

餐饮旅游行业深度研究报告

由九毛九国际上市看网红餐饮店发展逻辑

推荐（维持）

- 九毛九国际主打中式快时尚休闲餐饮，以多品牌覆盖多品类，主品牌九毛九西北菜表现稳健，太二酸菜鱼市占率提升迅速，2颗鸡蛋煎饼不断发力，怂（冷锅串串）处于优势赛道。
- 公司核心竞争力：
 - 1、国内领先中式快时尚餐饮品牌
 - 2、高度标准化且易扩张的商业模式
 - 3、品牌矩阵所处赛道优质，网红店打响知名度，实现复制
 - 4、强控制+强激励：创业团队持股，激励合理
- 我国餐饮市场空间广阔，行业集中度低，赛道众多，未来预期增速高

国内餐饮市场容量大，增速持续快于社零；行业集中度低，2015年后从正餐和街边店两头大的哑铃结构转向休闲餐主导的纺锤结构，依托购物中心进行扩张，锁定客单价和地理位置，以口味、环境、服务和标准化、可预期的体验决胜，便于连锁业态发展，集中度提升。

 - 品类分化，品牌崛起：小吃品牌化，正餐小吃化；餐饮零售化；大集团孵化小吃/快简餐
 - 消费升级趋势刺激需求端，多样化需求决定新品类高频出现
 - 成本端规模效应带动需求端品牌效应，龙头先发优势明显
 - 对购物中心依赖程度上升，加快餐饮业洗牌速度
- 好品牌立足于好品类，通过好品类深挖市场需求，同时利用营销造势，打造好口碑

我们认为，不依赖大厨、容易标准化、味觉记忆浅（或有成瘾性），且产品口味能够差异化的品类是连锁餐饮品牌扩张的前提，也是可复制的网红店的前提，契合/刺激需求端的产品是发展的基础，供应链强大的品类中更易诞生大单品和好品牌，价位带（70-120元/人）容易产生符合逛街休闲需求、又契合商场调性的餐饮门店。

照此标准，本文排除了部分品类/赛道诞生大连锁餐企的可能性，并筛选出了当下我们看好的餐饮品类：川式火锅、猪肚鸡等南方锅底类火锅、酸菜鱼、冷锅串串。产品需要具备高品质食材和好口味的特征，符合当下健康饮食趋势。
- 好品类的关键要素：
 - 产品端：口味具有广谱性，不易腻且易成瘾；复购率高；菜品属性丰富可满足一餐需要；同品类中能做出口味差异，且该差异容易标准化，可实现中央厨房半成品处理，加快门店出餐速度，降低对厨师依赖程度
 - 门店端：面积适中，适合依托购物中心连锁化扩张，大范围推广复制；精益化门店管理提升运营效率；场景升级带动品牌升级
 - 供应链端：短菜单，店内少SKU降低上游采购体系复杂程度，减压物流，在成本端形成规模优势；食材可获得性高且稳定供应

我们认为，川系火锅，粤系火锅，酸菜鱼，冷锅串串（自带火锅属性）等均属于中餐优质赛道
- 风险提示：门店扩张不及预期，同店增长不及预期，食品安全问题，市场竞争加剧。

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

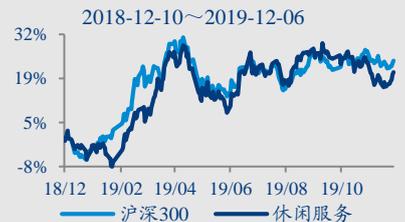
执业编号：S0360517040002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	33	0.88
总市值(亿元)	3,547.21	0.57
流通市值(亿元)	3,214.45	0.7

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.23	11.22	18.48
相对表现	0.02	1.75	-4.17



相关研究报告

《【华创商社】休闲服务板块2019年中报总结：重点把握核心资产，关注超跌反弹》

2019-09-03

《【华创商社】休闲服务板块2019年三季报总结：重点布局核心资产、板块龙头，关注优质赛道优秀标的》

2019-11-02

目 录

一、由九毛九上市预见未来餐饮发展趋势.....	5
(一) 九毛九集团概述.....	5
(二) 太二酸菜鱼：好品类 + 大单品 + 短菜单.....	11
(三) 太二和九毛九一线城市单店模型，投资回收期测算.....	14
二、我国餐饮市场发展趋势.....	15
(一) 我国餐饮市场空间广阔，行业集中度低，餐饮企业存活率低，迭代速度快.....	15
(二) 餐饮行业变化趋势及影响因素.....	16
三、网红店：特征与持续性.....	20
(一) 好品类：第一决定要素.....	20
(二) 什么样的网红店可以脱颖而出.....	22
四、风险提示：门店扩张不及预期，同店增长不及预期，食品安全问题，市场竞争加剧.....	23

图表目录

图表 1	九毛九集团发展历程.....	5
图表 2	九毛九旗下各品牌当前门店数及未来展店计划.....	5
图表 3	九毛九营业收入（千元）.....	6
图表 4	九毛九净利润及净利率.....	6
图表 5	九毛九餐厅经营和外卖业务收入占比.....	6
图表 6	2014-2024 年中式快时尚餐饮市场收入及同比.....	7
图表 7	九毛九股权结构.....	7
图表 8	九毛九组织架构.....	8
图表 9	九毛九集团下属品牌.....	8
图表 10	按品牌划分的收入占比.....	9
图表 11	按品牌划分的经营利润率.....	9
图表 12	各品牌自营门店数量.....	9
图表 13	当前各地区门店数量（含华南区 41 家加盟店）.....	9
图表 14	九毛九成本费用率及净利率变化.....	10
图表 15	不同餐企 2018 年，2019 上半年成本费用率及净利率比较.....	11
图表 16	太二历年营收及经营利润.....	11
图表 17	2014-2024 年中国酸菜鱼市场收入及同比.....	11
图表 18	太二各线城市收入占比.....	12
图表 19	太二各线城市门店数量.....	12
图表 20	太二总体及各线城市翻座率（倍）变化.....	12
图表 21	太二同店销售增长率（%）.....	12
图表 22	太二酸菜鱼菜单和“奇葩”店规.....	13
图表 23	九毛九自有中央厨房利用率.....	13
图表 24	九毛九自有中央厨房产能（百万吨）.....	13
图表 25	九毛九西北菜和太二一线城市 2019 年 H1 单店模型测算.....	14
图表 26	2014-2024 年中国餐饮市场收入及同比.....	15
图表 27	2011-2018 年限额以上企业餐饮收入及同比.....	15
图表 28	2011-2018 年社零餐饮收入同比和社零总额同比.....	15
图表 29	餐饮市场各菜系市占率（2017 年）.....	16
图表 30	中国餐饮市场连锁化率.....	16
图表 31	中国零售商业购物中心体量及同比.....	17
图表 32	中国零售商业购物中心数量及同比.....	17

图表 33	购物中心部分快餐/小吃类品牌.....	17
图表 34	全国小吃快餐门店人均消费价位占比.....	19
图表 35	部分餐饮企业零售化业务梳理.....	19
图表 36	从产品端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类.....	21
图表 37	从门店端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类.....	21
图表 38	从供应链端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类.....	22
图表 39	未来有发展前景的好品类.....	22

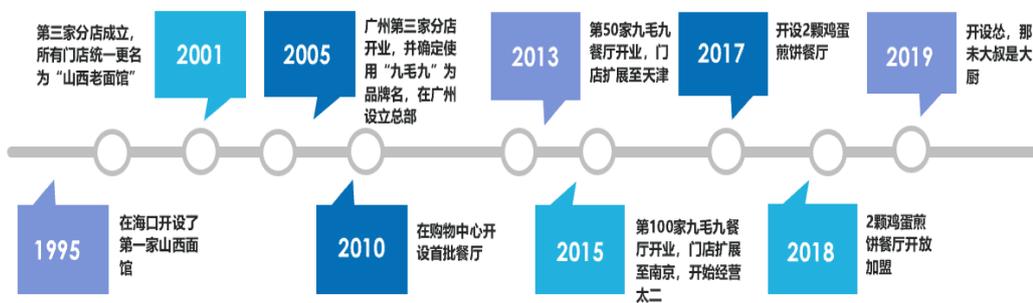
一、由九毛九上市预见未来餐饮发展趋势

2019年8月28日，九毛九国际控股有限公司（以下简称“九毛九”）向港交所递交招股书，拟香港主板IPO上市。是继海底捞(06862)之后，又一家大陆地区中式餐饮企业在香港递表。

（一）九毛九集团概述

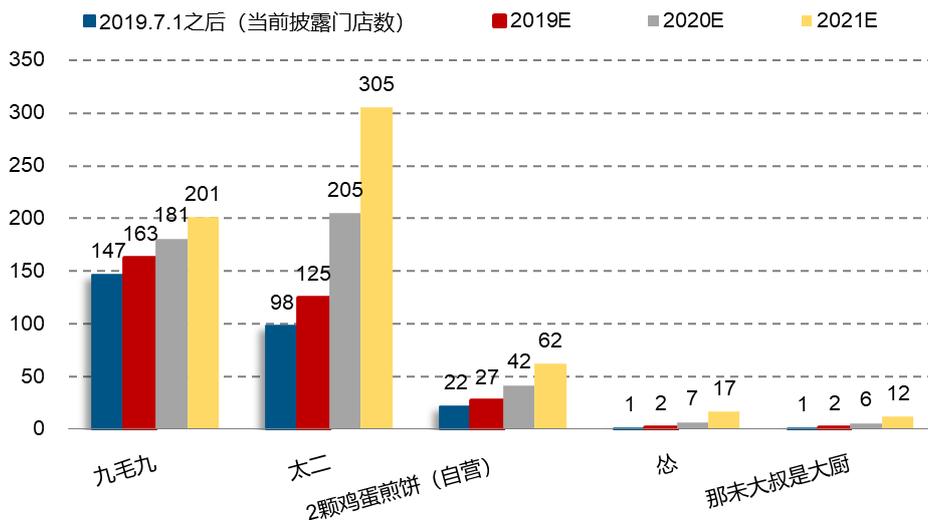
九毛九集团成立于2005年，是以连锁经营为核心的中式快时尚餐饮集团。2010年公司商业模式全面升级，从一家模式过重的餐饮运营企业改变为快时尚连锁餐饮企业，开店策略逐步锁定在购物中心之中。2011年公司开始布局全国。2015年成立太二酸菜鱼，2017年成立2颗鸡蛋煎饼餐厅，2019年成立怱，那未大叔是大厨。截至当前，九毛九集团共有310家门店（包括41家2颗鸡蛋煎饼加盟店）。预计未来2019年至2021年将新开设370家自营餐厅，其中包括240家太二酸菜鱼，54家九毛九西北菜，76家其他品牌餐厅，预计将新开设460家2颗鸡蛋煎饼加盟餐厅。

图表 1 九毛九集团发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，华创证券

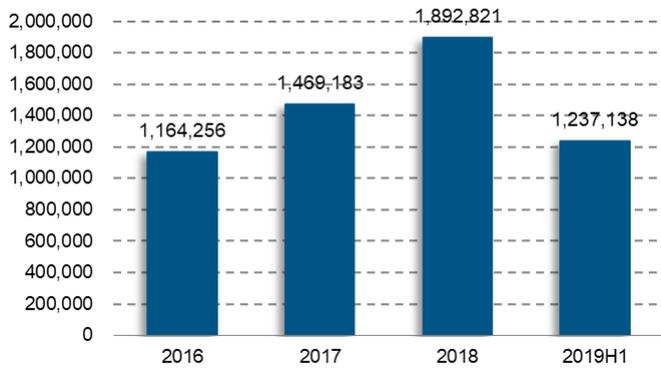
图表 2 九毛九旗下各品牌当前门店数及未来展店计划



资料来源：公司招股书，华创证券

营收净利稳定增长，市占率可观。2018年集团收入为18.93亿元，同比增长28.83%，其中华南区收入为16亿元。公司2018年总收入在全国所有中式快餐餐厅中排名第三，在华南区中式快餐餐厅中排名第一。公司2018年净利润为0.74亿元，同比增长3.07%，2018年净利率为3.9%。

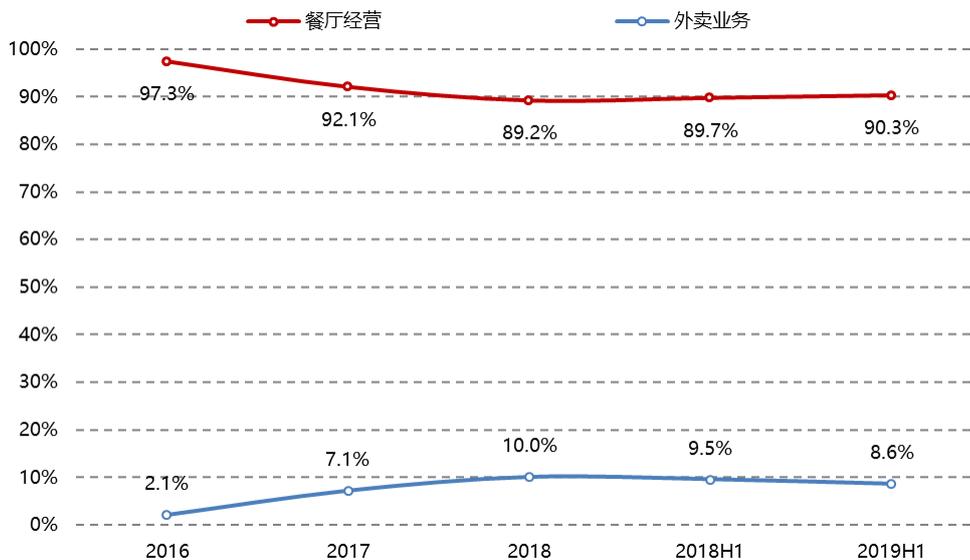
2019年上半年公司经营数据向好,2019年H1公司营收为12.37亿元,同比增长41.47%;期内净利润为1.02亿元,同比增长87.61%,公司净利率为8.24%。公司目前以自营为主,加盟收入占比极小,营收主要来源于餐厅层面盈利。公司当前自营收入占比超过99%,2019年上半年餐厅层面营收占比为90.3%。

图表 3 九毛九营业收入(千元)


资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 4 九毛九净利润及净利率

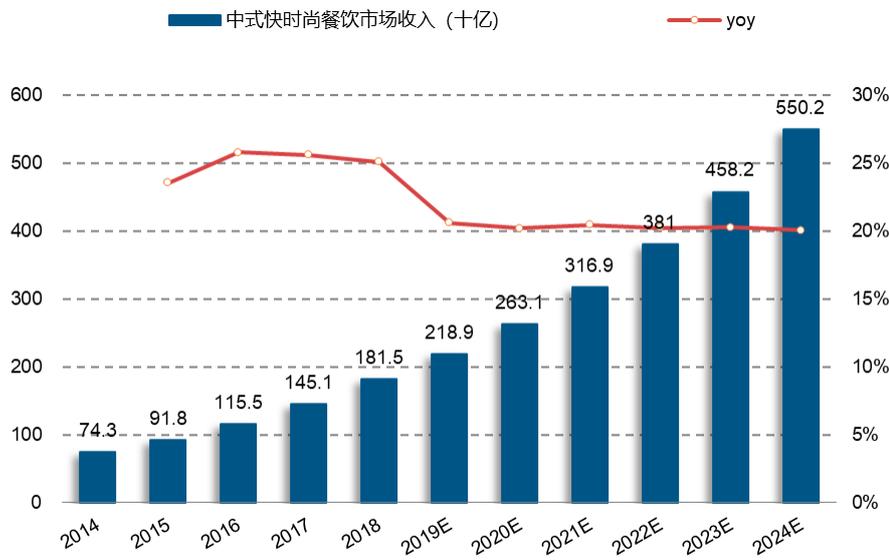

资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 5 九毛九餐厅经营和外卖业务收入占比


资料来源: 公司招股书, 华创证券

公司所处赛道优, 市场空间广阔。我国中式快时尚餐饮市场前景好, 行业收入逐年稳定增长, 2014年我国中式快时尚餐饮市场收入为743亿元, 2018年增长至1815亿元, 占中国餐饮服务市场4.2%, 年复合增长率为25%。经弗若斯特沙利文预测, 2024年中式快时尚餐饮市场收入可达到5502亿元, 年复合增长率为20.3%。中式快时尚餐饮市场增速远超同期餐饮行业增速, 2014年我国餐饮行业年收入为28925亿元, 2018年增长至42716亿元, 年复合增长率为10.2%。目前我国中式快时尚餐饮市场集中度低, 据九毛九招股说明书披露, 2018年中国前五大中式快时尚餐饮企业收入合计只占全行业市场份额7.5%。

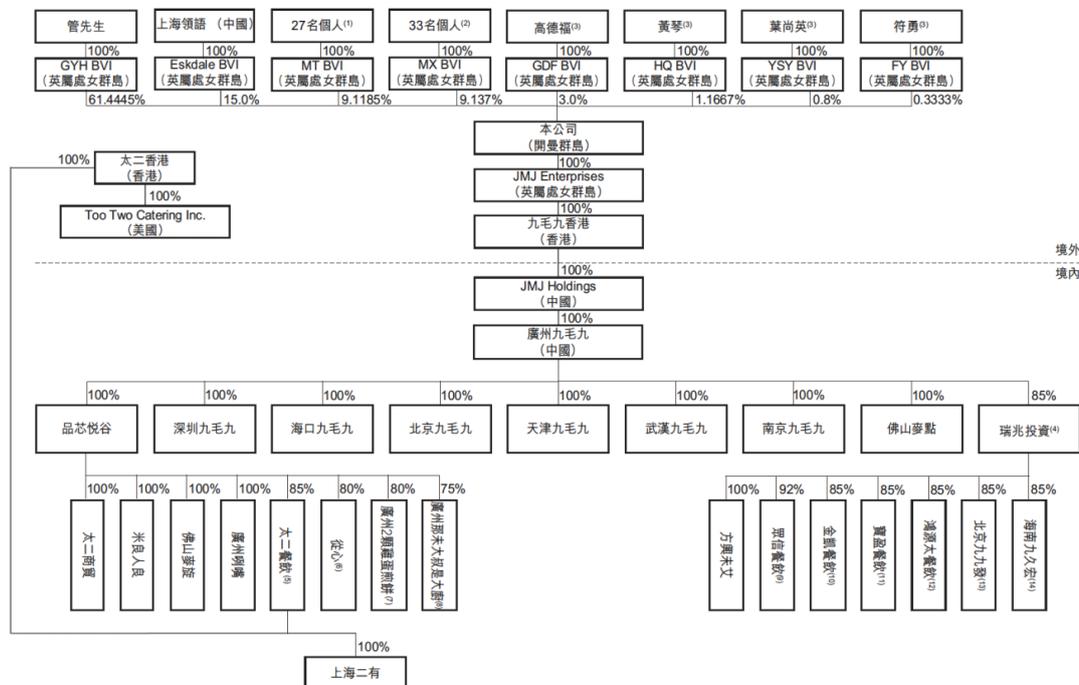
图表 6 2014-2024 年中式快时尚餐饮市场收入及同比



资料来源：公司招股书，华创证券

强控制+强激励：创始人股权集中，员工持股比例高。公司股权结构相对集中，本次公开发行前，创始人管毅宏先生持有 61.4% 公司股份，对公司拥有绝对控制权，负责制定公司整体发展战略及业务计划，监督公司管理及战略发展。员工持股比例高，MT BVI 持有公司 9.1185% 股权，MT BVI 的 27 名个人股东中，23 名是公司雇员，4 名是前雇员；MX BVI 持有公司 9.137% 股权，MX BVI 的 33 名个人股东中，23 名为雇员，9 名为前雇员。

图表 7 九毛九股权结构

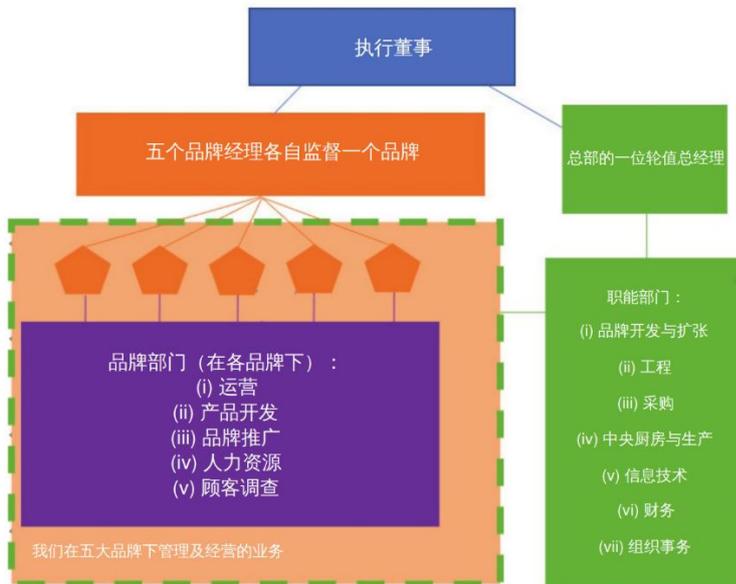


资料来源：公司招股书，华创证券

平行组织结构，新孵化各品牌均有员工持股。公司设立 5 名品牌经理带领团队独立负责各子品牌并直接向执行董事汇报。公司向各品牌管理团队授予其所管理品牌若干比例股权，团队利益与品牌业绩直接挂钩。截至最后可行日期，

太二团队持有品牌 15% 股权，怂团队持有品牌 20% 股权，2 颗鸡蛋煎饼团队持有品牌 20% 股权，那未大叔是大厨团队持有品牌 25% 股权。九毛九西北菜正在重组以提供股权激励。公司设立轮值总经理管理 7 个职能部门，分别是品牌开发与扩张，工程，采购，中央厨房与生产，信息技术，财务和组织事务。这些部门一方面支持各品牌营运及管理，另一方面制定需要统一遵守的标准化程序，包括食品安全标准，选址标准和食材采购程序。

图表 8 九毛九组织架构



资料来源：公司招股书，华创证券

多品牌覆盖多品类，各品牌形成特色定位，共享后端供应链。公司业务分布广泛，采取多品牌发展战略，各子品牌覆盖不同细分品类，定位不同但又相互协同，统一采购形成规模效应。九毛九定位西北菜市场，太二主打酸菜鱼，2 颗鸡蛋煎饼针对小吃品类，怂主营成都冷锅串串，那未大叔是大厨主营精品粤菜。公司建立统一供应链部门（中央厨房、物流仓储中心等）支持各品牌协同发展。

餐厅门店端制定了标准化运营程序，涵盖餐厅经营各个方面，分别为食材及供应品验收；食材及供应品清洗消毒；食品加工；食品准备和食品装盘装饰。对于员工培训，公司设有总部培训中心以及电子培训平台。

图表 9 九毛九集团下属品牌

品牌	九毛九	太二酸菜鱼	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
LOGO					
设立时间	1995 年	2015 年	2017 年	2019 年	2019 年
主打菜系	西北菜为主，融合其他地区口味	酸菜鱼	鸡蛋煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
人均客单价	50-70 RMB	70-90 RMB	20-30 RMB	50-70 RMB	120-150 RMB
平均门店面积	250-400 平米	200-300 平米	10-40 平米	120-200 平米	300-500 平米
品牌调性	放心餐桌	独特，有趣	健康，便捷	时尚聚会场所	一流大厨
目标客户群	家庭聚餐	年轻顾客	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费
经营方式&	直营：147	直营：98	直营：22	直营：1	直营：1

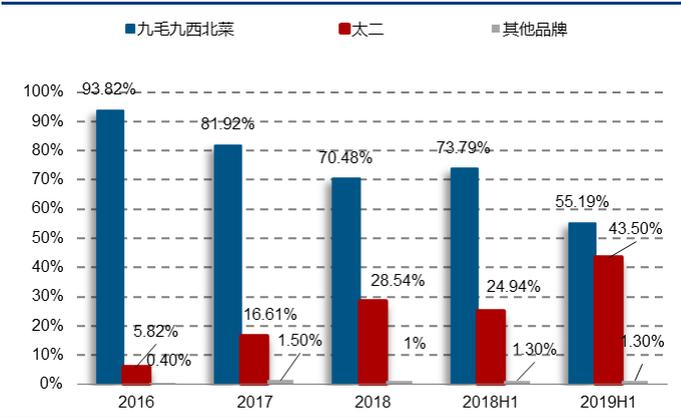
品牌	九毛九	太二酸菜鱼	2颗鸡蛋煎饼	总	那未大叔是大厨
门店数量			加盟：41		
菜单 SKU	60-80	23		40	少于 35 种
典型门店容量	45 桌, 180 人	33 桌, 110 人			

资料来源：公司招股书，华创证券

公司主业稳步增长且主品牌市占率高。九毛九西北菜表现平稳，太二成长迅速。2019 年上半年太二和九毛九西北菜营收合计占公司总营收 98.7%，太二营收占比逐年上升，从 2016 年 5.82% 上升至 2019 年上半年 43.5%。九毛九西北菜和太二经营利润率逐年提升，2019 年上半年九毛九西北菜经营利润率达到 18.09%，同比上升 0.06pct；太二经营利润率为 23.28%，同比上升 0.81pct。

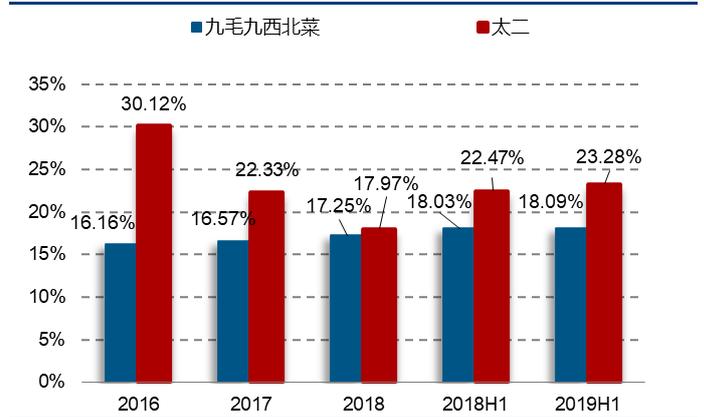
据九毛九招股书披露，2018 年，公司在中国中式快时尚餐饮市场中市占率为 1%，排名第三；公司在华南中式快时尚餐饮市场中市占率为 5.2%，排名第一；九毛九西北菜在全国西北菜餐厅中市场份额排名第二，市占率为 0.8%；太二在全国酸菜鱼餐厅中排名第一，市场份额达到 4.4%。

图表 10 按品牌划分的收入占比



资料来源：公司招股书，华创证券

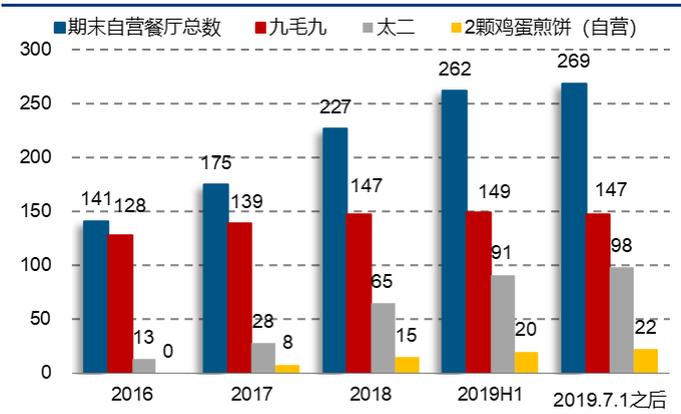
图表 11 按品牌划分的经营利润率



资料来源：公司招股书，华创证券

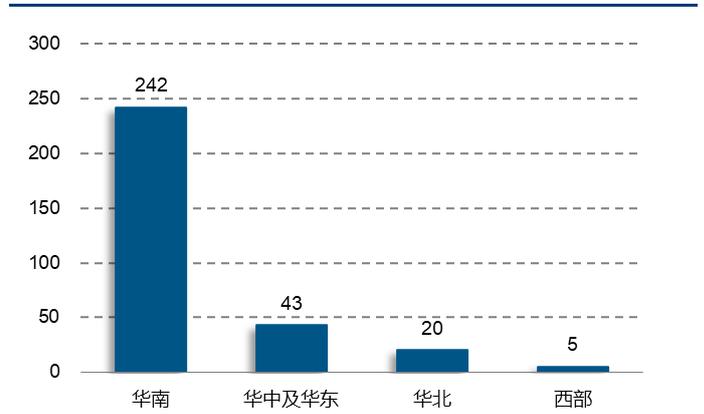
门店数量增长迅速，采取跨区域扩张战略。当前各品牌均为公司自营，仅 2 颗鸡蛋煎饼开放加盟。门店数增量主要由太二贡献，2016 年，太二在全国有 13 家门店，截至最后可行日期增长至 98 家。公司近 90% 门店集中在华南地区，但有向其他地区展店趋势。以太二为例，当前在华南地区有 57 家门店，华中及华东地区有 28 家门店，华北地区有 8 家门店，西部地区有 5 家门店。2019 年-2021 年，太二在全国计划开店数为 60, 80, 100 家。

图表 12 各品牌自营门店数量



资料来源：公司招股书，华创证券

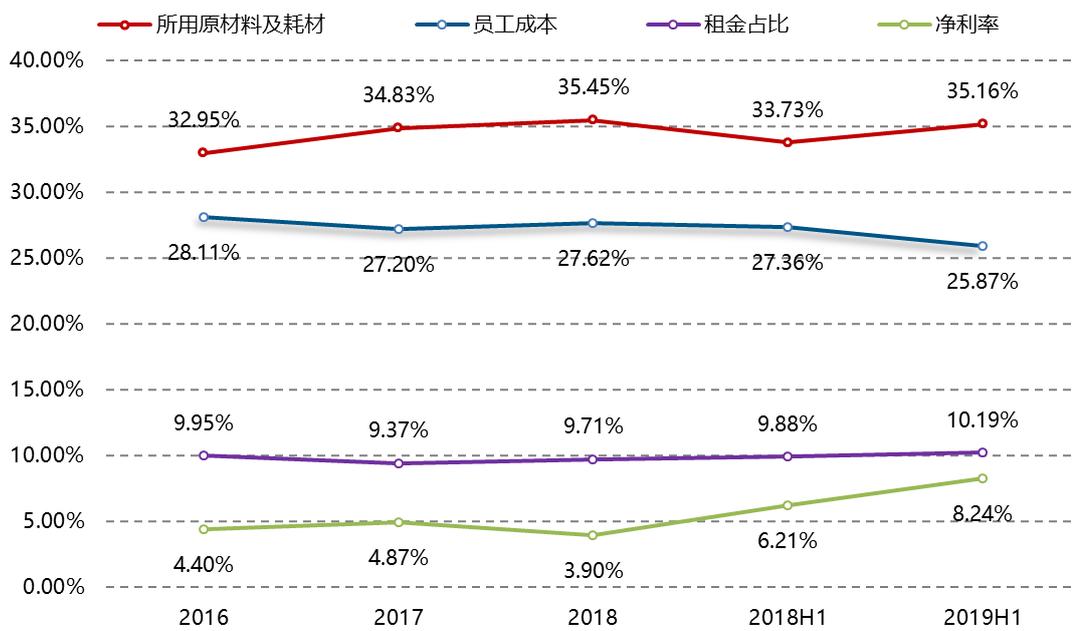
图表 13 当前各地区门店数量 (含华南区 41 家加盟店)



资料来源：公司招股书，华创证券

公司成本费用率方面，**原材料成本占比逐年上升**，主要受门店增加和原材料价格波动影响。**员工成本占比呈现下降趋势**，主要因为主力增量餐厅太二店内服务标准化程度高，员工与用户触点少，用餐流程自助化水平高，因此所需店内服务人员相对少。**租金成本占比缓慢上升**，主要因为太二餐厅多位于高线城市中心地段购物商场内有利位置，推高公司整体租金成本。商场租约一般为 5 年或者更长，通常包括两到三个月的免租期，方便场所进行室内设计和翻新。

图表 14 九毛九成本费用率及净利率变化



资料来源：公司招股书，华创证券

餐饮企业净利率主要受三大成本（食材 / 已售存货成本；人力；租金）和两小项成本（公共事业费；折摊）影响，因规模化连锁餐饮净利率通常在 10% 以内，因此成本项波动会导致净利率波动较大；一般而言，原材料占比可能会随着企业规模扩大、出现采购规模效应而得到控制，但整体受食材成本波动影响，变动较大；门店运营流程标准化和管理精细化可以控制人力成本，但近年内因用人成本普遍攀升，行业人力成本整体呈现上升趋势；租金成本跟地段和品牌力有关，核心商圈租金较高，品牌力提升可以增强公司议价能力。

- ✓ 原材料成本占比主要由主营产品类决定，受食材价格波动影响较大，海底捞主营火锅，呷哺呷哺主营火锅快餐，两者店内 SKU 都超过 100 个，供应链复杂；呷哺因客单价较低，原材料成本占比较高；海底捞在同类火锅餐饮里，客单价也挤出水分，原材料占比也相对较高。九毛九属于中式快餐，翠华，大家乐属于港式快餐，上游采购端相对简单因此原材料成本占比较低。
- ✓ 人力成本开支主要由店面模型决定；一般而言，因为种子员工培养周期原因，快速扩张往往带来服务人员数量的增加；人口红利基本结束，社保和公积金日趋完善，且餐饮企业对服务人员素质要求越来越高，共同推高薪资成本、培训费用以及激励支出，从而使人力成本占比提升。
- ✓ 租金成本开支，由于餐企逐渐依赖商业地产拓展，租金成本随核心商圈物业价值上升而提升；租金可控性较小，主要通过品牌力而获取议价能力，海底捞凭借强大的品牌力、为商圈引流能力获得租金折价，租金成本占比明显低于其他餐企。

图表 15 不同餐企 2018 年, 2019 上半年成本费用率及净利率比较

年份	原材料成本占比		人工成本占比		租金成本占比		净利率	
	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1
海底捞	40.87%	41.9%	29.60%	31.2%	4.00%	0.8%	9.7%	7.78%
呷哺呷哺	37.69%	36.7%	24.67%	26.5%	12.25%	4.7%	9.71%	6.0%
九毛九集团	35.45%	35.16%	27.62%	25.87%	9.71%	10.19%	3.90%	8.24%
翠华控股	27.84%	28.8%	32.21%	34.8%	17.57%	19.80%	0.26%	-5.36%
大家乐	27.80%	27.9%	31.78%	32.6%	12.09%	12.5%	6.97%	3.53%

资料来源: 各公司财报, 华创证券

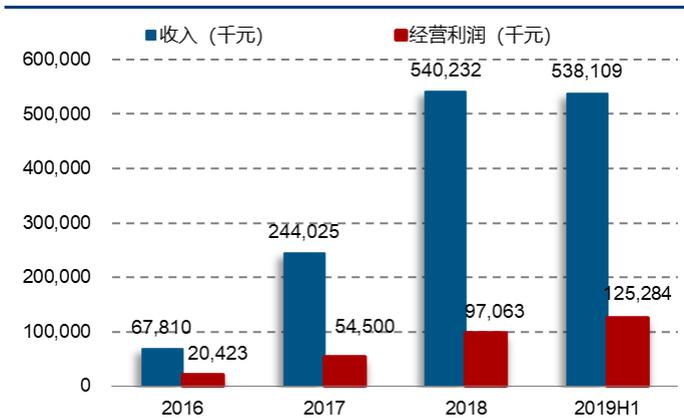
(注: 海底捞, 呷哺呷哺 2019 年上半年租金占比均按照新租赁会计准则调整)

(二) 太二酸菜鱼: 好品类 + 大单品 + 短菜单

太二主打老坛子酸菜鱼, 酸辣鲜辣口味本身成瘾性强, 受市场欢迎, 接受度高, 受众面广, 可以实现全国范围内规模扩张。我国酸菜鱼餐饮市场预期未来增长空间较大, 根据九毛九招股说明书披露, 2018 年中国酸菜鱼市场总收入 123 亿元, 占餐饮服务市场 0.3%, 2014-2018 年, 中国酸菜鱼市场年复合增长率为 32.3%, 2018-2024 年, 年复合增长率为 33.7%。

2016 年太二营收为 0.68 亿元, 2018 年营收增长至 5.40 亿元, 年复合增长率为 182.26%。2019 年上半年营收为 5.38 亿元, 同比增长 146.8%。2018 年太二营收在全国所有酸菜鱼餐企中排名第一, 市场占比为 4.4%。2016 年太二经营利润为 0.2 亿元, 2018 年经营利润增长至 0.97 亿元, 年复合增长率为 120%。2019 年上半年经营利润为 1.25 亿元, 同比增长 155.7%。

图表 16 太二历年营收及经营利润



资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 17 2014-2024 年中国酸菜鱼市场收入及同比

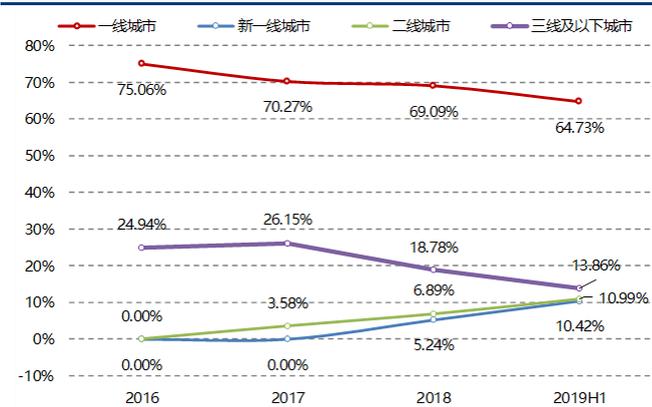


资料来源: 公司招股书, 华创证券

收入主要来自一线城市, 新一线及二线城市逐渐发力。2016 年太二在一线城市收入占比为 75%, 2019 年上半年降为 64.73%, 主要因为新一线及二线城市收入占比增长迅速 (2019H1 合计占比 21.41%)。

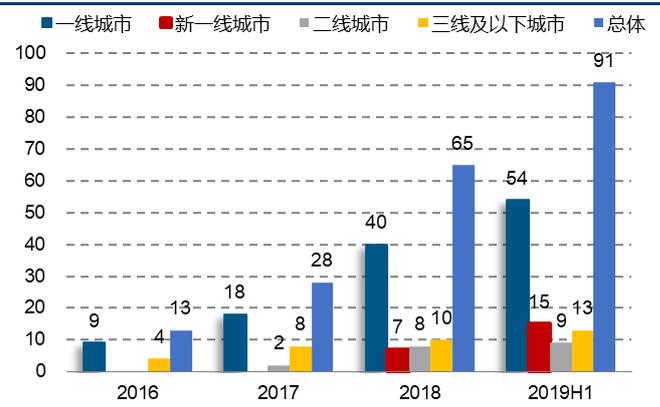
门店扩张迅猛, 聚焦一线新一线城市。2016 年, “网红店”太二共有 13 家门店, 截至 2019 年上半年太二共有 91 家门店, 目前主要分布在一线和新一线城市。2019 年上半年一线城市门店数量增长至 54 家 (2016 年为 9 家门店), 占比为 59.34%; 2018 年太二在新一线城市有 7 家门店, 2019 年上半年增长至 15 家。门店主要依托商业地产扩张, 多分布于核心商圈的购物中心里, 门店面积多为 200-300 平方米。

图表 18 太二各线城市收入占比



资料来源：公司招股书，华创证券

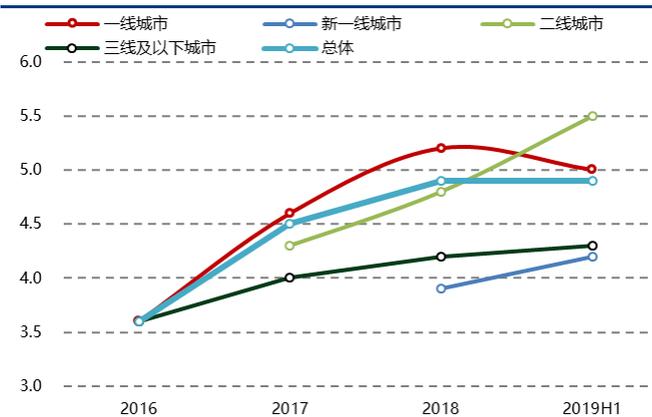
图表 19 太二各线城市门店数量



资料来源：公司招股书，华创证券

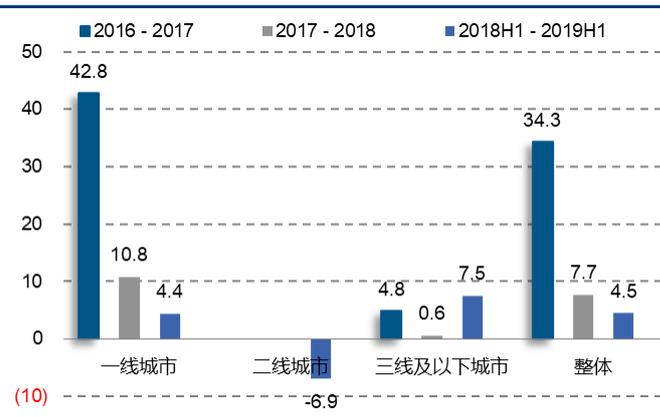
太二总体翻座率保持稳定高增长，一二线城市为主要增长引擎。太二总体翻座率由 2016 年的 3.6 上升到 2019 年上半年的 4.9，去年同期为 5.0。除新一线城市门店之外，其他各线城市门店 2017 年开始翻座率基本稳定在 4.0 以上，一线城市 2018 年之后翻座率稳定在 5.0 以上。同店销售增长逐渐稳定，2019 年 H1 总体同店销售增长率为 4.5%，一线城市同店销售增长率为 4.4%。

图表 20 太二总体及各线城市翻座率（倍）变化



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 21 太二同店销售增长率（%）



资料来源：公司招股书，华创证券

大单品+产品矩阵。太二主打老坛子酸菜鱼，标准温度湿度腌制酸菜，主张酸菜比鱼好吃，菜单结构以短菜单为主，店内基本为 23 个 SKU。主营酸菜鱼，只按大小分三种：1~2 人份、3~4 人份、土豪版，鱼的种类，大小，辣度都不可选择。除酸菜鱼之外，还有各种凉菜，小吃，小面可供选择。

短菜单，少 SKU，2-4 人轻社交属性提升翻座率。公司建立起高度标准化且易复制推广的业务模式，有限的店内 SKU 简化上游采购流程和物流体系，所有采购订单由专门采购团队集中采购，形成规模效应，成本端获益，同时降低食材价格波动带来的负面影响。店内设有几项特殊规定，超过 4 人就餐不接待；只做堂食，不做外卖，不可打包；限制每桌用餐人数，弱化餐饮社交属性、降低用餐时间，提升翻座率。仅限堂食的规定提升顾客体验，酸菜鱼做好后即食口感更佳，外卖订单影响堂食顾客体验，且无法当即食用会影响酸菜鱼口感。

图表 22 太二酸菜鱼菜单和“奇葩”店规

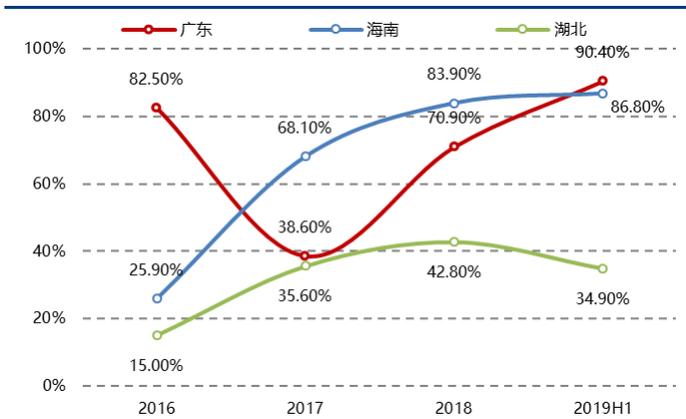


资料来源：大众点评

鱼类本身供应链稳定，可保证长期高品质原料供应。据招股说明书披露，九毛九集团最大供应商为水产供应商，合作将近三年，且采购比例逐年上升，2019 年上半年该供应商采购量占总采购量比例为 10.8%。为降低鲈鱼价格波动导致的风险，太二与供应商订立协议，年初开始一年之内采购价格不变。原材料方面选择高品质鲈鱼，从广东佛山指定供应商处购买，每天运送新鲜鲈鱼到门店，由餐厅员工进行质量检查程序。为了保障酸菜品质，太二成立了大型芥菜种植基地，用山泉水种植，选择杆肥叶少的芥菜进行腌制，模仿重庆地窖，自建酸菜工厂，坚持传统手工腌制，并严格控制温度湿度。

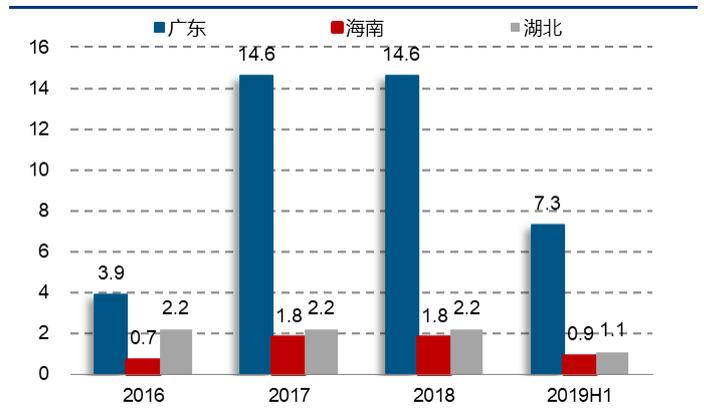
中央厨房提高运营流程标准化，简化店内厨房备餐流程，支持门店扩张。自建中央厨房，分别位于广东、海南、湖北，2019 年上半年产能合计 930 万吨。餐厅扩张使自有中央厨房的利用率逐年上升，广东和海南中央厨房利用率较高，2019 年上半年分别达到 90.40% 和 86.80%。湖北产能仍有上升空间（2019H1 利用率为 34.9%）。公司采用标准化流程完成半成品食材加工，确保食品口味统一，使用第三方供应链租用供应中心，及时配送食材。中央厨房稳定食品供应，向店内厨房输出标准化半成品加快出餐速度，提升翻台率，保证产品质量稳定和提高运营效率。

图表 23 九毛九自有中央厨房利用率



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 24 九毛九自有中央厨房产能（百万吨）



资料来源：公司招股书，华创证券

门店风格偏年轻化，装修时尚简洁，黑白版画和奇葩文案吸睛，具有辨识性和记忆性，符合当下年轻人审美。太二

在店内采用数字化系统简化流程，店内员工与顾客触点少且保证用餐体验，点单流程高效便捷，在线订座、点单、制作饮料、加菜、结账都可以自助完成，提高服务标准化程度，降低店内人力成本。

（三）太二和九毛九一线城市单店模型，投资回收期测算

太二扩张迅速，对主要食材鲈鱼需求量大，受鲈鱼价格波动影响，原材料成本占比高于九毛九西北菜；店内员工与顾客触点少，服务精简标准化程度高，因此人力成本占比低；太二其他租金及相关开支占比更高，多占据高线城市核心商圈，采取浮动租金协议，根据浮动租金协议，业务表现改善会导致有关的浮动租金付款增加。据九毛九招股说明书披露，2019年上半年太二新店平均投资成本为230万元，现金投资回收期约为7-8个月（现金投资回收期是累计纯利加不包含使用权资产折旧在内的折旧、摊销，与开设成本相比达到平衡的所需的时间）

图表 25 九毛九西北菜和太二一线城市 2019 年 H1 单店模型测算

	九毛九西北菜		太二	
单店面积	250-400 平方米		200-300 平方米	
年坪效（万/平方米）	3.05		5.15	
同店增长	2.2%		4.4%	
翻座率（倍）	2.5		5	
每日平均顾客数量	522		508	
顾客人均消费（元）	57		77	
损益表（千元）				
营业收入	5,345	100.00%	6,440	100.00%
营业成本	4,308	80.60%	4,997	77.60%
所用原材料及耗材	1,871	35.00%	2,267	35.20%
员工成本	1,395	26.10%	1,610	25.00%
使用权资产折旧	454	8.50%	515	8.00%
其他租金及相关开支	80	1.50%	109	1.70%
折旧及摊销	219	4.10%	245	3.80%
水电开支	224	4.20%	251	3.90%
外卖服务费	64	1.20%		
经营利润	1,037	19.4%	1,442	22.4%

资料来源：公司招股书，华创证券测算

二、我国餐饮市场发展趋势

(一) 我国餐饮市场空间广阔，行业集中度低，餐饮企业存活率低，迭代速度快

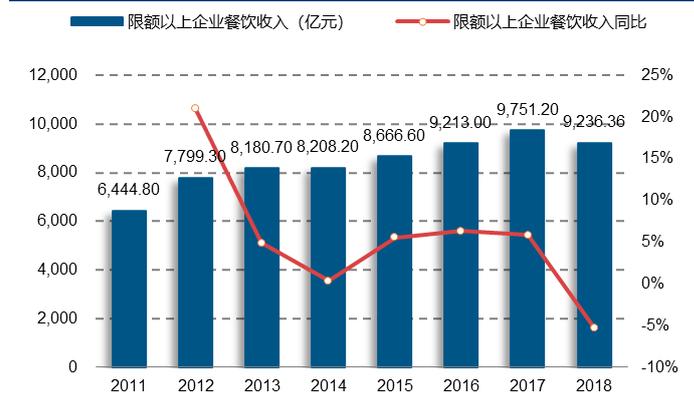
餐饮市场空间广阔，品类分散，行业集中度低。中国餐饮行业历史悠久，行业发展前景广阔，市场空间巨大，根据国家统计局，2018 年我国餐饮行业收入突破 4 万亿大关，达到 42716 亿元，同比增长 7.75%。餐饮市场收入增量主要由大众餐饮贡献。2018 年限额以上单位餐饮收入 9236 亿元，同比下降 5.28%。预期未来餐饮市场收入平稳持续增长。2014-2018 年，餐饮业年复合增长率为 10.2%，2018-2024 年预计为 9%。

图表 26 2014-2024 年中国餐饮市场收入及同比



资料来源：公司招股书，华创证券

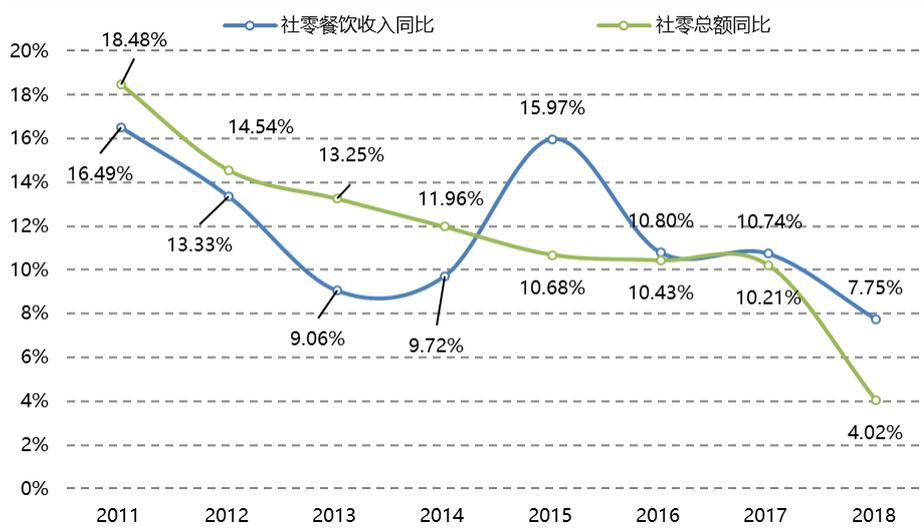
图表 27 2011-2018 年限额以上企业餐饮收入及同比



资料来源：wind，华创证券

餐饮占社零总额比例持续增长，稳定拉动内需。全国餐饮收入占社零总额比重稳定上升，2017 年为 10.8%，2018 年增长至 11.2%。社零餐饮收入同比增速在 2015 年之后持续高于社零总额同比，2018 年餐饮市场增速领先于社零总额增幅 3.73%。

图表 28 2011-2018 年社零餐饮收入同比和社零总额同比



资料来源：wind，华创证券

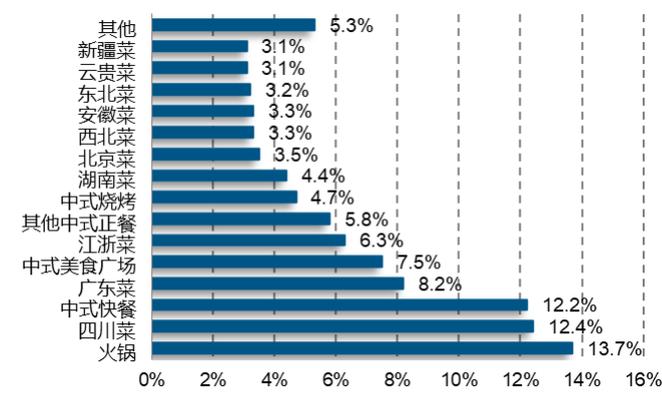
中餐集中度低，品类分散，难以连锁化。我国餐饮行业菜系多样化，口味纷繁，消费者忠诚度低，行业入门门槛低，市场竞争激烈、流行口味迭代较快。传统中餐对厨师水平依赖性强，门店难以复制推广并形成规模优势。企业经营管理方面，标准化难导致规模效应弱，中餐属于劳动密集型产业，行业附加值低，人员管理难度大，人才流失率高；

合规企业净利润较薄，受三高（房租，人力，原材料）及其他费用影响而波动大。

根据《中国餐饮报告 2019》，中国餐饮当前连锁化率为 5%，美国餐饮协会公布的 2018 年美国餐饮连锁化率是 30%，是中国连锁化率的 6 倍，中国未来餐饮企业连锁化成长空间巨大。

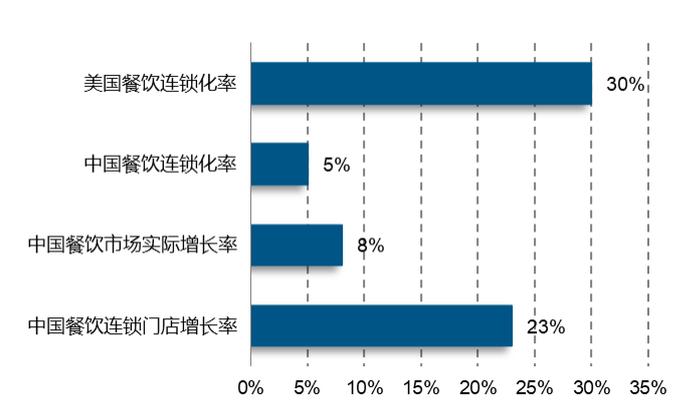
相比之下，火锅派系和快餐类对厨师水平依赖低，容易标准化，且社交属性较强，市场接受度高。根据弗若斯特沙利文统计，2017 年我国餐饮行业市场数据中，火锅市占率最高，为 13.7%，其次是川菜，市占率为 12.4%，中式快餐位列第三，市占率为 12.2%。火锅，川菜，都具有市场接受度高，普适性强，易成瘾，味觉记忆弱（不易腻味），复购高，口味容易通过底料或者复合调味料统一、市场推广教育基本完成等特点，适合大范围推广复制。

图表 29 餐饮市场各菜系市占率（2017 年）



资料来源：海底捞招股书，华创证券

图表 30 中国餐饮市场连锁化率



资料来源：美团点评，华创证券

餐饮企业迭代速度快，市场占有率普遍低。美团点评数据显示，2018 年餐饮行业闭店率高达 70%，餐厅平均寿命仅为 508 天。餐饮行业同业竞争压力大，产品竞争壁垒低，同质化严重。跨区域扩张难度较大，餐饮市场往往充分竞争，市场区域性强，特定区域内通常已有市占率较高，知名度较好的餐企，因此品牌对跨区域扩张支撑弱。

（二）餐饮行业变化趋势及影响因素

餐饮行业易受政策变动影响，2012 年以前，我国餐饮行业呈现哑铃型结构，市场中主要是价格奇高的高端餐饮和刚需型低端餐饮，2012 年 12 月中央八项规定出台之后，餐饮业由两头大（高档、路边小店）的哑铃型结构转变为纺锤形结构（大众休闲餐厅为主），大众餐饮开始崛起，低端餐饮升级，高端餐饮开始下沉，大品牌开始发力建设小店。2014 年，习近平总书记提出“三个转变”，“中国产品向中国品牌转变”，餐企品牌化意识不断加强，开始着力打造品牌。

需求端消费升级趋势显现，90 后成为新消费引擎。美团点评数据显示，2018 年线上餐饮“90 后”消费者占比超过 50%，20-35 岁消费者贡献 71% 餐饮消费额，80、90 后群体占全国总人口比例近 1/3，是休闲餐饮的主要消费人群，消费频次高。顾客对餐饮的需求已不仅仅局限于安全放心的好饭，而升级为追求好的产品，高性价比，舒适的环境，个性化体验，甚至美好的情感传递。同时，随着生活节奏加快和生活习惯改变，人们更加倾向于选择产品标准化，体验可控，品质有保障的连锁品牌店。

供给端要求效率提升，餐企标准化程度提高，落地速度加快。随着原材料成本，人力成本和地租上涨，餐饮企业普遍面临成本上行压力，加之竞争加剧，因此更加要求餐饮企业改变旧有经营方式（员工数量多，店铺面积大，高耗能粗放式发展），规模化标准化发展，管理体系规范化，在有限的营业面积中提高人效和坪效，服务，环境，口碑等多维度全面发展。

对购物中心业态依赖程度上升，导致容易随着“网红”聚客能力双击（引流能力获得更低租金，翻台提升摊薄固定成

本，盈利能力提升），也容易随着品牌 flop 而双杀。随着城市化程度提高，购物中心成为主流消费群体（年轻人为主）生活社交购物休闲的区域，商业体成为人流聚集的中心。好的餐饮品牌在购物中心业态中比较被看好，因为有导流能力，且商业地产综合管理措施完善，餐厅开设和运营程序规范，地段优势更强，商业地产会持续选择客流最好的品牌。在价位、地理位置成为刚性前提下，环境，口味和服务相对标准化的连锁店更容易存活。但是随着购物中心数量上升，密度增加，竞争加剧，聚流效果会被减弱。购物中心中餐饮业态的占比从过去的 20% 左右逐年上升，据《中国餐饮报告 2019》披露，上海市商场中 40% 为餐饮，8%-10% 为茶饮，沙拉等轻食餐饮。2010 年，中国零售商业购物中心数量为 585 家，面积为 5348 万平方米；2018 年上升为 3779 家、面积为 35369 万平方米，年复合增长率分别为 26%、27%，预计 2018 年-2020 年年复合增长率均为 17%。

图表 31 中国零售商业购物中心体量及同比



资料来源: wind, 华创证券

图表 32 中国零售商业购物中心数量及同比



资料来源: wind, 华创证券

2014 年之后，品类分化，品牌崛起，品类开始出现细分趋势，餐企开始发力细分赛道，在品类里打造品牌。在小吃类中，各种地方特色小吃逐渐产生品牌，在火锅类中，细分出毛肚火锅，鱼火锅，猪肚鸡火锅等：

- **小吃品牌化**，小吃类行业进入门槛低，刚需特征明显，消费频次高，市场接受度高。原本分布于夫妻老婆店中的特色小吃开始通过升级形象提升调性获得溢价，提升客单价，以高度标准化，连锁化模式扩张，如西贝莜面村孵化的超级肉夹馍。
- **正餐小吃化**，原本高大上正餐通过减流程，减包装，减服务，减门店面积，提升性价比切入外卖 1-2 人食市场，客单价多分布在 30-50 元之间。2018 年，小吃快餐占据外卖市场 46% 的份额。小吃客单价逐渐提升，31-45 元是小吃快餐人均消费占比上升最快的区间，由 2017 年的 7.0% 上升到 2018 年的 8.1%。正餐降维的代表包括鲍鱼捞饭和酸菜鱼米饭。（如鱼你在一起）

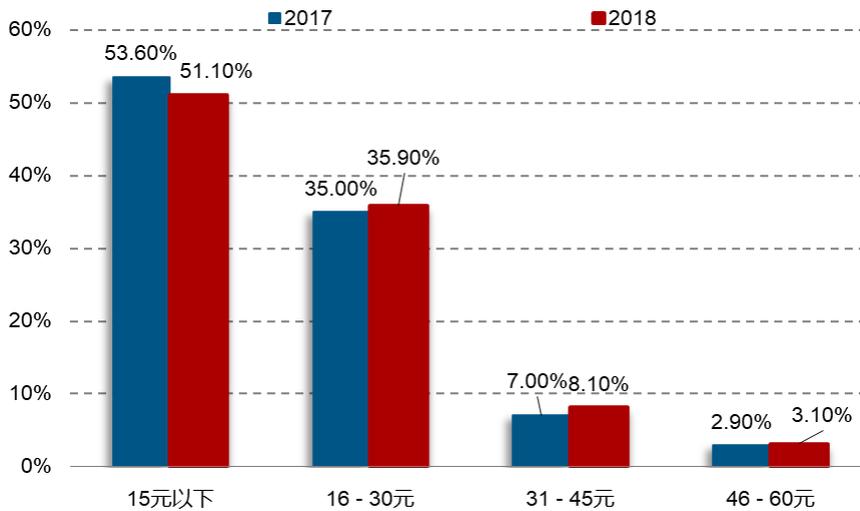
图表 33 购物中心部分快餐/小吃类品牌

品类	品牌	LOGO	平均客单价 (元)
酸菜鱼/酸汤鱼	鱼你在一起		30 - 40
	渝是乎酸菜小鱼		30 - 50

品类	品牌	LOGO	平均客单价 (元)
	鱼你说酸菜鱼米饭		30 - 50
	酸小七酸汤鱼		30 - 40
	鱼粉王现熬鱼汤		40 - 50
快餐	红唇串串香		30 - 50
	和府捞面		30 - 50
	喜家德虾仁水饺		30 - 50
	Vilan PHO 越南汤粉		30 - 50
小吃	掌上韩品		20 - 40

资料来源：大众点评，华创证券

图表 34 全国小吃快餐门店人均消费价位占比



资料来源：美团点评《中国餐饮报告 2019》，华创证券

- **餐饮零售化：餐饮业零售化趋势显现，复合业态赋能传统餐食品类。**随着餐饮产品标准化程度提高，餐饮食品开始具备零售属性。餐饮零售化趋势包括产品高度标准化，以升级顾客体验为核心，借助数字化运营体系提升运营效率。利用零售 + 餐饮 + N（休闲，娱乐）的复合业态，拓宽销售渠道，形成**堂食 + 外卖 + 包装食品**模式，除堂食之外的其他形式充分赋能时间和空间，突破服务人数上限和消费场景限制，升级店内坪效和人效。

图表 35 部分餐饮企业零售化业务梳理

品牌	零售业务
盒马鲜生	餐饮 + 超市
霸蛮（伏牛堂）	速食牛肉粉，下饭菜，零食等（门店收入占比 20%，其他营收占比 80%）
海底捞	火锅底料，蘸料，自热速食，拌饭酱，零食等；TO B 端桶装底料
呷哺呷哺	火锅底料，各种蘸料，火锅调味料，调味酱等
太二酸菜鱼	花茶，大米等
西贝莜面村	手工挂面，零食礼包，冷冻生肉，羊蝎子火锅调料包，粗粮小吃，五谷杂粮等
遇见小面	香辣牛肉酱，拌饭酱，零食，速食小面等
全聚德	真空熟食烤鸭，传统糕点（绿豆糕，凤梨酥），卤味零食等

资料来源：各公司官网，华创证券整理

- **大集团有投资/孵化小吃快简餐的趋势。**大型餐饮集团，如海底捞，呷哺呷哺，九毛九都有发展多品牌，多品类收割市场趋势，一般通过内部孵化或者外部收购，发展长尾化餐厅或者拓展外延，推出个性化特色菜。海底捞收购了 U 鼎冒菜和汉舍；呷哺呷哺推出凑凑，茶米茶和 in 呷哺，利用“火锅 + 新茶饮”模式弥补了下午茶时期的营收空缺，延长了营业时间；九毛九投资了遇见小面，疆二代和不怕虎牛腩；内部孵化了 2 颗鸡蛋煎饼，“怂”现煮串串。多品牌可以形成规模效应，赋能上游供应链，提升议价能力。

三、网红店：特征与持续性

（一）好品类：第一决定要素

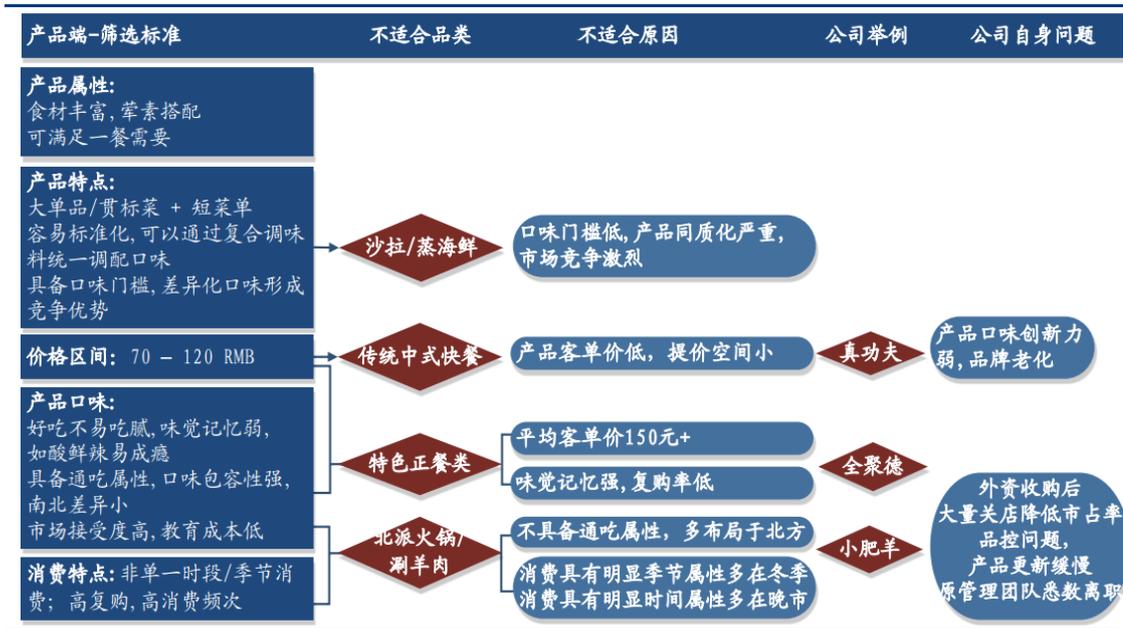
中餐细分品类中仍有市场空间，未来好的细分品类中有可能诞生大品牌。目前我国餐饮市场品类集中度不高，规模占比超过1%的品类只有18个。火锅品类在目前的餐饮品类中集中度最高，且随着供应链不断完善和企业管理体系的升级，品牌化，规模化程度提升，诞生了如海底捞，呷哺呷哺等上市公司。

我们认为，不依赖大厨、容易标准化的品类是餐企规模扩张的前提，也是可复制的网红店的前提，能够契合/刺激需求端的产品是发展的基础，供应链强大的品类中更易诞生大单品和好品牌，产品需要具备高品质食材和好口味的特征，符合当下健康饮食趋势。

随着餐饮行业各品类竞争加剧，购物中心加速洗牌现有餐饮业态，性价比高，标准化程度高的休闲餐饮品类将更适合依托购物中心发展，我们提出以下几项筛选标准：

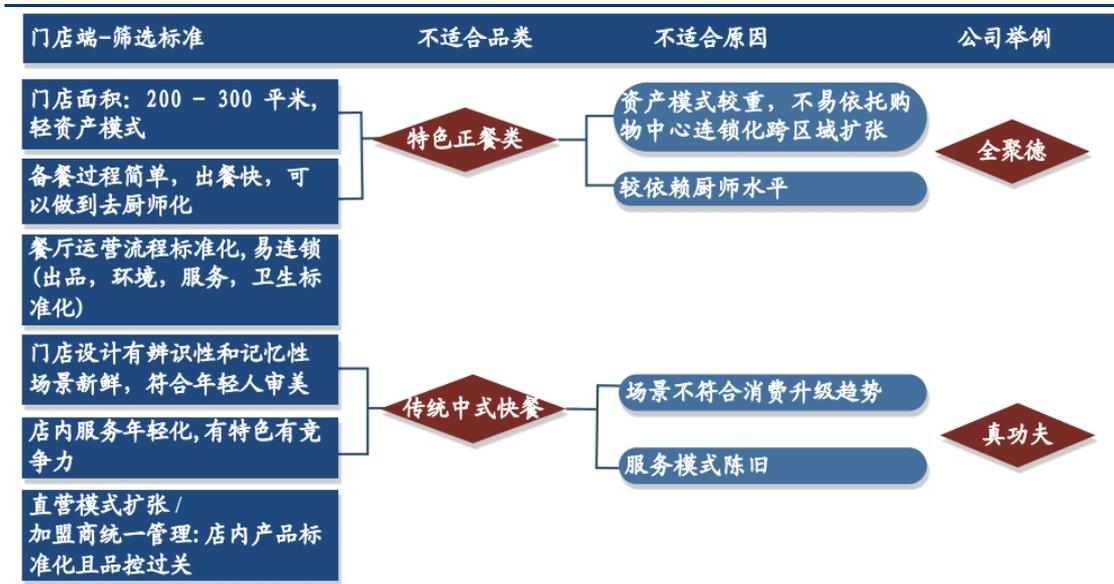
- **产品端：以大单品 + 短菜单为特色**，围绕大单品形成产品矩阵，产品食材搭配丰富足以满足一餐需要。产品口味味觉记忆弱且具有一定成瘾性，口味存在差异性和难模仿性，容易形成高顾客粘性和高复购率，比如串串和火锅的锅底口味各家不同，酸菜鱼中酸菜口味会因为发酵技艺不同而有差异。食品品控对网红店很重要，老牌网红店黄记煌，很高兴遇见你，一笼小确幸等都因曝光出食品安全问题而关门；味千中国因“骨汤门”事件营收转弱。口味好，性价比高的产品更适合依托购物中心发展，赵小姐不等位，雕爷牛腩因为菜品口味差，性价比低而逐渐走向没落；盲目扩张，忽视加盟商管理可能会导致品牌力受损，黄记煌从2012年开始以每年120家新店的速度疯狂扩张，随后曝光出食品安全问题。
- **大爆品/标品/贯标菜通过复合调味料统一制作，备料，操作简单；去厨师化使得人力成本可控、后厨面积可控、口味一致性得到保障，是餐饮复制的重中之重。**
- **门店端：好产品依托前端门店和服务输出**，门店需要适合依托购物中心连锁化和轻资产化发展，以大单品，短菜单为特色的门店，消费目的性强，顾客决策成本低，加之出餐速度快，对厨师水平依赖程度低，整体翻台率高。
- **标准化门店运营流程和相对与顾客触点少的服务模式可以降低人力成本和提高店内效率。**
- **供应链端：主要食材成本可控且可获得性高**，可保证长期内稳定供应，季节消费属性弱；食材易通过中央厨房处理加工为半成品输送到门店。

图表 36 从产品端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类



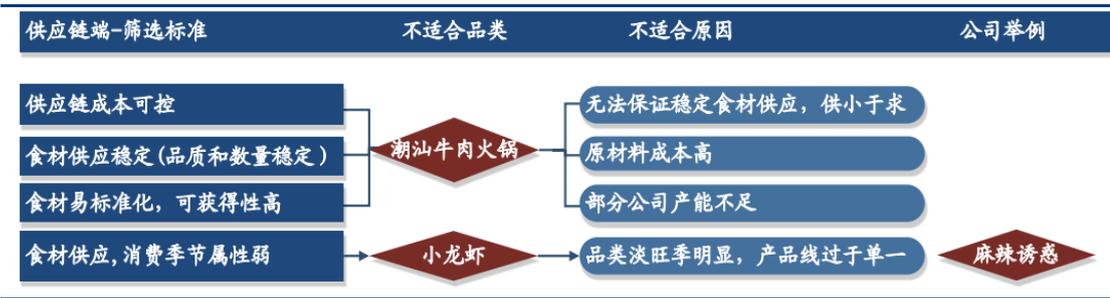
资料来源: 华创证券整理

图表 37 从门店端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类



资料来源: 华创证券整理

图表 38 从供应链端选择适合依托购物中心发展的休闲餐饮品类



资料来源: 华创证券整理

图表 39 未来有发展前景的好品类

品类	推荐理由	推荐理由	推荐理由	推荐理由
川渝火锅	口味麻辣,清淡皆有,肉菜兼具,营养均衡,麻辣口味具有成瘾性	标准化程度高,生产加工环节少,技术门槛低,容易大规模复制推广	按照标准流程操作可以产出品质稳定的产品,底料和调料可以统一配置。菜品准备过程简单,出餐快	高翻台,高坪效(中式正餐翻台率平均1.5-2.5,普通火锅店3-5)
粤系火锅: 猪肚鸡火锅/ 椰子鸡火锅	口味清淡,符合当下健康养生趋势	食材具有广谱性	属于火锅品类,标准化程度高,统一配料可以做到去厨师化	猪肉,鸡肉可以保证稳定供应,原料分布广泛,价格低
酸菜鱼	食材健康,口味麻辣鲜香容易上瘾,市场接受度高	标准化程度高,料包可以统一配置,出餐速度快	酸菜属于发酵类,口味容易产生差异化	鱼类属于稳定供应食材,货源充足
冷锅串串	麻辣口味接受度高,易上瘾,自带火锅属性,性价比高,人均在60-90元之间	通过复合调味料调制锅底,操作流程容易标准化,去厨师化	单串毛利高,获利空间大	不需顾客自己动手煮菜,翻台率高
麻辣香锅	麻辣口味市场接受度高,食材荤素搭配,可满足一餐需要	备餐过程简单,通过复合调味料包调味,可以做到去厨师化	食材简单,高毛利	

资料来源: 华创证券整理

(二) 什么样的网红店可以脱颖而出

网红餐饮店在诞生之初,往往依托长板策略,借助网络病毒式传播或者吸睛的营销手法推出爆款单品,短时间内提升热度,得到市场关注,但是随着热度逐渐降低,消费者回归理性,以及爆款单品被大量模仿复制,原有品牌力被稀释。网红店发展开始依赖于企业垂直供应链整合能力和门店管理能力。

存在发展潜力和投资价值的网红店会选择易标准化,口味接受度高,有市场需求的好品类,依托前端门店管理体系,不断完善供应链建设,同时在区域内配置充足产能,合理分配企业资源,输出产品。利用标准化单品赋能品牌,加强产品创新保持热度,提升品牌价值和竞争力。

我们认为，有潜力的网红店需要具备以下特质：

- **短期来看：**大单品需具备成为国民菜潜质，货源稳定毛利高；产品性价比高；且公司产能充足；渠道力完善；场景年轻化赋能品牌。
- **长期来看：**产品矩阵丰富；新品研发能力强，不断创新产品口味；深耕上游供应链，具备强供应链整合能力，稳定供应高品质食材；标准化大规模扩张形成规模优势，降低成本费用率，形成品牌力。产能建设充足，中央厨房及物流体系足以支撑区域内门店运营。

我们认为九毛九公司布局合理，所处中式快时尚餐饮行业兼具正餐（客单价适中，消费场景升级）和快餐（易标准化，连锁化扩张）特点，预期未来市场增长空间广阔，行业前景好。公司以多品牌覆盖多品类，模式高度标准化且易复制，经营范围包括西北菜，酸菜鱼，小吃（煎饼），冷锅串串，粤菜。除小吃品类外，其他品牌均采用直营模式保证产品质量。限制各品牌店内 SKU，短菜单模式降低采购成本和供应链体系复杂程度。公司目前产能建设充足，中央厨房模式提升效率，降低门店后厨面积，加快备餐速度。

我们看好太二酸菜鱼作为酸菜鱼餐饮龙头的进一步扩张，太二目前布局于一个好品类上，且随着门店扩张和良好口碑逐渐形成品牌，符合有发展潜力的网红店特质，整体风格偏年轻化，门店面积适中，适合依托购物中心扩张。酸菜鱼本身属于成本可控且有发展前景的好品类，符合当下健康饮食趋势，食材供应稳定，口味接受度高且因酸菜发酵技术的不同容易形成差异化口味；门店端能够通过中央厨房统一配料实现标准化，去厨师化，适合连锁化大规模扩张。

四、风险提示：门店扩张不及预期，同店增长不及预期，食品安全问题，市场竞争加剧

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500