

快时尚餐饮品牌扩张的最好时代

九毛九 (09922.HK) 首次覆盖深度报告

核心结论

借助“太二”品牌步入发展快车道，快时尚餐饮龙头地位初显。公司餐饮行业经营九毛九西北菜数十载，餐饮行业积累深厚。15年开辟“网红”快时尚餐饮品牌太二开启第二成长曲线，太二17-19年门店数分别为28/65/126家，19年实现收入规模达12.8亿，三年复合增速高达166%，酸菜鱼细分赛道市占率达4.4%，行业第一。太二单店模型优异，精确定位年轻消费群体，在品类、装饰、营销等方面表现出强大创新力，翻座率、投资回收期等核心指标领先全行业，表现出强大的品牌影响力，未来市占率有望进一步提升。

快时尚餐饮品牌扩张迎来最好时代。我们认为三要素驱动快时尚餐饮品牌进入最好扩张时代。(1)需求端变迁，社交化、年轻化餐饮新需求正不断释放潜力，快时尚餐饮在口味、装修、营销端满足年轻人新需求，成为成长最快的餐饮赛道，预计未来5年行业复合增速超20%；(2)购物中心红利为直营连锁消除障碍，未来我国购物中心数量有望进一步增长，助力餐饮品牌渠道下沉扩张；(3)餐饮后端工业化浪潮提速，标准化供应链体系降低了对后厨的依赖，优化成本结构和效率，将进一步推动前端品牌的扩张速度。

开放、共享机制持续构建核心竞争力，中期看太二千店目标。我们认为九毛九内部开放共享机制是其品牌持续创新的底层逻辑，目前太二、2颗鸡蛋等品牌创业团队均持有15%-20%股权，且具备较高自主经营权，激励效果显著。参考海底捞成功经验，我们认为餐饮行业核心壁垒在于完整的人才队伍以及激励机制，叠加行业扩容的大背景下，坚定看好公司持续高成长，我们预计中线维度太二单品牌展店空间有望近1000家，未来几年成长确定性较高。

投资建议：预计公司20-22年EPS分别为0.06/0.33/0.44元，对应最新PE分别255/44/33倍，考虑到公司未来高成长确定性，给予公司21年55倍PE，对应目标价人民币17.9元（港币19.9元），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：太二开店不及预期，疫情影响门店经营复苏不及预期等

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,896	2,699	2,912	4,911	6,706
增长率	29%	42%	8%	69%	37%
归母净利润（百万元）	70	164	82	474	641
增长率	4%	136%	-50%	479%	35%
每股收益（EPS）	0.05	0.11	0.06	0.33	0.44
市盈率（P/E）	298.9	126.6	254.5	44.0	32.5
市净率（P/B）	108.8	156.4	23.2	15.6	11.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码 09922.HK

前次评级

评级变动

首次

当前价格

15.92(港币)

近一年股价走势



分析师



许光辉 S0800518080001



021-38584237



xuguanghui@research.xbmail.com.cn



李艳丽 S0800518050001



021-38584239



liyanli@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
九毛九核心指标概览	6
一、借助“太二”品牌步入发展快车道	7
1.1 公司股价复盘	7
1.2 借力“太二”品牌，公司业绩进入高速增长期	8
1.3“太二”紧抓年轻时尚餐饮消费新趋势	8
1.3.1 细分赛道里的黑马	8
1.3.2 产品模型完全跑通，较竞品领先一个身位	10
1.3.3 疫情不改全年开店目标，太二加速扩店为当前经营重心	12
1.4“九毛九西北菜”调整升级再出发	13
1.5 快速迭代、小步试错，持续孵化新品牌	14
二、快时尚餐饮品牌扩张的最好时代	15
2.1 新消费时代，快时尚餐饮品牌化需求有望持续释放	15
2.2 购物中心的遍地开花为直营连锁消除障碍	16
2.3 餐饮后端工业化的浪潮	17
三、开放、共享机制持续构建核心竞争力，中期看太二千店目标	19
3.1 深耕行业数十载，厚积薄发	19
3.2 利益共享机制为创新注入强大动力	20
3.3 创新文化为品牌赋能	21
3.4 完成先旧后新配股募资，进一步补充在手现金	21
3.5 太二开店空间测算：中长期看近 1000 家规模	22
四、估值与投资建议	24
4.1 关键假设	24
4.2 估值	24
五、风险提示	27

图表目录

图 1：九毛九核心指标概览图	6
图 2：各大品牌特色	7

图 3: 各品牌门店数情况 (直营门店)	7
图 4: 公司历史股价走势复盘	7
图 5: 公司收入及归母净利润持续高增长	8
图 6: 太二收入占比快速提升	8
图 7: 国内酸菜鱼市场规模及增速	9
图 8: 酸菜鱼品牌影响力 top10	10
图 9: 快时尚餐饮行业各品牌市占率(2018 年)	10
图 10: 酸菜鱼细分行业各品牌市占率 (2018 年)	10
图 11: 太二及精品门店风格对比	11
图 12: 太二翻座率表现优异	11
图 13: 太二门店经营利润率表现突出	11
图 14: 太二二三线城市门店翻座率提升明显	12
图 15: 主要品牌餐厅主要指标对比	12
图 16: 九毛九西北菜翻座率水平	13
图 17: 九毛九西北菜经营利润率水平	13
图 18: 九毛九西北菜品牌调整的方向	13
图 19: 三要素驱动快时尚餐饮进入扩张最好时代	15
图 20: “重口味”成为年轻人更为偏好的餐饮	15
图 21: 快时尚餐饮品牌的核心要素	15
图 22: 快时尚餐饮有望持续保持高增长态势 (单位: 十亿元人民币)	16
图 23: 国内购物中心快速扩张 (单位: 个)	16
图 24: 餐饮在购物中心业态中的占比持续提升	16
图 25: 我国每百万人拥有的购物中心数远低于美国、日本	17
图 26: 餐饮供应链 B2B 企业成立时间及模式分布 (部分)	17
图 27: 蜀海集团合作的餐饮品牌商 (部分)	17
图 28: 我国冷链物流市场规模及增速	18
图 29: 九毛九公司发展历程	19
图 30: 九毛九新品牌均采用创业团队持股方式实现利益共享机制	20
图 31: 公司股权结构 (截止到 2020 年 7 月 6 日)	20
图 32: 太二通过品牌 IP 化以及线下活动等方式增强与消费者的互动	21
图 33: 公司以“先旧后新”配股后股权结构变化	22
图 34: 海底捞门店扩张节奏	23
图 35: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)	26
图 36: DCF 估值敏感性分析	26
表 1: 2019 年前十大酸菜鱼品牌	9
表 2: 头部餐饮食材 B2B 供应平台企业	18
表 3: 太二门店中长期空间测算 (5-10 年)	22

表 4：公司收入端拆分	24
表 5：可比公司估值（截止 2020 年 8 月 18 日）	25

投资要点

关键假设

(1) 门店扩张方面：我们预计疫后太二品牌扩张有望进一步提速，实际开店大概率高于公司此前规划，预计 20-22 年太二新（净）开门店数分别为 80/110/120；而九毛九西北菜品牌短期主要以调整升级为主，预计 20-22 年新（净）开门店数分别为 32/3/5 家。

(2) 翻座率方面：预计 21-22 年将逐步恢复至正常水平。预计太二 20-22 年翻座率分别为 4.7/4.8/4.8 次；九毛九西北菜 20-21 年翻座率分别为 2.2/2.4/2.4 次。

(3) 毛利率及费用率方面：综合考虑疫情影响以及原材料价格波动，我们预计公司 20-22 年综合毛利率分别为 62.5%/63.0%/63.0%，员工成本费用率分别为 29.1%/24.0%/23.9%。

区别于市场的观点

市场认为九毛九旗下的太二品牌偏网红品牌，成功具有一定偶然性，对品牌生命力的持久性持怀疑态度。但我们认为公司在餐饮行业经营数十载，经营管理经验、市场需求理解深厚，经营能力无需过渡担忧，而针对核心品牌太二，我们建议更多关注大环境下的快时尚餐饮品牌成长时代红利，公司作为先发企业品牌、资本、口碑实力较强，有望充分受益成长红利，我们认为公司未来 3-5 年的高成长确定性较高。而从中长期视角来看，我们认为需要用动态的眼光看待公司竞争优势，我们认为随着公司的快速成长，其供应链短板也有望逐步完善加强。公司灵活机制、共享企业文化成为公司长远发展的内核。

股价上涨催化剂

太二开店数量和节奏超预期；太二及九毛九门店翻座率恢复超预期。

估值与目标价

我们预计公司 20-22 年收入分别为 29/49/67 亿元，同比增长 8%/69%/37%；归母净利润分别为 0.82/4.74/6.41 亿元，同比增长 50%/479%/35%；EPS 分别为 0.06/0.33/0.44 元，对应最新 PE 分别为 255/44/37 倍。

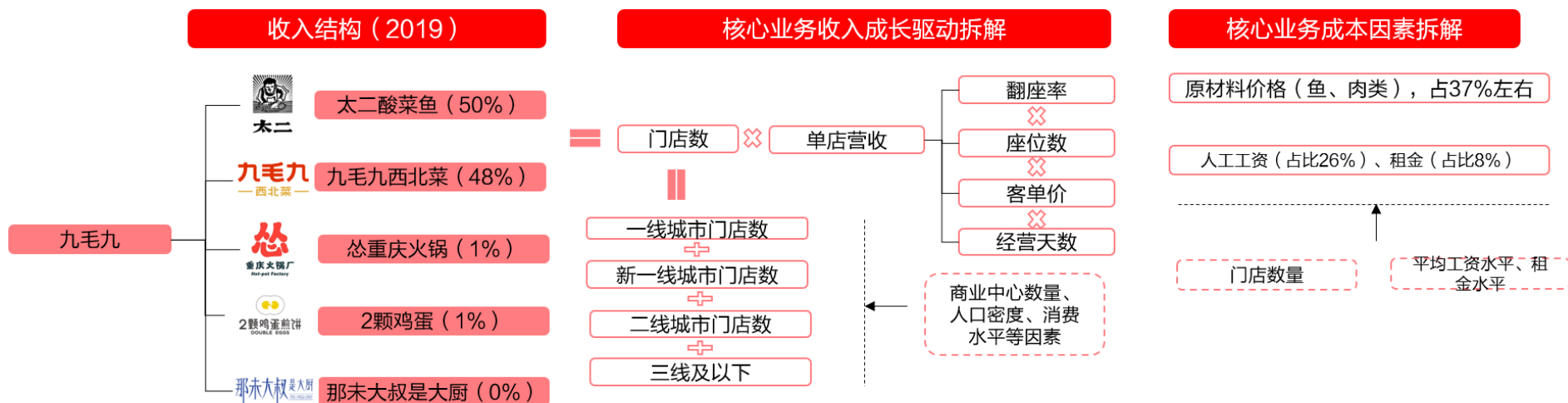
我们结合相对估值和绝对估值法（具体参照下文），考虑到公司 19-22 年复合增速高达 55%，我们认为给予公司 21 年 55 倍 PE（对应 1 倍 PEG）相对合理，推导出合理目标价为人民币 17.9 元（港币 19.9 元），对应 20-22 年 PE 分别为 316/55/40 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

九毛九核心指标概览

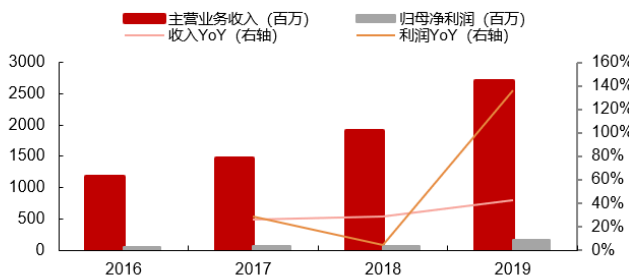
图 1：九毛九核心指标概览图

九毛九
JIUMAOJIU GROUP

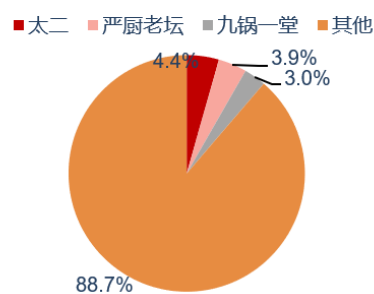
九毛九国际控股有限公司是一家以中式餐饮连锁经营为核心的餐饮集团，始建于海口，经营至今已逾24年，拥有过万名员工，旗下创立并运营“九毛九西北菜”、“太二酸菜鱼”、“2颗鸡蛋煎饼”、“怂”、“那末大叔是大厨”五个不同细分领域中式餐饮品牌，太二酸菜鱼成为公司当前快速增长的核心驱动。



收入及利润增长



酸菜鱼市场格局



资料来源：公司官网，西部证券研发中心，注：门店及收入数据截止到2019年末，怂品牌已经从串串业务调整定位于重庆火锅

一、借助“太二”品牌步入发展快车道

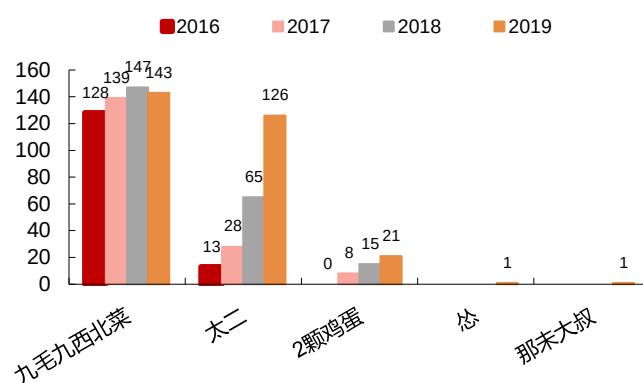
九毛九前身最早可以追溯到 1995 年，海南海口开设了第一家西北面馆，2005 年公司开始使用“九毛九”品牌经营餐厅，餐厅主要为西北菜。2015 年公司开始尝试多品牌经营策略，先后开发“太二”、“怂”、“那末大叔是大厨”、“2 颗鸡蛋”等中式快时尚餐饮品牌，目前太二已经成为公司业务增长最为强劲的主力品牌，也是公司上市后重点扩张的品牌之一（门店数从 16 年的 13 家增长至 19 年的 126 家，复合增速高达 113%）。公司品牌中，只有“2 颗鸡蛋”采取了直营+加盟的经营模式，其余品牌均采用直营模式。

图 2：各大品牌特色



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 3：各品牌门店数情况（直营门店）

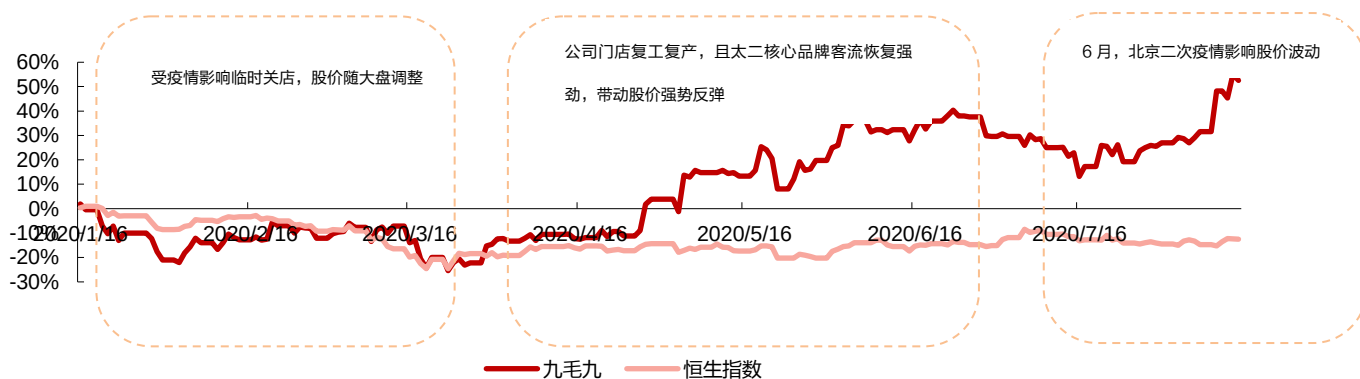


资料来源：公司招股书，公司财报，西部证券研发中心

1.1 公司股价复盘

公司于 2020 年 1 月份在港股上市，上市时间较短，上市后遇到新冠疫情，公司门店 2 月、3 月份处于关店状态，股价随市场调整。自 4 月份之后，随着旗下核心品牌太二、九毛九的复工复产，尤其是太二品牌复工后所表现出来的强劲恢复能力提振市场信息，股价出现较大涨幅。进入 6 月份之后，北京疫情二次复返，引发市场对于餐饮恢复进程的担心，但进入 7 月份之后相关担心逐步消除，股价显著反弹。

图 4：公司历史股价走势复盘

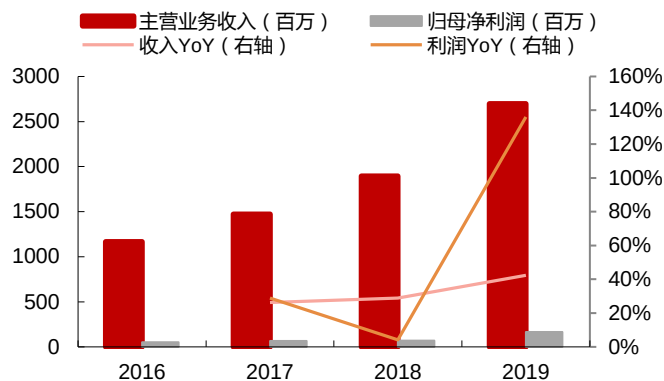


资料来源：wind，西部证券研发中心

1.2 借力“太二”品牌，公司业绩进入高速增长期

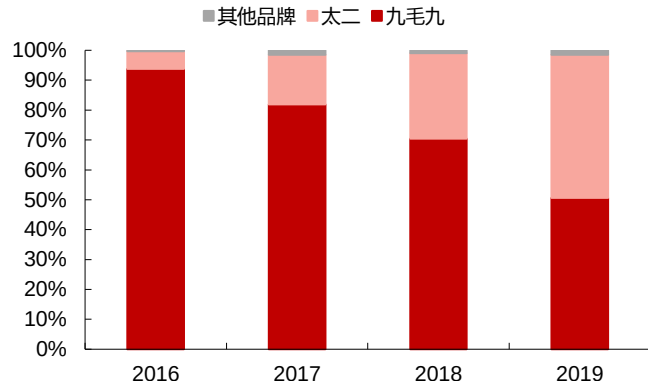
公司 19 年实现销售收入及归母净利润分别为 26.9 亿元和 1.6 亿元，同比增长分别为 42%和 136%，伴随着太二餐厅的快速扩张，公司近年来盈利进入持续高速增长期，太二品牌收入和营业利润占比从 16 年的 5.8%/10.4%提升至 19 年的 47.4%/54.4%。

图 5：公司收入及归母净利润持续高增长



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：太二收入占比快速提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

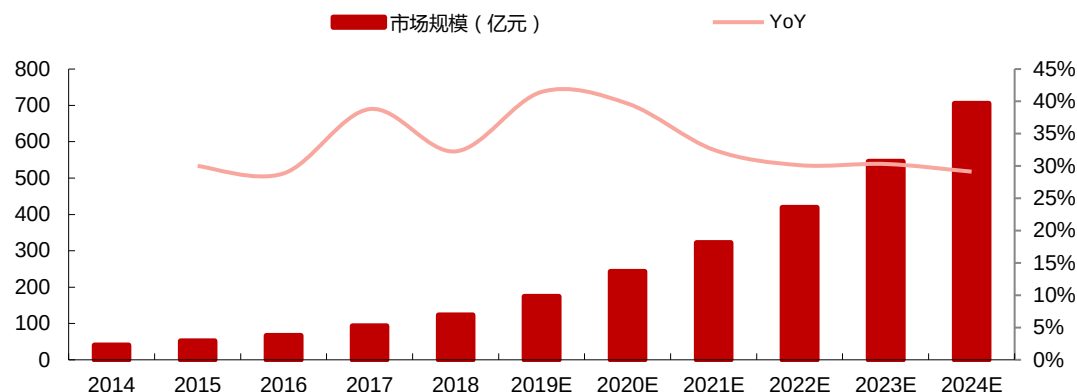
在开发“太二”品牌之前，九毛九主要在华南地区经营“九毛九西北菜”餐饮，2015 年公司通过内部项目孵化方式找准酸菜鱼大单品赛道，创立“太二”品牌。太二品牌在经历 2 年的打磨期后进入快速发展阶段，门店经营指标靓丽，以翻座率指标为例，整体翻座率从 16 年的 3.6 次提升至 19 年的 4.8 次，一线成熟门店的翻座率更是超过 5.0 次。太二整体收入/经营利润规模从 16 年的 6.78 亿元/2042 万增长至 19 年的 12.77 亿元/2.74 亿元，复合增速分别为 166% 和 138%。

1.3 “太二”紧抓年轻时尚餐饮消费新趋势

1.3.1 细分赛道里的黑马

太二所处的酸菜鱼餐饮赛道，15 年行业进入一个快速发展期，行业规模从 14 年的 40 亿快速增长至 18 年的 123 亿元（Frost&Sullivan 数据），复合增速高达 32%，预计 2024 年酸菜鱼市场的规模有望达到 705 亿元。酸菜鱼赛道的崛起主要在于：（1）酸菜鱼作为经典川菜，具备广泛的受众，尤其是偏好重口味的年轻人逐渐成为酸菜鱼的主要消费群体；（2）酸菜鱼单品化、快餐化趋势带动了酸菜鱼餐饮的快速发展，酸菜鱼从过去的正餐菜品逐步独立成为快餐品类，由于制作方式简单、快速，工作餐、小型聚餐成为酸菜鱼消费的主要场景；（3）巴沙鱼、鲈鱼供给的增加，改良了传统酸菜鱼的口味，相比较于传统鱼类，巴沙鱼、鲈鱼刺少、蛋白质丰富、没有土腥味、冷冻后口感依然鲜嫩，为酸菜鱼的快餐化打开瓶颈。

图 7：国内酸菜鱼市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，西部证券研发中心

而从行业竞争来看，目前仍然处于相对分散的状态，但头部品牌逐渐崭露头角，在渠道下沉以及供应链标准化的驱动下快速扩张。根据公司 IPO 招股书信息，目前太二、家有酸菜鱼、九锅一堂等直营品牌处于第一梯队，其中太二 2018 年市场份额为 4.4%，在酸菜鱼细分行业中排名第一。此外，根据美团发布的《2019 酸菜鱼市场发展报告》，2019 年酸菜鱼十大品牌包括太二酸菜鱼、鱼你在一起（主要为加盟店）、有家酸菜鱼、渝是乎等，头部品牌的直营门店数量均在 100-200 家左右。而从青创头条发布的 2020 年 3 月份酸菜鱼品牌影响力 top10 榜单可以看出，太二酸菜鱼在网络传播影响力和商家数字运营能力指数方面均显著超越其他品牌商，稳坐“网红”酸菜鱼头把交椅。

表 1：2019 年前十大酸菜鱼品牌

序号	品牌名称	创立时间	创立地点	市场方向	门店及产品特点	2019 年末门店规模
1	太二酸菜鱼	2015 年	广州	正餐市场	年轻人群，限量供应，4 人以上不接待	126 家
2	鱼你在一起	2017 年	北京	快餐市场	小份制、快餐化，5 分钟上餐	1000 家以上
3	有家酸菜鱼	2013 年	苏州	正餐市场	活鱼现做，本地特色口味	51-100 家
4	渝是乎	2015 年	北京	快餐市场	颜值门店、主打酸菜小鱼	51-100 家
5	九锅一堂	2010 年	重庆	正餐市场	小份制、主打健康美食，能喝汤的酸菜鱼	101-200 家
6	姚酸菜鱼	2016 年	深圳	正餐市场	轻奢，面向女性顾客	约 20 家
7	望蓉城	2016 年	上海	正餐市场	主打手工酸菜鱼，人均消费偏高	20 家以内
8	江渔儿	2015 年	广州	正餐市场	爆款单品，不同搭配满足多元消费需求	101-200 家
9	严厨老坛	2014 年	苏州	正餐市场	活鱼现杀，主打新鲜	200 家以上
10	禄鼎记	2012 年	广州	正餐市场	财神形象，中国风与潮流相结合	20 家以内

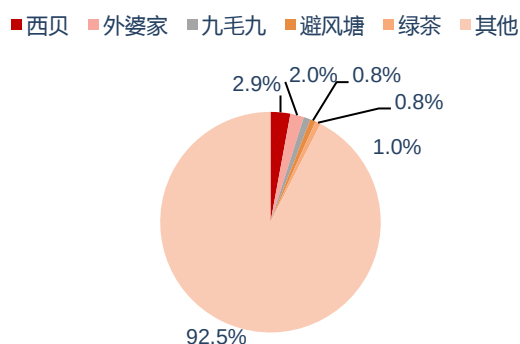
资料来源：美团点评《2019 酸菜鱼市场发展报告》，西部证券研发中心

图 8：酸菜鱼品牌影响力 top10

酸菜鱼品牌影响力TOP10					
监测周期：2020年03月01日-2020年03月31日					
排名	品牌	综合指数	网络传播影响力指数	用户行为评价指数	商家数字运营能力指数
1	太二酸菜鱼	3809.93	920.41	891.17	1998.35
2	九锅一堂	3181.02	626.48	891.33	1663.20
3	姚酸菜鱼	2853.45	563.43	793.07	1496.95
4	鱼你在一起	2713.79	968.39	820.00	925.40
5	渝是乎	2533.68	562.86	885.67	1085.15
6	禄鼎记	2518.57	526.66	911.36	1085.55
7	有家酸菜鱼	2405.87	444.24	925.14	1036.50
8	江渔儿	2246.46	330.73	807.03	1108.70
9	溪雨观酸菜鱼	2194.57	322.75	865.67	1006.15
10	望蓉城	2123.37	299.16	938.06	886.15

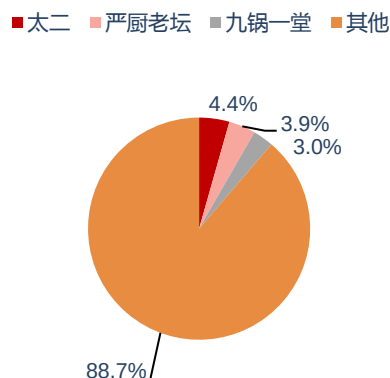
资料来源：青创头条，西部证券研发中心

图 9：快时尚餐饮行业各品牌市占率(2018 年)



资料来源：Forest&Sullivan，西部证券研发中心

图 10：酸菜鱼细分行业各品牌市占率（2018 年）



资料来源：Forest&Sullivan，西部证券研发中心

1.3.2 产品模型完全跑通，较竞品领先一个身位

太二品牌的快速崛起，一方面在于产品本身的定位顺应了快时尚餐饮品牌消费的大趋势，从品牌到运营端都体现出创新的力量，主要体现在：（1）全盘年轻化，无论是品牌名称、门店设计（无前台、每座配备 USB 充电接口）、个性化的就餐规定（比如超过 4 人就餐不接待、不拼桌、不加位等）等都体现出年轻化风格；（2）酸菜鱼大单品，具备巨大群众基础的优质赛道，同时极简 SKU 有助于实现后端更高的标准化；（3）社交化，营销模式的创新（口号：酸菜比鱼好吃；品牌 IP 化、粉丝营销），传递品牌文化。

和其他竞品对比来看，太二品牌紧抓年轻消费群体，定位最为清晰，比如品牌 IP 化、极简主义等，对年轻群体具备较大吸引力；此外，在食材口味方面，太二对于配料，比如酸菜、米饭也是精挑细选，差异化的卖点延续了其个性化的风格。

图 11：太二及精品门店风格对比



涂鸦、二次元风格

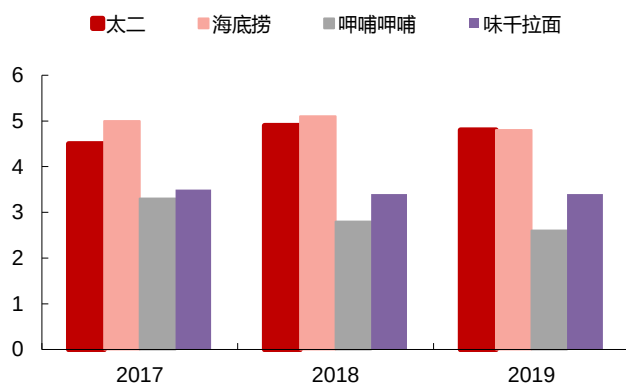
传统古典风格

传统+现代混搭

资料来源：公司官网，百度图片，西部证券研发中心

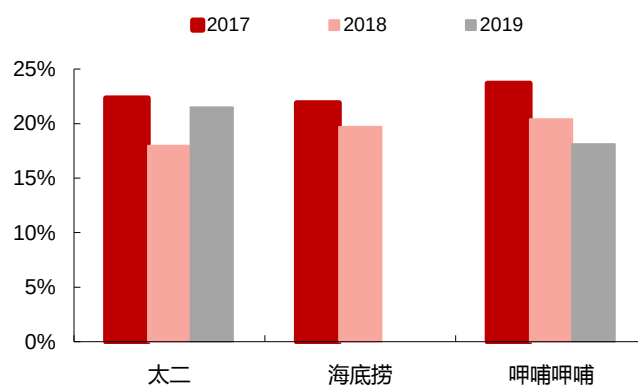
目前太二单店模型完全跑通，正处于快速扩张的黄金期，从经营指标来看，2019 年太二整体翻座率高达 4.8 次，与海底捞持平（注：海底捞为翻台率指标），远高于其他中式快餐品牌（如呷哺呷哺、味千拉面等），而从门店层面的营业利润率水平来看，太二同样表现亮眼，虽然客单价较海底捞还有一定差异，但太二推崇极简主义，降低了门店员工的配置，人工成本压力显著低于海底捞，所以导致其门店层面营业利润率不输于海底捞，整体盈利能力强劲。太二自 15 年投入市场以来，已经经历了 4 年的一个检验期，从目前的表现来看，太二品牌的虹吸效应仍然在持续增强，受益于新媒体的推广，太二品牌力在二三线城市也在不断显现，带动其二三线门店翻台率的持续提升，渠道下沉空间持续打开。

图 12：太二翻座率表现优异



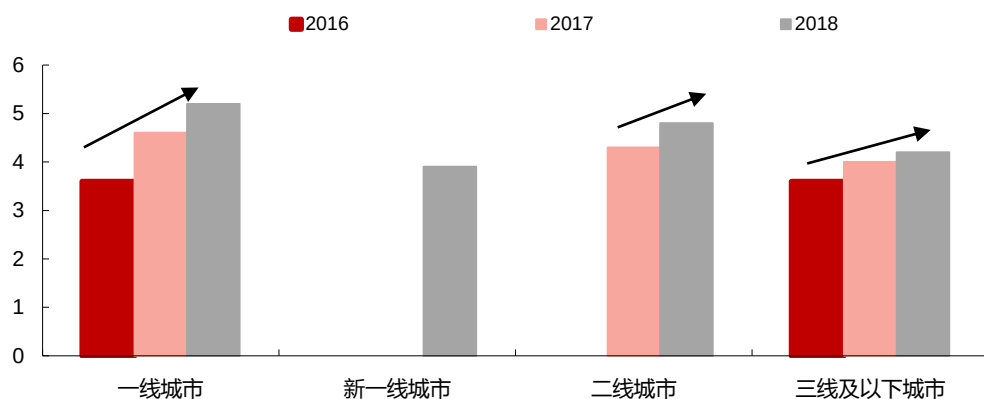
资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：海底捞为翻台率指标，其他品牌为翻座率指标

图 13：太二门店经营利润率表现突出



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：海底捞 19 年财报中未披露门店层面利润率水平

图 14：太二三线城市门店翻座率提升明显



资料来源：公司招股书，西部证券研发中心

图 15：主要品牌餐厅主要指标对比

	太二 老坛子酸菜鱼	九毛九 — 西北菜 —	海底捞	呷哺呷哺	湊湊
单店面积 (平方米)	250平米	350平米	800-1000平米	200-250平米	800平米
翻桌/翻台率 (次)	4.5 (2017), 4.9 (2018), 4.8 (2019)	2.4 (2017), 2.4 (2018), 2.3 (2019)	5 (2017), 5 (2018), 4.8 (2019)	3.3 (2017), 2.8 (2018), 2.6 (2019)	3.5次左右
客单价 (元)	69 (2017), 72 (2018), 75 (2019)	52 (2017), 53 (2018), 58 (2019)	97.7 (2017), 101.1 (2018), 105.2 (2019)	48.4 (2017), 53.3 (2018), 55.8 (2019)	120元左右
门店层面利润率 (%)	22.30% (2017), 18.00% (2018), 21.50% (2019)	16.70% (2017), 17.40% (2018), 18.00% (2019)	21.80% (2017), 21.20% (2018), 21.20% (2019)	23.20% (2016), 23.70% (2017), 20.40% (2018)	20%左右
投资回收期 (月)	7个月	22个月	6-13个月	17-18个月	6-13个月

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3.3 疫情不改全年开店目标，太二加速扩店为当前经营重心

随着 19 年公司的成功上市，资本金实力得到大幅提升，这也为太二的加速扩店奠定了基础。根据公司招股书信息，公司计划 20-21 年新开设太二门店数分别为 80/100 家，加速开店成为当前公司经营的重心，尽管年初突发的疫情对公司 Q1 经营带来巨大挑战，但根据公司最新的公开交流反馈，太二全年 80 家开店计划不会改变，充分反映出公司对太二未来市场拓展的坚定看好和信心。

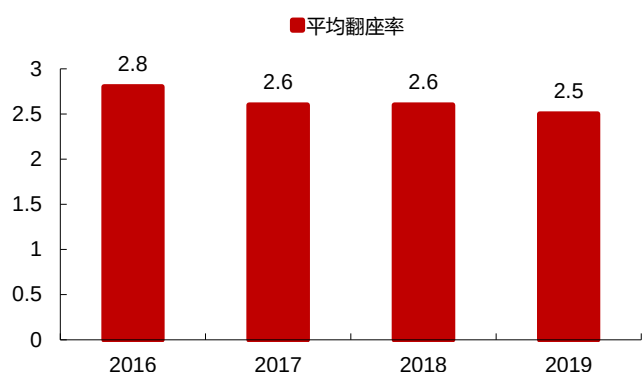
此外，从当前太二疫后的复苏情况来看，也是表现出强大的韧性。根据公司公开交流反馈，目

前太二门店已经恢复至去年12月底的经营水平甚至略有增长，年轻消费群体在疫后表现出更为快速恢复和强大的消费信心，针对年轻消费群体的快时尚餐饮品牌正迎来了一轮潜力巨大的成长周期，而针对这一块我们下文中还会进一步重点分析。

1.4 “九毛九西北菜”调整升级再出发

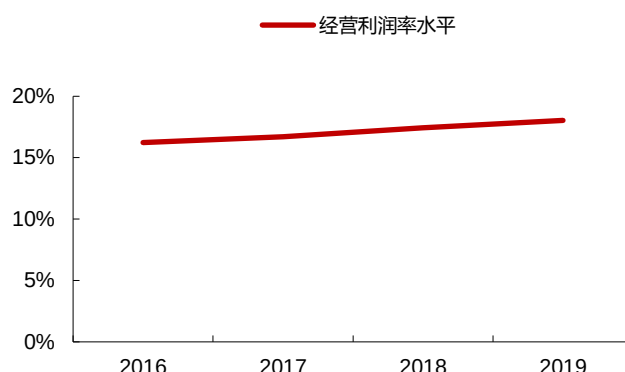
公司发展起步于九毛九西北菜，截止到2019年底，公司共开设143家门店，目前九毛九西北菜品牌发展进入成熟期，品牌面临老化、产品定位不清晰等问题，故公司于上市后便启动了九毛九门店的升级改造，叠加此次疫情的影响，加速了公司门店的调整，近期公司宣布暂时关闭北京、武汉、天津的九毛九西北菜门店，目的是为了缩短管理半径，集中精力聚焦九毛九门店的年轻化、大单品、营销创新改革，希望借鉴太二快时尚餐饮品牌的成功经验，反哺九毛九品牌，短期九毛九展店或有所放缓，但升级调整后有望打造公司新的增长极，未来值得期待。

图 16：九毛九西北菜翻座率水平



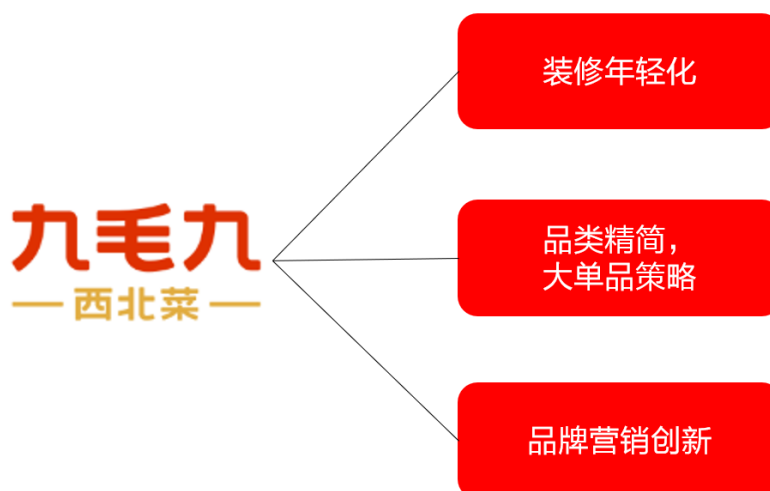
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 17：九毛九西北菜经营利润率水平



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 18：九毛九西北菜品牌调整的方向



资料来源：wind，西部证券研发中心

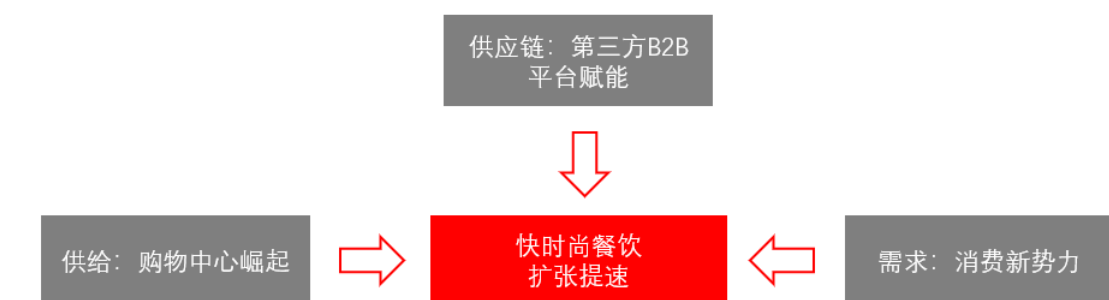
1.5快速迭代、小步试错，持续孵化新品牌

除了九毛九西北菜、太二之外，公司还孵化了2颗鸡蛋、那未大叔是大厨、怂等品牌，试水新赛道、新品类，而且近期公司还将怂品牌重新定位，瞄准火锅市场，充分展现了公司灵活、创新、持续迭代的企业文化。我们认为公司具备多年的餐饮运营经验，且在太二方面也成功拓展了快时尚餐饮品牌，新品牌方面的开放创新能力持续加强，结合公司利益共享的创业机制（下文中有进一步展开说明），我们认为未来新品牌的孵化值得期待，为中长期发展蓄力。

二、快时尚餐饮品牌扩张的最好时代

我们认为当前国内快时尚餐饮品牌正迎来扩张的最好时代（渠道下沉、份额提升），主要原因是：（1）从需求端来看，社交化、年轻化餐饮新需求持续释放；（2）从供给端来看，Shopping Mall 的遍地开花带来线下流量的集中化和再分配，直营餐饮门店扩张障碍逐渐消除；（3）从供应链角度，餐饮后端的工业化趋势进一步提升行业标准和效率化，规模经济持续演绎。

图 19：三要素驱动快时尚餐饮进入扩张最好时代



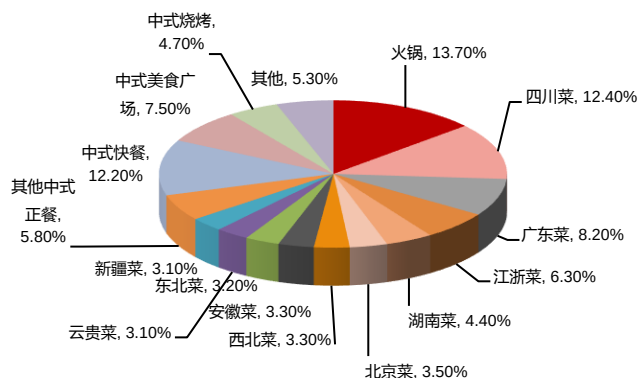
资料来源：wind，西部证券研发中心

2.1 新消费时代，快时尚餐饮品牌化需求有望持续释放

自 13 年限制“三公消费”重创高端餐饮以来，我国餐饮行业的发展实现了一轮自我革新，餐饮行业重新回归本源，大众品牌餐饮持续归位。大众品牌餐饮快速发展的一个重要原因在于需求端的变迁，即社交化、年轻化餐饮新需求正不断释放潜力，一方面是受年轻消费者偏好的“重口味”菜系（川菜、湘菜等）发展更为快速，有很强味道记忆度；另一方面是“网红”餐厅此起彼伏，社交化成为消费者选择餐厅的另外一个重要因素，餐饮不再仅仅是品尝美食，参与感、仪式感、可分享成为消费者选择偏好餐厅新的诉求。

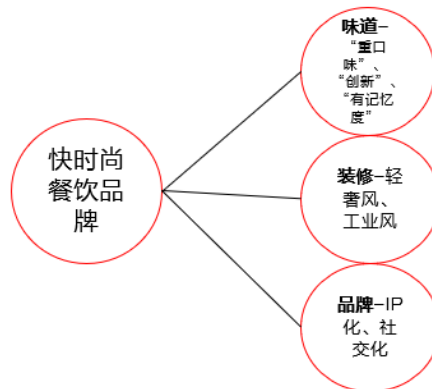
在消费群体变迁的大背景下，对于餐饮企业的要求不再仅仅局限于产品本身，而且全方位的提升，比如品牌 IP 化、餐厅风格、数字化营销等，综合来讲就是要提升消费者的一个整体体验感。年轻消费群体的需求变迁为新势力餐饮品牌带来了巨大发展机遇，已经具备强大品牌辨识度、身处优质赛道的公司将有望迎来更为广阔的发展空间。

图 20：“重口味”成为年轻人更为偏好的餐饮



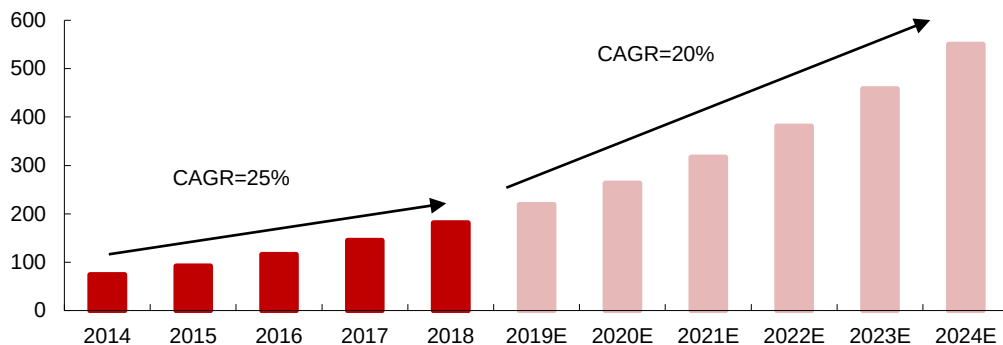
资料来源：海底捞招股说明书，西部证券研发中心

图 21：快时尚餐饮品牌的核心要素



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 22：快时尚餐饮有望持续保持高增长态势（单位：十亿元人民币）



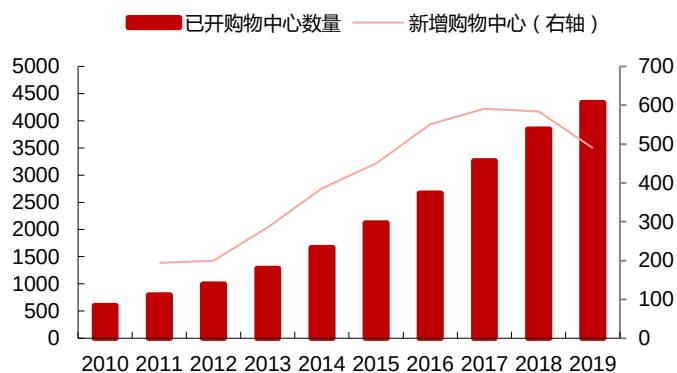
资料来源：公司招股书，西部证券研发中心

2.2 购物中心的遍地开花为直营连锁消除障碍

从供给端的角度，我们的理解是近年来购物中心的遍地开花导致了线下流量的集中化和重新分配，带来的后果是品牌连锁扩张获得新物业的寻找成本大幅降低，而且门店爬坡周期（客流具备一定保障）也大幅缩减，降低了整体经营的风险。

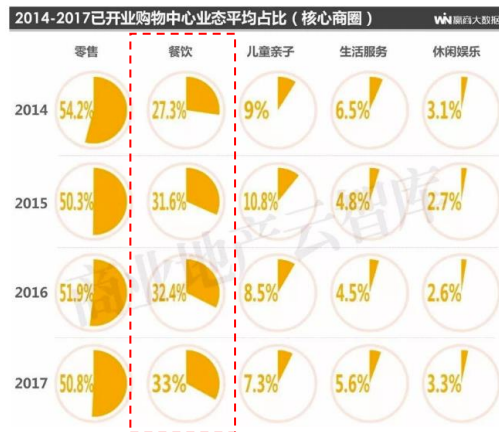
从左下图可以看到，自 2012 年开始，我国全国范围内的购物中心呈现快速增长态势，每年新增购物中心数持续提升，购物中心的遍地开花为连锁餐饮品牌扩张奠定了良好基础，通过与开发商的战略合作、深度绑定，优势品牌可以提前锁定优势位置，寻店成本和周期大幅缩减。

图 23：国内购物中心快速扩张（单位：个）



资料来源：赢商大数据，西部证券研发中心

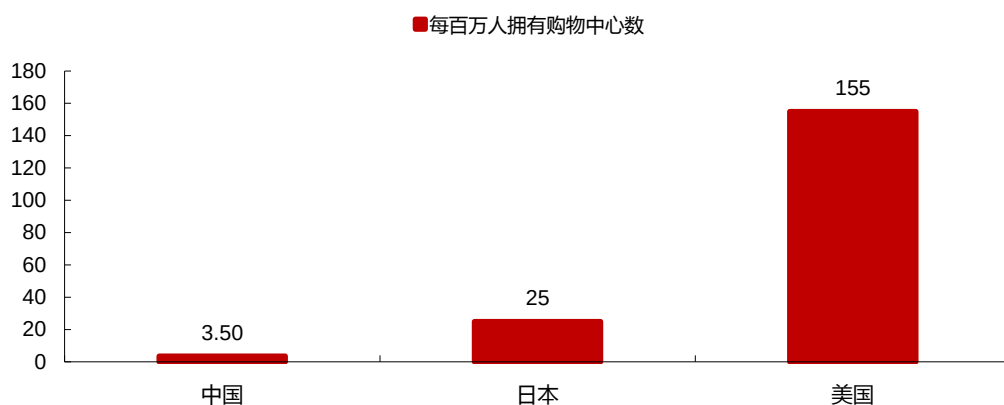
图 24：餐饮在购物中心业态中的占比持续提升



资料来源：赢商大数据，西部证券研发中心

对于未来，一方面我们认为购物中心的扩张不会停止，根据赢商网的预测，2020 年我国新开设购物中心数量有望达到 707 个，同比进一步增长，而从目前我国购物中心的每百万人拥有量来看，相较于发达国家的美国、日本还相差甚远，随着消费升级的持续推动，我们预计未来较长一段时间内购物中心仍然保持较快扩张态势；另一方面，考虑到此次疫情的冲击，我们预计存量购物中心中部分餐厅因经营困难会让出一部分好的物业，这对于优势品牌来说反而是逆势扩张的好机会。

图 25：我国每百万人拥有的购物中心数远低于美国、日本



资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

2.3 餐饮后端工业化的浪潮

我们认为快时尚餐饮快速扩张的另一个重要催化因素是在于 2015 年前后餐饮产业链后端工业化的提速，食材及原料的半成品加工配送可以提升产品质量的标准化水平，同时降低餐厅层面后厨的干预，无论是确保口味的一致性，还是食品卫生安全，以及降低后厨人员成本等方面都有显著优势。近年来随着冷链物流成本的持续降低、规模效应的凸显，餐饮后端工业化水平持续提升，带来的明显变化就是对前端扩张赋能的显著提升。

目前餐饮供应链公司主要分为独立第三方企业以及自建，以海底捞旗下的蜀海集团为例，其之前主要以内部服务为主，后来独立出来，不再仅对内服务，也对第三方餐饮企业提供供应链服务，而太二目前也是蜀海集团的核心客户之一。蜀海集团所能提供的服务主要包括餐饮各类食材的集中采购，半成品加工以及仓储配送，使得创业品牌能够更好的集中精力打磨门店产品和强化品牌记忆。

图 26：餐饮供应链 B2B 企业成立时间及模式分布（部分）



资料来源：亿欧智库，西部证券研发中心

图 27：蜀海集团合作的餐饮品牌商（部分）



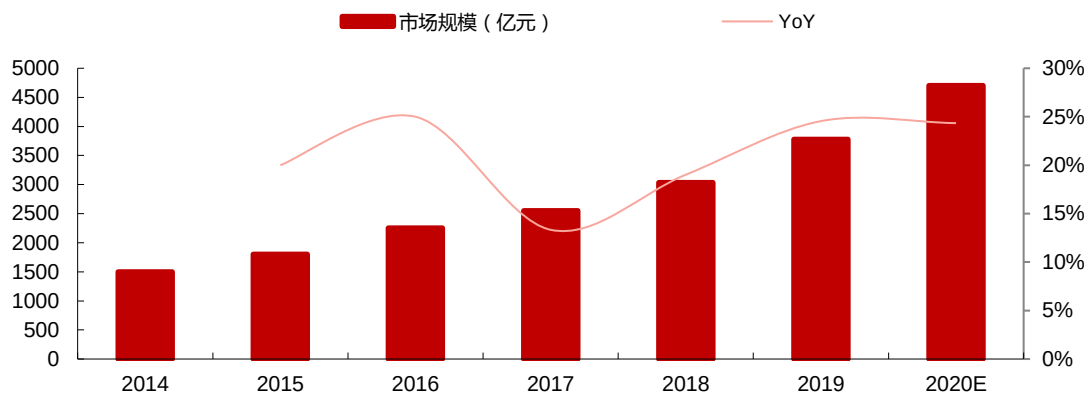
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

表 2：头部餐饮食材 B2B 供应平台企业

供应商	成立时间	规模
美菜	2014 年 6 月	为全国近千家餐厅提供全品类、一站式餐饮食材采购服务
蜀海供应链	2011 年 6 月	蜀海供应链拥有遍布全国的现代化冷链物流中心、食品加工工厂等基地，服务客户包括海底捞、九毛九等超过 1000 家连锁餐饮品牌及零售企业，2017 年营业规模超 10 亿元。
宋小菜	2014 年 12 月	目前，宋小菜上游覆盖山东、云南、甘肃、内蒙古等 10 大蔬菜核心产区，下游触达北京、上海、广州、武汉、杭州等 80 余个城市，用户数量超过 3 万户，形成较为完善的蔬菜交易流通体系。
千味央厨	2012 年	致力于为餐饮、酒店、团体食堂提供全面供应解决方案；拥有独立的运营机制和优秀的商业模式。先后成为肯德基、必胜客、德克士、真功夫、永和豆浆等知名餐饮企业和锦江之星酒店、富士康集团战略合作伙伴。
快驴	2015 年 3 月	美团旗下 2B 采购平台，目前已经开放 42 个城市，快驴平台在全国有 5 万个 SKU。2018 年 4、5 月间交易额过 2 亿元。
望家欢	1995 年	业务包括农业种植与养殖、农产品加工和配送、品牌农业与电子商务、中央厨房与餐饮管理、农业信息化服务与供应链金融服务等。集团拥有 130 多家分、子公司，服务客户近 2 万家。
彩食鲜	2015 年	17 年彩食鲜营收规模超 10 亿元，目前已经在北京等 9 个城市设立大型生鲜中央工厂，辐射全国 12 个省区。

资料来源：各公司官网，西部证券研发中心

图 28：我国冷链物流市场规模及增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

值得一提的是，目前九毛九（包含旗下太二）主要与蜀海集团合作来满足其原材料及冷链仓储配送的需求，蜀海成熟的供应链体系为太二品牌近年来的快速扩张提供了强大支撑。

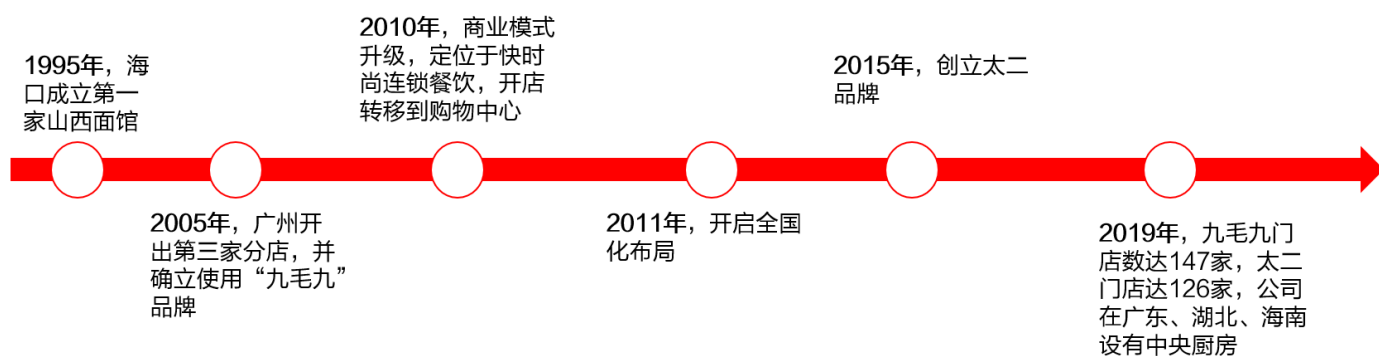
三、开放、共享机制持续构建核心竞争力，中期看太二千店目标

部分投资者担心，目前太二品牌缺乏完整的供应链体系，企业文化和人才培养体系也较海底捞这类优秀餐饮企业存在一定差距。但我们认为九毛九及其旗下品牌太二并不等同于一般网红餐厅，我们认为公司在餐饮运营经验、标准化运营体系、利益共享的内部文化方面能力突出。而且我们认为随着公司顺势而为的发展过程中（短期看长板效应），过程中也为公司补充自身发展短板赢得时间和空间，处于先发优势的九毛九有望在扩张中完善自身体系，逐步构建壁垒。

3.1深耕行业数十载，厚积薄发

公司在开发太二品牌之前，创始团队一直深耕餐饮行业，1995 年便开始做西北菜，依托华南市场，公司的九毛九品牌一直处于稳扎稳打的状态中，到 2015 年餐厅数量已经超过 100 多家，数十年餐饮行业的积累是太二品牌厚积薄发的基础，这与我们今天看到的其他优秀品牌，如海底捞（成立于 1994 年）、呷哺呷哺（成立于 1998 年）、西贝（成立于 1993 年）、外婆家（成立于 1998 年）等都是相似的，餐饮人对于行业的积累、产品的打磨、企业组织能力的构建才是最为核心的竞争力。

图 29：九毛九公司发展历程

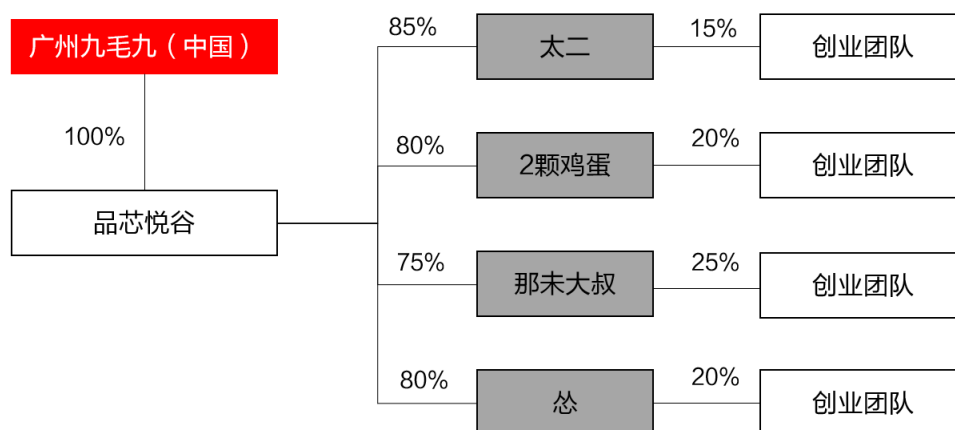


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

3.2 利益共享机制为创新注入强大动力

此外，公司利益共享机制、开放包容文化也是九毛九能够抓住这一轮快时尚餐饮发展机遇的重要原因，包括太二、2颗鸡蛋、那未大叔、怂等创新品牌均采用了创业团队持股（15%-25%股权占比）的方式实行了更好的利益绑定。如今，我们看到像海底捞、呷哺呷哺均在采取了类似模式孵化新品牌，公司在这一块的成功实践已然成为了行业标杆。

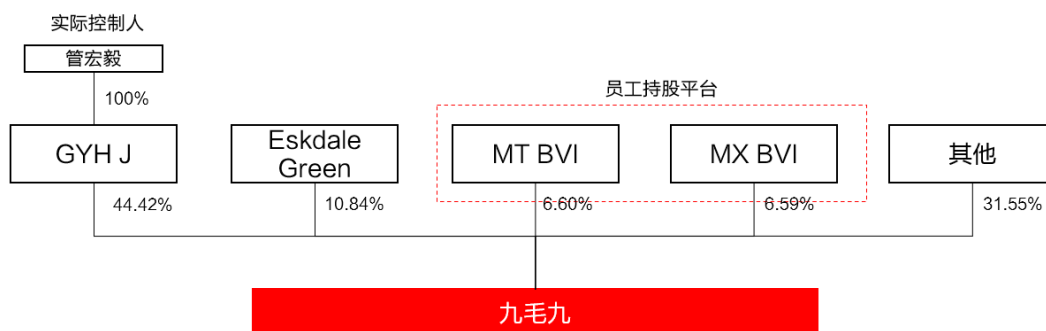
图 30：九毛九新品牌均采用创业团队持股方式实现利益共享机制



资料来源：公司招股书，西部证券研发中心

而在员工持股方面，公司自12年开始持续推进员工持股计划，员工持股人数超过59人（含前员工），上市前MT BVI和MX BVI两大员工持股平台合计持有公司股权比例达18.26%（目前持股比例为13.19%）。

图 31：公司股权结构（截止到2020年7月6日）



资料来源：wind，西部证券研发中心

3.3 创新文化为品牌赋能

快时尚餐饮由于面对的是更为年轻的消费群体，他们口味多变、强调品牌调性、社交性，这势必对餐饮企业持续的创新力提出更高要求。九毛九品牌在品牌调性的打造方面积累的大量经验，比如社交营销策略，目前九毛九及太二微信官方账号订阅者均超过了三四百万，每天公众号均有内容更新。此外，太二还拥有 200 多个微信粉丝群，核心粉丝数超过 10 万人，与消费者的近距离互动沟通不但增强了消费者的粘性，也帮助企业更好地了解了消费者需求，这对于企业持续的产品迭代更新产生了正循环。此外，公司也通过举办线下活动增强与消费者的互动，让消费者更好地了解品牌背后的文化和理念。

图 32：太二通过品牌 IP 化以及线下活动等方式增强与消费者的互动

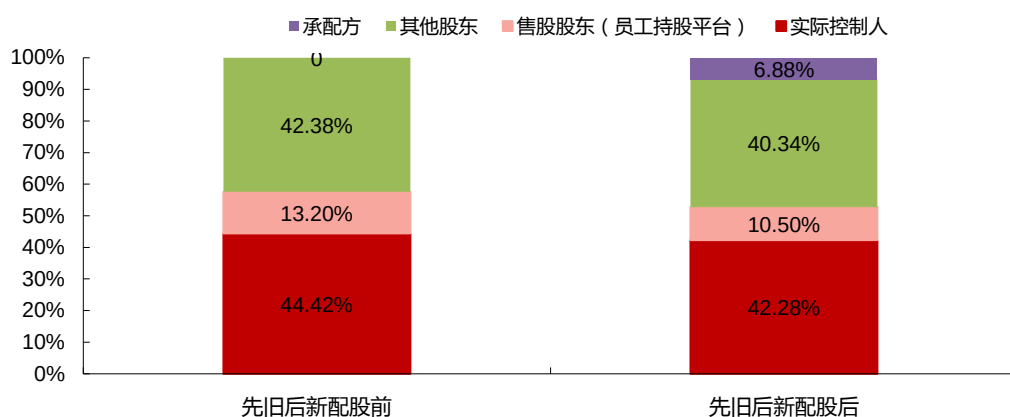


资料来源：公司 APP，西部证券研发中心

3.4 完成先旧后新配股募资，进一步补充在手现金

7月16号，公司公告计划以先旧后新的方式配售7000万股股份（主要目的是为了快速融资），每股配售价为11.99元。配售事项于7月20日完成，此次配售募资净额约7.5亿元人民币。此次配售实际控制人没有任何减持（员工持股平台减持3000万股），配送募集资金主要用于进一步扩充运营资本，为未来太二持续快速展店奠定基础。

图 33: 公司以“先旧后新”配股后股权结构变化



资料来源: wind, 西部证券研发中心, 注: 实际控制人股份没有任何减少, 股权占比降低主要系增发带来的整体稀释

3.5 太二开店空间测算: 中长期看近1000家规模

结合上文中我们的分析, 我们认为未来 5-10 年将会是快时尚餐饮品牌的发展黄金期。太二作为优质赛道中的领头羊未来门店扩张潜力较大。2019 年太二在一线/二线/三线及以下城市的门店分布分别是 67/25/19/15 家, 占比 53%/20%/15%/12%。我们静态对比太二与海底捞以及呷哺呷哺的各线级门店分布及密度来看差距巨大, 我们认为太二业态处于呷哺呷哺与海底捞中间位置, 我们认为其未来拓展空间可对标这两大品牌, 静态条件下测算太二未来中期维度开店空间可接近 1000 家。若我们进一步考虑到未来海底捞、呷哺呷哺目前仍处于快速扩张趋势中, 则动态条件下太二长期空间或更为广阔。

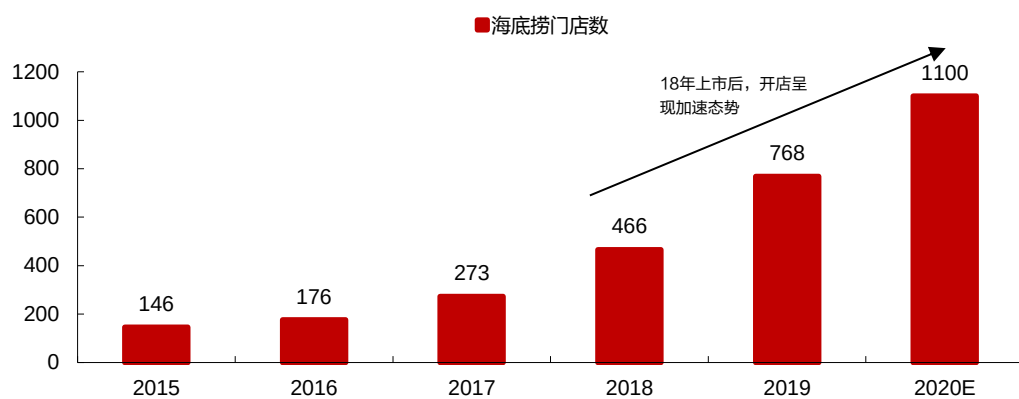
此外, 我们对比海底捞的历史扩张节奏来看, 在一线城市拥有强大品牌号召力以及食客基本盘后, 利用资本和产业链优势, 自 17 年之后开启了快速扩张模式。我们认为当前太二在一线城市的品牌号召力同样强大, 预计后续开店节奏有望复制海底捞的路径, 未来开店提速值得期待。

表 3: 太二门店中长期空间测算 (5-10 年)

城市数量 (个)		海底捞		呷哺呷哺		太二			
		门店数 (20H1)	单城市 平均数	门店数 (20H1)	单城市 平均数	门店数 (20H1)	单城市 平均数	门店数 (中长期预测)	单城市平均数 (中长期预测)
一线城市	4	209	52	390	98	79	20	300	75
新一线城市	15	272	18	220	15	33	2	246	16
二线城市	30	191	6	206	7	25	1	199	7
三线城市	72	155	2	266	4	24	0.3	211	3
合计	121	827		1082		161		955	

资料来源: wind, 西部证券研发中心, 注: 20H1 门店数为线上 APP 或公众号数据, 假设太二单城市平均数 (中长期) = (海底捞+呷哺呷哺) / 2

图 34：海底捞门店扩张节奏



资料来源：wind，西部证券研发中心，注：海底捞 2020 年门店数为我们预测数

四、估值与投资建议

4.1 关键假设

- (1) 门店扩张方面：我们认为公司未来 2-3 年的扩张重点主要聚焦于太二品牌，结合上文中我们的分析，我们预计疫后太二品牌扩张有望进一步提速，实际开店或大概率高于公司此前规划，预计 20-22 年太二新（净）开门店数分别为 80/110/120；而九毛九西北菜品牌短期主要以调整升级为主，预计 20-22 年新（净）开门店数分别为-32/3/5 家。
- (2) 翻座率方面：20 年短期受疫情影响翻座率略有下滑（不考虑停业期间），但品牌韧性较强，预计 21-22 年将逐步恢复至正常水平。预计太二 20-22 年翻座率分别为 4.7/4.8/4.8 次；九毛九西北菜 20-21 年翻座率分别为 2.2/2.4/2.4 次。
- (3) 毛利率及费用率方面：综合考虑疫情影响以及原材料价格波动，我们预计公司 20-22 年综合毛利率分别为 62.5%/63.0%/63.0%，员工成本费用率分别为 29.1%/24.0%/23.9%。

表 4：公司收入端拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
太二营收	1,277	1,712	3,545	5,282
YoY		34%	107%	49%
门店数	126	206	316	446
YoY		63%	53%	41%
翻座率	4.8	4.7	4.8	4.8
YoY		-2%	3%	0%
九毛九营收	1,348	1,096	1,234	1,275
YoY		-19%	13%	3%
门店数	143	111	114	119
YoY		-22%	3%	4%
翻座率	2.3	2.2	2.4	2.4
YoY		-5%	12%	0%
其他	29	38	53	69
YoY		28%	41%	30%
收入合计	2699	2846	4832	6627
YoY		5%	70%	37%
毛利率	63.5%	62.5%	63.0%	63.0%

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.2 估值

我们预计公司 20-22 年收入分别为 29/49/67 亿元，同比增长 8%/69%/37%；归母净利润分别为 0.82/4.74/6.41 亿元，同比增长-50%/479%/35%；EPS 分别为 0.06/0.33/0.44 元，对应最新 PE 分别为 255/44/33 倍。

我们结合相对估值和绝对估值法（具体参照下文），考虑到公司 19-22 年复合增速高达 55%，我们给予公司 21 年 55 倍 PE（对应 1 倍 PEG），推出合理目标价为人民币 17.9 元（港币 19.9 元），对应 20-22 年 PE 分别为 316/55/40 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

相对估值

目前可比公司 21 年平均估值水平为，相关公司估值分化较大，身处优质赛道且自身护城河较高的海底捞估值明显高于其他公司，我们认为九毛九身处快时尚餐饮赛道，未来 3-5 年快速扩张成长性较高，理应享受估值溢价，另外考虑到未来几年由太二品牌扩张带来的成长确定性较高，19-22 年归母净利润复合增速高达 55%，我们认为给予公司 21 年 55 倍 PE 相对合理，对应目标价为人民币 17.9 元。

表 5：可比公司估值（截止 2020 年 8 月 18 日）

	证券简称	收盘价	股本	总市值（亿元，		EPS			PE	
		（人民币）	（亿股）	人民币）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
餐饮行业										
6862.HK	海底捞	38.93	53.00	2,063	0.35	0.87	1.11	111.5	45.0	35.1
0520.HK	呷哺呷哺	7.65	10.82	83	0.10	0.46	0.58	76.2	16.8	13.2
1579.HK	颐海国际	95.40	10.47	999	0.92	1.27	1.66	103.5	75.2	57.3
平均								97.1x	45.6x	35.2x
9922.HK	九毛九	14.47	14.53	210	0.06	0.33	0.44	257.0	44.4	32.8

资料来源：wind，西部证券研发中心

绝对估值

我们采用 DCF 绝对估值方法，推导合理股价为人民币 17.8 元，核心假设为：

- (1) WACC=5.83%;
- (2) 第二阶段（7 年）年均增速 10%，考虑到公司太二品牌的扩张仍然处于快速成长周期的初期阶段，且当前主要集中于一线城市展店，对标海底捞、麦当劳等优秀餐饮企业未来渠道下沉空间广阔，我们预计未来较长一段时间内公司仍有望保持较高增速。
- (3) 10 年后永续增长率为 2%。

图 35: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)

FCFF估值模型					
测算年度	2020				
Assum					
贝塔β	1.02	股权资本成本	7.1%	适用税率	25.0%
无风险利率	2.8%	债务成本Kd	2.9%		
市场预期收益率	7.0%	债务比率D/(E+D)	30%	调整WACC值	5.83%
第一阶段					
	2020E	2021E	2022E		
EBIT	194	794	1,097		
息税后利润NOP	146	596	823		
折旧与摊销	122	138	190		
营业现金毛流量	268	734	1,013		
营运资本变动	-14	-61	-52		
资本支出	169	324	420		
FCF	112	471	645		
APV	112	445	576		
第二阶段					
期初FCF	645	中期年限	7		
FCF增长率	10%				
永续阶段					
期初FCF	1,257				
FCF增长率	2%				
企业价值	25,963				
债务价值	85				
股权价值	25,878				
发行在外股份数	1,453				
每股价值	17.81				

第一阶段	
SubTotal PV	1,133
第二阶段	
SubTotal PV	4,720
永续阶段	
SubTotal PV	20,110

资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 36: DCF 估值敏感性分析

		敏感性分析之一						
		WACC						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
永续增长率	-1.0%	22.04	17.04	13.79	11.50	9.81	8.52	7.50
	0.0%	28.43	20.51	15.89	12.88	10.77	9.20	8.01
	1.0%	41.81	26.42	19.10	14.84	12.05	10.09	8.64
	2.0%	87.46	38.80	24.58	17.81	13.86	11.28	9.46
	3.0%	-400.27	81.06	36.05	22.89	16.62	12.96	10.57
	4.0%	-55.12	-370.33	75.18	33.51	21.33	15.52	12.13
	5.0%	-27.91	-50.90	-342.89	69.79	31.19	19.89	14.51

资料来源: wind, 西部证券研发中心

五、风险提示

（1）太二开店不及预期

我们认为未来公司快速成长的假设前提在于太二品牌的快速开店，但如果因为疫情反复的影响或者其他未知因素的影响，导致太二门店扩张不及预期，将显著影响公司未来成长性。

（2）疫情反复影响未来门店经营恢复节奏

目前来看，疫后以来公司核心门店太二、九毛九均处于持续恢复进程中。但如果未来疫情出现反复情形，将会为公司门店未来进一步复苏带来不确定性，从而影响短期业绩。

（3）消费者偏好变迁

我们认为公司太二品牌深耕的酸菜鱼赛道受众广、根基深，未来市场整体需求处于持续扩容状态。但如果未来消费者需求发生较大变迁或者出现强有力的替代品类，或将影响公司未来整体发展以及展店预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	60	127	863	1,220	1,561	营业收入	1,896	2,699	2,912	4,911	6,706
贸易及其他应收款项	125	156	191	322	440	营业成本	672	985	1,092	1,817	2,481
存货净额	36	75	83	138	189	员工成本	523	697	841	1,142	1,542
受限制银行等价物	6	25	27	45	62	租金费用	29	44	47	80	101
流动资产合计	227	383	1,164	1,726	2,253	水电开支	94	108	95	161	215
物业、厂房及设备	268	323	366	506	694	使用权资产折旧摊销	155	219	279	383	546
使用权资产	574	805	952	1,460	1,978	其他资产折旧摊销	81	97	122	138	190
无形资产	4	3	2	2	1	其他开支	180	223	241	396	535
其他非流动资产	115	140	155	224	293	财务费用	58	67	72	81	111
非流动资产合计	960	1,271	1,476	2,192	2,967	利润总额	104	259	123	714	986
资产总计	1,187	1,654	2,640	3,917	5,219	所得税费用	31	73	35	201	278
银行贷款	49	221	221	221	221	净利润	74	186	88	513	708
贸易及其他应付款	234	316	381	633	865	少数股东损益	4	2	6	39	67
其他流动负债	157	258	278	469	640	归属母公司净利润	70	164	82	474	641
流动负债合计	440	794	879	1,323	1,725	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
租赁负债	522	663	792	1,126	1,489	盈利能力					
其他长期负债	21	27	29	49	66	ROE	34%	96%	9%	33%	33%
长期负债合计	543	690	820	1,175	1,555	毛利率	65%	64%	63%	63%	63%
负债合计	983	1,484	1,700	2,497	3,281	营业利润率	5%	10%	4%	15%	15%
归属母公司股权权益	191	133	896	1,337	1,789	销售净利率	4%	6%	3%	10%	10%
少数股东权益	12	38	44	83	150	成长能力					
负债和股东权益总计	1,187	1,654	2,640	3,917	5,219	营业收入增长率	29%	42%	8%	69%	37%
						营业利润增长率	5%	149%	-53%	482%	38%
						归母净利润增长率	4%	136%	-50%	479%	35%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	70	164	88	513	708	资产负债率	83%	90%	64%	64%	63%
折旧摊销	236	316	122	138	190	流动比	0.5	0.5	1.3	1.3	1.3
营运资金变动	1	9	14	61	52	速动比	0.4	0.4	1.2	1.2	1.2
其他	(67)	(105)	2	20	18	每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	373	577	226	732	968	每股指标					
资本支出	(152)	(186)	(169)	(324)	(420)	EPS	0.05	0.11	0.06	0.33	0.44
其他	0	(4)	(2)	(19)	(17)	BVPS	0.13	0.09	0.62	0.92	1.23
投资活动现金流	(152)	(190)	(171)	(342)	(437)	估值					
债务融资	73	267	0	0	0	P/E	298.9	126.6	254.5	44.0	32.5
权益融资	0	0	747	0	0	P/B	108.8	156.4	23.2	15.6	11.6
其它	(287)	(587)	(66)	(33)	(189)	P/S	11.0	7.7	7.1	4.2	3.1
筹资活动现金流	(214)	(320)	681	(33)	(189)						
汇率变动	0	0	0	0	0						
现金净增加额	60	127	863	1,220	1,561						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本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，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。