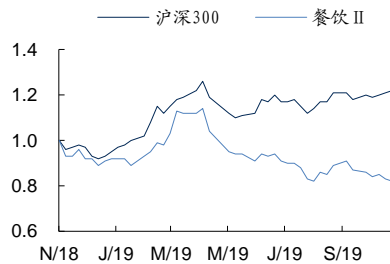


一年该行业与沪深300走势比较



证券分析师：曾光

电话：0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

证券分析师：钟潇

电话：0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513100003

联系人：姜甜

电话：0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

行业专题

从美股餐饮龙头寻找行业估值的锚

● 全球餐饮业估值 PK：区域差异，阶段差异

国际上市餐饮企业估值 PK：2003-2018 年，餐饮企业 PE 估值中枢一般 18-41x，其中英国最低（18x），日本最高（41x），美国（25x），中国香港（20x）居中。
相对估值 PK：美英餐饮企业在 08 年金融危机前均有估值溢价，但此后则持平甚至折价，直到今年又阶段溢价，日本 08 年金融危机后估值中枢持续上移，溢价显著，香港此前估值溢价一直不显，直到今年因权重股海底捞估值攀升显著上移。

● 美国餐饮业：子行业表现分化，休闲餐饮获估值溢价

美国餐饮业发展成熟，快餐主导（67%），其次为正餐（26%）及休闲饮料（7%）。
正餐龙头同店增速周期性较强，估值相对逊于行业整体，且估值波动受经济周期影响大；**快餐**业具备下行周期防御属性，同店增速平稳，估值水平与行业相当，但其中快捷休闲细分赛道增势迅猛，估值溢价显著；**饮料**业星巴克执牛耳，同店增速高于行业整体，估值溢价整体较显著，但近 3 年估值溢价开始趋于平稳回归。

● 美股餐饮龙头：连锁高扩张期估值红利显著，平稳期看运营与整合

餐饮龙头估值比较：**快餐**业具标准化连锁扩张基因，其龙头国内外连锁高速扩张期估值攀升溢价最显著，平稳发展期则估值核心看“好管理”，关注经营策略（同店表现）及商业模式优化等。**正餐**龙头相对区域经营（2018 年达登/Dine 本土餐厅占比分别为 98%/93%），估值一是受经济周期波动，二看管理能力及收购整合或孵化新品牌能力。休闲饮料龙头星巴克一靠门店连锁国内外扩张，二因赛道空间广阔且竞争格局占优，估值曾阶段高企持续 50-100x，震荡调整期估值 20-30x，但平稳发展期好管理仍能带来估值中枢改善至 25-37x。

● 中国餐饮行业：国际借鉴，细分赛道百舸争流

国内餐饮行业空间广阔，但上市标的相对稀缺，随着海底捞市值破 2000 亿，未来预计更多餐饮企业有望上市。细观行业构成，**火锅**为国内餐饮第一大赛道，海底捞依托赛道优势和绝对龙头优势，以优势管理为基，存量同店增速迅猛&展店空间较广阔，估值目前逼近 100x，远超行业（一般 20x），同时**中式快时尚餐饮细分赛道发展迅猛**，重点关注九毛九国际（拟上市），尤其公司存量品牌的快速扩张及管理优化以及持续孵化新品牌的平台能力。

● 投资建议：聚焦赛道优质、业绩确定性高的龙头企业

考虑国内餐饮业广阔成长空间和相对稀缺的上市标的，借鉴国外餐饮龙头成长和估值变迁，我们长期仍建议关注优质细分赛道、品牌壁垒相对高、未来扩张和业绩确定性相对较高的餐饮龙头，如**海底捞**（关注积极展店后的翻台率和同店表现）、**九毛九国际**（拟上市）、**呷哺呷哺**等。

● 风险提示：宏观经济下行、食品安全、日常经营及政策风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603043	广州酒家	买入	31.65	12,786	1.11	1.36	28.51	23.27
06862	海底捞	暂无评级	36.25	192,125	0.48	0.70	75.52	51.79
00520	呷哺呷哺	暂无评级	10.48	11,326	0.42	0.52	24.95	20.15

资料来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所预测

注：除广州酒家外，其他公司的盈利预测均来自于 Wind 一致预期

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

综合全文，从国际借鉴来看，美国、英国、日本、香港等市场餐饮企业平均 PE 估值中枢一般 18-41X，但不同区域，不同业态，不同发展阶段估值差异较大。聚焦美国各细分领域餐饮龙头，总体来看业绩增速支撑估值中枢。快餐和休闲饮料因易标准化连锁扩张，其国内外连锁扩张期估值爬升尤其明显，而平稳发展期核心看管理优化，其中赛道广阔+竞争格局占优+高速连锁扩张支撑星巴克阶段高估值 50-100X，震荡调整期估值 20X-30X，但平稳发展期好管理仍能带来估值中枢改善至 25-37X。

中长线来看，考虑国内餐饮业的广阔成长空间和相对稀缺的上市标的，借鉴国外餐饮龙头成长和估值变迁，我们长期仍建议关注聚焦优质细分赛道、品牌壁垒相对高、未来扩张和业绩确定性相对较高的国内餐饮龙头，如**海底捞**、**九毛九国际（拟上市）**、**呷哺呷哺**等。其中**海底捞**目前估值相对不低，但高速扩张和业绩成长期也在积极消化估值，未来建议关注积极展店后的翻台率和同店增长情况；**呷哺呷哺**随着凑凑和新呷哺模型的持续优化和拓展，未来成长仍值得期待；**九毛九国际**作为拟上市快时尚餐饮龙头，未来建议重点关注其存量品牌的快速扩张及管理优化以及持续孵化新品牌的平台能力。

核心假设或逻辑

- 1、国外餐饮不同细分领域估值比较：正餐经济周期估值波动大，快餐具下行周期防御属性，但其中快捷休闲细分赛道增势迅猛，估值溢价显著，休闲饮料龙头因连锁扩张和赛道优势相对估值溢价。
- 2、国际餐饮龙头成长与估值对比：快餐、休闲饮料类餐饮龙头连锁高扩张期估值爬升尤其显著，平稳期估值水平核心看管理运营与整合能力，好管理也会带来阶段估值提升。正餐龙头管理优化对估值支撑更为关键。

与市场预期不同之处

市场投资者相对侧重国内餐饮上市企业直接对比，本文尝试立足国际餐饮龙头企业估值对比视角，通过详细分析不同国家，不同业态、不同发展阶段餐饮企业的估值比较，尤其餐饮龙头各阶段影响估值的不同因素，以期给市场投资者餐饮上市公司估值分析提供更多参考和借鉴。

股价变化的催化因素

- 第一，持续较快门店连锁扩张，且门店同店经营数据保持良好。
- 第二，餐饮新品牌孵化良好或收购整合新品牌超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，系统性风险，宏观经济环境下行严重；
- 第二，食品安全风险，如动物流感、病毒等事件风险；
- 第三，日常经营风险，原材料、加工过程等方面出现食品安全隐患；
- 第四，政策风险，餐饮行业监管政策趋严、税收政策从严。

内容目录

写在前面	6
全球餐饮业估值 PK: 区域差异, 阶段差异	7
国际餐饮 PE 估值中枢 18-41 倍, 英国最低, 日本最高, 美国居中	7
相对估值对比: 区域和阶段差异影响估值溢价	8
美国餐饮业: 子行业表现分化, 休闲餐饮获估值溢价	9
行业表现: 子行业同店表现分化, 细分赛道增速迅猛	10
估值表现: 正餐业估值相对承压, 快餐业平稳, 休闲饮料业享估值溢价	12
美股餐饮龙头: 殊途同归, 业绩增长系估值提升主逻辑	14
快餐业: 规模为王, 国际连锁餐饮龙头从轻出发	14
正餐业: 品牌管理至上, 正餐龙头焕发第二春	19
休闲饮料业-星巴克: 赛道&品牌力加持, 行业空间广阔	23
中国餐饮业: 国际借鉴, 细分赛道百舸争流	27
海底捞 VS 呷哺呷哺: 扩张阶段及同店表现差异带来估值分化	27
九毛九国际: 发力快时尚餐饮, 未来重点关注管理运营与品牌孵化	31
投资建议: 聚焦赛道优质、业绩确定性强的龙头企业	34
风险提示	34
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 美国餐饮行业市盈率数据	7
图 2: 英国餐饮行业市盈率数据香港餐饮行业市盈率数据	7
图 3: 日本餐饮行业市盈率数据	7
图 4: 香港餐饮行业市盈率数据	7
图 5: 美国餐饮业构成及代表品牌公司	9
图 6: 美国餐饮上市公司收入规模	10
图 7: 美国餐饮业三大类构成比例	10
图 8: 美国餐饮行业及子行业同店增速数据	10
图 9: 美国正餐各子行业同店销售增速	11
图 10: 美国正餐业直营经营比例高于餐饮行业整体	11
图 11: 美国快餐业同店销售增速	11
图 12: 墨式风味和披萨类企业近年同店增速迅猛	11
图 13: 美国休闲饮料业同店销售增速	12
图 14: 2018 年度星巴克及唐恩都乐营业收入	12
图 15: 正餐业估值水平低于行业平均水平	12
图 16: 正餐业分类估值水平	12
图 17: 快餐业估值水平相对平稳	13
图 18: 快捷休闲板块估值溢价明显	13
图 19: 休闲饮料业估值水平高于行业整体	13
图 20: 星巴克及唐恩都乐估值水平	13
图 21: 餐饮各子行业发展历程及估值提升逻辑	14
图 22: 1983 年至今麦当劳餐厅数据	15
图 23: 1982 年至今麦当劳营收/业绩增长情况	15
图 24: 2008-2018 年麦当劳特许经营收入规模	15
图 25: 2018 年特许经营收入构成数据	15
图 26: 1983-1997 年麦当劳估值水平	16
图 27: 1983-1997 年麦当劳国内外餐厅数	16
图 28: 1999-2009 年麦当劳估值水平	17
图 29: 麦当劳新宣传口号与海报	17
图 30: 2010 年至今麦当劳估值水平	17
图 31: 2010 年至今麦当劳同店销售增速情况	17
图 32: 百胜全球餐饮门店数	18
图 33: 百胜全球餐饮历年营收及业绩	18
图 34: 百胜全球 1998 年上市以来公司估值水平变化	18
图 35: 2000 年至今公司餐厅数目及增速数据	20
图 36: 1994 年至今公司营收及业绩情况	20
图 37: 截至 2019 年财年, 公司餐厅本土化率为 97.9%	21
图 38: 截至 2019 年财年, 公司以直营为主, 占比 96.2%	21
图 39: 2004 年至今 Dine Brands Global 餐厅数据	21
图 40: 1989 年至今公司营收及业绩数据	21
图 41: 2012 年以前达登饭店和 DIN 估值数据	22
图 42: 达登饭店和 Dine Brands Global 同店表现	22
图 43: 2013 年后达登饭店和 DIN 估值数据	23
图 44: 达登饭店新孵化餐厅品牌收入占比逐渐提升	23
图 45: 1992 年至今星巴克门店扩张情况	23
图 46: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据	23
图 47: 1992-2004 年星巴克估值水平	24
图 48: 1992-2004 年星巴克国内外门店数	24
图 49: 2005-2008 年星巴克估值水平	25
图 50: 2005-2009 年星巴克同店销售增速	25
图 51: 2009-2018 年星巴克估值水平	26
图 52: 星巴克国际市场门店占比提升明显	26
图 53: 2017 年中式餐饮各大菜系市场份额	27
图 54: 中式餐饮市场规模数据	27
图 55: 海底捞和呷哺呷哺 PE 估值水平	28
图 56: 2015 年至今海底捞门店数及增速数据	29

图 57: 2015 年至今呷哺呷哺门店数及增速数据	29
图 58: 海底捞门店下沉趋势明显	29
图 59: 呷哺呷哺北方省份门店数占比逐年下降	29
图 60: 海底捞翻台率高于呷哺呷哺	30
图 61: 海底捞及呷哺呷哺客单价均稳步提升	30
图 62: 海底捞成本收入比	31
图 63: 呷哺呷哺成本收入比	31
图 64: 海底捞营收业绩规模及增速	31
图 65: 呷哺呷哺营收业绩规模及增速	31
图 66: 九毛九国际各品牌餐厅营收及增速	33
图 67: 2018 年各品牌餐厅总营收占比	33
图 68: 九毛九餐厅总营收占比逐渐下滑	33
图 69: 九毛九餐厅同店增速逐渐下滑	33
表 1: 三大类型餐厅特点对比	9
表 2: 麦当劳大事记	16
表 3: 麦当劳与肯德基在中国经营战略对比	19
表 4: 达登饭店旗下餐厅品牌基本情况	20
表 5: 星巴克大事记	24
表 6: 舒尔茨上任后六大改革措施	25
表 7: 海底捞与呷哺呷哺对比	28
表 8: 海底捞供应链 9 大生态企业	30
表 9: 九毛九国际大事记	32
表 10: 2019H1 九毛九国际餐厅地域分布情况	33

写在前面

国信社服团队曾于 2012 年连续发布 3 篇餐饮行业报告《餐饮行业系列专题之盈利篇：谁是规模优势下的盈利王者》、《餐饮系列专题之成长篇：资本助力 餐饮龙头连锁化成长的关键》及《餐饮行业系列专题之估值篇：高成长阶段成就估值提升》，就美国、欧美、日本、台湾等地餐饮行业表现，上市餐饮企业的盈利能力、成长动力及估值水平进行全方位的拆解分析，报告外发后受市场关注度较高。

今年 7 月初，于香港交易所上市的火锅龙头海底捞 PE (TTM) 估值一度逼近 100 倍，引起市场投资者的极大关注。海底捞缘何能够享受远高于餐饮同业的估值，未来海底捞的成长空间能否支撑公司的盈利水平，以及如何看待即将上市各类餐饮公司，如九毛九国际，餐饮行业估值的锚到底是什么？

古人云：以铜为镜，可以正衣冠；以史为镜，可以知得失。美国餐饮市场作为发展阶段较为成熟的市场，在各子行业均有全球意义上的餐饮龙头公司，如快餐业的麦当劳、正餐业的达登饭店以及休闲饮料业的星巴克。这些龙头公司在较早时期便资本化上市，公司估值水平随着企业的发展阶段不同也呈现成不同的变化阶段。本文便以美国餐饮市场为研究对象，通过对美国餐饮市场各餐饮龙头公司细致研究，分析各龙头公司自身估值水平提升的内在驱动力，以期能为现阶段中国餐饮市场投资者提供些许参考。

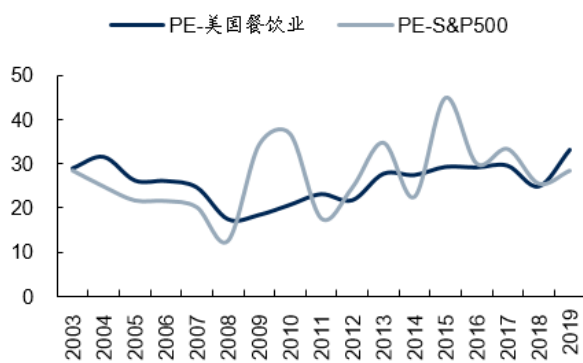
全球餐饮业估值 PK：区域差异，阶段差异

首先，我们关注全球主要资本餐饮企业估值情况。样本选取方面，我们主要选取美国、中国香港、日本及英国上市餐饮公司市盈率（TTM）进行分析，其中，我们根据彭博上的行业分类，共选取美国 151 家，中国香港 40 家，日本 100 家和英国 34 家餐饮上市公司进行分析。

对照指数分别选取标普 500、恒生指数、日经 225 及富时 100 指数的市盈率数据，餐饮行业及指数市盈率数据均按照成分股市值加权平均测算。

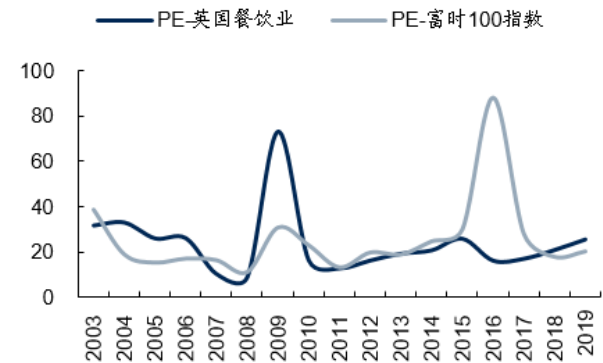
数据时间区间 2003 年 1 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日，主要系 2002 年及以前上市餐饮公司数目较少，市盈率往往出现异常偏高情况，不利于数据统计分析，因此不纳入讨论范围。数据处理结果如下图所示。

图 1：美国餐饮行业市盈率数据



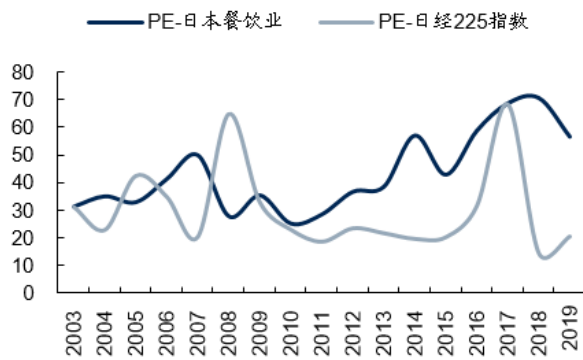
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 2：英国餐饮行业市盈率数据香港餐饮行业市盈率数据



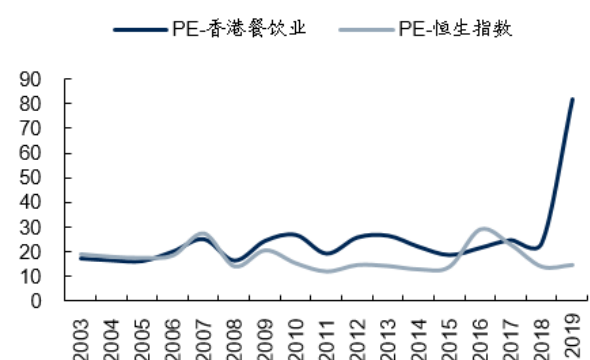
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 3：日本餐饮行业市盈率数据



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 4：香港餐饮行业市盈率数据



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

国际餐饮 PE 估值中枢 18-41 倍，英国最低，日本最高，美国居中

从各国餐饮企业估值横向比较来看，美国上市餐饮企业样本最丰富，发展阶段较为成熟，其 2003-2018 年上市餐饮企业 PE 估值中枢水平在 25x 左右，虽阶段有波动，但整体波动一般在 20-30 倍之间；英国上市餐饮企业平均估值中枢相对最低，2003-2018 年市盈率算数平均值仅为 18x，并且除 2008-2009 年金融危机影响外，其估值中枢也相对较稳定，整体在 10-30 倍之间。日本上市餐饮行业估值水平最高，市盈率均值达到 41x，远高于同期其他市场餐饮行业估值水平，平均一般在 30-70 倍之间波动；香港上市餐饮企业市盈率中枢为 20x 左右，波动区间多数 15-30 倍之间，但 2019 年后随着海底捞估值的攀升，加之海底捞市值权重影响较大，截至 2019 年 10 月 31 日平均估值达到 70x+。

从发展阶段来看，2009 年以后，美国、英国、日本、香港等国上市餐饮企业 PE 估值中枢整体都略有提升，其中作为成熟市场，美国和英国仅略有提升，今年以来均有持续上移的趋势，而日本餐饮企业 2009 年估值中枢上移非常显著，香港则 2018 年以前相对区间震荡，2019 年以来上扬明显。

整体来看，美国、英国、日本、香港等国上市餐饮企业 PE 估值中枢一般在 18-41 倍之间，其中英国相对最低，香港次之，美国居中，在 25 倍左右，日本相对最高，在 40 倍左右，且有不断提升的趋势。

相对估值对比：区域和阶段差异影响估值溢价

从相对估值的对比来看，不同市场，不同发展阶段，餐饮企业的估值相比指数呈现差异化的特点。美国在 2008-2009 年金融危机以前，其上市餐饮企业整体呈现普遍的估值溢价，但金融危机后，由于美国市场科技股等相对活跃，上市餐饮企业反而呈现估值折价，直到 2019 年随着快捷休闲类餐饮如 CMG 的估值提升整体又略有估值溢价。英国在 2008-2009 年金融危机以前，相对也多数估值溢价，但金融危机后基本与大盘相当，2015-2017 年还明显折价，直到 2018-2019 年略有回升，略微溢价。而日本餐饮行业近些年来估值水平不断提升，享有显著高于市场整体的估值溢价，或与其经济发展相对平缓，部分餐饮消费相对有一定支撑相关。香港市场则在在 2008-2009 年金融危机以前，估值溢价不显，反而金融危机后，估值溢价相对显现，尤其 2009 年受权重股海底捞的估值上移溢价明显。

总体来看，受餐饮本身发展阶段不同以及各国本身经济发展的差异，成熟市场和新兴市场上市餐饮企业估值情况存在一定差异，经济或市场平稳而餐饮相对有支撑时估值相对溢价，而其他科技等发展活跃而餐饮龙头本身相对平稳时则相对溢价不显。

综合来看，由于美国上市餐饮龙头样本众多，其餐饮各业态较为丰富，具有良好的借鉴意义，接下来我们重点聚焦美国餐饮市场进行分析。

美国餐饮业：子行业表现分化，休闲餐饮获估值溢价

一般而言，国际上按照人均消费、用餐时长、餐品种类和付款先后等标准，餐饮企业可划分为三大类，分别为**快餐类**（Limited-Service Restaurants）、**正餐类**（Full-Service Restaurants）以及**休闲饮料类**（Cafés/Bars）。快餐类代表餐厅为人们所熟知的麦当劳、百胜全球餐饮（旗下有肯德基等餐厅品牌）；正餐类代表为达登饭店与 Dine Brands Global 等企业；休闲饮料类则为星巴克。若再进一步划分，快餐类可再细分为传统快餐、披萨类、快捷休闲类；正餐类可细分为传统正餐、家庭餐厅、高端餐厅。

图 5：美国餐饮业构成及代表品牌公司



资料来源：Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1：三大类型餐厅特点对比

	休闲饮料类	快餐类	正餐类
人均消费	7 美元左右	低于 15 美元	20 美元及以上，部分高端餐厅人均消费达到 80 美元
用餐环境	商务休闲	略微嘈杂	安静舒适
餐品种类	饮品、甜点为主，会有早餐供应	汉堡、薯条、炸鸡等	牛排、海鲜、意面等
用餐时间	时间适中，商务会谈、朋友见面的场所	堂食通常在半小时以内；或者外带较多	时间较长，1-2 小时
餐厅类型	咖啡厅、酒吧	传统快餐、披萨餐厅、快捷休闲类	传统正餐、家庭餐厅、高端餐厅
代表公司	星巴克、唐恩都乐等	麦当劳、百胜全球餐饮等	达登饭店、DIN 等

资料来源：公司公告、公开信息整理、国信证券经济研究所整理

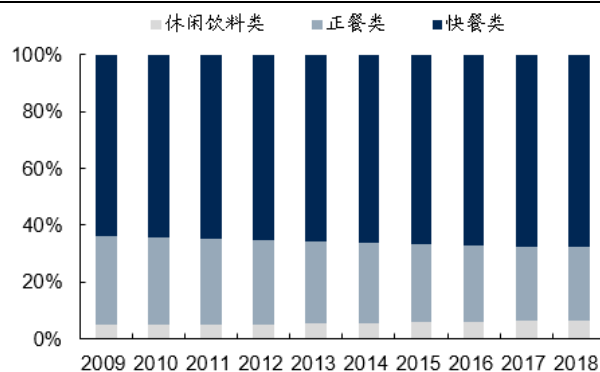
快餐上市企业收入规模占比逐年提升。据彭博数据 2018 年美国餐饮上市企业收入规模合计达到 3752 亿美元，其中快餐类企业收入规模达到 2532 亿美元，占比为 67%；正餐类、休闲饮料类企业收入占比分别为 26%、7%，从收入规模看快餐企业仍为餐饮行业最主流业态。纵向来看，2009-2018 年八年间快餐类、休闲饮料类企业收入规模占比分别提升 2%/3%，正餐类企业收入规模占比呈下滑趋势，主要系近年来顾客用餐习惯改变，部分正餐餐厅受新兴快捷休闲餐厅（Fast-casual restaurants，21 世纪以来快餐类企业新业态，兼具快餐的便捷与正餐的用餐环境舒适等优势）外部冲击所致。

图 6: 美国餐饮上市公司收入规模



资料来源: 欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图 7: 美国餐饮业三大类构成比例



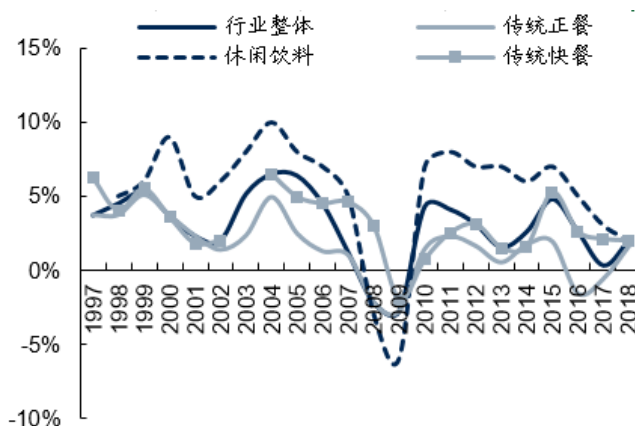
资料来源: 欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

行业表现: 子行业同店表现分化, 细分赛道增速迅猛

为比较美国餐饮业经营情况, 本文选取成熟门店销售额同比增长率, 也即同店增速作为衡量指标, 根据前文的对行业的划分继续将餐饮行业分为快餐、正餐及休闲饮料类, 具体数据结论如下所示。

餐饮行业整体表现平稳, 子行业表现有所分化。欧睿咨询数据显示, 剔除 07-08 年经济危机区间, 1997-2016 年美国餐饮行业整体同店销售增速保持平稳, 基本维持在 3% 年复合增速水平左右 (发展前期增速在 5-6%)。2016 年后餐饮行业供给逐渐趋于饱和、顾客用餐习惯变化导致行业同店销售增速略有放缓, 其后通过关闭经营不善门店、宣传引流、适当提高客单价等策略, 行业增速再次回升至 2% 增速左右。**各子行业同店增速有所分化, 休闲饮料业增速最快, 正餐业表现承压。**休闲饮料业同店增速高于行业平均; 以传统快餐为代表的快餐业同店表现相对平稳, 增速水平与行业整体增速相仿; 以传统正餐为代表的正餐业受顾客用餐习惯改变、行业外界冲击等因素影响, 同店增速表现低于行业整体平均。

图 8: 美国餐饮行业及子行业同店增速数据

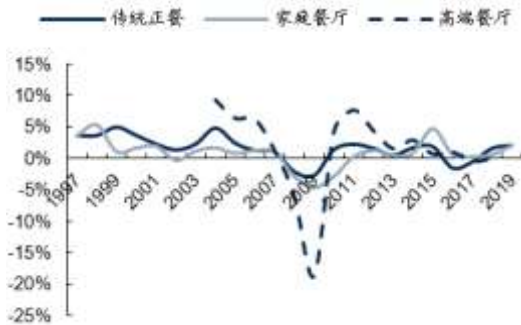


资料来源: Bloomberg、公司公告、欧睿咨询等、国信证券经济研究所整理

正餐业周期属性明显, 受经济周期波动影响较大。从周期性来看, 正餐类公司与餐饮行业景气度相关性较高, 主要由于正餐中商务宴请、聚会等与经济周期变化直接相关, 影响其同店增速; 同时, 正餐企业餐厅多采用直营模式, 需要自担店面租金、人工成本及管理、销售等费用, 一旦行业景气度下降导致客流及客单价下滑, 重资产模式运营下的正餐类公司首当其冲, 盈利端波动也更加显著。具体来看, 2008-2009 年经济危机导致行业整体同店销售分别同比下滑

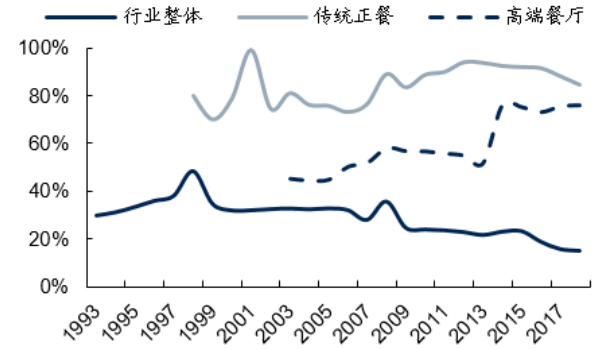
2.2%/2.8%，同期正餐中的家庭餐厅同店销售同降 3.0%/6%，高端餐厅更是同比大幅下滑 6.1%/18.7%，受经济周期影响更加显著。收入占比方面，受顾客口味偏好改变、社会节奏变快等因素影响，正餐类行业增速低于行业整体平均增速，收入规模占餐饮行业总体的比重由 2009 年的 31% 下降到 2018 年的 26%。

图 9: 美国正餐各子行业同店销售增速



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

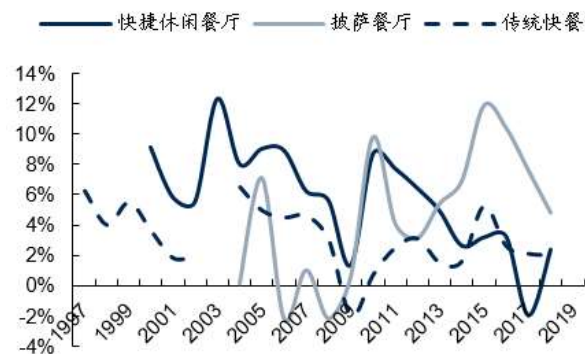
图 10: 美国正餐业直营经营比例高于餐饮行业整体



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

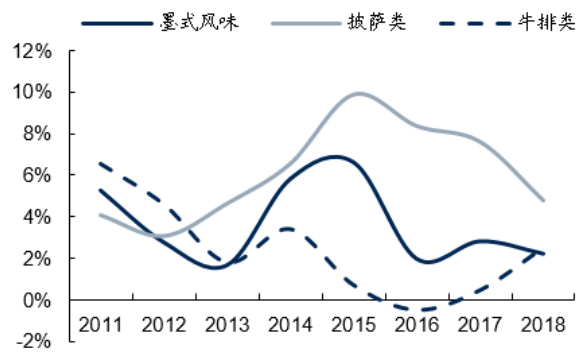
快餐业防御属性突出，细分赛道增速迅猛。快餐业逆周期属性主要来源于两点特质，一为**高性价比**，相较于正餐餐厅追逐用餐体验和服务质量，快餐餐厅更加注重用餐的效率和价格的平易近人，较高的性价比在经济下行周期更容易赢得消费者青睐。二为**轻资产运营模式**，快餐行业餐厅经营多采用加盟授权模式，企业将餐厅所有权授予加盟商，转而在餐厅选址、人员培训等方面为加盟商提供各类咨询服务，并定期从加盟餐厅营业收入中按照特定比例抽取权益金，在加盟经营模式下公司成本端大幅削减，即使在行业下行周期中公司亦可通过固定的权益金收入保持营收业绩的平稳增长，从而获得较强的防御属性。以 2008-2009 年区间为例，传统快餐同店销售同比增幅分别为 3.0%/-2.0%，披萨店企业同店销售增幅为 -2.2%/0.6%，同店销售表现优于行业整体水平（2008-2009 年同比下滑 2.2%/2.8%）。近年来**快餐披萨类、墨西哥风味食品等细分赛道增速相对突出**，2014-2018 年披萨类上市企业同店销售增速分别为 6.6%/9.9%/8.4%/7.6%/4.8%，墨式风味赛道相关上市公司同店销售增速分别为 5.9%/6.7%/2.0%/2.9%/2.3%，以墨式烧烤（CMG）为代表的快捷休闲餐厅、达美乐披萨为代表的披萨类企业同店增速尤为迅猛，此类集用餐效率和体验于一身的企业受到消费者和资本市场的广泛追捧。

图 11: 美国快餐业同店销售增速



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图 12: 墨式风味和披萨类企业近年同店增速迅猛

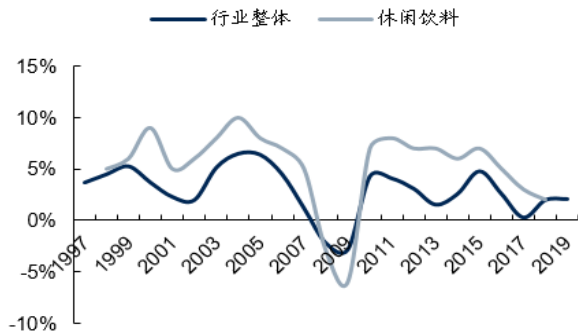


资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

休闲饮料业同店增速高于行业整体，星巴克一骑绝尘。在欧美地区独特的咖啡文化背景下，休闲饮料业尤其是咖啡业细分赛道消费客群稳定，市场空间广阔，长期以来保持高于行业平均的增速。具体来看除去 2008-2009 年金融危机系统

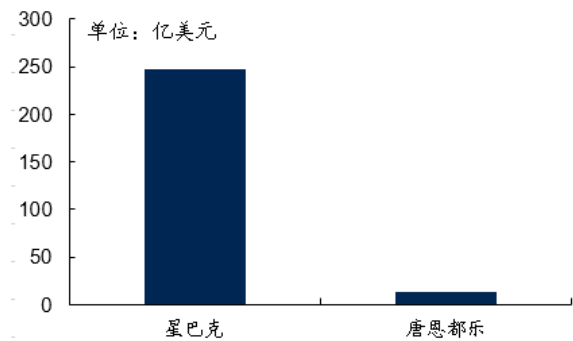
性下跌，1997-2018年，美国休闲饮料行业同店销售增速均保持在5%以上，高于同期餐饮行业同店平均增速。从子行业上市公司营收规模来看，2018年休闲饮料行业龙头星巴克营收为247.20亿美元（2018年门店数29324家），排名次席唐恩都乐同年营收仅为13.22亿元（2018年门店20912家），营收规模仅为星巴克的5.3%，从收入体量及品牌知名度来看星巴克处于绝对的领先地位。

图 13: 美国休闲饮料业同店销售增速



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图 14: 2018 年度星巴克及唐恩都乐营业收入

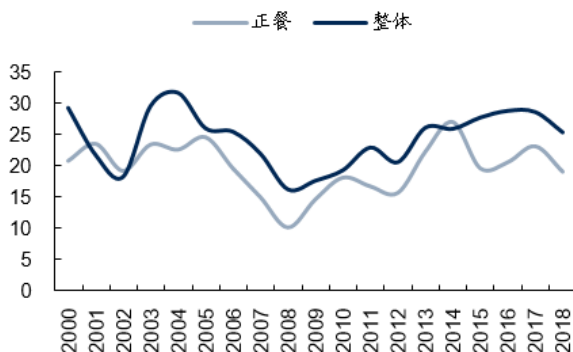


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

估值表现：正餐业估值相对承压，快餐业平稳，休闲饮料业享估值溢价为分析餐饮业不同子行业估值水平情况，鉴于市场尚未存在相应估值指数参考，此处按照上文所述的餐饮业分类方法，将餐饮业内公司分为快餐、正餐和休闲饮料类三大类，将子行业内各公司市盈率（TTM）通过市值加权平均方法求得行业市盈率，近而将子行业估值与行业估值水平进行分析。时间区间我们选取2000-2018年为分析样本，同时剔除了负值和200以上的异常值。

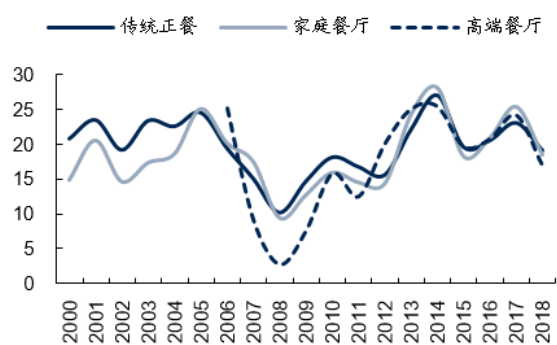
正餐业估值低于行业整体水平，且估值周期波动显著。作为餐饮行业最为传统的经营业态，近20年来受社会节奏加快、顾客口味偏好改变以及外部快餐冲击，正餐子行业估值一直低于餐饮业整体水平。正餐业顺周期特点突出，估值也相应周期波动明显，2008年经济危机时期正餐业估值由中枢23x左右下探至10x，在三个子行业中受宏观经济影响最为明显，其中高端餐饮板块受影响最大，一度由25x估值回落至3x。

图 15: 正餐业估值水平低于行业平均水平



资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

图 16: 正餐业分类估值水平



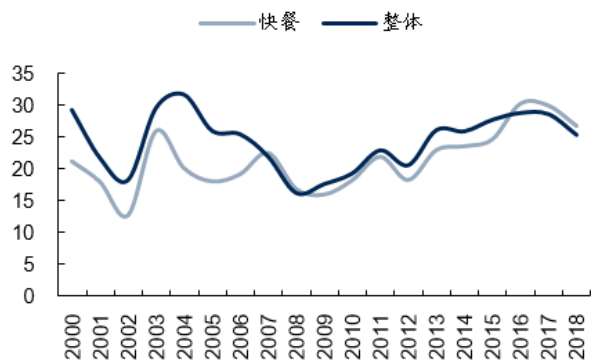
资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

快餐估值相对平稳，传统快餐、披萨板块具备穿越周期能力。从行业整体来看，快餐业经历了由国内向海外扩张、由快速展店增长向同店稳健经营的不同发展阶段，横向延伸扩展行业景气度周期，近年来快餐业与外卖业务产生有效协同，因此快餐子行业估值走势相对平稳，与餐饮行业整体未有明显分化。**经营模式&本身属性加持，快餐业具备逆周期属性。**近年来以麦当劳、百胜全球餐饮集

团为首的行业龙头不断提升加盟比例，首次加盟费和持续加盟费有效抵御了经济下行风险；其次快餐本身具备性价比高特点，在经济不景气时间反而成为消费者更多的就餐选择。具体来看，2008年经济危机期间，传统快餐及披萨类板块整体估值相对平稳，并未出现大幅波动。

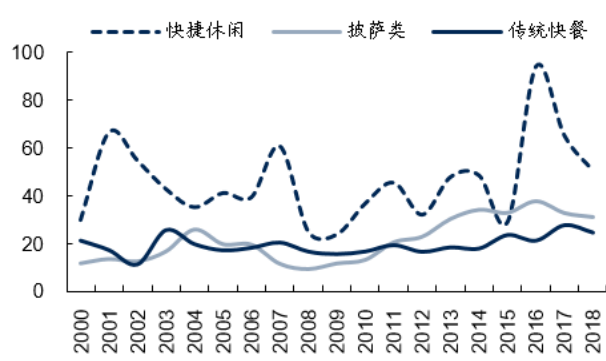
需要说明的是，近几年类，介于快餐与正餐之间的快捷休闲餐厅成餐饮行业热捧业态，估值水平显著高于同业。快捷休闲餐厅近年来几乎席卷美国餐饮市场，以墨式烧烤（CMG）和帕纳拉面包（Panera Bread）为首的快捷休闲餐饮公司收入业绩迅猛增长。快捷休闲餐厅概念介于正餐和快餐之间，与传统正餐相比，快捷休闲餐厅没有餐厅桌面服务，更多的是在柜台点餐、付款然后用餐；但与传统快餐提供炸鸡、薯条等高热量食品不同，快捷休闲餐厅提供的多为新鲜、高质量食材，重新定义健康快餐新概念。兼具快餐业（连锁扩张属性）与正餐业（菜品样式多；客群消费能力强）双重优势，快捷休闲板块享受到显著高于同业水平的估值溢价，2000年来估值中枢一直位于42x左右，近年来仍呈稳步提升态势。

图 17: 快餐业估值水平相对平稳



资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

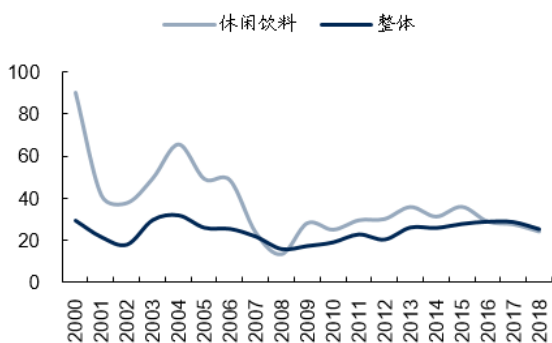
图 18: 快捷休闲板块估值溢价明显



资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

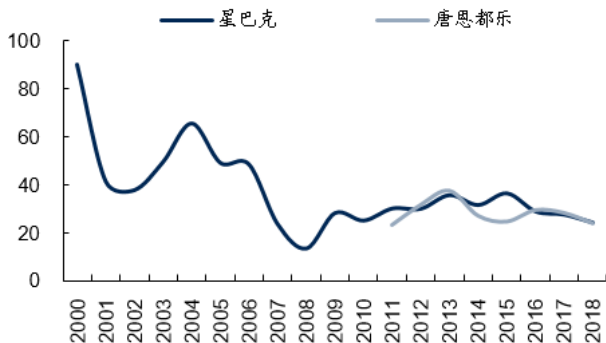
休闲饮料业估值高于行业整体水平。休闲饮料类行业代表公司为星巴克及唐恩都乐，二者均为咖啡连锁品牌，而星巴克在市值上远高于唐恩都乐等其他品牌，因此休闲饮料行业估值走势基本与星巴克走势相仿。整体来看，除 2008-2009 年受经济危机影响外，休闲饮料业估值水平一般高于餐饮行业整体水平。其中，2005-2008 年间休闲饮料业因行业龙头公司星巴克战略问题（盲目扩张门店致产品、服务质量下降，经营业绩承压，加之经济危机影响）估值持续回调，从最初 60x-70x，下滑至 20x 左右，但此后随着经营改善迅速回升至 30X 以上。

图 19: 休闲饮料业估值水平高于行业整体



资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

图 20: 星巴克及唐恩都乐估值水平



资料来源：欧睿咨询、BloomBerg、国信证券经济研究所整理

美股餐饮龙头：殊途同归，业绩增长系估值提升主逻辑

纵观全球餐饮龙头发展历程，业绩的平稳增长一直系公司估值提升的主逻辑，但细观子行业的估值提升过程，其内部驱动力又稍有不同。

快餐业凭借着与生俱来标准化运营的基因，前期一般依靠在海内外快速展店带来业绩快速增长驱动估值水平显著提升，进入平稳发展期后更多通过管理优化改善经营，“好管理”下以同店稳健增长带动估值水平稳定提升。

正餐业受制于不同地域口味偏好差异大、相对较难标准化等条件制约，一般会选择在特定的区域内经营，全球化连锁程度相对较低，所以正餐企业一看能否通过持续优化现有品牌经营保证同店销售的稳定增长，二看不断孵化新餐厅品牌寻找新的盈利增长点，二者均有助于估值提升，后者尤其支撑其龙头估值。

休闲饮料业以星巴克为代表，与快餐业可标准化连锁扩张的特点类似，最初主要通过海内外快速展店推动业绩高增长从而实现估值显著提升，平稳发展期更多通过门店下沉以及丰富服务内容等方式以同店经营的平稳增长带动估值水平提升。与此同时，由于星巴克处于咖啡这一细分优质赛道，背靠世界庞大的咖啡消费市场，且公司在该领域竞争地位凸显，远远领先于其他竞争对手，因此星巴克在多数阶段都享有明显高于其他子行业的估值溢价。

下文将美国餐饮行业按快餐、正餐及休闲饮料业的划分，具体分析各类企业估值提升逻辑。

图 21：餐饮各子行业发展历程及估值提升逻辑



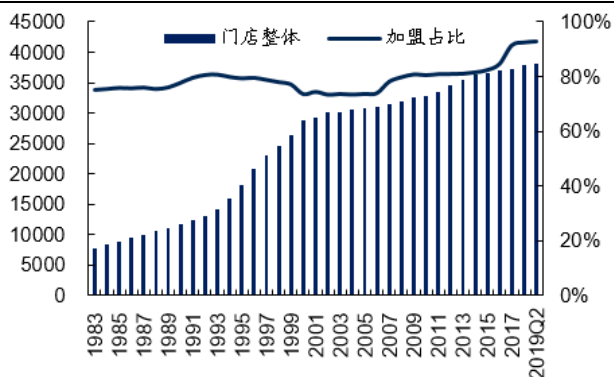
资料来源：国信证券经济研究所整理

快餐业：规模为王，国际连锁餐饮龙头从轻出发

麦当劳：“重资产”模式运营下的国际连锁快餐龙头

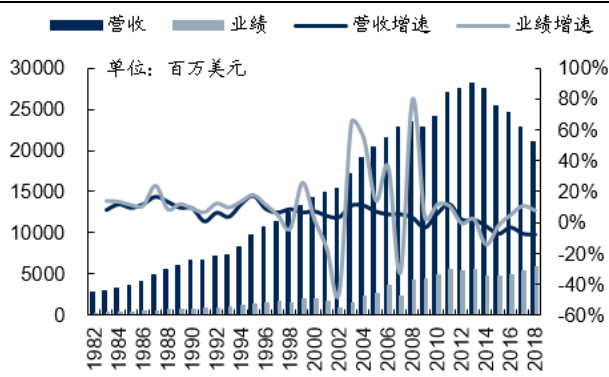
麦当劳 (MCD) 是全球最大的连锁快餐企业，旗下品牌主要为麦当劳餐厅，餐厅贩售包括汉堡包、薯条、炸鸡、汽水、冰品、咖啡等快餐食品，总部位于美国芝加哥近郊的橡树溪镇。目前公司经营模式大致划分为三类，即“地产+餐饮”加盟模式 (公司持有物业，并向加盟商提供门店物业及设备，加盟商需为此支付租金，合同期限通常为 20 年)、新加盟模式 (公司不再提供物业及餐厅设备，主要是品牌和标准化管理输出)、直营餐厅。2018 年公司实现营收 210.25 亿美元，美国本土营收为 76.66 亿美元，占比为 36%；实现特许经营收入 110.12 亿美元，总营收占比 52%，历史首次超越自营餐厅收入规模。公司目前在全球 120 个国家经营 37855 家麦当劳餐厅，其中 35085 家为加盟餐厅。

图 22: 1983 年至今麦当劳餐厅数据



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

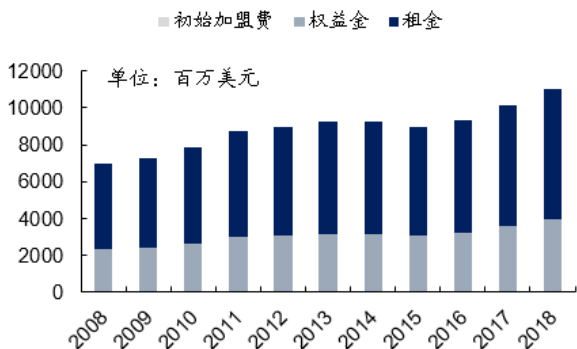
图 23: 1982 年至今麦当劳营收/业绩增长情况



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理
注: 2013 年起营收规模下滑系公司战略调整, 直营模式转为加盟模式

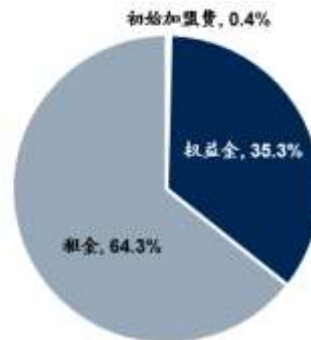
“地产+餐饮”加盟模式为公司利润核心驱动力。在这种经营模式下, 麦当劳公司提供经营所需的物业, 负责购买土地和兴建餐厅。加盟商签署加盟协议时必须缴纳一笔租赁押金, 资金金额相当于公司购买土地所需的首付款; 其后麦当劳再以所取得的土地作为质押物向银行申请贷款, 用于建设门店和支付土地款。在此加盟协议下, 加盟商缴纳的最低租金等于麦当劳每月付给银行的金额, 外加 20-40% 的加成或者销售收入 8.5%, 二者取其高者。在“地产+餐饮”这种加盟模式下, 只要加盟店盈利, 麦当劳相当于没有任何代价就获取了这些房地产, 在这种情况下公司便有极强的内部驱动力去管控加盟商的日常, 保证其能够给与顾客优于同业竞争者的用餐体验。具体来看, 2018 年直营/加盟收入分别为 100.13/110.12 亿元人民币, 但二者对应的经营成本(不包括通用经营成本, 即管理、销售费用等)分别为 82.66/19.73 亿美元, 特许经营模式的盈利能力远远高于直营模式, 未来特许经营收入继续增长有望带动利润的进一步提升。

图 24: 2008-2018 年麦当劳特许经营收入规模



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2007 年及以前租金、权益金并未分开披露, 权益金系持续加盟收益, 初始加盟费规模极小

图 25: 2018 年特许经营收入构成数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从麦当劳的发展历程来看, 自 1940 年麦氏兄弟创造麦当劳餐厅原型, 在麦当劳 70 多年的发展历程中, 总体上经历了大规模连锁扩张(又可以细分成国内连锁扩张和海外加速扩张两步)、战略调整期和稳定增长期三个阶段, 对应的估值水平整体上则经历了持续攀升、大幅波动和稳步提升等阶段。由于我们从彭博上可以追溯麦当劳的估值数据至多到 1983 年, 因此我们对麦当劳公司估值变化的相关分析也从 1983 年开始。

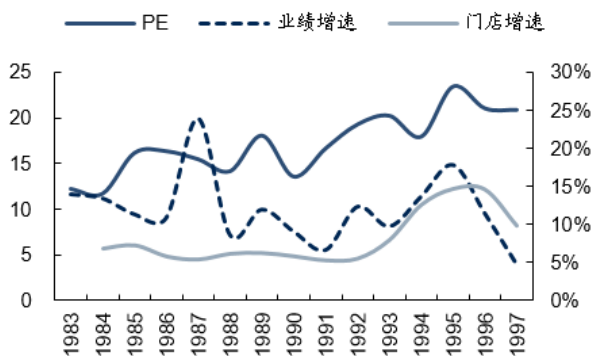
表 2: 麦当劳大事记

年份	事件
1940	麦当劳兄弟在加利福尼亚创建了“Dick and Mac McDonald”餐厅，是今日麦当劳餐厅的原型。
1948	麦当劳兄弟重新将餐厅定位于自助汽车餐厅，菜单简化为 9 大类：汉堡、奶酪、软饮料、奶、咖啡等。
1955	雷·克罗克在伊利诺伊州以经销权开设了首个麦当劳餐厅，也是公司的第九个分店。
1960	雷·克罗克正式将“Dick and Mac McDonald”餐厅更名为“McDonald's”。
1961	雷·克罗克以 270 万美元收购麦当劳兄弟的餐厅。汉堡包大学在伊利诺斯州的埃尔格罗夫村成立，为全世界的麦当劳经理提供专门训练。
1962	麦当劳首次在华盛顿亮相，同年售出第 10 亿个汉堡。
1965/4/15	麦当劳股票正式上市，每股定价 22.5 美金。
1967	进军加拿大市场。
1968	“巨无霸”面世，成立国际事业部。
1972	麦当劳资产达到 10 亿美元。
1974	首家麦当劳在费城亮相，专门为接受癌症和其他致命疾病治疗儿童的家人而设。
1977	正式在全美餐厅中增加多款套餐。
1980	成立 25 周年，麦当劳在香港开设第 1000 家国际餐厅，国际营业额首次突破 10 亿美元。
1984	售出第 500 亿个汉堡；雷·克罗克病逝，为了纪念公司成立麦当劳慈善基金。
1988	第 10000 家麦当劳餐厅成立。
1990	进军中国大陆与莫斯科市场。
1992-1998	陆续在北京、广州、福州、武汉、长沙开设第一家餐厅。
2014	在华开放一线城市对个人的特许经营；麦当劳中国已于上海、深圳市场开展传统式特许经营业务。
2017	中信股份联合凯雷收购麦当劳中国，收购后改名为金拱门（中国）有限公司。交易完成后，麦当劳在中国内地和香港的 1750 多家直营餐厅将转为特许经营，期限为 20 年。

资料来源:维基百科、公司官网、国信证券经济研究所整理

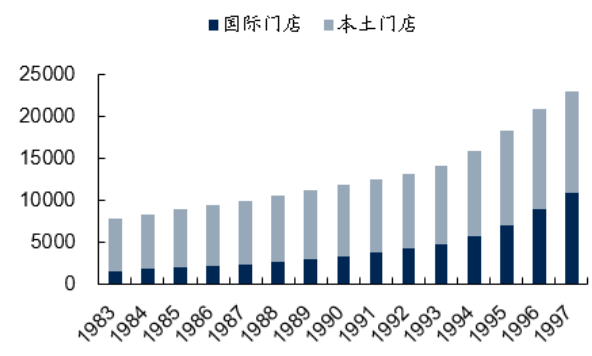
阶段一（1983-1997）：国内外连锁扩张期，门店扩张驱动业绩增长，估值水平稳步提升。 90 年代以前，麦当劳门店增长主要是以国内扩张为主，1980-1990 年十年间，麦当劳门店数由 6000 家增长至 11803 家，复合增速为 7.00%。90 年代以后，麦当劳正式开启海外扩张步伐，海外市场门店数由 1990 年的 3227 家增长至 1997 年的 10752 家，复合增速达到 18.8%。海内外门店的加速扩张，保证公司营业收入及业绩稳健增长，截至 1997 年，公司营收和业绩分别达到 114.09/16.17 亿美元，年复合增速分别为 8.0%/10.8%。与此同时，公司 PE(TTM) 估值水平亦稳定提升，由 1983 年的 12.28 倍提升至 1997 年的 20.85 倍。此阶段公司依托门店扩张红利，带来营收业绩增量，进而不断推高公司估值。

图 26: 1983-1997 年麦当劳估值水平



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 1983-1997 年麦当劳国内外餐厅数



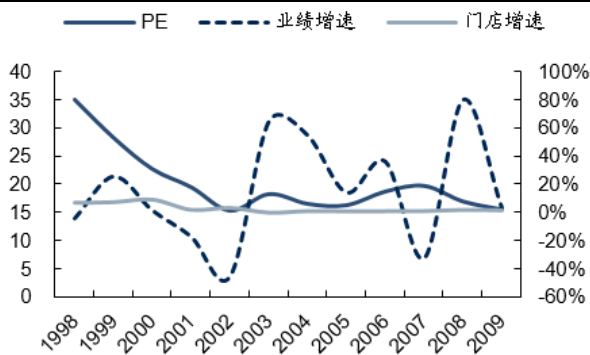
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

阶段二(1998-2009 年):公司战略失误叠加宏观因素扰动,估值水平震荡下行。 公司战略层面,2002 年公司全球门店数突破 30000 家,但顾客用餐满意度直线下降,同时公司盲目开设分店引起现有加盟商不满;价格方面,公司希冀通过降价吸引消费者,但适得其反引起业绩更大下滑,同时公司在营销宣传、菜单更新(Made for you 战略)等方面也出现重大决策失误,2002Q4 麦当劳出现上市 37 年来首次季度亏损,叠加股市科技泡沫破碎麦当劳股价三年内下跌

60%+, 当季估值水平达到历史新低 11x, 麦当劳公司品牌影响力受挫, 2002 年末公司 CEO 格林伯格离任。

2003 年公司老兵坎塔卢波重掌帅印, 内忧外患中进行品牌重塑。**品牌营销方面**, 公司提出新营销口号 “I’m LOVIN it (我就喜欢)”, 在家庭消费人群与新一代年轻消费者需求中寻得平衡。**门店方面**, 公司在全球关闭亏损店 175 家, 开启瘦身计划。公司业绩于 2003 年企稳回升同增 65%, 其中得益于营销和菜单改良, 美国市场同店销售增长迅速 (2003 年 9 月美国同店增长 10%)。但市场对麦当劳仍存忧虑: **一为资金问题**, 公司 2003 年 6 月曾出售房产项目回收资金, 公司资金链条吃紧能否支撑扩张步伐。**二为客流问题**: 公司营销策略主要针对美国年轻消费人群, 能否普适全球市场带来客流全面回升有待观察。**在此阶段, 公司估值小幅回升至 18x 左右, 但估值水平并未明显高于大盘指数。**

图 28: 1999-2009 年麦当劳估值水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

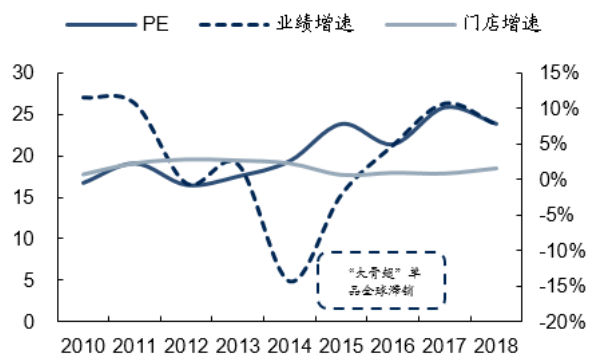
图 29: 麦当劳新宣传口号与海报



资料来源: 百度百科、国信证券经济研究所整理

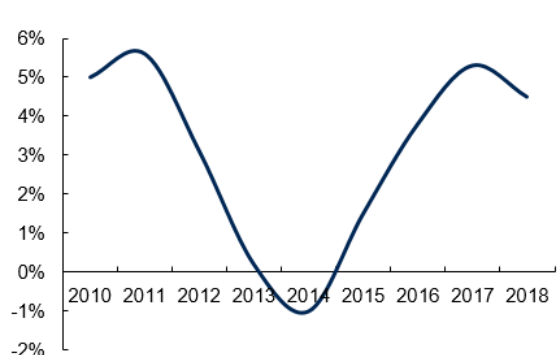
阶段三 (2010 年至今): 丰富餐厅菜品种类, 提高加盟比例, 同店稳定增长带动估值回升。2010 年后麦当劳放缓门店扩张速度, 门店数自 2010 年的 32737 增加至 2018 年的 37855 家, 复合增速为 1.8%。为应对全年经济增长放缓趋势, 麦当劳逐渐将自营餐厅转变为加盟餐厅, 餐厅加盟比例由 2010 年 80% 进一步提升至 2018 年的 93%, 未来预计门店加盟比例达到 98%。**公司将经营重点放在提升现有门店经营效率上**, 通过品牌营销及不断推出爆款单品, 带动同店销售额平稳增长 (除去 2014 年同店增速为负值, 其余年份同店增速均保持增长, 增速介于 4-5% 之间)。此阶段公司估值平稳回升, PE 自 2010 年初的 17x 增长至 2018 年的 24x。

图 30: 2010 年至今麦当劳估值水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 2010 年至今麦当劳同店销售增速情况



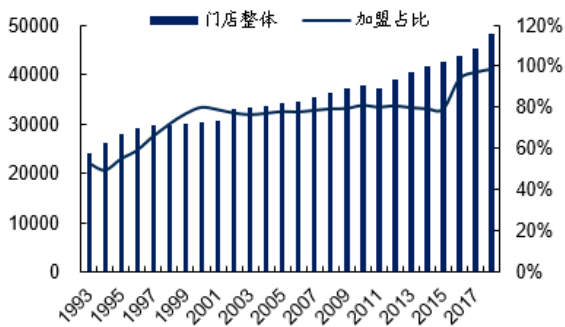
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

百胜全球餐饮: “入乡随俗” 助力公司全球下沉布局

百胜餐饮集团 (YUM) 是全球最大的餐饮集团, 前身泰康全球餐饮公司为美国百事集团公司的一个业务部, 于 1997 年 10 月 7 日从百事可乐公司分离, 1998

年在纽交所独立上市。集团旗下拥有肯德基、必胜客、塔可钟等世界著名餐饮品牌，分别在炸鸡、披萨、墨西哥风味食品等领域处于世界领先地位。截至 2018 年末，公司实现营收 56.88 亿美元，其中实现加盟收入 36.88 亿元，占比达 65%，目前公司在全球 145 个国家拥有 48124 家餐厅，其中 22621 家肯德基餐厅、18431 家必胜客及 7072 家塔可钟，加盟餐厅门店占比达到 98%。

图 32: 百胜全球餐饮门店数



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 33: 百胜全球餐饮历年营收及业绩

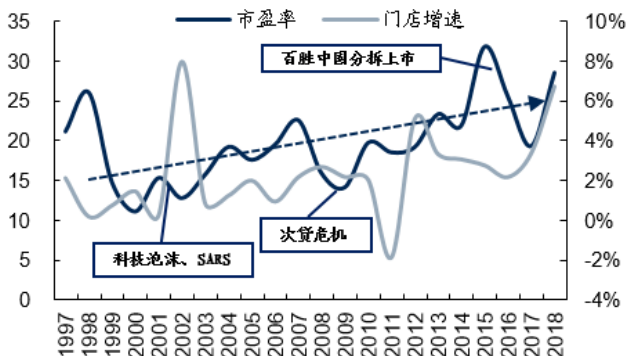


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

由于百胜全球餐饮集团 1998 年在纽交所独立上市时，全球门店数已达到 29763 家，门店数已处于相对高位，此阶段展店速度相对平稳，因此从估值角度没有门店扩张带动估值提升的直接参照。总体来看，公司估值水平主要由海外扩张、**同店经营稳健及全球战略优化**。具体来看，在美国本土的落后让公司管理层异常重视海外市场尤其是消费潜力巨大的亚太市场，公司在全球各大市场实行门店下沉战略，重视开发三线及以下的城市的消费潜力，因此百胜餐饮在行业景气度下滑的背景下，**展店后劲十足**；经营本土化战略是公司**同店增速稳健**的关键，相较于麦当劳对连锁过程中菜品服务标准化的坚持，百胜餐饮显得更能因地制宜，不断推出适宜当地人口味的新产品，深耕当地市场寻求长远发展；近年来公司也注重海外业务持续优化，于 2016 年将中国区部分业务出售以配合百胜中国单独分拆上市，以期更好地推动中国区业务的成长。

2000-2018 年间百胜餐饮门店数由 2000 年的 30489 家增长至 2018 年 48124 家，年复合增长率为 2.58% (同期麦当劳门店增速为 1.55%)，近年来随着新兴市场门店下沉加快，展店速度进一步加快；公司**业绩**由 2000 年的 4.13 亿美元增长至 2018 年的 10.60 亿美元，年复合增速为 5.37%。对应公司**估值水平**由 2000 年 11x 稳步提升至 2018 年的 25x。剔除上市之初高估值 (27x) 与两次股市系统性下跌阶段，公司估值稳步提升主要得益于以下两点：

图 34: 百胜全球 1998 年上市以来公司估值水平变化



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

1、全球化扩张与本土化策略：无论是从餐厅数还是同店增速看，在美国本土百胜餐饮均落后于麦当劳。暂时的落后促使公司华人高管团队重视新兴市场发展，公司以中国为中心开展全球化战略。自 1993 年百胜餐饮就将特许经营模式引入中国并加以改良，而麦当劳则直到 2004 年才在中国市场放开加盟限制。在加盟模式加持下百胜餐饮非本土门店占比由 1997 年的 31% 增长至 2015 年的 58%，新兴市场三四线城市消费潜力为百胜集团提供巨大成长空间。

具体来看百胜餐饮与麦当劳在中国的经营战略，**加盟条件方面**，肯德基的加盟方式为成熟门店的转让，承诺若门店经营达不到盈利点，损失由公司承担，使加盟风险降为最低；持续加盟费方面肯德基较麦当劳也具有优势。**物业选址方面**，百胜相对更加灵活，而麦当劳则更加稳健保守，决策反应速度的缓慢制约了麦当劳在中国的扩张速度，在对同一目标店铺选址的决策过程中，百胜往往能够捷足先登。**餐品本土化方面**，百胜从未停止食谱的本土化探索，从“墨西哥鸡肉卷”到“老北京鸡肉卷”，与麦当劳“只有一种口味”食物标准相比，百胜的食谱不断地翻新花样，适应当地人群的口味偏好。

表 3：麦当劳与肯德基在中国经营战略对比

	麦当劳	肯德基
加盟条件	标准化加盟模式，麦当劳在土地和建筑上投资，加盟商在商标、装修和设备上投资。加盟商按年缴纳权益金（销售额的 3%）和租金（销售额的 8.5%），同时销售额的 4% 用作广告费。	主张“不从零开始经营”，将成熟、正在盈利的餐厅转售给加盟者，多加盟商来说经营风险极低。每新建并转让一个店面，将收取 3.5 万美元初始加盟费和一次性装让费 800 万人民币，同时每年收取权益金（销售额的 6%）和广告分摊费用（销售额的 5%）。
物业选址	选址风格谨慎稳健，不急于进牌。公司拥有完备的地区评估标准，多选择成熟的商圈，确保经营的万无一失。	选址策略偏灵活迅速，尤其是三四线城市下沉力度大。
食品生产	生产过程完全标准化，坚持“只有一个口味”原则。从原材料采购、食品制作、食品质量有统一的量化标准。	菜单本土化设计。如“芙蓉鲜蔬汤”、“川香辣子鸡”以及众所周知的“肯王联姻”。
供应链体系	供应商非常固定，保持长达数十年的合作关系，一般会跟随麦当劳建立当地分公司。	坚持“链式共赢”。鸡肉原料供应和餐厅员工聘用完全实现本土化，“中国味”更加浓厚。

资料来源：《麦当劳与肯德基：全球两大快餐帝国的连锁餐饮秘诀》、国信证券经济研究所整理

2、品牌策略对比：与麦当劳公司坚持单一品牌全球化连锁扩张相比，百胜全球餐饮品牌战略更加兼收并蓄。百胜餐饮旗下肯德基品牌虽为主力餐厅，但近年来必胜客和塔可钟餐厅品牌同样发展迅猛；百胜中国品牌战略同样如此，2004 年推出东方既白，2012 年私有化小肥羊集团，以及咖啡品牌 COFFii & JOY。在近年来全球抵制“垃圾食品”风潮及福喜工厂等事件导致快餐行业连年承压的情况下，百胜旗下的披萨餐厅必胜客和墨式风味餐厅塔可钟经营表现亮眼，成功平滑了外界环境变化对集团业绩的影响。

纵观快餐龙头企业的发展历程，剔除特殊事件对估值的扰动，麦当劳和百胜全球餐饮两家公司在门店扩张和同店经营优化下，估值水平稳步提升，但具体过程略有差异。具体来看，麦当劳海内外连锁扩张期推动了估值的第一波明显上涨，通过在国内外的快速展店，带动公司营收业绩的快速增长；后因快速扩张的管理掣肘及品牌战略问题，公司收入增速明显放缓，公司估值亦因此承压横盘波动；随后公司通过品牌重新定位、菜单推陈出新及提高加盟门店比例等策略，以同店的稳定增长带动公司估值平稳回升。百胜全球餐饮集团由于上市时间相对较晚，上市之初门店规模已经较大，其上市后估值的稳步提升主要来自公司通过全球化扩张和精准的本土化策略，积极海外展店和多品牌扩张助力同店收入增长驱动。

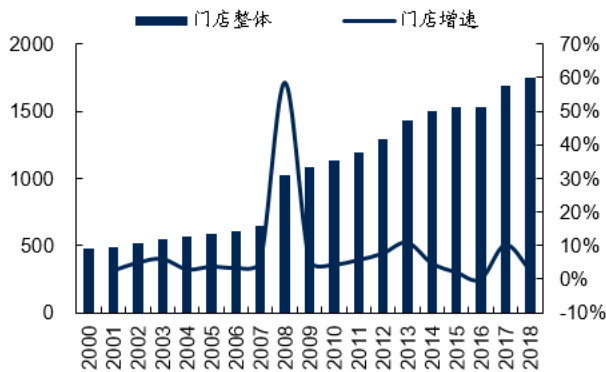
正餐业：品牌管理至上，正餐龙头焕发第二春

达登饭店：多品牌联合驱动的直营餐饮龙头

达登饭店于 1968 年在佛罗里达州莱克兰市起家，开出第一家海鲜餐厅红龙虾（Red Lobster），其后公司因坚持自营模式经营缺少资金扩张，达登饭店将公司出售给美国食品加工巨头通用磨坊。其后在母公司资金和供应链支持下，公司成为餐饮史上扩张速度最快的自营连锁餐厅，并且是美国最大的意式连锁餐厅。1995 年达登饭店从通用磨坊剥离，并于 5 月底在纳斯达克上市。截至 2019

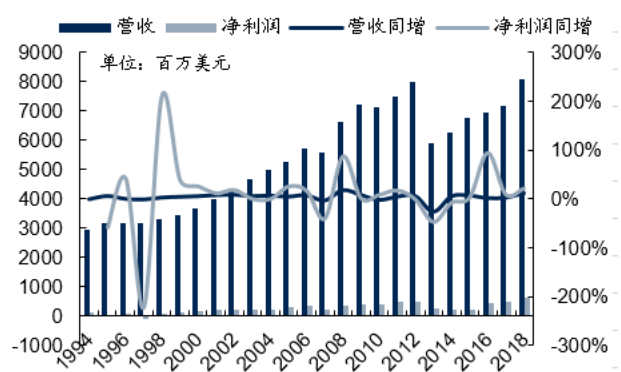
年末，达登饭店实现营收 85.10 亿美元，业绩 7.13 亿美元，旗下餐厅橄榄花园实现营收 42.87 亿美元，长角牛排 18.11 亿美元，二者收入占比达到 71.66%，目前公司在美国、加拿大等地拥有合计 1855 家餐厅。

图 35: 2000 年至今公司餐厅数目及增速数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 36: 1994 年至今公司营收及业绩情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司采取多品牌战略，新品牌孵化方面逐渐发力。公司旗下餐厅品牌如下表所示。具体来看，在 1995 上市之前，公司旗下红龙虾及橄榄花园餐厅收入已经达到十亿美元量级，这为公司的上市及之后的发展奠定了良好的基础。1995 年上市后，达登饭店在保持现有品牌餐厅连锁扩张的同时，积极自主研发餐厅品牌和从外延收购各类风味餐厅，如先后开设自主研发餐厅 Banama Breeze 和 Season 52，通过外延收购 Cheddar's Scratch Kitchen 及 Eddie V's 等品牌。在现有主力餐饮品牌稳定增长的基础上，新餐厅品牌逐渐发力，收入占比自 2013 年 16.7% 持续增长至 2019 年的 28.1%。截至目前公司共计拥有八大风味各异的餐厅品牌，其中存量品牌经营平稳，新增品牌市场可挖掘空间广阔。

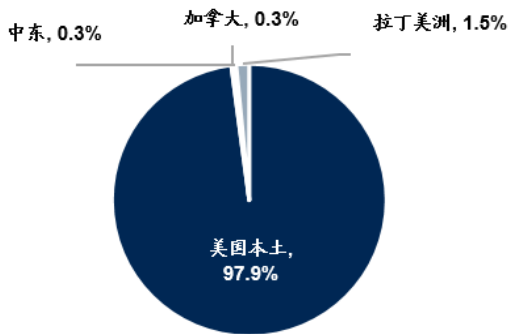
表 4: 达登饭店旗下餐厅品牌基本情况

类型	餐厅品牌	诞生时间	收购时间	餐厅主营
自研品牌	红龙虾 (Red Lobster)	1968 开设第一家餐厅，因经营承压，2014 年被公司以 21 亿美元出售		公司成立的第一个餐厅，主营海鲜类食品
	橄榄花园 (Olive Garden)	1982		餐厅为美国最大连锁意式餐厅，意式葡萄酒全世界著名
	Banama Breeze	1996		餐厅提供加勒比风味的新鲜海鲜、鸡肉、牛排以及手工制作热带鸡尾酒等食品，主要在美国东部经营
收购品牌	Season 52	2003		餐厅提供烧烤及葡萄酒多品类酒，菜单根据季节性变化
	长角牛排 (LongHorn Steakhouse)	1981	2007	餐厅招牌为新鲜牛排和鸡肉，还有三文鱼、虾、排骨、猪排、汉堡和上等排骨
	The Capital Grille	1990	2007	餐厅定位高端，其中干熟牛排全国著名
	Yard House	1996	2012	餐厅以美食、经典摇滚和 100 多种生啤酒闻名，菜单包括 100 多个厨师主导的开胃菜，小吃，汉堡和牛排，街头玉米饼，沙拉，三明治和丰富的素食选择
	Cheddar's Scratch Kitchen	1979	2017	餐厅主营干酪等现代餐饮食品，主要集中在得克萨斯州
	Eddie V's	2000	2011	餐厅定位高端，海鲜、牛排、牡蛎等菜品全国一流

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

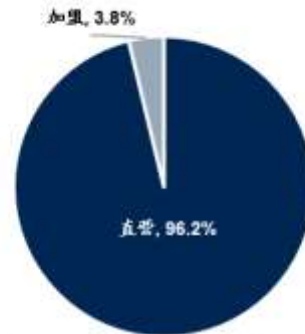
作为正餐类公司，达登饭店整体战略极其稳健。市场选择方面，公司采取深耕本土市场，外部缓步扩张策略。不同于快餐，顾客对正餐类企业的菜品口味和品牌知名程度要求更高，区域性更显著，因此目前达登饭店仍然以美国本土为公司主战场，辅以加拿大、拉丁美洲等地区作为餐厅试点进行外延扩张。截至 2019 年，达登饭店 1855 家餐厅中的 1822 家均位于美国和加拿大境内，本土化率达到 97.9%。经营模式方面，公司餐厅大多采用直营模式，严格把控餐厅质量。自公司诞生之日起，直营模式即为公司运营扩张的主基调，公司以承受更大的业绩弹性为代价保证餐厅服务质量的线性外推。2019 年公司餐厅直营比例达到 96.2%，在此基础上公司同店销售额增速平稳，2015-2019 年分别为 2.4%/3.3%/1.8%/2.0%/2.5%。

图 37: 截至 2019 年财年, 公司餐厅本土化率为 97.9%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 38: 截至 2019 年财年, 公司以直营为主, 占比 96.2%



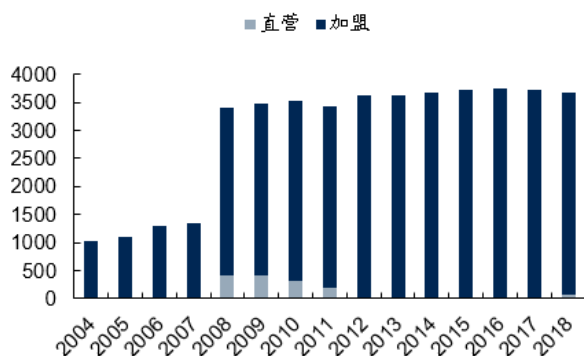
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

Dine Brands Global: 正餐业轻资产运营的典范

公司于 1976 年成立, 最初名为 IHOP Corporation。2007 年公司以 21 亿美元现金收购 All (Applebee's International, Inc), 将 Applebee's 餐厅纳入公司旗下。2008 年 6 月公司改名为 Dine Equity, Inc, 2018 年 2 月再次更名为 Dine Brands Global, Inc。公司定位于休闲类正餐企业, 旗下运营两大餐厅品牌 Applebee's Neighborhood Grill & Bar 以及 International House of Pancakes (IHOP)。其中, IHOP 主营煎饼、法式烤面包和煎蛋等早餐食品, 同时也适量提供午餐和晚餐项目; Applebee's 侧重休闲饮料和美国主流菜肴, 如沙拉、虾、鸡肉、面食和牛肋(餐厅招牌菜)。截至 2018 年末, 公司实现营收 7.81 亿美元, 业绩 8035.40 万元, 合计拥有 3668 家餐厅, 其中本土餐厅所占比例为 92.6%。

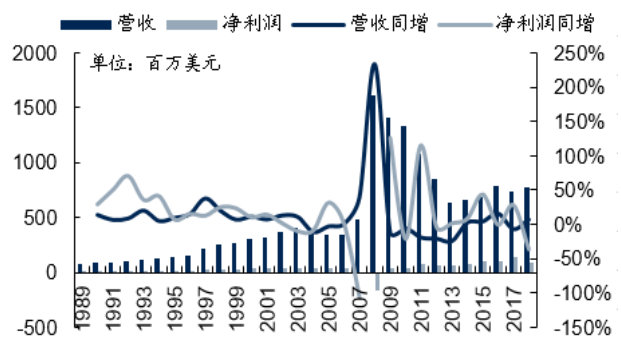
公司自始至终坚持特许经营模式。2003 年后公司重新制定了餐厅授权加盟标准, 对于新开的 IHOP 餐厅, 公司不再为加盟商提供物业、餐厅设备以及加盟费减免优惠。加盟商需使用自身资本或者从第三方融资去购买或租赁餐厅物业和设备, 公司按门店月收入固定比例提取的权益金。2007 年公司收购 Applebee's 餐厅后不断将自营餐厅转授权给加盟商, 至 2017 年末公司餐厅全部变为特许经营模式。在向加盟模式转型的过程中, 公司营业额虽大幅降低, 但同时免去了大量的人工、管理和销售等成本费用, 大幅提高公司利润率。

图 39: 2004 年至今 Dine Brands Global 餐厅数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 40: 1989 年至今公司营收及业绩数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2008 年业绩增速为-7514.45%。

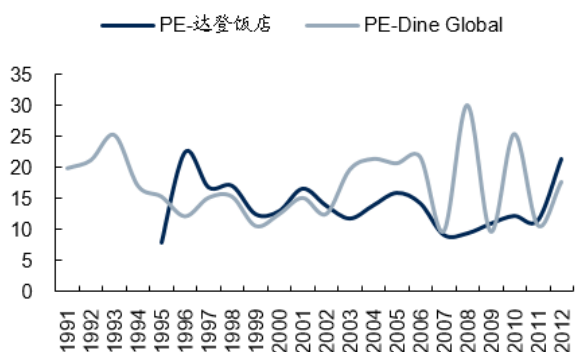
经营模式思考: 直营 VS 加盟, 谁才能享受更高的估值溢价?

达登饭店和 DIN 作为美国市场正餐类行业代表公司, 二者在经营层面采取迥异的开店策略, 因而在各项财务指标上两家公司也不尽相同。达登饭店的餐厅多为自主经营, 承担更多运营风险的同时, 理论上也拥有了更大潜在的业绩弹性;

DIN 则独钟加盟模式，公司通过授权经营获取平稳的营收及较高的利润率。但作为餐饮正餐类行业的一份子，两家公司终究需要顺应行业的发展潮流，在做强公司原有品牌的同时，不断通过自主研发亦或是外部收购新品牌为公司寻找新增盈利点。换句话说，在公司整体发展扩张逻辑相似的情况下，不同经营策略下的个体谁能更受市场青睐，享受更高的市场估值溢价水平？

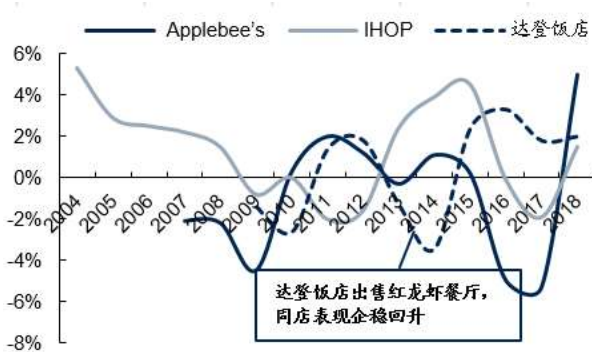
阶段一（1991 至 2012 年底）：战略扩张期，餐厅品类不断优化丰富，估值横盘波动。在此阶段，两家公司均处于战略扩张期，不断通过公司自主研发或外部收购拓展公司餐厅品类及数量，其中达登饭店先后收购长角牛排、Yard House、The Capital Grille 等餐厅，DIN 则完成对 Applebee's 餐厅的收购。正餐行业内受主要客群中产阶级消费群可支配收入减少和自身成本高居不下等问题困扰，外部面临蓬勃发展的连锁快餐企业的冲击，受行业不景气影响达登饭店和 DIN 也未能独善其身，两家公司旗下餐厅品牌经营均出现大幅波动。整体来看，剔除美国两次股市大跌的系统性影响以及公司个体层面的偶然因素，此阶段市场并未给予两家公司明显的估值溢价，二者估值水平在 15x 左右横盘波动。

图 41：2012 年以前达登饭店和 DIN 估值数据



资料来源：Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

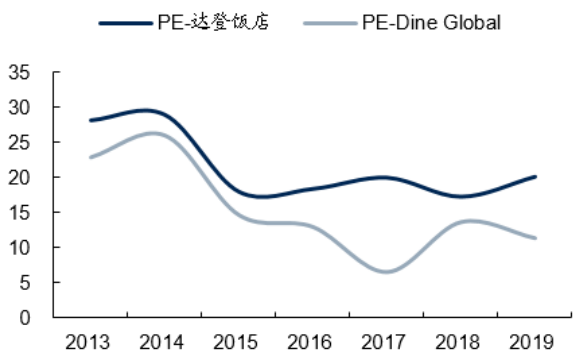
图 42：达登饭店和 Dine Brands Global 同店表现



资料来源：Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

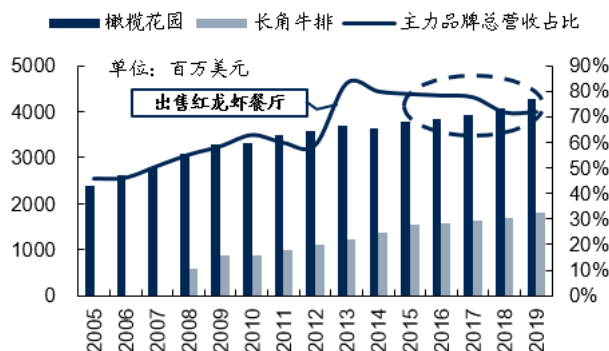
阶段二（2013 年至今）：公司战略优化和管理差异带来同店表现分化影响估值表现。达登饭店一是 2014 年在行业不景气背景下果断放弃海鲜餐厅品牌，将旗下饱受业绩下滑影响的红龙虾餐厅以 21 亿美元出售，重点聚焦橄榄花园和长角牛排餐厅，通过管理优化同店销售增速逐渐企稳，2014-2018 年餐厅同店增速分别为 -3.4%/2.4%/3.3%/1.8%/2.0%/2.5%；与此同时，公司也优化此前收购整合的新品牌，如下图所示，达登的新孵化品牌占公司收入的占比持续提升，综合来看，二者推动公司业绩增速回升，**2014-2018 年达登业绩增速分别为 -7.8%/ 2.7%/94.5%/8.8%/21.5%**。受此影响，公司估值水平也提升至新的台阶达 22x 左右。综合来看，同店经营管理的不断优化以及持续孵化新品牌的能力是正餐龙头达登估值提升的核心。

图 43: 2013 年后达登饭店和 DIN 估值数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 达登饭店新孵化餐厅品牌收入占比逐渐提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

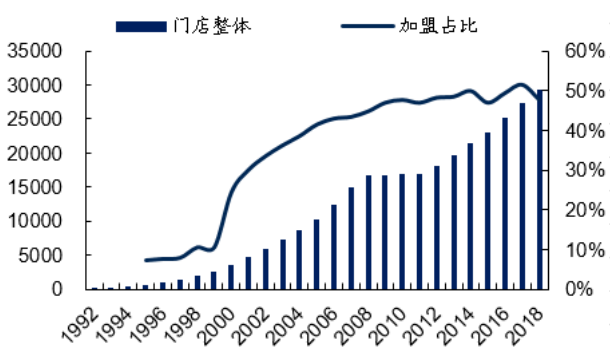
反观 DIN, 虽然以轻资产加盟为主, 但从经营管理来看, 为应对危机, 公司层面主要采取提价战略, 帮助公司同店增速重回正值, 但受制于餐厅客流的下滑, 同店营收增速波动较大, 导致公司整体业绩时好时坏, 估值水平也持续大幅波动, 整体估值明显低于达登饭店。

纵观两家正餐业企业估值演变历程, 不同于快餐企业通过标准化门店连锁扩张支撑估值提升, 正餐业受特定区域顾客口味偏好限制, 一般具有明显的地域性特点, 门店数相对较难快速爆发式增长。正餐业内公司更多从保证现有餐厅品牌经营平稳和不断孵化收购新餐饮品牌两方面, 即在保证同店经营平稳的基础上不断孵化或收购整合新品牌, 从内生和外延两方面保证业绩的稳定增长, 进而推高公司的估值水平。

休闲饮料业-星巴克: 赛道&品牌力加持, 行业空间广阔

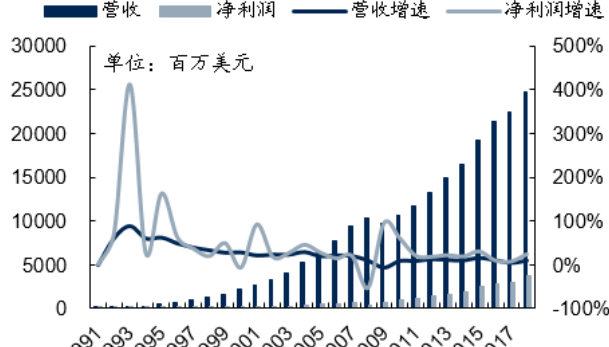
星巴克 (STARBUCKS) 成立于 1971 年, 是美国一家跨国连锁咖啡店, 也是全球最大的连锁咖啡店, 发源地与总部位于美国西雅图市。除咖啡之外, 公司亦有茶饮等饮料、三明治、糕点等点心类食品。公司最初专卖咖啡豆, 此后转型为现行的经营业态后开始快速展店, 并成为美式生活的象征之一, 部分店铺与超市、书店等异业结盟, 以复合式商店经营。截至 2018 年, 公司实现营收 247.19 亿美元, 其中直营门店收入为 196.90 亿元, 收入占比为 79.66%; 美国本土实现营收 167.32 亿美元, 收入占比为 67.69%。目前公司在全球 75 个国家及地区设有 29324 家门店, 其中不少门店具有鲜明的当地特色, 如法国巴黎歌剧院店、意大利邮局官店、日本福冈的表参道店等。

图 45: 1992 年至今星巴克门店扩张情况



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

阶段一 (1992-2004 年): 海内外门店连锁扩张保证业绩高速增长, 估值中枢居高位。在 1992 年上市时, 星巴克仅有 165 家门店, 均在分布在北美内, 上市

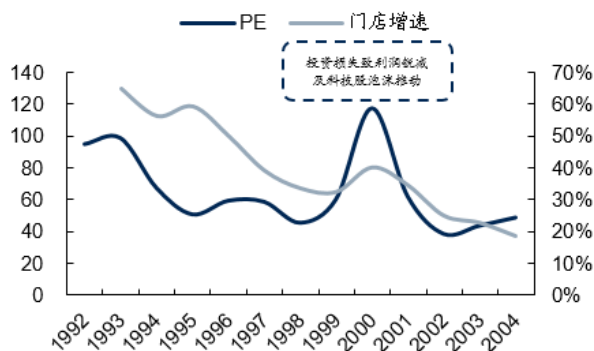
之初估值高达 90-100X，市场对其外延连锁扩张寄予厚望；1996 年走出北美进入日本和新加坡市场，迈出国际连锁扩张关键一步。其后在菲律宾、马来西亚、新西兰、中国等多个国家开设分店，国际化脚步加速。门店方面，1992 年至 2004 年间，门店由 195 家增长至 8569 家，年复合增速达到 37.06%，展店速度迅猛。经营方面，1992-2004 年间公司营收和业绩年复合增速分别达到 40.04%/58.91%。在此期间星巴克 PE 估值中枢稳定在 57x 左右，显著高于同期行业上市公司，市场投资者愿意为公司相对确定性的高速增长给予估值溢价。值得注意的是，2000 年公司掌舵人舒尔茨第一次卸任 CEO，退居二线负责公司扩张战略。2000-2004 年间星巴克由奥林·C·史密斯担任 CEO，他是舒尔茨的创业伙伴，在这 4 年间星巴克门店总数增长 2 倍达到 8569 家，市值从 72 亿美元飙升至近 190 亿美元。在这两届 CEO 在任期间，公司业务保持着健康姿态发展。

表 5: 星巴克大事记

年份	事件
1971	Jerry Baldwin weicheng、Zev Siegel 与 Gordon Bowker 在西雅图成立第一家店，主要出售高质量的咖啡豆和咖啡器材（这家店至今仍然存在）。
1982	霍华德·舒尔茨加入星巴克，担任市场和零售总监。
1985	因经营理念不合，舒尔茨出走星巴克，成立了自己的咖啡品牌 Il Giornale，这是星巴克“第三空间”的最初版本。
1987	舒尔茨收购星巴克，定位于连锁业态的咖啡店。
1992	星巴克在纽约纳斯达克成功上市。
1994	聘请莱特·梅西替全球连锁店进行店内设计。
1996	在日本东京银座开店，这是星巴克首次走出北美市场。
1999	以 810 万美元代价收购了泰舒茶（Tazo）品牌。
1999	打入中国大陆市场，在北京国贸开出第一家分店。
2000	舒尔茨退居二线负责公司扩张战略，奥林·史密斯接任。
2008	星巴克业绩承压，舒尔茨面临受命，出任星巴克的首席执行官。
2009	星巴克退出速溶咖啡 Via，仅用 10 个月便实现 1 亿美元的全球销售额，并建立 4 万多个销售网点。
2011	以 3000 万美元的价格收购了果汁制造商 Evolution Fresh Inc。
2012-06	以 1 亿美元现金从投资集团 Next World Group 手中收购 La Boulange Bakery 品牌；同年开设首间 Tazo 茶店。
2012-11	以 6.2 亿美元现金收购高档茶叶集团 Teavana。
2013	与法国达能集团联手打造奶酪品牌，进军食品杂货市场。
2017	全线关闭旗下 379 间茶品牌 Teavana 零售店。
2018-06	创始人兼董事会执行主席霍华德·舒尔茨宣布辞职。
2018-08	零售咖啡业务被雀巢以 71.5 亿美元收购。

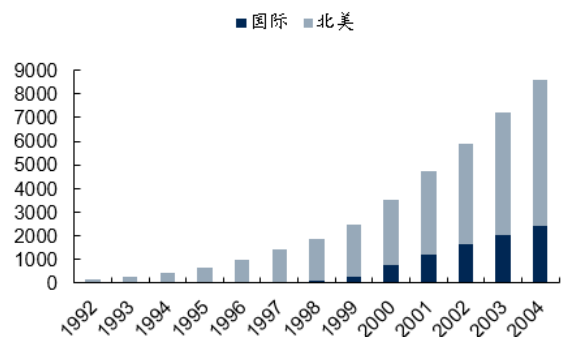
资料来源:维基百科、国信证券经济研究所整理

图 47: 1992-2004 年星巴克估值水平



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48: 1992-2004 年星巴克国内外门店数

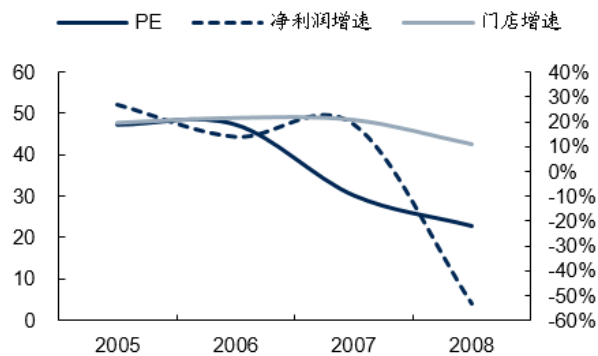


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

阶段二（2005-2008 年）：“内忧外患”下盲目扩张，同店增速放缓，估值水平走低。2005 年公司空降 CEO 吉姆·唐纳德，希望通过门店不断复制与扩张战略保证业绩的平稳，但其部分策略调整却在一定程度上影响了星巴克之前的品质

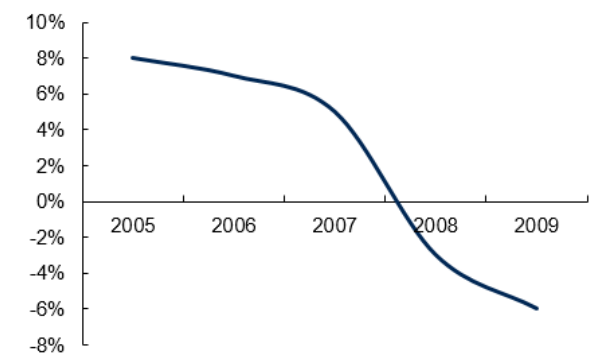
与咖啡体验。比如，唐纳德认为咖啡制作时间较长带来排队时间较长影响同店收入的进一步提升，故尝试通过推出全自动咖啡机提高咖啡制作速度，但这却在一定程度上影响了咖啡的品质。在此期间，公司门店虽保持较高复合增速（2005-2008年复合增速为17.66%），但同店销售增速自2005年开始放缓，2005-2009年同店销售增速分别为8%/7%/5%/-3%/-6%。同时星巴克还面临着美国整体金融环境的寒冬，客户定位白领消费人群的星巴克首当其冲，2008年公司业绩为3.16亿美元，同比下滑53.1%。在此期间公司本身外部环境承压，自身经营管理也有一些问题，从而致业绩表现承压，公司估值一路走低，回落至23x左右。

图 49：2005-2008 年星巴克估值水平



资料来源：Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 50：2005-2009 年星巴克同店销售增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

阶段三（2009年至今）：舒尔茨掌舵改革，公司迎来戴维斯双击。2008年1月后，舒尔茨宣布再次出任CEO。舒尔茨上任后，在**产品端**强调专注于核心业务咖啡业务，停止售卖气味较大的早餐三明治（当年6月改善产品后重新出售）；在**成本端**关闭600家表现不佳的门店，全球裁员7%大幅削减营运费用；**战略层面**，公司虽关店优化美国市场，但却在加快开辟国际市场的步伐，尤其是中国市场。具体来看，2008-2018年间美国门店数年均复合增长率为3.1%（2009和2011年门店数均为负增长），中国区门店数复合增长率达到13.92%。2009Q3，星巴克实现2008年以来的首次盈利增长，公司走出泥潭，公司股价也走出低谷。

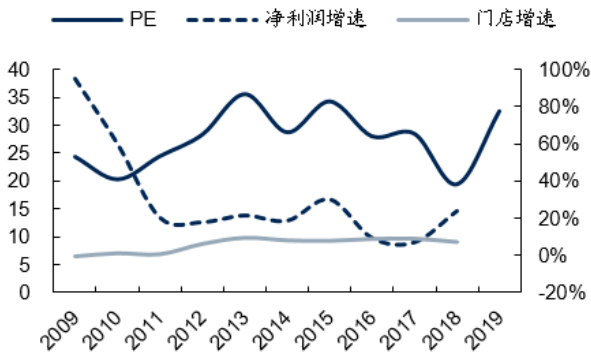
2009-2018年间，公司营收自97.75亿美元增长至247.20亿美元，年复合增长率为10.86%，业绩自6.14亿美元增长至37.17亿美元，年复合增长率为22.15%。与此同时，**公司估值也水涨船高自18x回升至30x左右**。2018年6月4日舒尔茨宣布再次卸任星巴克CEO，担任公司名誉主席。

表 6：舒尔茨上任后六大改革措施

	具体措施
公司价值观	提出“找回我们公司的灵魂，找回我们的斗志”口号，强调比规模更重要的是，公司的品牌能够以咖啡品质及其所包含的价值理念而闻名于世。
领导层面	半年的时间里，调整了原10名高管团队中的4人，新任命了6名高管，包括星巴克美国公司总裁、全球发展副总裁、全球供应链副总裁、首席财务官、营销副总裁、合作伙伴资源执行副总裁等核心岗位。
产品端	上任当月宣布停掉了早餐三明治的销售（2008年6月份后，在改善了产品后，又重新出售），陆续推出了“派克市场烘焙咖啡”、马斯特里纳咖啡机、三叶草咖啡机、特制的VIA速溶咖啡等。
成本端	关掉了600家门店，裁掉了全球7%的员工。并在2009财年削减了5.8亿美元的成本，比预算多削减了45%。
营销方面	上任的第二个月，组织全美门店停业培训；在浓缩咖啡准备环节再培训135000名咖啡师；组织8000名美国门店经理和另外2000领导团队，推广精益求精的技术，缩短顾客的等待时间，增加与顾客的沟通交流。
品牌公关	在采购环节的“咖啡与种植者公平规范”，支持在非洲的咖啡种植者；在销售环节，推行门店的环保认证和纸杯的循环利用，使星巴克的品牌成为道德采购和环境保护的领军者。

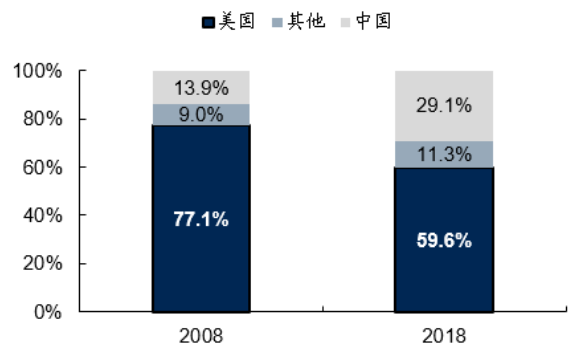
资料来源：维基百科、国信证券经济研究所整理

图 51: 2009-2018 年星巴克估值水平



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 52: 星巴克国际市场门店占比提升明显



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

赛道优质&品牌加持，助力星巴克享受显著高于市场的估值溢价。从公司发展轨迹来看，休闲饮料业龙头星巴克与快餐业龙头发展及估值演变逻辑有所相似，即在上市初期依靠海内外门店快速连锁扩张助力业绩高速增长，进而带动估值水平的快速提升，其后当门店数相对处于高位时，更多通过丰富门店服务内容，优化同店经营保证业绩的稳定增长，助力估值水平的相对平稳。在近年公司在本土市场相对饱和的情况下，星巴克大力发展亚太尤其是中国区业务，继续保持稳步的展店节奏。

不过，相比快餐业，星巴克因为饮料为主，相对而言食品安全压力较快餐更易控制，且所处咖啡业**细分赛道优质**，由于咖啡本身即为极易上瘾的饮品，欧美地区咖啡消费习惯及全球范围内咖啡文化传播带来的市场认同，咖啡消费市场空间广阔。通过**塑造咖啡文化，星巴克品牌力十足**。公司将自身品牌打造为全球咖啡文化的代表，借助线下门店网络打造属于自己的咖啡文化和生态，以文化输出的形式在全球范围内扩张。同时公司品牌定位高端，随着全球经济的发展，公司受益于人均收入水平提升带来的顾客数量和客单价的提升，在这种情况下，即使在平稳发展期，公司估值水平多数在 25-37X 区间波动，享受高于同行业的估值溢价。

中国餐饮业：国际借鉴，细分赛道百舸争流

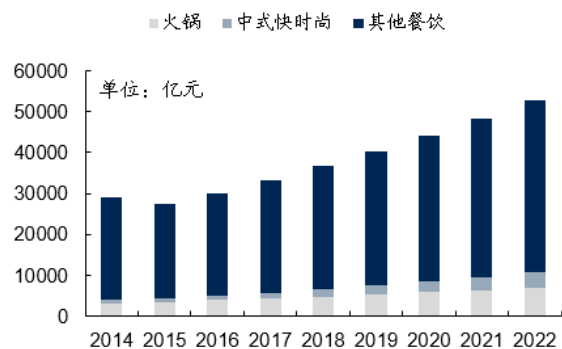
中式餐饮占比最高，火锅为第一大赛道。中国餐饮服务市场主要由三方面组成：中式餐饮、西式餐饮及其他餐饮。中式餐饮为中国餐饮服务行业的最大组成部分，根据弗若斯特沙利文数据，2018 年中式餐饮的市场份额为 80.0%。中式餐饮总收入由 2014 年的 23815 亿元增长至 2018 年的 34853 亿元，年复合增长率达到 10.0%，该机构预计未来数年中餐市场仍会保持良好增长，2018-2024 年年复合增速有望维持在 8.3%。中式餐饮市场可进一步分为中式正餐厅（如火锅、四川菜及粤菜）、中式快餐及其他（中式烧烤及街头食品）。中式正餐即提供餐桌服务的中餐厅，火锅餐厅为其中代表；中式快餐及其他是指提供简易就餐环境、有限菜式选择及有限餐桌服务或不提供餐桌服务的餐厅。在所有的中式菜品中，火锅在中国中式餐饮市场占有最大市场份额，按 2017 年的收入计市场份额达到 13.7%。近年来兼具快餐与正餐优点的中式快时尚餐饮细分市场发展迅猛，由 2014 年的 743 亿元增长至 2018 年的 1815 亿元，年复合增长率达到 25.0%，弗若斯特沙利文预计未来有望保持 20.3% 的复合增长率进一步增至 2024 年的 5502 亿元。其中，即将上市的九毛九旗下的太二酸菜鱼等系国内快时尚餐厅的代表之一。

图 53：2017 年中式餐饮各大菜系市场份额



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54：中式餐饮市场规模数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

美国为鉴，标准化与就餐体验兼顾的快时尚餐饮为行业发展新趋势。结合前文第二节分析，兼具快餐标准化程度高和正餐用餐体验佳双重优势的快捷休闲餐饮近年来展店速度迅猛，同店增长数据保持在高位，以墨式烧烤为代表的快捷休闲餐厅公司受到资本市场热捧，子行业平均市盈率估值达到 46x，远远高于同期其他子行业水平。再看近年来中国餐饮市场的发展历程，火锅龙头海底捞、呷哺呷哺和即将上市的九毛九国际旗下的太二餐厅，均具有前述快捷休闲餐厅的优秀基因，既解决了中式餐饮依赖厨师、标准化难的痛点，同时注重提升店面服务和就餐体验，满足当今外出就餐顾客对用餐效率和就餐体验的双重要求。因此，在国内餐饮部分，本文重点选取港股公司海底捞（6862.HK）、呷哺呷哺（0520.HK）及九毛九国际（拟上市）进行分析，以期对其估值或成长思考有所借鉴。

海底捞 VS 呷哺呷哺：扩张阶段及同店表现差异带来估值分化

二者均为火锅领域龙头公司。根据中国饭店协会发布的 2019 年中国餐饮业年度报告，海底捞与呷哺呷哺分列中国火锅餐饮行业前两位。海底捞始创于 1994 年，以经营传统川味火锅为主，品牌定位中高端，致力于以周到服务与高品质食材打造亲朋宴会场所。2018 年 9 月 26 日海底捞正式登陆香港联交所，2019 年 10 月 17 日海底捞市值创历史新高达到 2000 亿。而呷哺呷哺源自台湾，于 1998 年在北京创立，主打吧台式小火锅新业态，最初以一人一锅在 2003 年非

典后快速成长，此后通过持续较高性价比赢得客户青睐。2014年12月17日公司正式在香港挂牌上市，截至2019年10月底，公司市值114亿港元。

表 7: 海底捞与呷哺呷哺对比

	海底捞	呷哺呷哺
火锅种类	传统川味火锅，配菜 SKU 多	吧台小火锅，配菜 SKU 少
单店面积	600-1000 m ²	不超过 300 m ²
餐厅设计	单桌 2-10 人，多人一锅	吧台式，一人一锅
单店员工	148	30 人
门店数	466 家	886 家
城市分布	全国一二三线均有门店	主要集中于华北、东北
品牌定位	中高端，人均消费 101.1 元	强调性价比，人均消费 53.3 元
经营模式	直营	直营

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

从估值水平看，呷哺呷哺在 2014 年上市初期因火锅赛道优势加持持续较快连锁门店扩张预期估值一直在 40-60X，2015 年后估值相对合理回归至 20X 左右，2017-2018 年阶段提升 30-40X 之间，但此后因老鼠门事件和业绩表现相对稳健估值回落至 20 倍左右。与之相比，海底捞从上市以来 PE 估值一路上升，2019 年 7 月初 PE 一度逼近 100 倍，与其不同扩张阶段及经营表现差异相关，具体分析如下。

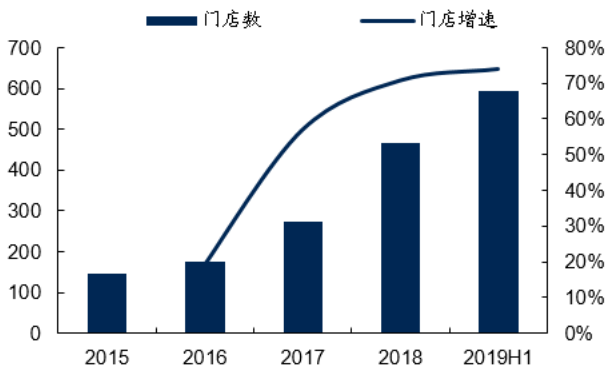
图 55: 海底捞和呷哺呷哺 PE 估值水平



资料来源：Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

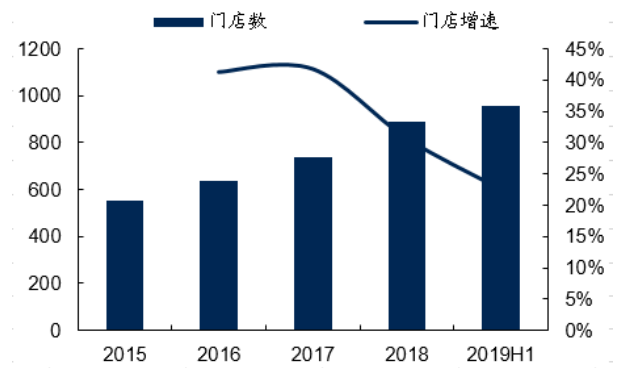
门店扩张：海底捞正处于高速展店扩张期，呷哺呷哺则在相对高基数下扩张速度更为稳定。近两年，海底捞主要通过加大二三线城市渗透，通过师徒模式充分调动员工积极性，助力其门店高速扩张。如下图所示，2016-2019H1 门店增速分别为 19%/57%/71%/74%，2017 年以来增长显著提速，直接推动其业绩增长。从区域分布来看，海底捞二线及以下城市门店数占比逐步提升，由 2015 年 66%提升至 2019H1 的 75%，近两年尤其提升显著。呷哺呷哺最早以北方市场为主，北京、河北等区域扩张良好，此后通过模型优化调整近两年也积极加快在南方省份扩张，对应北方省份门店数占比逐年下降，2016-2019H1 分别为 79%/75%/72%/69%。从门店增长来看，2016-2019H1 呷哺呷哺门店增速分别为 41%/42%/31%/22%，在 2016-2017 年的门店高速扩张后，近两年公司侧重产品模型持续优化，门店增速相对高峰期略有放缓，但整体仍保持较快增长。

图 56: 2015 年至今海底捞门店数及增速数据



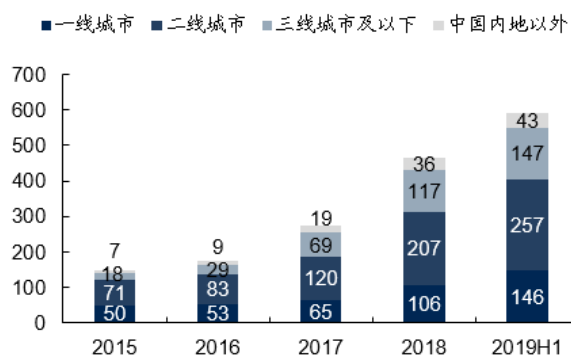
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 57: 2015 年至今呷哺呷哺门店数及增速数据



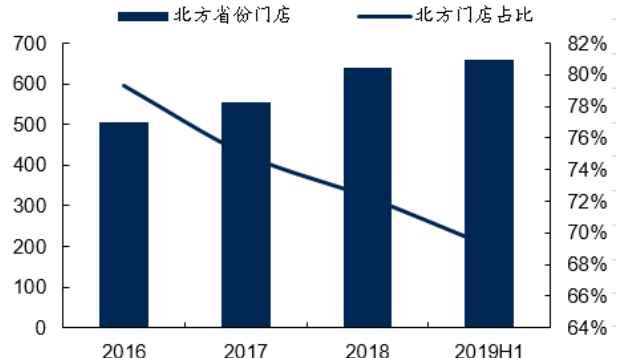
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 58: 海底捞门店下沉趋势明显



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 59: 呷哺呷哺北方省份门店数占比逐年下降

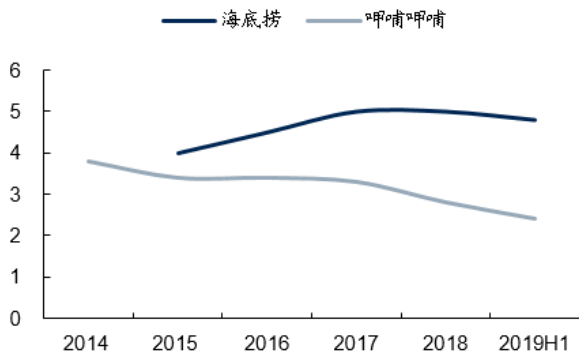


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 北方省份样本主要包括北京、天津、河北、中国东北门店统计数据

同店表现: 海底捞高速扩张下翻台率仍居高位, 呷哺呷哺主要系产品丰富客单价驱动。在门店高速扩张的同时, 海底捞同店收入增长仍保持良好表现, 2016-2019H1 分别为 14%/14%/6%/5%, 近两年虽有同店增速相比此前略有放缓, 但考虑同期门店 70%+ 的扩张下仍能保持上述增速已非常靓丽, 呷哺呷哺同店销售保持稳定增长, 2015-2019H1 分别为 -4%/3%/9%/2%/5%, 但今年上半年同店收入增速增长明显。具体来看, 海底捞同店翻台率一直保持高位, 2015-2019H1 分别为 4/4.5/5/5/4.8 次, 堪称餐饮业龙头翘楚。而呷哺呷哺同店翻台率略有下滑, 2015-2019H1 对应翻台率分别为 3.4/3.4/3.3/2.8/2.4 次, 但这与其积极尝试凑凑等新产品模型扩张, 且凑凑和呷哺本身定位差异带来的结构性影响也会带来其翻台率变化。**客单价**方面, 二者客单价均保持增长趋势, 海底捞客单价增速相对平稳, 维持在 3% 左右。呷哺呷哺近两年客单价提升幅度较大, 2018-2019H1 分别同增 10%/8%, 呷哺客单价的快速增长与凑凑相对更高的客单价定位也直接相关。

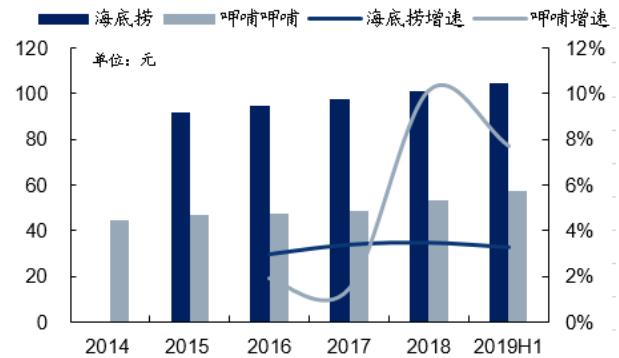
同店销售增速主要由翻台率增长与客单价提升双轮驱动。一般而言, 处于快速扩张期公司主以高翻台率来拉动销售增长, 辅以客单价稳步提升。随着新开店带来餐厅区域密度加大, 餐厅间分流效应以及顾客口味的转变, 翻台率通常会随时间呈现下降趋势。在此成熟阶段的公司为保持同店销售业绩的平稳, 通常会采取提升客单价策略。目前来看, 海底捞仍处于快速扩张期, 且新开门店爬坡期极短, 短时间即可达到成熟门店的翻台率水平; 而呷哺呷哺从经营数据看则相对处于成熟阶段, 翻台率相对平稳, 不过公司也积极探索凑凑等新产品模型, 同时优化原有呷哺产品模型, 为其后续扩区域扩张助力, 但凑凑新产品定位客单价 100-150 元左右, 相对而言也会部分影响客单价和翻台率水平。

图 60: 海底捞翻台率高于呷哺呷哺



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 61: 海底捞及呷哺呷哺客单价均稳步提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

管理模式: 海底捞师徒制等特色鲜明, 呷哺呷哺相对侧重标准化管理。管理激励机制层面, 海底捞采取非常有中国特色的“师徒制”, 实现员工与公司经营的利益绑定 (师傅可分享徒弟餐厅利润的 2.8-3.1%和徒弟餐厅的 1.5%), 使其有足够动力为徒弟职业生涯中提供指导和支持, 完成餐厅经营理念方式的高效传承和管理人才队伍的扩充; 门店管理层面, 创始人张勇推行“阿米巴经营”理念, 给予每个门店充分的自主权, 由店长主导餐厅的运营和业绩考核, 严格管控每个门店的菜品和服务质量。呷哺呷哺因较早引入麦当劳等国际龙头餐饮职业经理人管理团队, 非常注重标准化经营管理, 经营激励也相对较市场化。

供应链方面: 二者均形成了较为成熟的供应链体系。海底捞经过长期的供应链建设, 形成由蜀海负责食材供给配送, 颐海国际负责火锅底料供应上游供应链格局。其中蜀海拥有现代化物流中心、蔬菜种植、羊肉加工等基地, 物流网络覆盖全国, 同时拥有自研信息管理系统支持各业务环节; 颐海国际现已成为大型复合调味料生产企业, 具备各式火锅底料及调味料生产能力, 目前海底捞超过 85%的原材料来自关联企业, 拥有对供应链的超强管控能力。呷哺呷哺则建立了全国总仓-区域分仓-运转中心三级网络架构, 根据配送半径以及成本的衡量, 总仓可以将货品配送至区域分仓或者运转中心, 运转中心根据收集的门店订单, 满足具体门店的需求。

表 8: 海底捞供应链 9 大生态企业

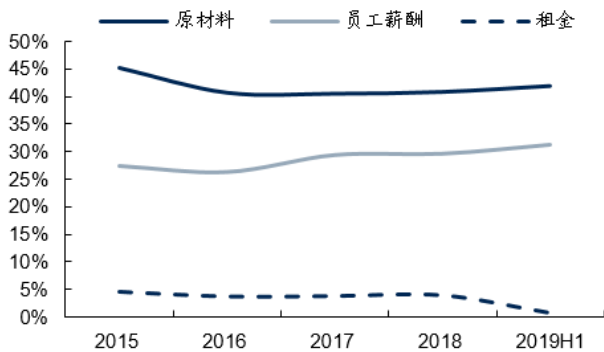
企业	服务内容
颐海国际	海底捞火锅底料供应商, 已上市, 股票代码: HK1579
蜀海供应链	前身海底捞供应部门, 现为食材采购、仓储、物流、金融等综合供应链服务集团
蜀韵东方	前身是海底捞工程部, 现主营餐厅设计、施工管理和后期服务等
徽海咨询	前身是海底捞片区人事部, 提供招聘、培训、为餐厅企业提供门店运营咨询等
海晟通	原海底捞的财务部, 现提供业务培训、管理咨询、流程梳理、财税架构规划等财务服务
海底捞外送	2010 年 6 月成立的 Hi 捞送, 目前负责海底捞外卖配送
红火台网络科技	海底捞和用友软件合资成立的一家互联网科技公司, 为海底捞定制餐饮云平台, 即餐饮企业的软件管理系统
海广告	为海底捞系企业进行广告设计、传播推广运营的公司
海海科技	前身为海底捞信息部, 旗下推出“海海游戏社交平台”意图成为一个领先的游戏化营销平台, 通过场景游戏来提高客户粘性, 提升餐饮商家的客户活跃度

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

成本费用分析: 海底捞、呷哺呷哺各有优劣, 海底捞租金优势显著, 但人力成本高于呷哺。火锅行业成本费用端主要由原材料、员工成本及租金构成, 2019H1 海底捞及呷哺呷哺三项成本占其营收的比重分别为 74%/75%, 较为接近。从毛利率的角度, 海底捞和呷哺呷哺 2019H1 的毛利率分别为 58%/62%, 均较为良好; 员工薪酬方面, 海底捞本身侧重服务, 强调全面调动员工积极性, 人工成本较高, 2015-2019H1 员工薪酬占收入的比重分别为 27%/26%/29%/30%/31%, 高于呷哺呷哺同期水平 (15-19H1 分别为 24%/22%/24%/23%/25%), 同时较高的员工薪酬也使海底捞人均创收高于呷哺呷哺。租金方面, 海底捞租金率较

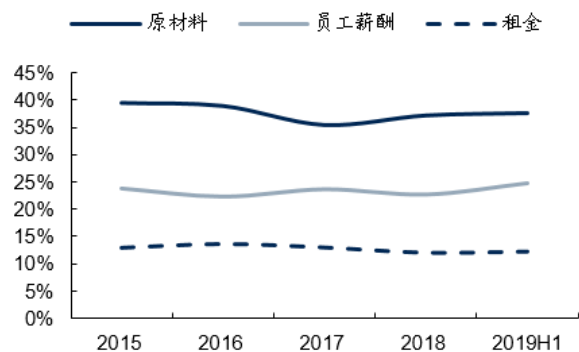
低（2018年为4%），主要系公司早期部分大店以街边独立大店为主，租金优势明显且租约期限较长，而公司近年来虽然积极发力 Mall 店，但依托品牌强大的导流能力，与物业租金谈判时议价能力较强，租金优惠力度较大，因此其租金占比明显低于同行（2019H1 租金费率降低有财务会计准则调整的影响）。呷哺呷哺门店多选址核心商圈内，整体租金水平相对平稳。

图 62: 海底捞成本收入比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

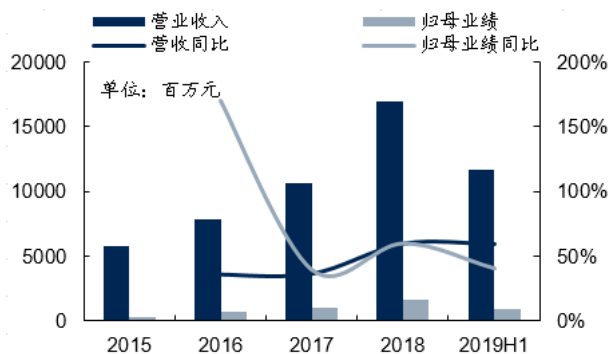
图 63: 呷哺呷哺成本收入比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

经营表现: 收入较快增长, 业绩增长相对分化。海底捞 2019H1 实现收入 116.94 万元, 同增 59.3%; 归母业绩 9.11 亿元, 同增 40.9%, 虽然财务会计准则调整影响, 但整体仍保持较快增长; 呷哺呷哺 2019H1 实现营收 27.1 亿元/+27.4%, 但归母业绩 1.6 亿元/-21.7%, 主要受成本端上涨以及会计准则变化影响较大。

图 64: 海底捞营收业绩规模及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 呷哺呷哺营收业绩规模及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看, 海底捞和呷哺呷哺作为国内火锅领域排名一二的龙头, 整体经营各有侧重。其中**海底捞**因其正处于高速扩张期, 且高速扩张的同时其同店增长仍可圈可点, 翻台率仍居高位, 显示其卓越的经营管理模式和良好的扩张潜力, 进而带来业绩持续高速增长, 对其目前 89 倍左右的高估值 (截至 11 月 8 日, 按万德 PE (TTM) 计算) 形成一定支撑, 未来建议持续关注其积极展店后的翻台率和同店增长情况。**呷哺呷哺**则因发展阶段及近期业绩表现差异, 截至 11 月 8 日按万德 PE (TTM) 计算估值 24 倍左右, 但作为国内火锅行业的龙头, 未来随着其凑凑和新呷哺模型的持续优化和连锁扩张, 叠加供应链和管理的持续优化, 其后续成长仍然值得期待。

九毛九国际: 发力快时尚餐饮, 未来重点关注管理运营与品牌孵化

九毛九国际系国内中式快时尚餐饮品牌管理运营者, 始终贯彻“好吃不贵”的理念, 在过往 20 多年的经营历史中, 公司不断改进食谱、服务和餐厅风格以迎合当前市场的趋势及顾客的喜好。就 2018 年收入规模而言, 公司在中国所有

快时尚餐饮餐厅中排名第三，于华南地区排名第一。旗下目前拥有 5 个自营品牌，即九毛九（西北菜系）、太二（酸菜鱼）、2 颗鸡蛋煎饼、怂（冷锅串串）及那未大叔是大厨（精品粤菜），截至目前公司在中国 31 个城市合计运营管理 310 家餐厅，其中直营餐厅 269 家。

表 9：九毛九国际大事记

年份	事件
1995	公司创始人管毅宏在海南海口成立首家面馆
2003	面馆业务拓展至广州市
2005	公司正式注册成立，名为“九毛九”，寓意山西人的精打细算
2010	公司因进驻白云万达商业中心一炮而红，随后九毛九进驻多家商业中心
2012	在北京、深圳开设餐馆
2013	在天津开设餐厅，全国餐厅数达到 50 家
2014	进入武汉
2015	开始经营太二餐厅；进入南京；餐厅数达到 100 家
2017	开设第一家“两颗鸡蛋煎饼”餐厅
2018	开始对“两颗鸡蛋煎饼”使用加盟模式
2019	开设第一家“那未大叔是大厨”餐厅

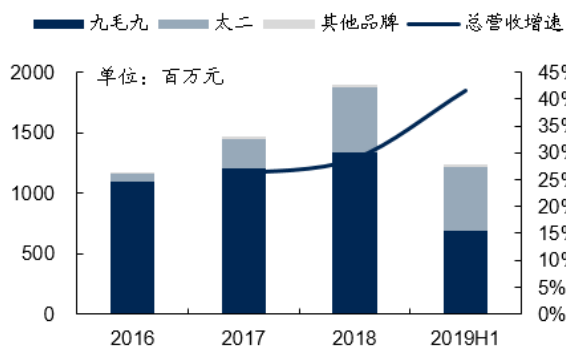
资料来源:招股说明书、国信证券经济研究所整理

未来看点一：西北菜、酸菜鱼双引擎驱动，未来门店有望高速扩张。根据公司招股书披露数据，**现有门店数方面**，截至目前公司经营 147 家九毛九餐厅、98 家太二餐厅、63 家两颗鸡蛋煎饼（其中 41 家为加盟模式运营）、1 间怂餐厅及 1 间那未大叔是大厨餐厅。从**收入体量**来看，2018 年西北菜九毛九、太二酸菜鱼餐厅分别实现营收 13.34/5.40 亿元，二者总营收占比达到 99%，其中太二酸菜鱼餐厅营收增速迅猛，2016-2019H1 增速分别达到 260%/121%/147%，表现突出，另外 3 个餐厅品牌收入体量相对较小。**未来展店方面**，公司预计**2019-2021 年新增 370 家自营餐厅**，是其现有门店体量的 2 倍以上，其中包括 240 家太二餐厅、54 家九毛九及 76 家其他品牌餐厅；同时新增约 460 家两颗鸡蛋煎饼加盟餐厅。总体来看，在持续多品牌支撑下，公司未来门店扩张空间较为广阔。

未来看点二：太二酸菜鱼已成爆款，九毛九表现平稳，煎饼餐厅有望崛起，多品牌运营能力值得期待。近年来公司**太二酸菜鱼**营收增速迅猛，2017-2019H1 分别达到 260%/121%/147%，酸菜鱼业务总营收占比也逐年提升，2016-2019H1 分别为 6%/17%/29%/44%。2018 年太二酸菜鱼餐厅实现营收 5.40 亿元，总营收在中国所有酸菜鱼餐厅中排名第一，市场份额为 4.4%，深受市场消费者喜爱。公司传统**西北菜餐厅九毛九**表现相对平稳，2017-2019H1 营收增速分别为 10%/11%/6%，2018 年九毛九餐厅实现营收 13.34 亿元，占总营业收入的 70%。公司**新孵化品牌**同样值得期待，旗下两颗鸡蛋煎饼餐厅目前门店数为 63 家，营收体量虽相对较小，但公司自 2018 年开放加盟模式扩张，预计未来 3 年煎饼餐厅有望展店近 500 家（460 家为加盟模式），煎饼业务有望成为公司新盈利增长点。

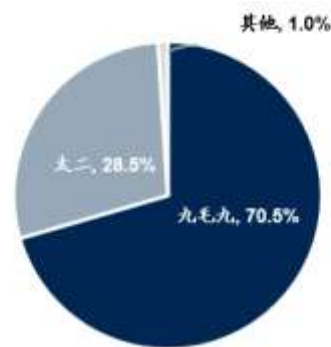
整体来看，九毛九国际以九毛九餐厅、太二酸菜鱼为主打品牌，不断孵化新品类寻求业绩增长点的战略，与美国正餐龙头达登饭店多品牌并举战略较为相似。并且，公司重点发力的国内快捷时尚餐饮这一新兴快速成长餐饮市场，未来成长赛道空间更为可观。我们认为，考虑公司以九毛九起家，但此后逐步发力新品牌，并已成功孵化太二酸菜鱼这一快时尚代表餐厅龙头，**未来依托其供应链体系支撑、丰富的餐饮运营展店和标准化经营经验，以及与国内既有 Shopping Mall 物业的良好合作关系等优势，其未来新品牌持续孵化培育值得期待。**

图 66: 九毛九国际各品牌餐厅营收及增速



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 67: 2018 年各品牌餐厅总营收占比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

未来看点三: 跨区域扩张, 带来持续成长空间。招股说明书信息显示, 2018 年九毛九国际华南地区实现营收 16 亿元, 总营收占比为 84.5%; 从门店分部来看, 2018 年华南地区门店数为 242 家, 占总门店数比重为 78%, 换言之, 公司绝大部分收入业绩来自广东地区, 主打北方面食和北方风味的九毛九抓住了南方消费者的胃。未来, 公司有望从广东走向全国, 通过其多元化品牌体系持续扩张, 带来新的成长空间。其中, 从太二酸菜鱼来看, 其 2019H1 华南以外占比已达到 41.8%, 跨区域扩张有望迅速拓展; 而九毛九品牌在全国扩张中其西北菜系面临同类竞争对手西北莜面村等的竞争, 但依托差异化定位, 仍有一定的跨区域拓展空间。此外, 公司其他新孵化品牌未来也有望积极全国扩张, 支撑公司持续成长。

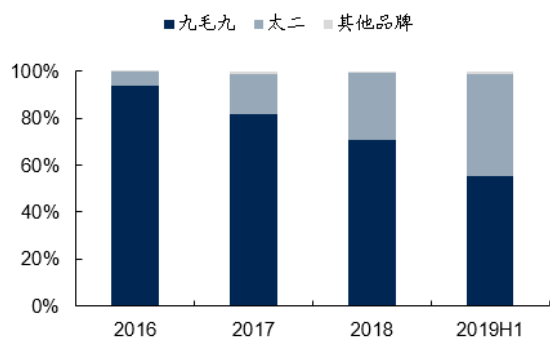
表 10: 2019H1 九毛九国际餐厅地域分布情况

	华北	西部	华中及华东	华南
九毛九	12	0	13	122
太二	8	5	28	57
两颗鸡蛋煎饼	0	0	2	61
怂	0	0	0	1
那未大叔是大厨	0	0	0	1
合计	20	5	43	242

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

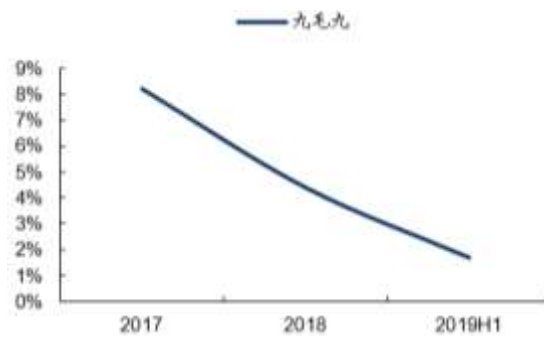
需要说明的是, 公司传统成熟品牌九毛九餐厅近两年增长相对放缓, 同店增速相对放缓, 翻台率平稳微降 (2017-2019H1 分别为 2.5/2.4/2.3), 同店销售额增速明显放缓, 2017-2019H1 分别为 8.2%/4.4%/1.7%。但公司也在积极应对, 拟将菜品种类由 80 种缩减至 50 种, 通过减少菜品种类方式缩短平均用餐时间, 进而提高餐厅翻台率; 同时进一步优化及完善现有 50 种菜品, 为客单价提升留有空间。整体来看, 若公司未来九毛九餐厅能持续管理优化, 彰显公司长期运营成熟品牌的能力, 也能为其上市后估值水平提供一定支撑。

图 68: 九毛九餐厅总营收占比逐渐下滑



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 69: 九毛九餐厅同店增速逐渐下滑



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

投资建议：聚焦赛道优质、业绩确定性强的龙头企业

综合全文，从国际借鉴来看，美国、英国、日本、香港等市场餐饮企业平均 PE 估值中枢一般 18-41X，但不同区域，不同业态，不同发展阶段估值差异较大。聚焦美国，正餐经济周期估值波动大，快餐具下行周期防御属性，但其中快捷休闲细分赛道增势迅猛，估值溢价显著，休闲饮料龙头因连锁扩张和赛道优势相对估值溢价。具体看各细分领域餐饮龙头，总体来看业绩增速支撑估值中枢。快餐和休闲饮料因易标准化连锁扩张，其国内外连锁扩张期估值爬升尤其明显，而平稳发展期核心看管理优化，其中赛道广阔+竞争格局占优+高速连锁扩张支撑星巴克阶段高估值 50-100X，震荡调整期估值 20X-30X，但平稳发展期好管理仍能带来估值中枢改善至 25-37X。

从发展趋势来看，随着国内人均可支配收入增加、80 后 90 后和 00 后等居民外出就餐比例的持续提升，国内餐饮业仍有望持续稳定成长，其中新餐饮业态百花齐放，部分细分赛道有望高速增长。不过，相较于西方发达国家餐饮市场，目前国内餐饮行业仍然存在集中度分散、连锁化率较低等问题，原材料、店铺租金、员工薪酬等成本居高不下对国内餐饮企业也带来直接影响。但对规模化连锁餐饮龙头却有望带来新的成长机会（包括税费等调整）。这些餐饮品牌一方面积极通过标准化餐饮运营实现连锁扩张规模经济，另一方面通过供应链全面打通和经营管理优化，反而有望持续优化其盈利水平，且持续提升自身的市场份额。在这种情况下，国内餐饮行业的集中度有望持续提升。

2018 年赴港上市的海底捞市值突破 2000 亿港元，证明中国餐饮市场有能力孕育大市值餐饮企业。同时近年来火锅、酸菜鱼等细分赛道企业的飞速扩张成长，新兴业态不断涌现推动餐饮行业转型升级，未来随着集中度和连锁化率的提升，各细分赛道均有望孕育龙头企业。

中长线来看，考虑国内餐饮业的广阔成长空间和相对稀缺的上市标的，借鉴国外餐饮龙头成长和估值变迁，我们长期仍建议关注聚焦优质细分赛道、品牌壁垒相对高、未来扩张和业绩确定性相对较高的国内餐饮龙头，如**海底捞**、**九毛九国际（拟上市）**、**呷哺呷哺**等。其中**海底捞**目前估值相对不低，但高速扩张和业绩成长期也在积极消化估值，未来建议关注积极展店后的翻台率和同店增长情况；**呷哺呷哺**随着**凑凑**和新**呷哺**模型的持续优化和拓展，未来成长仍值得期待；**九毛九**作为拟上市快时尚餐饮龙头，未来建议重点关注其存量品牌的快速扩张及管理优化以及持续孵化新品牌的平台能力。

风险提示

- 第一，系统性风险，宏观经济环境下行严重；
- 第二，食品安全风险，如动物流感、病毒等事件风险；
- 第三，日常经营风险，原材料、加工过程等方面出现食品安全隐患；
- 第四，政策风险，餐椅行业监管政策趋严、税收政策从严。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603043	广州酒家	买入	31.65	0.95	1.11	1.36	33.32	28.51	23.27	5.9
06862	海底捞	暂无评级	36.25	0.33	0.48	0.70	109.85	75.52	51.79	68.9
00520	呷哺呷哺	暂无评级	10.48	0.43	0.42	0.52	24.37	24.95	20.15	5.6

数据来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

注：除广州酒家外，其他公司的盈利预测均来源于 Wind 一致预期

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032