

中国零售 China Retail

麦当劳：快餐龙头何以跨越餐饮生命周期？

McDonald's: How does the fast-food leader leapfrog the restaurant life cycle?

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贝泰妮	Outperform	丸美股份	Outperform
珀莱雅	Outperform	重庆百货	Outperform
永辉超市	Outperform	奈雪的茶	Outperform
稳健医疗	Outperform	中青旅	Outperform
小商品城	Outperform	家家悦	Outperform
安克创新	Outperform	天虹股份	Outperform
迪阿股份	Outperform	步步高	Outperform
泡泡玛特	Outperform	红旗连锁	Outperform
王府井	Outperform	雍禾医疗	Outperform
孩子王	Outperform	爱婴室	Outperform
老凤祥	Outperform		
周大生	Outperform		
海伦司	Outperform		
华熙生物	Outperform		
富森美	Outperform		
良品铺子	Outperform		

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

麦当劳是全球最大的连锁餐饮企业，2021 年在全球有限服务餐饮业市占率达 12%，2021 财年末总市值超过 1997 亿美元。麦当劳优质产品与极致标准化的协同作用是其跨越餐饮生命周期的必要条件，而“房产+餐饮”特许经营制度是其把握时代机遇实现美国迅速扩张、国际全面布局的有效手段。

发展历程。①全球霸主地位发展历程：初创期（1940-1954）、成长期（1955-1966）、扩张期（1967-2002）、调整期（2003-2014）、再创业期（2015 至今）。②财务指标及估值水平复盘：收入层面，2000-13 年收入 CAGR 为 5.37%，之后营业收入逐年回落，主因特许经营店面占比扩大；利润层面，2015-21 年特许经营店面数量占比由 81.5%增至 93%，毛利率由 45%持续提升至 65%；现金流层面，2010-21 年经营活动现金流/净利润维持在 107-144%，截至 2020 年公司在全球市场范围内拥有 55%的土地以及 80%的餐厅建筑所有权，奠定特许经营制度坚实基础的同时带来稳健的现金流；估值层面，1991-2021 年历史估值中枢约为 21x P/E，P/E 水平主要受到基本经营面、管理战略面、外部环境因素共同驱动。

核心驱动。

市场层面：屹立行业发展潮头，动态紧跟市场潮流。①需求端：汽车普及率提升、“婴儿潮”、女性就业率提升等因素促进餐饮业发展。汽车普及率在 1940-80 年由人均登记 0.2 辆提升至 0.7 辆，“婴儿潮”年均净增人口数达到 281 万（1930-1946 年年均净增仅 115 万），而女性就业率在 1963-90 年期间，由 34.7%提升至 45.5%。②供给端：冷冻技术的实现削弱了季节周期对食物保存情况的影响，提高了餐饮业的原材料选择范围，从而推动餐饮业尤其是常需使用冷冻食物的快餐业的发展。③企业端：积极发现和抓准顾客需求转变点，针对性改进与升级产品服务使得麦当劳在穿越八十余年时代变迁之后仍然受到广大消费者青睐。

门店层面：优质产品+高度标准化+特许经营制度。①核心理念：公司在不断迭代发展中形成的 QSCV 经营理念（即品质、服务、清洁、价值）贯穿于麦当劳门店经营的每一个细节之中。②门店经营能力：经典产品保障麦当劳拥有庞大客群，创新产品则使其持续保持市场活力与拓展潜力；同时基于麦当劳多年经营获得的经验，其总结的精细标准化经营体系成功对抗了快餐业不同店面难以统一的困难。③特许经营制度：麦当劳创立“地产+餐饮”特许经营模式全面打通利润通道，加盟商、供应商、员工三方长期共存共荣。基于 2016-21 年特许经营店面占比提升扩大，租金收入占比由 25%提升至 36%，加盟授权费占比由 13%提升至 20%。

供应链层面：原料采购精细统一，物流配送完善高效。①原料采购深度合作：麦当劳打破行业惯例，通过严格管控养殖牛肉、土豆的生产过程，带来经久不衰的优质原料供应。②合作理念开放透明：麦当劳供应商体系风险共享、合作共赢，遵循“体系第一”原则。1960-80 年代，麦当劳利用 25 年时间将自身餐厅后厨的备餐人员输出到提供食材的食品加工厂，伴随供应商一起成长，打造标准化供应链体系。

人才层面：人力资源系统完善，评估透明激励多样。①培训体系完善，管理以人为本：麦当劳用人注重实干，其开创的汉堡大学等培训体系贯穿职业生涯，晋升机制公平公开，公司与员工实现共同成长。②公开透明、激励多样的评估与保障体系：麦当劳评估体系完善，激励与保障方式多样，有效促进员工工作积极性。

借鉴：对中国餐饮业发展启示。①扎根优质赛道，标准化降本增效。②完善供应链管理，加强质量把控。③打造经典产品，保持创新活力。④面对危机积极调整，与时俱进，巩固企业核心优势。

风险提示：全球疫情持续扩散、行业竞争格局恶化、食品安全管控难度提高。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

高频数据跟踪专题：东方甄选人气峰值创新高，海南航班受损（Dongfangzhenxuan record popularity peak, Hainan flights damaged）（16 Aug 2022）

Presentation: 高频数据跟踪专题：东方甄选自营 GMV 占比提升，怂火锅七夕再迎小高峰（Dongfangzhenxuan's self-operated GMV proportion accounted increase, Song hotpot reach small peak on Qixi Festival）（10 Aug 2022）

Presentation: 高频数据跟踪专题：东方甄选户外直播有突破，怂火锅新店表现优（Dongfangzhenxuan's outdoor live breakthrough, Song hot pot new restaurant well-performed）（7 Aug 2022）

汪立亭 Liting Wang
liting.wang@htisec.com

许樱之 Yingzhi Xu
yingzhi.xu@htisec.com

1. 麦当劳：全球快餐霸主，餐饮连锁标杆

麦当劳是全球最大连锁餐饮企业，拥有超过 80 年的历史，主要售卖汉堡包、薯条、炸鸡、汽水、冰品、沙拉等快餐食品，其简洁现代的金色拱门是全球最著名的 LOGO 之一。根据 Euromonitor 数据，2021 年麦当劳在全球餐饮业市占率达 3.9%，全球有限服务餐饮业市占率达 12%；根据凯度 Brand Z 测算，2021 年麦当劳的品牌价值超过 1549 亿美元，是当年 Brand Z 全球最具价值品牌排行榜前十强中唯一的餐饮服务企业，同时也连续 14 年排名前 10 名。截至 2021 年底，全球有超过 4 万家麦当劳餐厅，每天为 100 多个国家和地区超过 6900 万顾客提供高品质的食品与服务。尽管麦当劳 2020 年营业收入受疫情影响有所下降，但其凭借出色的战略调整强势反弹，2021 年营业收入达到 232 亿美元，同比增长 20.9%，较 2019 年增长 8.7%，2021 财年末总市值亦突破 1997 亿美元。

在资本平台愈发完善、行业整体对食品安全和服务质量控制逐步加强的环境下，餐饮连锁化率正在稳步提升。然而考虑到餐饮行业人力资源密集、产品迭代迅速、服务属性明显等特征，伴随迅速的门店规模扩张而来的往往不仅是公司所希望的业绩提升，更是产品质量把控、人力资源管理等方面进一步加大的难度。在餐饮行业连锁化率提升的大趋势之下，如何兼顾规模扩张速度、高服务质量与高顾客满意度是所有餐饮企业面临的共同难题。因此在这篇报告中，我们通过梳理海外连锁餐饮龙头麦当劳的发展历史、财务指标以及深入分析其从创立以来严格执行“标准化”而形成的“麦当劳体系”，从而为中国餐饮公司的未来发展路径提供借鉴。

1.1 全球霸主地位发展历程

根据 Bloomberg、麦当劳各国官网及其 1984-2021 年度报告，我们综合相应时间节点的重大事件与企业生命周期理论，将麦当劳超过 80 年的发展历程分为五个阶段：初创期（1940-1954）、成长期（1955-1966）、扩张期（1967-2002）、调整期（2003-2014）、再创期（2015 至今）。麦当劳不同发展阶段的企业战略都有其鲜明特征，亦受其外生时代因素与内生经营因素的影响，而正是在一次次制度创新、结构调整、策略变更中，麦当劳得以成为历史上最成功的餐饮连锁企业之一。

第一阶段初创期：把握机缘，诞生萌芽（1940-1954）。在 1940 年的美国加利福尼亚州圣贝纳迪诺，麦当劳兄弟在创建以其家族姓氏命名的餐厅“Dick and Mac McDonald”后，通过精简餐品品类、革新汽车餐厅模式、推出 15 美分的招牌优质汉堡等方式优化整体供餐水平，引入“Speedee”快速度服务系统打造现代“快餐厅”原型。创新的餐厅经营模式让两兄弟收获成功，并开始通过出售特许经营权的形式进行扩张。1954 年，Multimixer 奶昔搅拌机推销员雷·克罗克由于业务的关系首次拜访麦当劳兄弟，并在不久之后成为餐厅特许经营权的代理中介。

第二阶段成长期：体系渐成，初露锋芒（1955-1966）。1955 年，克罗克于伊利诺伊州的德斯普兰斯开设了他的第一家麦当劳餐厅，在美国本土不断扩张的过程中改善管理结构与门店经营模式，逐渐发展成为当今独具麦当劳特色的“地产+餐饮”特许经营制度。未来的麦当劳总裁及首席执行官弗雷德·特纳于 1956 年被聘为该店的烤架操作员。品质、服务、清洁、价值（QSC&V）理论于 1957 年正式成为公司宣言，成为麦当劳企业文化及宗旨的重要组成部分。**1961 年，克罗克以 270 万美元买断了麦当劳餐厅的经营权**，同年建设了第一座汉堡大学培训加盟商以保证店面的标准化运作。随着公司体系日渐完善、经营情况积极向好。麦当劳于 1965 年在纽交所成功上市，为日后国际化扩张提供了坚实基础。

第三阶段扩张期：迅猛增长，全球扩张（1967-2002）。克洛克和特纳敏锐捕捉麦当劳品牌巨大的发展潜力，推行高速扩张战略，并着手开拓海外市场。麦当劳于1967年首次将餐厅开在美国以外的市场——加拿大和波多黎各，正式拉开麦当劳向国际市场发展的大幕，并于1967-2002年期间先后进入澳大利亚、日本、德国、西班牙、中国台湾、墨西哥、俄罗斯、中国大陆、越南等超过110个国家和地区。其门店数量从1968年的1000家上升到2002年的31108家，CAGR为10.6%；其中，第1000家餐厅于1968年在伊利诺伊州的德斯普兰斯开业，第5000家餐厅于1978年在日本藤泽市开业，第25000家餐厅于1999年在芝加哥开业。然而，这一阶段全球范围过热的门店扩张速度、连续的投资收购事件、日益松弛的标准化制度、失败的创新经历等因素共同导致产品与服务质量下滑、同店销售额和利润水平持续下降。**4Q02，公司经历上市后首次季度净亏损。**

第四阶段调整期：遏制过热，返璞归真（2003-2014）。2003年推出“胜利计划”，旨在从五大驱动因素——人员、产品、地点、价格和促销方面出发，将顾客体验放在首位，通过增强店面服务水平、控制费用支出、革新餐品细类三大维度改善公司的财务状况。该计划于执行当年就有所成效，并通过随后数年持续的努力，扭转了此前品牌的颓势并重返强劲发展势头。同时，“i'm lovin' it”成为麦当劳首次全球统一的广告和品牌宣言。

第五阶段再创业：战略重整，迈向未来（2015至今）。2015年推出“重整计划”，重新划分业务板块，分派主管负责营运，并在多国开放特许经营以此提高加盟店占比。2017年开始实施以客户为中心的“加速发展计划”，以改造现代化门店、加强外卖服务和加速数字化程度三大“加速器”推动未来业绩增长。在2020年疫情冲击后，推出“加速拱门计划”，旨在运用科技力量适应后疫情时代、加强顾客数字化体验、巩固规模优势。2021年麦当劳经营数据出色，全年营业收入达到232亿美元，相比2020年、2019年同期分别增长20.9%、8.7%，净利润达到75.5亿美元，相比2020年、2019年同期分别增长59.5%、25.2%，证明了该战略调整有效性的同时为公司在后疫情时代的发展打下坚实基础。

表1 麦当劳发展历程（1940年至今）

	时间点	事件
第一阶段 初创期 (1940-1954)	1940年	理查德·麦当劳与莫里斯·麦当劳兄弟（Richard and Maurice McDonald）在美国加利福尼亚州的圣贝纳迪诺创建了“Dick and Mac McDonald”餐厅，成为今日麦当劳餐厅的原型
	1948年	麦当劳兄弟减少餐品品类并主推较为廉价的汉堡，引入“Speedee”快速度服务系统，简称“快餐厅”
	1954年	Multimixer 奶昔搅拌机推销员雷·克洛克（Ray Kroc）拜访麦当劳兄弟
第二阶段 成长期 (1955-1966)	1955年	克洛克于伊利诺伊州的德斯普兰斯开设了他的第1家麦当劳餐厅，成为麦当劳的特许经营商之一
	1956年	弗雷德·特纳（Fred Turner）被聘为克洛克麦当劳餐厅的烤架操作员，后成为公司总裁、首席执行官
	1957年	品质、服务、清洁、价值（QSC&V）理论于1957年正式成为公司宣言
	1959年	公司在威斯康辛州开设了第100家餐厅
	1961年	克洛克以270万美元买下整个麦当劳品牌，并建设了第一座汉堡大学培训加盟商以保证不同店面的标准化运作
第三阶段 扩张期 (1967-2002)	1965年	基于日渐成熟的“地产+餐饮”特许经营制度，公司成功在纽交所上市（MCD.N）
	1967年	在加拿大开设第一家国际餐厅，开启全球扩张之路
	1968年	在伊利诺伊州的德斯普兰斯开设了第1000家餐厅
	1978年	在日本藤泽市开设第5000家餐厅
	1985年	进入泰国、意大利、卢森堡、墨西哥等国
	1993年	世界上第一家 McCafé 在澳大利亚维多利亚州的墨尔本开业
	1998年	在美国推出“Made-For-You”系统
	1999年	在美国芝加哥开设了第25000家餐厅
第四阶段	2002年	2002年Q4，公司首次季度净亏损
	2003年	推出“胜利计划（Plan to Win）”，暂缓扩张门店数量进度，将重心转向提升现有店面业绩及其客单量；

调整期
(2003-2014)

“I’m lovin’ it”成为麦当劳首次全球统一的广告和品牌宣言

第五阶段
再创期
(2015 至今)

2015 年

推出“重整计划 (Turnaround Plan)”，重组其全球业务，未来四年将把特许经营餐厅比例提升至 95% 同年推出麦当劳早餐业务

2017 年

推出“速度增长计划 (Velocity Growth Plan)”，增强数字化能力和技术普及程度，加速在美国部署“未来体验”餐厅，制定新的 3 年股东现金回报目标以及财务目标

2020 年

疫情冲击后，推出“加速拱门计划 (Accelerating the Arches)”，其中 MCD 三大增长支柱包含市场营销最大化 (Maximize our Marketing)、专注核心菜单 (Commit to the Core) 以及双倍投入“3D”(Digital, Delivery and Drive Thru)

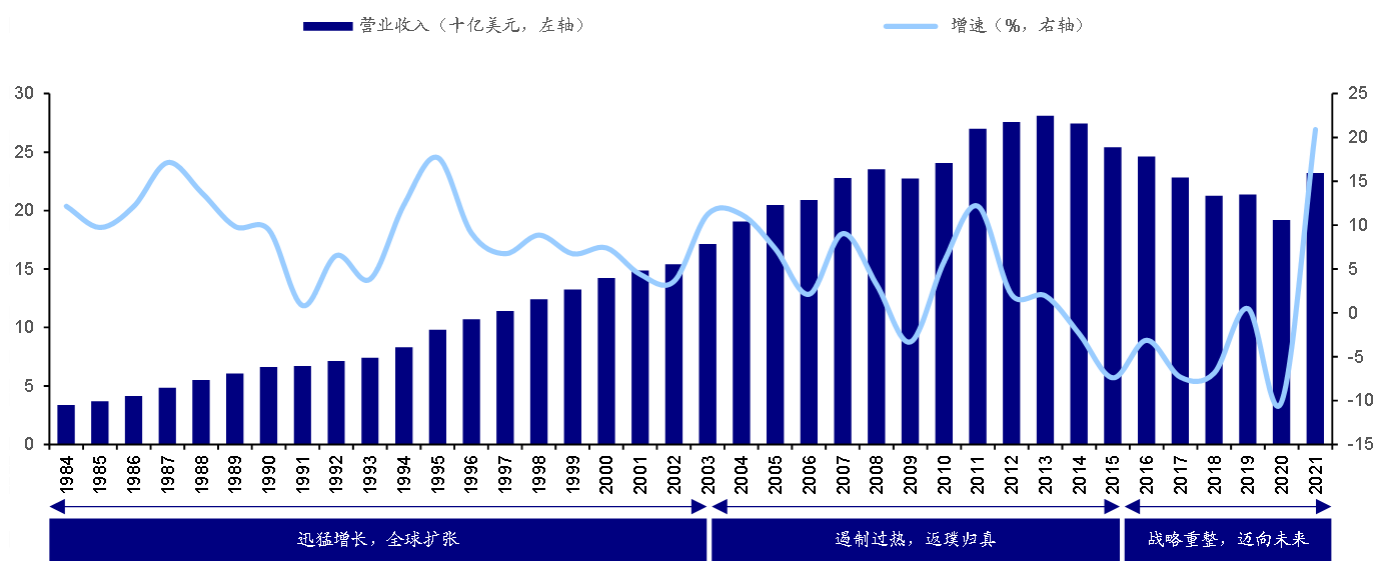
资料来源：Bloomberg，麦当劳 1984-2021 年度报告，麦当劳官网，中国新闻网，《Vision, Values, and Courage: Leadership for Quality Management》，The Economist，HTI

表 2 麦当劳部分并购及投资历程

年份	并购及投资事件
1996	收购意大利专门经营汉堡的连锁品牌 Burghy Restaurant Chain
1998	收购墨西哥快餐连锁品牌 Chipotle 少数股权，并持续加大投资
1999	全资收购披萨连锁品牌 Donatos Pizza
1999	全资收购休闲餐厅连锁品牌 Boston Market
2001	收购英国连锁快餐品牌 Pret A Manger
2002	出售连锁咖啡品牌 Aroma Ltd 至 Italian Coffee Holdings Ltd
2003	出售 Donatos Pizza Inc
2003	出售餐饮企业管理技术供应商 eMac Digital LLC
2005	出售视频租赁公司 Redbox Automated Retail LLC 部分股权
2006	Chipotle Mexican Grill 股份有限公司上市后麦当劳出售全部股权退出
2007	出售 Boston Market
2009	出售 Redbox Automated Retail LLC 剩余股权
2017	出售麦当劳中国业务至中国中信集团与美国凯雷投资集团

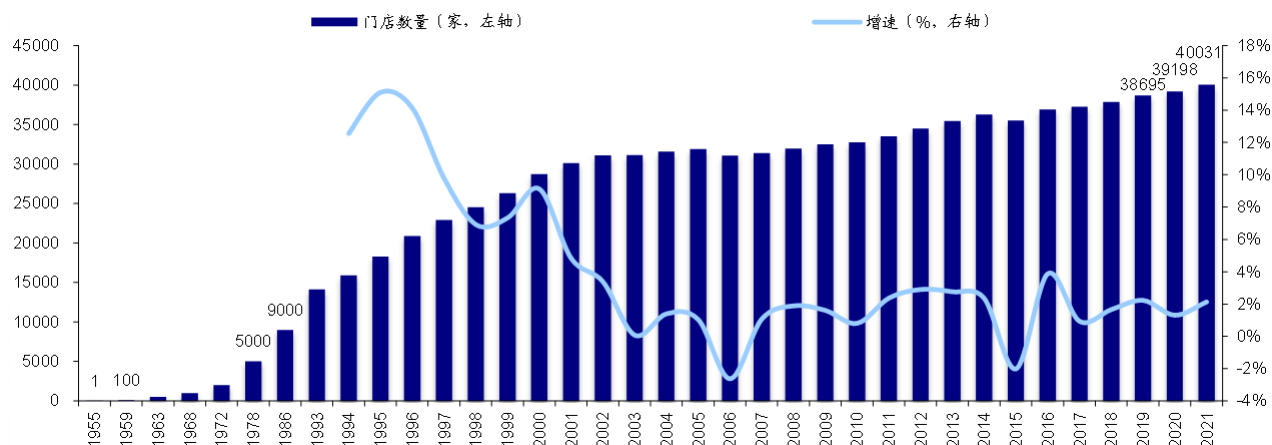
资料来源：Bloomberg，HTI

图1 麦当劳不同发展阶段相对应的营业收入及其增速（1984-2021 年）



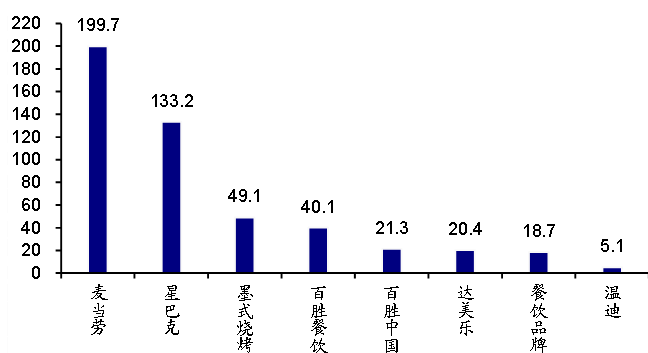
资料来源：Bloomberg，HTI

图2 麦当劳历史店面数及其增速（1955-2021年）



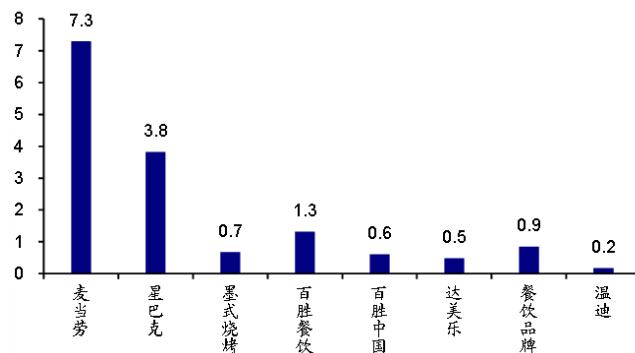
资料来源：Bloomberg, HTI

图3 全球餐饮企业市值规模比较（2021年，十亿美元）



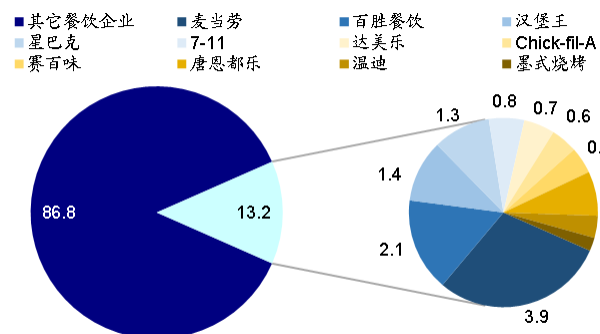
资料来源：Bloomberg, HTI

图4 全球餐饮企业净利润比较（2021年，十亿美元）



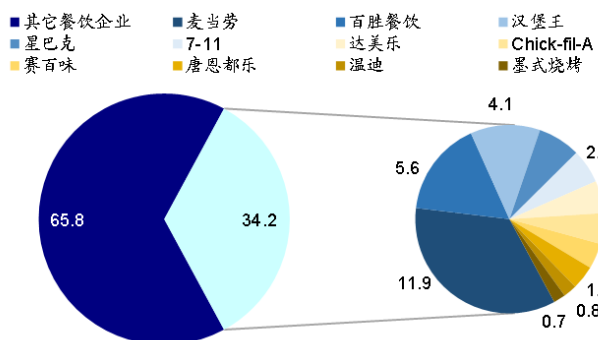
资料来源：Bloomberg, HTI

图5 全球餐饮企业市占率（2021年，%）



资料来源：Euromonitor, HTI

图6 全球有限服务餐饮企业市占率（2021年，%）



资料来源：Euromonitor, HTI

1.2 财务指标及估值复盘

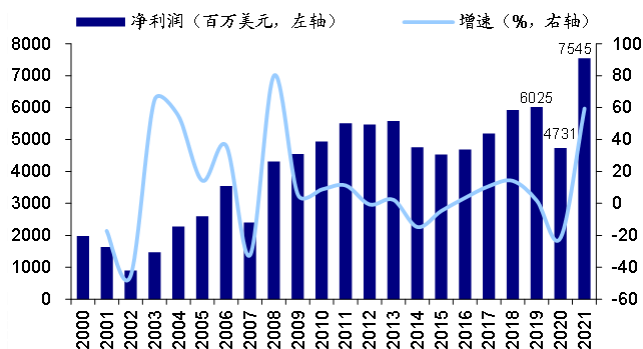
1.2.1 收入利润波动增长，自由现金流稳步提升

收入端：竞争加剧、经营模式转变导致回落，疫情期间及时战略调整强势反弹。麦当劳在 2013 年以前维持稳定的增长，2000-2013 年 CAGR 为 5.37%，之后营业收入逐年回落，以下事件影响了营业收入：**①餐饮业竞争加剧**：主要体现在单店客流量减少，前 CEO 伊斯特布鲁克称：“餐饮行业的增长近乎停滞，任何餐厅客流量的增加都是以其他餐厅的减少为代价”。**②降价策略在美国失败**：麦当劳推出的 1 美元菜单并没有为公司带来更多的客流量。**③食品安全问题显现**：2014 年，上海福喜过期肉事件引发了对食品安全问题的关注，因此摊薄的每股收益相应降低 0.23 美元。**④重整计划的实施**：2015 年起，重整计划的实施要求公司进一步扩大特许经营店面占比，而在特许经营的业务模式下，加盟店只上交租金并与麦当劳进行利润分成，由此加盟店收入不再进入公司收入口径，营业收入随之下滑。**④加速拱门计划的实施**：2020 年末提出的加速拱门计划在 2021 年公司经营数据中展现出其卓越的成效，随着公司加强营销力度，专注核心菜品，进一步投入数字化、外卖、汽车餐厅三方面，2021 年麦当劳营业收入达到 232 亿美元，相比 2020 年、2019 年同期分别增长 20.9%（近 5 年来最高水平）、8.7%。

利润端：持续波动，整体优化。2014 年麦当劳利润端受挫原因除中日供应商的安全问题外，也因外国税务管辖区下级税务法院裁定过往税收准备金增加所致，这些因素致使摊薄每股收益相应降低 0.31 美元。启动重整计划后，2015-20 年麦当劳特许经营模式下的店面数量占比由 81.5%增至 93%，毛利率由 45%持续提升至 64%，净利率由 18%持续提升至 25%。2020 年，由于国际市场受疫情影响严重，即便美国本土的积极业绩对于海外市场的受挫表现有所抵消，公司总体销售额仍然明显下降，净利率同比减少 1.6pct。2021 年随着加速拱门计划的实施，公司经营情况强势反弹，净利润达到 75.5 亿美元，相比 2020 年、2019 年同期分别增长 59.5%、25.2%；毛利率达到 65%，净利率达到 32%，二者均为历史最高点。

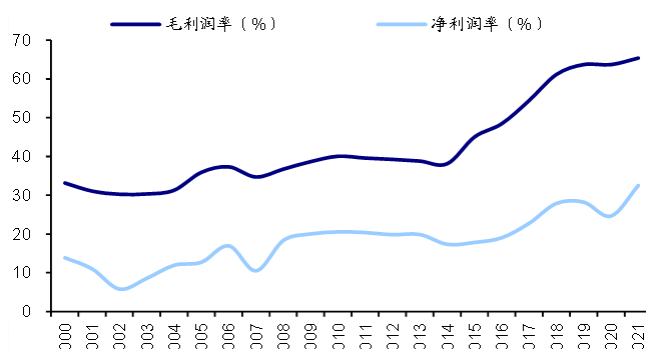
现金流：运营带来稳健现金流，资本性投资活跃。公司运营带来的稳健现金流拥有悠久的历史，良好的信贷能力、充足的自由支配资金使其资本市场支出活跃，具体事件体现在资本性支出、债务偿还、支付股息和股票回购等。**经营性现金流**：2010-21 年经营性活动现金流/净利润维持在 107-144%。2017 年经营现金流同比减少 5.08 亿美元，原因是美国所得税支付的增加和其他营运资本变化抵消了经营业绩的改善。**投资性现金流**：2017 年投资活动提供的现金总额为 5.62 亿美元，同比增长 15 亿美元，主因出售公司在中国大陆和中国香港的业务相关收益。2019 年投资活动的现金总额为 31 亿美元，同比增长 6.16 亿美元，主因对房地产实体 Dynamic Yield 和 Apprentice 的战略收购，部分被较低的资本支出所抵消。2020 年麦当劳在全球市场范围内拥有的土地/餐厅建筑所有权分别为 55%/80%，较 2011 年分别同比增 10pct/10pct。**融资性现金流**：2005 年与 2015 年融资性现金流入主因净债务增加，2016 年融资性现金流出主因净债务减少，2020 年融资性现金流出减少主因回购库存股计划的暂停。

图 7 麦当劳净利润及增速（2000-2021 年）



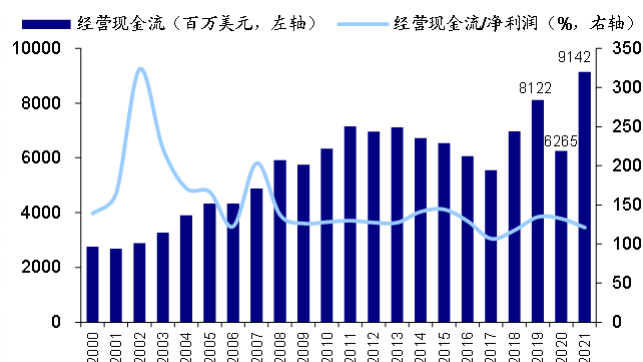
资料来源：Bloomberg, HTI

图 8 麦当劳净利润率及毛利润率（2000-2021 年）



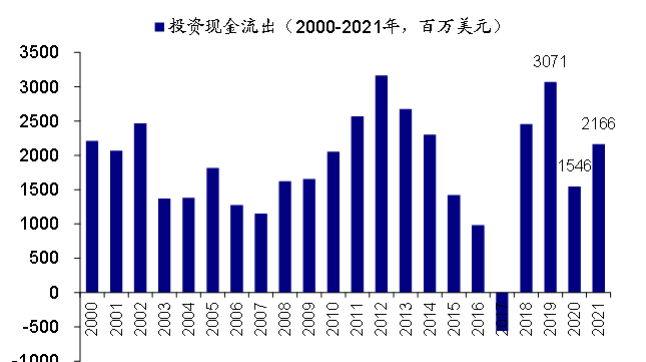
资料来源：Bloomberg, HTI

图 9 麦当劳经营性活动现金流（2000-2021 年）



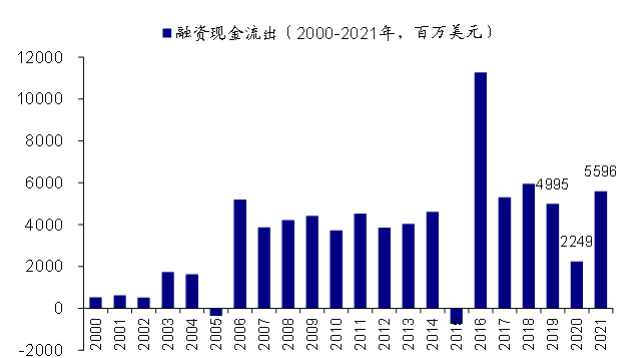
资料来源：Bloomberg, HTI

图 10 麦当劳投资性活动现金流出（2000-2021 年）



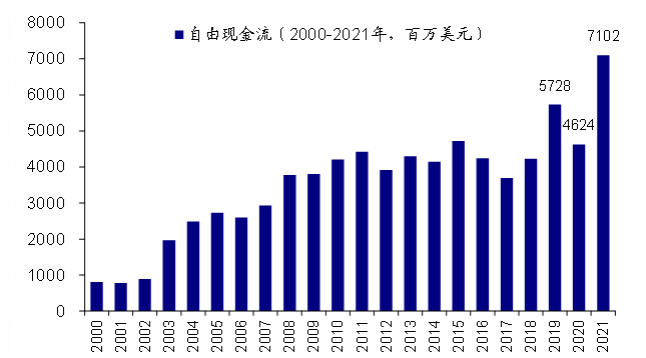
资料来源：Bloomberg, HTI

图 11 麦当劳融资性现金流出（2000-2021 年）



资料来源：Bloomberg, HTI

图 12 麦当劳自由现金流（2000-2021 年）



资料来源：Bloomberg, HTI

麦当劳领先同业，净利率杠杆优势明显。考虑到疫情影响，我们对 2020、2021 年的财务指标进行杜邦分析。①净利率：疫情前后麦当劳净利率均高于同业企业。②总资产周转率：麦当劳前期购置投资的固定资产规模较大，温迪快餐非流动资产占比同样很高，其总资产周转率与麦当劳相当，其他餐饮企业总资产周转率均高于这两家企业。③权益乘数：麦当劳、百胜餐饮、达美乐披萨净资产为负值，主要因为这些公司通过回购股票及对股息的支付已经超出股东对公司出资。④ROE：2007-2014 年麦当劳的 ROE 维持在 30.1%-45.4%，而后公司进行了大量回购，使其 2015 年至今的总股东权益均为负值，ROE 也由正转负。2020-2021 年温迪快餐、墨式烧烤的

ROE 均在范围 19.2%-40.6% 内，属于经营状况良好的公司；而麦当劳、百胜餐饮、达美乐披萨净资产为负，ROE 难以反映其经营状况；海底捞由于在受到疫情影响的同时做出较大战略调整，2021 年出现经营亏损，ROE 由正转负。⑤ROIC：2021 年麦当劳 ROIC 低于达美乐披萨、百胜餐饮、墨式烧烤，高于温迪快餐、海底捞，处于行业中游水平，并且在 2020 年受到疫情冲击也未明显下滑，表明麦当劳综合盈利能力表现良好。

表 3 麦当劳杜邦拆分对标同业企业（2020-2021 年）

	麦当劳		百胜餐饮		达美乐披萨		温迪快餐		墨式烧烤		海底捞	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
净利率（%）	24.6	32.5	16.0	23.9	11.9	11.7	6.8	10.6	5.9	8.7	1.1	-10.1
总资产周转率（倍）	0.4	0.4	1.0	1.1	2.8	2.7	0.3	0.4	1.1	1.2	1.2	1.5
权益乘数（倍）	-6.2	-8.6	-0.7	-0.7	-0.4	-0.4	9.4	10.3	3.0	2.9	2.3	3.1
ROE（%）	-59.0	-121.4	-11.4	19.4	-14.6	-13.6	22.1	40.6	19.2	30.2	3.0	-45.9
ROIC（%）	17.0	24.9	33.6	55.2	64.8	60.8	3.6	6.0	19.2	30.2	2.5	-27.8

资料来源：Wind，HTI

表 4 麦当劳股票回购与 ROE/ROA 变化情况（2008-2021 年）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润（亿美元）	43.1	45.5	49.5	55.0	54.6	55.9	47.6	45.3	46.9	51.9	59.2	60.3	47.3	75.5
回购金额（亿美元）	39.2	28.0	27.0	33.6	26.2	17.8	32.0	61.0	111.7	46.9	52.1	49.8	9.1	8.5
总股东权益（亿美元）	133.8	140.3	146.3	143.9	152.9	160.1	128.5	70.9	-22.0	-32.7	-62.6	-82.1	-78.2	-46.0
ROE（%）	30.1	33.2	34.5	37.9	36.8	35.7	33.0	45.4	191.9	-189.8	-124.4	-83.3	-59.0	-121.4
ROA（%）	14.9	15.5	15.9	16.9	16.0	15.5	13.4	12.5	13.6	16.0	17.8	15.0	9.5	14.2

资料来源：Bloomberg，Wind，HTI

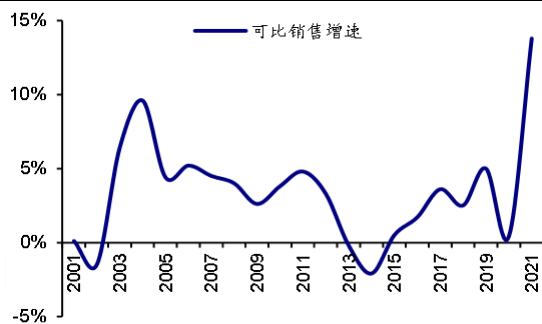
1.2.2 回购库存股推动 EPS 上涨，良好现金流助推估值攀升

基本经营。麦当劳在 1983-1995 年以来总收入保持不断增长，2001-2002 年美国市场可比销售收入增速不断缩水，而后公司自 2003 年以来扭转了经营的颓势，公司连续 4 年盈利使得市值进一步上升。2014 年由于销售额、营业收入、客流量等财务指标的下跌，公司市值也应声而跌。好在 2015 年以来特许经营门店比例的提升、经营模式的调整、中国麦当劳经营业务的出售等事件改善了公司的利润状况，使得麦当劳 EPS 稳定上升。

管理战略。1968-20 世纪末，公司采取积极的扩张战略进行全球布局，具体包含通过展店以扩张快餐市场、并购餐饮企业以试水非快餐食品市场等战略选择。在 1997-1998 年间，公司推出的“Made-For-You 为您定做”计划出现战略决策失误。在 2003-2010 年间，公司推出的“胜利计划”对业绩的提升起到了立竿见影的效果，同时健康沙拉、McCafé 麦咖啡等产品的推出拉动消费者需求、促使其经营大幅好转，在此期间的估值相对稳定。而后鉴于 2014 年令人失望的业绩与上一次战略失误的经验，公司于 2015 年迅速推出“重整计划”，通过调整加盟战略、提升单门店经营效率、加强数字化与外卖服务等等措施保证了利润率上升，进而推动 EPS 增长。其在 2017 年与 2020 年分别提出的“速度增长计划”与“加速拱门计划”着重于改善顾客体验并适应市场环境变化，均取得了良好的成效。

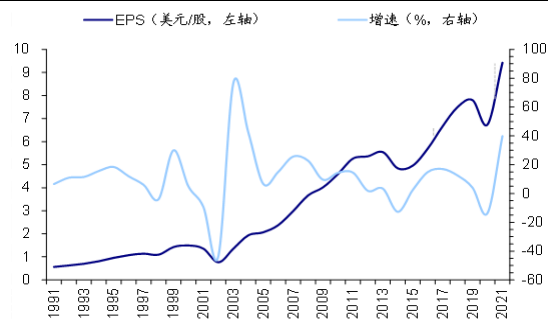
外部环境。互联网泡沫危机、并购浪潮、金融危机、中国禽流感事件、乌克兰俄罗斯危机、税收裁决不利、福喜事件、中美摩擦导致的价格战恐慌、COVID-19 疫情等事件均通过暂时影响总体市场环境使得麦当劳的市值短期内震荡波动。

图 13 麦当劳可比销售增速（2001-2021 年，%）



资料来源：麦当劳 2001-2021 年度报告，HTI

图 14 麦当劳 EPS（1991-2021 年）



资料来源：Bloomberg，HTI

图 15 麦当劳 TTM P/E 历史走势及事件图（1991-2021 年，倍）

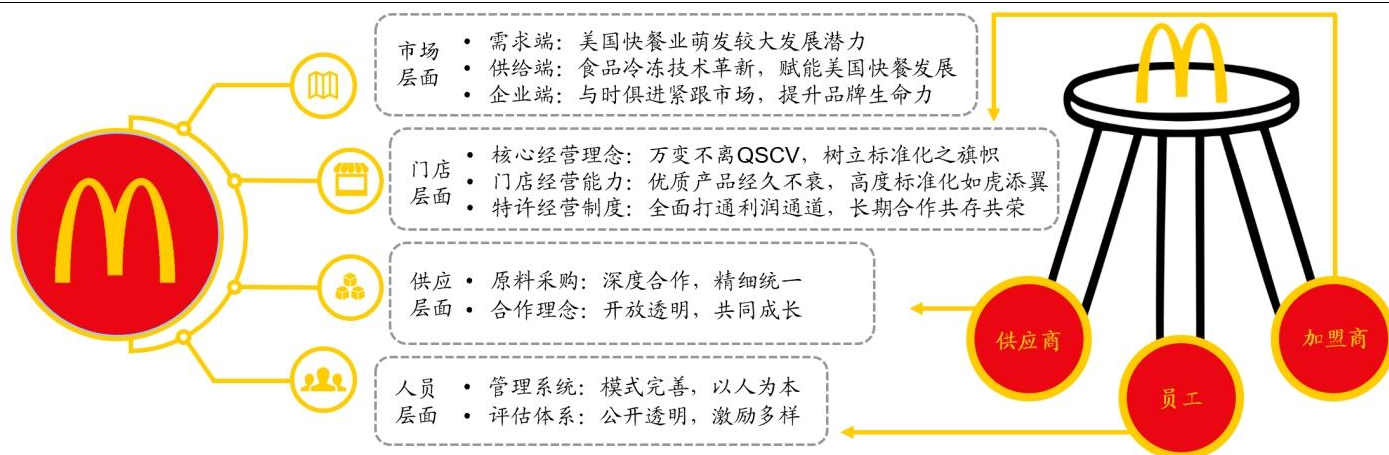


资料来源：Bloomberg，麦当劳 1984-2021 年度报告，麦当劳官网，HTI

2. 发展核心驱动因素

麦当劳发展成为当今连锁餐饮龙头的原因不仅在于 20 世纪中后期利好快餐业发展的各类市场因素，还在于其自身门店、供应链、人员三个层次的高效协同。而这恰是雷·克罗克提出的**三角凳理论**：发展依赖于**特许经营者、供应商、员工及其管理团队**的共同努力。门店层面以精细标准化为原则采用特许经营全面铺开，供应链层面匹配餐厅需求与供应商共存共荣，人员层面高效协同可持续发展，三方凝聚为一个利益整体，鼎力合作推动每一家餐厅的进步。

图 16 麦当劳发展核心驱动因素拆解及其三角凳理论



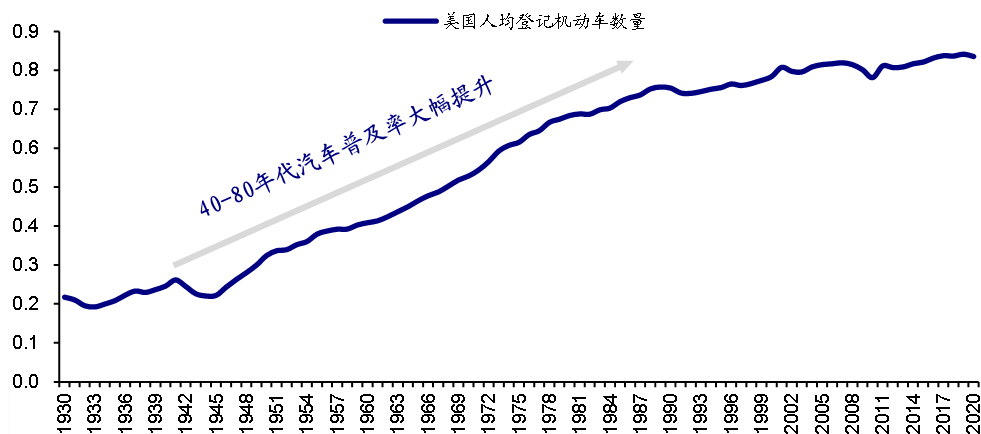
资料来源: 麦当劳中国官网, HTI

2.1 市场层面: 屹立行业发展潮头, 动态紧跟市场需求

2.1.1 需求端: 美国快餐业萌发较大发展潜力

汽车普及率提升促进汽车餐厅兴起, 助推快餐行业快速发展。二战后, 美国汽车普及率不断攀升, 1940 年美国人均登记机动车数量仅为 0.2 辆, 而 1980 年则增长到了人均 0.7 辆, 我们认为汽车使用的普及使得人们乘车出行时用餐的需求不断扩张, 用餐方便性和快速性要求逐渐提升、对餐品精致程度的要求略微降低, 进而从消费需求层面促进了汽车餐厅及快餐餐饮模式蓬勃发展。汽车餐厅 (Drive-thru) 凭借其可以开车出入通过车窗付款领餐、省时便捷、价格亲民、服务精简等特点在这一时期逐步兴起。

图 17 美国人均登记机动车数量（1930-2020 年，辆/人）



资料来源：CEIC，Wind，HTI

图 18 麦当劳汽车餐厅



资料来源：麦当劳官网，HTI

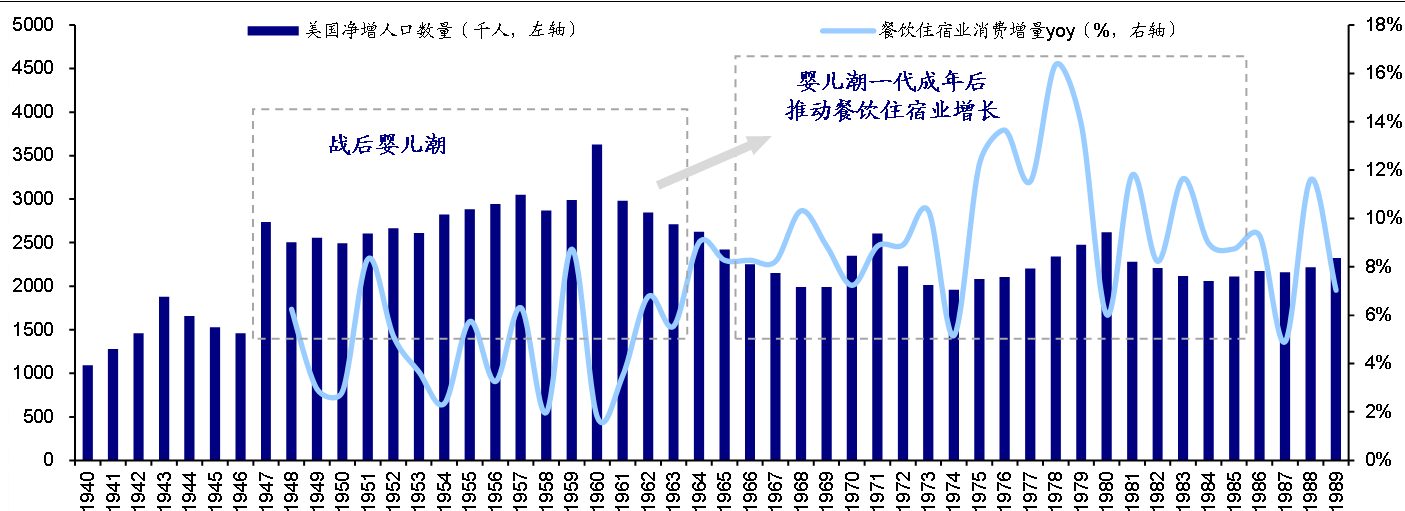
图 19 室内正餐模式快餐厅



资料来源：FSR Magazine，HTI

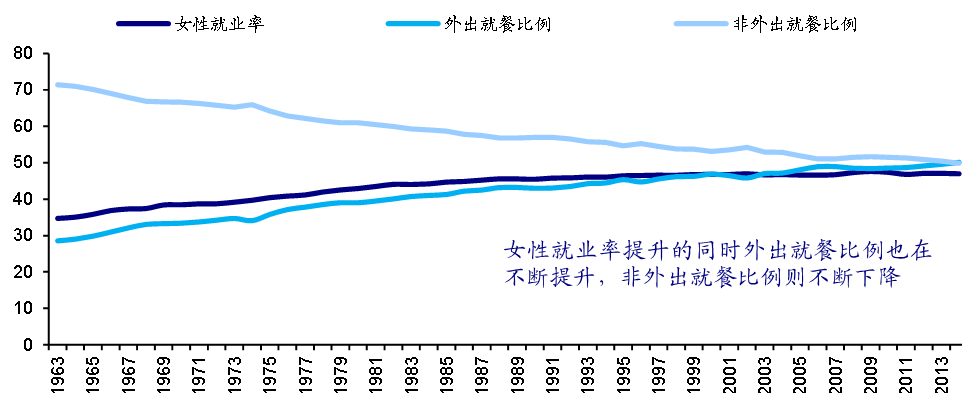
二战后“婴儿潮”以及女性就业率的提升拉动在外就餐需求，从而推动餐饮业发展。①**婴儿潮**：伴随二战后美国经济复苏，之后二十年内美国出生率显著提升，1947-1964 年年均净增人口数量达到了 281 万（1930-1946 年年均净增人口数量仅为 115 万）。婴儿潮一代成年后，随即成为美国餐饮行业的重要消费力量和劳动力，进一步推进形成了 20 世纪 70 年代中后期美国餐饮业的黄金发展期。②**女性就业率**：在 1963-1990 年期间，美国女性就业率由 34.7% 提升至 45.5%，同期美国外出就餐比例由 28.6% 上升至 43.0%，女性就业率的提升使得人们相比在家做饭更倾向于在外就餐，同样促进了美国餐饮业的发展。

图 20 二战后美国婴儿潮推动社会餐饮消费发展



资料来源：Wind, HTI

图 21 美国女性就业率与消费者外出、非外出就餐比例（%）



资料来源：U.S. Bureau of Labor Statistics, 美国农业部, HTI

2.1.2 供给端：食品冷冻技术革新，赋能美国快餐发展

美国当今众多的知名快餐品牌均成立于上世纪 70 年代及以前，充分享受了快餐业高速发展带来的时代红利。据知支之餐饮支持微信公众号，山德士于 1952 年开出第一家授权经营的肯德基餐厅，1968 年门店数量扩张到 863 家；必胜客 1958 年首店开业，1966 年门店数量扩张到 145 家；唐恩都乐 1950 年首店开业之后的到 1963 年展店达 100 家；Wendy's 的第一家门店始于 1969 年，而 1976 年其门店数超过 500 家，3 年后 1979 年门店数已超过 1500 家。

表 5 美国知名连锁餐饮品牌创立时间和门店发展速度

名称	门店发展速度
肯德基	1952 年开放了第一家特许加盟店，1968 年已经拥有近 900 家门店并于 1969 年于纽约证券交易所挂牌。
麦当劳	门店数从 1957 年的不足 50 家店开到 1960 年的超 200 家，1965 年麦当劳上市，截止到 1970 年已有超 1500 家门店。
必胜客	1958 年第一家门店正式开业，截止 1966 年门店数近 150 家。
Wendy's	第一家门店始于 1969 年，1976 年门店数量超 500 家，并且进军了加拿大，1979 年门店数量超 1500 家。

资料来源：知支之餐饮支持微信公众号，HTI

冷冻技术的发展使得美式快餐在最大程度保证口感的基础上实现大规模采购和运输食品原材料的可能。1930 年，通用食品公司开始在美国麻省开设零售店，大规模出售速冻食品，被认为是速冻食品零售的开端。1948 年 WRRL 启动的时间-温度及耐受度研究计划测试了 50000 多种动植物产品样本在速冻后的变化。1957 年该计划第一批成果发布，为速冻食品业界提供了理论基础，大大的改善了速冻食物业界的开发进度。19 世纪 60 年代前后，伴随着航天科技的发展，冷冻技术进步为冷冻干燥技术；伴随着真空包装业的进步，食品的可储存温度大幅提高，大大加速了速冻食品的流通。这些技术的实现削弱了季节周期对食物保存情况的影响，提高了餐饮业的原材料选择范围，促进了餐饮业供应链的显著改善，推动了餐饮业尤其是常需使用冷冻食物的快餐业的发展。目前，麦当劳的冷冻设备由 Prince Castle 等多家公司提供，冷链运输设备由 HAVI 等多家公司提供。

图 22 冷冻设备供应商之一：Prince Castle



资料来源：Prince Castle 与麦当劳合作书，HTI

图 22 冷链运输提供商之一：HAVI



资料来源：Truck Bus News，HTI

2.1.3 企业端：与时俱进紧跟市场，积极提升品牌生命力

时刻紧跟需求转变的步伐，针对性升级产品与服务。①转型快餐以适应市场需求：麦当劳兄弟从汽车餐厅起家，在积累了长期的营运经验后，于 1948 年开始转型为“快餐”。公司随后精简菜单餐品至 9 项，推出招牌的 15 美分汉堡，为麦当劳日后在美国本土的推广创造口碑效应。②餐厅服务模式更新以适应时代特征：麦当劳在初期创立时便效仿白色城堡等快餐业先驱，第一时间引入流水线运作模式和全透明厨房，开始实验美式快餐的模式化。由于培养了消费者的“自助式”、减少了服务投入、改革为流水线透明备餐等因素，麦当劳在降低了备餐成本和服务成本后同时具备了“快速”和“低价”这两个日后模式化的特质。积极发现和抓准顾客需求的转变点，并且针对性的进行即时的产品服务转型与升级，使得麦当劳品牌在穿越八十余年的时代变迁之后仍然受到广大消费者青睐。

图 23 创新巨无霸产品捕获年轻一代味蕾



资料来源：麦当劳官网，HTI

图 24 麦当劳引入流水线和全透明厨房



资料来源：Mirror 网站，HTI

2.2 门店层面：经营模式高标准化，创新特许经营制度

麦当劳的经营理念、经营模式、经营制度三者紧密关联，其以 QSCV 经营理念作为宏观指导，在本身优质产品的基础上加以标准化的经营模式，而后利用时代红利主打创新的“地产+餐饮”特许经营制度。极度标准化与优质产品的协同作用是其成功跨越餐饮企业生命周期的必要条件，也是促进其成为龙头餐企的关键因素，而特许经营制度是其把握时代机遇期实现美国本土迅速扩张、国际市场全面布局的有效手段。

2.2.1 核心经营理念：万变不离 QSCV，树立标准化之旗帜

在麦当劳创立初期，创始团队就明确了自身的三个经营理念“QSC”，而后在不断的迭代发展中构成其完整的 QSCV 经营理念，即品质、服务、清洁、价值，该理念贯穿在麦当劳门店经营的每一个细节之中。恪守该原则保证消费者可以在不同门店享受同样高质量高水平的产品及服务、体验到同样清洁的环境与丰富的价值内涵，为麦当劳本身提供标准化的基础、构造标准化的参照物，以此指引所有门店向着同一方向进行改善。

表 6 麦当劳 QSCV 核心经营理念

名称	含义	阐释
Q (Quality)	高质量、高品质	麦当劳对原料的标准要求很高，体现在面包不圆、切口不平等不予销售，奶浆接货温度在 4 摄氏度以上的均退货，一片生肉饼要经过 40 多项质量控制检查等方面。对质量如此严苛的要求来源于麦当劳对顾客的承诺，即让顾客享受品质最新鲜、味道最纯正的食品，并由此建立起高度的信用与品牌价值。
S (Service)	优质服务	麦当劳提供的优质服务不仅包括销售人员对顾客的服务态度，还包括店铺建筑的舒适感、营业时间的方便性、外卖送达时间的严格把控等。其通过加强人员管理、长期内部培训、明细操作守则等多种方式提升服务质量，从而提高顾客满意度，增强店内用餐、外带打包、外卖配送体验。
C (Cleanliness)	卫生、清洁	“与其站着靠墙休息，不如起身打扫。”是麦当劳员工的信条，其操作手册中明确了清洁的涵盖范围、清洁任务的时间及分工安排、清洁物料的使用等具体内容，并且把清洁考核结果与清洁责任人的利益相挂钩，作为员工职位晋升、工资上涨的重要指标之一。
V (Value)	为顾客提供多重价值	麦当劳不仅让顾客享受到食物本身营养的价值，还通过提升服务质量、拓宽服务渠道、改善用餐环境等方式给予顾客附加的价值。鉴于现代消费者的需求趋向高品质化、高品位化、多样化，麦当劳不局限在已有的产品上，而会积极调整战略以适应社会环境和公众需求的变化，重视开发商品的新价值。

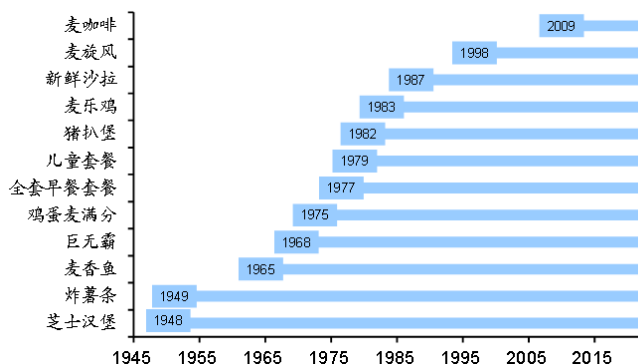
资料来源：麦当劳官网，方云梅《麦当劳的成功管理经验对我国企业的启示》，HTI

2.2.2 门店经营能力：优质产品经久不衰，高度标准化如虎添翼

麦当劳自创立以来就将完美主义根植在品牌理念之中，而门店经营层面经久不衰的优质产品和极致的标准化原则成为了该内在要求的外在表达。经典产品保障麦当劳拥有庞大客群，创新产品则使其持续保持市场活力与拓展潜力；同时基于麦当劳耗费大量人力物力财力长期研发、结合多年经营获得的经验，其总结的精细标准化经营体系有效化解了快餐业不同店面难以统一的困难，由此实现了顾客在全球任何一家麦当劳都可以获得几乎统一口味、统一服务、统一用餐体验的奇迹。

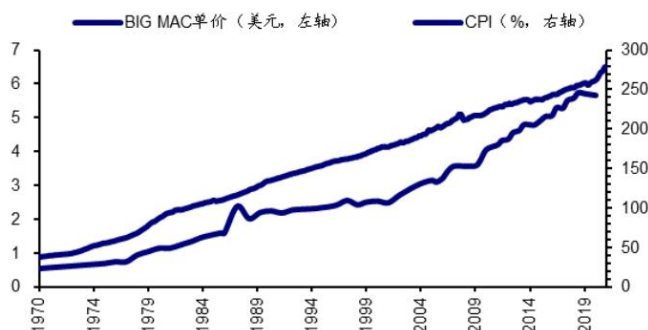
经典产品经久不衰。①**优质产品跨越生命周期，长期保持消费者热度：**麦当劳主打的芝士汉堡、薯条、巨无霸、麦香鱼等产品均有 50 年以上的历史，鸡蛋麦满分、猪扒堡、麦乐鸡等产品在推出时即刻受到消费者追捧并延续至今。②**高需求产品定价市场化，长期拥有客群基础：**麦当劳餐饮产品抗通胀能力较强，从 1970 年初到 2021 年初美国 Big Mac 单价由 0.55 美元上涨至 5.19 美元，同期美国 CPI 则从 37.9% 上涨至 262.23%；同一经典产品在世界不同市场定价与当地消费水平相当，保障其世界范围内标准化的可能。

图 26 麦当劳经典产品推出时间



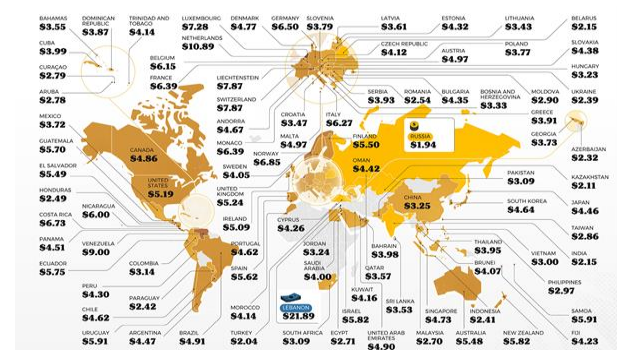
资料来源：Business Insider 援引 Thrillist Daily, HTI

图 27 美国 Big Mac 单价与美国 CPI 指数对比



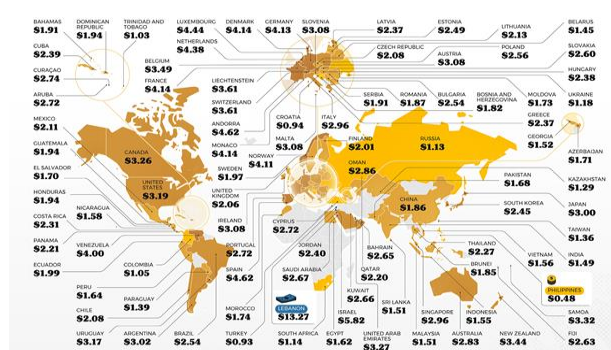
资料来源：经济学人，美国劳动统计局，HTI

图 28 各国 Big Mac 销售单价（2021 年，美元）



资料来源：Expensivity 援引麦当劳各国官网，HTI

图 29 各国大薯条销售单价（2021 年，美元）



资料来源：Expensivity 援引麦当劳各国官网，HTI

推陈出新永不止步。克罗克坚信对已有产品的完善和对新产品的研发是吸引顾客、提高销售额的不二法门。①特许加盟商接近市场，产品创新具备先天优势：如何使新产品精准匹配顾客需求的同时仍保持高标准化水平是麦当劳推陈出新的难点，而特许加盟商更接近顾客、更需要新产品来充实当地市场，同时具备创新优质产品的条件与动机，其对于麦当劳创新餐品的贡献不容忽视。最早的例子出现在以罗马天主教徒为主要人口的辛辛那提地区，经营商卢·格罗恩创新鱼肉三明治打开了天主教徒周五斋戒日的市场，并带动了一周中其余几日的汉堡销售增长，两年内其销售额因鱼类产品的加入而增长了 30%，而后受到启发和鼓舞的经营商们纷纷投入到新产品研发中，相继创新了巨无霸、大薯条、鸡蛋蛋满分等明星产品。②全球化过程中积极本土化，因地制宜创新产品：麦当劳在中国针对早餐推出了豆浆油条、正餐推出了桂林酸笋板烧鸡腿堡、甜品推出了杨枝甘露麦旋风等具本土特色的餐品，在法国推出了奢侈版的双层芝士汉堡、克罗克麦克多等与当地传统食物相关的餐品，在泰国为大量的素食者推出了 McVeggie 素食汉堡。诸如此类与当地传统食物、节日习俗相关的餐品为麦当劳融入当地市场作出了较大贡献。

表 7 特许经营商研发产品（部分）

产品名称	特许经营商	时间	地区
麦香鱼	路易斯·格罗恩	60 年代	美国辛辛那提
巨无霸	吉姆·德利加迪	1967 年	美国匹茨堡地区
鸡蛋蛋满分	赫布·彼得森	1972 年	美国圣巴巴拉
三叶草奶昔	哈罗德·罗森	不详	美国康涅狄格州恩菲尔德
热苹果派	利顿·科克伦	1970 年	美国南加州
大薯条	戴夫·沃勒斯坦	1972 年	美国
开心乐园套餐	迪克·布拉姆斯	1979 年	美国堪萨斯州

资料来源：彭剑锋等《标准化的偏执狂：金色拱门背后的麦当劳》，HTI

表 8 麦当劳产品在国际化过程中注重本土化创新

国家	创新产品	推出年份	产品图例	推出目的
日本	芝士胜利汉堡 Chicken Katsu Burger	2009		芝士胜利汉堡是一种裹着面包屑的鸡肉汉堡，用生姜调味，符合日式口味，适应日本消费者市场。
法国	克罗克麦克多 Croque McDo	2010		两块圆形面包中只夹有芝士和火腿，以当地传统食物法式热吐司（Le croque-monsieur）为原型，口感酥脆，深受法国当地人喜爱。
新西兰	奇异果汉堡 Kiwiburger	2011		为宣传该国举办 2011 年橄榄球世界杯推出了特别的“猕猴桃菜单”，以迎合当地橄榄球世界杯热潮。
泰国	素食汉堡 McVeggie	2013		McVeggie 是一种全蔬菜油炸馅饼，由土豆、甜菜、豌豆和胡萝卜组成，上面撒上生菜和照烧酱，符合当地素食者的饮食需求。
英国	复活节麦旋风 Cadbury Creme Egg McFlurry	2013		吉百利奶油彩蛋是一种巧克力糖果，是一种复活节特色甜食。复活节麦旋风是一种在香草霜淇淋上加入吉百利奶油彩蛋而制成的麦旋风，迎合了当地人复活节吃彩蛋的节日习俗。
中国	谷物鸡肉麦鲜粥	2016		谷物鸡肉麦鲜粥中添加了薏米、红芸豆、燕麦、鸡蛋等食材，符合中式早餐的口味取向，从而拓宽麦当劳在中国的早餐市场。

资料来源：麦当劳官网，Japan Today，French Revolution Food，Business Insider，《Asian Models Of Entrepreneurship》，HTI

产品的标准化。①**明确各产品的品质特征**：在《麦当劳袖珍品质参考手册》中详细描述了薯条、各式汉堡、各类甜品的品质特征，并提供生产方法；②**提供各产品出现问题时的可能成因及其对策**：例如薯条过软问题有 8 种可能的成因，针对各成因皆记录了详细的对策；③**规范烹制流程**：就单个产品而言，烹制流程的要求包括但不限于暖机时间、烹调时间设定、滴油时间、温度设定、产品选择设定等；④**规范存储模式**：从接货温度到保存温度、第一储存期到第二储存期，麦当劳都用数字精准规定了存储要求。

表 9 麦当劳炸炉炸制时间、温度及设定（部分）

产品	暖机时间	烹调时间	滴油时间	温度设定	产品选择时间	最高限块数量
麦香鱼块 (粗裹粉)	45mins	3mins	5-10s	182°C (360°F)	FILT	8
麦香鸡块	45mins	3mins	5-10s	182°C (360°F)	McCK	6
麦辣鸡腿	45mins	4.5mins	5-10s	182°C (360°F)	SCKN	9
麦乐鸡块	45mins	3.5mins	5-10s	182°C (360°F)	McNG	一包或 48 块
麦辣鸡翅	45mins	6mins	5-10s	182°C (360°F)	McWN	25

资料来源：《麦当劳袖珍品质参考手册》，HTI

表 10 麦当劳薯条故障排除（部分）

成份/产品	问题	成因	对策
薯条	软/油腻/温 润	炸炉温度/时间设定不正确	尽快检查炸炉设置
		油脂过旧	检查及有需要时更换
		曾解冻及再次冷冻	于打烊后废弃、不可再冷冻
		产品折断	检查步骤
		回温时间不正确	检查回温时间
		产品挂在炉面时间过长	只需滴油 5-10 秒
		存放过量已包装的薯条	在中等营业额时段才存放少量已包装的中薯条
		存放过多薯条在生产区	薯条应该保持于冷冻状态

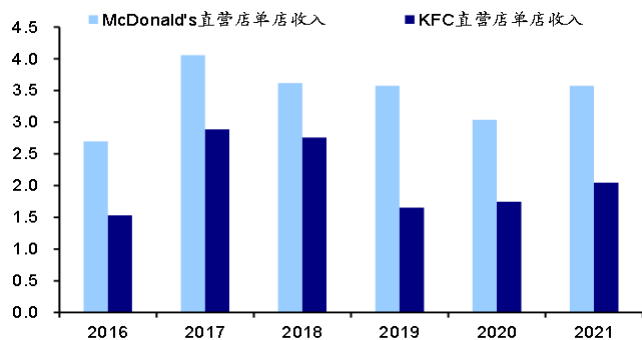
资料来源：《麦当劳袖珍品质参考手册》，HTI

服务的标准化。①**快速**：麦当劳要求柜台的单顾客服务时间不超过 90 秒，整体体验时间在 3 分 30 秒内（从顾客开始排队和走向柜台算起，到其取得点购的餐点为止）；②**准确**：柜台及汽车餐厅的供餐准确率一直是麦当劳重点关注的指标之一，根据 QSR 测算，2018 年麦当劳汽车餐厅的供餐准确率达到 92.9%，超过同期汉堡王的 90.9%、塔可钟的 91.5%、肯德基的 69.9%；③**友善**：通过将一套服务流程划分为欢迎、互动、呈递、欢送四个时刻，麦当劳在各时刻中都刻画了与顾客进行友善沟通的具体方法及事项，由此希望达成快捷服务与礼貌服务的平衡。

管理的标准化。①**环境清洁**：在“清洁工作不得干扰顾客”的最高准则下，麦当劳详细规范了营业前中后的清洁任务、区域、分工、细则，并把清洁考核结果作为人员绩效评定的重要指标之一；②**人员管理系统完善**：除了基本的培训、工资及工作表现、保险、纪律之外，麦当劳还将加班报酬、晋升机制、福利补贴等内容量化写入工作手册中，保证公开透明的同时也对员工形成激励。

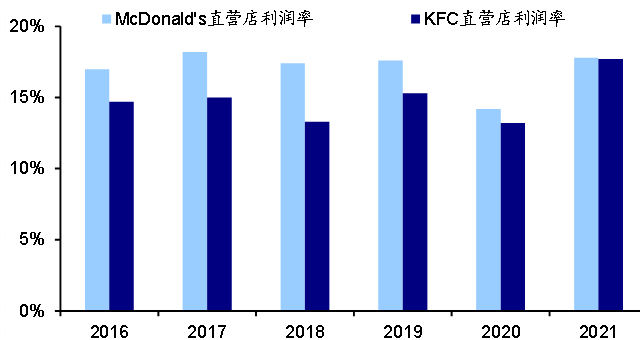
基于优质产品自身塑造的产品护城河，麦当劳通过高度规范产品、服务、管理三个层面，得以在规模扩张的同时减少不必要的人员培训成本、信息成本等，并且在单个店面显著增强其盈利水平与经营能力，具体反映在直营店单店收入、利润率等财务指标上。2016-2021 年麦当劳平均的直营店单店收入为 343 万美元，肯德基 210 万美元；同期麦当劳直营店餐厅平均利润率达 17.0%，相较肯德基 14.9% 的利润率高出约 2%。

图 30 麦当劳与肯德基直营店单店收入对比（百万美元）



资料来源：麦当劳与百胜餐饮 2016-2021 年度报告，HTI

图 31 麦当劳与肯德基直营店利润率对比



资料来源：麦当劳与百胜餐饮 2016-2021 年度报告，HTI

2.2.3 特许经营制度：全面打通利润通道，长期合作共存共荣

麦当劳特许经营的核心理念可以用两句话概括：第一，“经营商先赚钱，麦当劳再赚钱”；第二，“这是你的战斗，但你不是一个人”。

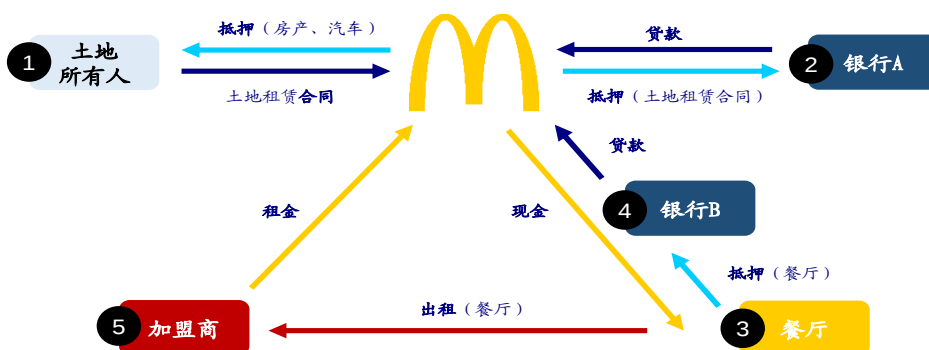
表 11 直营模式与四种主要加盟模式的优劣势分析

模式名称	模式特点	优点	缺点	案例
直营模式 (Chain Store)	由公司总部直接投资经营，所有权和经营权集中统一于总部，各直营连锁店实行标准化经营管理	由总部完全控制，易于统一经营和管理	对资金需求较大，运行成本较高，风险较大	海底捞、大米先生、乡村基、老乡鸡
委托加盟 (License Chain)	加盟商加入时只需支付一定费用，经营店面设备器材与经营技术皆由总部提供	风险很小，加盟主无须负担创业的大额费用，总部要协助经营也要承担经营的盈亏	店铺的所有权属于总部，加盟商自主性小，多数利润需要上交总部	全家等便利店
特许经营加盟 (Franchise Chain)	特许人给予加盟商人员训练、组织结构、经营管理、商品采购等方面的指导和帮助，加盟商向特许人支付相应的费用	利润较高，对于店铺的形式有部分的建议与决定权力	加盟商难以改变经营模式以适应市场或政策的变化	麦当劳（直营+加盟）
自愿加盟 (Voluntary Chain)	加盟商自愿采用同一品牌的经营方式，缴交加盟金后由总部教导经营的知识再开设店铺，并且负担所有的经营费用	加盟商可以获得全部利润，且无需完全听从总部的指示	总部负责任程度低，指导往往较为松散，门店经营品质不容易受到控制	部分奶茶店
免费加盟 (Gratis Chain)	总部不收取任何费用，加盟主要针对材料生产商和中小型企业，利益来源于以技术入股、销售原材料给客户获取利润	安全性高，可调性强	针对性很强，局限性很强	国内仅化工涂料行业有先例

资料来源：百度百科，加盟星援引 U88 加盟网，老乡鸡官网，Foodaily，HTI

“地产+餐饮”模式：发展初期，麦当劳先把自有固定资产抵押给土地所有人以此获得土地租赁合同，而后将土地租赁合同抵押至银行以获得建立餐厅的初期贷款；待餐厅建成后，麦当劳将餐厅抵押至银行获得贷款，以此支付土地租赁费用；同时，麦当劳将餐厅出租至加盟商，并使用加盟商缴纳的租金偿还银行贷款与土地租赁费用。

图 32 麦当劳初期“地产+餐饮”特许经营示意图



资料来源：彭剑锋等《标准化的偏执狂：金色拱门背后的麦当劳》，HTI 整理

这样颇为复杂的“地产+餐饮”特许经营制度之所以能从市场竞争中留存下来并发展壮大，在于三点超前意识与坚持。①**拒绝急功近利的敛财方式**：出售地区代理权会导致总部的控制力大大减弱，底层经营商面临经营费用高利润分成过低的问题，可能被迫放弃麦当劳品牌。②**严格把控加盟质量**：截至 22 年初，麦当劳已经在全球 100 多个国家和地区布局，向其中 22 个国家和地区开放特许经营权。申请特许经营权时，麦当劳对申请人调查的内容包含个人基本情况、家庭背景、商业经历、资产和收入状况、教育经历、法律的了解和遵守情况等，而后再通过财务审核及多轮面试考察后完成麦当劳官方组织的培训计划，缴纳一次性加盟费用，并在营业过程中按照店面位置及当月净销售额每月缴纳租金（占净销售额 11-17%，与餐厅位置有关）、服务费（占净销售额 4-5%）、营销费（占净销售额 4-5%）等。③**重新定义餐饮特许经营模式的价值**：克罗克认为，餐饮特许经营的本质不是借特许经营权向加盟店主收取高价加盟费和销售更多品类的高价设备，而是通过提供标准化、高质量产品来获得更有价值的客户口碑效应，增加加盟店收益。帮助加盟者经营成功、获得可观收益是特许经营授权者自己成功和收益持续增长的前提。

表 12 麦当劳餐厅全球特许经营加盟申请概览（部分）

国家	对申请特许经营者的要求	申请流程
英国	①参加至少 16 周的培训计划；②未支配资金占初期总投资的 25%，剩余的 75%投资可通过银行借贷；③每月缴纳：净销售额 5%的服务费，净销售额 4.3%的营销费用	提出申请、第一次面试、餐厅体验、第二次面试、小组访谈、全日制培训、训练、交接
德国	①一次性缴纳：加盟费 4.6 万欧元、餐厅内部装修 30.5 万欧元、设备 37.6 万欧元、信息技术费用 9.9 万欧元、广告装置 9.5 万欧元、户外设施 9.5 万欧元、招聘和培训费用 5 万欧元；②每月缴纳：根据麦当劳餐厅的位置支付净销售额的百分比租金、净销售额 5%的特许经营费、净销售额 5%的营销费用	提出申请、第一次面试、第二次面试、餐厅体验、小组访谈、培训、餐厅报价及谈判、交接
法国	①参加总时长约为 1600 小时的培训计划；②一次性缴纳：特许经营费用 4.5 万美元，有效期 20 年，必须来自未借用的个人资金；③每月缴纳：每月净销售额 4.0%的服务费、根据麦当劳餐厅的位置支付净销售额的百分比租金	提出申请、第一次面试、第二次面试、餐厅体验、小组访谈、培训、餐厅报价及谈判、交接

丹麦

①参加 10-12 个月的培训计划；②一次性缴纳：特许经营费用 4.5 万美元；③每月缴纳：租金（占净销售额 11-17%）、净销售额 5% 的服务费，净销售额 4.3% 的营销费用

提出申请、财务审核、第一次面试、餐厅体验、第二次面试、考核、商业计划书与小组访谈、最终面试、培训、餐厅报价及谈判、交接

资料来源：麦当劳各国官网，HTI

重新定义的特许经营模式特点包括：
①与受许人形成相互促进、互惠互利长期合作关系：受许人把麦当劳当作一份事业来进行管理，对于表现优良经营向好的受许人，其将拥有更多的特许分店，反之甚至会失去其受许人身份。
②提供资金和门店资源等关键生产要素：早期，麦当劳的加盟商往往不能提供土地费用和建筑装修费用。为此，麦当劳经营公司成立了房地产子公司。麦当劳向土地拥有者和建筑公司支付固定金额的租金，先租下合适的经营场地，投入资金装修改造后再转租给加盟商，以减少加盟商的现金流压力。后期，麦当劳经营公司甚至直接购买建筑，通常用加盟商的保证金支付首付，然后向土地所有人或银行贷款支付房产按揭，是最早的杠杆融资。
③提供更多的关键经营要素：麦当劳不仅仅出售专用设备和特许经营权，还为加盟商提供运营指导，包括成立麦当劳大学，输出餐厅经营 Know-How，帮助加盟店主选址、标准化服务、食品制作培训等，增加了加盟店主经营的成功率。

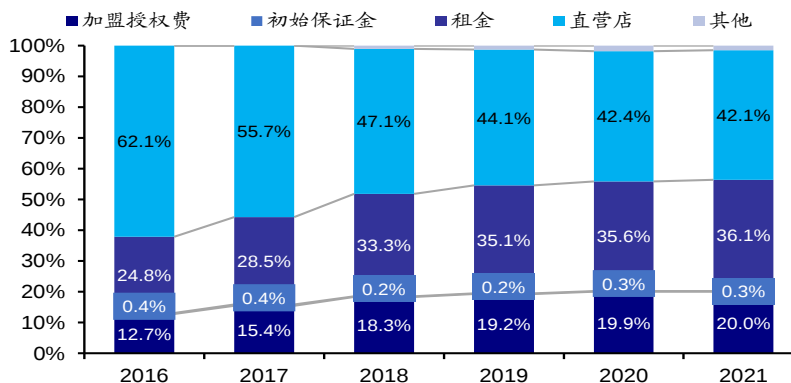
特许经营门店数量达 93%，利润率同向波动。
①门店数量方面：截至 2021 年底，麦当劳仍以其“地产+餐饮”传统特许经营模式为主要持有方式，年报中传统特许经营、合营、发展持牌人三种模式合并归于特许经营大类下，总计 37295 家门店，占总门店比例约 93%。
②收入来源方面：随着麦当劳加盟店数量的逐步提升，加盟模式收入所占总收入比重也显著攀升，其中 2016-21 年，租金收入占比从 25% 提升至 36%，加盟授权费占比从 13% 提升至 20%。2021 年，麦当劳来自加盟模式的收入达到 131 亿美元（其中租金收入 84 亿美元），直营模式收入则为 98 亿美元。
③利润率方面：数据显示，1990-2021 年三十余年现麦当劳总体营业利润率、净利率与加盟店占比同向波动。

表 13 麦当劳餐厅四种持有方式特点及现况

持有方式	特点	现况与案例
传统特许经营商	①经营商在形成符合当地顾客喜好的产品、服务上有先天的优势，更有动力去经营餐厅的事业。②总部购买土地租赁给传统经营商，可以保证经营商不会将餐厅挪为他用，并且有利于保证总部参与经营商的续项持续投资活动。③在与特许经营商合作的过程中，特许经营商的创新和经验可以推广到整个系统，将优秀的管理经验的效益最大化。	是最主要的经营方式，在美国本土尤为典型
合资的附属公司	①与当地企业合资成立新的附属公司，并由该公司拥有并经营麦当劳餐厅。附属公司在特定地区进行房地产和运营投资，麦当劳总部提供股本并按比例收取销售提成。②可以弥补麦当劳不熟悉当地市场的劣势，使得餐厅运营、建筑设计、装饰和产品开发更加富有本土特色，从而更加适应当地消费者需求。	麦当劳进入日本市场时采用合营模式，引入日本合资商（目前占股 50%），本土化的同时推广了麦当劳的一贯品质。
发展持牌人	①发展持牌人为麦当劳餐厅提供包括房地产在内的全部投资，麦当劳拥有一定比例的销售提成，并对建筑设计、操作流程和使用麦当劳商标保有决定权。②大大减少了麦当劳用于选址、地产购买和建筑的人力物力投入，为麦当劳节省了管理成本支出。	-
麦当劳直营	总部可以不断优化运营标准、营销理念，研发出新的产品并制定合适的价格战略，那些最有价值的经验将被推广到整个系统中。	截至 2020 年底，直营门店占比仅为 6.8%；然而中国麦当劳为保证产品质量，大部分门店均为自营，直至 2016 年将中国区业务出售。

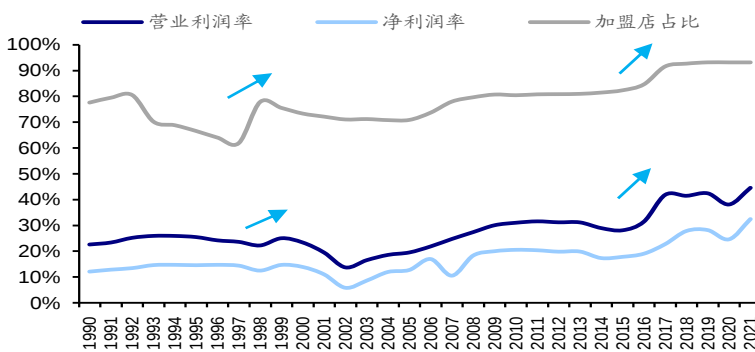
资料来源：彭剑锋等《标准化的偏执狂：金色拱门背后的麦当劳》，麦当劳 2020 年报，HTI

图 33 麦当劳收入拆分占比（2016-2021 年，%）



资料来源：麦当劳 2016-2021 年度报告，HTI

图 34 麦当劳利润率、净利率与加盟占比（1990-2021 年，%）



资料来源：Bloomberg，HTI

2.3 供应链层面：原料采购精细统一，物流配送完善高效

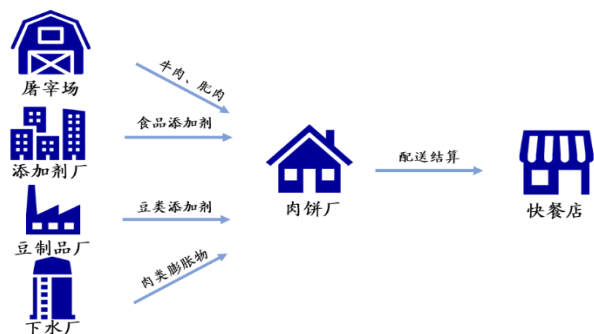
麦当劳之所以能够采用连锁经营制度，很大程度上依赖于其完备的供应链体系。首先，麦当劳直营店与特许经营店通过外包方式向众多独立供应商购买食品原材料、物流服务、餐厅设备与其他商品。而后麦当劳设立了由技术安全人才、供应商、学术界专家与供应链专家组成的食品安全咨询委员会，以提供战略性的全球化领导。同时，通过建立持续审查产品质量、现场探访供应商流程、独立的配送中心等举措，麦当劳得以保障产品的安全质量与供应链竞争力。

2.3.1 原料采购：深度合作，精细统一

与原材料供应商建立深度合作关系，满足食材标准化的需求。以牛肉和土豆这两者需求量较大的原材料为例——①**牛肉供应**：早期快餐行业普遍由农户负责从牛到肉的全周期产品供应，并且存在添加有害类添加剂的行业惯例。麦当劳为了给消费者带来高品质牛肉，早期在冷冻技术发展之前与养殖户进行合作，通过严格管控养殖牛肉的生产过程，带来经久不衰的美味的牛肉汉堡。在速冻技术突破、冷链技术普及等技术改革发生后，麦当劳为保证牛肉的质量，通过建立规模最大的肉牛联盟，并完成养殖监控系统、市场信息反馈系统和订单管理系统以进行全流程管控，这些举措为麦当劳的标准化采购奠定了长久的基础。②**土豆供应**：早期麦当劳在土豆行业品种、价

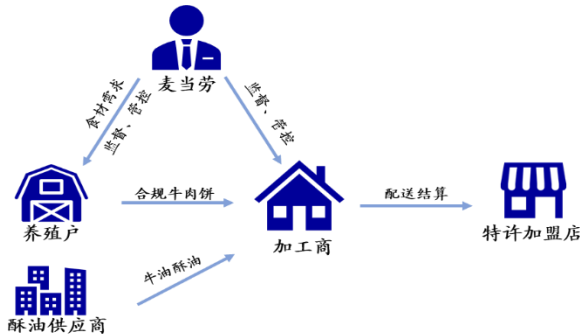
格、大小不断波动的市场中，采用了与采购牛肉相同的策略，即通过寻找小型种植户并对产品加以严格定制。后期麦当劳经营公司投资研发了自动控制温度、加热和计时的薯条油炸机器，形成了标准化的优质薯条产品。直至后来孵化了 1986 年占有超过 30% 土豆加工市场的 Stemplot 冷冻薯条制造商。

图 35 原始牛肉饼采购模式



资料来源：谭智佳等《商业模式升级与持续发展:麦当劳案例》，HTI

图 36 麦当劳牛肉采购模式



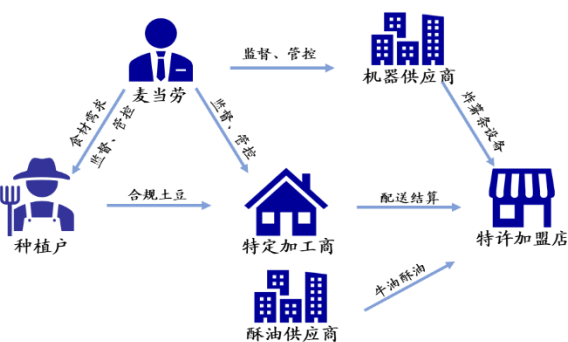
资料来源：谭智佳等《商业模式升级与持续发展:麦当劳案例》，HTI

图 37 原始土豆采购模式



资料来源：谭智佳等《商业模式升级与持续发展:麦当劳案例》，HTI

图 38 麦当劳土豆采购模式



资料来源：谭智佳等《商业模式升级与持续发展:麦当劳案例》，HTI

2.3.2 合作理念：开放透明，共同成长

以“系统第一”为原则进行原材料供应，荣辱与共。这样的合作关系表现为：① **共担风险**：在 2015 年麦当劳第一次推出早餐餐品时，虽然面临消费者需求未确定、仓储空间未统一、运输能力有局限等不确定性因素，其供应商在早餐上市前没有收到任何的预收款，与体系中的成员共担风险，而如果该项目未能实施，则供应商可能会做出更多让步的举措。② **优先满足体系要求**：在 2014-15 年美国禽流感蔓延时，14% 的美国母鸡被扑杀。虽然嘉吉厨房面临产能受限的挑战，但是其解决方案仍然能够将每周可以供应的鸡蛋供应量在禽流感期间从 8.3 万箱增加到 14.5 万箱，这是因为供应商优先考虑麦当劳需求而非其替代客户的需求，受益于此，同期麦当劳蛋糕销量才能顺利增加 25%。

合作透明、互相包容、彼此信任。① **建立的数字化协调方案**：麦当劳建立的协调方案包括以分享关于需求与库存的共享供应系统（EAS）、以减少餐厅负担提高补货准确性的餐厅订单系统、以提供信息整合和分析支持的集成系统（HAVI）。② **精心设计的沟通体系**：麦当劳每天均会通过电话会议的方式与其供应商伙伴保持联系，

如果供应商提交了对运营有用的报告，例如早餐制作设备使用说明，这样的信息会在各个供应商、经销商之间共享。③灵活的奖惩制度：在面对决策的未知结果时，例如在早餐推出时市场表现未能精确预计，大多数的供应商会为了满足决策的需求而提前准备更多产能，如果有供应商对麦当劳采购能力怀有疑虑，而未及时扩大产能，因此难以满足市场的激烈需求，而其他供应商准备了充足的产能，那么这些供应商就能享受由于提前准备带来的订单。

培养领先供应商，共同成长。1960年代到1980年代中期，麦当劳利用25年时间不断地将自己餐厅后厨的备餐人员输出到提供食材的食品加工厂，伴随供应商一起成长，创造出标准化产品体系。比如Keystone Foods（2018年8月被泰森食品公司收购）、J.R. Simplot 辛普劳公司、Bama Pie 百麦等。这些当下麦当劳全球最大的几家供应商，在上世纪60年代都是边缘化的小供应商。它们伴随着麦当劳这一路的成长，现在已经成为原材料供应的领先企业。

物流服务深度合作，供应链伙伴关系稳定延续至今。截至2022年，为其效力48年的物流服务公司夏晖，跟随麦当劳在世界范围内提供稳定的物流服务，地区覆盖美国、欧洲、中国和东南亚地区。20年12月，麦当劳在中国区的四大供应商泰森、宾堡、新夏晖、紫丹落户汉孝产业园，计划投资15亿元，建设涵盖食品生产、环保包装、冷链配送于一体的全产业链供应基地，目的在于进一步提升麦当劳对中西部餐厅的供应速度和效率，这也体现了麦当劳供应链深度的本土化。此外，冷链技术领先的夏晖也与顺丰牵手成立了新夏晖，在供应链竞争日趋激烈及行业标准化监管日趋严苛背景下不断释放其优势资源与经验，体现合作产生的头部效应。

表 14 麦当劳供应商合作情况概览（部分）

供应商	国家	供应产品	合作年份	供应商	国家	供应产品	合作年份
McCain	英国	土豆	1974 年	Marr Russiya	欧盟	牛肉馅饼	2010 年
OSI	英国	牛肉馅饼	1978 年	Slonim	欧盟	牛肉	2013 年
Ingham	澳大利亚	鸡肉	1987 年	Farm Frites	欧盟	土豆	1994 年
Quality Bakers	澳大利亚	面包	1972 年	Belaya Dacha	欧盟	蔬菜	1994 年
Pace Farms	澳大利亚	鸡蛋	1980 年	East Balt	欧盟	面包	超过 50 年
Keystone Foods	美国	牛肉、鱼肉、鸡肉	1960 年	McCain	全球	土豆	1985 年
Bama Pie	美国	面包	超过 60 年	Coca-Cola	全球	可乐	1955 年
Simplot	美国	土豆	1967 年				

资料来源：麦当劳各国公司官网，供应商官网，HTI

表 15 麦当劳与其核心供应商合作关系稳定

供应商名称	供应商简介	与麦当劳关系
泰森食品 (Tyson Foods Inc.)	创始于 1935 年，总部位于美国阿肯色州，是全球领先的鸡肉、牛肉、猪肉以及加工食品的生产商及供应商，2021 年位列财富世界 500 强排行榜第 270 位	旗下收购的基斯頓食品公司是是一家全球领先的食品公司，是麦当劳的主要牛肉、鱼肉、鸡肉供应商
宾堡集团 (Grupo Bimbo)	创立于 1945 年，现为世界第一大烘焙食品生产企业，专业从事面包、蛋糕、饼干、糖果、巧克力以及其他各种零食的生产，2010 年 BrandFinance 全球品牌价值 500 强	旗下收购的怡斯宝特公司是一家从 1955 年麦当劳创立开始就伴随着麦当劳发展壮大逐渐成为世界快餐连锁巨头的主要烘焙供应商
夏晖集团 (HAVI Group)	创立于 1974 年，是一家拥有世界领先的多温度食品分发技术的物流公司，其业务遍及全球，为麦当劳全球几千家餐厅提供优质的分发服务	为满足麦当劳的需求而创立，是麦当劳食品供应链的重要成员之一，与麦当劳已有四十余年的合作关系

资料来源：各集团官网，麦当劳官网，百度百科，HTI

2.4 人员层面：人力资源系统完善，评估透明激励多样

2.4.1 人力资源系统：培训体系完善，管理以人为本

培训体系贯穿职业生涯。①全职业规划培训：无论是小时工还是高级主管，都可以结合自己的职业生涯规划进行不同程度的学习。例如麦当劳中国于 2021 年 11 月携手上海市公安局黄浦交警支队正式落地“麦乐送放心送安全教室”，每名麦乐送骑手上岗前都会接受安全培训，每个季度会针对不同骑手的表现开展培训宣导会，此次启用的道路安全视频教程会在 22 年 5 月前完成对全国 4 万多名骑手的再培训。②分级培训：麦当劳培训有递进式分级的特点，随层级上升专业化程度逐步提高，且所有课程具有一致的目标和阶段的连贯性。初级课程主要目的为训练员工服务意识，中级课程更侧重于人员管理，中高级课程核心则变成成本控制与营销方法，而最高级课程专注于如何带动管理者与麦当劳品牌一同成长。③聚焦年轻人，着眼未来：麦当劳中国于 2020 年宣布“青年无限量”人才培养计划，即在 2020-22 年，携手全国逾 100 所职业院校，投资超过 1 亿元，通过“现代学徒制”办学模式，吸引超过 1 万名年轻人就读，提升就业能力，使他们毕业后拥有广阔的职业发展空间。

创立大学模式培训制度。①历史悠久，布局全球：麦当劳汉堡大学于 1961 年在美国芝加哥创立，是世界上第一个拥有全球性训练发展中心的餐饮企业。目前，全球共设有 9 所汉堡大学，分别位于芝加哥、东京、伦敦、悉尼、慕尼黑、圣保罗、上海、俄罗斯、南非。自 1961 年以来，每年大约有来自 120 多个国家的超过 8000 名学生以 28 种语言接受麦当劳汉堡大学的课程培训。②本土化体系完善，重视员工成长：截止 2020 年底，中国汉堡大学已为近 1.9 万位员工进行了领导力培训，设有 16 个训练中心，拥有超过 70 位全职培训专家，2020 年有 7500 多名员工接受培训。麦当劳中国汉堡大学与全新总部大楼一同于 2021 年 10 月入驻在上海西岸，公司预计在未来五年将为全国超过 7.5 万名员工完成相关课程的培训。

一视同仁注重实操，开拓年轻人的发展空间。①一视同仁，注重实操：麦当劳看重员工的实际操作能力，95% 的管理人员均从基层干起，同时也为在校及应届大学生提供兼职或工作机会，并努力将其塑造为麦当劳所需的人才。②相信年轻人的力量，员工与公司共同成长：在现有的 18 万员工中，麦当劳中国目前 95 后员工已占员工总数的 60% 多。2020 年，麦当劳将在全国招聘超 18 万人；此外，每年新开近 450 家餐厅的快速发展，也将为更多年轻人提供广阔的发展空间。麦当劳中国于 2022 年 1 月获得由杰出雇主调研机构颁发的“中国杰出雇主 2022”认证，也是麦当劳中国第 12 次获此殊荣。

图 39 拥有现代化的教学设备和完整的教育体系的汉堡大学，遍布 9 个国家



资料来源：麦当劳官网，HTI

2.4.2 员工评估与保障体系：公开透明，激励多样

多维度透明评估体系。①**业绩考核制度透明**：麦当劳每月进行一次考核，考核表上需对质量、服务、清洁、劳务管理、训练、书面作业、自我管理、仪容等八项进行评分，表格下端意见栏中需填写对下属的影响力、对顾客和管理以及对店面的影响力、提案、总评估等内容。②**业绩评估模式完善**：麦当劳年度评估时根据该年度综合表现采用五个评估等级，分别是杰出、优秀、良好、需要改进、不满意，评定等级与职务升迁、工资增长强关联，增强员工工作热情与自我要求。

全方位保障与激励。①**福利保障机制完善**：美国本土麦当劳员工享有医疗服务计划、视力与牙齿护理计划、弹性支出计划、员工及家属人寿保险等保障措施，麦当劳中国员工亦享有各类保险与假期等福利保障措施，如 2021 年 3 月麦当劳中国推出的员工医疗保障“金色阳光计划”，为全国直营市场所有全职员工及其家属投保百万医疗保险。②**激励方式多样**：除了常规的升职加薪以外，麦当劳还拥有特殊的奖励计划，如总裁奖等。

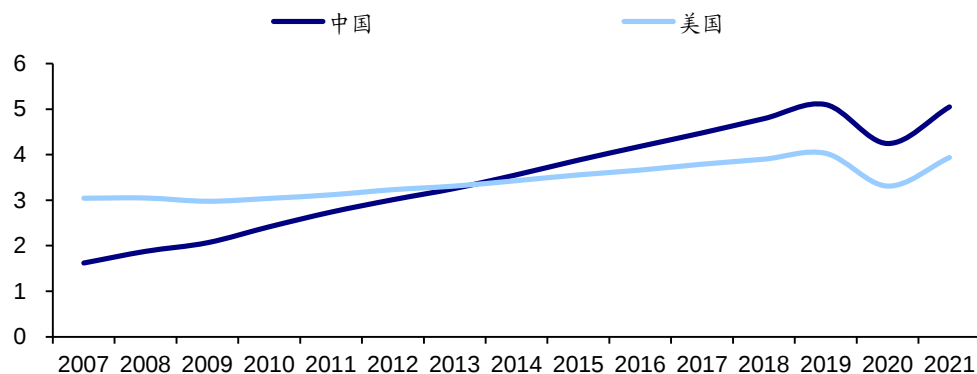
风险提示：全球疫情持续扩散、地缘风险、行业竞争格局恶化、食品安全管控难度提高、上游原料价格上涨高于预期。

3.借鉴：对中国餐饮企业发展的启示

3.1 中美餐饮市场概况对比

根据 Euromonitor 数据库，2021 年中国全体餐饮市场规模达到 5 万亿元，头部餐饮企业集中度 CR5 为 3%，CR9 为 3.3%；而 2021 年美国全体餐饮市场规模为 3.9 万亿元，头部餐饮企业集中度 CR5 为 21.7%，CR9 为 29.2%。细分至有限服务餐饮市场，2021 年中国头部有限服务餐饮企业集中度 CR5 为 11.2%，CR10 为 12.6%；同期美国 CR5、CR10 分别为 35.3%、49.1%，日本 CR5、CR10 分别为 47.1%、56.6%。因此，随着中国餐饮市场总体规模持续扩大、国内外疫情影响逐步下降，我国头部餐企尚有较大发展空间，餐饮市场集中度有望进一步提高。

图 40 中美全体餐饮市场规模（2007-2021，万亿元）



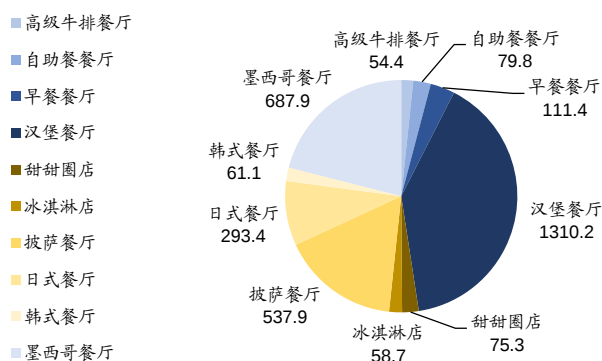
资料来源：Euromonitor，HTI

表 16 中美日餐饮市场集中度对比（2019-2021 年，%）

		全体餐饮市场		正餐餐饮市场		头部有限服务餐饮市场	
		CR5	CR9	CR5	CR8	CR5	CR10
中国	2019	2.8	3.1	1.6	1.8	10.8	12.0
	2020	3.1	3.4	1.8	1.9	11.3	12.6
	2021	3.0	3.3	1.7	1.8	11.2	12.6
美国	2019	17.9	24.6	11.8	15.3	33.9	46.6
	2020	23.2	31.8	13.1	17.4	35.4	49.4
	2021	21.7	29.2	13.2	17.5	35.3	49.1
日本	2019	16.2	20.2	9.0	11.5	46.0	55.3
	2020	20.2	24.9	10.6	13.5	46.2	55.8
	2021	21.6	26.6	12.1	15.9	47.1	56.6

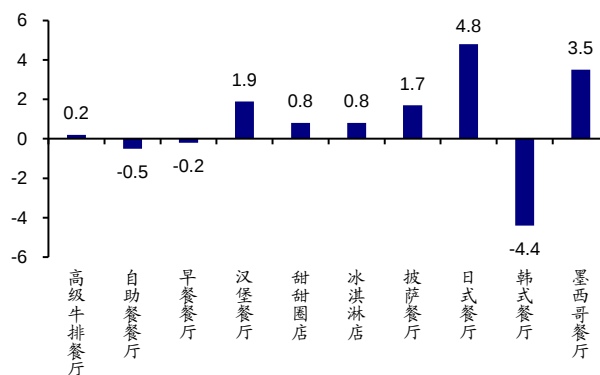
资料来源：Euromonitor，HTI

图 41 美国餐饮各类别市场规模（2022 年 5 月，亿美元）



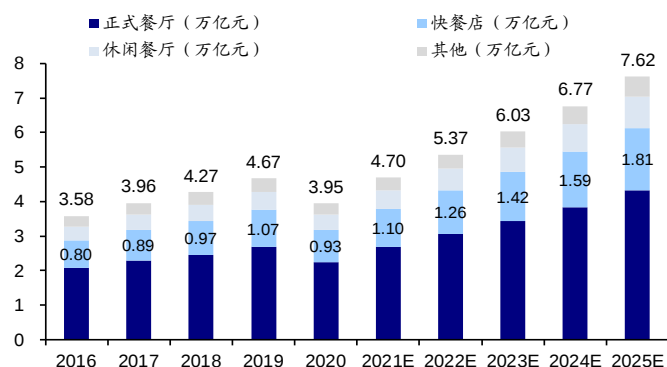
资料来源：IBIS world，HTI

图 42 美国餐饮各类别市场规模年增速（2017-2022 年 5 月，%）



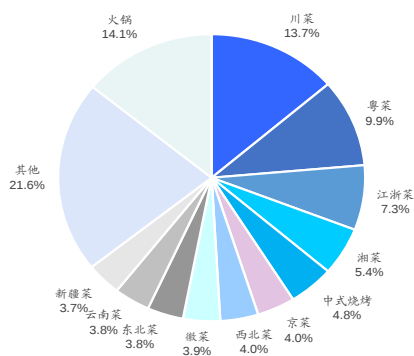
资料来源：IBIS world，HTI

图 43 中国餐饮行业市场规模（万亿元，2016-2025E）



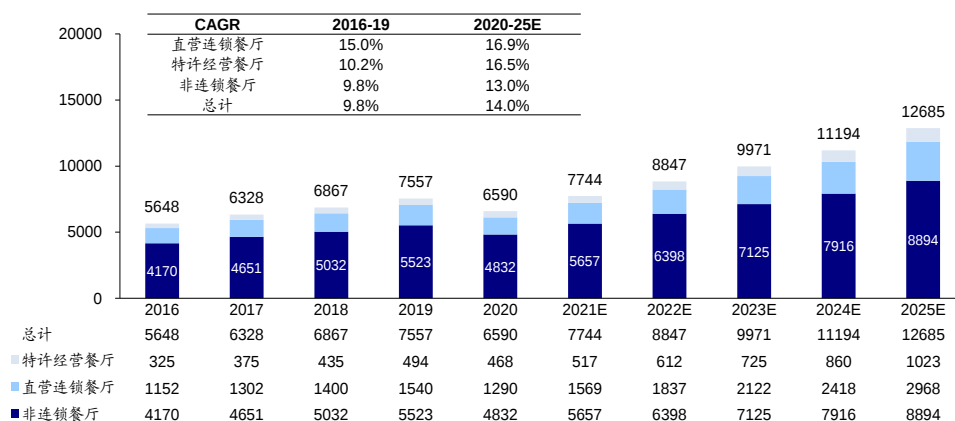
资料来源：乡村基招股书申请版本（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文，HTI

图 44 2020 年中餐市场规模细分



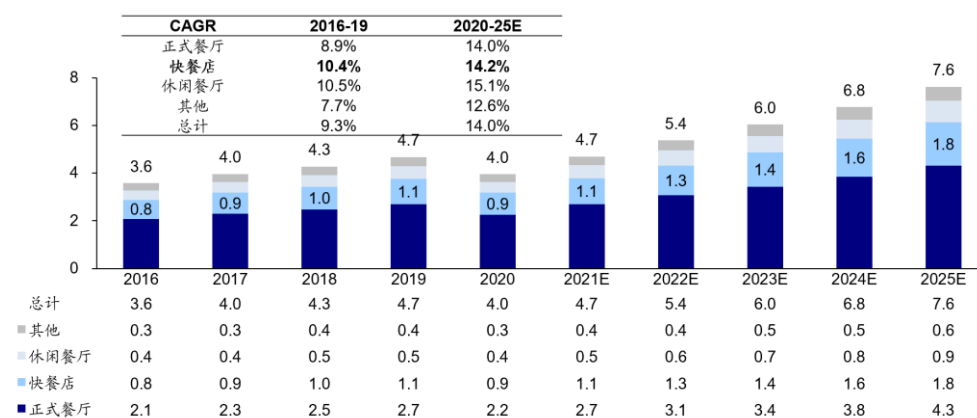
资料来源：捞王招股书申请版本（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文，HTI

图 45 中国中式快餐店市场按经营模式细分的市场规模明细（2016-2025E，亿元）



资料来源：乡村基招股书申请版本（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文，HTI

图 46 中国餐饮行业市场按餐厅类型划分的市场规模明细（2016-2025E，万亿元）



资料来源：乡村基招股书申请版本援引弗若斯特沙利文（第一次呈交），HTI

3.2 中国餐饮企业发展启迪

扎根优质赛道，提升标准化率，有效提高市占率。麦当劳主打产品汉堡凭借其“好吃方便”的特性风靡全球，同时也是现代西式快餐中的主要食物。麦当劳深耕汉堡这条发展空间广阔、易于实现精细统一的优质赛道，对其产品、服务和管理实行高度标准化，并通过特许经营制度推动连锁加盟，最终奠定其全球快餐霸主的地位。回望中国，快餐、火锅等行业的产品相对易于标准化，在规模扩张的过程中能较为可控地把握产品质量，凭借高标准化的产品服务在不同门店之间满足消费者的预期。我们认为，面对广阔的市场空间，中国餐饮企业在提升连锁规模的同时，产品层面提升标准化率、经营层面降本增效，方能在“高标准”与“高连锁”的合力推动下持续扩大顾客群体、获取更大的市场。

严格进行供应链管理，保障产品质量稳定。麦当劳严格把控送到顾客手中的产品品质，不仅关注门店经营的各项环节，还建立起了完备的供应链体系：①采购端：麦当劳与它的原材料供应商的采购模式具有深入稳定的合作关系，以此保障了原材料的供应绝对满足产品标准化的要求；②物流端：麦当劳通过向专业的物流伙伴购买服务以保障产品的高效物流，建立的供应链伙伴关系稳定延续至今。鉴于麦当劳与供应商之间优良的共赢模式使其在扩大连锁规模的同时很好地保证了产品与服务标准化，体现出头部合作带来的资源优势，我们认为中国餐企在发展至一定规模、力图进一步提升连锁化率与经营效果时，亦需重点关注原料供应水平与物流运作效率，不论是海底捞行业领先的蜀海供应链还是九毛九建立的中央厨房，都是完善的供应链管理赋能餐企运营与发展的案例。

注重经典产品生命周期，保持产品创新活力。麦当劳的经典产品经久不衰且定价相对稳定，深受消费者的喜爱和追捧；同时麦当劳在全球化的过程中充分发挥特许经营加盟商优势，基于当地口味需求进行精准食品创新。例如，2021年公司继续延伸顾客喜爱的产品线，在美国推出新脆皮鸡肉三明治，在全球众多市场推出麦香鸡肉三明治，继续扩大鸡肉产品机会；实施一系列操作和配方改革，继续改善汉堡口味；利用 McCafé 的品牌、经验、价值和品质推动咖啡板块长期增长。以此为鉴，我们认为中国餐饮业在产品的研发和升级上也要做到“攻守兼备”，在提炼产品竞争力的同时紧跟市场需求更新的步伐，扎实做好优势菜品，并且抓准客户需求积极进行产品创新。

面对危机积极调整，与时俱进，巩固企业核心优势。①由于20世纪末麦当劳过于注重门店的扩张，导致其费用支出过高，又恰逢经济大环境不佳、主要市场的竞争日渐激烈，公司于20世纪初的业绩未达预期。然而，得益于其2003年推出的“胜利计划”与其随后数年的持续努力，公司成功扭转了此前品牌的颓势并重返强劲发展势头。该计划旨在从五大驱动因素——人员、产品、地点、价格和促销方面出发，将顾客体验放在首位，通过增强店面服务水平、控制费用支出、革新餐品细类三大维度改善公司的财务状况，具体体现在每年提升全系统年均销售收入3-5%、年均营业收入6-7%、增量投资资本回报率超过10倍三大目标。②2020年，面对疫情风险，麦当劳推出了“加速拱门计划”以适应新冠疫情影响下外卖需求、无接触取餐等需求提升而带来的顾客用餐习惯的改变，定义MCD三大增长支柱为最大化营销效益（Maximize our Marketing）、专注核心菜单（Commit to the Core）以及双倍投入“3D”（Digital, Delivery and Drive Thru）。该战略调整也在2021年经营成果中得以体现，2021年公司来自数字渠道（包括移动应用、外卖和售货亭）的销售额超过180亿美元，占公司前六大市场销售额的25%以上；与全球最大的两家外卖服务商UberEats和DoorDash建立了长期战略合作关系，提供外卖服务的餐厅数量扩大到33000多家，占麦当劳餐厅总数的80%以上；继续巩固汽车餐厅优势，在全球超过25000家餐厅设立汽车餐厅，包括美国13000多家餐厅中的近95%。鉴于此，我们认为中国餐饮企业在面对危机与风险时，也应适时地改变与调整企业战略、巩固企业核心优势，船大仍然可以掉头。抓准企业核心客群并以此进行业务调整、根据特定状况积极调整公司管理结构或是餐企度过危机时刻的不二法门。

4.风险提示

1. 全球疫情持续扩散。新冠疫情的加剧可能对消费者支出和信心水平、原材料供应量及其成本、受影响市场的当地运营等方面产生不利影响，进而影响公司的财务业绩、经营状况和市场前景。

2. 行业竞争格局恶化。麦当劳所处市场竞争激烈，长期面临来自其它有限服务餐厅、街边摊位或售货亭、咖啡馆、自助餐厅和果汁/冰沙吧等竞争对手的竞争，由此可能会影响公司业绩。

3. 食品安全管控难度提高。在供应链、餐厅用餐、外卖配送等方面的食品安全是餐饮企业关注的重中之重，即便麦当劳投入大量资源来保障食品安全，食品污染、食源性疾病等不可控事件仍存在发生的可能，从而对其品牌和声誉、收入和利润产生不利影响。

APPENDIX 1

Summary

- McDonald's is the world's largest chain restaurant , accounting for 12% of global limited-service restaurant industry by 2021 and a total market capitalization of more than \$199.7 billion by the end of FY21. The synergy of McDonald's high-quality products and the ultimate standardization is the necessary condition for it to cross the life cycle of a restaurant company, while the "property + restaurant" franchise system is an effective means for it to achieve rapid expansion in the U.S. and comprehensive international layout by seizing the opportunity of the times.
- Market level: stand at the forefront of industry development and dynamically follow the market trend. Store level: high quality products + high standardization + franchise system. Supply chain level: fine and uniform procurement of raw materials, perfect and efficient logistics and distribution. Talent level: perfect human resource system, transparent evaluation and diverse incentives.
- Implications for the development of China's food and beverage industry: ① Rooted in quality tracks, standardization to reduce costs and increase efficiency. ② Improve supply chain management and strengthen quality control. ③ Create classic products and maintain innovative vitality. ④ Actively adjust in the face of the crisis, keep pace with the times and consolidate the core advantages of enterprises.
- Risks: Global epidemic continues to spread, Intensified industry competition, and food safety control risks.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，许樱之，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yingzhi Xu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600415.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600415.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600415.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600415.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600415.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002251.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002251.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002251.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002251.CH.

海通在过去的 12 个月中从 002251.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002251.CH.

海通担任 6862.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 6862.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

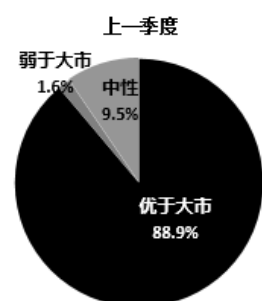
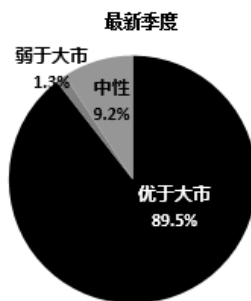
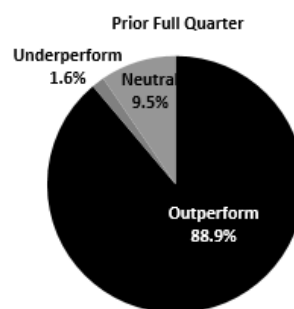
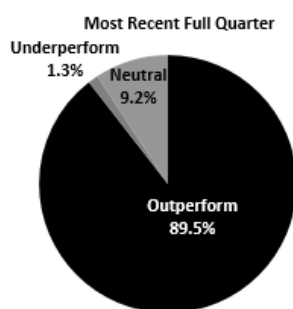
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.5%	9.2%	1.3%
投资银行客户*	5.9%	5.6%	5.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.5%	9.2%	1.3%
IB clients*	5.9%	5.6%	5.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告, 并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名, 或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值, 而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不担保或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or

implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the

analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering

memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>