时通常有单品牌和多品牌两种路径，两种模式各有优劣。门店效率来看，九毛九旗下品牌介于呷哺呷哺和海底捞之间；消费者表现来看，九毛九旗下品牌在大众餐饮市场领域保持较好的运营效率。在多品牌的拓展方面，单一赛道纵向发展的企业在资源共享、市场推广、原材料采购等方面更具规模优势，而多赛道横向发展的企业则更容易分散竞争风险、扩大业务规模、寻找新的增长点。

餐企品牌战略选择有所不同

餐饮企业在选择品牌拓展战略时通常有单品牌和多品牌两种路径。通常来说，餐饮企业在发展之初一般以一个品牌起家，业务模式成熟后有的选择继续深耕统一品牌，有的选择培育新品牌进入新市场。单品牌的优势在于有利于促进企业形象统一、快速业务扩张以及降低成本费用率，但缺点在于业务过于集中且特色难以长期突出；多品牌战略有助于提升公司整体市占率和业务规模，加强内部竞争发展，但对于资金投入、品牌管理带来了更大的难度。

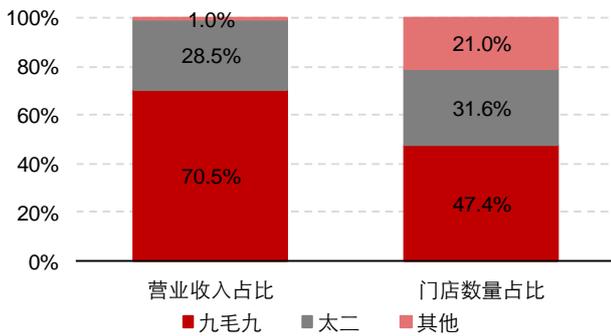
表 3：单品牌和多品牌战略的优劣势对比

	单品牌	多品牌
优势	促进企业形象的统一	提升行业进入壁垒
	业务扩张有基础优势	从不同角度提高市场占有率
	降低成本及费用率	提升内部积极性和竞争力
劣势	品牌延伸不当会影响原有业务	每个品牌都需要投入大量资金
	淡化原品牌内涵走向大众化	加大总部管理难度和管理成本

资料来源：长江证券研究所

在 H 股（拟）上市餐饮企业中，既有单品牌公司，也有多品牌公司。九毛九、呷哺呷哺、国际天食、唐宫中国等属于多品牌运营。门店结构上呷哺呷哺、国际天食相对集中，主品牌门店数量占比超过 70%，而九毛九、唐宫中国等门店结构相对均衡，但四家公司主打品牌收入占比均超过 70%，整体来看是以一带多的形式，趋势上看主品牌的占比通常逐渐下降。此外，以海底捞、翠华控股、味干（中国）等均以单一餐饮品牌运营。

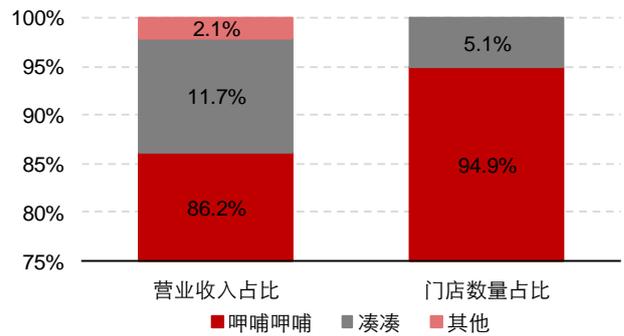
图 11：九毛九公司 2018 年分品牌收入及门店数量占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

注：门店数量占比数据为截至最后可行日期

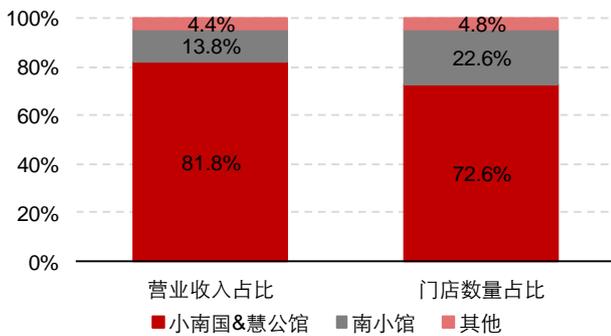
图 12：呷哺呷哺 2018 年分品牌收入及门店数量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

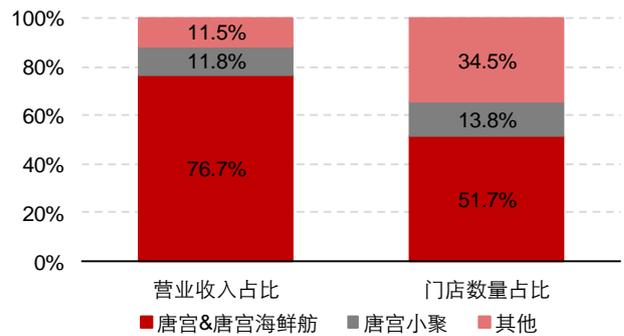
注：两大品牌营业收入数据为餐厅层面，不含外卖等

图 13：国际天食 2018 年中国大陆地区分品牌收入及门店数量占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

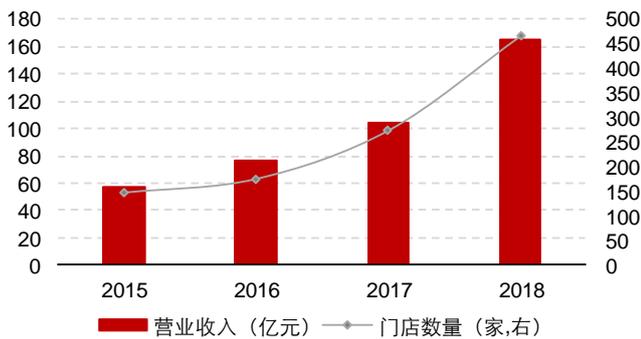
图 14：唐宫中国 2018 年分品牌收入及门店数量占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

无论是单品牌还是多品牌运营，门店数量的扩张是企业达到成熟阶段之前最主要的手段。对比海底捞、呷哺呷哺，均在 2017 年开始加快门店拓展速度。九毛九公司旗下的九毛九餐厅数量稳中有升，而太二餐厅 2018 年开始增长快速。公司计划 2019-2021 年新开太二餐厅 60、80、100 家。目前各品牌的投资回收期均在 2 年之内，其中九毛九为 22 个月、太二为 7 个月、2 颗鸡蛋煎饼（自营）为 15 个月。

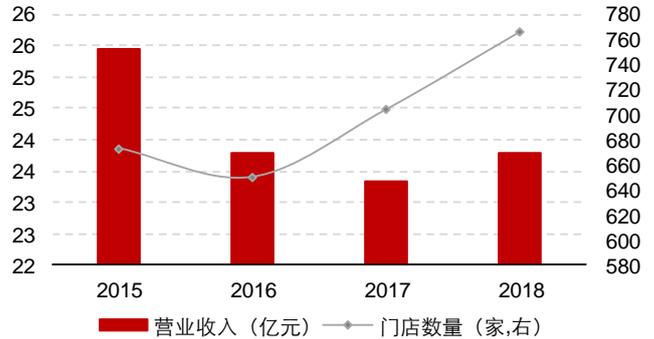
图 15: 海底捞过去 4 年营业收入及门店数量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 门店数量占比数据为截至最后可行日期

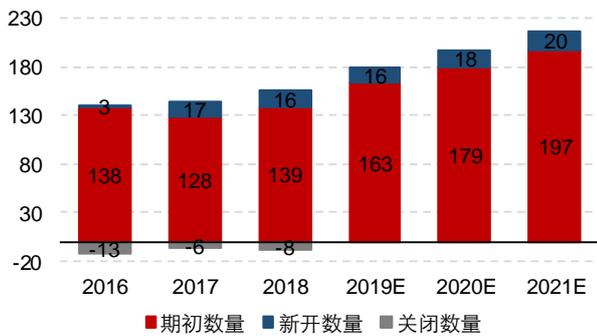
图 16: 呷哺呷哺过去 4 年营业收入及门店数量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 两大品牌营业收入数据为餐厅层面, 不含外卖等

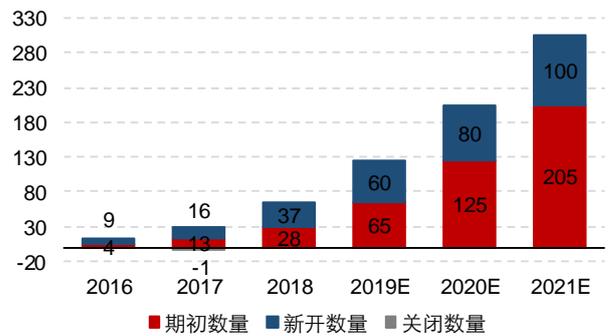
图 17: 九毛九餐厅数量变化 (单位: 家)



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

注: 2019 及之后年份公司未对关闭数量给出指引

图 18: 太二餐厅数量变化 (单位: 家)



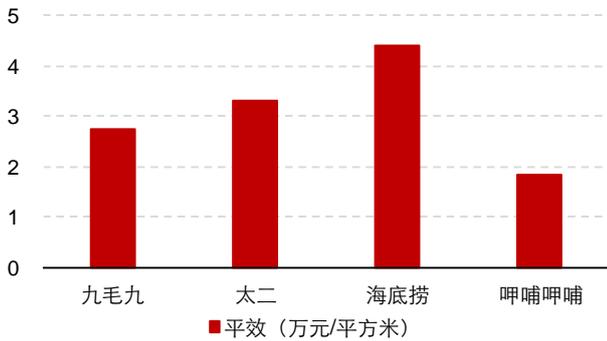
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 2019 及之后年份公司未对关闭数量给出指引

优秀品牌经营效率趋近

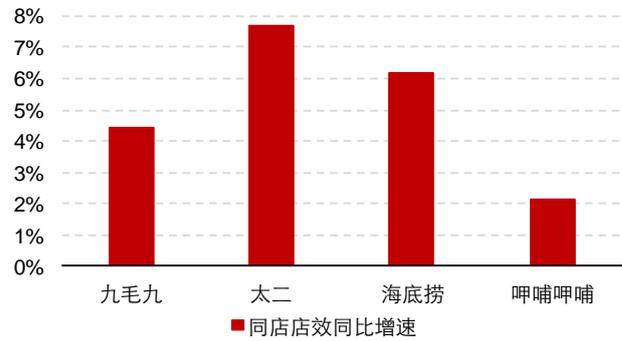
从门店效率来看, 九毛九旗下品牌介于呷哺呷哺和海底捞之间。从整体坪效来看, 2018 年九毛九、太二、海底捞、呷哺呷哺分别为 2.76、3.32、4.42 和 1.84 万元/平方米, 九毛九及太二的坪效表现高于呷哺呷哺、低于海底捞; 从同店店效增速来看, 2018 年九毛九、太二、海底捞、呷哺呷哺分别为 4.5%、7.7%、6.2%和 2.1%, 太二的增长表现高于其他品牌, 主要是品牌仍处于成长期。

图 19: 部分餐饮连锁企业门店平效对比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

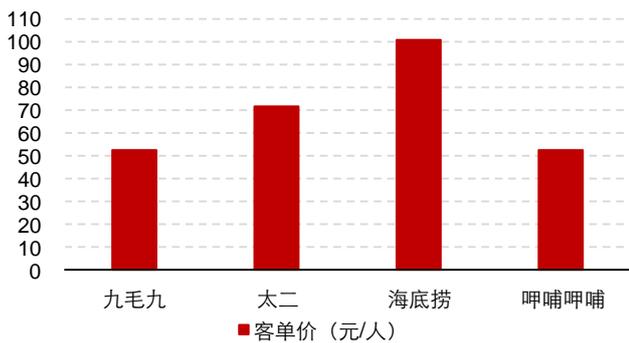
图 20: 部分餐饮连锁企业同店店效同比增速对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

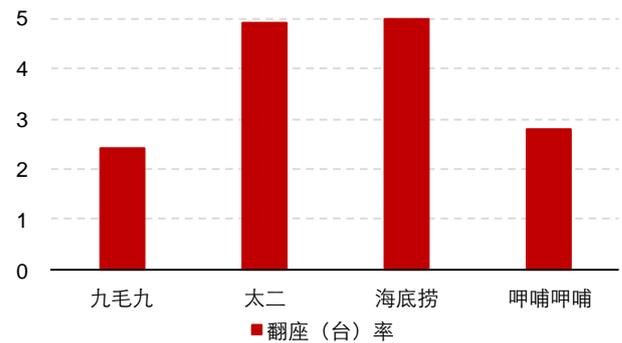
消费者表现来看, 九毛九旗下品牌在大众餐饮市场领域保持较好的运营效率。从客单价来看, 2018 年九毛九、太二、海底捞、呷哺呷哺分别为 53、72、101、53 元/人, 九毛九定位与呷哺呷哺接近, 太二介于呷哺呷哺与海底捞之间; 从翻台率来看, 2018 年九毛九、太二、海底捞、呷哺呷哺分别为 2.4、4.9、5.0、2.8 次, 太二表现优异, 接近海底捞。

图 21: 部分餐饮连锁企业客单价对比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 22: 部分餐饮连锁企业翻座(台)率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 海底捞为翻台率, 其余为翻座率

太二的高翻台率主要源于其快时尚餐饮模式的设定。一是太二主打酸菜鱼单品, SKU 不多于 23 种, 消费者选择、后厨配菜等效率相对较高; 二是太二定位纯餐饮场景, 社交属性弱, 例如太二餐桌固定只接待 4 人以内就餐, 缩短了平均就餐时间。

表 4: 九毛九餐厅人均消费及翻座率情况

餐厅表现	2016A	2017A	2018A	2018H	2019H
顾客人均消费 (元)					
一线城市	49	53	54	54	57
新一线城市	47	50	53	52	53
二线城市	47	51	52	51	55
三线城市及以下	46	49	51	52	56
整体	48	52	53	53	56
翻座率 (倍)					
一线城市	2.8	2.6	2.6	2.6	2.5

新一线城市	2	2.1	2.0	2.1	2
二线城市	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1
三线城市及以下	2.4	2.3	2.2	2.3	2.2
整体	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 5：太二餐厅人均消费及翻座率情况

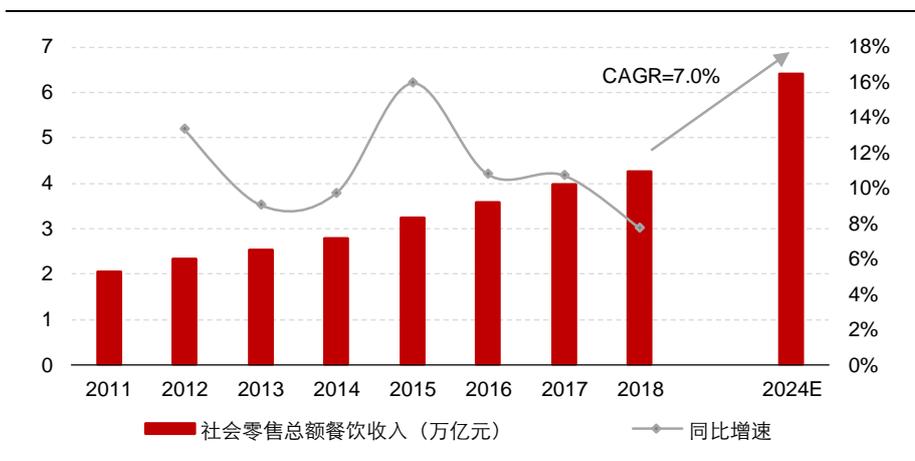
餐厅表现	2016A	2017A	2018A	2018H	2019H
顾客人均消费（元）					
一线城市	66	72	74	74	77
新一线城市	-	-	73	-	75
二线城市	-	66	69	68	71
三线城市及以下	62	63	67	67	68
整体	65	69	72	72	75
翻座率（倍）					
一线城市	3.6	4.6	5.2	5.3	5
新一线城市			3.9		4.2
二线城市		4.3	4.8	4.5	5.5
三线城市及以下	3.6	4	4.2	4.3	4.3
整体	3.6	4.5	4.9	5.0	4.9

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

掘金餐饮细分赛道红利

中国餐饮市场规模在过去几年一直保持大个位数至两位数的稳健增长，表现穿越周期。中国餐饮市场规模 2018 年达到 4.27 万亿元，同比增速为 7.7%。按照 7.0% 的复合增速计算，2024 年预计餐饮市场规模将达到 6.41 万亿元。

图 23：社零餐饮收入及同比增速

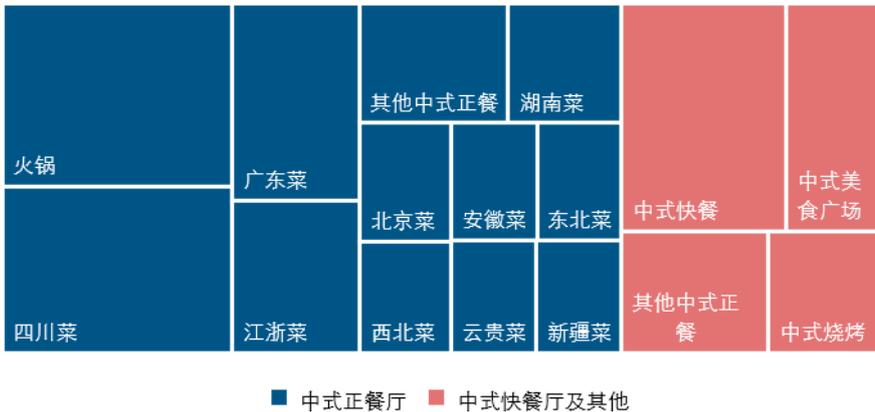


资料来源：Wind，长江证券研究所

在多品牌的拓展方面，纵向单一品类和横向跨品类都是常见的战略选择。有些餐饮公司选择在同一赛道中纵向拓展，如呷哺呷哺创立高端火锅品牌凑凑、国际天食在小南国的

基础上推出低价位品牌南小馆、广州酒家在正餐粤菜之外创立快时尚品牌西西地简餐等。但有些公司选择在不同赛道独立发展，其中一部分是因为收购形成的多元赛道，另一部分是内生进入其他赛道共同发展。单一赛道纵向发展的企业在资源共享、市场推广、原材料采购等方面更具规模优势，而多赛道横向发展的企业则更容易分散竞争风险、扩大业务规模、寻找新的增长点。

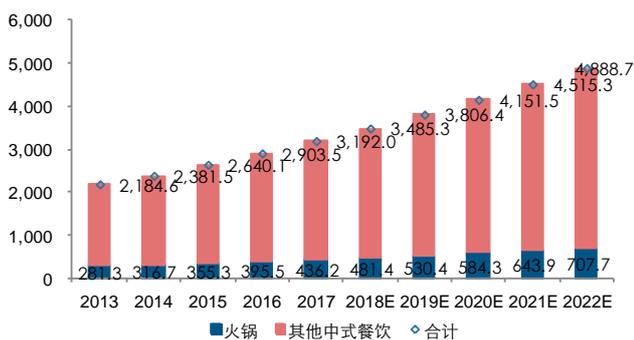
图 24：火锅、川菜、粤菜、江浙菜等是目前国内中餐市场中份额较大的细分领域



资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

受益于城镇化水平提高、人口消费升级以及消费习惯的延续，中国中餐市场规模快速增长。预计 2017~2022 年中国中式餐饮仍将以复合 8.9% 的增速增长，到 2022 年预计市场规模将达到 4.89 万亿元；在中式餐饮中火锅又占据了 14% 的最大市场份额，2017 年总体规模达到 4362 亿元，2013~2017 年复合增速高达 11.6%；并预计未来五年复合增速仍将维持 10.2% 的高增长到 2022 年预计市场规模能达到 7077 亿人民币。

图 25：中式餐饮行业规模（单位：十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

九毛九公司以单一品牌的西北面馆起家，2015 年开始进军新品牌。2015 年开始经营太二餐厅，随后公司又于 2017 年开设 2 颗鸡蛋煎饼餐厅，2019 年开设那未大叔是大厨餐厅。九毛九属于西北菜，太二属于川菜中的酸菜鱼，2 颗鸡蛋煎饼属于北方小吃，那未大叔是大厨属于高端粤菜，可见其各大品牌分属不同菜系。

图 26：火锅行业规模（单位：十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

- (1) 西北菜方面，2018 年市场总收入为人民币 1,682 亿元，占中国餐饮服务市场的 3.9%。中国的西北菜市场非常分散；九毛九实现收入人民币 13 亿元，在中国西北菜餐饮市场排名第二，约占市场份额为 0.8%。
- (2) 酸菜鱼方面，市场规模由 2014 年的人民币 40 亿元大幅增长至 2018 年的人民币 123 亿元，复合年增长率为 32.3%，2018 年太二实现收入人民币 5.40 亿元，在中国所有酸菜鱼餐厅中排名第一，市场份额为 4.4%。

图 27：中国全服务西北菜市场收入及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文分析,长江证券研究所

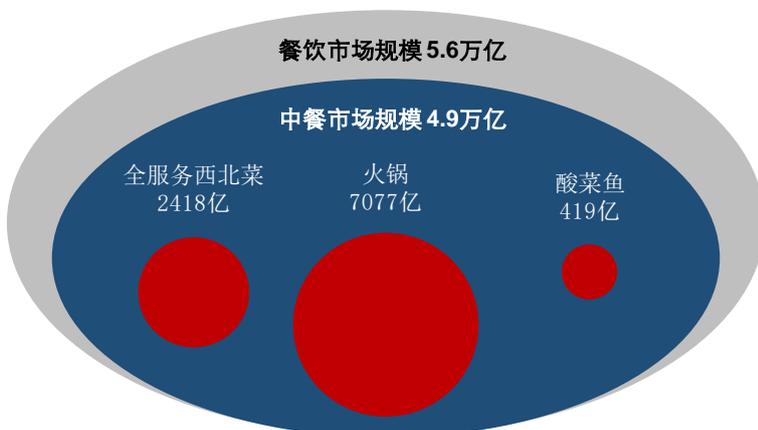
图 28：中国酸菜鱼市场收入及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文分析,长江证券研究所

综上，预计到 2022 年中国餐饮市场有望达到 5.6 万亿规模，其中中餐市场规模接近 4.9 万亿。进一步拆分，火锅市场仍将以 7,077 亿元稳居最大细分市场；全服务西北菜及酸菜鱼的市场规模分别为 2,418 亿元和 419 亿元。

图 29：预测 2022 年中国餐饮市场结构



资料来源：弗若斯特沙利文分析,长江证券研究所

拓展角度：模式和布局如何平衡？

餐饮品牌壮大的过程通常伴随管理模式的丰富以及地域布局渗透率的提升。国内餐饮连锁企业早期通常以直营拓展起步，后期选择逐步放开加盟，但也有品牌坚持直营，选择以其他新品牌开放加盟占领市场。此外，随着开店数量的加快，全国布局渗透率提升是大势所趋，门店集中的问题通常会逐步解决。

直营和加盟发挥不同作用

国内餐饮连锁企业早期通常以直营拓展起步，后期选择逐步放开加盟。直营模式下企业对门店的把控能力更强，质量品质更有保证，有助于口碑的形成以及品牌的维护，同时公司的获利也能最大化。但是直营门店存在拓展速度慢、经营风险集中的问题，因此部分餐饮企业在后期会选择在直营门店良好的模型下进行加盟拓展，扩大品牌份额、获取新的加盟收入。

表 6：部分快餐连锁餐饮企业发展战略模式

公司名称	发展阶段	具体战略模式选择		
		发展方式战略	发展资本战略	发展方向战略
味千（中国）控股有限公司	初期发展 (1996-1998)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（中国香港）
	中期发展 (1999-至今)	直营连锁	自筹资金，境外上市	全国扩张、横、纵向一体化（全国 30 个省、直辖市）
真功夫餐饮管理有限公司	初期发展 (1994-1998)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（东莞市内）
	中期发展 (1999-至今)	直营连锁	自筹资金，风险投资	全国扩张、纵向一体化（全国 15 个省、直辖市）
李先生餐饮管理股份有限公司	初期发展 (1987-1994)	直营连锁	自筹资金	全国扩张（全国 8 个省、直辖市）
	中期发展 (1995-至今)	直营连锁	自筹资金	全国扩张、纵向一体化（全国 21 个省、直辖市）
大娘水饺餐饮集团股份有限公司	初期发展 (1996-2000)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（江苏省内）
	中期发展 (2001-至今)	直营连锁（半） 加盟连锁（半）	自筹资金	全国扩张、纵向一体化（全国 16 个省、直辖市）
乡村基投资有限公司	初期发展 (1996-2006)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（重庆市内）
	中期发展 (2007-至今)	直营连锁（主） 加盟连锁（辅）	风险投资，境外上市（后 退市）	全国扩张、纵向一体化（全国 9 个省、直辖市）
永和和大王餐饮集团	初期发展 (1995-2004)	直营连锁	风险投资	全国扩张（全国 4 个省、直辖市）
	中期发展 (2005-至今)	直营连锁（主） 加盟连锁（辅）	兼并重组	全国扩张（全国 13 个省、直辖市）
顺旺基餐饮经营管理有限公司	初期发展 (1998-2003)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（宁波市内）
	中期发展 (2004-至今)	直营连锁（半） 加盟连锁（半）	自筹资金	全国扩张、纵向一体化（全国约 15 个省、直辖市）
面点王饮食连锁有限公司	初期发展 (1996-2006)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张（深圳市内）
	中期发展 (2007-至今)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张、纵向一体化（广东省内）

嘉旺餐饮连锁有限公司	初期发展 (1997-2001)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张 (深圳市内)
	中期发展 (2002-至今)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张、业态扩张、纵向一体化 (广东省内)
浙江老娘舅餐饮有限公司	初期发展 (2000-2006)	直营连锁	自筹资金	区域内扩张 (浙江省湖州市内)
	中期发展 (2007-至今)	直营连锁	自筹资金	全国扩张、纵向一体化 (全国 4 个省、直辖市)

资料来源:《我国餐饮零售业态连锁企业发展战略模式研究》,长江证券研究所

2 颗鸡蛋煎饼为九毛九公司旗下唯一开放加盟的餐饮品牌。加盟模式所带来的好处主要有三点:(1)更快速的扩张、区域渗透及市场份额增长;(2)有效利用加盟商的创业精神、更熟悉本地及业务网络;(3)降低品牌拥有人经营风险。因此,公司于 2018 年下半年首次推出 2 颗鸡蛋煎饼的加盟模式。截至最后可行日期,公司已就经营 41 间 2 颗鸡蛋煎饼餐厅授出 41 项加盟商牌照。截至 2018 年 12 月 31 日止年度及截至 2019 年 6 月 30 日止六个月,加盟餐厅的收入贡献为人民币 1.6 百万元及人民币 6.1 百万元,占同期总收入的约 0.1%及 0.5%。

表 7: 2 颗鸡蛋煎饼加盟收费政策

金额 (元)	
一次性费用	
——加盟费	30,000 或 50,000 元
——设计服务费	5,000 或 6,000 元
——餐厅经营保证金	20,000 或 30,000 或 50,000 元
持续费用	
——特许权使用费 (月)	1,500 或 3,000 元或收入的 5% (2019 年 3 月 1 日前为 3%)
采购费	以采购金额为准
其他服务费	以提供的实际服务为准

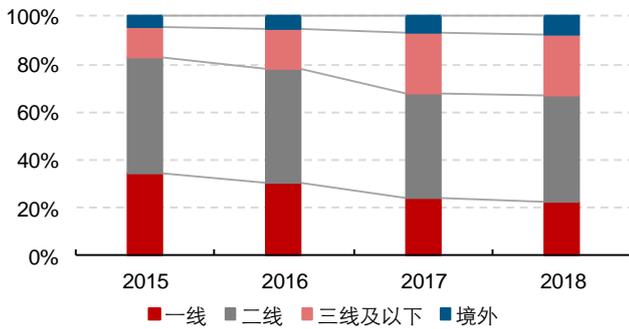
资料来源:招股说明书,长江证券研究所

公司鼓励内部员工成为加盟商或推荐加盟商合适人选。目前雇员加盟商数量达到 16 人,门店数量达到 23 家。公司向加盟商收取加盟费、设计服务费、餐厅经营保证金以及特许权使用费、采购费、其他服务费,对于雇员加盟商通常豁免加盟费及餐厅经营保证金。

全国布局渗透势在必行

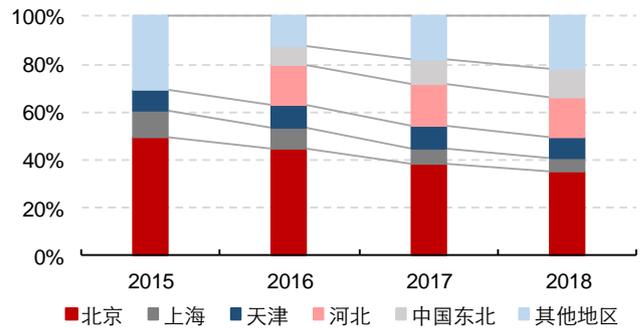
随着开店数量的加快,全国布局渗透率提升是大势所趋。从海底捞和呷哺呷哺的门店布局来看,门店分布均朝更加均衡的方向发展:海底捞二线、三线及以下城市占比提升,主要是一线城市数量有限饱和度较高,下沉过程中市场渗透率逐步提升;呷哺呷哺原主要集中在北京和河北地区,近年来逐步加大在其他区域的开店速度,整体布局更加均衡。

图 30: 海底捞门店分布占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 31: 呷哺呷哺门店占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

九毛九目前同样存在门店集中度较高的问题, 未来有望逐步改善。截至最后可行日期, 公司在广东省内的餐饮门店占比达到 69.7%, 集中程度较高。公司预计于 2019 年至 2021 年间开设约 370 间自营新餐厅, 其中大约 240 间餐厅属于太二, 约有 54 间餐厅属于九毛九, 及 76 间餐厅属于其他餐厅品牌。公司目标是进一步提高市场份额, 渗透现有市场并将业务扩展到一线城市、新一线城市、省会城市及周边城市的新兴市场。

表 8: 九毛九公司旗下餐厅全国数量分布

餐厅地理位置	九毛九	太二	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
华北	北京	6	5	-	-
	河北	-	1	-	-
	天津	6	2	-	-
华南	广东	106	48	60	1
	海南	16	9	1	-
	福建	-	3	-	-
华中	湖北	10	2	2	-
	湖南	-	2	-	-
	江苏	3	3	-	-
华东	江西	-	1	-	-
	上海	-	13	-	-
	浙江	-	4	-	-
西部	陕西	-	2	-	-
	四川	-	1	-	-
	重庆	-	2	-	-

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

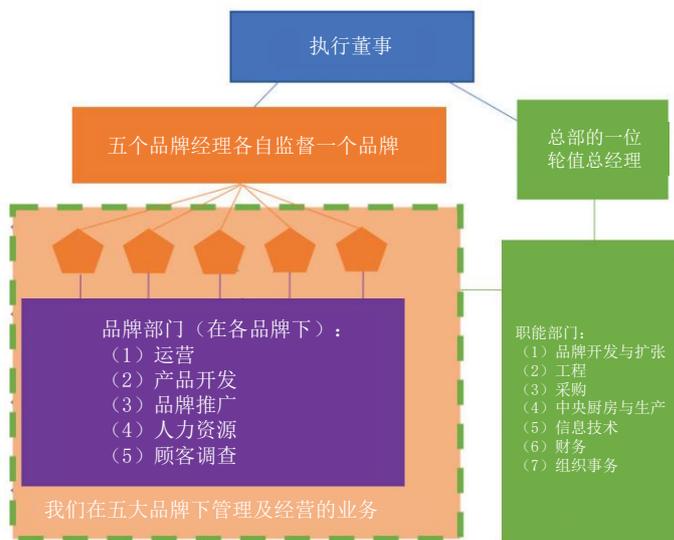
管理角度: 自上而下的体制有何特点?

九毛九公司自上而下的管理体制保证了品牌的活力。在组织架构方面, 公司采取能促进品牌创新及集团内品牌之间的广泛协调及专业知识共享的组织架构。在品牌内部管理方面, 标准化经营奠定扩张基础, 主要体现在精简的食物选择、中央厨房、标准化运营程序和员工培训四个方面。

组织架构设计释放品牌活力

公司采取能促进品牌创新及集团内品牌之间的广泛协调及专业知识共享的组织架构。公司在提供明确的职能问责制系统与在决策及营运层面上提供灵活性及创造力的目标之间取得平衡。业务受精确集中的指挥机制的管理，可实现各品牌并行运作。六名高级职员（包括五名负责管理我们的不同品牌的品牌经理及一名驻留在总部负责整合行政管理的服务平台的轮值总经理）直接向执行董事报告他们职责。

图 32：公司组织架构示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

公司通过为各品牌项下的品牌经理及称职员工提供灵活性及激励以鼓励其所付出之努力，从而鼓励特定品牌及自下而上的升级及创新。公司自集团高级管理团队中选择并委任品牌经理，向品牌经理及其各自团队授予其管理的品牌若干比例的股权。截至最后可行日期，太二、2 颗鸡蛋煎饼、怱及那末大叔是大厨品牌团队分别持有其所管理品牌的 15%、20%及 25%的股权。此外，公司正在重组九毛九以便为其品牌团队提供股权激励。公司成立了非全资附属公司瑞兆投资，预计现有的九毛九餐厅将逐渐全部转让予瑞兆投资。截至最后可行日期，瑞兆投资由九毛九品牌团队拥有 15%权益。

各品牌的管理进一步受执行专职员工的支持。在各品牌架构项下有五个职能部门，包括运营、产品开发、品牌推广、人力资源、顾客调研。职能部门根据各品牌需求为品牌经理提供特定的帮助。

标准化经营奠定扩张基础

公司的标准化业务经营主要体现在以下方面：

- (1) **精简的食物选择。**公司以高标准化的概念开发品牌。公司限制每个品牌提供的菜肴数量，以简化采购及物流。例如，太二的特色是老坛子酸菜鱼，并供应不

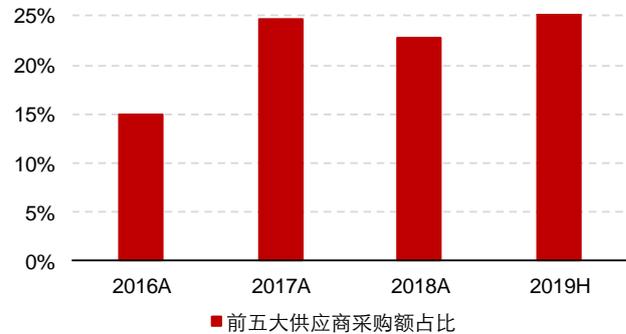
多于 23 种其他菜肴，帮助精确所需的食材、烹饪方法以及每道菜肴的食物品相。

图 33: 九毛九公司授权供应商数量



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 34: 九毛九公司前五大供应商采购额占比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

- (2) **中央厨房。**公司目前在广东、湖北及海南设有中央厨房，也使用在中国行业领先的第三方供应链租用供应中心。此外，就所有采购订单采用集中采购体系，并通过采购部门进行集中订单采购。中央厨房及集中采购体系确保食品风味及质量始终如一并及时配送食材，获得更大的规模经济效益及实现更高的效率。此外，公司已建立一套物流系统，包括分别位于广东、海南及湖北的三个中央厨房，每个厨房均配有三个仓库，各个物流设施的服务范围约为 200 公里

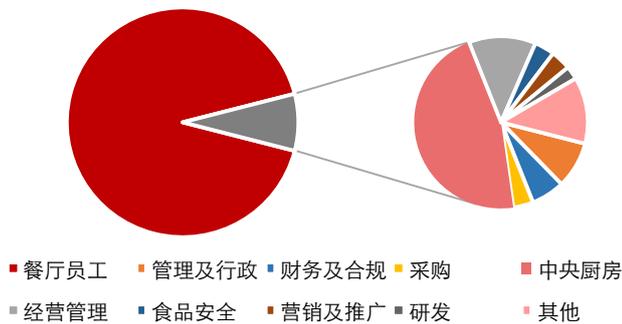
表 9: 九毛九公司三大中央厨房产能情况 (单位: 百万吨)

	2016A			2017A			2018A			2019H		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
广东	3.9	3.2	82.5%	14.6	5.6	38.6%	14.6	10.3	70.9%	7.3	6.6	90.4%
海南	0.7	0.2	25.9%	1.8	1.2	68.1%	1.8	1.5	83.9%	0.9	0.8	86.8%
湖北	2.2	0.3	15.0%	2.2	0.8	35.6%	2.2	0.9	42.8%	1.1	0.4	34.9%

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

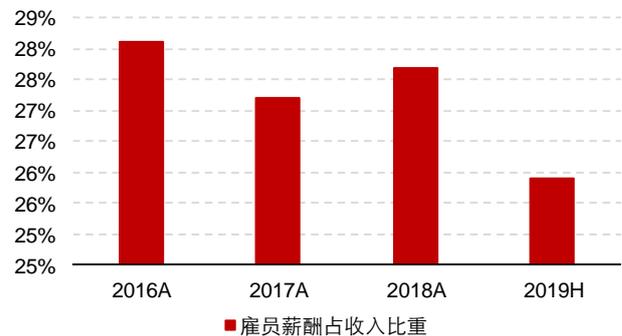
- (3) **标准化营运程序。**已实施涵盖餐厅经营多方面 (包括餐厅设计、菜品、定价、食品准备、设施维护、前厅后厨清洁卫生及雇员操守等) 的一整套标准流程。此外，公司将餐厅经营程序分成食材及供应品验收、食材及供应品清洗消毒、食品加工、食品准备及、食品装盘及装饰五个环节，并就各步骤提供易于遵循的指导及程序。
- (4) **员工培训。**公司的员工以餐厅员工为主，公司为所有雇员提供全面的线上及线下培训计划，在总部设立了一个培训中心，为各级员工提供统一的培训。此外，公司还建立了一个电子学习平台，雇员可以通过该平台访问在线课程，包括操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化。

图 35：九毛九公司员工按岗位划分占比（2019 年 6 月底）



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 36：九毛九公司雇员薪酬占当期收入比重



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

以九毛九经验，看中式快时尚餐饮的发展模式

综合九毛九的发展及管理经验，我们认为其品牌、拓展和管理三个方面在中式快时尚餐饮行业中有一定代表意义：

- (4) **品牌角度**：九毛九选择跨品类的一带多的品牌发展路径，未来朝更加均衡的品牌结构发展。九毛九旗下品牌门店效率介于呷哺呷哺和海底捞之间，在大众餐饮市场领域保持较好的运营效率。
- (5) **拓展角度**：九毛九选择直营为主、加盟为辅的拓展战略，同时仅在部分副品牌尝试加盟模式。随着开店数量的加快，全国布局渗透率提升是大势所趋，门店集中的问题通常会逐步解决。
- (6) **管理角度**：九毛九自上而下的管理体制保证了品牌的活力，标准化经营奠定扩张基础，主要体现在精简的食物选择、中央厨房、标准化营运程序和员工培训四个方面。

我们认为大众餐饮赛道有望继续孕育具备规模优势的龙头企业。2019 年 1-8 月社零餐饮收入同比增长 9.4%、限额以上餐饮企业收入同比增速 7.3%，表明餐饮仍是市场化运作、大众餐饮占主导的行业。看好标准化程度较高、消费者基础较好、品牌管理能力突出的优质餐饮连锁龙头企业。

行业观点

免税板块内生增长较快、外部扰动渐消，期待市内店政策放宽，推荐中国国旅。公司已发布 2019 年中报业绩快报，实现营业总收入 243.44 亿元（同比+15.46%）、归母净利润 32.79 亿元（同比+70.87%）、扣非后归母净利润 25.00 亿元（同比+30.86%）。期待未来市内免税店政策放宽至国人，市内店可以为消费者提供更丰富的产品、更充裕的购物时间，同时受益于较低的租金成本，有望实现收入端和利润端的共同增长，进一步打开中国免税市场和中國国旅的业绩空间。

景区板块消费转型叠加政策利好，看好休闲景区龙头。8 月 23 日国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，提出了 9 项激发文化和旅游消费潜力的政策举措。**宋城演艺**，张家界项目已于 6 月开业，西安、上海项目有望明年上半年开业，西塘、佛山项目顺利推进；轻资产宁乡和宜春项目表现良好，新郑项目预计 2020 年开业。第二轮异地项目更为优质，有望带动增速中枢上移。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，投资性价比凸出。短期费用端改善趋势明确；中长期看，光大入主后战略持续优化，乌镇景区扩容、古北水镇客流反弹、客单价提升等成长逻辑仍在。

酒店板块经营数据增速逐渐筑底企稳，看好中端酒店龙头企业。在当前经济形势下建议关注行业数据的改善。同时长期看好国内酒店品质升级、连锁化率提升逻辑的持续强化。**首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，看好公司在本轮国内酒店复苏周期中，实现业绩与估值提升的戴维斯双击。**锦江酒店**，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。

餐饮板块推荐标准化程度高、易复制、易管控的优秀赛道。推荐粤式餐饮食品龙头**广州酒家**，近期陶陶居股权转让完成、湘潭基地一期项目建成、梅州基地一期项目奠基，产能扩张和市场拓展双管齐下，业绩增长具备坚实基础。火锅产业链推荐**海底捞**，2019 年开店速度有所提升，8 月如期纳入 MSCI，身处标准化程度高的火锅赛道叠加确定性高的服务水平和环境吸引客户、增强客户粘性以及管理机制优异构建坚实护城河。**颐海国际**，中国最大的、成长最快的中高端火锅底料调味料生产商，霸州一期投产在即，品牌+产品+渠道+产能四维定位夯实增速，未来将沿着品牌扩展、产品开发、渠道下沉及产能拓张四个方面发展。**呷哺呷哺**，作为休闲火锅领军企业，公司未来将向轻正餐转型，通过菜单升级优化、推出中高端品牌、成立调料合资公司等打造新的增长点。

人力资源板块看好具备先发优势和管理壁垒的龙头公司，推荐科锐国际。公司是大陆本土发展起来的人力资源解决方案提供商，已建立起高效专业的服务、丰富的候选人数据库、不断的产品创新等核心优势，未来有望深度整合英国 Investigo 实现内生外延双轮驱动可持续增长。

教育板块建议关注确定性强的细分赛道龙头。职教板块推荐**中公教育**，公务员考试培训龙头企业，同时横向布局其他职业招录类、考试类培训、职业技能培训领域；**中国东方教育**，职业教育培训龙头集团，目前烹饪、信息技术以及汽车服务细分领域均为行业第一。早教板块推荐**美吉姆**，美系早教头部品牌，采用以加盟为主，直营为辅的运营模式。K12 培训领域推荐**新东方在线**，中国领先的在线教育服务供应商，已建立因优质课程和内容而闻名的在线教育品牌组合。

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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。