

# 【广发海外】九毛九 (09922.HK)

## 多赛道布局的中式快时尚餐饮连锁龙头

### 核心观点:

- **公司是多品牌中式快时尚餐饮连锁龙头。**公司旗下品牌：“九毛九”、“太二”、“2 颗鸡蛋”、“怂”和“那未大叔”，其中九毛九和太二贡献了大部分的收入和利润。截至 2019 年末，公司共管理 292 间直营餐厅和 44 间加盟餐厅，覆盖 16 个省份及 4 个直辖市和 40 个城市。公司 2019 年收入 26.87 亿人民币，经调整纯利 2.17 亿人民币。
- **公司具备突破餐饮规模扩张带来标准化管理压力的能力。**中餐连锁在规模扩张时维持产品和服务的标准化导致的管理压力较大。我们认为公司已经建立起一套成熟的模型，突破管理瓶颈，支撑太二酸菜鱼的扩张。进一步，我们相信公司在太二酸菜鱼上的成功不仅仅是偶然性的风口事件，而是管理团队的视野和能力以及有效的制度共同创造的。
- **我们看好公司的品牌矩阵增长前景。**过往记录中，管理层眼光精准，成功抓住西北菜和酸菜鱼两大餐饮子赛道，在快速更迭的中国餐饮消费者需求变化中突破了赛道周期的制约。目前仅太二酸菜鱼便可以支撑公司未来 3-5 年的扩张，如果公司成功孵化出第三个规模化的产品品牌，公司的增长前景和抗风险能力将进一步提升。
- **九毛九单品牌天花板低于海底捞，多品牌布局或实现弯道超越。**我们预计公司 2019-2022 年归母净利润复合增长率约为 55%，其估值约为 2021 年 37 倍 PE，考虑到公司的成长性以及和可比公司的成长性及估值比较，我们认为其估值具备吸引力。考虑到公司的成长性和行业估值以及疫情对餐饮业 2020 年业绩的影响等情况，我们给予 2021 年合理 PE 水平 50 倍，对应合理价值每股 17.50HKD，首次覆盖给予“买入评级”。
- **风险提示：**新餐厅拓展不及预期；疫情影响风险；成本上升风险。
- **如无特殊提示，使用人民币单位，使用港币兑人民币汇率为 0.915**

### 盈利预测 (货币币种人民币):

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,893	2,687	2,817	4,781	6,531
增长率 (%)	29%	42%	5%	70%	37%
EBITDA (百万元)	399	642	445	990	1,309
归母净利润 (百万元)	70	164	105	443	605
增长率 (%)	4%	136%	-36%	322%	37%
EPS (元/股)	-	-	0.08	0.32	0.44
市盈率 (P/E)	-	-	156.85	37.15	27.19
市净率 (P/B)	-	-	15.08	10.61	7.57
EV/EBITDA	-	-	19.16	8.62	6.52

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

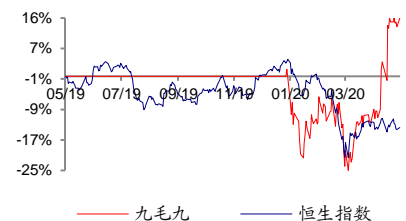
### 买入

当前价格	13.0 港元
合理价值	17.50 港元
报告日期	2020-06-02

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1383.41/1383.41
总市值/流通市值 (百万港元)	16241.23/16241.23
一年内最高/最低 (港元)	11.74/7.70
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.79/86.77
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	34.94/13.76

### 相对市场表现



### 分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

### 分析师:

刘峤



SAC 执证号: S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

### 相关研究:

## 目录索引

一、核心观点与逻辑.....	5
(一) 我们相信公司具备突破餐饮规模扩张带来标准化的管理压力的能力.....	5
(二) 我们看好公司的品牌矩阵增长前景.....	5
(三) 公司的估值具备吸引力.....	5
二、九毛九: 多品牌中式快时尚餐饮连锁龙头.....	6
(一) 公司简介: 多品牌中式餐饮连锁公司.....	6
(二) 股权结构: .....	7
(三) 发展历史回顾: 多品牌战略覆盖不同顾客人群.....	8
三、行业概况: 餐饮行业规模大, 中餐市场占主导地位.....	10
(一) 中国餐饮业规模为 4 万亿级别, 且仍维持高单位数级别增长.....	10
(二) 西北菜市场规模大, 行业分散度高.....	10
(三) 酸菜鱼具有高消费基础, 正处于高速增长期.....	11
四、中式餐饮的长期解决方案在于标准化.....	12
五、高标准化可扩展的业务模式和具备可追溯记录的品牌并行管理结构.....	14
(一) 有利于快速扩张的高标准化且可扩展的业务模式.....	14
(二) 清晰灵活且适于品牌孵化管理的组织架构.....	15
(三) 严格的食品安全及控制体系.....	15
六、收入端: 太二单店表现优异且开店空间较大.....	17
(一) 太二翻座率表现惊艳, 需求强劲.....	17
(二) 双核心品牌客单价持续提升.....	18
(三) 同店销售和人均产出.....	19
(四) 公司开店空间较大, 可以支撑公司未来 3-5 年的增长.....	20
七、支出端: 盈利能力短期波动, 未来有望进一步提升.....	21
(一) 原材料价格小幅上涨.....	21
(二) 职工薪酬和物业租金比率维持稳定.....	22
(三) 水电等其他相关费用.....	22
八、九毛九与海底捞对比.....	23
(一) 发展模式对比: 九毛九发力多元化餐饮, 海底捞纵向深耕产业链.....	23
(二) 供应链对比: 九毛九目前尚未向产业链延伸.....	23
(三) 营运指标对比: 定位和运营模式均不同.....	24
(四) 财务指标对比: 九毛九拥有相对较低的人工成本率, 但由于模式不同, 九毛九的租金开支率相对较高.....	25
九、盈利预测.....	27
十、估值分析和投资建议.....	28
十一、风险提示.....	30

## 图表索引

图 1: 九毛九获奖记录 .....	6
图 2: 九毛九营业总收入 (百万元) .....	7
图 3: 九毛九经营利润 (百万元) .....	7
图 4: 核心品牌门店数 (间) 及增速 (%) .....	7
图 5: 九毛九股权结构 .....	8
图 6: 九毛九三阶段历史回顾 .....	9
图 7: 全国按营运模式分类餐饮服务市场收入 (亿元) .....	10
图 8: 全国西北菜市场收入 (亿元) .....	11
图 9: 餐饮企业的规模魔咒 .....	13
图 10: 标准化业务经营体现 .....	14
图 11: 标准化业务经营体现 .....	14
图 12: 公司组织架构 .....	15
图 13: 食品安全控制环节 .....	16
图 14: 仓储及物流概览 .....	16
图 15: 九毛九整体翻座率及按地理位置划分 (次) .....	17
图 16: 太二整体翻座率及按地理位置划分 (次) .....	17
图 17: 太二营销口号 .....	18
图 18: 太二精简的菜单 .....	18
图 19: 九毛九客单价按地理位置 (元) .....	18
图 20: 太二客单价按地理位置 (元) .....	18
图 21: 酸菜鱼客单价 (元) .....	19
图 22: 西北菜客单价 (元) .....	19
图 23: 客单价增长率 (%) .....	19
图 24: 同店销售增长率 (%) .....	20
图 25: 坪效 (万元) .....	20
图 26: 集团人均劳效 (万元) .....	20
图 27: 原材料和消耗品 (百万元) 及占收入比重 (%) .....	21
图 28: 原材料及消耗品和营业收入同比增速比较 (%) .....	21
图 29: 主要食材价格 (元/千克) .....	21
图 30: 职工薪酬 (百万元) 及占收入比重 (%) .....	22
图 31: 租金 (百万元) 及占收入比重 (%) .....	22
图 32: 各项开支占收入比重 (%) .....	22
图 33: 收入与相关费用同比增速 (%) .....	22
图 34: 九毛九品牌矩阵 .....	23
图 35: 中国大陆门店数对比 (间) .....	24
图 36: 同店销售对比 (万元) .....	24
图 37: 客单价对比 (元) .....	25
图 38: 翻台率/翻座率对比 (倍) .....	25

图 39: 营业收入及增速对比 (亿元) .....	25
图 40: 净利率对比 (%) .....	25
图 41: 租金率 (租金比率+使用权资产折旧) 对比 (%) .....	26
图 42: 原材料和人工合计占比对比 (%) .....	26
图 43: 海底捞彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年增长率: %) .....	28
图 44: 呷哺呷哺彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年增长率: %) ...	28
图 45: 九毛九彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年增长率: %) .....	29
图 46: 三家公司 2020 年 P/E 估值比较 (倍) .....	29
表 1: 公司五大品牌概述.....	6
表 2: 中国西北菜餐厅市场份额.....	11
表 3: 中国酸菜鱼餐厅市场份额.....	11
表 4: 九毛九中央厨房产能情况.....	15
表 5: 海底捞关联交易 .....	23
表 6: 盈利预测核心假设.....	27
表 7: 可比公司估值 (P/E: 倍, 隐含 CAGR: %) .....	29

## 一、核心观点与逻辑

### （一）我们相信公司具备突破餐饮规模扩张带来标准化的管理压力的能力

中餐连锁在规模扩张时维持产品和服务的标准化导致的管理压力较大。我们从九毛九（全文使用“九毛九”指代上市公司，“九毛九餐厅”指公司的九毛九品牌及门店）的管理模式分析，认为在当前管理层的领导下，公司已经建立起一套成熟的模型突破管理瓶颈支撑太二酸菜鱼的扩张。进一步的，我们相信公司在太二酸菜鱼上的成功不仅仅是偶然性的风口事件，而是管理团队的视野和能力以及有效的制度共同创造的。

### （二）我们看好公司的品牌矩阵增长前景

公司管理团队的视野和能力以及公司整体制度已经在太二酸菜鱼上被证明是行之有效的，我们看好在此背景下的多品牌战略，我们认为公司孵化出第三个成功的品牌仅仅是时间问题。过往记录中，管理层眼光精准，成功抓住西北菜和酸菜鱼两大餐饮子赛道，在快速更迭的中国餐饮消费者需求变化中突破了赛道周期的制约。如果公司成功孵化出第三个规模化的产品品牌，公司的增长前景和抗风险能力将进一步提升。

### （三）公司的估值具备吸引力

我们预计公司未来3年的复合归母净利润增速约为55%，当前公司2021年的估PE值水平约为37倍，低于主要依靠火锅品类的可比公司海底捞，但增长前景更为强劲，我们认为公司的估值具备吸引力。

## 二、九毛九：多品牌中式快时尚餐饮连锁龙头

### （一）公司简介：多品牌中式餐饮连锁公司

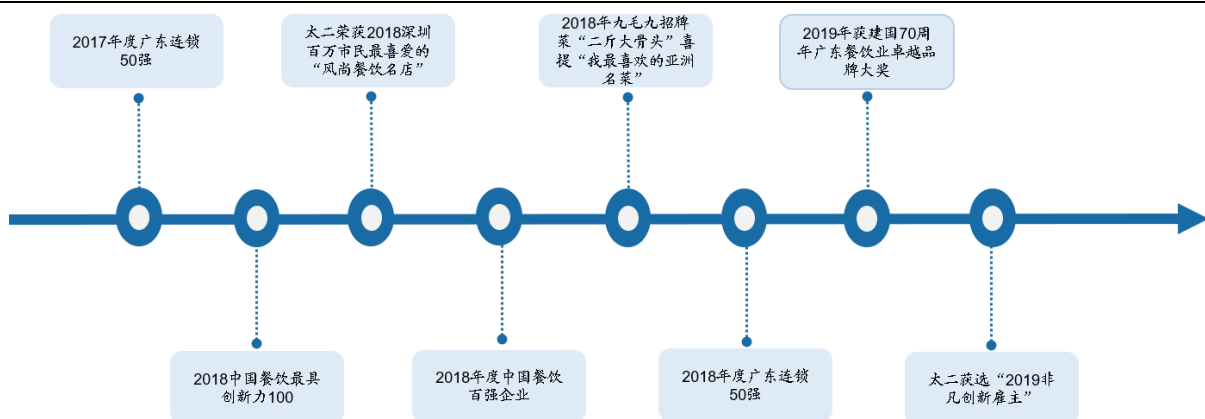
九毛九是中国领先的中式快时尚餐饮品牌管理及运营公司，目前有五个品牌，即“九毛九”、“太二”、“2颗鸡蛋”、“怂”和“那未大叔”，其中九毛九和太二是目前的核心品牌，贡献了大部分的收入和利润。截至2019年12月31日，公司共管理292间直营餐厅和44间加盟餐厅，覆盖16个省份及4个直辖市和40个城市。2018年，公司的收入规模在中式快时尚餐饮企业中排名全国第三，华南第一。

表1：公司五大品牌概述

品牌	九毛九	太二	2颗鸡蛋	怂	那未大叔是大厨
					
主打菜系/菜品	中国西北菜系为主并融合中国其他地区的饮食风格	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
目标顾客群	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
九毛九餐厅建筑面积	250-400 平方米	200-300 平方米	10-40 平方米	120-200 平方米	300-500 平方米
截至 2019 年 12 月 31 日餐厅数量	直营：143	直营：126	直营：21 加盟：44	直营：1	直营：1
菜单 SKU	60-80	24		40	不超过 35
门店容量	45 桌，180 人	33 桌，110 人			

数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

图1：九毛九获奖记录



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2019年，九毛九实现营业总收入26.9亿元，同比增长42.0%，近五年的复合增速达21.1%。公司收入的高速增长主要分两个阶段，2013到2015年，公司收入的高速增长主要依靠九毛九；2016到2019年则是太二快速发展的时期。2019年两大品牌在公司总收入占比合计达98.6%。

图2：九毛九营业总收入（百万元）

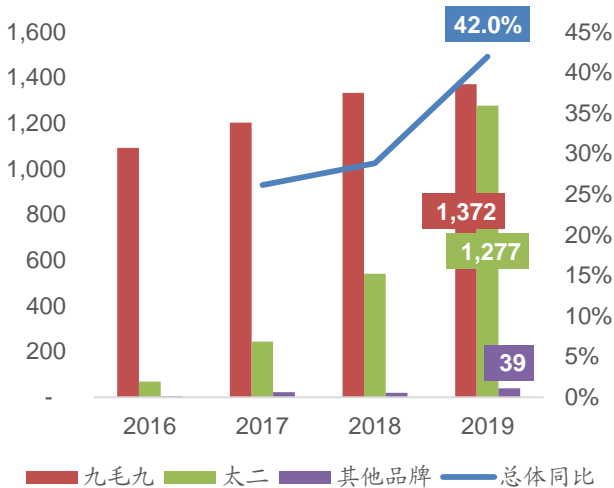
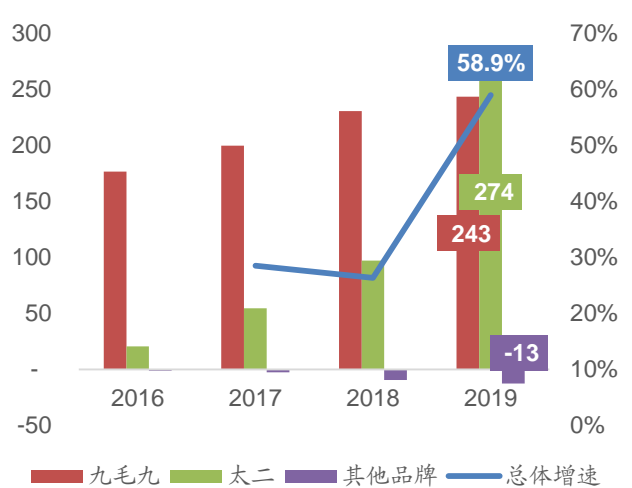


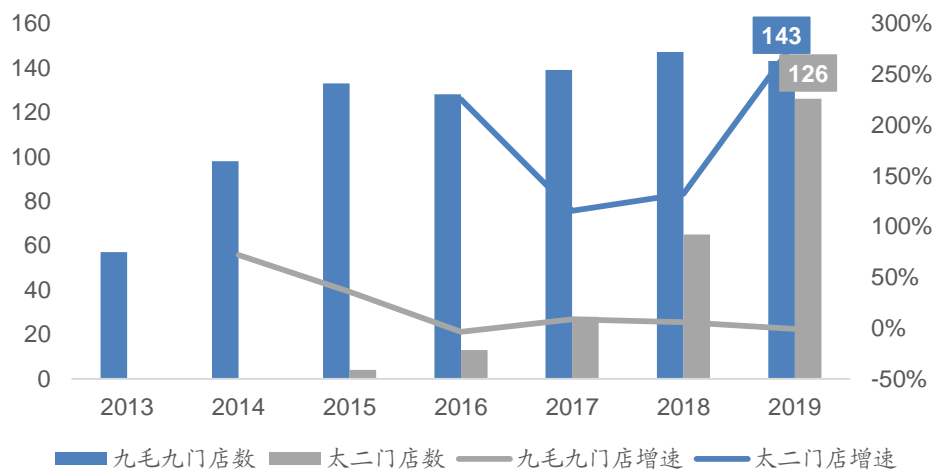
图3：九毛九经营利润（百万元）



数据来源：九毛九-全球发售文件，2019年年报，广发证券发展研究中心

数据来源：九毛九-全球发售文件，2019年年报，广发证券发展研究中心

图4：核心品牌门店数（间）及增速（%）

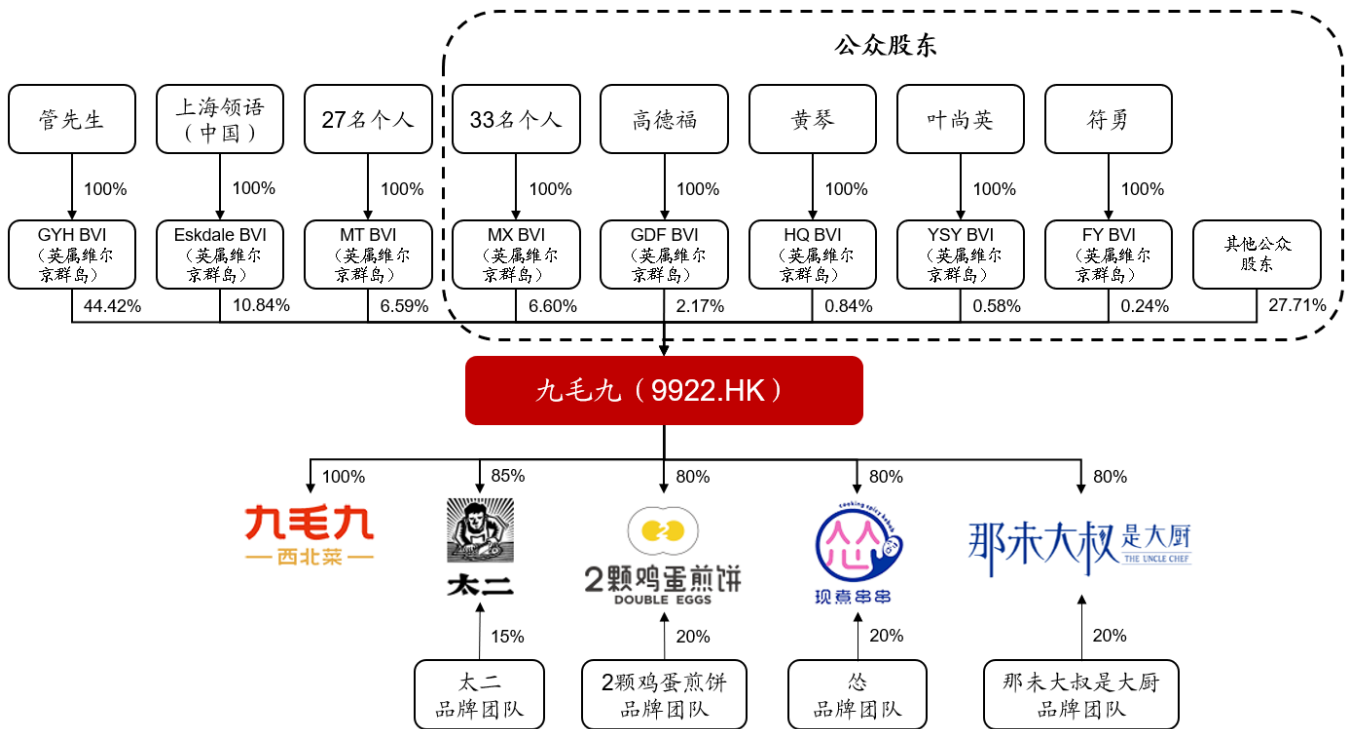


数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

## （二）股权结构：

九毛九国际控股有限公司的实际控制人为创始人管毅宏先生。MT BVI和MX BVI为两大员工持股平台，绑定了核心员工与公司的利益。

图5：九毛九股权结构



数据来源：港交所披露易，九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

### （三）发展历史回顾：多品牌战略覆盖不同顾客人群

公司自1995年成立之后，发展可分为三个阶段：

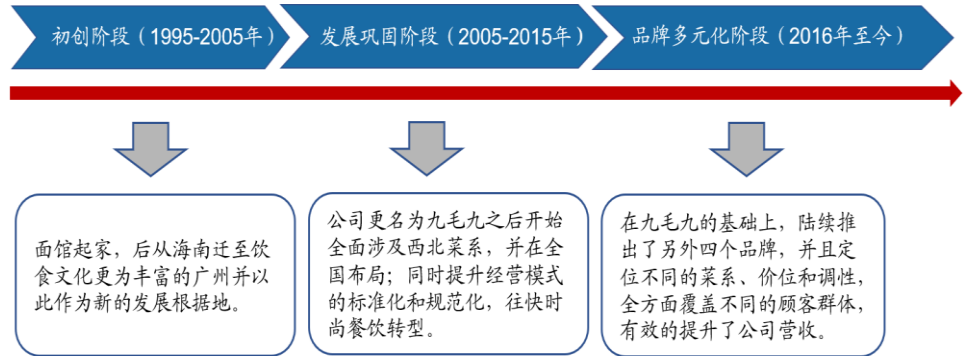
**（1）初创阶段（1995-2005年）：业务扩展至广州，公司发展立足华南地区。**1995年，管先生在海南海口成立首家面馆，2003年，他将业务扩展至广州。2005年，广州总部成立，并确定使用“九毛九”为品牌名称，公司发展中心从此正式转移。

**（2）发展巩固阶段（2005-2015年）：商业模式升级，开店全国布局。**从华南大市场入手，公司从一家模式过重的餐饮运营企业，改变成为快时尚的连锁经营餐饮企业，开店策略逐步锁定在购物中心。2012-13年，九毛九北京、深圳、天津和武汉分公司相继成立。

**（3）品牌多元化阶段（2016年至今）：孵化新品牌，打造多元化品牌战略。**2015年，太二品牌开业并取得亮眼成绩，公司开始尝试不同的菜系，并陆续推出了2颗鸡蛋、怂及那未大叔是大厨餐厅。



图6: 九毛九三阶段历史回顾



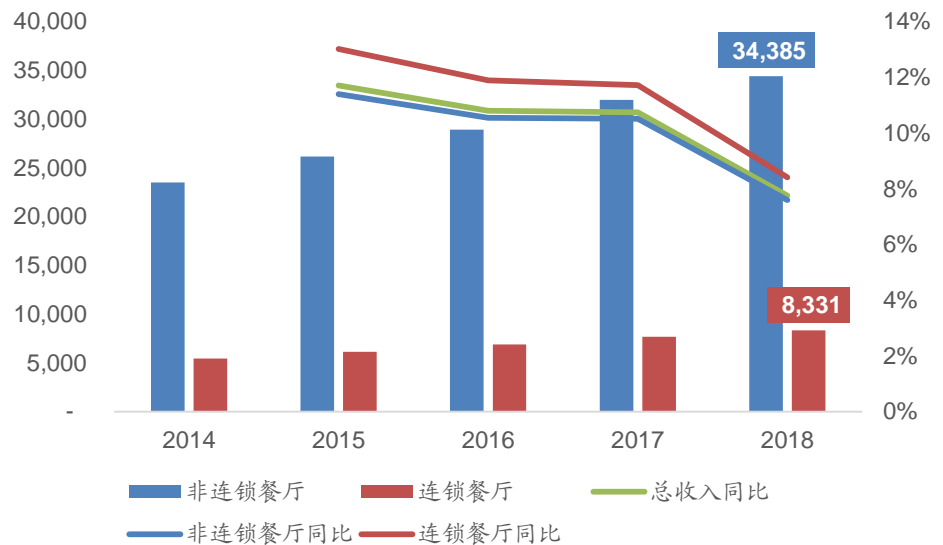
数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

### 三、行业概况：餐饮行业规模大，中餐市场占主导地位

#### （一）中国餐饮业规模为 4 万亿级别，且仍维持高单位数级别增长

2018年，中国餐饮市场总收入达到4.3万亿元，近四年的复合增速达10.2%。其中非连锁餐厅占据主导，但连锁餐厅增速一直处于领先，近四年复合增速达11.2%。从市场分类来看，火锅占比最高，但仍未有占比超过15%的品类。

图7：全国按营运模式分类餐饮服务市场收入（亿元）

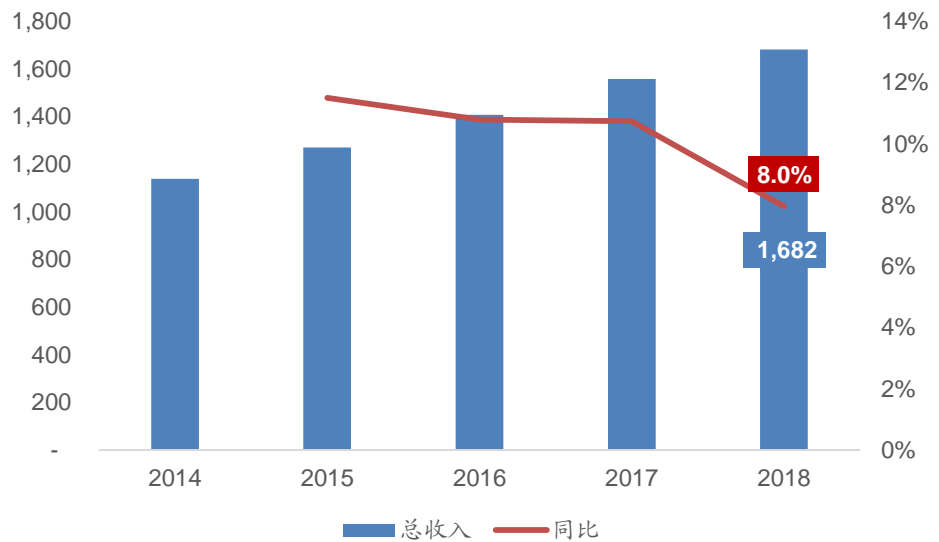


数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

#### （二）西北菜市场规模大，行业分散度高

西北菜泛指我国西北地区的菜系，包括甘肃、陕西、宁夏、山西等地方风味。2018年中国西北菜市场的收入达1682亿元，近四年的复合增速为10.2%，行业较为分散，前三位公司的市占率合计仅为4.3%。

图8: 全国西北菜市场收入 (亿元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

表2: 中国西北菜餐厅市场份额

排名	公司	总收入 (亿元)	市场份额 (%)
1	公司 A	53	3.2
2	九毛九	13	0.8
3	公司 B	7	0.4
	其他	1609	95.7
	总计	1682	100.0

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

### (三) 酸菜鱼具有高消费基础, 正处于高速增长期

酸菜鱼是经典川菜, 在全国有广泛的消费基础, 同时中国水产品消费量也在稳步增长。2018年, 酸菜鱼市场收入达123亿元, 近四年复合增速为32.4%, 远高于中式餐饮和西北菜整体规模增速, 其中太二在2018年实现营收540.2百万元, 市占率达4.4%, 在全国所有酸菜鱼餐厅中排名第一。

表3: 中国酸菜鱼餐厅市场份额

排名	公司	总收入 (百万元)	市场份额 (%)
1	太二	540.2	4.4
2	公司 A	473.8	3.9
3	公司 B	363.4	3
	其他	10922.6	88.8
	总计	12300.0	100

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

## 四、中式餐饮的长期解决方案在于标准化

中式餐饮相比于西式餐饮，其产品和服务的标准化相对较为困难，主要原因是中式餐饮本身相对并不注重量化烹饪，导致产品跟随厨师而非标准。另外传统中餐对于服务的标准化也较为依赖团队负责人而非制度。当规模扩张的时候，餐饮管理层往往面临维持产品和服务标准化所需管理难度的指数级别增长，导致规模扩张时存在内部脆弱性。

通常来说，通过仔细选择子品类和控制菜单（SKU）长度并搭配中央厨房方案，是解决规模扩张时产品标准化的主要手段。例如选择不依赖厨师，以底料量化方式工业化生产搭配标准化半成品食材的火锅子行业相对于传统中餐产品标准化的难度相对较低。亦有开设专门店，即缩减菜单长度，专注细分品类的专门店形式亦可以降低产品标准化难度。其内在核心均在于降低对某特定厨师对产品的控制，使用中央厨房集中加工，实现通用和标准化生产。

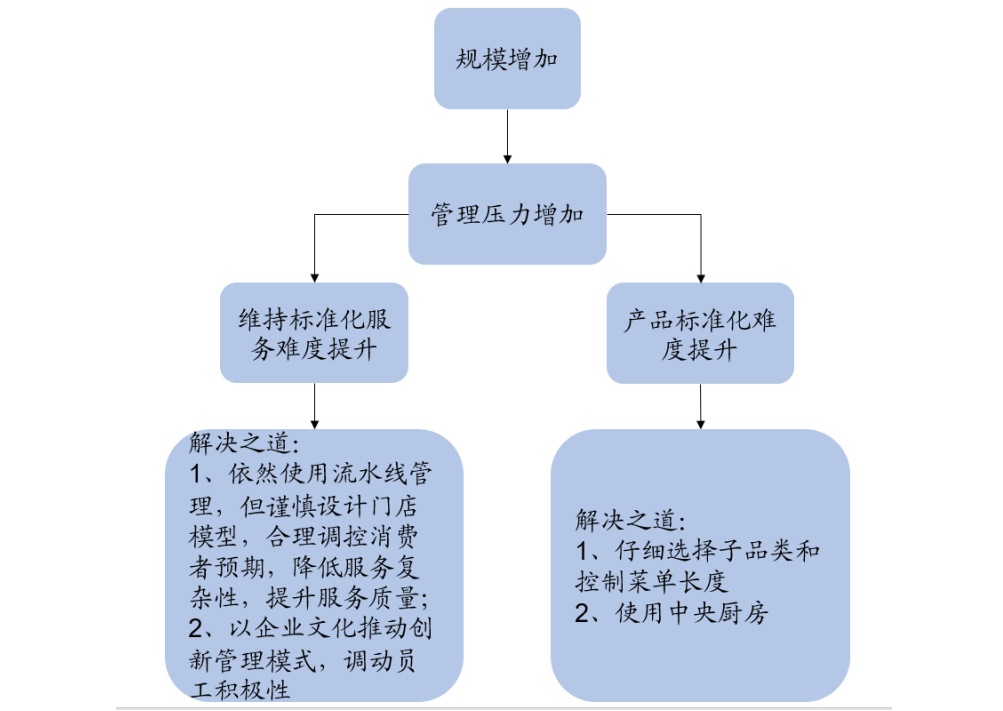
服务标准化亦是困扰传统餐饮的另一大问题，如何突破规模扩张导致的管理瓶颈已经成为制约连锁中餐扩张的决定性因素。餐饮业服务标准化面临的难题在于，门店员工结构不稳定，流动性强，叠加行业普遍的学历较低、老乡帮带和师徒关系造成大量员工行事风格的短视特征，传统管理的企业文化和中长期激励制度推行起来较难。

目前来看，主要连锁中餐企业有两条路线可以选择：1、流水线管理，以后台确定的门店模型出发，追求极为标准的服务，和西方连锁餐饮风格相同；2、企业文化推动，放权至门店施行容错性较高的前台管理，此种方式的典型代表为海底捞。一般来说，追求规模扩张的连锁餐饮必然会施行一定程度的基本服务流水线管理，主要区别在于附加服务方向上是坚持由后台控制还是有前台门店控制。这两种路线都有虽规模指数级别增长的管理难度提升，但相对来说，流水线管理成功的案例相对较多。

同控制产品标准化类似的是，管理消费场景同样可以降低服务标准化的难度。将传统中餐的不同消费场景分离，可以降低服务标准化的难度。例如不提供饮酒和包间服务，都会降低管理难度。我们认为太二餐厅选择的方案较为接近此路线。

值得注意的是餐饮业迭代较快，不管是产品标准化还是服务标准化，都不存在完全可复制的标准化方案，需要管理层根据自身情况量身定制，因此餐饮业的核心仍然在管理层手中。

图9: 餐饮企业的规模魔咒



数据来源: 广发证券发展研究中心

## 五、高标准化可扩展的业务模式和具备可追溯记录的品牌并行管理结构

### (一) 有利于快速扩张的高标准化且可扩展的业务模式

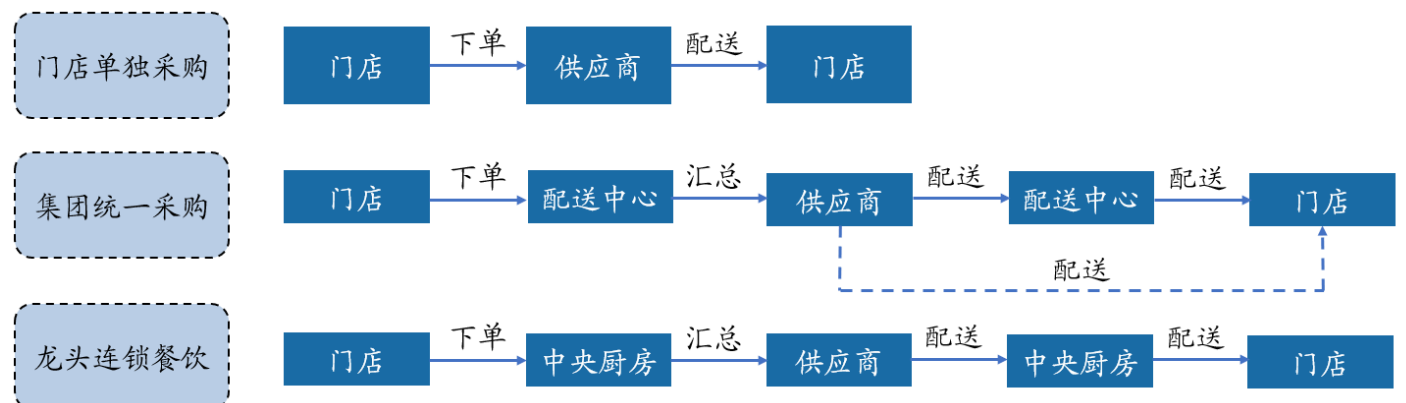
公司通过多年的经营经验建立起了一套适应快速扩张的业务模式，主要体现在精简的食物选择、中央厨房、标准化营运程序和员工培训。精简菜单和标准化营运程序降低了餐饮扩张中供应链的压力，自建中央厨房并设立员工培训中心则增强了供应链本身。中央厨房的建立主要有两大优势：1、提升产品的标准化程度并加快产品更新迭代的速度，由中央厨房来统一制作减少了门店对产品质量的干扰，同时中央厨房的配备较门店后厨更加专业，更有利于新品的研发；2、有效降低食材采购、人力和租金成本，规模效应带来了采购议价能力的提升，同时中央厨房标准化的制作弱化了对厨师和后厨人员的依赖，减轻了门店后厨的制作压力。其中，广东中央厨房负责位于华南（除海南外）的餐厅食材及其他消耗品的供应，海南中央厨房负责海南地区，湖北中央厨房负责华中及华东地区。该业务模式应用在公司所有品牌的发展上，解决了餐饮门店快速扩张难题的同时还保证了单店利润规模的稳定。

图10：标准化业务经营体现



数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

图11：标准化业务经营体现



数据来源：郑景文：《餐饮供应链变革带来的创新新模式》，广发证券发展研究中心

表4: 九毛九中央厨房产能情况

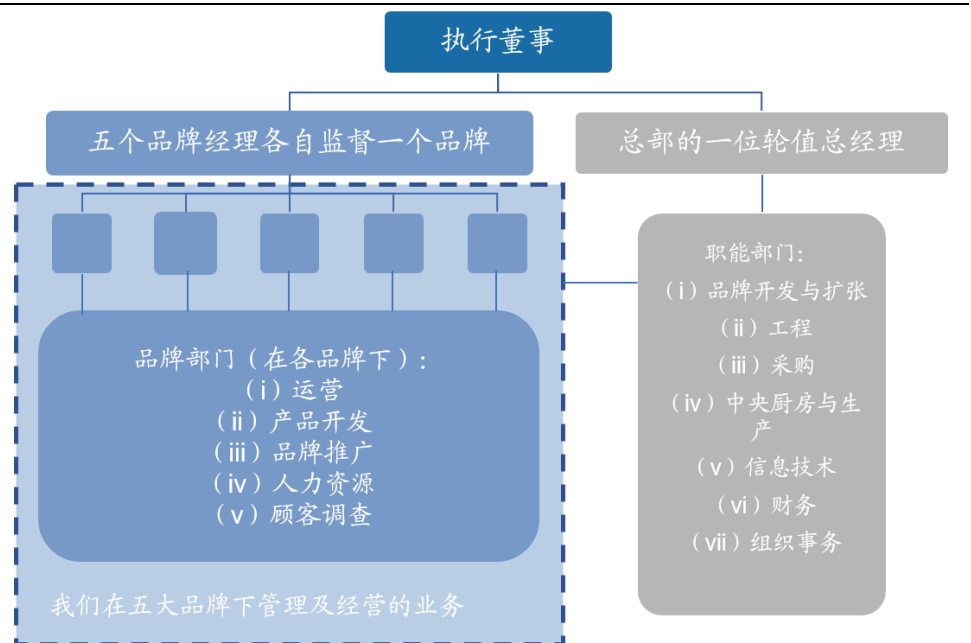
位置	自有仓库数量	仓库分类	总建筑面积 (平方米)	2016年		2017年		2018年	
				产能 (百万吨)	产量 (百万吨)	产能 (百万吨)	产量 (百万吨)	产能 (百万吨)	产量 (百万吨)
广东	3	冷冻/冷/常温各一个	6,221	3.9	3.2	14.6	5.6	14.6	10.3
海南	3	冷冻/冷/常温各一个	821	0.7	0.2	1.8	1.2	1.8	1.5
湖北	3	冷冻/冷/常温各一个	674	2.2	0.3	2.2	0.8	2.2	0.9

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

### (二) 清晰灵活且适于品牌孵化管理的组织架构

公司将旗下五个品牌分别交给五位品牌经理进行监督, 同时授予品牌经理和其管理团队对应品牌的若干比例股权; 总部设立一位轮值总经理, 负责整合行政管理的服务平台; 六位经理直接向执行董事报告职责。在这种管理机制下, 各品牌团队的创造力和积极性被充分调动, 总部拥有不断开发和扩张新品牌的能力。

图12: 公司组织架构



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

### (三) 严格的食品安全及控制体系

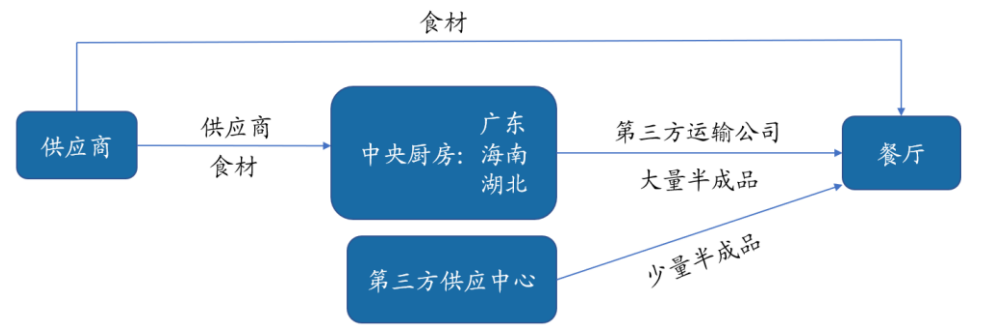
公司始终注重食品安全及品质控制, 从采购、食品加工、仓储及物流、餐厅经营四个环节实施严格的标准及措施, 成立了质量检验部和品质控制部。截止目前, 公司未曾遭遇任何重大食品安全事故。

图13: 食品安全控制环节



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

图14: 仓储及物流概览



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心



## 六、收入端：太二单店表现优异且开店空间较大

### （一）太二翻座率表现惊艳，需求强劲

2019年，公司的双核心品牌九毛九和太二翻座率分别达2.3和4.8，其中太二翻座率近年来上升趋势明显，九毛九则相对维持稳定。太二的高翻座率我们认为主要源自于三点：**1、独特有趣的营销手法**，通过极具吸引力的门店形象和标签化和出人意料的口号迅速给消费者形成品牌记忆，造成网络传播的效果，例如“酸菜比鱼好吃”和“要做宇宙第二好吃的酸菜鱼”；**2、精心选择的菜品和价位**，除主菜酸菜鱼之外，太二提供的菜式不超过23种，且酸菜鱼的辣度都是固定的，点餐、出餐、用餐效率都很高，同时太二的ASP为70-90元的定位，价格带受到消费者的喜欢；**3、精心选择的消费场景**，餐厅只有两人座和四人座，且不接受加位，使其专注友人聚会和小家庭聚餐等消费场景，降低了服务的复杂性。同时太二强调宁静时光概念，点餐、茶水、结账都是自助完成，服务人员和顾客触点少，顾客可以更加享受与亲友相聚，提高了餐厅服务效率。

图15：九毛九整体翻座率及按地理位置划分（次）

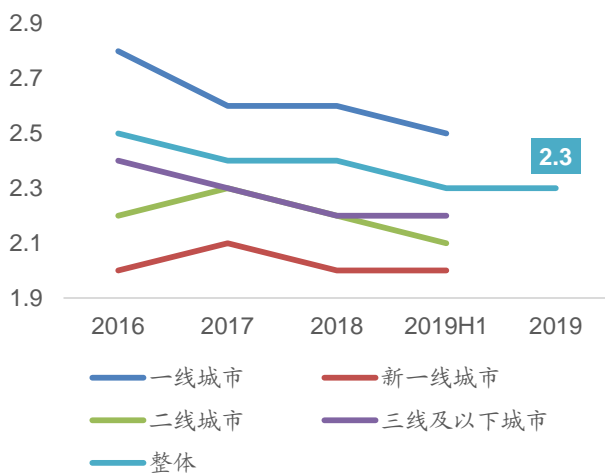
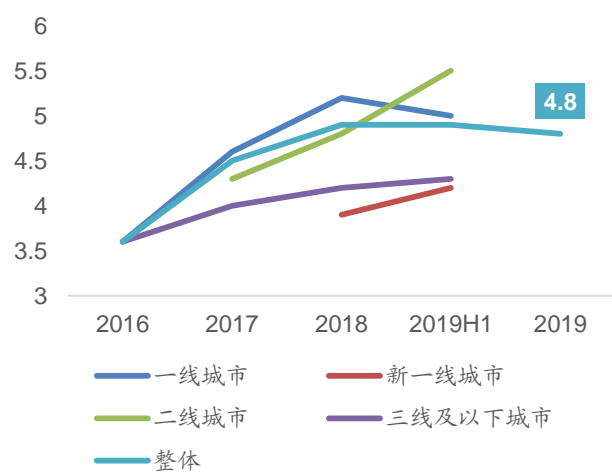


图16：太二整体翻座率及按地理位置划分（次）



数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

数据来源：九毛九-全球发售文件，广发证券发展研究中心

图17: 太二营销口号



图18: 太二精简的菜单



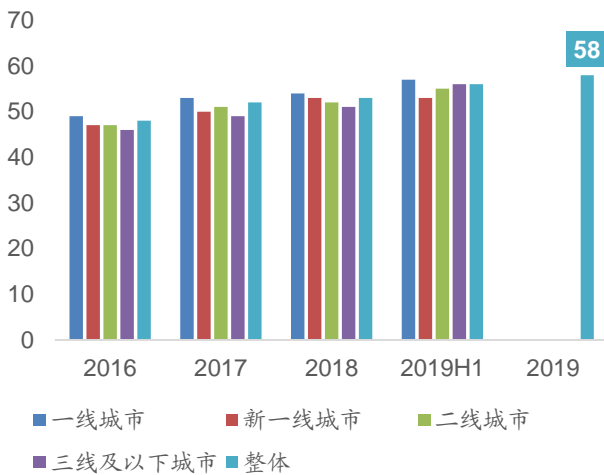
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 大众点评, 广发证券发展研究中心

(二) 双核心品牌客单价持续提升

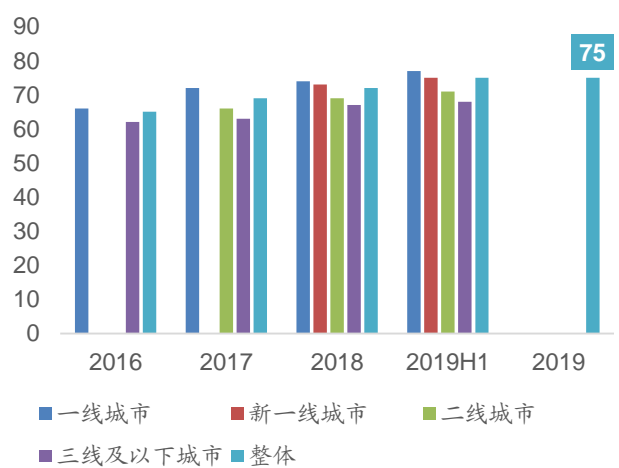
2019年, 九毛九客单价达58元人民币, 太二75元。

图19: 九毛九客单价按地理位置 (元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

图20: 太二客单价按地理位置 (元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

图21: 酸菜鱼客单价 (元)

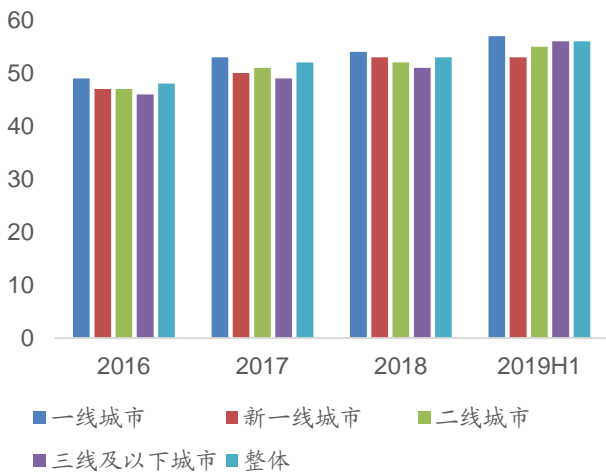
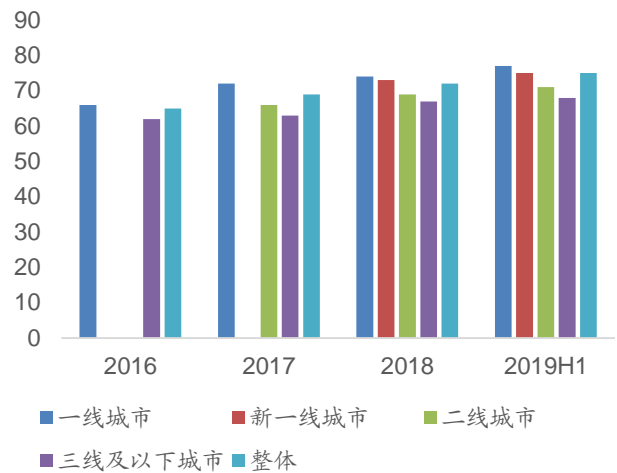


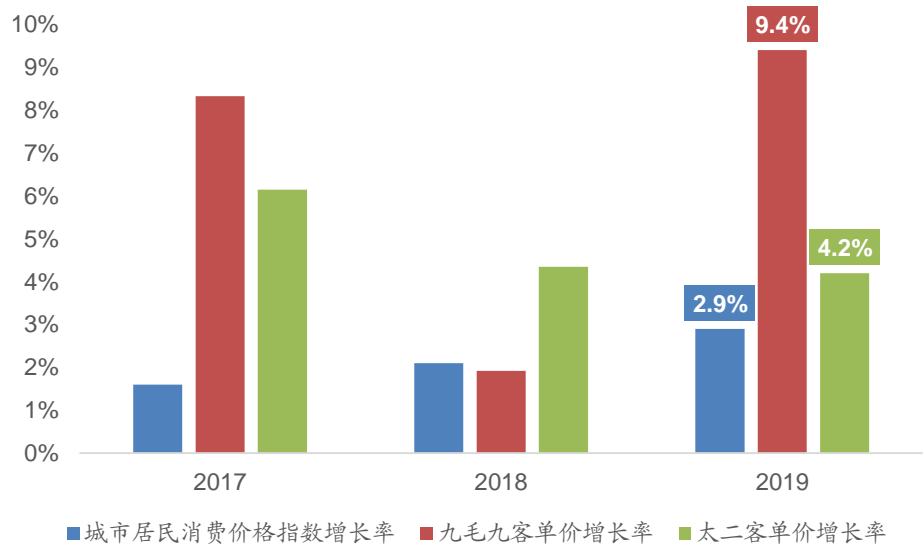
图22: 西北菜客单价 (元)



数据来源: 大众点评, 广发证券发展研究中心

数据来源: 大众点评, 广发证券发展研究中心

图23: 客单价增长率 (%)

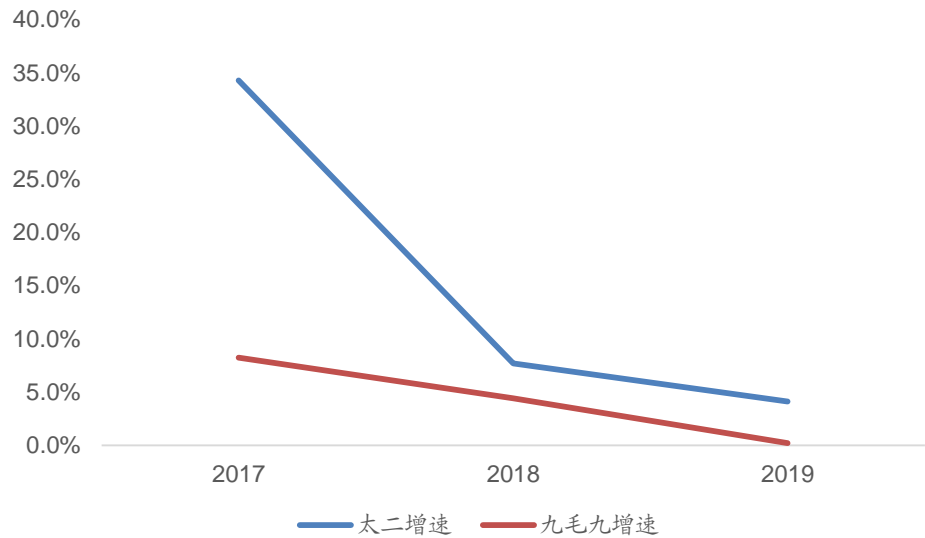


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 同店销售和人均产出

九毛九和太二的同店销售在近两年整体呈现上升的趋势。

图24: 同店销售增长率 (%)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

注: 同店定义为年内开业至少 300 天的门店

图25: 坪效 (万元)

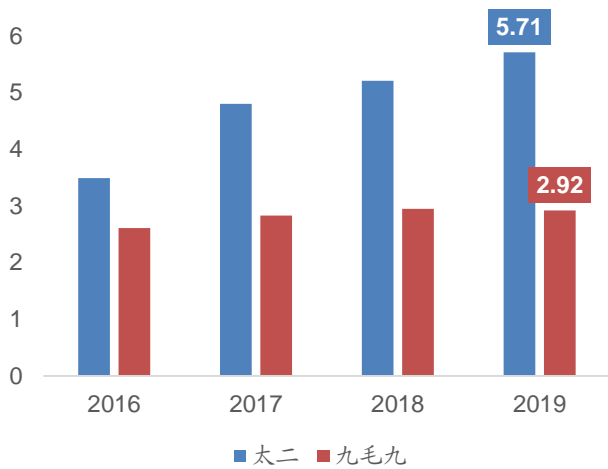
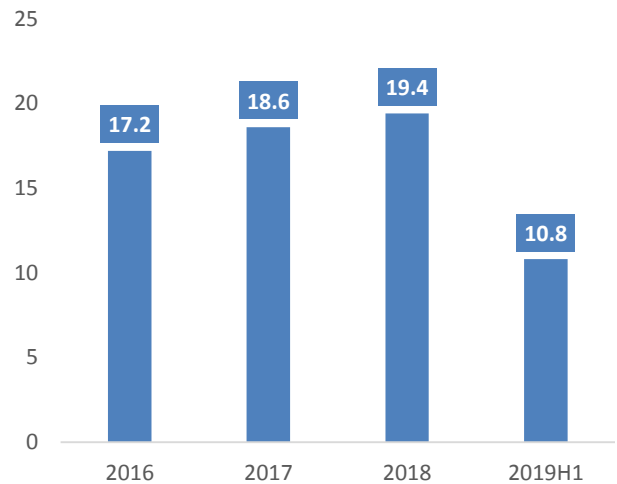


图26: 集团人均劳效 (万元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 广发证券发展研究中心

#### (四) 公司开店空间较大, 可以支撑公司未来 3-5 年的增长

我们认为公司的开店空间足够支撑至少到2022年的增长。公司全球发售文件中根据弗罗斯特沙利文统计, 中国2018年拥有购物中心数量约为5800个, 并预计2018-2024年将维持8.8%的复合年增长率。根据其计算, 2024年中国将拥有约9600家购物中心。如果不考虑公司的多品牌矩阵, 仅假设每家购物中心只能开一家餐厅, 公司的开店空间将取决于购物中心的渗透率。截至2019年末, 公司的九毛九餐厅、太二餐厅、怂餐厅和那未大叔是大厨餐厅一共271家, 渗透率不到3%, 如果考虑部分购物中心既有九毛九餐厅又有太二酸菜鱼餐厅, 公司的购物中心渗透率将会更低。如果依照二八法则推算, 头部购物中心约1900家, 足够支撑九毛九多年的发展。

## 七、支出端：盈利能力短期波动，未来有望进一步提升

### （一）原材料价格小幅上涨

公司整体原材料和消耗品占营业收入的比重从2016年的33.0%上升至2019年的36.7%，主要原因是太二餐厅的原材料和消耗品支出占营业收入比例要高于九毛九餐厅同时太二餐厅贡献的收入和数量占比在持续提升。近几年原材料成本的上涨，包括西北菜的主要用料牛肉和羊肉，但酸菜鱼的主材料鲈鱼价格相对稳定，公司采购的主要食材大都来自国内的供应商。随着原材料需求的上涨，公司的议价能力得到进一步提升，成本率波动更小。

图27：原材料和消耗品（百万元）及占收入比重（%）

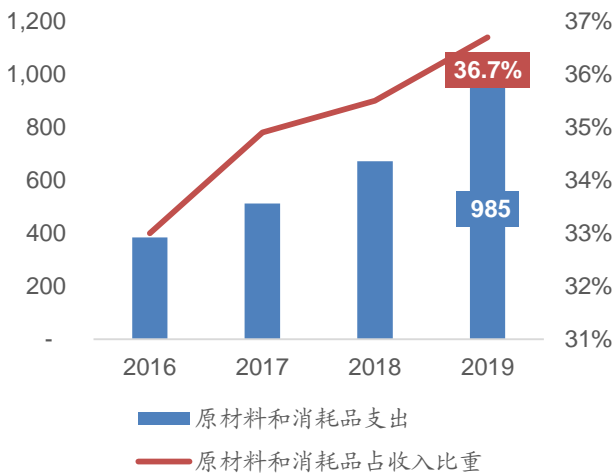
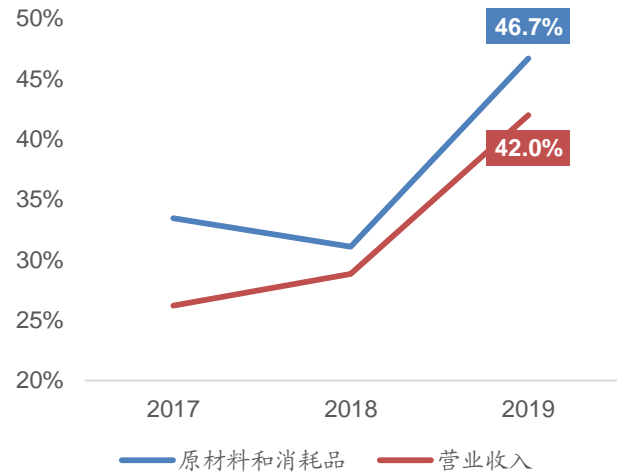


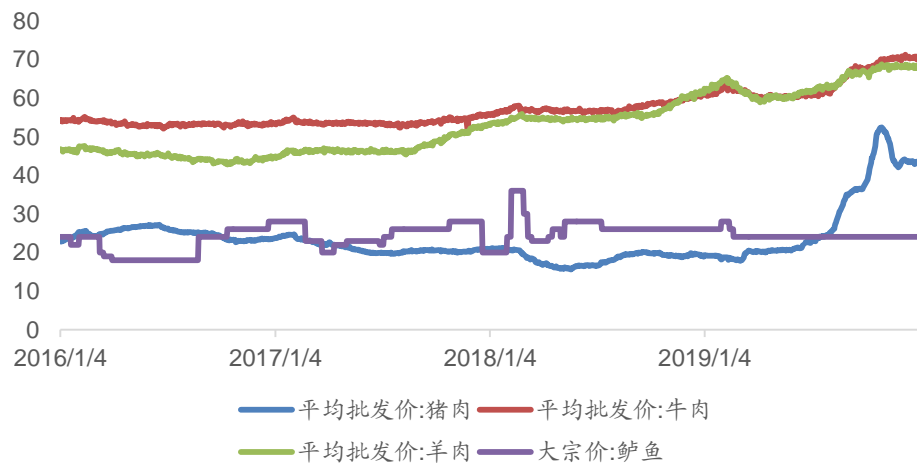
图28：原材料及消耗品和营业收入同比增速比较（%）



数据来源：九毛九-全球发售文件，2019年年报，广发证券发展研究中心

数据来源：九毛九-全球发售文件，2019年年报，广发证券发展研究中心

图29：主要食材价格（元/千克）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### (二) 职工薪酬和物业租金比率维持稳定

公司职工薪酬占总收入的比率在26%到28%之间，物业租金占比在9%到11%之间。职工薪酬占比整体减小主要是因为太二员工成本占比太二收入较其他品牌低，而太二的收入占比总收入不断增加所致，租金占比呈现明显的上升趋势主要是因为太二多位于高线城市中心地段商场的有利位置扩张，推高了公司整体的租金水平。

图30: 职工薪酬(百万元)及占收入比重(%)

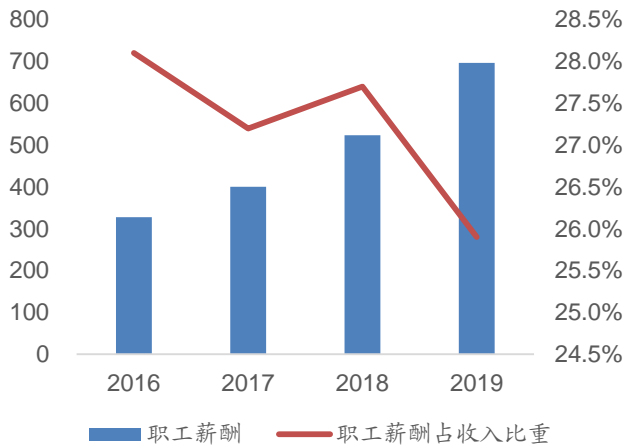
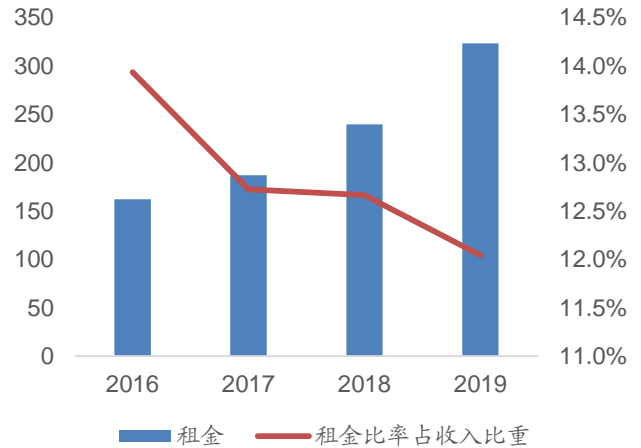


图31: 租金(百万元)及占收入比重(%)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

### (三) 水电等其他相关费用

公司的水电开支和折旧摊销费用占比下降明显,主要是由于新开设的太二餐厅产生的水电费和翻新成本都较九毛九更低所致。

图32: 各项开支占收入比重(%)

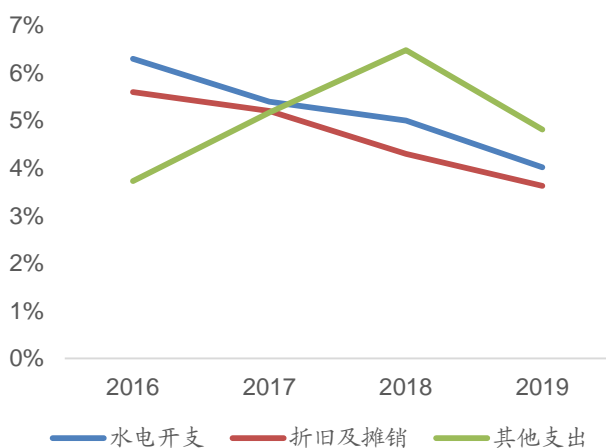
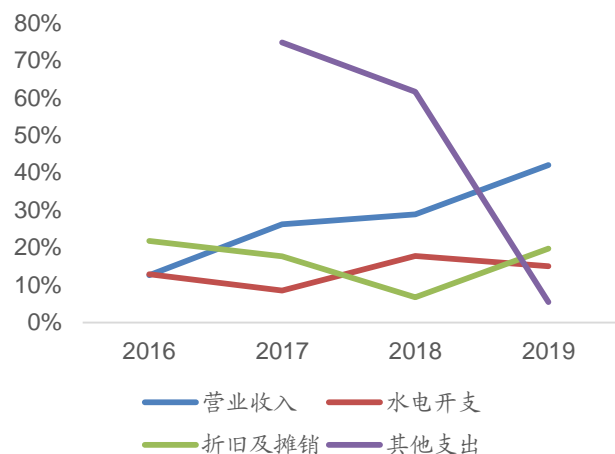


图33: 收入与相关费用同比增速(%)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

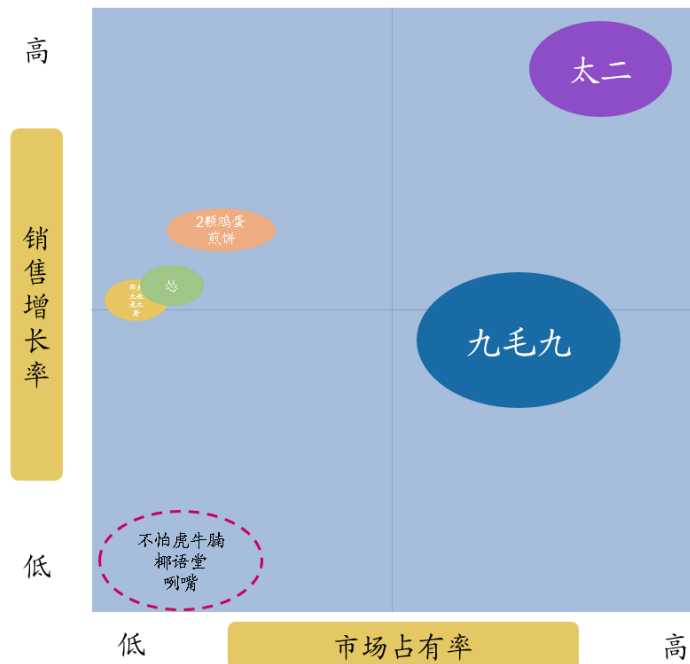
## 八、九毛九与海底捞对比

### （一）发展模式对比：九毛九发力多元化餐饮，海底捞纵向深耕产业链

九毛九平行的管理结构更加注重多赛道的横向发展。结合历史来看，除了目前品牌矩阵囊括的5个细分餐饮赛道，九毛九还开设过不怕虎牛腩、椰语堂和咧嘴餐厅，集团在不断尝试孵化新的品牌，覆盖更多的赛道和消费群体。

海底捞曾经专注火锅产业链，近期亦开始向面馆等进行扩张。

图34：九毛九品牌矩阵



数据来源：广发证券发展研究中心

### （二）供应链对比：九毛九目前尚未向产业链延伸

九毛九的供应商全都来自独立的第三方，而海底捞的供应体系依赖于关联方。九毛九主要供应商为独立第三方，海底捞则在火锅餐厅产业链布局了底料生产、食物加工到门店施工和人力咨询等。

表5：海底捞关联交易

关联人士	交易说明	交易金额（人民币 千万）		
		2016	2017	2018
蜀海集团	提供仓库仓储服务及物流服务以及供应食材	184.7	260.5	186.0
蜀韵东方	提供装修材料及翻新服务及装修、项目管理	3.3	129.0	73.8
颐海集团	提供海底捞定制产品、颐海零售产品及即食火锅产品	58.9	90.2	116.3
扎鲁特旗海底捞	供应羊肉产品	6.1	7.1	10.1
微海咨询	提供人力资源管理及咨询服务	2.3	3.6	6.0
红火台	提供餐饮信息化云技术开发服务、测试及维护服务		1.8	1.6

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### （三）营运指标对比：定位和运营模式均不同

由于定位和运营模式不同，太二餐厅和九毛九餐厅的面积相对海底捞较小，营业时间相对海底捞要低，客单价相比海底捞也较低。从翻台率和翻座率情况来看，九毛九使用翻座率，海底捞使用翻台率，一般来说同一家餐厅使用翻座率的指标会相对于翻台率低一些。九毛九餐厅的翻座率相对较低，但太二餐厅的翻座率和海底捞相当。整体来看，二者营运指标的差异主要来自于定位和运营模式。

图35：中国大陆门店数对比（间）

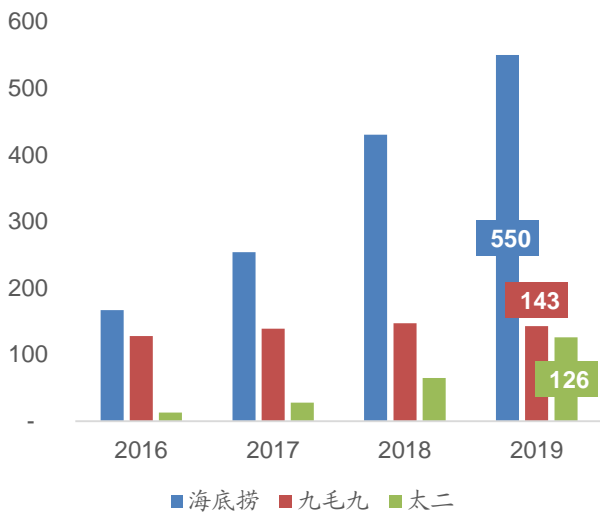
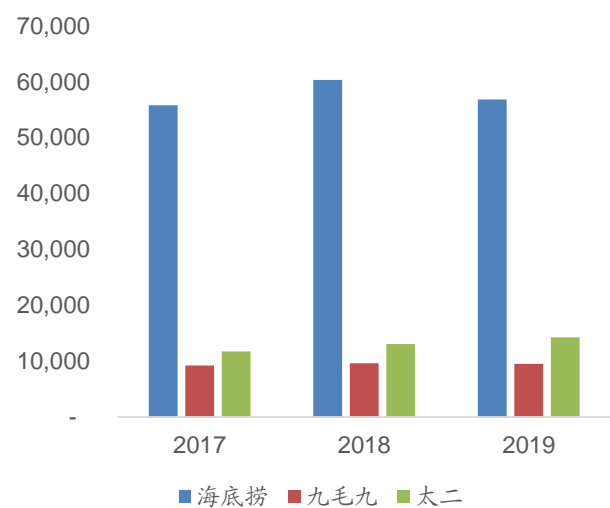


图36：同店销售对比（万元）

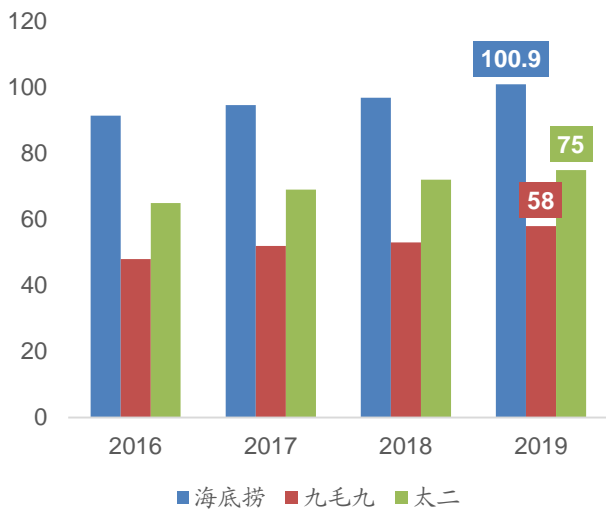


数据来源：九毛九-全球发售文件，公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：九毛九-全球发售文件，公司公告，广发证券发展研究中心

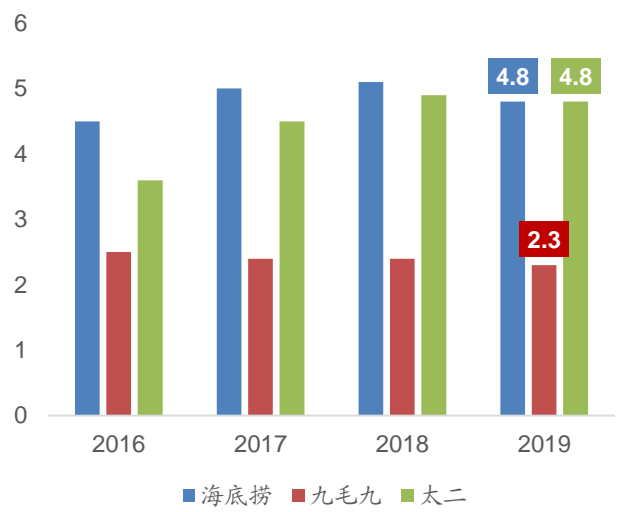


图37: 客单价对比 (元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图38: 翻台率/翻座率对比 (倍)

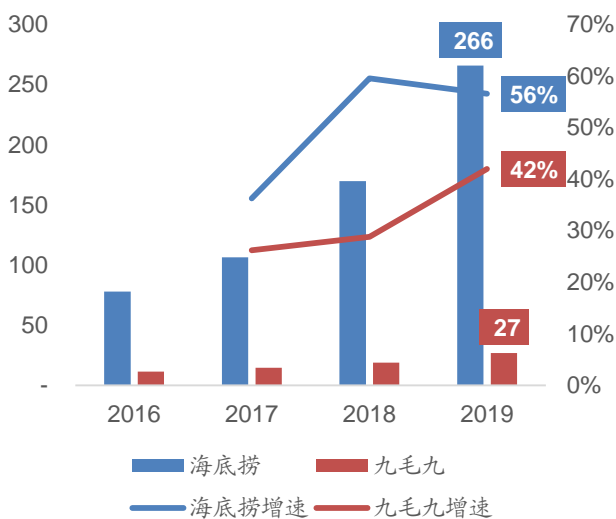


数据来源: 九毛九-全球发售文件, 公司公告, 广发证券发展研究中心

**(四) 财务指标对比: 九毛九拥有相对较低的人工成本率, 但由于模式不同, 九毛九的租金开支率相对较高**

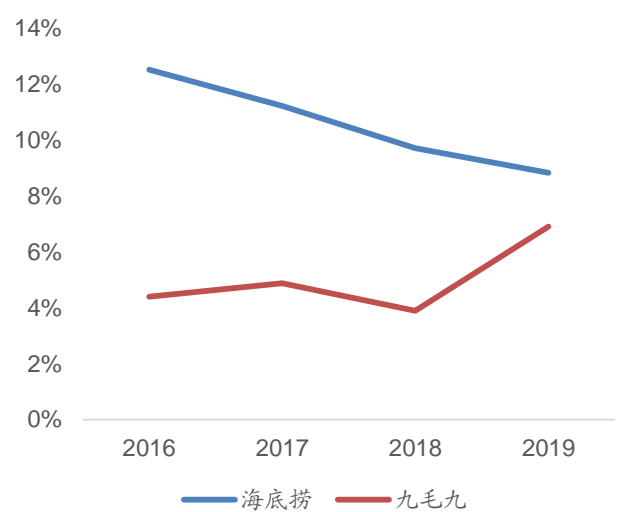
九毛九和海底捞运营模式的差异直接体现在损益表上: 在原材料和消耗品成本率上, 九毛九和海底捞表现接近; 在人工成本率上, 海底捞火锅餐厅的多场景消费、主动型服务和22小时营业使得海底捞在人工成本上的负担相对更重; 在租金比率上, 由于海底捞的整体翻台率相对较高, 九毛九的租金开支率相对较高。整体来看, 随着太二餐厅占比提升和其他开支率中的非经常因素对利润表的影响减弱, 九毛九的净利率有望提升。

图39: 营业收入及增速对比 (亿元)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图40: 净利率对比 (%)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图41: 租金率 (租金比率+使用权资产折旧) 对比 (%)

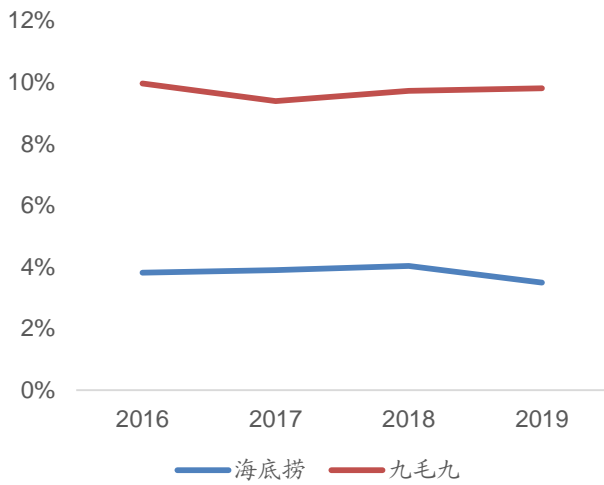
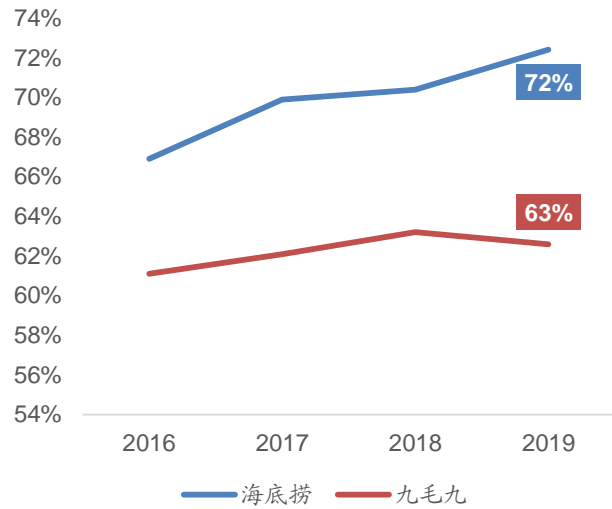


图42: 原材料和人工合计占比对比 (%)



数据来源: 九毛九-全球发售文件, 九毛九年报、海底捞-全球发售文件、海底捞年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 九毛九-全球发售文件, 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 海底捞 2016-2018 年使用旧准则口径, 2019 年使用新准则还原口径, 九毛九 2016-2019 使用新准则口径

## 九、盈利预测

我们按照不同品牌 and 不同线城市对公司业务做拆分与预测，核心假设如下：

**门店数量：**我们认为公司的九毛九餐厅数量将进入稳定期，太二酸菜鱼目前受到消费者的喜爱，将持续扩张。我们假设太二酸菜鱼在2020-2022年将每年增加80-100家左右。

**单店收入：**我们假设2020年公司平均单店收入将会受到疫情的影响而出现15-20%左右的波动，但2021年和2022年，公司的平均单店收入将会恢复。

**原材料成本率：**我们假设公司的原材料成本率由于太二酸菜鱼餐厅的占比提升而提升。

**职工薪酬率：**我们假设2020年公司因收入端受到疫情影响，导致职工薪酬率有所提升，但2021-2022年，由于太二酸菜鱼占比提升，公司职工薪酬率占比持续下降。

**使用权资产折旧率和租金及其他经营费用率：**我们假设此项开支2020年将受到疫情影响而抬升，但2021-2022年因太二酸菜鱼的占比提升而下降。

表6：盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>门店数量：个</b>						
九毛九餐厅门店数量	139	147	143	118	118	118
太二门店数量	28	65	126	209	310	410
<b>千元</b>						
九毛九餐厅收入	1,193,307	1,319,711	1,347,868	899,350	1,142,838	1,165,695
太二餐厅收入	244,026	540,232	1,274,616	1,859,849	3,493,662	4,931,916
其他品牌	21,592	18,544	38,560	57,840	144,600	433,800
<b>Margin: %</b>						
原材料成本率（所有原材料及耗材成本/收入）	34.88%	35.50%	36.67%	37.50%	37.90%	38.40%
职工薪酬率	27.24%	27.66%	25.93%	28.20%	23.00%	22.60%
使用权资产折旧率+租金及其他经营费用率	9.38%	9.72%	9.80%	10.65%	9.30%	9.25%

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

## 十、估值分析和投资建议

餐饮业上市公司一般使用前向PE方法估值。港股主要的内地餐饮公司为海底捞和呷哺呷哺。根据其历史估值来看，一般来说估值同增长预期同方向变动。2020年行业受到疫情影响，部分餐厅停止营业等，造成一致预期盈利预测下调，估值提升。但由于市场目前普遍预期2020年行业的业绩受到疫情影响将会大幅度降低，因此我们可以参考2020年的FY2P/E预期（即2021年预期）进行行业比较，目前九毛九的2021年一致预期P/E低于海底捞。

图43: 海底捞彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年归母净利润增长率: %)

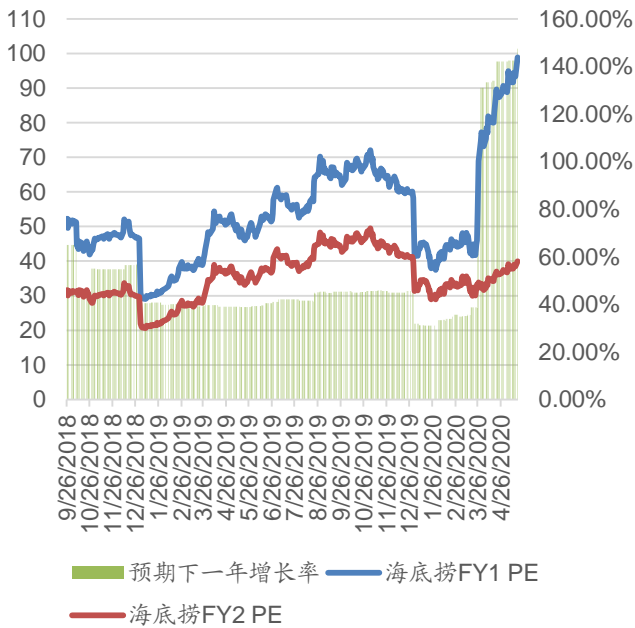
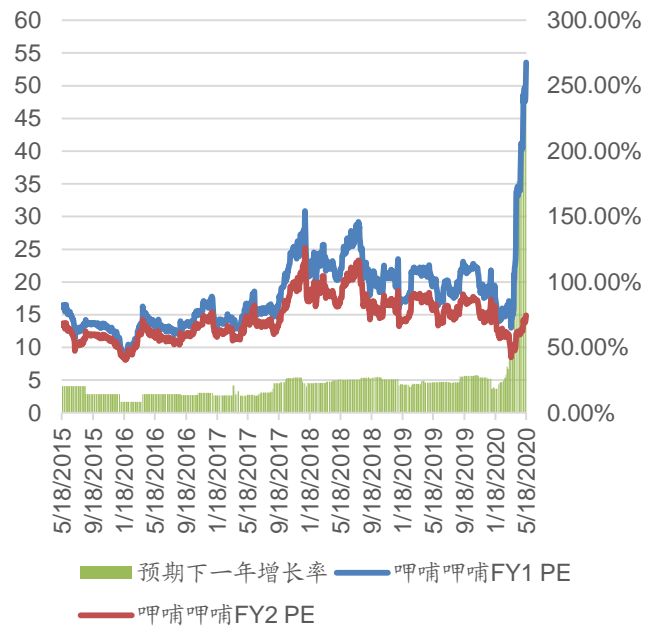


图44: 呷哺呷哺彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年归母净利润增长率: %)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图45: 九毛九彭博一致预期前向估值 (P/E: 倍, 预期下一年归母净利润增长率: %)

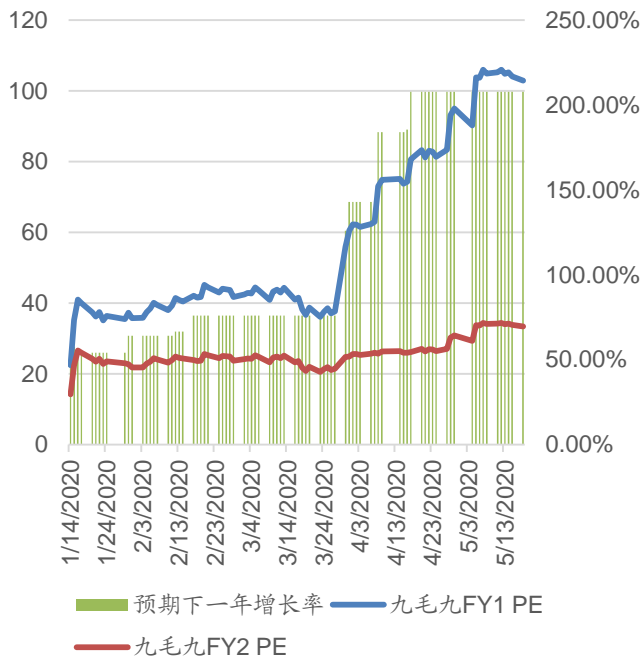
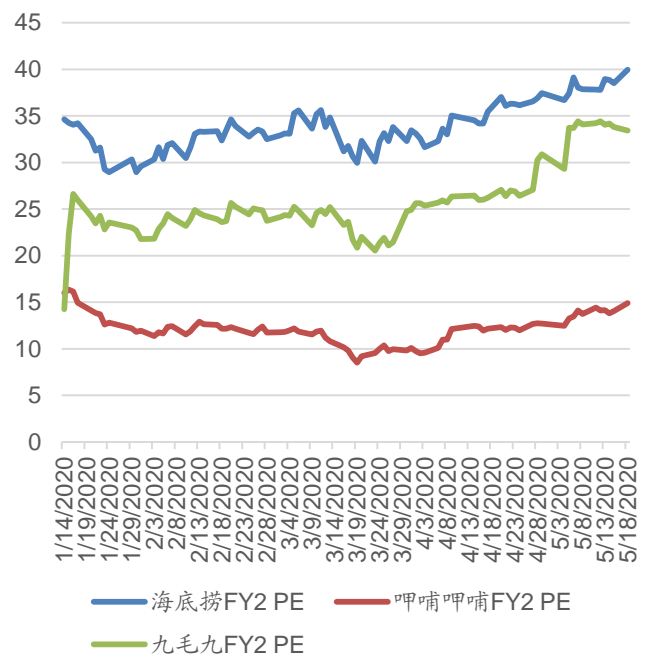


图46: 三家公司2020年P/E估值比较 (倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

表7: 可比公司估值 (P/E: 倍, 隐含CAGR: %)

代码	市值-百万港币	P/E TTM	P/E 2020E	P/E 2021E	P/E 2022E	隐含净利润 CAGR: 2019-2022	隐含净利润 CAGR: 2019-2021	
九毛九	09922.HK	18,123	75.24	156.85	37.15	27.19	55.64%	64.57%
平均值								
海底捞	06862.HK	204,580	80.52	108.53	42.81	33.14	32.44%	34.22%
呷哺呷哺	00520.HK	9,366	29.45	58.46	15.91	13.48	28.61%	33.02%
百胜中国	YUMC.US	17,681	30.77	43.52	23.12	20.44	6.75%	3.80%

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

备注: Bloomberg 一致预期为 2020 年 5 月 27 日数据, 九毛九使用广发预测, 其他使用 Bloomberg 一致预期

我们认为公司建立了一套可以克服餐饮业规模扩张导致管理压力的方法论, 可以实现规模化扩张。我们看好公司的品牌矩阵增长前景, 太二酸菜鱼品牌具备超出行业增长周期的增长动力, 同时公司有望孵化出第三品牌。我们预计公司2020-2022年归母净利润复合增长率约为55%, 其估值约为2021年37倍PE, 考虑到公司的成长性, 我们认为其估值具备吸引力。考虑到公司的成长性和行业估值以及疫情对餐饮业2020年业绩的影响等情况, 公司的估值水平应给与一定溢价。我们给予2021年合理PE水平50倍, 对应合理价值每股17.50HKD, 首次覆盖给予“买入评级”。

## 十一、风险提示

### （一）新餐厅拓展不及预期

公司未来的增长取决于开设及经营新餐厅的能力，如无法按照预期计划开设新餐厅，公司收入可能会不及预期。

### （二）疫情影响风险

如果疫情出现反复，公司的客流量可能会受到负面影响。

### （三）成本上升风险

食材、劳动力和租金的上涨可能影响公司盈利能力。

**资产负债表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	227	383	384	621	1,423
货币资金	60	127	147	235	902
应收及预付	124	156	154	262	358
存货	36	75	58	99	137
其他流动资产	6	25	25	25	25
<b>非流动资产</b>	960	1,271	2,348	2,532	2,662
长期股权投资	4	8	10	10	10
固定资产	268	323	1,397	1,581	1,709
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	4	3	4	5	6
其他长期资产	685	937	937	937	937
<b>资产总计</b>	1,187	1,654	2,732	3,153	4,084
<b>流动负债</b>	440	794	882	781	991
短期借款	49	220	329	0	0
应付及预收	247	339	319	547	756
其他流动负债	144	235	235	235	235
<b>非流动负债</b>	543	690	690	690	690
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	543	690	690	690	690
<b>负债合计</b>	983	1,484	1,572	1,471	1,680
股本	-	0	0	0	0
资本公积	191	133	133	133	133
留存收益	0	0	105	548	1,153
归属母公司股东权益	191	133	1,091	1,551	2,175
少数股东权益	12	38	69	131	229
<b>负债和股东权益</b>	1,187	1,654	2,732	3,153	4,084

**现金流量表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	373	577	395	897	1,147
净利润	64	192	136	505	703
折旧摊销	236	316	261	316	371
营运资金变动	-1	-9	-1	79	75
其它	73	78	-2	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-152	-190	-483	-481	-479
资本支出	-152	-186	-501	-501	-501
投资变动	1	-3	0	0	0
其他	-1	-1	18	20	22
<b>筹资活动现金流</b>	-214	-320	108	-329	0
银行借款	-156	0	108	-329	0
股权融资	-28	-176	0	0	0
其他	-30	-144	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	7	67	20	88	668
期初现金余额	52	60	127	147	235
期末现金余额	60	127	147	235	902

**主要财务比率**

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	28.8%	42.0%	4.8%	69.7%	36.6%
归属母公司净利润增长	4.2%	136.1	-36.2	322.2	36.6%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	64.5%	63.3%	62.5%	62.1%	61.6%
净利率	3.9%	6.9%	4.8%	10.6%	10.8%
ROE	36.4%	123.5	9.6%	28.6%	27.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.8%	89.7%	57.5%	46.7%	41.1%
净负债比率	-5.2%	54.7%	15.7%	-13.9	-37.5
流动比率	0.51	0.48	0.44	0.79	1.44
速动比率	0.43	0.39	0.37	0.67	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.78	1.89	1.28	1.62	1.80
应收账款周转率	17.17	19.15	18.25	18.25	18.25
存货周转率	19.36	17.71	18.25	18.25	18.25
<b>每股指标(人民币元)</b>					
每股收益	—	—	0.08	0.32	0.44
每股经营现金流	—	—	0.29	0.65	0.83
每股净资产	—	—	0.79	1.12	1.57
<b>估值比率</b>					
P/E	—	—	156.9	37.2	27.2
P/B	—	—	15.1	10.6	7.6
EV/EBITDA	—	—	19.2	8.6	6.5

**利润表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1,893	2,687	2,817	4,781	6,531
营业成本	672	985	1,056	1,812	2,508
其他收入及收益	3	12	18	20	22
销售费用	20	20	21	35	48
管理费用	1,040	1,365	1,501	2,156	2,890
财务费用	58	67	-	-	-
其他费用及亏损	-1	5	75	128	174
投资净收益	-2	2	2	3	4
<b>利润总额</b>	104	259	184	674	938
所得税	31	73	48	168	234
净利润	74	186	136	505	703
少数股东损益	4	21	31	62	98
<b>归属母公司净利润</b>	70	164	105	443	605
EBITDA	399	642	445	990	1,309
EPS(元)	—	—	0.08	0.32	0.44

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峒：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。



卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货

合约提供意见) 有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券(香港) 跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。