

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

九毛九 (9922 HK)

太二门店数量扩张空间广阔；首次覆盖并给予买入评级

- 太二店未来5年有望从目前少于400家店扩张到约1000家店
- 广东以外地区的门店密度较低可以对翻座率形成支持
- 充足的现金有助于熬过疫情。首次覆盖给予买入评级，目标价21.1港元

太二门店数量扩张空间广阔

今年迄今为止，九毛九的股价上涨了33%，表现优于同行，因为投资者更多的关注太二在全国范围的扩张，以及其相对于同行而言较低的经营杠杆。太二是顶尖的酸菜鱼连锁企业，截至22年上半年，其门店少于400家。大部分的太二店都在广东和华东地区。我们相信，由于酸菜鱼在全国范围都很受欢迎，太二可以在全国扩张。我们算出太二目前在购物中心的渗透率只有约6%，对比海底捞的渗透率为22%。太二的均价低于海底捞，然而海底捞在二、三线城市的渗透率却更高，这意味着更高的开店空间。根据保守的测算，太二的理论上限在中期约为1200家门店。

太二门店数量扩张推动整体业绩增长

由于太二门店的快速扩张，太二成为了盈利的主要来源，在21财年占总营收/总门店营业利润的78%/89%。展望未来，我们预计，在21-24财年，太二的营收复合年增长率将达到40.7%，也将推动总营收达到41.4%的复合年增长率。我们预计，太二的门店网络将从21财年的350家扩大到24财年的800家。我们预计，九毛九(中国西北菜连锁品牌)的餐厅将随着菜单和店面的重新设计而逐渐提升，并在21-24财年达到9.4%的复合年增长率。我们预计，九毛九孵化的新品牌(包括怱重庆火锅厂、赖美丽烤鱼)会逐渐取得成果，怱重庆火锅厂的高人气和快速扩张就是证明。我们预计，新餐厅的营收贡献将从21财年的3%增加到24财年的15%。如果九毛九集团能够在其他餐饮品牌上复制太二的成功，其估值有望进一步提升。

首次覆盖，给予买入评级，目标价21.1港元

考虑到太二在年轻人中很受欢迎，以及在全国购物中心的渗透率依然偏低(约6%)，我们首次覆盖并给予买入评级，目标价21.1港元，上升空间16.2%。目标价是基于目标市盈率的43.5倍(介于九毛九历史平均值和历史平均值减1个标准差之间，且低于海底捞的历史平均，以反映新冠疫情的不确定性)，对应12个月前瞻每股盈利人民币0.42元。如果九毛九餐厅的改善快于预期，以及新品牌(如怱重庆火锅厂)的孵化成功，都是额外的利好。**主要催化剂：**翻座率高于预期；减少每间餐厅的员工人数；太二扩张快于预期。**主要风险：**严格的新冠封控政策；消费信心转差。

盈利预测及估值

截至12月31日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2,799	4,244	5,082	8,500	11,986
同比增长	3.7%	51.6%	19.7%	67.3%	41.0%
可归属净利润	124	340	295	749	1,106
经调整每股盈利(人民币元)	0.09	0.23	0.20	0.52	0.76
同比增长	-43.8%	155.6%	-11.8%	154.1%	47.6%
市盈率(x)	173.5x	67.9x	77.0x	30.3x	20.5x
ROE	7.9%	11.1%	9.2%	20.5%	24.8%
净负债(现金)/股东权益	-58.8%	-42.8%	-50.5%	-63.3%	-80.2%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2022年7月25日

王钊熠 黄建文
+852 3189 6711 +852 3189 6357
bryanwang@cmschina.com.hk johnnywong@cmschina.com.hk

首次覆盖

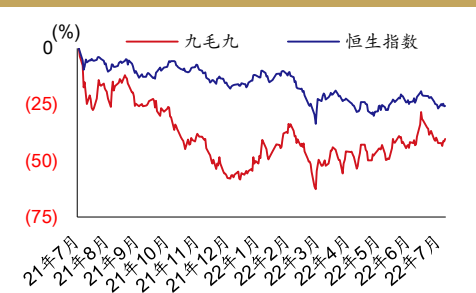
太二门店扩张空间广阔。首次覆盖给予买入评级，目标价21.1港元

买入

股价 18.2港元

12个月目标价 21.1港元 (+16.2%)
(上涨/下跌空间)

股价表现



数据来源：彭博；股价截至2022年7月25日

%	1m	6m	12m
9922 HK	(2.7)	7.2	(38.7)
恒生指数	(5.3)	(15.2)	(24.7)

行业：消费

恒生指数 (2022/7/22)	20,563
国企指数 (2022/7/22)	7,077

重要数据

52周股价区间(港元)	10.82 - 29.9
市值(百万港元)	26,402
日均成交量(百万股)	7.00
每股净资产(人民币)	2.33

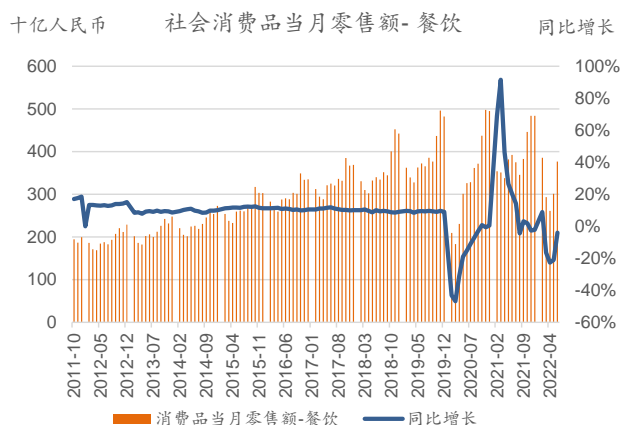
主要股东

管毅宏	40.65%
MX J LIMITED	4.98%
其他	8.18%
总股数(百万股)	1,453
自由流通量	46.19%

资料来源：彭博

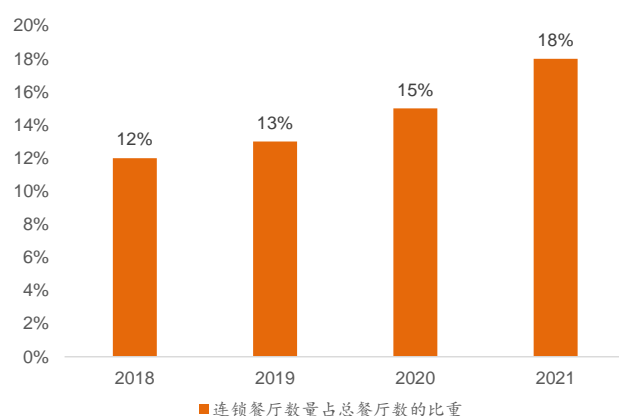
核心图表:

图表1: 2022年6月中国月度餐饮零售额同比降幅收窄至4.0%



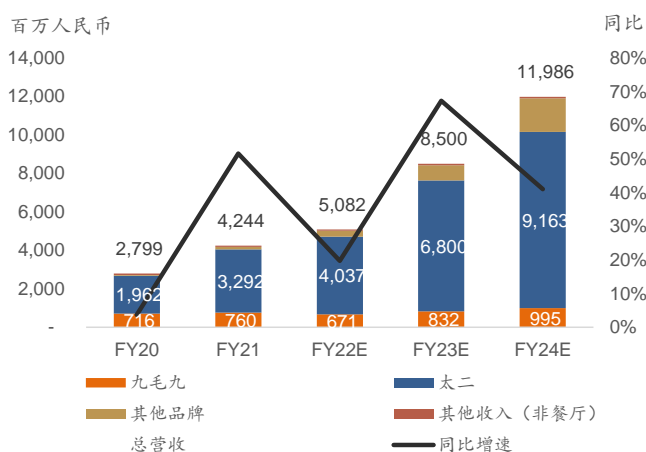
资料来源: 国家统计局, 招证(香港)

图表2: 疫情期间, 中国连锁餐厅(按门店数量计)的市场份额扩大



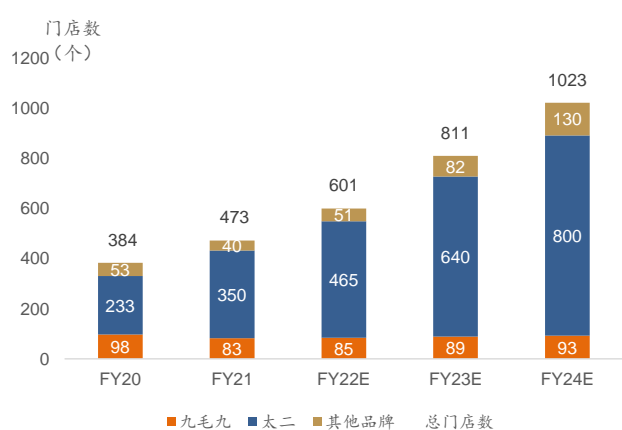
资料来源: 欧睿, 招证(香港) 预测

图表3: 九毛九按品牌划分的收入预测



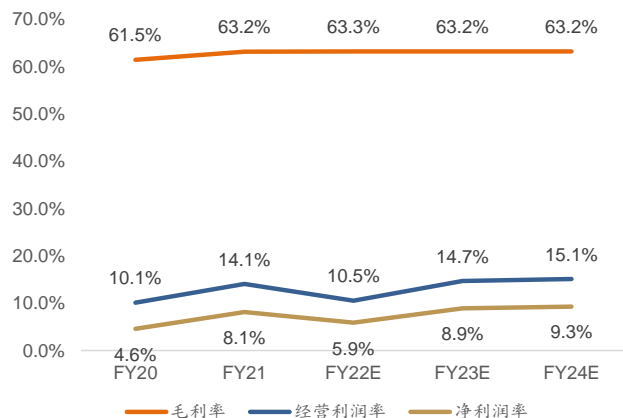
资料来源: 公司数据, 招证(香港) 预测

图表4: 九毛九的门店网络扩张



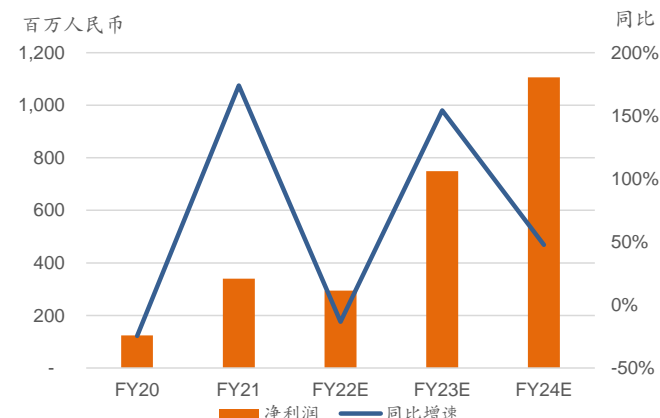
资料来源: 公司数据, 招证(香港) 预测

图表5: 九毛九的利润率预测



资料来源: 公司数据, 招证(香港) 预测

图表6: 九毛九的净利润预测



资料来源: 公司数据, 招证(香港) 预测

公司概述

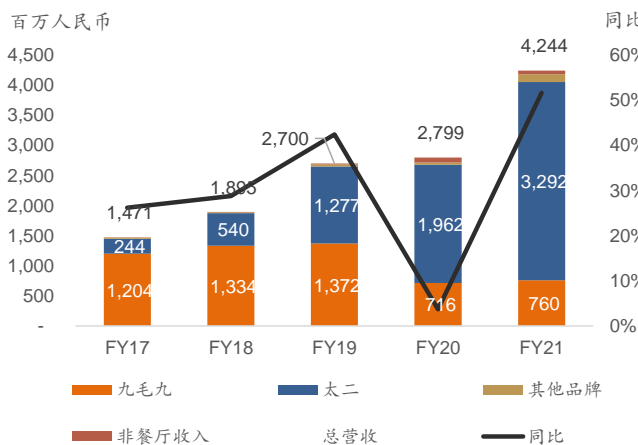
九毛九是中国领先的多品牌连锁餐饮公司，截至21财年共有468家门店。它在中国经营着多个品牌，包括“太二”（酸菜鱼）、“九毛九”（西北菜）、“怂”（火锅）、“那末大叔是大厨”（高端粤菜）和“赖美丽”（烤鱼）。从19财年开始，太二取代九毛九，成为营收和利润增长的绝对驱动力。截至21财年，太二占营收的78%，经营利润总额的89%。截至21财年，太二拥有350家门店，在九毛九集团旗下的子品牌中最多。在17-21财年，太二门店数量以88%的复合年增长率增长，推动九毛九的盈利增长。

图表7: 九毛九餐厅品牌组合总结

品牌	太二	九毛九	2颗鸡蛋煎饼	怂	那末大叔是大厨	赖美丽烤鱼
主菜	酸菜鱼	西北菜	煎饼	重庆火锅	高档粤菜	烤鱼
品牌定位	高质量、中端酸菜鱼	大众市场，品质卫生且有保障	干净、方便、快捷	火锅	高端粤菜	好吃、可靠、卫生的烤鱼
目标消费者	年轻人	家人和团体	年轻人	年轻人	中高端消费者	年轻人
人均消费(人民币)	90-100	50-70	20-30	150	145-155	90-100
餐厅平均面积 (m ²)	250	250-400	10-40	150	300-500	250-400
21财年的餐厅数量	350	83	25	9	1	2
发展历史	2015年成立。已经成为酸菜鱼界顶流	1995年于海南成立	2017年成立。2018年下半年开放加盟	2020年成立	2019年成立	2021年成立

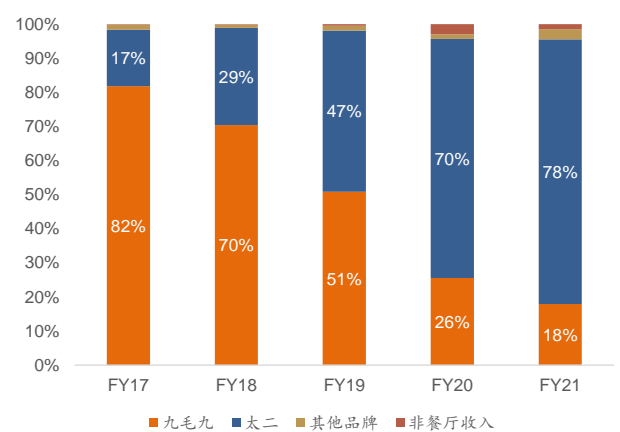
资料来源: 公司数据、招证(香港)

图表8: 按品牌拆分的收入



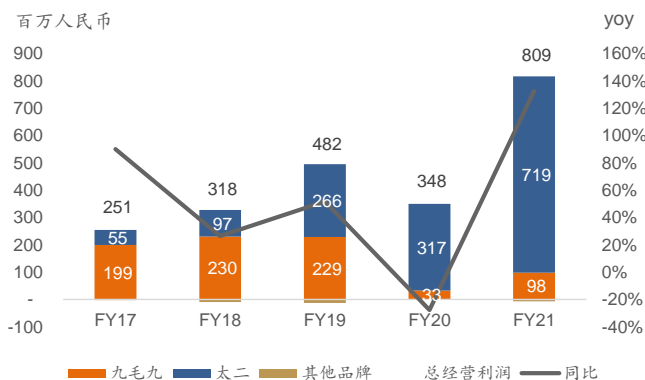
资料来源: 公司报告, 招证(香港) 测算

图表9: 各品牌的收入贡献



资料来源: 公司报告, 招证(香港) 测算

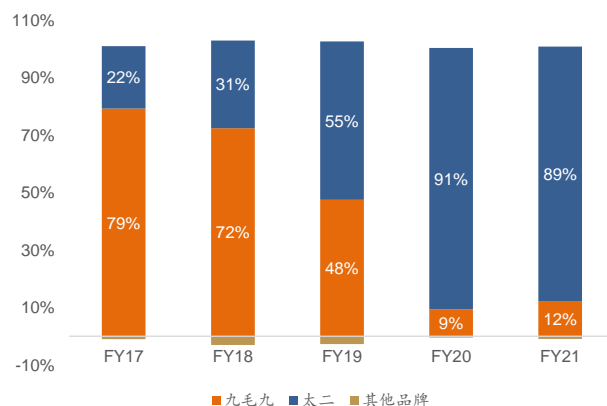
图表10: 各品牌门店层面的经营利润



资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

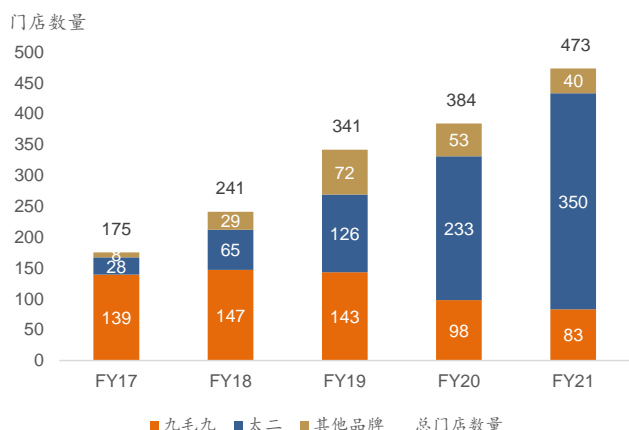
“太二”已经取代“九毛九”成为了主要的增长动力。在17-21财年，太二门店数量以88%的复合年增长率增长。与此同时，其每家门店的营收在21财年迅速反弹（尽管仍低于19财年水平），这表明其在年轻消费者中非常受欢迎，在新冠疫情不确定的情况下也具有韧性。太二的单店经营利润于21财年反弹至疫情前水平，得益于自动化运营和精简流程，有效地将每个餐厅平均员工人数从18财年的34人减少到21财年的27人，并降低了其他经营费用。

图表11: 各品牌门店层面的经营利润贡献



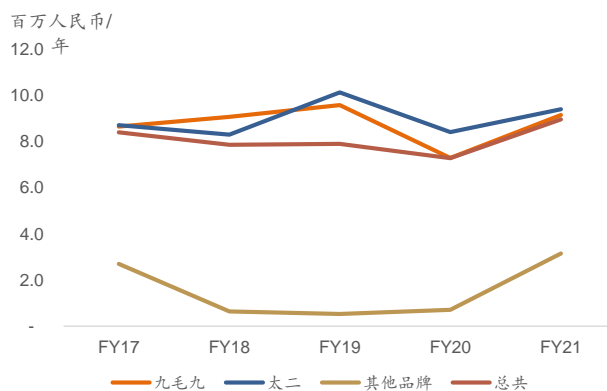
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表12: 各品牌各自的门店数量



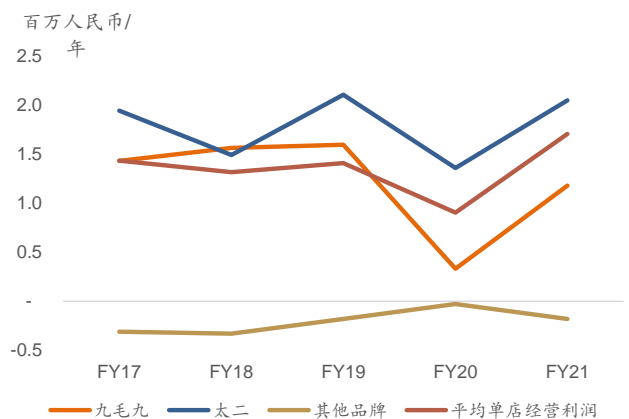
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表13: 每个品牌的店均年收入



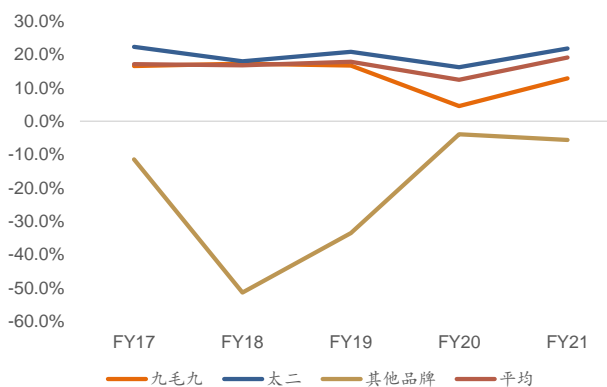
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表14: 每个品牌的店均年度经营利润



资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表15: 每个品牌的门店层面的经营利润率



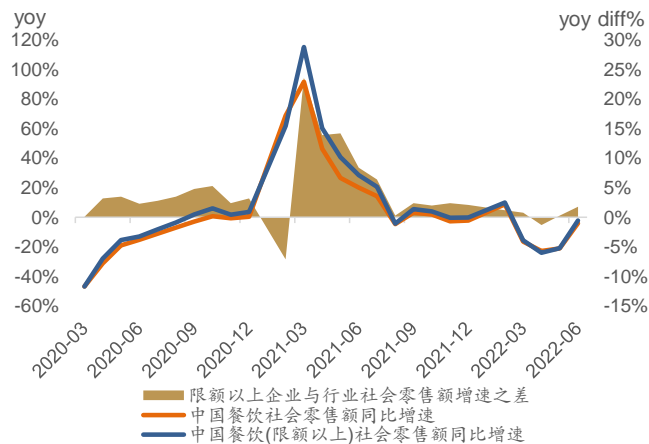
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

概覽 - 餐饮行业的反弹情况如何?

新冠疫情加速了连锁餐厅的市场份额扩张

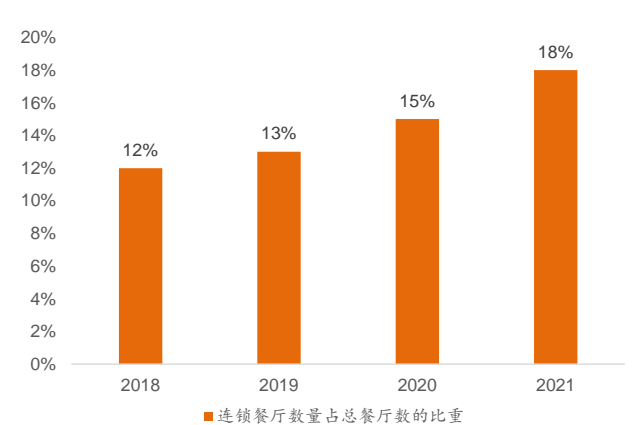
与其他依赖线下客流的消费行业一样，餐饮行业在22年二季度受到了新冠疫情封锁措施的沉重打击。2022年3月、4月和5月，中国餐饮业月零售流水分别下降16.4%、22.7%和21.1%。然而，6月份同比降幅已大幅度收窄至同比-4.0%。较大的餐饮公司通常表现比平均水平好。在过去的12个月里，规模以上中国餐饮企业的月零售销售流水普遍比整体餐饮零售流水同比增速好1-2个百分点，因为其更大的规模使其有更多的资源来度过行业低谷，并承受更多与新冠疫情有关的损失/额外费用，而非连锁餐厅的关闭就是证明，这些餐厅的关闭有效地整合了餐饮行业，根据美团(3690 HK)的研究报告，连锁餐厅占餐厅总数的比例从2019年的13%上升到2021年的18%。

图表16: 中国餐饮收入月度零售额同比增速普遍优于餐饮企业(限额以上)月度零售额同比



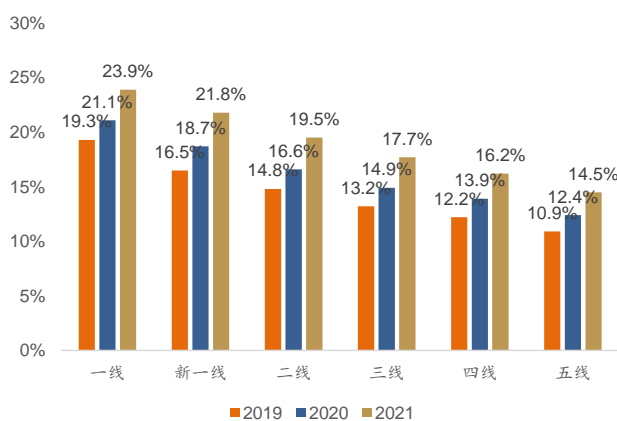
资料来源: 国家统计局、招证(香港)

图表17: 疫情期间, 中国连锁餐厅按门店数量计算的市场份额扩大



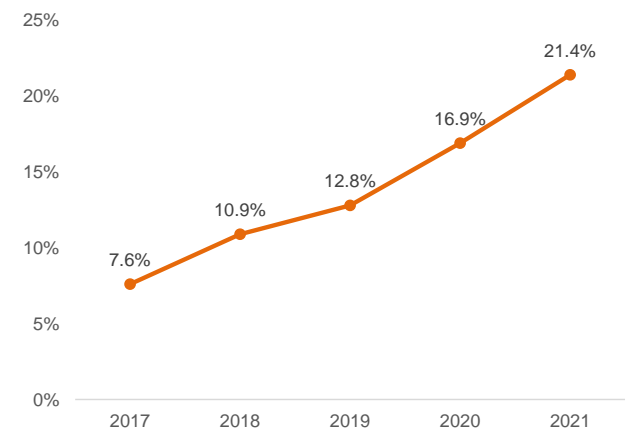
资料来源: 美团、招证(香港)测算

图表18: 连锁餐厅占各线城市餐厅总数的百分比



资料来源: 美团、招证(香港)测算

图表19: 线上外卖占餐饮的比重

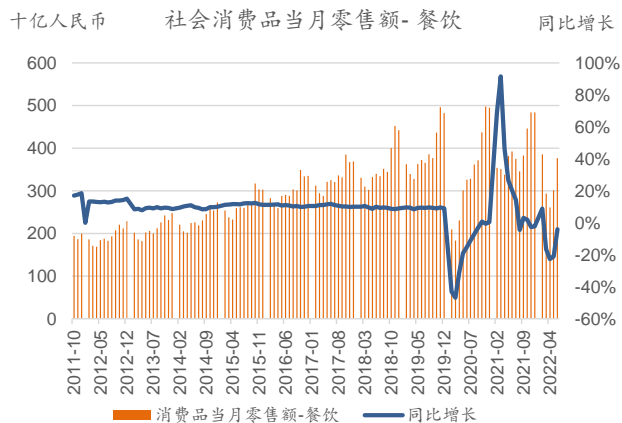


资料来源: 美团、招证(香港)测算

我们认为, 一旦与新冠相关的防控措施放松, 餐饮业有望快速反弹

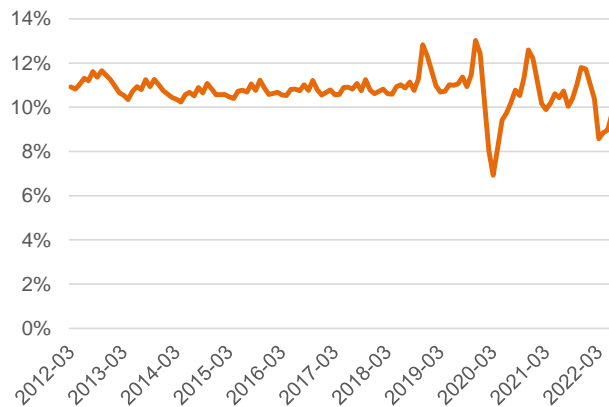
尽管新冠疫情带来了不利影响, 但我们仍然相信中国餐饮行业的长期增长潜力。今年迄今为止, 餐饮零售流水同比下降7.7%, 其占零售流水总额的比重目前在9.5%的历史低点, 低于五年平均值10.7%。我们认为, 餐饮营收占零售流水总额的百分比应该会迅速回升, 因为餐饮仍是一种非常常见的娱乐和社交聚会方式。我们认为, 随着新冠疫情防控措施逐步放松, 外出就餐的人应该更多, 从而推动餐饮业反弹。鉴于餐饮公司的高经营杠杆, 我们认为, 一旦客流量恢复, 餐饮公司的盈利应大幅反弹。

图表20: 2022年6月中国月度餐饮零售额同比降幅收窄至4.0%



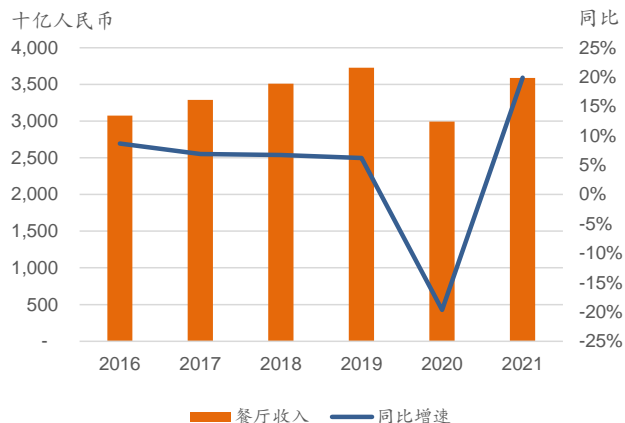
资料来源: 国家统计局, 招证(香港)

图表21: 中国餐饮零售额占零售额比重低于历史平均水平



资料来源: 国家统计局, 招证(香港)

图表22: 2021年中国餐饮收入快速回升



资料来源: 国家统计局, 招证(香港)

图表23: 中国连锁餐厅收入与非连锁餐厅收入



资料来源: 国家统计局, 招证(香港)

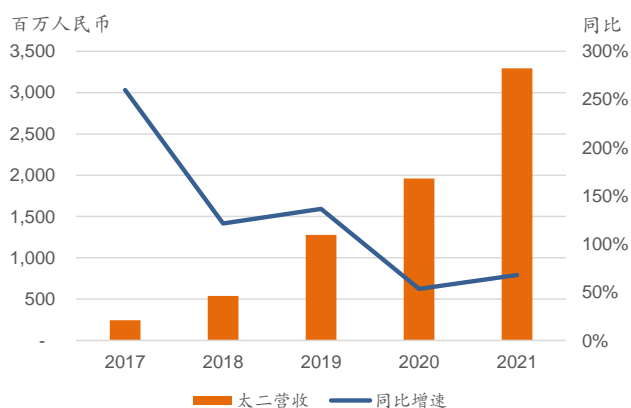
太二酸菜鱼 — 盈利且可以扩张的商业模式

九毛九集团于2015年成立了第一家太二酸菜鱼餐厅，旨在服务于年轻和有调性的消费者。菜单非常简单，以酸菜鱼为主，只有一种辣度，再加上几种配菜。为了与其主打大众市场的竞争对手区分开，太二只使用最美味的鱼背肉。太二严格的酸菜制作工艺和独特的配方，也使其有别于其他同行。太二还建立了自己的品牌IP，并定期发布网络漫画与投资者互动。

在过去的五年里，凭借其高品质的食物、时尚的用餐环境、积极于社交媒体与消费者互动，以及快速增长的酸菜鱼市场，其餐厅数量从2016年的13家增加到2021年的233家。虽然广东仍然是太二门店数最多的地区（截至21财年为107家），但它已在中国各地扩张，上海有39家门店、江苏有30家门店、浙江有25家门店，以及北京有21家门店。

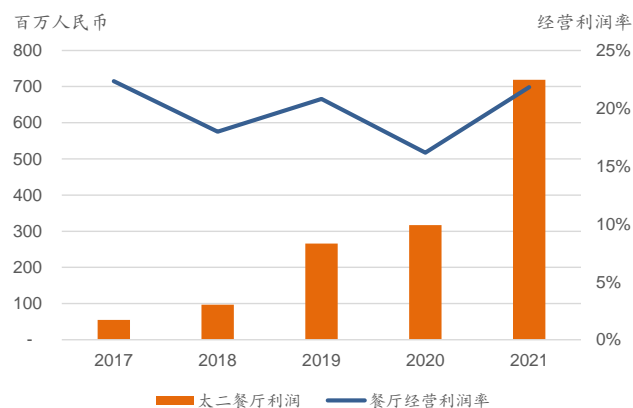
2016-2021年营收年复合增速为117%，餐厅数量年复合增速为93%，每家餐厅营收年复合增速为4%。近四年，其餐厅经营利润率从16%到22%不等。

图表24: 营收及同比增速



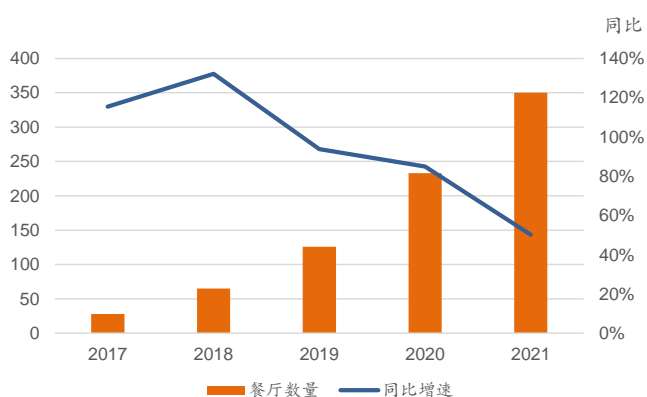
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表25: 餐厅层面经营利润和经营利润率



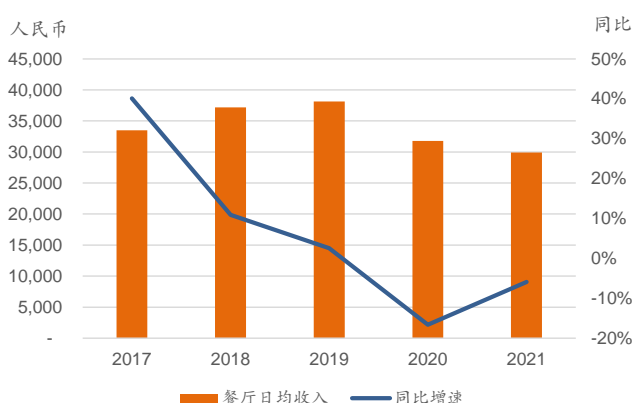
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表26: 餐厅数量



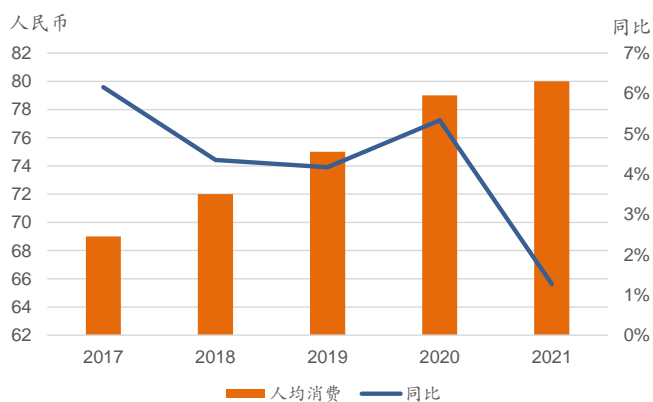
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表27: 每个餐厅的日均收入(估算)



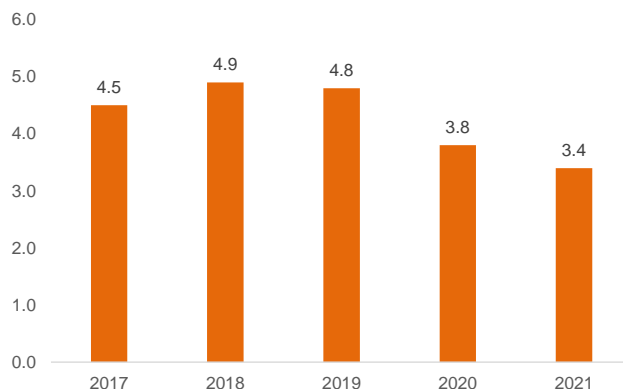
资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表28: 人均消费



资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

图表29: 翻座率



资料来源: 公司报告, 招证(香港)测算

简约而不简单 - 菜单只有酸菜鱼和配菜

与其他餐厅类似, 太二的营收增长主要来自餐厅网络的扩张。为了降低供应链的复杂性, 太二一直专注于酸菜鱼。只选用佛山优质鲈鱼背肉, 精心制作酸菜, 以确保品质上乘。事实上, 太二的一个主要口号是“酸菜比鱼好吃”。

菜单的形式是酸菜鱼+几个配菜。这个极其简约的菜单展示了太二对酸菜鱼的专注, 并且缩短了消费者点菜的决策时间, 改善了翻座率。太二只有一种辣度, 这也降低了烹饪的复杂性。它在中国各地都设有中央厨房, 负责将准备好的产品(酸菜、调味品、切好的鱼片)运送到餐馆, 以缩短厨房的备餐时间。

图表30: 精挑细选几款菜品, 以最大限度地减少消费者的点菜时间并减轻了供应链的负担



资料来源: 大众点评, 招证(香港)

图表31: 招牌太二酸菜鱼选用优质鲈鱼、酸菜, 加上菊花作为点缀



资料来源: 大众点评, 招证(香港)

格调高雅的用餐环境, 在同行中脱颖而出

为了从竞争对手中脱颖而出, 太二也提供有调性的就餐环境, 并创造了一个漫画人物—店长。店长被描绘成一个有原则有态度的店长。通过漫画中店长的形象, 太二介绍了几条用餐规则, 包括: 一桌不能超过4人, 只有单一辣度, 专注于吃鱼而不是玩手机等。这种态度和风格引起了许多年轻人(尤其是90后)的共鸣, 并从传统的竞争对手中有效的区别出来。

图表32: 太二餐厅规定每桌不超过4人且鱼只有一种辣度



资料来源: 微博、招证(香港)

图表33: 太二有调性的用餐环境



资料来源: 微博、招证(香港)

活跃在线上社交媒体平台上, 与年轻人互动

为了更好地接触年轻人, 太二在微博、抖音、小红书、哔哩哔哩、微信等多个网络平台推出官方账号。当涉及到品牌推广和公关时, 这些平台成为非常有用的工具。例如, 央视315晚会报道了不卫生的酸菜问题。随后, 太二立即宣传宣传了他们的科学的制作高质量酸菜的流程, 维护了太二品牌在消费者中的知名度和声誉。

图表34: 太二在多个社交媒体建立官方账号, 与年轻消费者互动, 包括 微博、抖音、小红书、哔哩哔哩



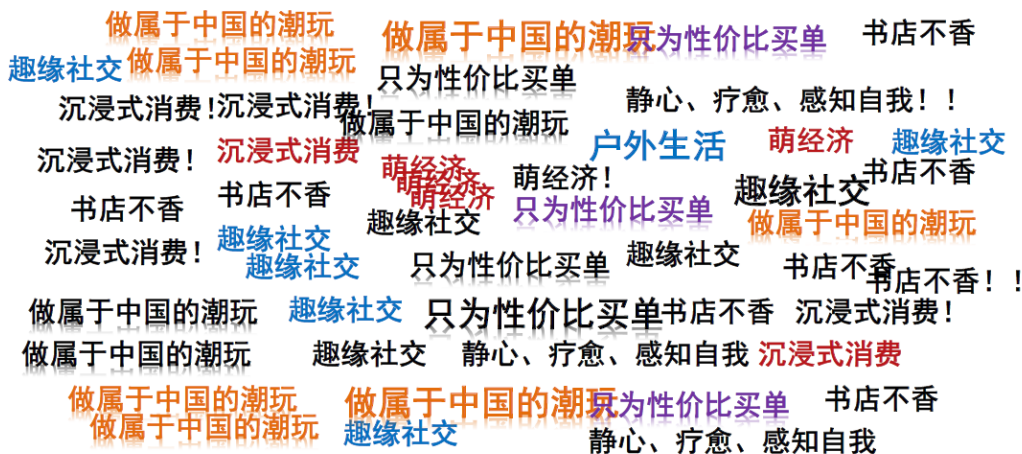
资料来源: 微博、招证(香港)

图表35: 太二发布酸菜生产工厂视频, 保障消费者食品安全卫生



资料来源: 微博、招证(香港)

图表36: 太二对年轻人的理解



资料来源: 公司报告、招证(香港)

可扩张和盈利的单店模型

在单店模型方面, 太二的商业模式在同行中韧性较强。假设翻座率为3.3, 太二的门店经营利润率可以达到25%以上。这主要是由于其店面面积较小(九毛九只有250-400平方米, 而海底捞有1,000平方米), 加上员工人数较少。

由于太二的菜单由酸菜鱼及其他配菜组成, 简单的菜单大大减少了备餐人员。服务员只需要负责把食物端上桌, 没有其他服务, 从而减少了服务员的人数。太二将顾客数量限制为每组最多4人, 这也有助于提高翻座率。

图表37: 单店模式: 太二 vs 海底捞vs 九毛九

单店模型(年度) 人民币'000	太二 酸菜鱼	海底捞 火锅	九毛九 东北菜
年度收入	10,184	32,400	8,029
日均顾客数	354	900	378
翻台率/翻座率	3.3	3.0	2.1
座位数	104	300	180
人均消费	80	100	59
总费用	7,589	29,279	6,852
食品费用	4,023	14,159	3,211
员工费用	1,680	9,180	1,392
员工数量	28	90	29
月薪(人民币)	5,000	8,500	4,000
租金	776	1,825	883
店均面积	250	1,000	400
每平方米日租金(人民币)	9	5	6
水电煤气等费用	356	1,134	281
折旧费用	449	1,361	682
外卖费用	306	1,620	401
经营利润	2,594	3,121	1,177
经营利润率	25.5%	9.6%	14.7%

资料来源: 公司数据、招证(香港)

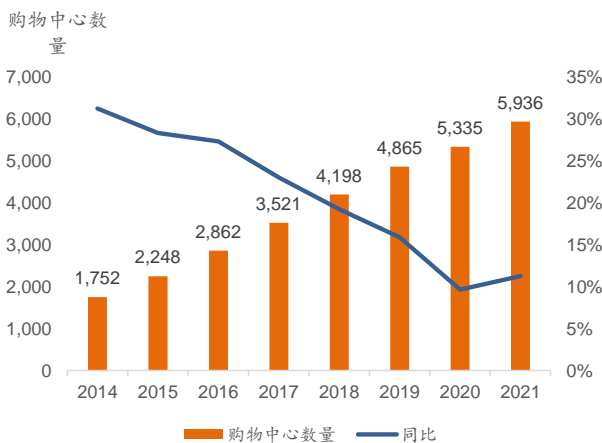
太二门店数量的理论上限

根据我们与管理层的访谈和渠道调研，我们认为购物中心的数量可以用来测算太二门店数量的理论上限。太二标榜其是有调性、有态度的品牌，用优质鲈鱼和酸菜来吸引年轻消费者，从而支撑其高端定价。

我们认为，太二的人均消费高，这就限制了门店选址，局限于购物中心等高端场所。目前，在一/二/三线城市的购物中心中，太二的渗透率为16%/6%/2%，明显低于海底捞的28%/19%/25%，即使海底捞的人均消费水平高于太二。由于太二只有一种辣度，而主菜只有酸菜鱼，我们相信可以不包括不喜欢吃辣和鱼的人。此外，我们认为，鉴于海底捞之前的过度扩张拖累了翻台率，并造成了经营去杠杆，在餐厅网络扩张方面，太二会更加谨慎。保守假设在一/二/三线及以下城市的渗透率为16%/14%/10%，我们可以得出一个中期的理论上限，即太二的门店数量空间为1,196家，对比其截至21财年的门店数量为350家。

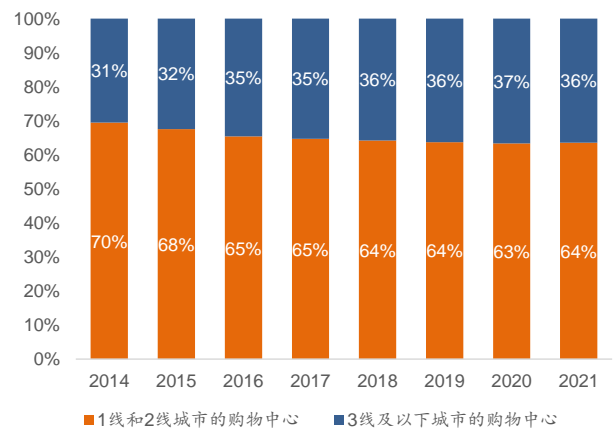
中国的购物中心数量仍在持续增长（21财年同比增长12%），中国二三线城市的购物中心数量也在增加。我们预期太二可以随购物中心的增加而下沉到二三线城市。

图表38: 中国购物中心数量每年同比增长10%以上 (2020年疫情除外)



资料来源: 赢商数据, 招证(香港)测算

图表39: 购物中心在各级城市中的数量



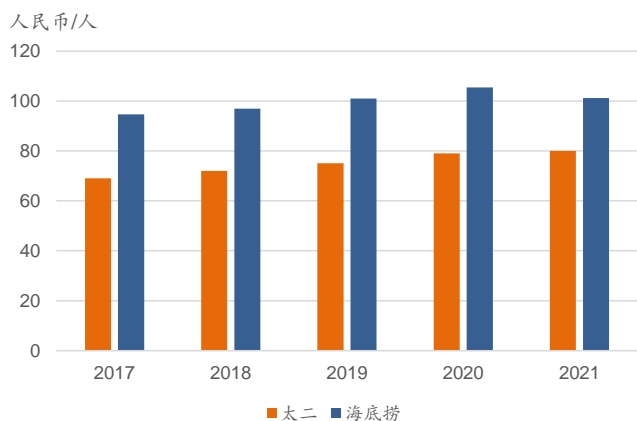
资料来源: 赢商数据, 招证(香港)测算

图表40: 太二开店空间测算

2021	购物中心数量		海底捞		太二	
	购物中心数量	占比	餐厅数量	渗透率	餐厅数量	渗透率
1线	870	15%	248	28%	140	16%
2线	2,796	47%	522	19%	175	6%
3线及以下	2,269	38%	559	25%	35	2%
总共	5,936		1,329	22%	350	6%
2025	购物中心数量		海底捞		太二	
	购物中心数量预测	占比	开店空间	对应的渗透率	开店空间	对应的渗透率
1线	870	9%	248	28%	139	16%
2线	2,796	30%	522	19%	391	14%
3线及以下	2,269	24%	559	25%	227	10%
总共	9,461		2,116	22%	1,196	13%

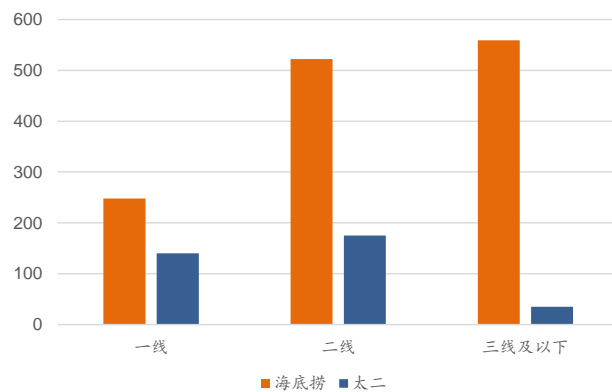
资料来源: 公司数据、万得、赢商数据, 招证(香港)

图表41:太二的人均消费低于海底捞



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表42: 海底捞的人均消费高于太二, 但门店数量却比太二多, 说明太二仍有充足的扩张空间



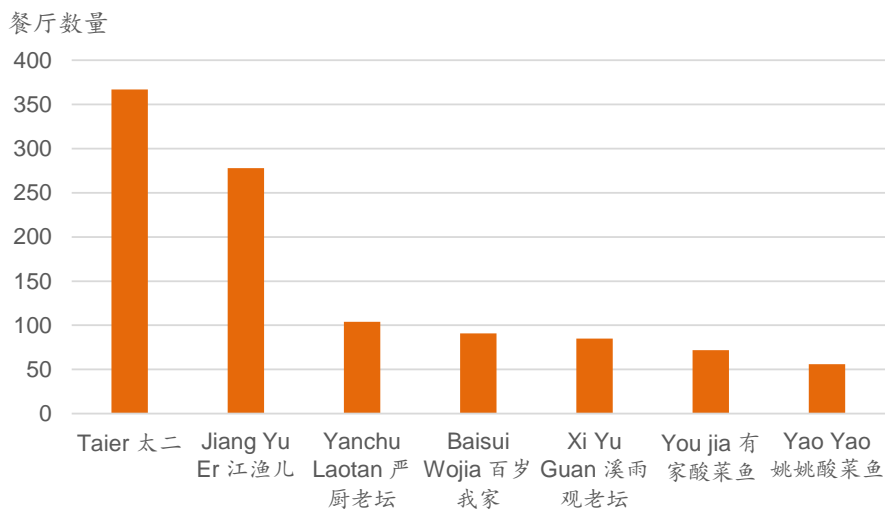
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表43: 连锁酸菜鱼餐厅对比

品牌名称	门店数	覆盖城市	客单价	餐厅类型
鱼你在一起	1478	188	36	快餐
太二	367	80	92	介于快餐和正餐之间, 偏向正餐
江鱼儿	278	50	71	介于快餐和正餐之间, 偏向正餐

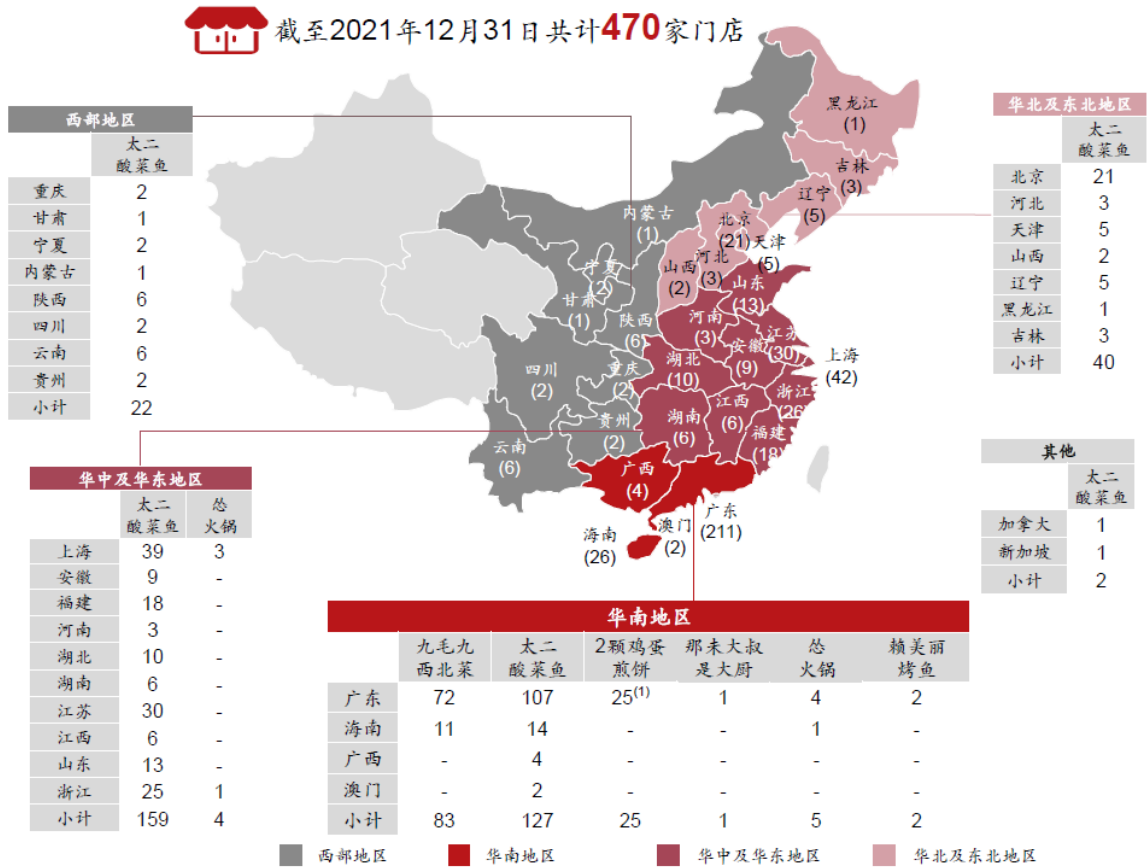
资料来源: 窄门餐眼、招证(香港)测算

图表44: 太二是正餐酸菜鱼中门店数量最多的



资料来源: 窄门餐眼、招证(香港)测算

图表45: 截至21财年的门店数量, 按地区划分

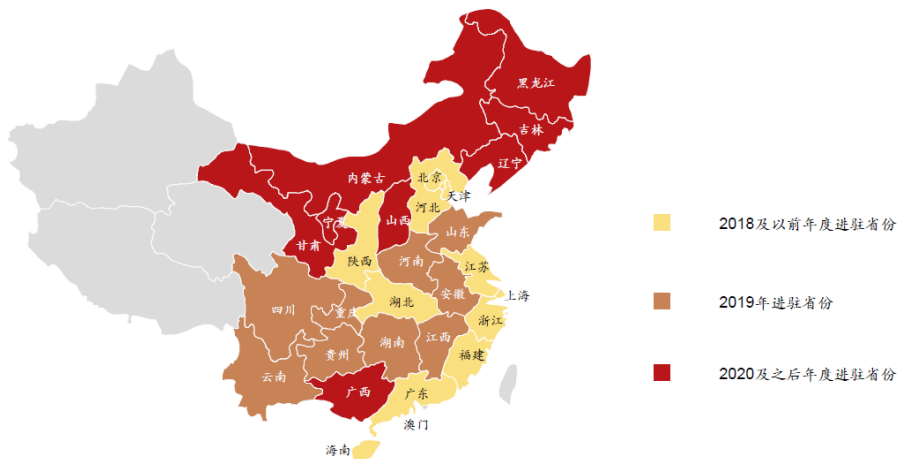


注: (1) 25间2颗鸡蛋煎饼餐厅包括8间自营餐厅及17间加盟的2颗鸡蛋煎饼餐厅

资料来源: 公司数据、招证(香港)

图表46: 太二将继续在全国范围扩张并下沉到低线城市

填补空白商圈, 开拓新城市, 适当加大下沉比例



资料来源: 公司资料、招证(香港)

强大的供应链和后台支持

正如店名“太二酸菜鱼”所示，太二的主要食材是鲈鱼和酸菜。太二与包括养鱼场在内的高端上游供应商建立了巩固和长期的合作关系，以确保鱼的质量。太二还有一个经营很好的工厂，以生产高品质的酸菜。

图表47: 太二的鱼塘



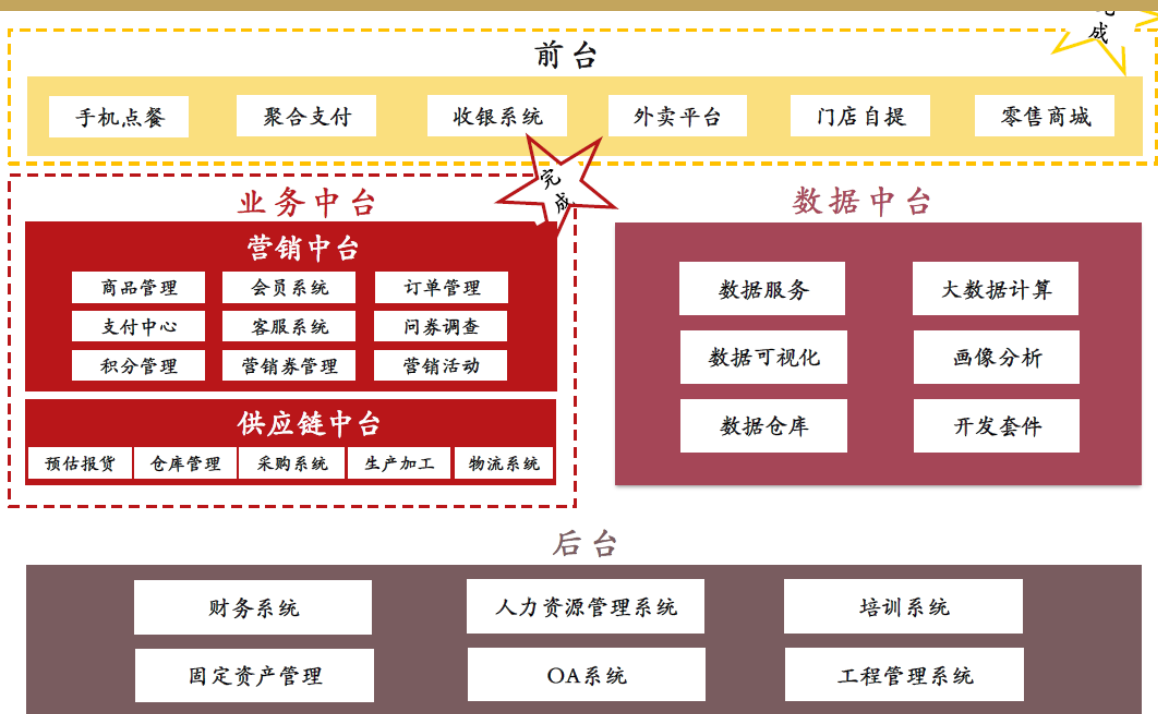
资料来源: 公司资料、招证(香港)预测

图表48: 太二的酸菜生产基地



资料来源: 公司资料、招证(香港)预测

图表49: 先进且完备的中后台体系

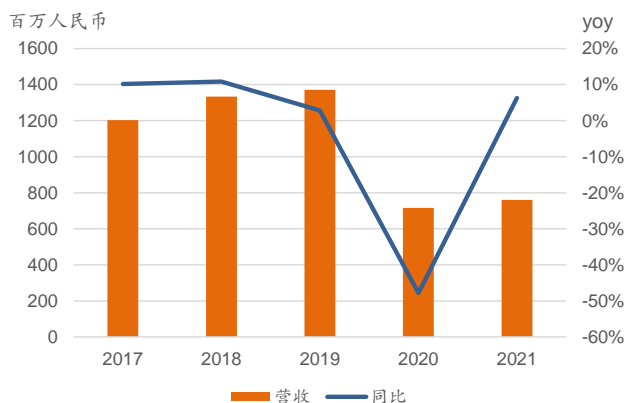


资料来源: 公司资料、招证(香港)预测

九毛九—主打西北菜的知名连锁餐厅

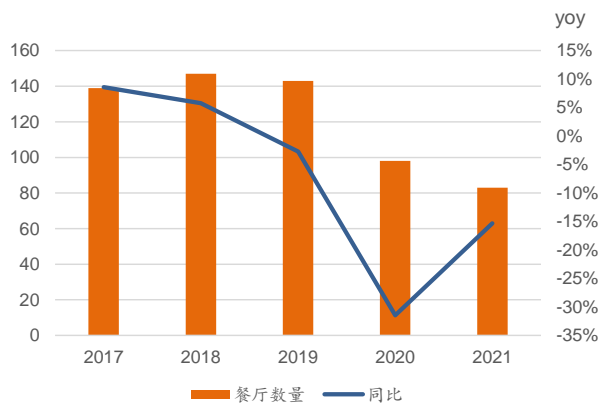
九毛九是九毛九集团旗下的第一个品牌，主打西北美食，以家庭消费为主。由于激烈的市场竞争，其营收从2018年的13亿元人民币下降到2021年的7.6亿元人民币，餐厅数量从18财年的147家下降到21财年的83家。它的翻座率从18财年的2.4次下降到21财年的1.9次。九毛九已实施了几项措施来恢复餐馆的营收，包括更改菜单、翻新店面、关闭表现不佳的门店等。在过去的两年里，我们确实看到了九毛九的运营有了一些改善，这在翻座率反弹中有所体现。

图表50: 18-21财年收入下降



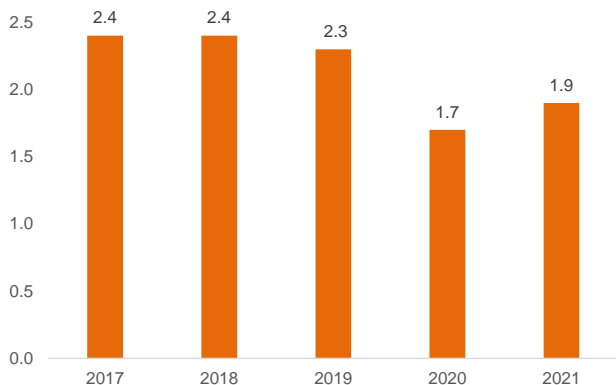
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表51: 18-21财年餐厅数量下降



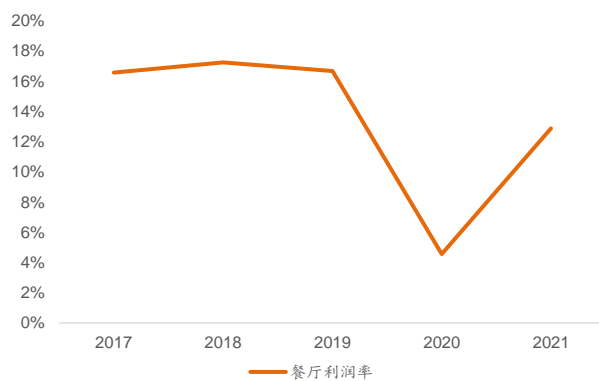
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表52: 翻座率在21财年触底



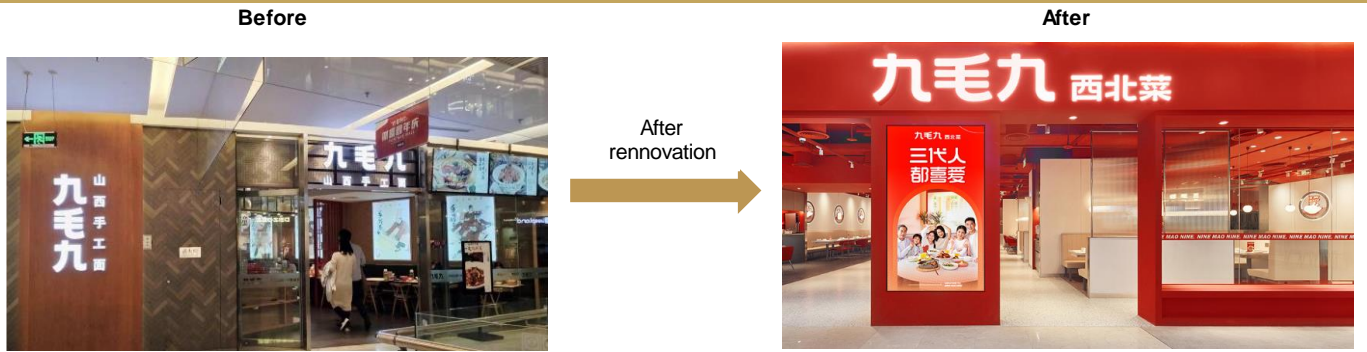
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表53: 餐厅利润率在21财年反弹



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表54: 九毛九重新设计了餐厅以吸引年轻人和家庭顾客



资料来源: 微博、公司网站、招证(香港)

图表55: 九毛九的主打菜



Birthday Noodles (長壽麵)



Full-kilo Gigantic Pork Ribs (二斤大骨頭)



King-sized Beef Noodles (大塊牛肉麵)



Stewed Lentil Noodles (幹香燜麵)

资料来源: 公司数据、招证(香港)

图表56: 九毛九的用餐环境



资料来源: 大众点评、招证(香港)

单店模型

九毛九主打西北菜, 菜单上的菜品较多, 面向家庭消费。与太二相比, 需要的员工数和门店面积较大。因此, 其门店扩张也需要更多的物流/供应链支持。九毛九目前仍处于打磨单店模型阶段, 因此我们不认为它会在近期扩张。

图表57: 单店模式: 太二 vs 海底捞vs 九毛九

单店模型 (年度) 人民币'000	太二 酸菜鱼	海底捞 火锅	九毛九 东北菜
年度收入	10,184	32,400	8,029
日均顾客数	354	900	378
翻台率/翻座率	3.3	3.0	2.1
座位数	104	300	180
人均消费	80	100	59
总费用	7,589	29,279	6,852
食品费用	4,023	14,159	3,211
员工费用	1,680	9,180	1,392
员工数量	28	90	29
月薪(人民币)	5,000	8,500	4,000
租金	776	1,825	883
店均面积	250	1,000	400
每平方米日租金(人民币)	9	5	6
水电煤气等费用	356	1,134	281
折旧费用	449	1,361	682
外卖费用	306	1,620	401
经营利润	2,594	3,121	1,177
经营利润率	25.5%	9.6%	14.7%

资料来源: 公司数据、招证(香港)

其他品牌

怱重庆火锅厂

怱重庆火锅厂是九毛九在火锅行业的首次尝试, 与其他餐饮品类相比, 火锅在备餐方面更加标准化。与太二相似, 火锅只有2个汤底(辣或不辣), 几道主菜, 包括牛肉, 鱼, 虾等。怱重庆火锅厂也有自己的标语和吉祥物, 以区别于其他火锅餐厅。由于新冠影响, 在21财年, 其翻座率为2.5。截至21财年, 共有9家餐厅。截至21财年, 顾客人均消费为人民币129元。

图表58: 怱重庆火锅厂



资料来源: 微博、招证(香港)

图表59: 怱重庆火锅厂的鲜切黄牛肉火锅



资料来源: 微博、招证(香港)

图表60: 怱重庆火锅厂的就餐环境



资料来源: 微博、招证(香港)

图表61: 敬业的年轻服务员会跳舞来让消费者开心



资料来源: 微博、招证(香港)

赖美丽烤鱼

赖美丽是九毛九集团旗下的烤鱼连锁餐厅。与太二相似，菜单也是一份主菜(烤鱼)和几道配菜，包括茄子、烤猪肉等。截至21财年有2家餐厅，翻座率为2.4。由于主菜是鱼，赖美丽可以与太二(主菜也是鱼)共用供应链。截至21财年，顾客人均消费为人民币84元。

图表62: 赖美丽青花椒烤鱼的门店



资料来源: 微博、招证(香港)

图表63: 赖美丽的招牌菜



资料来源: 微博、招证(香港)

图表64: 赖美丽的就餐环境



资料来源: 大众点评、招证(香港)

图表65: 简单的餐单: 烤鱼作为主菜, 外加几个配菜

餐前来点开胃的

- 养胃小酸奶 ¥6/份

来点烤鱼配菜

- 牛蛙 ¥22/份
- 不倒茄蔬菜拼盘 ¥16/盘
- 金针菇 ¥6/份
- 菜豆花 ¥6/份
- 咸蛋黄油条 ¥6/份
- 脆皮菜 ¥6/份
- 莲藕片 ¥6/份
- 魔芋片 ¥6/份

万物皆可烤(素)

- xx糖蒜香绿茄子 ¥18/份
- 优乳玉米杂蔬 ¥16/份
- 解腻风干火腿小苹果 ¥16/份

馋嘴小吃

- 百感交集青芥虾球 ¥32/份
- 嘎嘣脆鸡翅 ¥28/份
- 卤过的炸鸡爪 ¥28/份
- 爆浆榴莲糍粑 ¥20/份
- 捞起鸡丝凉面 ¥20/份

弹牙的烤鱼和迷路的蛙

- 先吃鱼尾
- 鱼胸最滑
- 鱼唇最滑

弹牙的青花椒烤鱼 ¥168/份

- 经典香辣烤鱼 ¥168/份
- 干烧肉末烤鱼 ¥168/份
- 番茄酸汤烤鱼 ¥168/份
- 香辣鱿鱼牛蛙 ¥58/份

万物皆可烤(荤)

- 低温慢煮牛小排
- 怪味猪颈肉 ¥32/份
- 慢煮牛小排 ¥36/份
- 炙烤薄片黑猪肉 ¥18/份

美丽的茶

- 手剥黄皮冰
- 美丽鱼翅奶茶 ¥16/杯
- 鱼糖布丁烧奶茶 ¥16/杯
- 海底椰清补凉 ¥16/杯
- 手剥黄皮冰 ¥15/杯

和烤鱼绝配的甜品

- 芒果生打椰冰粉 ¥9/份

主食

- 一碗米饭 ¥5/碗
- 半碗米饭 ¥2.5/碗

赖美丽tips: 第一句烤鱼汁配上五常大米, 更下饭!

资料来源: 大众点评、招证(香港)

那末大叔是大厨 - 高端粤菜连锁餐厅

那末大叔主打高端粤菜, 未来目标是成为连锁餐厅。截至21财年, 共1家餐厅, 翻座率为1.7。截至21财年, 顾客人均消费为人民币144元。

图表66: 那末大叔是大厨的用餐环境



资料来源: 大众点评、招证(香港)

图表67: 那末大叔是大厨专注于高端粤菜



资料来源: 大众点评、招证(香港)

2颗鸡蛋 - 面向大众市场的煎饼, 主打安全和好吃

2颗鸡蛋主打的是夹着蔬菜和肉(包括火腿, 猪肉等)馅料的鸡蛋煎饼。截至21财年, 共有8家自营店和17家加盟店
顾客人均消费人民币21-22元。

图表68: 2颗鸡蛋煎饼的店面颜色明快



资料来源: 大众点评、招证(香港)

图表69: 2颗鸡蛋煎饼的主打产品: 鸡蛋火腿煎饼



资料来源: 大众点评、招证(香港)

管理层分析与股权结构

管理层分析

九毛九的管理层均具有丰富的餐饮行业从业经验。核心高管加入公司并服务9年以上；在加入公司之前，大多数高管具备跨国公司的工作经验，包括麦当劳、华为、毕马威等。

图表70: 高管情况总结

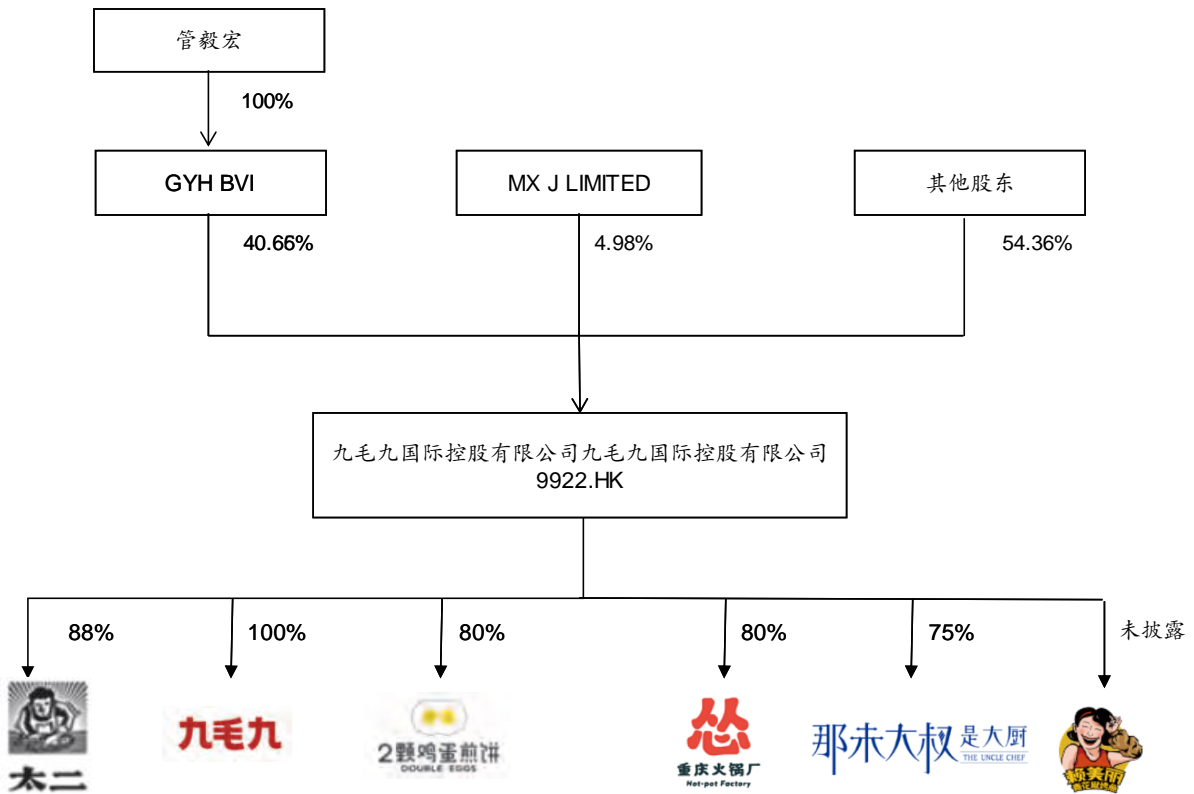
姓名	职位	年龄	加入公司的时间	简历
管毅宏	执行董事、 董事会主席	52	2005-08	于2005年创立九毛九，25年餐饮行业经验。负责制定整体发展策略及监督管理。
李灼光	首席财务官	39	2013-01	负责财务部、资本市场、投资者关系等工作。加入公司前，曾在天基地产、毕马威会计师事务所担任财务负责人。
崔弄宇	执行董事、 副总裁	47	2014-12	负责供应链和人力资源。曾任麦当劳中国区高级品牌经理和运营经理。
何成效	执行董事、 副总裁、太 二总经理	44	2013-11	负责各品牌的品牌管理及营运业务。他曾在麦当劳担任运营经理。
付丹伟	信息技术总 监	48	2017-09	他负责公司的IT事务。他曾在麦当劳担任IT经理，并在华为担任高级经理。
胡中华	业务开发总 监	43	2008-09	2008年9月加入公司，2014年起任公司发展总监。

资料来源：公司年报、招证（香港）

股权结构

九毛九创始人管毅宏先生，对九毛九集团具有绝对控制权。九毛九集团对旗下各餐厅品牌具有绝对控制权。

图表71: 股权结构



资料来源: 公司年报、招证(香港)测算

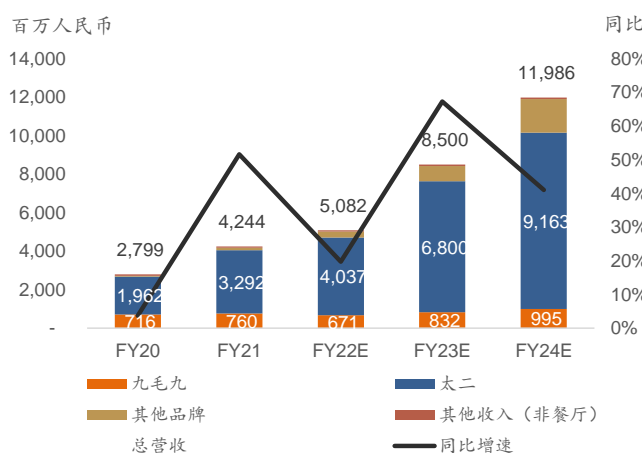
财务分析

我们预计九毛九的收入将从21财年的人民币42.44亿元增长至24财年的人民币119.86亿元，复合年增长率为41.4%，主要得益于太二40.7%的收入复合年增长率的推动。我们预计24财年的净利润将从21财年的人民币3.4亿元增长至人民币11.06亿元，期间复合年增长率为48.2%。

我们预计太二餐厅数量将从21财年的350家增加到24财年的800家。我们预计九毛九的餐厅数量将从21财年的83家餐厅略微扩张到24财年的93家。我们预计总重庆火锅厂会从21财年的9家餐厅扩大到24财年的87家餐厅。

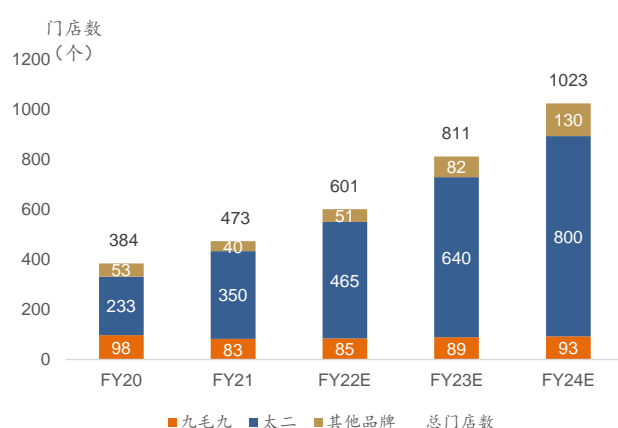
我们预计其营业利润率将在22财年下降至10.5%，主要是由于新冠和门店扩张导致的经营去杠杆。随着太二、九毛九和其他品牌逐渐提高运营效率并减少员工人数，我们预计其营业利润率将在24财年增加到15.1%。

图表72: 九毛九按品牌划分的收入预测



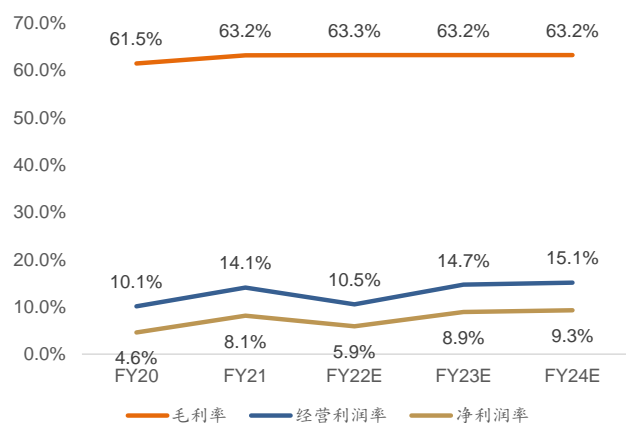
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表73: 九毛九的门店网络扩张



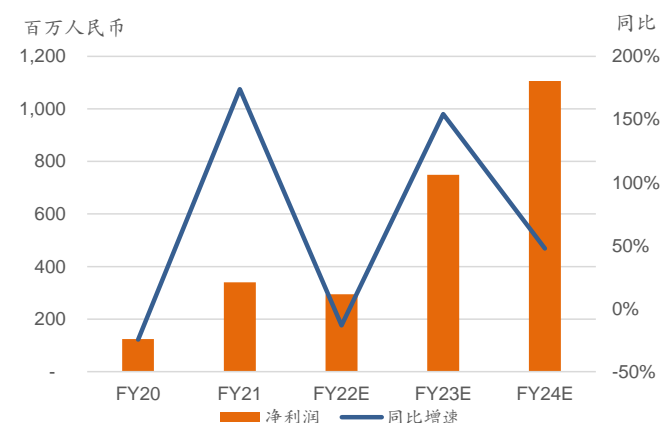
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表74: 九毛九的利润率预测



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

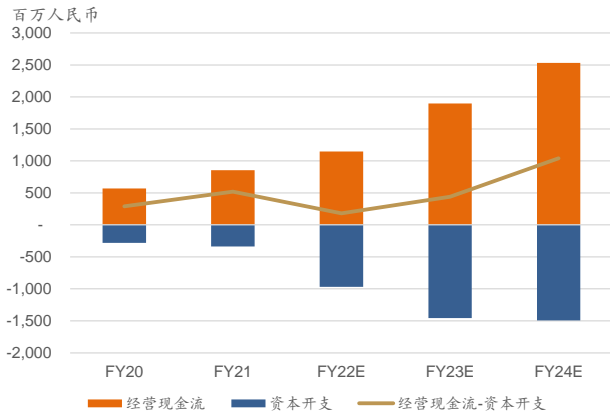
图表75: 九毛九的净利润预测



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

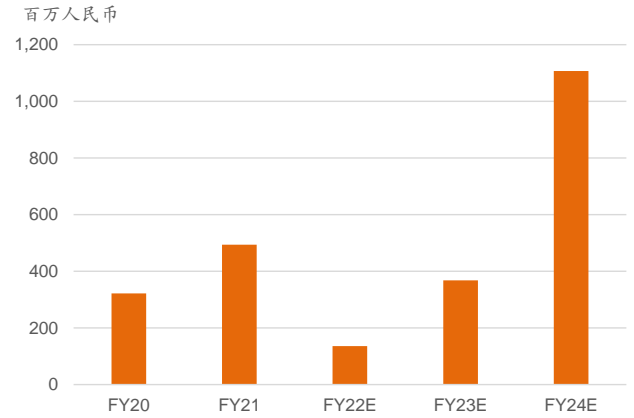
九毛九的资产负债表和现金流保持强劲和稳健。截至21财年的净现金头寸人民币13亿元，自由现金流为人民币4.94亿元。现金周转天数为负数。公司经营现金流足以支付其资本支出。

图表76: 营运现金流与资本支出



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表77: 自由现金流



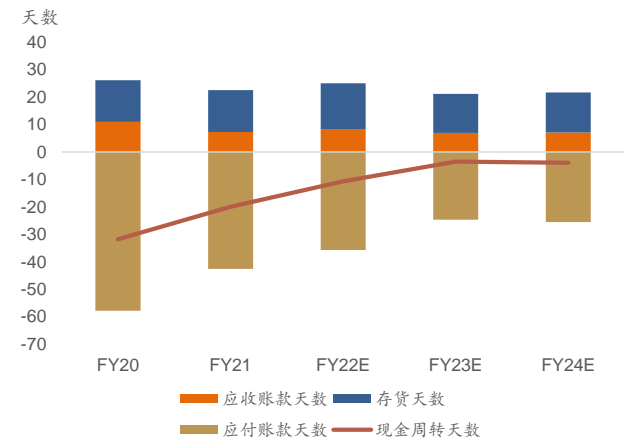
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表78: 净负债率



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表79: 现金周转天数



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

估值

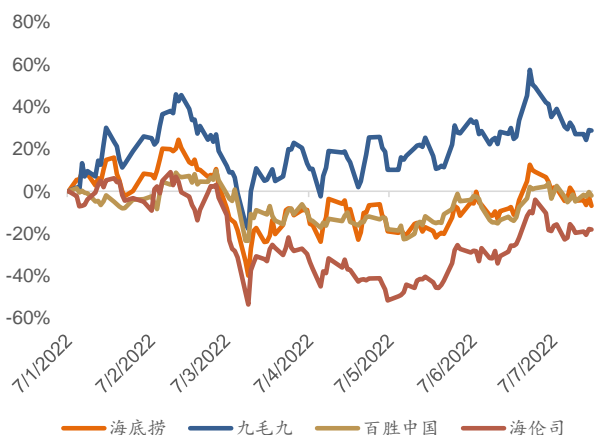
尽管受到新冠封锁影响，但九毛九股价坚挺，年初至今上涨34%，对比同期海底捞股价下跌9%，百胜中国港股股价下跌5%，海伦司下跌12%。九毛九股价韧性得益于太二长期扩张逻辑（太二21财年350家餐厅vs. 1,000家餐厅的理论上限）。鉴于太二充足的净现金及其在广东省以外的低餐厅密度，我们认为太二目前的股价仍有上涨空间。在仔细权衡了当前新冠疫情的不确定性、相对较短的上市时间（历史交易市盈率仅2.5年）以及太二在全国扩张的长期潜力后，我们选择了43.5倍的目标市盈率，介乎历史平均12个月前瞻市盈率的48.3倍，和低于平均水平的33.0倍一个标准差之间。根据12个月前瞻每股盈利的43.5倍目标市盈率，我们得出21.1港元的目标价。首次覆盖给予买入评级。如果新冠封控政策进一步放宽，九毛九可能会加速太二的门店扩张。

图表80: 九毛九的估值表

九毛九估值表			
股价 (港币)	18.2	日期	25/7/2022
港币/人民币汇率	0.86		
	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利 (人民币)	0.20	0.52	0.76
市盈率	77.0x	30.3x	20.5x
同比增长	-11.8%	154.1%	47.6%
PEG	-6.5x	0.2x	0.4x
目标价计算			
目标市盈率	43.5x		
FY22E 每股盈利 (人民币)	0.42		
目标价 (港元)	21.1		
上升空间	16.2%		
股息率	0.3%		
总回报率	16.4%		

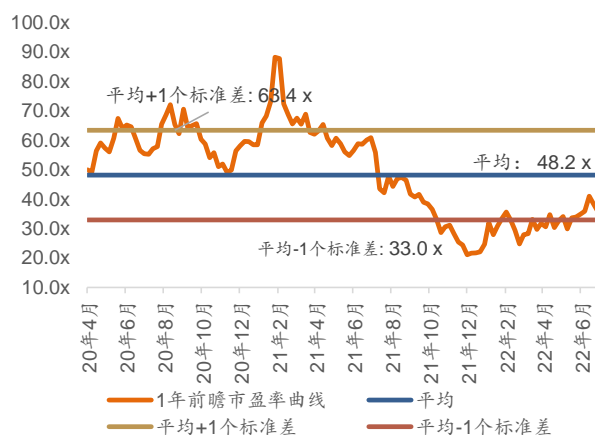
资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表81: 股价从年初至今的表现



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表82: 1年前瞻市盈率曲线



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

图表83: 用DCF进行交叉检验也得出买入评级

DCF - 九毛九

单位: 百万人民币	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E
息税前利润	528	1,237	1,802	2,444						
同比增速	-10.1%	134.2%	45.7%	35.6%						
税率	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%						
税后净经营利润	385	901	1,313	1,781						
+折旧与摊销	872	1,118	1,398	1,605						
+股权激励	0	0	0	0						
-营运资金变动	-152	-190	-108	-111						
-资本支出	-970	-1,461	-1,497	-1,265						
自由现金流	136	368	1,107	2,009	2,713	3,662	4,761	6,189	7,983	9,979
同比增长	-72.5%	171.0%	200.9%	81.5%	35.0%	35.0%	30.0%	30.0%	29.0%	25.0%

WACC

19.5%

年份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现率	1.00	0.84	0.70	0.59	0.49	0.41	0.34	0.29	0.24	0.20
折现后的现金流	136	308	775	1,177	1,330	1,503	1,635	1,778	1,920	2,008
加和										12,570

永续增长率

2.50%

终值

60,169

折现后的终值

12,108

总企业价值

24,678

净债务(22财年)

-1,711

股权价值

26,388

股数(百万股)

1,453

每股价值(港元)

21.1

股价(港元)

18.2

上涨空间

16.3%

资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

估值比较

	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上升空间	市值 (百万美元)	交易 量 (百万美元)	企业价值/EBITDA (x)		市盈率 (x)		股权回报率 (%)		EPS CAGR (%)	股息率 (%)	
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	21-24E	2022E	
餐饮 - 中国															
百胜中国	9987 HK	中性	46.1	48.0	4.1%	19,428	129	15.4	9.2	52.1	29.9	5.1	8.3	13.3	0.7
百胜中国	YUMC US	中性	362.0	374.3	3.4%	19,436	13	15.4	9.2	52.1	29.9	5.1	8.3	13.3	0.7
海底捞	6862 HK	买入	16.0	21.2	32.2%	11,376	37	16.0	9.3	117.5	18.9	7.7	35.2	(212.4)	0.2
九毛九	9922 HK	买入	18.2	21.1	16.2%	3,364	24	20.1	10.8	77.0	30.3	9.2	20.5	49.0	0.3
海伦司	9869 HK	未评级	16.6	n.a.	n.a.	2,673	7	20.7	10.4	56.8	25.3	10.4	18.6	n.a.	0.6
奈雪的茶	2150 HK	未评级	6.1	n.a.	n.a.	1,331	2	11.0	5.7	141.6	29.4	(0.6)	6.5	n.a.	-
呷哺呷哺	520 HK	未评级	3.5	n.a.	n.a.	486	2	3.8	2.7	34.3	12.3	4.7	12.5	n.a.	0.9
中位数						3,018	10	15.7	9.3	66.9	27.4	6.4	15.6	13.3	0.4
餐饮 - 国际															
麦当劳	MCD US	未评级	254.0	n.a.	n.a.	187,838	676	19.1	17.9	25.9	23.8	(118.5)	(96.1)	5.6	2.2
星巴克	SBUX US	未评级	83.6	n.a.	n.a.	95,869	732	19.1	16.5	29.0	24.2	(48.9)	(49.6)	7.0	2.4
达登餐饮公司	DRI US	未评级	121.4	n.a.	n.a.	15,041	149	13.1	12.2	15.7	14.1	46.3	51.3	0.1	3.9
达美乐比萨饼	DPZ US	未评级	399.3	n.a.	n.a.	14,328	214	22.6	20.5	31.4	26.5	(11.2)	(6.5)	10.4	1.1
中位数						55,455	445	19.1	17.2	27.4	24.0	(30.1)	(28.1)	6.3	2.3
调味品															
颐海	1579 HK	中性	24.2	审视中	n.a.	3,228	12	15.7	12.8	26.8	21.8	19.1	20.2	12.2	-
海天味业	603288 CH	未评级	84.9	n.a.	n.a.	58,243	93	43.4	36.9	51.4	43.5	27.2	26.9	17.4	0.9
中炬高新	600872 CH	未评级	35.8	n.a.	n.a.	4,224	95	28.0	23.9	38.4	32.6	16.4	17.0	9.8	0.9
千禾	603027 CH	未评级	16.4	n.a.	n.a.	2,324	42	35.1	27.3	52.1	39.8	12.8	14.7	29.3	0.6
恒顺醋业	600305 CH	未评级	11.8	n.a.	n.a.	1,751	25	37.0	29.7	68.9	49.3	7.5	9.8	37.4	0.8
天味食品	603317 CH	未评级	26.5	n.a.	n.a.	2,991	30	50.6	37.1	64.9	48.9	7.5	9.4	47.8	0.5
中位数						3,109	36	36.0	28.5	51.8	41.6	14.6	15.9	23.3	0.7

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测;

注: A/H股价基于2022年7月25日的收盘价; 海外股票基于2022年7月22日的收盘价。

财务报表

资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	445	572	648	830	922
使用权资产	1,216	1,444	1,490	1,658	1,671
与联营公司的投资	3	13	13	13	13
递延税项资产	87	82	82	82	82
其他非流动性资产	194	464	460	465	470
非流动性资产总值	1,945	2,576	2,693	3,048	3,159
库存	51	71	93	142	197
应收账款及预付款	293	409	520	795	1,104
其他流动性资产	673	738	738	738	738
银行结余及现金	1,844	1,342	1,711	2,618	4,156
流动性资产总值	2,862	2,559	3,062	4,292	6,195
资产总值	4,806	5,135	5,755	7,340	9,354
应付款项	348	370	351	485	742
租赁负债	317	391	502	680	860
银行借款	43	0	0	0	0
其他流动负债	41	44	63	98	140
流动负债	749	805	916	1,264	1,742
租赁负债	967	1,114	1,373	1,860	2,351
银行借款	-	-	-	-	-
递延税项负债	27	32	32	32	32
其他非流动性负债	3	47	47	47	47
非流动性负债	997	1,193	1,452	1,939	2,430
总负债	1,746	1,998	2,368	3,202	4,172
股本	0	0	0	0	0
储备	3,017	3,083	3,306	3,994	4,944
非控股权益	44	55	80	144	238
权益总额	3,060	3,138	3,387	4,138	5,182
权益与负债总额	4,806	5,135	5,755	7,340	9,354

现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	177	506	439	1,116	1,647
财务成本	35	61	89	121	0
应占联营公司溢利	8	-1	0	0	0
折旧与摊销	354	502	872	1,118	1,398
营运资金变动	28	-105	-152	-190	-108
其他	-19	27	0	0	0
已付所得税及其它	-12	-133	-101	-267	-405
经营活动现金流	571	856	1,148	1,897	2,533
资本支出	-281	-343	-970	-1,461	-1,497
出售资产所得款项	0	49	0	0	0
提取原到期日超过三个月的银行存款	-673	-63	0	0	0
其他	-129	-134	0	0	0
投资活动现金流	-1,084	-490	-970	-1,461	-1,497
已付股息	-58	-56	-71	-62	-156
股权融资	2,885	0	0	0	0
债务融资(偿还)	-178	-43	0	0	0
其他	-283	-689	0	0	0
融资活动现金流	2,365	-789	-71	-62	-156
净现金流	1,852	-423	107	375	879

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2,799	4,244	5,082	8,500	11,986
原材料及易耗品成本	-1,046	-1,537	-1,842	-3,098	-4,378
员工成本	-748	-1,057	-1,330	-2,137	-3,019
物业租金及相关开支	-50	-97	-115	-195	-275
折旧与摊销	-354	-502	-615	-895	-1,189
水电开支	-95	-132	-159	-267	-377
其他开支	-232	-331	-493	-671	-945
经营利润	275	588	528	1,237	1,802
财务成本	-67	-75	-89	-121	-155
应占联营公司的溢利/(亏损)	-8	1	0	0	0
其他收益(成本)	-22	-7	0	0	0
税前利润	177	506	439	1,116	1,647
所得税开支	-39	-134	-119	-303	-447
净利润	138	372	320	813	1,200
非控股权益	14	32	25	64	94
本公司拥有人应占利润	124	340	295	749	1,106
摊薄每股盈利(人民币)	0.09	0.23	0.20	0.52	0.76
每股股息(港元)	0.04	0.06	0.05	0.13	0.18

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	3.7%	51.6%	19.7%	67.3%	41.0%
毛利	2.3%	54.4%	19.7%	66.7%	40.8%
经营利润	-22.4%	113.9%	-10.1%	134.2%	45.7%
净利润	-24.5%	174.0%	-13.3%	154.1%	47.6%
每股盈利	-43.8%	155.6%	-11.8%	154.1%	47.6%
利润率					
毛利率	61.5%	63.2%	63.3%	63.2%	63.2%
经营利润率	10.1%	14.1%	10.5%	14.7%	15.1%
净利润率	4.6%	8.1%	5.9%	8.9%	9.3%
流动性					
应收账款天数	15.1	15.3	16.9	14.2	14.6
库存天数	11.0	7.2	8.1	6.9	7.1
应付账款天数	57.9	42.6	35.7	24.6	25.6
现金周转天数	-31.8	-20.0	-10.7	-3.5	-4.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	322	494	136	368	1,107
净负债率	-58.8%	-42.8%	-50.5%	-63.3%	-80.2%
股息分配比率	39.3%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%
回报分析					
ROE	7.9%	11.1%	9.2%	20.5%	24.8%
资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.3	1.4
净利润率	4.6%	8.1%	5.9%	8.9%	9.3%
财务杠杆	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
ROA	2.6%	6.6%	5.1%	10.2%	11.8%
估值倍数					
P/E	173.5x	67.9x	77.0x	30.3x	20.5x
P/B	7.1x	7.2x	6.7x	5.5x	4.4x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

附录

管理层履历

管毅宏，52岁，集团行政总裁兼董事会主席

- 管先生2005年创建了集团。2005年8月起，管先生担任公司的附属公司广州九毛九的行政总裁。自2005年8月起至2019年5月担任广州九毛九董事会主席且自2019年5月起一直为广州九毛九的执行董事。
- 管先生于1990年获得天津纺织工学院的企业管理学学士学位。

李灼光，39岁，集团首席财务官兼副总裁

- 李先生自2013年起一直担任广州九毛九的财务总监，并于2015年10月至2019年5月担任广州九毛九董事兼董事会秘书。
- 曾自2012年4月至12月在天基房地产开发(深圳)有限公司担任副财务总监，自2005年6月至2012年4月担任毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)的经理。
- 他是中国注册会计师协会会员。李先生于2005年7月毕业于中山大学，获得英语学士学位。

崔弄宇，47岁，副总裁兼执行董事

- 自2014年12月以来，崔女士一直担任广州九毛九的人力资源总监，并自2018年11月至2019年5月担任广州九毛九董事。自2020年以来获得委任为集团副总裁。
- 崔女士曾于2013年至2014年担任国际快餐加盟品牌麦当劳(中国)有限公司的高级品牌经理，自1997年至2012年在广东三元麦当劳食品有限公司担任运营经理。
- 崔女士于1996年自广州大学获得秘书及公共关系高级文凭。

何成效，44岁，执行董事

- 何先生自2017年11月起担任公司附属公司太二餐饮总经理。他亦获委任为本集团的副总裁，自2020年5月起生效，并获委任为本公司附属公司九毛九(广州)控股有限公司董事。
- 何先生曾于1999年7月至2013年11月在三元麦当劳工作。他离开三元麦当劳前曾担任运营经理。
- 何先生于1999年毕业于广东外语外贸大学，主修国际金融。

付丹伟，47岁，信息技术总监

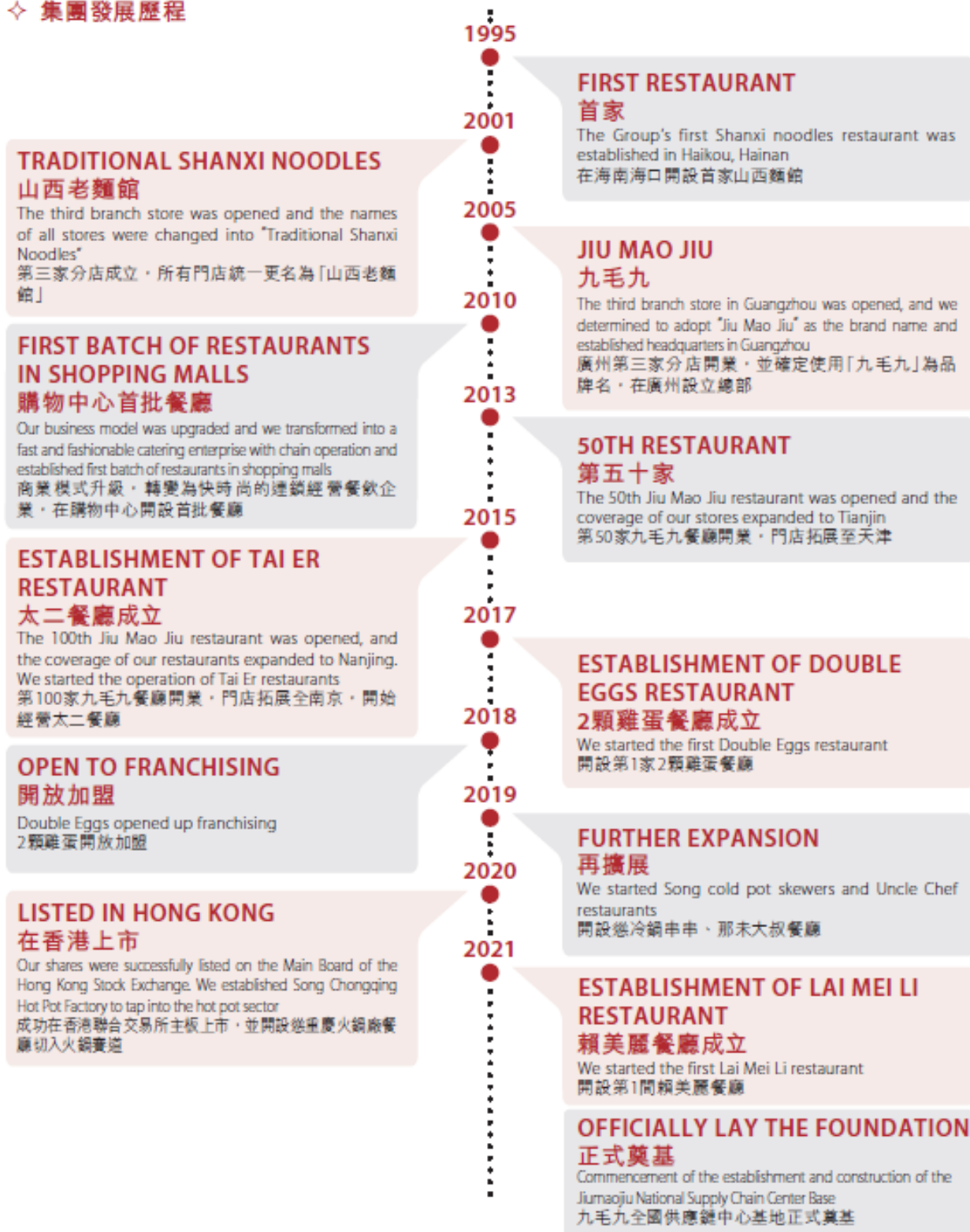
- 付先生于2015年至2017年担任深圳市恒波商业连锁股份有限公司的技术总监。2013年6月至2014年8月，他于麦当劳(中国)有限公司担任信息技术经理。于2011年11月至2012年12月，他于华为技术有限公司担任高级经理。
- 付先生于1995年毕业于湖北工学院，获得电子工程学士学位。2002年获得中南民族大学法学硕士学位。

胡中华，42岁，开发总监

- 2008年9月加入公司；自2014年1月起一直担任广州九毛九开发总监，主要负责监督本公司的餐厅扩张及发展。
- 胡先生于2003年毕业于湖南建材高等专科学校。

图表84: 公司发展历史

◇ 集團發展歷程



资料来源: 公司数据、招证(香港)预测

ESG 研究

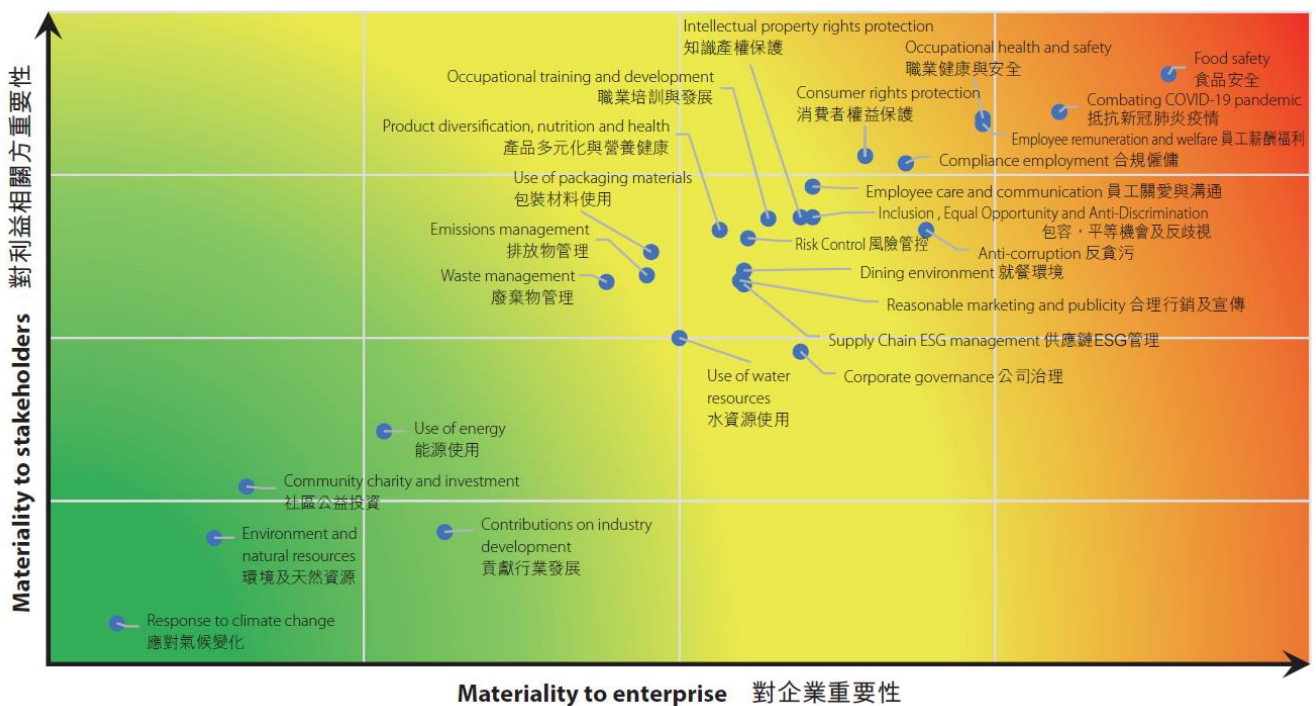
九毛九非常重视ESG问题，在业务运营中识别了26个关键ESG问题，包括食品安全、抗击新冠、职业健康与安全、职业发展、废物处理等。

集团坚信可持续发展的管理模式能够为股东、客户、员工、社区、合作伙伴等利益相关者创造长期价值和利益，并将可持续发展理念融入日常运营。

公司持续监控和提升环境、社会、管制等方面的表现，为长期稳健发展提供了保障。

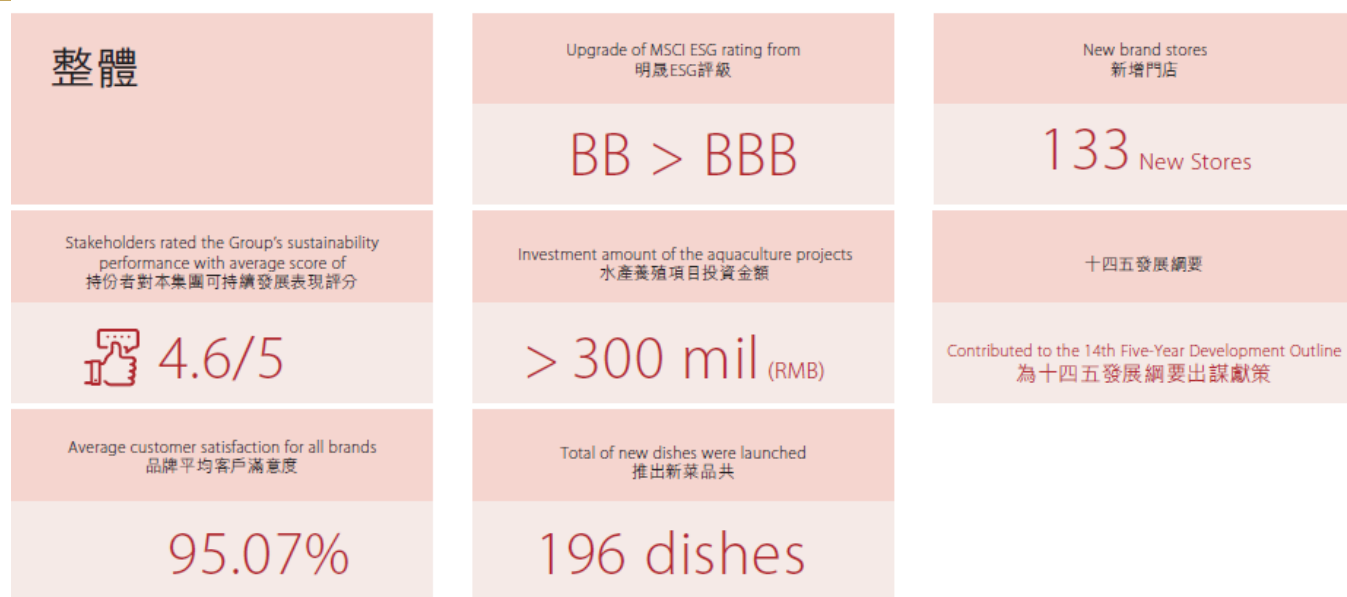
图表85: 九毛九2021年ESG议题

2021 Materiality Matrix of ESG Issues of Jiumaojiu
九毛九2021年ESG議題重大性分析矩陣



资料来源: 公司报告, 招证(香港)

图表86: 九毛九的整体ESG表现总结



资料来源: 公司报告, 招证(香港)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有