

2011 年 11 月 29 日

白冰洋

bingyang_bai@e-capital.com.cn

目标价(元) 24.00

公司基本资讯

产业别	旅游
A 股价 (11/11/28)	20.15
深证成分指数 (11/11/28)	9884.7
股价 12 个月高/低	28.7/16.65
总发行股数 (百万)	200
A 股数 (百万)	89.56
A 流通市值 (亿元)	18.05
主要股东	孟凯(27.70%)
每股净值 (元)	6.03
股价/账面净值	3.34
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.11 5.77 -23.88

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

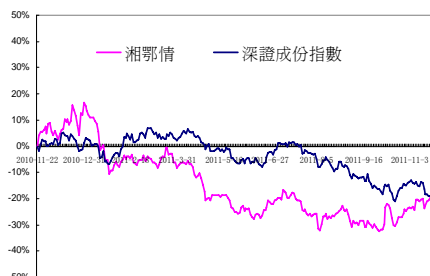
产品组合

餐饮服务	99.27%
其他	0.73%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.81%
----	-------

股价相对大盘走势



湘鄂情 (002306.SZ)

Buy 买入

异地拓展特色酒楼领先者 业绩进入集中释放期

结论与建议:

公司是扩地区拓展中高端酒楼的市場领跑者，以先进的理念、合理的模式、优秀的团队打造出初步跨地区发展的成功典范。未来公司发展重点从原来特色酒楼为主向特色酒楼和大众餐饮共同开拓调整，有望未来跻身综合餐饮龙头公司之列。此外，由于 2010 年集中开店费用增加导致当年利润同比衰退，2011 年之后则有望将进入业绩集中释放期。据分析测算公司合理估值在 24-28 元，目前股价仍有较大空间，给予买入的投资建议。

- **灵活调整发展方向**——公司改变原有以特色酒楼为主，直营发展为主的拓展方式。目前新发展策略是：1>介入大众餐饮市场，特色酒楼和大众餐饮市场发展并重。2>特色酒楼拓展改为直营加盟方式并行发展，新开店比例对开。3>大众餐饮以湘鄂情·源系列为重点发展。
- **公司初具成为龙头企业核心竞争力**——1>菜品、选址、服务、营销到位促成全国特色酒楼展店的初步成功。2>灵活经营和调整发展战略，目标不仅放在中高端市场，更拓展机制灵活，股权激励到位、善于培养和留住人才、致力于中式餐饮产业化、标准化研发是公司长期核心竞争优势。
- **特色酒楼 2011-2013 年步入盈利集中释放期**——公司在 2010 年新开直营门店 8 家，收购原有加盟店两家，原有门店装修约 10 家，因此拖累 2010 年业绩同比下滑 24%，上述门店 2011 年起陆续进入盈利释放期。
- **湘鄂情·源为代表的中端大众餐馆是公司未来重点发展方向之一**——公司看好未来大众餐饮市场广阔的发展空间，将在一线核心城市繁华商业街区拓展源系列中端餐饮店。单店成熟后盈利水准在 100-300 万元间，具有投资周期短，回报高的特点。
- **股权激励显示管理层对公司未来发展信心**——2011 年 1 月中旬，公司股价为 20 元左右时，公司提请进行股权激励，行权价 27.35 元，7 月正式授予，从一个侧面反映出管理层对公司未来发展的信心。
- **估值与目标价**——我们看好公司特色酒楼业务近两年进入盈利释放期和大众餐饮未来广阔的发展空间。预计 2011、2012、2013 年公司营收为 12.36 亿元、16.45 亿元和 19.75 亿元，YoY 增长 34%、33%和 20%。净利润 1.07 亿元、1.48 亿元和 1.93 亿元，YoY 增长 84%、38%和 31%。对应 PE 为 37 倍、27 倍和 20 倍，考虑其不断展店扩张，未来净利润年均增速在 25%-30%。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB百万元	64	77	58	107	148
同比增减	%	9.03%	20.27%	-24.38%	83.74%	38.40%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.430	0.500	0.290	0.533	0.738
同比增减	%	-45.57%	16.28%	-42.00%	83.81%	38.40%
A 股市盈率 (P/E)	X	45.65	39.26	67.69	36.83	26.61
股利 (DPS)	RMB元	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

营运分析

一、公司介绍

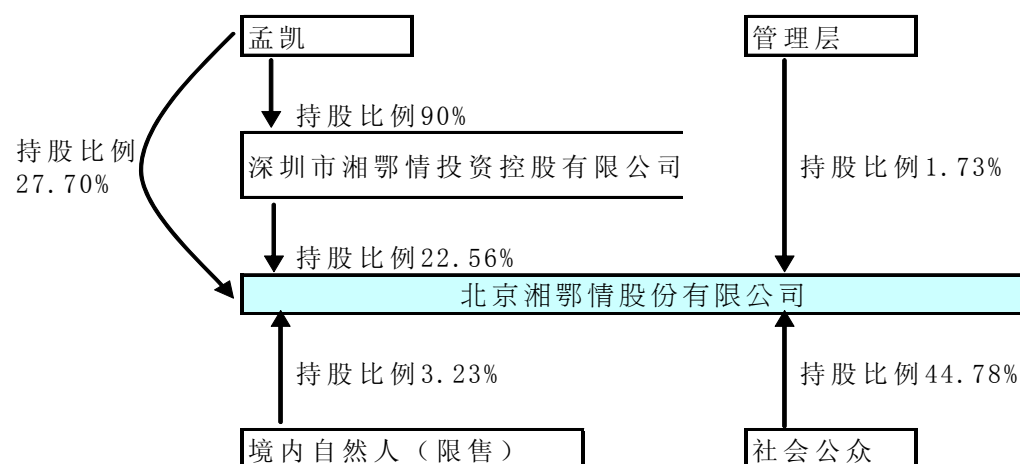
1. 首家民营餐饮上市公司

北京湘鄂情股份有限公司成立于 2007 年 10 月 23 日，注册于北京市海淀区，注册资本 20,000 万元。公司主营业务为中式餐饮。2009 年 11 月 11 日，公司在深圳证券交易所正式挂牌上市，成为我国第一家在国内 A 股上市的民营餐饮企业。现有总股本 2 亿股，实际控制人为创始人孟凯。

2. 从小店发展为区域中高端餐饮翘楚

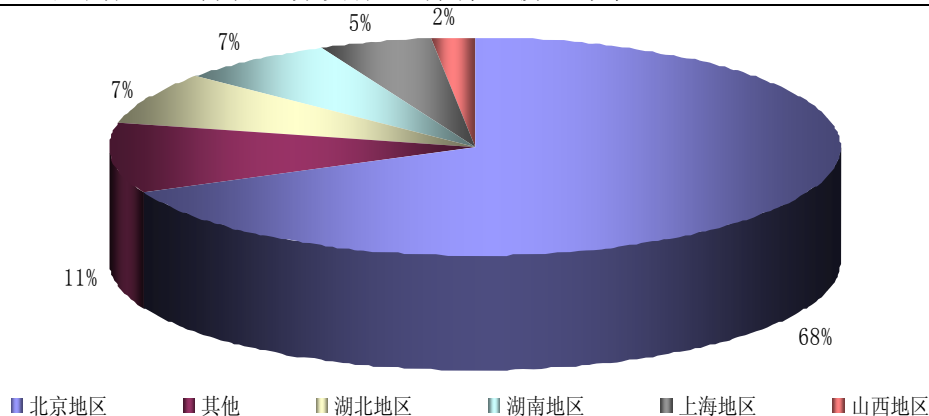
回溯公司发展历史，最早是创始人孟凯夫妻于 1995 年在深圳蛇口开设的湘鄂风味夫妻小店，主要面向大众。经过多年的发展，湘鄂情于 1999 年开始进入北京市场，抓住军政商等中高端餐饮需求旺盛的特点，逐渐形成了以湘、鄂菜做口味，以粤菜来提高档次的经营模式，从之前的大众风格餐厅，发展成为区域面向中高端市场的特色酒楼。目前公司拥有“湘鄂情”、“晶殿”、“菁英汇”等多个中高端品牌。

图 1、公司控制权结构图



资料来源：公司资料，群益证券

图 2、公司各地区餐饮业务贡献毛利润比较（单位%）



资料来源：公司资料，群益证券

表1、公司各子品牌比较

品牌名称	湘鄂情	菁英汇	晶殿	湘鄂春	湘鄂情·源
品牌定位	高端商务宴请	高端会所	喜宴、商宴、酒会	中高端聚会	大众消费
子品牌门店数（家）	23	4	2	1	2
其中直营	20	4	2		1
加盟	3			1	1
单店面积（平方米）	>3000	>3000	>3000	1000-3000	500-1000
单店装修预算（元/平米）	4000-5000	4000-10000	>4000	2000-3000	1000-1500
人均消费（元/人）	400-500	500-600	>200	200-300	50-100
翻台率（次/日）	1	NA	NA	1	3-4
未来年均预计新增（家）	直营、加盟各5家左右				>10

注1：计算菁英汇门店时西单东西楼两处合计为一个门店

注2：公司计划源品牌餐厅未来年增长30-50家，我们出于谨慎，将其年均增长设定在10家以上

资料来源：公司公告、互联网、群益证券整理

二、公司竞争力分析

1. 菜品、选址、服务和营销是新开店打开市场的决定因素

1>赢在菜品——菜系和食材选择与市场价格定位息息相关

中高端餐饮较高的价格与食材稀缺和菜系选择密切相关——虽然高端特色酒楼面对的客户和高端白酒具有高度重合，但与白酒具备一批全国知名品牌不同，高端酒店多以稀缺食材为卖点，支撑较高的价格体系，并获得客户的认同。因此纵观国内近年发展较好的特色酒楼无不涉及海鲜等稀缺食材，菜系更是离不开粤菜、淮扬菜等，多半依赖复合菜系而获得成功，而很少听说依赖家家的东北菜等单一大众化菜系获得成功。公司就是抓住了这一市场特点，将湘鄂菜与粤菜综合，辅以淮扬菜得以成就。

表3、特色酒楼菜系风格对比

	湘鄂情	全聚德	顺峰	俏江南	小南国	净雅
菜式菜系	粤菜、海鲜 湘鄂粤菜 淮扬菜	传统烤鸭 全鸭席	粤菜、海鲜	川菜、粤菜	沪菜、杭帮菜	鲁菜、海鲜

资料来源：互联网、群益整理及预测

湘鄂菜系向来具有口味受众面广和价格实惠的特点，在大众餐饮市场广受追捧——湘鄂菜、川菜是活跃于全国各大地区的菜式，由于其实惠的价格和良好的口味获得了大众的青睐。公司最早也是从湘鄂菜的大众小店起家，这一菜式的选择将是未来湘鄂情·源系列餐厅的主打菜式。

2>赢在选址——选对大地方、选对小环境

任何餐饮企业的成功都离不开成功的选址，酒香不怕巷子深但不适用于餐厅，有行家说选址决定了餐馆 75%的成功概率。

从大的环境来看，公司选对了军政商最为密集是北京地区作为发展基地，跟随市场需求从小小的门店成长为特色的酒楼。另一方面，由于高端客户洽谈聚会希望不仅需要高端的菜品，更注重环境的私密、装修的品味、服务的周到、交通的便捷、停车的方便等等。从公司在北京和非北京地区成功的开店经验来看，印证了公司在选址方面独到精准的眼光。从公司对“源”系列餐厅的发展来看，将选择大型 shopping mall 和繁华成熟商业街区为进驻地，将同万达等大型集团形成合作。

3>赢在服务——装修、用餐、停车、娱乐等综合服务

餐饮业是产品+服务的综合销售商，因此服务是销售的重要内容。目前公司独立包间为主的餐位、豪华风格的装修和不断完善的用餐服务吸引着众多的高端客户。其个性化服务的一大特色就是增加文化氛围，也是湘鄂情荆楚文化的体现。对于正酝酿重点发展的“源”系列餐厅而言，其定位的装修风格将较为简约，适合商务认识、职场白领。公司将借鉴酒楼服务的成功经验，做好大众餐厅服务体验。

4>赢在营销与客户管理

口碑营销，领先之道——湘鄂情注重内功和质量，看重顾客的口碑传播。这一核心理念不仅适用于酒楼，也适用于未来的“源”系列大众餐厅。

在特色酒楼经营方面，湘鄂情非常重视具有较强消费能力的“意见领袖”，这就产生了湘鄂情“金牌顾客”的概念。公司开发客户管理系统，能够对客人的消费有记录并存盘，了解消费者的爱好和需要。通过独特的顾客管理系统，湘鄂情从广大的消费者中淘出了它的“金牌顾客”，并把他们留了下来。此外，湘鄂情还与各餐饮网站（比如饭统、大众点评、请客 800 等）和餐饮相关的公司进行合作进行品牌宣传和客户开拓，取得了一定的效果。

2. 民企背景、机制灵活、激励到位

公司是一家民营企业，从老板到一线员工都是从基本的创业开始发展起来的。运营以市场需求和企业发展为目标导向，避免了国企人员繁冗，机制效率缓慢，激励不到位等弊病。股份公司设立后，公司的高级别管理人员和核心技术人员多数直接持有公司股份，具有很强的稳定性。2011 年公司正式启动了股权激励机制，授予 169 名激励对象合计 948 万份股票期权，占授予时公司股本总额两亿股的比例为 4.74%。

3. 注重培训、留住人才

湘鄂情的用人之道就是从培训开始栽培人才，让人才看到职业发展空间和希望，用合理的薪酬和奖惩来优胜劣汰。适当的人力储备是加快发展的核心基础。公司员工的流失率远远低于行业水准，目前公

司员工的月流失率在 2%以内。一方面是由于公司实施了公开透明的用人机制，再者在公司能学到能力，有职业发展空间。目前公司的人力储备工作可以有效补充年均 5-6 家新店的需求。公司具备了完善的激励机制与福利体系，最大程度的调动中低层员工积极性。

4. 注重研发和探索产业化、标准化

公司在北京湘鄂情餐饮管理公司设有出品研发中心，专门负责各菜系菜品的配方和烹调方法的研制工作。用十年的时间逐渐形成了 300 多道常年提供的湘鄂情特色招牌菜。湘鄂情保持每季度 60 道新菜创新，跟上时尚餐饮热点。同时公司不断探索中式餐饮产业化、标准化。目前中央厨房项目在北京大兴工业开发区实施，主要是提供各种原材料的集中采购、标准加工和统一配送。通过整体厨房、标准化配料、机械化烹饪设备的引入，逐渐达到标准化操作。

三、公司经营分析

1. 突破北京区域性发展、全国展店小试牛刀

公司近年来不断尝试在不同地区开店，谋求突破北京地区局限，向全国其他地方成功发展。

以主品牌湘鄂情发展为例，过去几年年均展店不超过 4、5 家，包括直营与加盟。依托上市融资，公司加快了展店步伐，仅直营店在 2010 年就新开直营店 8 家，收购加盟店 2 家。当然，快速扩张对公司当年盈利造成一定冲击。因此公司未来调整了发展战略，未来每年直营新开门店将控制在 3-5 家。原先公司发展策略是以直营为主，加盟为辅，调整为直营和加盟并重发展，未来新开店比例将基本持平。

另外，公司看好未来大众餐饮市场的发展，将在未来两年侧重发展湘鄂情·源子品牌。公司初步计划明后年展店 30-50 家，鉴于湘鄂情·源店截止 2011 年底不过 4 家，计划展店目标缺乏历史同类开店成功经验的支撑，我们谨慎估计未来可能的开店速度将保持在每年 10 家或更高。

表 4、公司各品牌门店数量比较及预测

品牌名称	2009	2010	2011E	2012F	2013F	公司开店计划
湘鄂情	18	23	24	32	40	
直营	11	18	21	25	29	年新增 3-5 家
加盟	7	5	3	7	11	年新增 3-5 家
菁英汇	2	4	4	5	6	
晶殿	1	2	2	3	4	
湘鄂春	1	1	1	1	1	
中高端店小计	22	30	31	41	51	
湘鄂情·源	1	1	4	15	25	每年 30-50 家、自营为主
合计	23	31	35	56	76	

资料来源：公司报告、群益整理及预测

2. 特色酒楼业务进入盈利集中释放期

1>2010 年业绩受累于大规模展店和装修原有门店

特色酒楼是指湘鄂情、晶殿、菁英汇等高端餐饮门店。2010 年公司净利润 5802 万元，YoY 减少 24.38%，主要是公司大规模展店和装修原有门店造成资本性开支增加和既有门店盈利增长短期收到影响。其中因为新开业门店一次性摊销费用和市场培育期经营未达到预期，产生年内亏损 2,252 万元；另外，由于公司购买武汉和西安两块房产，以及原有门店改造装修投入资本性支出 31,016.11 万元，装修门店局部或全部停业导致的营业利润同比减少 1,800 万元。

2>新开、新装修门店 2011-2013 年步入盈利集中释放期

2011 年公司新开门店步伐放缓——2011 年前三季度公司完成了中轴路店 30%股权收购，西安南二环店、武汉三阳路店建成开业。还有南京北京东路店和合肥店将于 2011 年底或 2012 年初开业。相较于 2010 年公司扩张步伐有所调整。

新开、装修门店盈利释放逐步体现——截止 2011 年前三季度，公司净利润 7591 万元，YoY 增长 30%，公司预计全年盈利增长 70%以上，未来两年盈利增长在 30%以上。主要是：

<1>新扩展直营店度过培育期开始盈利

2010-2011 年间新扩展湘鄂情、晶殿宴会厅等经过半年到一年的时间，将陆续度过培育期，进入盈利释放阶段。比如新增晶殿宴会厅的武汉洪山店，去年晶殿修建和周边市政工程影响，盈利大幅下滑 200-300 万元，今年前三季度盈利（税前利润）估计已回复到 700-800 万水准，全年盈利水准在 1000 万左右，未来两年盈利将有望逐步增长至 1500 万左右。再比如西安湘鄂情、菁英汇店，两店合计面积超 1000 平米，前三季度合计利润估计在 400-500 万，预计未来两年业绩贡献将在 1000 万左右。2011 年新开的武汉三阳路店，据了解目前营业状况非常火爆，是未来一个盈利超千万元的大店。

亏损门店方面，2010 年南京下关店亏损约 1000 多万，今年至少减亏 500 万元，今后两年将有望逐渐盈利。该店盈利欠佳主要是部分楼层物业消防设施有待改进，门店装修好但却迟迟未能开业所致。其他郑州店、呼市店等去年亏损 500 万以内的店，今年都已减亏至 200 万以内，明后两年都将逐渐开始盈利。

<2>原有装修门店完工盈利增长再上新高

2011 年公司北京地区老店装修后，盈利能力将进入双位数以上良好增长。以特级店定慧寺店为例，2010 年盈利约 2400 万元，今年将突破 2500 万元，未来两年有望向 3000 万左右规模迈进。丰台店之前盈利规模在 500 万元左右，2010 年受装修影响盈利跌至 200 万左右水

准，2011 年装修完工后盈利水准将恢复，未来盈利规模有望向 1000 万左右发展。中轴路店和北四环店装修前盈利水准在 1300 万元左右，装修后盈利规模有望提升至 1500-2000 万的行列。

基于我们的测算，已开业门店 2012、2013 年盈利增速将分别在 40%和 20%，之后将步入年均 10%-15%的稳定增长期。

表5、2010年新拓展8个项目直营店盈利情况分析

	当前盈亏状态	2011F	2012F
海运仓店	亏损	-100万—-200万	100万—200万
广渠门店	盈利	>600万	750万
武汉店 晶殿宴会厅	盈利	与原湘鄂情店合计盈利1000万或以上	
西安南二环店 湘鄂情及菁英汇	盈利	>500万	800万
郑州店 菁英汇	亏损	-100万—-200万	盈亏平衡
南京店 湘鄂情及菁英汇	亏损	-400万	见注解
呼市店	亏损	-100万—-200万	100万—200万
西单店二期	盈利	与原一期店合计盈利2000万或以上	

注：南京项目目前亏损主要原因是物业建成后消防指标不达标，公司无法正常开业，此事后续或者退约或者改造通过达标

资料来源：公司半年报、群益整理及预测

<3>2011 后控制新开直营店数量，助力长期盈利稳定增长

2010 年大规模扩张、装修门店可以视作公司之前几年发展受限于资金支持，依托上市平台后加快了可开发项目进度的特殊情况。从目前开店的成效来看，经过 6-24 个月的培育，各店都将逐步踏入盈利轨道。据我们估计测算一年后平均盈利（税前利润）能力在 100 万元以上，二年后平均盈利能力在 400-500 万元之间。

全国化展店是一个漫长而曲折的过程，公司需要时间消化和调整对众多门店的管理，因为连锁经营最终能否成功考验的是管理能力和水准。因此公司在未来几年将放慢直营扩张的脚步，年均开店控制在 5 家以内。我们据此测算，未来两到三年，每年新增门店 3-5 家，新门店第二年实现盈利，平均每家店年净利润 100-300 万元，第三年平均每家店年净利润 400-600 万元。谨慎估计开店两年后对公司利润贡献约 2000 万元，净利润贡献约 1500 万元，相当于 2010 年全年净利润的 26%，2011 年净利润的 10%-15%。之后将进入年均 10%-15%的稳定发展阶段。

不同于市场的观点：在几个区域做精做透就足以支撑盈利高增长——市场之前担心公司全国化发展只是尝试阶段，未来成功与否尚难预料。我们的看法是，公司盈利增长并非一定依赖于在全国各地成功开店。只要能做深做透几个区域性市场就足以支撑公司盈利的快速增长。摊子不一定要铺的那么大，在各地都成功。比如在开店前景较为喜人的湖北市场、陕西市场等，最为富庶的苏浙沪市场。不需要每个店都非常成功，大部分店盈利正常，少部分店盈利很好，基本没有亏钱的店就已经是非常好的情况，也足以支撑公司盈利增长。

表6、新开门店平均单店获利增长估算

第一年	第二年	第三年
亏损	获利100-300万	400-600万

资料来源：群益证券预测

表7、特色酒楼2012年后新开门店对盈利影响弹性测算

开店后第二年				开店后第三年			
	单店盈利100	单店盈利200	单店盈利300		单店盈利400	单店盈利500	单店盈利600
门店新增3	300	600	900	门店新增3	1200	1500	1800
门店新增4	400	800	1200	门店新增4	1600	2000	2400
门店新增5	500	1000	1500	门店新增5	2000	2500	3000

资料来源：群益证券预测

3>湘鄂情加盟店未来发展相对加快

公司目前营业收入中，超过 88%的比重是由直营店贡献的，主要是公司目前加快发展尚属起步阶段，夯实品牌和门店管理从直营酒店中发展最为有利。随着近两年公司对展店和产业化发展的初步尝试（包括统一采购、建立中央厨房等）和经验积累，未来加盟店的发展相对前两年将加快，形成以直营店发展带领加盟店发展的模式。

为了维护公司品牌，公司将采取强势加盟的方式，而不是松散的合作加盟的形式来管理加盟店，主要是为了避免直营模式对资金投入的过大需求和与具有优势资源的门店优势互补。公司将主管财务、采购、出品、营销。公司直接对加盟店派驻店长、驻店董事，对其管理也采取比照直营店的管理标准进行，确保公司的品牌战略得以有效实施。

连锁加盟向来是一把双刃剑，用的得当可以有效整合社会资源，实现区域性品牌到全国性品牌的飞跃，占领全国性市场，但用之不当，将伤及企业多年来及的品牌和形象。以公司目前的拓展方式和加盟数量增速来看，应该有较大可能把握加盟店发展的质量。

目前公司尚有的加盟企业有三家，分别是上林苑、新洲和世纪城店。商标使用费和加盟服务费约是营业额的 1%-3%。未来加盟店政策将有所调整，将在开店前期加收一次性加盟费 100-300 万元不等。根据公司以往经营利润率受直营开店数量影响在 7%-15%波动来看，加盟店单店对公司盈利贡献将低于直营店单店 3-5 个百分点。预计未来几年对净利润贡献相当于 2011 年净利润的 7%-10%。

3.大众餐饮是公司未来发展新方向

基于前述餐饮市场未来广阔的发展空间，公司不仅继续开拓特色酒店市场，也积极介入大众餐饮市场，未来发展方向有两个，一个是“湘鄂情·源”为代表的中端餐饮品牌，一个是团膳等为代表的大众

餐饮。前者将是未来与酒楼一样重点发展的目标，后者则处于尝试探索阶段。

1>湘鄂情·源——新的盈利增长点

2011 年，公司在一家“湘鄂情·源”北京世纪金源店的基础上，6 月于上海江桥万达广场购物中心开业了上海第一家“湘鄂情·源”品牌店，9 月位于北京金源时代购物中心的“湘鄂情·源”品牌店亦开门迎客，口碑很好，目前在沪的第二家“湘鄂情·源”正在筹备中。与特色酒楼不同，湘鄂情·源瞄准商务白领消费层。适合 CBD 白领交友、小酌、下午茶，营业面积通常在 500-1000 平方米之间，容纳量在 300 人附近。未来发展目标是北上广等一线地区。

单店投资规模小的在 100-200 万，大的在 300 万左右，以大厅消费为主，核心地段、旺盛人气决定了单店盈利能力。人均消费约 50-100 元，估计在开店 4-6 个月就能步出培育期，开始实现盈利。公司预计合理的单店盈利能力约在 100-150 万元。由于品牌主打家常菜，所用高档食材数量不多，不会造成积压大量资金、大幅抬高食材成本；加之其平均单店装修成本及一次性费用摊销低出湘鄂情品牌单店装修成本约 3/4，因而单店的毛利及净利润率高于高端酒店，未来发展的风险在于大量开店带来的管理风险。公司计划未来年开店速度在 30-50 家，我们谨慎预测将开店数量减少到 10-20 家。对公司净利润贡献在 750 万元以上，约为 2011 年净利润的 7%-10%。如果公司该业务发展迅速，实现 30-50 家的展店速度，年均将贡献净利润增量 3000 万以上，将贡献公司盈利 20%或更高，是公司未来业绩增长弹性最大来源。

盈利预测

我们认为高效管理与激励制度和清晰发展特色酒楼和大众餐饮的战略路径是公司发展两大核心。湘鄂情等高端餐饮品牌门店 2011-2013 年盈利将进入集中释放期。综合考虑到新开门店和原有门店发展状况，未来年均净利润增速在 25%-30%。湘鄂情·源系列大众餐饮门店将从 2012 年起加快发展，净利润增速将远高于高端餐饮门店，是公司未来业绩增长弹性最大来源。

预计 2011、2012、2013 年公司营收为 12.36 亿元、16.45 亿元和 19.75 亿元，YoY 增长 34%、33%和 20%。净利润 1.07 亿元、1.48 亿元和 1.93 亿元，YoY 增长 84%、38%和 31%。预计 EPS 分别为 0.53 元、0.74 元和 0.96 元，对应 PE 为 37 倍、27 倍和 20 倍，考虑其不断展店扩张，未来净利润年均增速在 25%-30%，合理估值在 24-28 元，给予买入的投资建议。

表8、分部预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
湘鄂情等特色酒楼	77	58	106	141	181	228
YoY		-24.68%	82.76%	33.40%	28.06%	25.80%
湘鄂情源			1	7	12	18
YoY				600.00%	71.43%	50.00%
团膳					0.25	0.50
YoY						100.00%
合计	77	58	107	148	193	246
YoY		-24.68%	84.48%	38.69%	30.28%	27.39%

资料来源：公司年报、群益证券整理预测

利好因素：

1. 股权激励彰显管理层对公司长期发展信心——2011年初开始公司正式启动股权激励机制，当时股价在 20 元左右，提议之行权价在 27.35 元，7 月底获批通过，授予日为 2011 年 7 月 13 日，从授予日之日起，未来 48 个月内按照 25%:25%:25%:25%的比例分四期行权；基础行权条件包括未来 4 年的公司净利润增长不低于年均 20%的幅度。这一计划从侧面显示了管理层对公司长期发展的信心。

催化剂：

1. 银行卡刷卡费率降低——经过餐饮行业多年呼吁，银行卡刷卡费率 2012 年或将降低，对行业内公司收入和净利润均有积极影响。

2. 行业营业税率或将下调——餐饮业目前营业税率在 5%，加上附加费等整体税率水准接近 5.5%，而建筑等行业税率水准在 3%左右。经过行业多年呼吁，未来整体负税率有望缓慢下调。

主要风险因素：

1. 未来异地展店速度和盈利能力低于预期
2. 食品安全风险

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	612	738	923	1236	1570
经营成本	218	236	309	391	506
营业税金及附加	34	41	52	69	88
销售费用	181	238	375	465	565
管理费用	84	108	97	149	188
财务费用	5	6	1	12	10
资产减值损失	1	0	-1	0	0
投资收益	0	3	0	1	0
营业利润	89	112	90	151	213
营业外收入	2	2	3	4	0
营业外支出	0	3	2	0	0
利润总额	90	111	91	154	213
所得税	23	30	29	44	60
少数股东损益	3	4	4	4	5
归属于母公司所有者的净利润	64	77	58	107	148

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	66	901	620	474	414
应收账款	18	14	21	21	22
存货	43	39	50	50	51
流动资产合计	240	1068	893	902	911
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	51	62	86	87	88
在建工程	10	86	155	156	158
无形资产	106	108	258	261	263
资产总计	412	1329	1395	1409	1423
流动负债合计	150	160	225	227	229
非流动负债合计	0	0	1	1	1
负债合计	150	160	225	228	230
少数股东权益	5	4	3	3	3
股东权益合计	258	1165	1167	1178	1190
负债及股东权益合计	412	1329	1395	1409	1423

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	122	142	120	155	187
投资活动产生的现金流量净额	-157	-127	-335	-285	-242
筹资活动产生的现金流量净额	-14	821	-66	-16	-4
现金及现金等价物净增加额	-49	835	-281	-146	-60

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。