

遇见小面 (02408.HK)

一碗小面立标准，千店目标启新程

优于大市

核心观点

中式面馆第一股，标准化运营先行者。2014年，创始人宋奇在广州成立遇见小面，逐渐形成经典重庆小面为核心，搭配米饭类/小吃/饮品多元产品SKU矩阵，主流套餐价格约20-25元，性价比优势明显。公司历经多轮融资，于2025年12月登陆港股，成为中式面馆上市第一股。实控人合计持股比例45.98%，其中创始人宋奇具备西式快餐龙头从业经验，为公司标准化运营体系奠定坚实基础。2024年，公司营收11.54亿元/+44.2%，其中直营门店/特许经营服务收入占比为86.7%/13.2%，直营模式为主、加盟策略辅之；经调整净利润0.64亿元/+36.0%。盈喜公告显示，公司2025年经调整净利润预计约1.25-1.4亿元，同增95.6%-119.1%，门店达到503家，同增39.7%。

中式面馆市场规模超3000亿，川渝赛道成长性强。中式面馆行业历经区域分散经营期（2010年以前）、连锁萌芽与资本助力期（2010-2021年）、行业洗牌分化期（2022年至今）三大阶段，未来具备标准化、数字化运营能力的优质龙头有望加速整合、做大做强。参考弗若斯特沙利文数据，2025年中式面馆市场规模达3260亿元，CAGR（2025-2029年）约11.0%，其中2024年川渝风味面馆占中式面馆市场规模25.0%，CAGR（2025-2029年）约13.2%，具备更高赛道成长潜力。竞争格局方面，2024年前五大中式面馆品牌GMV份额占比约2.9%，卡位川渝面馆赛道的遇见小面暂居行业第四名。

成长看点：一看UE效率改善，二看规模扩张。1) **单店UE改善：**公司2025年街边店新模型以价换量策略顺利验证，单店盈利能力边际改善，兼顾2026年CPI同比潜在提升预期，预计25-27年同店GMV增速为+0.8%/+1.0%/+1.2%；2) **门店扩张：**现有模型+加盟助力，5年期维度门店规模有望达到1428-1618家；考虑到2025年新UE模型顺利验证，预计25-27年门店分别净增140/190/216家直营与加盟门店（加盟店占比约15%），且扩张有望逐年提速，据招股书我们预计2028年门店规模有望破1000家店。

投资建议：预计25-27年经调整归母净利润1.35/2.35/3.51亿元，同增111%/74%/49%。考虑到连锁餐饮龙头在高势能期普遍享受估值溢价，兼顾公司正处新模型验证成功、门店快速放量期，预计也会享受适度估值溢价，结合绝对以及相对估值我们测算公司未来1年合理股价区间为7.8-8.2港元，对应最新收盘价仍有34-41%空间，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

风险提示：同店增速不及预期、门店扩张不及预期、股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险、海外拓展不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	801	1,154	1,634	2,318	3,136
(+/-%)	91.5%	44.2%	41.5%	41.9%	35.3%
归母净利润(百万元)	47	64	135	235	351
(+/-%)	-227.6%	32.2%	111.3%	74.3%	49.2%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.19	0.33	0.49
EBIT Margin	26.2%	25.2%	-1.3%	4.3%	7.6%
净资产收益率(ROE)	85.4%	51.5%	52.0%	53.0%	54.0%
市盈率(PE)	80.0	60.5	27.2	15.6	10.6
EV/EBITDA	13.7	10.0	34.5	21.7	15.9
市净率(PB)	68.27	31.18	21.38	13.81	9.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算
2025-2027年净利润为经调整净利润

公司研究·深度报告

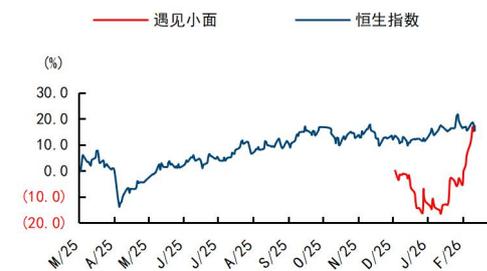
社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	7.80 - 8.20 港元
收盘价	5.82 港元
总市值/流通市值	4136/4136 百万港元
52周最高价/最低价	6.07/4.19 港元
近3个月日均成交额	8.47 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

遇见小面：中式面馆第一股，标准化运营先行者	5
公司发展：城中面馆到连锁龙头，标准化运营先行者	5
产品矩阵：川渝口味为基风味多元，主打高性价比定位	6
管理层分析：实控人持股 45.98%，高管团队行业经验丰富	7
经营透视：直营为主、加盟为辅，门店扩张节奏迅猛	9
中式面馆：逐鹿千亿市场，经营效率致胜	12
中式面馆：从街头烟火到资本助力，经营效率成核心竞争力	12
市场规模：市场规模已超 3000 亿，川渝风味成长潜力高	13
竞争格局：头部格局仍呈分散化，遇见小面卡位川渝赛道	14
公司成长：运营效率为基，规模扩张核心驱动	16
核心成长逻辑：标准化运营提升效率，规模扩张助力成长	16
UE 模型：新模型落地验证跑通，预计 25-27 年同店 GMV 增速分别为+0.8%/+1.0%/+1.2%	17
门店扩张：展店进入放量期，25-27 年门店净增 140/190/216 家	19
盈利预测	23
绝对估值：7.8-8.3 港元	24
相对估值：7.5-8.2 港元	25
投资建议	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 遇见小面发展历程复盘	5
图 2: 遇见小面股权结构	7
图 3: 遇见小面收入以及利润规模及增速	9
图 4: 遇见小面毛利率以及归母净利率	9
图 5: 遇见小面门店数按城市线级统计	9
图 6: 遇见小面门店区位分布	9
图 7: 2024 年遇见小面收入贡献占比	10
图 8: 遇见小面 2022-2024 年经营活动净现金流	11
图 9: 遇见小面 2022-2024 年资产负债率	11
图 10: 中式面馆行业历史发展复盘	12
图 11: 中式面馆的市场规模及预测	13
图 12: 按地域菜系划分的中国中式面馆市场规模	14
图 13: 按地域菜系分类的市场年复合增长率	14
图 14: 按 2024 年 GMV 计前五大中式面馆品牌 GMV 占比	14
图 15: 按 2024 年前五大中式面馆各品牌 GMV 占比	14
图 16: 遇见小面成长逻辑示意图	16
图 17: 国内 CPI 数据回归正向增长	19
图 18: 2025-2027 年同店 GMV 增速假设	19
图 19: 遇见小面现有门店分布示意图	19
图 20: 遇见小面门店数量示意图	22
图 21: 2026 年-2028 年门店扩张计划	22
图 22: 2026 年年门店扩张计划构成	22
图 23: 星巴克动态 PE 估值水平	25
图 24: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据	25
图 25: 海底捞动态 PE 估值水平复盘	26

表1: 遇见小面核心产品说明表	6
表2: 遇见小面门店菜品价格梳理	7
表3: 遇见小面高管团队信息梳理	8
表4: 遇见小面加盟政策梳理	10
表5: 遇见小面上市融资资金计划用途	11
表6: 中式面馆头部品牌门店数量、客单价、核心单品、下沉市场布局梳理	15
表7: 遇见小面中国内地直营门店单店 UE 模型（分不同维度模型）	17
表8: 遇见小面直营门店&加盟门店同店经营数据	18
表9: 遇见小面中期门店规模测算（不考虑加盟模式贡献）	21
表10: 遇见小面盈利预测表	23
表11: 公司盈利预测假设条件（%）	1
表12: 资本成本假设	24
表13: FCFF 估值结果	24
表14: FCFE 估值结果	24
表15: 板块相对估值表	26

遇见小面：中式面馆第一股，标准化运营先行者

公司发展：城中面馆到连锁龙头，标准化运营先行者

卡位中式面馆赛道 12 载，跻身川渝风味面馆龙头阵营。2010 年，创始人宋奇先生早期在香港麦当劳和百胜中国积累了运营和选址等餐饮经验，2012 年，在广州开了一家饺子馆开始了中式餐饮创业之路。2014 年，宋奇和他的校友苏旭翔、罗燕灵在广州正式成立遇见小面，店名寓意“遇见梦想去追寻，做好自己这一面”。2015 年，成立“小面大学”构建餐厅管理及培训体系；同年完成天使轮融资，估值约 1300 万元；在 2016 年，获得九毛九集团 Pre-A 轮融资，11 月获联想弘毅投资 2500 万元 A 轮融资，投后估值跃升至 1 亿元；2017 年，成立了“小面研究院”，同年 8 月深圳首店正式开业，开启异地扩张。2024 年，遇见小面门店总数已达 360 家，营业收入达 11.5 亿元续创新高。2025 年 12 月 5 日，遇见小面正式在香港交易所上市。2026 年 1 月公司公告正面盈利预告，门店总数达到 503 家，2025 年经调整归母净利润预计 1.25-1.40 亿元，同比增速 95.6%-119.1%。

图1：遇见小面发展历程复盘



资料来源：公司官网、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1、创业初期，打磨模型（2014-2018年）：2014年6月28日，遇见小面首家30平方米门店在广州天河区体育东横街开业，主打重庆小面，凭借重麻重辣的风味与高性价比切入市场。此后获得个人投资者顾东生与青骢资本的天使+轮融资，为初期发展注入资金。2015年9月，“小面大学”开课搭建起餐厅管理与员工培训体系，夯实连锁运营基础。2016年是融资关键年，3月获九毛九集团Pre-A轮融资，11月又拿到联想旗下弘毅投资2500万元融资。2017年4月，“小面研究院”成

立，专注川渝美食研发；8月，深圳首店来福士店开业，迈出区域扩张第一步。2018年1月，环球小面中心落成，承担总部职能支持业务发展；8月零售商城上线，正式进军电商领域。此阶段品牌仅在广州开出12家直营店，核心聚焦产品口味与单店模型优化。

2、融资扩张，全国扩张（2019-2021年）：2019年1月，遇见小面启动特许经营战略，首站落地厦门，开启“直营+特许经营”双轮驱动的扩张模式；同年上海首店开业，进一步扩大全国布局版图。2020年6月，北京门店开业，完成四大一线城市的布局。2021年，品牌进入融资高速期，3-7月连续完成两轮战略融资，获得碧桂园创投、喜家德等机构投资，估值实现跨越式增长，同时门店数量突破100家，全国化扩张步伐明显加快。

3、冲刺规模，上市成功（2022-至今）：2022-2024年，遇见小面门店规模快速增长，2023年增至252家，2024年达360家，同时持续拓展市场边界，2024年5月在香港黄埔花园开出首店，进军中国香港市场。期间，品牌持续优化供应链与数字化体系，提升运营效率，为规模化发展提供保障。2025年12月成功在港股上市。

产品矩阵：川渝口味为基风味多元，主打高性价比定位

川渝风味为核心逐渐扩展延伸。遇见小面构建了以川渝风味为核心、覆盖全时段全场景的丰富产品矩阵，整体包含30-40个SKU，既涵盖红碗豌杂面、金碗酸辣粉、重庆小面、老麻抄手“四大招牌”，也拓展了小锅冒菜、小锅米线、老成都肥肠粉、霸王炒鸡面等特色主食，同时延伸出米饭系列（如双倍安格斯肥牛饭）、撻串系列、鸡排、锅巴土豆、焦香烤猪蹄等特色小吃，搭配茉莉冰粉、白玉酸梅汤等甜品饮品通过辣度可选、口味多元的产品设计适配不同消费偏好。

产品坚持高性价比定位。参考大众点评价格，门店主流套餐（主食+饮品）价格普遍20-25元，部分单品如金碗酸辣粉低至9.9元，形成差异化定价体系，在高线城市横向对比具备较高性价比。根据弗若斯特沙利文数据，2022-2024年重庆小面、红碗豌杂面、金碗酸辣粉的线下销量连续三年位居中国连锁餐厅榜首，直营餐厅订单数从2022年的1023.3万单大幅攀升至2024年的3201.8万单。

表1：遇见小面核心产品说明表

产品分类	核心产品	单价	产品介绍
主食（核心）	红碗豌杂面、金碗酸辣粉、重庆小面、老麻抄手、小锅冒菜、小锅米线、老成都肥肠粉、霸王炒鸡面、双倍安格斯肥牛饭	13-35元	以川渝风味为主，涵盖面、粉、饭、冒菜等品类，辣度可选，适配不同口味偏好，为营收主力
特色小吃	酥脆鸡排、锅巴土豆、牛肉串、羊肉串、豆腐串、焦香烤猪蹄、撻串系列	8-18元	搭配主食提升客单价，多为预制半成品，制作便捷，口感丰富，适配堂食与外卖场景
甜品饮品	冰粉、柠檬茶、酸梅汤、茉莉冻冻、蜂蜜柚子茶	6-12元	以解辣解腻为主，口味清爽，与川渝风味形成互补，部分为跨界联名款
限定/联名款	季节限定款（如夏季凉面）、联名款（如植物肉拌面）	15-38元	丰富产品线，贴合市场热点与季节需求，提升品牌新鲜感与话题度
零售产品	小面料包、预制杂酱、擂椒料包	25-68元	延伸餐饮场景，适配家庭烹饪需求，探索“餐饮+零售”第二增长曲线

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表2: 遇见小面门店菜品价格梳理

产品分类	产品分类	价格(元)
套餐	红碗豌杂面套餐(红碗豌杂面、饮品4选1)	25.0
	酸菜卤肉系列饮品套餐(酸菜卤肉饭/面、饮品4选1)	19.8
	抄手系列饮品套餐(葱酥骨汤抄手/老麻抄手、饮品4选1)	19.8
	肥牛小锅冒菜米饭套餐(肥牛小锅冒菜、主食米饭/芝麻烧饼2选1)	29.5
	红碗豌杂面	24.0
	金碗酸辣粉	9.9
	老麻抄手	23.0
	酱香卤牛肉小锅冒菜	32.5
	旋风大面筋	5.9
	葱酥骨汤抄手	22.0
单一菜品	秘制脆皮半只鸡	15.9
	软骨丸子小锅冒菜	28.0
	原味酥脆鸡排	7.9
	爆浆豆腐串	6.9
	酸菜卤肉面	22.0
	琥珀冰粉	7.9
	锅巴土豆	11.0

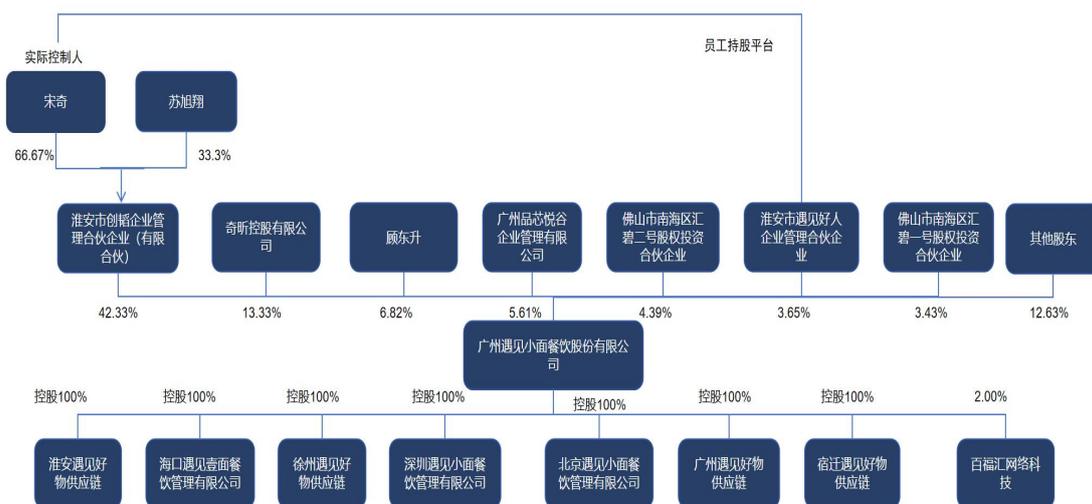
资料来源: 大众点评, 国信证券经济研究所整理

注: 门店为北京区域门店(2026年2月11日), 仅整理头部热销品价格、部分产品未完全囊括

管理层分析: 实控人持股 45.98%, 高管团队行业经验丰富

实控人合计持股比例 45.98%, 产业资本助力协同发展。实际控制人宋奇、苏旭翔分别以 66.67%、33.33% 持股淮安市创格企业管理合伙企业(有限合伙), 该合伙企业持有主体 42.33% 股份, 考虑员工持股平台持股合计持股比例达到 45.98%; 奇昕控股有限公司(上市公司百福控股)/顾东升/广州品芯悦谷企业管理有限公司(上市公司九毛九)/佛山市南海区汇碧二号股权投资合伙企业(碧桂园)/淮安市遇见好人企业管理合伙企业(员工持股平台)/佛山市南海区汇碧一号股权投资合伙企业(碧桂园)分别持有主体 13.33%/6.82%/5.61%/4.39%/3.65%/3.43% 的股份。

图2: 遇见小面股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

核心创始人，核心成员背景互补且分工明确。公司董事会由7名董事组成，其中宋奇作为创始人担任董事长兼首席执行官，主导整体战略制定与运营监督，其麦当劳、百胜餐饮的从业经历，也为公司打造标准化运营基因提供了理论基础；苏旭翔、罗燕灵两位创始校友任执行董事兼副总裁，分别负责营销、品牌及信息技术，以及供应链、食品安全与运营标准制定。董事会还包含王小龙等1名非执行董事及徐雷等3名具备丰富企业管理经验的独立非执行董事，形成有效监督。高管层面，许智担任首席财务官兼副总裁，统筹财务、人力与法律事务；监事会由秦燕、彭跃、张琦组成，分别从财务、研发等维度履行监督职责，整体团队以理工背景为基础，兼具连锁餐饮运营与企业治理能力。

表3: 遇见小面高管团队信息梳理

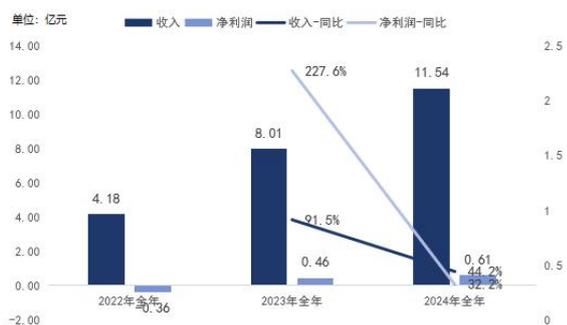
姓名	年龄	职位	获委任董事/职务的日期	主要职责	履历
宋奇	39岁	董事长、执行董事兼首席执行官	2014年2月14日	制定本集团的整体发展策略及监督本集团的运营	自2011年11月至2012年5月，宋先生于百胜餐饮（广东）有限公司（一家主要从事连锁餐厅运营的公司，包括肯德基及必胜客等品牌）负责餐厅开发拓展。自2010年10月至2011年6月，宋先生于MHK Restaurants Limited（前称为麦当劳有限公司，一家注册成立于香港的公司，主要从事于餐饮行业）负责餐厅运营管理。
苏旭翔	38岁	执行董事兼副总裁	2014年2月14日	监督本集团的营销、品牌推广及信息技术	自2011年7月至2012年1月，苏先生任职于强生（上海）医疗器械材料有限公司（一家主要从事医疗科技的公司）。自2010年8月至2011年6月，彼曾任职于建发（广州）有限公司（一家主要从事提供供应采购及其他咨询的公司）。
罗燕灵	40岁	执行董事兼副总裁	2025年4月1日	监督本集团的供应链、食品安全、菜品研发和制定运营标准	在加入本集团之前，自2009年6月至2015年6月，罗女士于联科集团（中国）有限公司（一家主要从事提供计算技术的公司）担任商务代表。罗女士于2009年11月获得香港科技大学电讯硕士学位，于2007年7月获得中国华南理工大学信息工程学士学位。
许智	37岁	首席财务官，副总裁	2022年3月31日	负责管理本集团财务、人力资源、法律事务及商业分析。	2020年4月至2020年10月，许先生担任广州光风霁月数字科技有限公司（一家主要从事提供技术服务的公司）财务副总裁，负责监督其财务及法律事务。2019年6月至2020年1月，许先生担任广州拉拉米信息科技股份有限公司（前称为广州市拉拉米信息科技有限公司）（一家主要从事跨境品牌管理的公司）内控副总监。2016年10月至2019年5月，许先生担任明大（广州）企业管理咨询有限公司（由明大企业顾问有限公司（一家主要从事提供企业财务咨询服务的公司）全资拥有）经理。2012年10月至2015年1月，许先生担任德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所高级审计员。许先生自2019年2月起成为中国注册会计师协会认证的中国注册会计师。许先生于2012年6月获得澳门科技大学工商管理（会计专业）学士学位。
章骅	36岁	财务总监	2024年2月29日	财务总监及联席公司秘书	章先生拥有超过12年的会计和财务经验。于2020年11月至2023年11月，彼担任西藏绿茶餐饮管理有限公司（一家主要从事餐饮投资管理的公司）助理首席财务官。章先生于2012年10月在普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所开始其职业生涯，于2020年11月离职前担任审计部经理。章先生自2017年7月起成为中国注册会计师协会认证的中国注册会计师。章先生于2012年6月获得中国青岛大学会计学学士学位。
王小龙	50岁	非执行董事	2016年11月28日	向董事会提供专业意见及建议	
徐雷	50岁	独立非执行董事	2025年4月1日	向董事会提供独立意见及判断	
陈国彬	53岁	独立非执行董事	2025年4月1日	向董事会提供独立意见及判断	
钟杰	53岁	独立非执行董事	2025年4月1日	向董事会提供独立意见及判断	

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

经营透视：直营为主、加盟为辅，门店扩张节奏迅猛

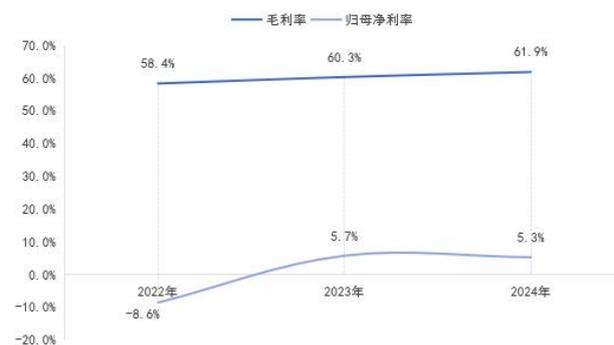
运营效率持续改善，预计 2025 年经调整净利润 1.25-1.40 亿。2024 年，遇见小面全年营业收入达 11.54 亿元/+44.2%；净利润 0.61 亿元/+32.2%。2022 年利润率触底后，在 2023 年公司利润率扭亏转盈，2024 年公司毛利率/归母净利率分别提升 1.6pct/-0.4pct，毛利率提升的核心驱动在于供应链赋能下的规模效应显现。2026 年初，遇见小面发布正面盈利预喜，预计 2025 年全年净利润约 1 亿元至 1.15 亿元人民币，较 2024 年全年增加约 64.7%至 89.5%；2025 年全年经调整净利润则预计约 1.25 亿元至 1.4 亿元人民币，较 2024 年全年增加约 95.6%至 119.1%。

图3：遇见小面收入以及利润规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

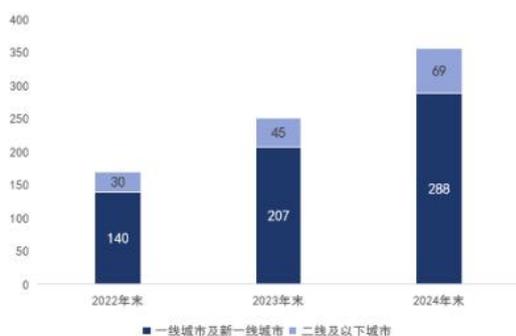
图4：遇见小面毛利率以及归母净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

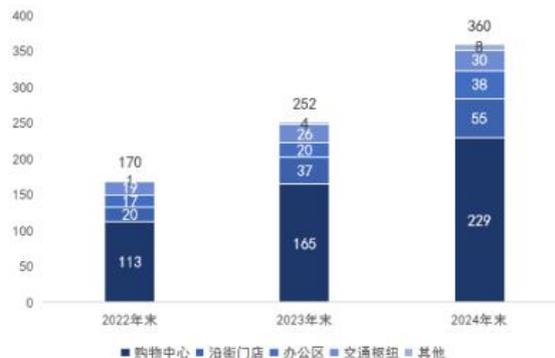
门店复合增速（2022-2024 年）45.5%，门店扩张迅猛。2022-2024 年，总门店数复合增速为 45.5%，门店总数达 360 家。分经营模式看，直营门店占比达 78%，直营店为 279 家，而加盟店占比 22%，共 81 家门店；分城市区域看，一线及新一线城市市场是扩张主战场。截至 2024 年末，中国国内门店中一线及新一线/二线及以下门店数占比分别为 80%/19%，同比分别-0.2pct/+0.1pct，一线及新一线城市仍是公司门店扩张的主要方向；分门店地点区域来看，购物中心是公司扩张主阵地。2024 年，公司在购物中心的门店数达 229 家，占比 63.6%，而在沿街门店/办公区/交通枢纽/其他的门店占比 15.3%/10.6%/8.3%/2.2%，公司以一线城市以及新一线城市的购物中心为主要阵地进行扩张。根据公司最新公告，2025 年门店总数达到 503 家。

图5：遇见小面门店数按城市线级统计



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：遇见小面门店区位分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

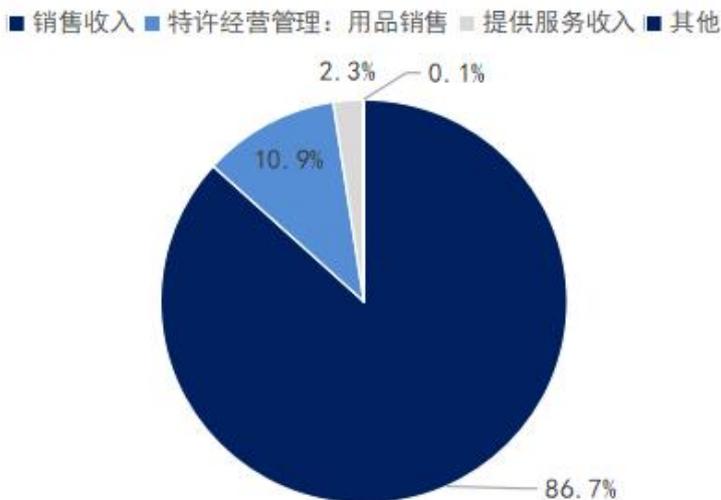
直营模式为主，加盟为辅。公司直营门店销售收入是核心收入构成，而向加盟店销售用品等收入占比较低，围绕直营门店的销售是公司最核心收入利润来源。2024年，直营门店收入、特许经营商品销售、服务收入占比分别为86.8%、10.9%、2.3%，直营门店的商品销售是遇见小面的创收来源，收入占比达86.8%。据公司披露的中国及海外加盟协议的主要条款来看，加盟店的加盟费、保证金（到期返还）均为一定周期内缴纳的固定金额，管理费则按照年营收的5-6%持续月度收取。此外物料、食材等原材料的供应链销售需100%从总部采购，采购价含8%-10%品牌方收益。

表4: 遇见小面加盟政策梳理

		加盟商政策
期限		初始期限通常为5年，一次性收取按照时间确认收入
费用	加盟费	单店15万元，区域特许20-50万元（按区域规模）
	管理费	按年营业收入的5-6%持续收取
	培训费	纳入加盟费，无需额外支付
	保证金	50000元/店，到期归还
	集中采购	需100%从品牌方指定供应链采购核心食材，采购价含8%-10%品牌方收益

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

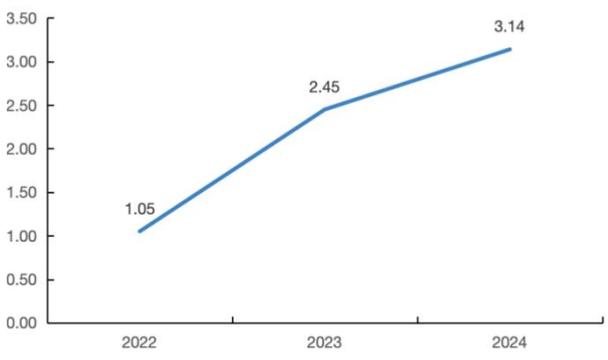
图7: 2024年遇见小面收入贡献占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

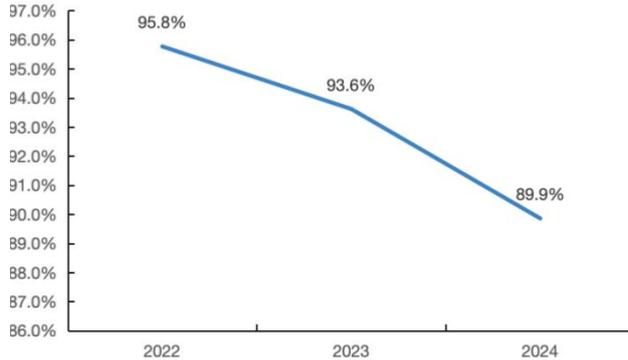
经营净现金流逐年提高，资产负债率稳步下降。2022年-2024年公司经营活动净现金流分别为1.05、2.45、3.14亿元，每年经营活动净现金流呈现逐年提升态势。2022-2024年公司资产负债率分别为95.8%、93.6%、89.9%，公司资产负债率水平相对较高一方面系餐饮行业新租赁准则影响；另一方面，公司日常经营存在顾客的预储值以及上市对赌协议（若未在规定时间内上市则需赎回），若剔除上市储值以及对赌协议影响，我们估算公司资产负债率约30%左右。

图8: 遇见小面 2022-2024 年经营活动净现金流



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 遇见小面 2022-2024 年资产负债率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

IPO 资金净额计划约为 6.17 亿港元, 拓展门店网络 (60%)、数字化建设 (10%)、品牌建设 (10%)、战略投资 (10%) 以及公司运营 (10%)。本次 IPO 募集资金所得款预计净额为 5.52 亿港元, 其中 60%用于拓展门店网络, 包括在中国内地、香港特别行政区以及海外开设直营门店及加盟店; 其次公司将 10%资金用于升级整个门店网络的技术及数字系统, 加快 AI 技术的应用; 10%的资金主要用于品牌建设及进一步提高客户忠诚度; 10%的资金用于对国内上游食品加工行业的潜力公司进行战略投资; 其余 10%的资金用于一般公司用途及营运资金。

表5: 遇见小面上市融资资金计划用途

领域	计划
拓展门店网络 (60%)	1) 针对一、新一线城市以外的二三线及以下城市, 依托特许经营模式快速铺开, 降低单店扩张成本, 填补下沉市场川渝风味面馆的供给缺口; 2) 优先进入香港特别行政区 (已运营 14 家门店)、新加坡等华人聚集区域, 后续逐步拓展东南亚及欧美市场, 复制“标准化预制食材+区域适配口味”的运营模式, 打造全球化餐饮网络。
品牌建设 (10%)	1) 围绕核心产品 (如红碗豌杂面、金碗酸辣粉) 策划节假日促销、新品试吃活动, 同时联合短视频平台、本地生活平台 (如抖音、美团) 投放精准广告, 提升年轻消费群体认知; 2) 完善“储值会员+积分兑换”机制, 推出专属折扣、生日福利等权益, 目标将储值会员复购率从现有 35%提升至 45%以上; 3) 统一门店视觉 VI (红色主色调、“遇见小面”IP 形象), 并通过线下快闪活动、跨界联名 (如与本土茶饮品牌合作) 强化“年轻化、潮流化”品牌标签。
战略建设 (10%)	1) 投资辣椒、豌豆等川渝风味面馆关键食材的种植及初加工企业, 锁定原材料供应稳定性, 对冲食材价格波动风险 (2024 年辣椒涨价曾导致直营业务毛利率下滑); 2) 参股或收购具备规模化生产能力的预制料包工厂, 进一步提升核心料包 (如杂酱、播椒料) 的标准化程度, 降低中央厨房运营成本, 支撑门店“去厨师化”运营模式。
数字化建设 (10%)	升级 AI 选址工具 (优化客流测算模型)、智能订货算法 (降低食材损耗率至 3%以下) 及 POS 收银系统, 同时推广自助点餐机与小程序会员体系, 提升顾客点餐效率与复购率。 整合门店销售、顾客偏好、成本管控等数据, 为菜品研发 (如地域限定口味)、营销活动策划提供数据支撑, 强化“数据驱动运营”能力。 搭建全国统一的供应链管理平台, 实现食材采购、仓储、配送全流程数据可视化, 缩短核心城市食材配送周期至次日达, 非核心城市至 3 日达。
公司运营 (10%)	作为公司的流动性储备, 主要用于日常运营补充、应急资金储备以及团队的扩大。

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 未考虑超额配股行使

中式面馆：逐鹿千亿市场，经营效率致胜

中式面馆：从街头烟火到资本助力，经营效率成核心竞争力

中式面馆：从街头烟火到资本博弈，在分化中寻找规模化出路。中式面馆行业历经 2010 年以前“小散乱”的区域化传统分散期，2010-2021 年品牌连锁萌芽期规模扩张期，2022 年以来行业洗牌期经营分化期，如遇见小面成功登陆港交所，行业也从依赖手工技艺与地域风味，逐步通过标准化、供应链升级、数字化运营实现转型，核心竞争力转向“可复制的盈利模型、标准化与口感的平衡及全场景覆盖能力”，完成了从传统街头餐饮到精细化、资本化现代赛道的演变。

图10：中式面馆行业历史发展复盘



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1) 2010 年以前：街头烟火气，区域化生存

在 2010 年以前中式面馆行业，核心特征是“小、散、乱”，以区域性夫妻店、老字号门店为主，尚未形成全国性连锁品牌。彼时，中式面馆多扎根社区、街头巷尾，依托手工技艺与地域风味生存——如重庆小面的麻辣鲜香、老北京炸酱面的酱香浓郁、兰州牛肉面的“一清二白三红四绿”，均以现制现卖的烟火气吸引本地客群，口味依赖厨师经验。

2) 2010-2020 年：标准化初探，品牌化起步

2010 年后，行业开始从分散向连锁过渡，头部品牌雏形初现。在这一阶段部分品牌尝试将传统手工流程转化为可复制的操作规范，以解决口味不稳定、扩张难的问题。2012 年，和府捞面成立，以“书房里的面馆”为差异化定位，首次将中式面馆与“场景化体验”结合，客单价提升至 40-50 元，开启“中高端面馆”赛道；2014 年，遇见小面在广州开出首店，以重庆小面为切入点，通过中央厨房统一生产核心料包（如豌杂酱、辣椒油），将门店操作简化为“复热+组装”，首次实现川渝风味的标准化复制；同期，李先生加州牛肉面、老碗会等品牌也通过“统一供应链+区域扩张”，成为区域性连锁代表。

3) 2021-2024年：由热钱涌入到理性回归

2021年是中式面馆行业赛道热度达到顶峰。受新消费投资热潮推动，资本将中式面馆视为“可复制的中式快餐标的”，认为其有望复制麦当劳、肯德基的规模化路径，大量资金涌入、全年行业融资事件达24起，15个核心品牌融资超40亿元。2022年起，行业急转直下，资本退潮、扩张停滞、闭店潮涌现，加上受到疫情的冲击，消费降级，多数品牌陷入困境，行业开始回归真实价值。行业呈现闭店潮、扩张放缓、资本降温、盈利承压四大特征，部分头部品牌门店大幅收缩，细分赛道拓店停滞，融资遇冷、估值回落，头部企业亏损扩大，纷纷转向加盟与低价策略自救。

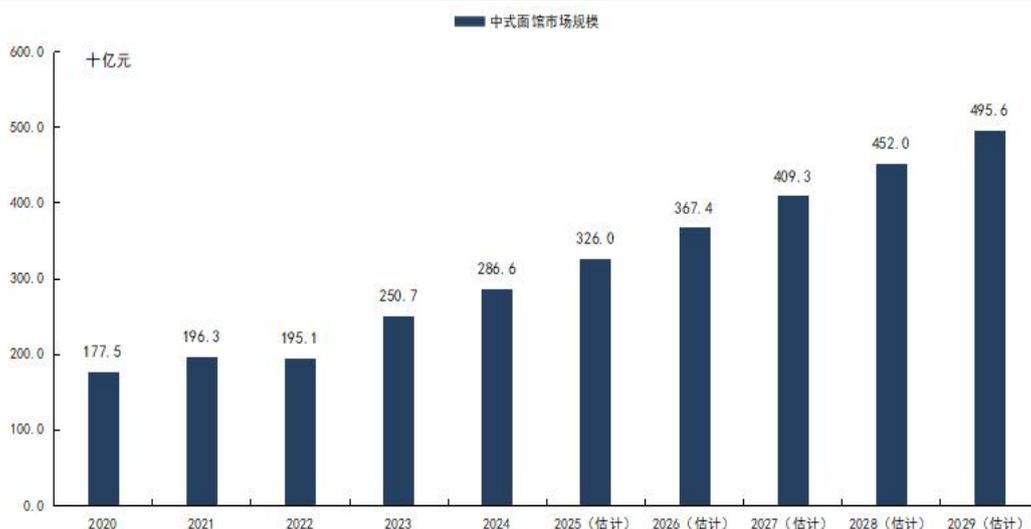
4) 2024年至今：分化理性发展，走向精细化

2024年后，中式面馆行业进入分化发展阶段，区域品牌与新兴细分赛道崛起，整体由大幅扩张走向精细化发展。行业格局进一步清晰：第一梯队形成“和府捞面（偏高端定位）、遇见小面（高线性性价比）、李先生（下沉市场占比高）”的三足鼎立，分别占据不同价格带；第二梯队如陈香贵、马记永聚焦单一品类，增速放缓但逐步稳定；第三梯队为区域本帮面品牌（如王繁星面馆、福和面馆），以“现制工艺+地域特色”切入，门店规模虽小（20-70家），但客单价达40元，凭借“差异化口味”吸引商业区顾客。

市场规模：市场规模已超3000亿，川渝风味成长潜力高

2025年中式面馆市场规模已超3000亿元，CAGR（2025-2029年）约11.0%。中式面食细分市场于2024年占中式快餐餐厅市场的29.8%，是快餐行业内一个核心的类别。中式面食与传统的中式快餐相比，主要聚焦于新鲜的高汤、丰富的地区风味以及多样的面条类型，满足不同需求的消费者。根据弗若斯特沙利文分析，截至2024年，中式面馆达到市场规模已达2866亿元，且于2020-2024年期间维持12.7%的年复合增长率，预计2025-2029年间将维持11.0%的年复合增长率。

图11：中式面馆的市场规模及预测

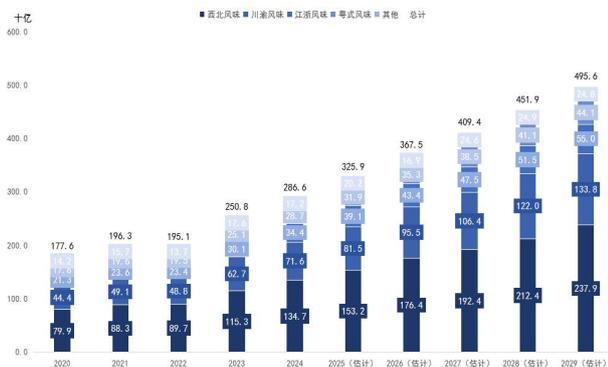


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

川渝风味面馆成长性较强。若按地域菜系划分，西北风味中式面馆是中式面馆市场中GMV最大细分赛道，在2024年占中式面馆市场规模约47.0%，2020-2024年的年复合增长率位13.9%，位列细分类别第一，预计2025-2029年的年复合增长率

为 11.6%；其次为川渝风味面馆，在 2024 年占中式面馆市场规模约 25.0%，预计 2025-2029 年的年复合增长率为 13.2%；其余分类江浙风味/粤式风味/其他类型面馆 2024 年市场占比为 12.0%/10.0%/6.0%，2020-2024 年的年复合增长率为 12.7%/12.7%/4.9%。遇见小面所在中式面馆为川渝风味面馆，近年来受欢迎程度持续上升，预计 2025-2029 年复合年增长率维持 13.2%增速，成长潜力较高。

图12: 按地域菜系划分的中国中式面馆市场规模



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图13: 按地域菜系分类的市场年复合增长率

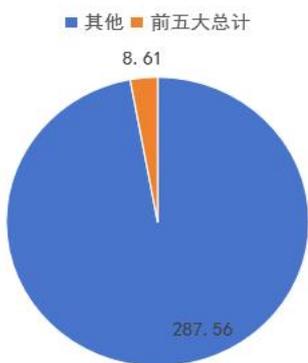
年复合增长率	2020年至2024年	2025年(估计)至2029年(估计)
西北风味	13.9%	11.6%
川渝风味	12.7%	13.2%
江浙风味	12.7%	8.9%
粤式风味	12.7%	8.4%
其他	4.9%	5.2%
总计	12.7%	11.0%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

竞争格局：头部格局仍呈分散化，遇见小面卡位川渝赛道

2024 年前五大中式面馆 GMV 占比约 2.9%，集中度提升有较大潜力。根据 2024 年中式面馆行业竞争格局数据，遇见小面在行业中位于第四位，其 GMV 达 13.5 亿元，占比 0.5%，而中式面馆 GMV 前五名总计占比约 2.9%，其余 97.1%的均来自其他各地的品牌面馆。总体而言，受不同地域口味差异大、行业新进壁垒较低，行业呈现高度分散格局，前五品牌合计 GMV 仅占比约 2.9%。

图14: 按 2024 年 GMV 计前五大中式面馆品牌 GMV 占比



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理
注：单位为十亿元，具体公司名称为参考窄门餐眼数据推测

图15: 按 2024 年前五大中式面馆各品牌 GMV 占比



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理
注：具体公司名称为参考窄门餐眼数据推测

横向对比中式面馆赛道，遇见小面性价比优势突出。参考窄门餐眼 2026 年 2 月门店规模数据，遇见小面目前以 527 家门店位列中式面馆市场的第三位，目前遇见小面和老碗会（498 家）迅速扩张追赶位于市场前列的和府捞面（591 家）和李先生（990 家），除李先生外品牌均集中在一线及新一线城市的商业圈开设门店；

从口味角度看，遇见小面主打川渝风味，其他品牌则以西北风味（老碗会）、融合风味（李先生、和府捞面）为主；从性价比角度看，遇见小面客单价与下沉市场占比较高的李先生客单价相仿，再次印证品牌的性价比定位。

表6: 中式面馆头部品牌门店数量、客单价、核心单品、下沉市场布局梳理

品牌名称	门店数量	客单价	核心单品	覆盖城市	三线及以下线城市占比
和府捞面	591	32.97	草本番茄肥牛面（29元）	88	12.39%
李先生	990	28.04	至尊牛坑腩面（45元）	96	41.94%
遇见小面	527	27.52	红碗豌杂面（24元）	24	3.44%
老碗会	498	35.02	biangbiang面（24元）	14	1.70%

资料来源：窄门餐眼（2026年2月）、国信证券经济研究所整理

公司成长：运营效率为基，规模扩张核心驱动

核心成长逻辑：标准化运营提升效率，规模扩张助力成长

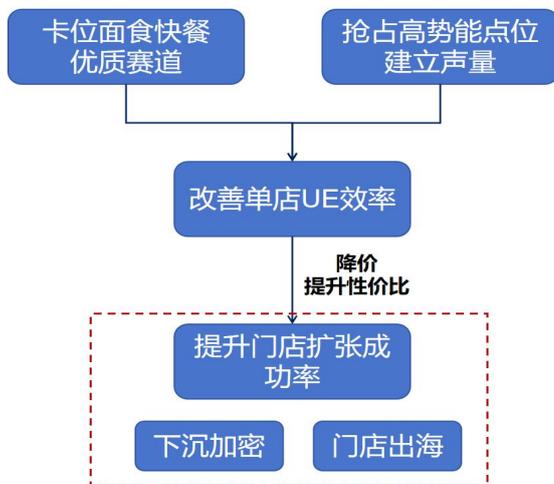
成长逻辑总结：，同店增长为重要支撑。同店收入的增长固然对于餐饮公司是重要参考指标，但我们分析认为遇见小面更多希望通过单店模型提效助力品牌的性价比提升，也即产品单价水平预计会下降提升性价比，以期服务更为广泛的消费者群体，同店收入表现固然会受到客单价影响，但性价比提升后带来门店规模的扩张，有望带动公司收入持续增长。

1、卡位快餐优质赛道与面食细分赛道。2025 年中式面馆市场规模约 3259 亿元，市场规模 CAGR（2025-2029 年）约 11.0%，面食作为国民级消费品类，受众覆盖全年龄段、全消费场景，这样的消费大赛道具备孕育龙头的市场潜力。固然过往中式面馆赛道存在“大赛道、小公司”的问题，但遇见小面正在通过构筑易复制的单店模型去提升自身的规模市占率。

2、抢占高势能点位+标准化内功修炼。品牌定位方面，公司率先抢占高势能点位，优先布局北上广深等一线及重点城市的核心商圈、交通枢纽等高流量场景，其中广州、深圳已分别成为其“百店城市”，北京、上海也向着百店目标前进，这种策略能够帮助公司迅速实现品牌的曝光露出。在积极打造品牌势能的同时，**公司居安思危也在持续打磨运营的标准化流程**，在采购供应链、选址营建、餐厅营运、市场营销、菜品品控等各个版块形成一套高度标准化、高效体系化与先进数智化的管理体系，标准化体系的完善不仅提升了门店运营效率，更为后续规模化扩张提供了可复制的基础。

3、优化模型、门店下沉。单店模型优化的核心是成本结构的持续改善，门店各项成本占比逐步优化，叠加规模化采购带来的议价能力提升，使得单店盈利空间持续释放，也为后续进一步降价、扩大客群覆盖创造了条件。客单价降价空间的释放，最终打开门店下沉空间，实现规模与利润的双向提升，构建成长逻辑的闭环。除去持续坚持性价比定位外，公司后续也会通过加盟模式进一步挖掘模型下沉潜力，以及也会积极探索海外市场的拓展机遇，持续探索新的成长空间。

图16: 遇见小面成长逻辑示意图



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

UE 模型：新模型落地验证跑通，预计 25-27 年同店 GMV 增速分别为 +0.8%/+1.0%/+1.2%

1) 单店 UE：新模型落地验证跑通，盈利能力边际提升

关于遇见小面单店 UE 模型的分析，我们分成两个维度去做讨论，首先，公司 2025 年在单店模型做了诸多调整，因此我们会分析 2025 年单店模型与 2024 年的单店 UE 的核心差异。其次，考虑到 2025 年门店选址思路更加侧重街边店，因此我们同步会讨论 2025 年新店的单店 UE 与 2024 年以前的单店 UE 的差异。

表7：遇见小面中国内地直营门店单店 UE 模型（分不同维度模型）

单位：元	中国内地直营门店模型		中国内地直营门店模型	
	2024 年模型	2025 年调整后模型	2024 年及以前门店	2025 年新店
月店均营收	351,597	334,072	349,068	316,517
综合食材成本	101,611	96,547	102,819	99,531
%	28.9%	28.9%	29.5%	31.4%
租金成本	74,187	66,480	72,117	44,945
%	21.1%	19.9%	20.7%	14.2%
人工成本	66,100	58,797	60,738	57,859
%	18.8%	17.6%	17.4%	18.3%
能源成本	15,822	14,365	15,743	15,763
%	4.5%	4.3%	4.5%	5.0%
其他费用	28,128	30,066	31,172	28,740
%	8.0%	9.0%	8.9%	9.1%
EBITDA	62,233	64,476	63,337	66,830
%	17.7%	19.3%	18.1%	21.1%
折旧摊销	15,470	13,697	14,417	11,236
%	4.4%	4.1%	4.1%	3.6%
利润	46,762	50,779	48,397	55,119
%	13.3%	15.2%	13.9%	17.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

模型对比 1（2025 年 VS 2024 年）：租金优化，人效提升。收入端，单店月均营收从 2024 年的 36.2 万元降至 34.4 万元，同比下滑 5.0%，主要受消费环境及门店结构变化影响。成本端，供应链效率提升助力综合食材成本率相对稳定；租金成本率从 21.1% 优化至 19.9%，人工成本率从 18.8% 优化至 17.6%，租金占比降低系租金较低的街边店占比提升带动，运营效率提升带动人工占比优化；其他费用率从 8.0% 升至 9.0% 部分侵蚀利润空间，主因外卖占比提升下平台佣金的增长。利润端，净利率从 13.3% 提升至 15.2%。整体来看，遇见小面通过精细化运营对冲了营收压力，单店模型的盈利能力得到了显著增强，展现出更强的抗周期韧性。

模型对比 2（2025 年新店 VS 老店）：2025 年新模型盈利能力更优。收入端，新店单店月均营收为 31.65 万元，较老店的 34.91 万元下滑 9.3%，系新店更多系街边店及下沉市场门店。成本端，**租金成本率改善最为明显**，从 20.7% 大幅优化至 14.2%，体现出公司在新店选址上对高性价比点位尤其是街边店的精准布局；新店综合食材成本率升至 31.4%，高于老店的 29.5%，这部分更多系外卖占比提升阶段

影响；人工、能源及其他费用率均有小幅上升，新模型单店创收低于老店，收入存在一定负向杠杆。单店月均净利润从 4.84 万元增至 5.51 万元，同比增长 13.9%。核心驱动在于租金成本的大幅压降，有效对冲了营收下滑与部分成本率上升的影响，街边店模型的跑通为后续规模化扩张奠定了基础。

2) 同店 GMV：以价换量策略初步验证成功，预计 25-27 年同店 GMV 增速分别为 +0.8%/+1.0%/+1.2%

同店经营遵循以价换量策略。从直营门店来看，2023 年-2025H1，同店 GMV 增速分别为 +31.8%/-4.4%/-3.1%，其中单笔订单平均 GMV 持续同比走低，分别为 -4.5%/-4.7%/-3.4%，与此同时日均订单数维持正增长，分别为 +26.6%/+1.0%/+0.3%，公司依托主动让利维持亲民定价，以量补价部分对冲了客单价下行影响。**特许经营门店同样遵循这一逻辑**，2023 年-2025H1，同店 GMV 增速分别为 +21.7%/-3.9%/-2.9%，其中单均 GMV 逐期走低，同期日均订单数增速则更具韧性。复盘过往历史，遇见小面通过持续践行高性价比原则，在客单价承压的背景下，以稳健的客流增长和运营效率提升，实现了同店经营的韧性成长，而这也为品牌规模化扩张奠定了坚实基础。

表8：遇见小面直营门店&加盟门店同店经营数据

	2022 年末	2023 年末	2023 年末	2024 年末	2024H1	2025H1
直营门店						
GMV 总额（人民币亿元）	2.6	3.5	5.4	5.2	3.7	3.6
GMV 总额-同比		31.8%		-4.4%		-3.1%
每家门店日均订单数（以笔计）	331	419	411	415	386	387
日均订单数-同比		26.6%		1.0%		0.3%
每笔订单的平均 GMV（人民币元）	35.5	33.9	34.2	32.6	32.3	31.2
订单平均 GMV-同比		-4.5%		-4.7%		-3.4%
翻座率	3.1	3.9	3.9	4.1	3.7	3.6
特许经营门店						
GMV 总额（人民币亿元）	1.2	1.5	2.0	1.9	1.1	1.1
GMV 总额-同比		21.7%		-3.9%		-2.9%
每家门店日均订单数（以笔计）	325	409	413	427	393	404
日均订单数-同比		25.8%		3.4%		2.8%
每笔订单的平均 GMV（人民币元）	36.1	33.7	34	31.8	32.5	31
订单平均 GMV-同比		-6.6%		-6.5%		-4.6%
翻座率	3	3.6	3.7	4	3.6	3.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

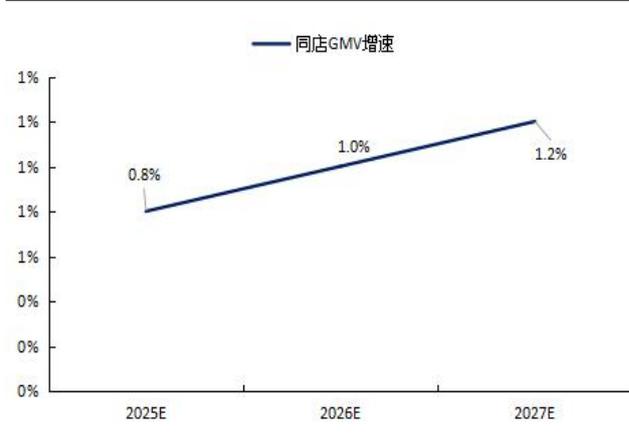
2025 年同店有望转正，CPI 温和通胀助力长期成长。我们分析公司仍会坚持高性价比的产品策略，为未来进入更多低线城市市场做准备，伴随产品性价比的提升，门店经营带来额外客流也在助力同店 GMV 增速重新回归正向增长，**我们预计 2025 年是公司同店 GMV 有望重新回归正向增长。**展望 2026 年，CPI 同比提升也有望带来客单价额外弹性，因此 2025-2027 年我们预计公司同店 GMV 增速分别为 +0.8%/+1.0%/+1.2%，维持稳中有增态势。

图17: 国内 CPI 数据回归正向增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 2025-2027 年同店 GMV 增速假设

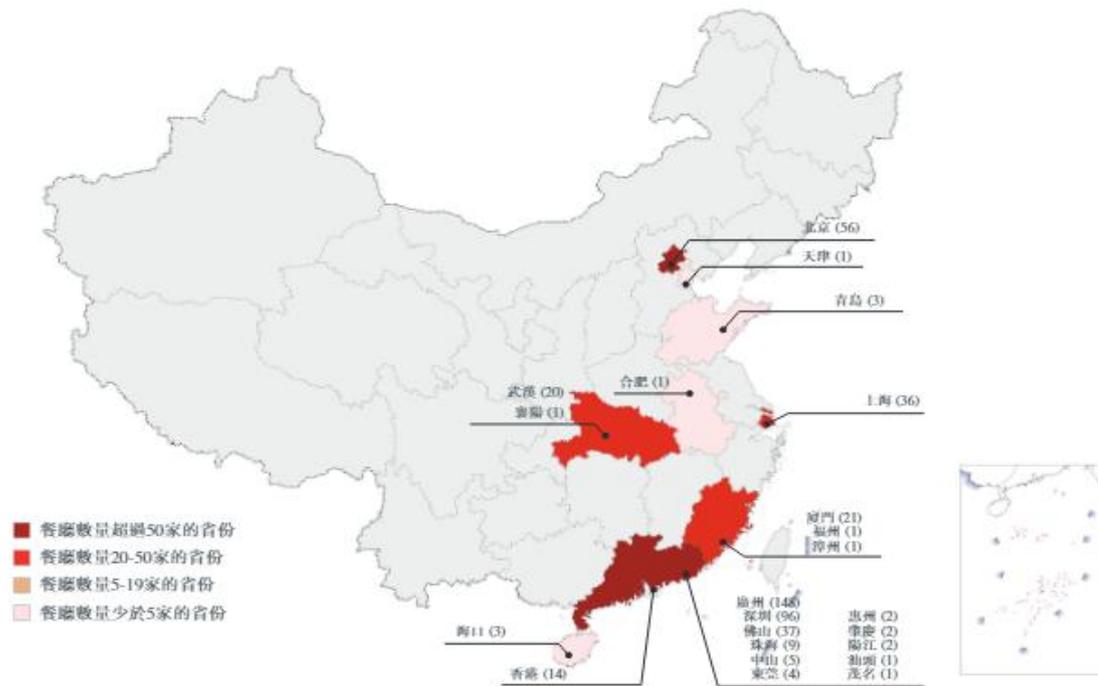


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

门店扩张: 展店进入放量期, 25-27 年门店净增 140/190/216 家

1) 空间探讨: 现有经营模式+加盟模式额外助力, 门店规模有望达 1428-1618 家

图19: 遇见小面现有门店分布示意图



资料来源: 公司招股说明书 (该图数据为截止 2025 年中期数据), 国信证券经济研究所整理

遇见小面现有门店布局呈现出“**聚焦一线高势能区域, 逐步辐射周边**”的特征。从区域选择看, 公司优先布局广州、深圳、北京、上海等一线核心城市, 这些区域具备高消费力、高客流密度与强品牌传播力, 为品牌打下优质的成长基础。在华南, 以广州、深圳为核心形成高密度覆盖, 截至 2025 年中期, 广州、深圳门店

数量也已经突破 100 家，奠定了品牌的“大本营”地位；华北区域重点布局北京，门店数超 50 家；在华东，以上海为核心门店数量达 36 家；在华中，则以武汉、长沙为支点，逐步渗透中西部高势能城市。公司在核心一线城市采取高密度布局，强化品牌触达与规模效应，而在非核心区域则保持谨慎探索，形成“核心深耕、外围轻拓”的稳健格局。这种策略既保障了品牌在高势能区域的竞争优势，经过门店模型持续优化探索后，公司也可以更好地进行全国化复制。

拉长时间维度看，我们认为公司门店扩张思路遵循“核心深耕加密+梯度渗透布局”的路径，即以华南大本营为根基，优先加密广州、北京、上海等一线高势能区域，再向珠三角、长三角等消费潜力突出的新兴市场梯度渗透，最终实现从区域品牌到全国连锁的升级。因此，我们以常住人口、人均 GDP、现有门店密度为核心变量，尝试测算遇见小面中期门店空间。

一、核心测算思路

我们将目标区域分为 3 类，**高势能区域是公司重点发展区域**，后续会通过持续的区域加密巩固现有优势；**潜力培育区域同样是公司资源侧重的区域**，公司虽暂时门店不多但区域消费潜力强，与公司现有门店模型也能形成较好适配，因此也是公司会倾注资源的区域；**谨慎探索区域多数为北方、西部以及川渝区域**，人均消费力相对较弱、或口味原因适配度不高，该区域也非公司重点发力布局区域，我们在测算门店空间时，会设定较高的目标单店人口密度目标。

高势能区域：广东、北京、上海等一线及沿海省份，人均 GDP 较高、消费能力强，设定密度较高的目标单店人口密度（20 万人/店），对应更高的门店密度。

潜力培育区域：对于福建、海南、江西、江苏、浙江为代表的珠三角、长三角区域，我们分析门店仍有较大的扩张潜力，因此设定目标单店人口密度为 80 万/店；湖北、湖南、安徽等中西部省份，人均 GDP 处于中等水平，设定中等目标单店人口密度（200 万人/店），作为扩张第二梯队。

谨慎探索区域：多数北方及西部省份，人均 GDP 相比偏低、消费基础较弱，设定较高的目标单店人口密度（4000 万人/店，参考现有门店布局较少的省份门店密度），仅假设有少量试点门店。

二、测算结果

按照现有模型，我们测算公司中期目标（5 年期维度）门店规模有望达到 1428 家，较 2025 年底（窄门餐眼数据）增长空间达 184%。北京、上海、广东等成熟市场增长空间在 85% - 188% 之间，更多体现为密度优化；而山东、浙江、安徽等新兴市场增长空间超 1000%，是规模扩张的中期支撑引擎。

若加盟模式+出海业务取得突破，门店空间有望继续看高一线。在当前测算框架之外，一方面，公司通过积极拓展海外市场，如新加坡已经尝试进入，未来东南亚区域扩张若顺利验证也有望贡献新增量；另一方面，加盟模式凭借更低的资本投入与更灵活的运营模式，能够加速品牌在非核心区域的渗透，尤其是在当前测算中门店基数为零或较少的中西部及北方省份，有望通过轻资产扩张实现更快的网络铺设。仅考虑加盟模式在低线城市的发力，**潜力区域门店密度有望达到更高如，公司中期门店空间有望看高至 1618 家**，如长三角、珠三角目标单店人口密度为提升至 50 万/店；为长期规模成长提供更广阔的想象空间。但目前低线城市门店扩张并非公司短期核心经营目标，公司仍会聚焦高线城市拓展门店，相关进展我们可以持续保持跟踪。

表9：遇见小面中期门店规模测算（不考虑加盟模式贡献）

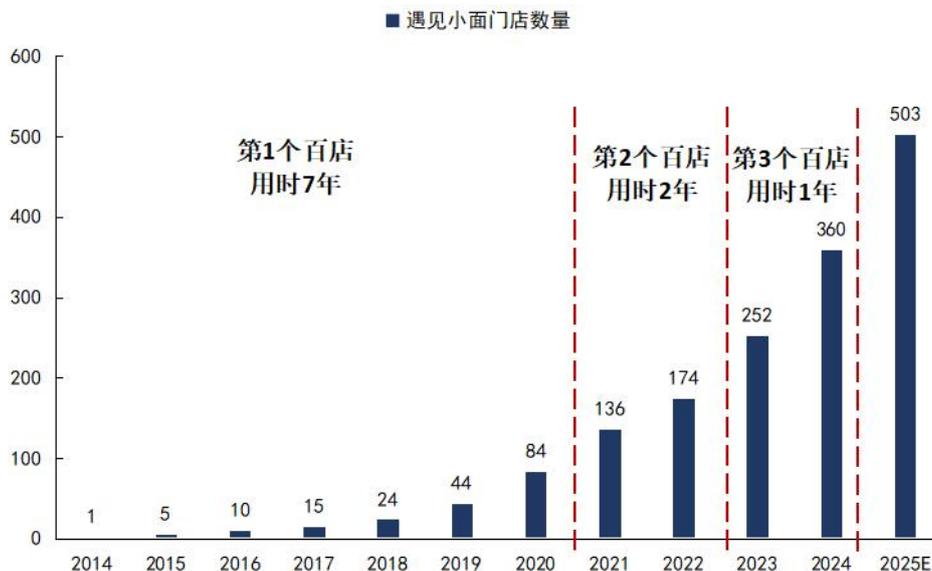
	常住人口（万）	GDP(亿元)	常住人口GDP	现有门店数	单店人口密度	目标单店人口密度	门店数量目标	增长空间
广东	12,780	141,634	110,825	340	37.6	20.0	639	87.9%
上海	2,480	53,927	217,424	43	57.7	20.0	124	188.4%
北京	2,183	49,843	228,303	59	37.0	20.0	109	85.0%
江苏	8,526	137,008	160,694	2	4263.0	80.0	107	5228.8%
浙江	6,670	90,131	135,128	0	-	80.0	83	-
广西	5,013	28,649	57,150	0	-	80.0	63	-
江西	4,502	34,203	75,972	1	4502.0	80.0	56	5527.5%
福建	4,193	57,761	137,756	25	167.7	80.0	52	109.7%
山东	10,080	98,566	97,784	3	3360.0	200.0	50	1580.0%
河南	9,785	63,590	64,987	0	-	200.0	49	-
安徽	6,123	50,625	82,680	1	6123.0	200.0	31	2961.5%
湖北	5,834	60,013	102,868	23	253.7	200.0	29	26.8%
海南	1,048	7,936	75,722	3	349.3	80.0	13	336.7%
天津	1,364	18,024	132,143	1	1364.0	200.0	7	582.0%
四川	8,364	64,697	77,352	1	8364.0	4000.0	2	109.1%
河北	7,378	47,527	64,417	0	-	4000.0	2	-
湖南	6,539	53,231	81,405	0	-	4000.0	2	-
云南	4,655	31,534	67,742	1	4655.0	4000.0	1	16.4%
辽宁	4,155	32,613	78,490	0	-	4000.0	1	-
陕西	3,953	35,539	89,903	0	-	4000.0	1	-
贵州	3,860	22,667	58,723	0	-	4000.0	1	-
山西	3,446	25,495	73,984	0	-	4000.0	1	-
重庆	3,190	32,193	100,919	0	-	4000.0	1	-
黑龙江	3,029	16,477	54,397	0	-	4000.0	1	-
新疆	2,622	20,534	78,314	0	-	4000.0	1	-
甘肃	2,458	13,003	52,893	0	-	4000.0	1	-
内蒙古	2,388	26,315	110,195	0	-	4000.0	1	-
吉林	2,317	14,361	61,974	0	-	4000.0	1	-
宁夏	729	5,503	75,484	0	-	4000.0	0	-
青海	593	3,951	66,624	0	-	4000.0	0	-
西藏	370	2,765	74,727	0	-	4000.0	0	-
门店总数				503			1428	183.8%

资料来源：公司公告，窄门餐眼（门店分布可能与公司实际门店分布略有差异），国信证券经济研究所整理

2) 开店节奏:门店进入快速放量期, 25-27 年门店净增 140/190/216 家

遇见小面正处于高势能扩张期。参考历史数据, 公司门店数量自 2014 年首店开业以来稳步扩张, 2025 年末达 503 家, 扩张节奏持续加快。第一个 100 家门店耗时 7 年, 第二个 100 家缩短至 2 年, 第三个 100 家仅用 1 年, 第四个 100 家进一步压缩至 10 个月, 第五个 100 家预计仅 9 个月即达成目标。公司百店扩张速度持续加快, 核心在于十余年深耕, 单店模型持续优化, 可复制性显著提升; 供应链与运营管理体系打磨完成, 叠加加盟模式赋能, 轻资产加速复制, 最终品牌认知度与渠道资源积累形成正向循环, 共同助推扩张节奏不断提速。

图20: 遇见小面门店数量示意图



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

国内仍是短期主战场, 2026-2028 年门店扩张计划提速。结合前文公司中期门店规模测算, 我们预计公司 2026 年、2027 年及 2028 年, 分别在中国及海外市场开设约 200 家、230 家及 240 家新直营与加盟餐厅(考虑关店 26-27 年净增 190/216 家), 扩张节奏逐年加快, 年均新增门店数量稳步提升。

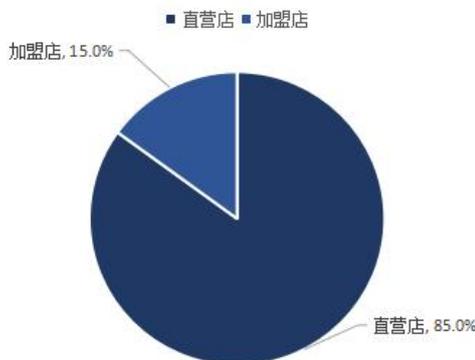
直营模式为主, 预计净增占比约 8 成。公司将动态平衡直营与加盟比例, 直营门店是品牌从区域连锁向全国化的核心抓手, 预计直营门店占比约 80%。国内市场将延续“核心深耕+梯度渗透”策略, 聚焦一线高势能城市加密布局, 同时向潜力市场渗透, 依托客单价优化后的成熟单店模型及加盟模式赋能, 降低扩张成本、提升复制效率。海外市场以香港、东南亚为支点, 在现有首店基础上持续拓展, 借助当地成熟消费生态与辐射东南亚的枢纽优势, 逐步实现海外市场规模化布局。

图21: 2026 年-2028 年门店扩张计划



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图22: 2026 年年门店扩张计划构成



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、**门店扩张**：预计公司 2025-2027 年门店净增 140/190/216 家，2025-2027 年底门店总数分别为 500/690/906 家，其中直营门店数分别为 400/566/761 家，对应门店增速为 43.4%/41.5%/34.5%；加盟门店数分别为 100/124/145 家，对应门店增速为 23.5%/24.2%/16.7%。

2、**同店假设**：公司虽持续降价提升自身性价比，但公司以价换量效果逐渐得到验证，叠加 2026 年以来 CPI 温和通胀预期，我们预计 2025-2027 年同店收入增速分别为 +0.8%/+1.0%/+1.2%。

3、**成本费率**：2025-2027 年原材料占比分别为 31.3%/30.2%/30.0%，逐年改善系公司一方面通过规模采购效应提升毛利率水平，另一方面外卖占比逐渐回归正常后毛利率也有自身结构优化；2025-2027 年职工薪酬占比分别为 22.3%/21.3%/21.0%，IT 赋能下运营流程标准化带动用工成本改善；2025-2027 年使用权资产折旧分别为 17.5%/17.0%/16.8%，街边店占比提升使用权资产占比有望稳中有降。

综合公司门店扩张、同店收入以及成本费率等表现，我们预计公司 2025-2027 年收入为 16.34/23.18/31.36 亿元，同比增长 41.5%/41.9%/35.3%；预计 2025-2027 年公司经调整归母净利润 1.35/2.35/3.51 亿元，同比增长 111.3%/73.8%/49.6%。

表10：遇见小面盈利预测表

单位：千元, CNY	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	418,096	800,514	1,154,434	1,633,551	2,318,427	3,136,351
yoy		91.5%	44.2%	41.5%	41.9%	35.3%
原材料及消耗品	-160,138	-290,270	-395,701	-511,301	-700,165	-940,905
%	38.3%	36.3%	34.3%	31.3%	30.2%	30.0%
职工薪酬	-109,264	-175,194	-265,062	-364,282	-493,825	-658,634
%	26.1%	21.9%	23.0%	22.3%	21.3%	21.0%
使用权资产折旧	-94,620	-125,429	-188,845	-286,525	-394,133	-526,907
%	22.6%	15.7%	16.4%	17.5%	17.0%	16.8%
物业、厂房及设备 折旧和无形资产摊销	-21,828	-24,213	-37,649	-53,907	-76,508	-100,363
%	5.2%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
水电费用	-14,119	-27,487	-44,543	-65,342	-92,737	-125,454
%	3.4%	3.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
租金及其他经营费用	-4,523	-18,365	-21,632	-29,404	-27,821	-31,364
%	1.1%	2.3%	1.9%	1.8%	1.2%	1.0%
其他支出-其他	-34,595	-59,790	-88,721	-130,684	-166,927	-219,545
%	8.3%	7.5%	7.7%	8.0%	7.2%	7.0%
其他经营净收益	7,504	14,143	8,967	10,205	11,105	10,092
经调整净利润	-34,970	46,978	63,888	135,014	234,655	351,090
%	-8.4%	5.9%	5.5%	8.3%	10.1%	11.2%
yoy			36.0%	111.3%	73.8%	49.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

绝对估值：7.8-8.3 港元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	0.0%	91.5%	44.2%	41.5%	41.9%	35.3%	25.0%	20.0%
营业成本/营业收入	0.0%	36.3%	34.3%	34.2%	34.1%	34.0%	34.0%	34.0%
管理费用/营业收入	39.7%	33.9%	36.2%	55.4%	53.0%	51.7%	50.5%	49.3%
销售费用/销售收入	1.5%	0.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
所得税税率	25.3%	19.6%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	0.0%	0.0%	0.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	20.00%
无风险利率	2.00%	Ka	8.60%
股票风险溢价	5.00%	有杠杆 Beta	1.88
公司股价（元）	5.82	Ke	13.30%
发行在外股数（百万）	711	E/(D+E)	52.91%
股票市值(E, 百万元)	4158	D/(D+E)	47.09%
债务总额(D, 百万元)	3700	WACC	8.17%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	1.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表13：FCFF 估值结果

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	(20.7)	99.4	239.2	392.7	566.5	747.4	916.3	1,086.6	1,237.0	1,384.2
所得税税率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT*(1-所得税税率)	(16.6)	79.5	191.3	314.2	453.2	597.9	733.1	869.3	989.6	1,107.4
折旧与摊销	189.5	192.5	196.9	202.3	208.6	215.6	223.3	231.6	240.4	249.8
核心企业价值	5,454.9									
每股价值	8.31									

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表14：FCFE 估值结果

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
FCFF	317.7	156.9	287.8	333.9	407.4	444.2	427.5	455.6	421.6	427.3
(利息费用-利息收入)*(1-t)	0.0	1.7	2.3	3.0	3.6	5.0	7.3	9.6	12.0	14.3
FCFE	267.7	158.7	290.0	336.9	411.0	449.3	434.8	465.2	433.6	441.6
PV(FCFE)	247.9	136.0	230.3	247.6	279.7	283.1	253.7	251.4	216.9	204.6
股票价值	5,545.5									
每股价值	7.80									

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值：7.5-8.2 港元

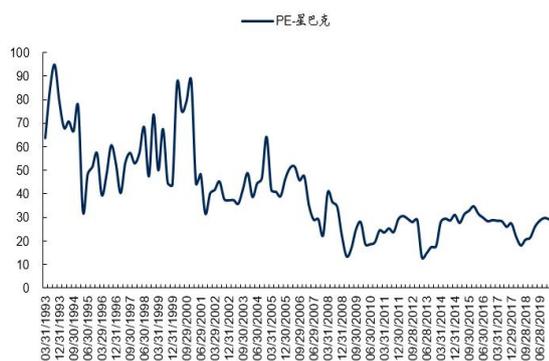
我们在分析相对估值时，一是选取国际餐饮龙头不同发展阶段的估值情况进行对比，二是对比目前国内几个代表上市新消费龙头估值情况，以期进行更全面的分析和判断。

连锁餐饮品牌在高势能往往享受估值溢价。国信社服小组曾在 2021 年餐饮行业深度报告《餐饮行业报告-深度报告：谁是影响餐饮龙头估值的关键因子？》中提及，上升期餐饮品牌的高确定性、强爆发性属性，是连锁餐企估值溢价的根基，一方面是确定性带来的成长预期，另一方面是强爆发性下快速消化估值的能力，两方面因素导致餐饮企业当下估值水平往往处于溢价状态。

国际视角维度看，由于餐饮龙头百胜餐饮、麦当劳上市时品牌发展已经趋于稳健阶段，我们重点关注咖啡龙头星巴克的估值变化。如下图所示。首先，我们关注星巴克，主要因为其上市至今经历了完整的高速成长期、震荡发展期和成长成熟期等，不同阶段估值差异较大，对遇见小面的估值有一定借鉴意义。星巴克 1992 年上市时，仅在北美有 165 家门店，因其国内连锁扩张的想象空间，上市之初估值高达 90-100x，在 1992-2004 年之间，国内加密+品牌出海双重助力扩张支撑高速增长，门店年复合增速达到 37.06%，营收和业绩年复合增速分别达到 40.04%/58.91%，估值中枢 57x，持续处于高位。2005-2008 年时，公司自身发展战略调整不尽如人意，叠加阶段外部经济压力等影响，估值阶段从 60x 震荡回落到 20x 左右。2009 年后，舒尔茨掌舵改革，对内优化，并加速海外扩张（尤其中国等区域扩张），带来营收和业绩较稳健成长，估值从 20x 左右回升至 30x 左右。

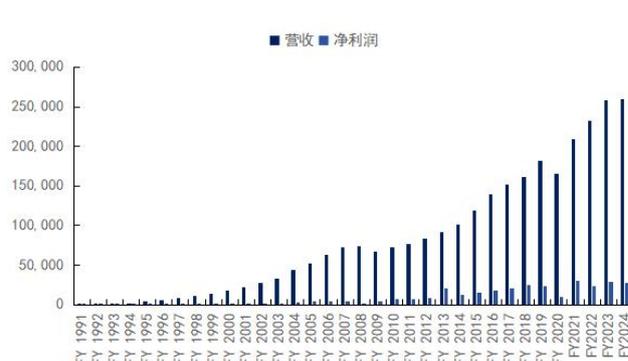
复盘国际咖啡龙头，成长期一般对应估值溢价，星巴克上市初期 90x-100x 估值，高增长期估值中枢也有 57x，溢价明显；而成熟期营收和业绩 5-10% 增长下，凭借休闲饮料赛道相对更易复制扩张和加盟成长，其估值成熟期也能达到 20x~30x+，高峰期 35x+。

图23: 星巴克动态 PE 估值水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图24: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

视角回到港股餐饮市场，港股市场在连锁餐饮品牌门店高速扩张、同店销售处上升通道时，也会给与对应品牌当期估值溢价，以反映该品牌未来增长的爆发性与确定性。2018-2020 年的海底捞正处于同店上行、门店快速扩张的品牌势能上升期，彼时动态 PE 估值溢价也高达 60-80x；2021 年海底捞提出啄木鸟计划经营计划归于审慎，其后 2022 年顺利扭亏为盈，2023-2024 年持续提升存量门店的经营店效，分红比例也维持高位（2023 年分红比例 97%），并提出“红石榴计划”寻求新成长曲线，经营稳定后估值水平于 15-20x 左右震荡。

图25: 海底捞动态 PE 估值水平复盘



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们选择港股餐饮行业龙头百胜中国和海底捞、小菜园、达势股份、绿茶集团作为参考公司。如下表所示, 遇见小面 2026 年 PE 估值水平为 15.6x, 低于行业平均水平的 16.7x。考虑到势能高增期公司往往能够享受估值溢价, 且溢价水平普遍为 30x+, 考虑到公司正处于门店放量、模型优化验证的高速成长阶段 (PEG 水平显著低于行业水平), 伴随门店扩张的顺利验证以及经营业绩的持续兑现, 我们认为公司估值水平有望略超出行业平均估值水平, 按相对估值法, 我们暂给予公司 2026 年动态 PE 估值 20-22x, 对应公司未来 1 年合理市值区间为 52.9-58.2 亿港元 (股价对应为 7.5-8.2 港元), 对应最新收盘价仍有 29.1-42.0% 上涨空间。

表15: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (人民币元)	总市值 亿元	是否在沪 深港通	净利润				EPS			PE		
					25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
2408.HK	遇见小面	5.2	37	否	1.4	2.4	3.5	0.09	0.19	0.33	0.49	27.2	15.6	10.5
对比公司														
9987.HK	百胜中国	373.3	1,322	是	68.2	71.3	76.5	17.74	19.25	20.14	21.60	19.4	18.5	17.3
6862.HK	海底捞	15.0	835	是	42.2	47.5	54.2	0.84	0.76	0.85	0.97	19.8	17.6	15.4
0999.HK	小菜园	7.6	89	是	7.7	9.4	11.2	0.49	0.65	0.80	0.95	11.6	9.5	7.9
1405.HK	达势股份	57.8	76	是	1.5	2.4	3.5	0.42	1.13	1.85	2.67	51.3	31.2	21.6
6831.HK	绿茶集团	6.2	42	否	5.1	6.1	7.1	0.52	0.76	0.90	1.06	8.1	6.9	5.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: 港股公司股价折算美元汇率 1HKD=1.0883RMB; 达势股份均参考 Bloomberg 一致预期。

投资建议

预计 25-27 年经调整归母净利润 1.35/2.35/3.51 亿元, 同增 122%/74%/49%。考虑到连锁餐饮龙头在高势能期普遍享受估值溢价, 兼顾公司正处于新模型验证成功、门店处于快速放量期, 公司未来 1 年合理股价区间为 7.8-8.2 港元, 对应最新收盘价仍有 34-41% 空间, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 7.8-8.2 港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 5.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司同处餐饮行业的龙头海底捞、百胜中国、小菜园、绿茶集团作为对标公司，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的快餐稀缺性和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予少许溢价，最终给予公司 2026 年 20-22 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 41.5%/41.9%/35.3%，可能存在对公司收入增长及预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 68.7%/69.8%/70%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

食品安全风险

若门店销售产品出现原材料变质等食品安全或门店卫生等风险，严重情况下造成了消费者身体不适等情况，对于餐饮品牌经营会是较为沉重的打击。

门店扩张、下沉不及预期

目前公司致力于提升品牌的性价比，以期提升公司在下沉市场的竞争力，但下沉市场可能存在较多中小玩家竞争，竞争环境差异可能会导致公司门店扩张不及预期。

原材料风险

大量原材料来自向外部供应商的采购，包括大米、蔬菜、猪肉等，若原材料成本大幅上升，公司若无法及时通过提价或者降本抵消相关影响，则对应利润表现会受到影响。

宏观风险

宏观经济波动、大规模传染疫情及其他国际政治事件、自然灾害等不可抗力等可能影响出行导致影响到点用餐，导致公司经营低于预期。

品牌生命周期风险

部分餐饮品牌在品牌周期早起阶段能够取得较为亮眼的发展成绩，但伴随品牌老化，发展节奏有可能会低于预期。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人拥有公司绝对控制权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

股东减持风险：如控股股东及一致行动人、及其他重要股东奇昕控股、顾东升、九毛九旗下品芯悦合、碧桂园汇碧二号等重要股东。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	27	42	380	488	658	营业收入	801	1154	1634	2318	3136
应收款项	56	81	115	163	221	营业成本	290	396	559	791	1066
存货净额	27	23	31	44	60	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	21	31	44	63	85	销售费用	5	13	20	28	38
流动资产合计	157	248	641	842	1125	管理费用	295	455	1076	1401	1793
固定资产	85	148	230	315	400	财务费用	(19)	(28)	(0)	(2)	(3)
无形资产及其他	531	687	916	1184	1496	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	70	78	78	78	78	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	50	100	其他收入	(172)	(242)	189	193	197
资产总计	842	1161	1865	2469	3198	营业利润	57	76	169	294	439
短期借款及交易性金融负债	0	50	0	0	0	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
应付款项	52	59	156	221	300	利润总额	57	75	169	294	439
其他流动负债	291	381	876	1212	1615	所得税费用	11	14	34	59	88
流动负债合计	343	490	1032	1433	1915	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	46	61	135	235	351
其他长期负债	445	553	661	769	877						
长期负债合计	445	553	661	769	877	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	789	1043	1693	2203	2792	净利润	46	61	135	235	351
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	54	118	172	266	406	折旧摊销	150	226	189	193	197
负债和股东权益总计	842	1161	1865	2469	3198	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(19)	(28)	(0)	(2)	(3)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	162	166	645	430	494
每股收益	0.06	0.09	0.19	0.33	0.49	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.11	0.20	0.30	经营活动现金流	357	454	969	858	1042
每股净资产	0.08	0.17	0.24	0.37	0.57	资本开支	0	(252)	(500)	(545)	(594)
ROIC	-6704%	313%	-215%	-68%	-81%	其它投资现金流	(18)	(45)	0	(14)	(17)
ROE	85%	52%	52%	53%	54%	投资活动现金流	(18)	(297)	(500)	(609)	(661)
毛利率	64%	66%	66%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	25%	-1%	4%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	45%	10%	13%	14%	支付股利、利息	0	0	(81)	(141)	(211)
收入增长	91%	44%	42%	42%	35%	其它融资现金流	(349)	(141)	(50)	0	0
净利润增长率	-228%	32%	122%	74%	49%	融资活动现金流	(349)	(141)	(131)	(141)	(211)
资产负债率	94%	90%	91%	89%	87%	现金净变动	(10)	15	338	107	170
息率	0.0%	0.0%	2.0%	3.4%	5.1%	货币资金的期初余额	37	27	42	380	488
P/E	80.0	60.5	27.2	15.6	10.6	货币资金的期末余额	27	42	380	488	658
P/B	68.3	31.2	21.4	13.8	9.0	企业自由现金流	0	377	318	157	288
EV/EBITDA	14	10	35	22	16	权益自由现金流	0	258	268	159	290

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032