

海底撈國際 (6862 HK)

重新定義用餐體驗的餐飲帝國

- ❖ 海底撈是世界上最大的中式餐飲集團，主力提供火鍋美食，並以其一流的服務而聞名。海底撈在中國/全球中式餐飲和中國火鍋市場的銷售都排名第一，於17財年分別擁有0.3%/0.2%和2.2%的市場份額。在17財年，海底撈的銷售為106億人民幣，客戶人次為1.07億。公司在15至17財年的銷售/淨利潤年均複合增長率為35.9%/94.1%。截止至18財年8月，海底撈在全球擁有362家餐廳，其中331/31家位於中國/海外。
- ❖ 提供無與倫比的用餐體驗。海底撈強調服務質素和顧客滿意度作為店長的關鍵績效指標，不僅累積了一個龐大的粉絲群，而且還創造了每天5.0次的翻台率。憑藉其強大的品牌力和客流量，海底撈享有低租金成本的優勢，並將節省下來的支出用於改善食品質素和員工福利，去提升服務質素，形成了一個良性迴圈。
- ❖ 革命性的激勵機制可促進快速但高品質的擴張。海底撈是制度革新的大師，提倡了「連住利益，鎖住管理」的核心理念。除了用以確保服務質素而採用的「計件工資」之外，我們認為2016年中推行的「師徒制」改革將帶動快速但高品質的擴張。受惠于海底撈高企的受歡迎程度，我們相信其餐廳數量仍有很大的增長空間。根據百度指數，在中國所有連鎖餐廳中，其受歡迎程度只僅次於肯德基和星巴克。我們基於四個不同指標的研究，推算海底撈餐廳在中國的市場容量，在2018年可高達1,039家。我們預計於18/19/20財年，海底撈餐廳數量將增加202/261/169（同比增長74%/55%/23%）至475/736/905家。
- ❖ 擁抱創新和高科技，以推動同店銷售增長並提高效率。我們相信創新和高科技是推動海底撈增長重要策略之一，這些新元素主要體現於：1) 新的精釀啤酒，2) 通過其海底撈APP去推動O2O發展，3) 應對早上和下午茶時段，可能推出新產品，4) 智慧廚房，能有效加強食品安全和自動化，5) 新型沉浸式的用餐體驗，6) 紅火台，海底撈旗下的雲端軟體即服務，可提高餐廳效率。
- ❖ 我們預測17至20財年銷售/淨利潤年均複合增長率為51.5%/53.7%，主要因素為：1) 46.1%的客流年均複合增長和4.4%的人均消費年均複合增長，或2) 49.1%餐廳數量年均複合增長，及1.5%的每家餐廳的平均銷售的年均複合增長。我們預計18財年的經營利潤率將回落至12.7%，但在19/20財年回升至13.3%/13.8%，以反映人工成本和折舊費用的上升，以及租金成本和其他開支(如銀行費用)的下降。考慮到公司於17財年收購了不少的少數股東權益，我們估計18年的淨利潤率下降幅度較小，至9.3%。
- ❖ 首次覆蓋給予買入評級，目標價為20.77港元。我們的目標價格基於35.0倍19財預測市盈率(27.7%的上升空間)，相比大中華區領先/國際同業平均水平的19.1倍/24.9倍，擁有83.2%/40.6%的溢價。這是考慮到1) 海底撈在中國餐飲市場的領先地位，2) 遠高於行業的強勁銷售增長及低滲透度，以及3) 高達約27%的平均股本回報率及潛在的利潤率改善空間。目前，海底撈現價估值為27.4倍19財年預測市盈率和0.9倍PEG(大中華區領先/國際同業中位數為1.1倍/1.8倍)。與DCF模型進行交叉核對的估值為20.21港元，假設了9.9%的WACC和3.0%的終端增長，相等於34.1倍的市盈率。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
淨利潤(百萬人民幣)	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733
每股收益(人民幣)	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
每股收益變動(%)	-	-	-	56.8	71.8	34.9
市盈率(x)	-	-	69.8	47.1	27.4	20.3
市帳率(x)	-	-	65.8	7.1	5.4	4.2
股息率(%)	-	-	1.0	0.6	0.7	1.0
平均股本回報率(%)	42.0	87.8	110.4	27.4	22.5	23.3
財務杠杆(x)	20.7	32.5	112.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$20.77
潛在升幅	+27.7%
當前股價	HK\$16.26

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

中國餐飲行業

市值(百萬港元)	86,178
3月平均流通量(百萬港元)	226.35
52周內股價高/低(港元)	19.6/16.0
總股本(百萬)	5,300.0

資料來源：彭博

股東結構

張勇先生	44.02%
舒萍女士	13.66%
施永宏先生	13.66%
李海燕女士	13.66%
其他管理層	7.0%
自由流通	8.0%

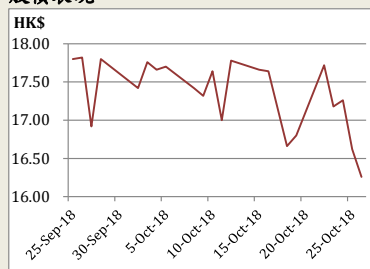
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.6%	2.7%
3-月	-	-
6-月	-	-

資料來源：彭博

股價表現



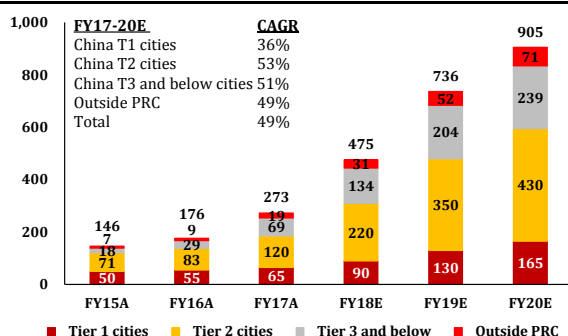
資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.haidilao.com

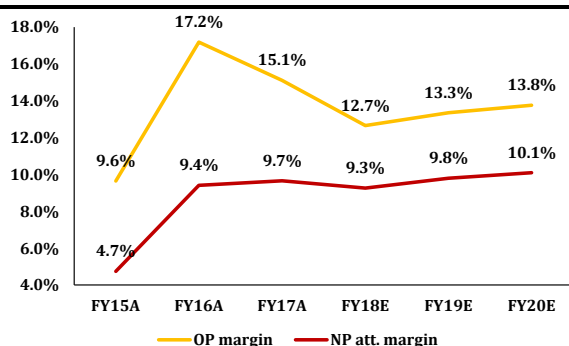
重點圖表和表格

圖 1：海底撈餐廳數量，按城市分類



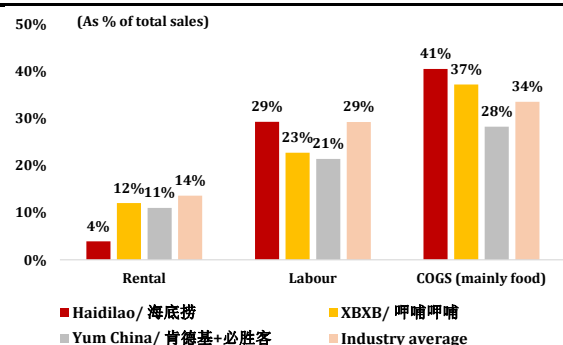
資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 3：在反彈之前，利潤率將首先下降



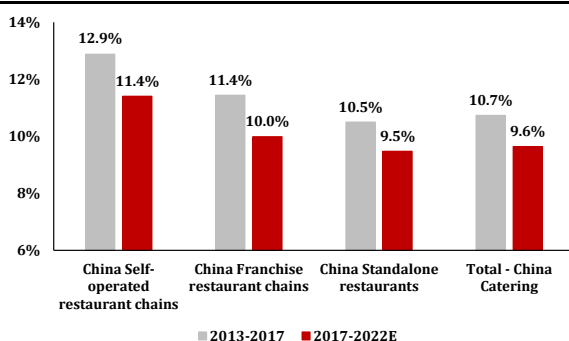
資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 5：節省了的租金，可用於提高餐廳服務質素



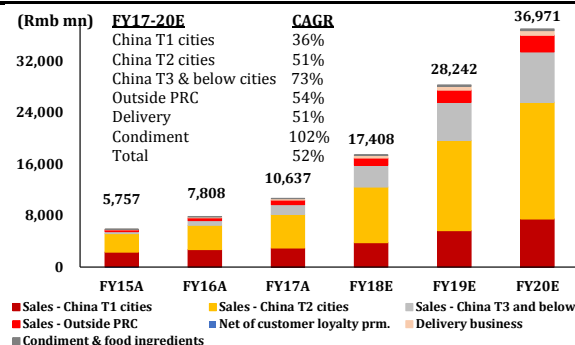
資料來源：Frost & Sullivan, 公司 - 最后報告及招銀國際研究預測

圖 7：自營連鎖店的銷售年均複合增長率最快



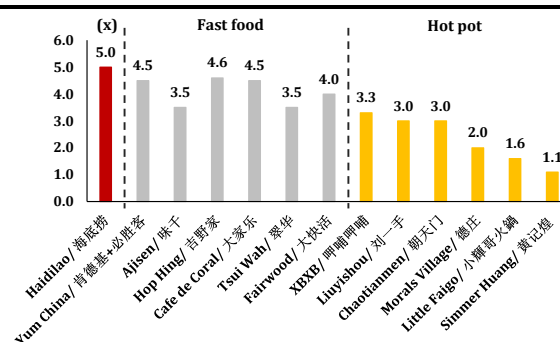
資料來源：Frost & Sullivan 及招銀國際研究

圖 2：海底撈的銷售，按細分業務分類



資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 4：高翻檯率說明海底撈的受歡迎程度高企



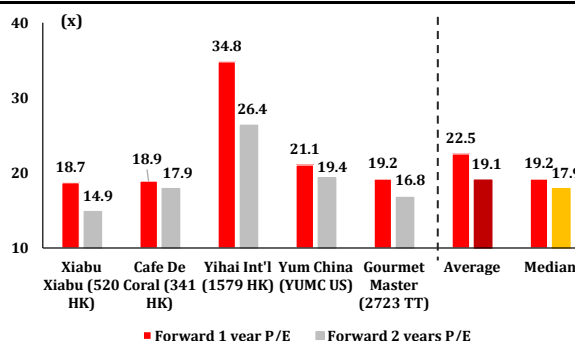
資料來源：Frost & Sullivan, 公司 - 最后報告及招銀國際研究預測

圖 6：各級員工的激勵制度

各級員工的激勵制度	
高級別	「師徒制」
	允許師傅分享他/她的第一代和第二代學員餐廳的利潤
中級別	明確的工作目標和職業升遷途徑
	除了計件工資，員工將根據其成就獲得相應的獎勵，有權獲得獎金和其他福利，如果他們轉移到新的餐廳，則有機會更快晉升到更高級別
低級別	「計件工資」
	量化工作量的指標來確定員工的薪酬

資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 8：同業估值比較 - 未來 1 年和 2 年預測市盈率



資料來源：彭博，招銀國際研究預測，截止至 2018 年 10 月 26 日

投資亮點

雖然作為世界上規模最大，最受歡迎的中式餐飲集團，但發展速度仍然比行業要快。

根據 Frost&Sullivan 的資料，海底撈是世界上最大的中式餐飲集團，主要提供火鍋美食，價錢定位在中高端。在 17 財年，人均消費和客戶人次分別為 98 元人民幣和 1.07 億。經過 15 財年至 17 財年的 35.9% 銷售年均複合增長，銷售在 17 財年達到 106 億人民幣，根據 Frost&Sullivan 的資料，在中國/全球中式餐飲和中國火鍋市場的銷售分別擁有 0.3%/0.2% 和 2.2% 的市場份額。海底撈受惠於其一流和專注的服務，平均每家餐廳的業績都十分優秀，17 財年每店平均年銷售達到 3 千 9 百萬元人民幣和高達每天 5.0 次的翻桌率。截至 18 財年 8 月，海底撈在全球擁有 362 家餐廳，其中 331/31 家位於中國/海外。

建立於無與倫比的用餐體驗的餐飲帝國。

海底撈強調服務質素和顧客滿意度作為餐廳店長的關鍵績效指標，不僅累積了一個龐大的粉絲群，而且還創造了一系列十分亮麗的運營資料，包括：1) 1-3 個月內實現首次盈虧平衡（其他同業需要 3-6 個月），2) 翻桌率為 5.0 倍（在一線城市為 4.8 倍，甚至高於呷哺呷哺在北京的 4.0 倍和百勝中國的 4.5 倍）和 3) 平均每家店的銷售為 3 千 9 百萬元人民幣（其他同業為 3 百萬至 2 千 2 百萬元人民幣）。憑藉相當低的租金成本（只占 17 財年銷售的 4% 而行業平均為 14%），海底撈可將節省下來的支出轉化為更好的食品品質和更高的員工薪酬，作為改善服務的激勵措施，並創造了一個有利於客戶和員工的良性迴圈。長遠來看，我們認為，隨著其餐廳數目擴張，海底撈將享有更大的規模經濟，我們相信其 17 財年的毛利率在行業中仍然相對偏低，只有 59.5%，所以未來或有較大的增長空間（呷哺呷哺為 62.7% 而味千為 75.2%）。此外，我們認為未來餐廳裡更多的工序升級為自動化將令員工成本逐步降低，從而提高經營利潤率。

革命性的激勵機制，可推動高品質的增長。

海底撈是制度革新的大師，也是「連住利益，鎖住管理」和「用雙手改變命運」的宣導者。除了採用「計件工資」以激勵其餐廳員工提供一流的服務外，我們認為 2016 年中推行的「師徒制」改革將帶動快速但高品質的擴張。根據百度指數，在中國所有連鎖餐廳中，其受歡迎程度只僅次於肯德基和星巴克。我們的研究基於四個不同的指標（受歡迎程度，市場份額，城市滲透率和 GDP / 人口），推算海底撈餐廳在中國的市場容量，在 2018 年可高達 1,039 家。我們預測於 18 財年/ 19 財年/ 20 財年，海底撈餐廳數量將增加 202/ 261/ 169（+ 74%/ + 55%/ + 23%）至 475/ 736/ 905 家。

將創新和高科技作為核心戰略的一部分。

我們認為，海底撈將創新和高科技視為其主要增長策略的重要部分，不斷推出新元素去推動同店銷售增長和開發新的收入來源：1) 新的精釀啤酒，2) 通過其海底撈 APP 去推動 O2O 發展，允許更多客戶通過新的海底撈 APP 進行互動（例如在線上和線下購買海底撈品牌產品），3) 應對早上和下午茶時段，可能推出新產品。2017 年，公司做了一項重大的技術升級 - 紅火台，這雲端軟體即服務，是可以實現更為方便的點菜體驗，餐桌管理，營運資料收集和分析，ERP，以及更快速的系統更新等。展望未來在 18 財年下半年，它將通過採用：1) 智慧廚房，能有效加強食品安全和自動化，2) 具有投影映射和數位感測器的新型沉浸式的用餐體驗，3) 改進其會員管理策略。我們相信這些措施不僅可以在海底撈的餐廳中呈現全新且令人興奮的用餐體驗，還很可能重塑整個餐飲行業格局。

我們預計 17 至 20 財年的銷售/淨利潤年均複合增長率為 52%/ 54%。

我們預計 17 至 20 財年銷售/淨利潤年均複合增長率為 51.5%/ 53.7%，其推動因素為：1) 客流的年均複合增長率為 46.1%，人均消費年均複合增長率為 4.4%（餐廳數量年均複合增長率為 49.1%，每家餐廳平均銷售的複合年均複合增長率為 1.5%）和 2) 外賣業務/調味品和食品配料業務的銷售年均複合增長率為 50.6%/ 102.2%。我們預計 18 財年的經營利潤率會先回落至 12.7%，然後在 19 和 20 財年反彈至 13.3%和 13.8%，是包含了 1) 人工成本上升以及 2) 18 財年新店占比增加，但這些壓力會逐漸緩和，因為 1) 長期固定租賃合同的占比提高組合而令租金成本下降和 2) 銀行費用和諮詢費等其他費用下降。考慮到公司於 17 財年收購了不少的少數股東權益，我們預計 18 財年淨利潤率將下降至 9.3%，並將在 19 和 20 財年中逐漸增加至 9.8%和 10.1%。根據我們的估計，海底撈將在 18 財年變為淨現金，並且能夠從 19 財年開始產生大量的自由現金流。

首次覆蓋給予買入評級，目標價為 20.77 港元，基於 35.0 倍 19 財年預測市盈率。

我們認為海底撈的估值應該高於同業，因為其 1) 在全球/中國的領先地位（年銷售比大家樂 / 呷哺呷哺高出 50%/ 190%）和市場份額（排名第一）中國的中式餐飲市場份額為 0.3%，是第二名的兩倍多），2) 在 17 財年在中國只有 254 家餐廳，餐廳數量滲透率遠低於同行但銷售增長速度非常快（排名第 2 至 5 位的火鍋品牌的餐廳數量分別為 440 至 760）而 15 至 17 財年期間的銷售增長率為 32.8%（優於第 2 至 5 位的平均值 24.3%），以及 3) 平均股本回報率高達 27.4%，且未來毛利率改善的空間很大（毛利率在這個行業中仍然很低）與呷哺呷哺的 62.7%和味千的 75.2%相比，海底撈只有 59.5%。

首次覆蓋給予買入評級，目標價為 20.77 港元，基於 35.0 倍 19 財預測市盈率，相比大中華區領先/國際同業平均水平 19.1 倍/ 24.9 倍，擁有 83.2%/ 40.6%的溢價。目前，海底撈現價估值為 47.1 倍和 27.4 倍 18 財年和 19 財年預測市盈率，相當於 0.92 倍 PEG。PEG 可能更適合快速增長的公司，因此海底撈在這標準很有吸引力，比大中華區領先/國際同業中位數 1.08 倍/1.79 倍有 14.4%/ 48.5% 的折讓。與 DCF 模型進行交叉核對的估值為 20.21 港元，假設了 9.9%的 WACC 和 3.0%的終端增長，相等於 34.1 倍的市盈率。

主要風險：

1) 餐廳擴張計畫慢於預期或新店的受歡迎程度減低，2) 競爭程度加劇，如競爭對手的品質快速提升，或者海底撈餐廳的品質顯著下降，3) 出現致命或其他嚴重的食品安全醜聞，4) 原材料成本增長快於預期，5) 不利的消費者口味變化，例如從到店用餐到外賣送餐或從休閒餐飲到速食的習慣轉變來得比預期更快，以及 6) 勞動力短缺或員工成本的增加比預期更快。

圖9：海底撈國際的主要假設

主要假設	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入（百萬人民幣）						
中國 - 一線城市	2,317	2,714	2,959	3,811	5,669	7,483
中國 - 二線城市	2,880	3,776	5,231	8,631	14,006	18,154
中國 - 三線及以下城市	310	734	1,518	3,391	5,937	7,790
中國內地以外	277	439	703	1,125	1,890	2,585
會員積分計劃	(131)	(27)	(24)	(36)	(38)	(39)
外賣業務	74	146	219	380	592	747
調味品和食材產品	30	26	30	106	186	251
總額	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
收入增長 (%)						
中國 - 一線城市		17.1%	9.0%	28.8%	48.8%	32.0%
中國 - 二線城市		31.1%	38.5%	65.0%	62.3%	29.6%
中國 - 三線及以下城市		136.5%	107.0%	123.3%	75.1%	31.2%
中國內地以外		58.5%	60.2%	60.0%	68.0%	36.8%
會員積分計劃		-79.1%	-12.5%	50.0%	5.0%	5.0%
外賣業務		97.3%	49.7%	73.6%	56.0%	26.2%
調味品和食材產品		-12.0%	16.7%	250.0%	75.0%	35.0%
總額		35.6%	36.2%	63.7%	62.2%	30.9%
餐廳數量						
中國 - 一線城市	50	55	65	90	130	165
中國 - 二線城市	71	83	120	220	350	430
中國 - 三線及以下城市	18	29	69	134	204	239
中國內地以外	7	9	19	31	52	71
總額	146	176	273	475	736	905
餐廳數量增長 (%)						
中國 - 一線城市		10.0%	18.2%	38.5%	44.4%	26.9%
中國 - 二線城市		16.9%	44.6%	83.3%	59.1%	22.9%
中國 - 三線及以下城市		61.1%	137.9%	94.2%	52.2%	17.2%
中國內地以外		28.6%	111.1%	63.2%	67.7%	36.5%
總額		20.5%	55.1%	74.0%	54.9%	23.0%
平均每間餐廳的銷售（百萬人民幣）						
中國 - 一線城市	46	49	46	42	44	45
中國 - 二線城市	41	45	44	39	40	42
中國 - 三線及以下城市	17	25	22	25	29	33
中國內地以外	40	49	37	36	36	36
總額	39	43	38	36	37	40
平均每間餐廳的銷售增長 (%)						
中國 - 一線城市		6.5%	-7.7%	-7.0%	3.0%	4.0%
中國 - 二線城市		12.2%	-4.2%	-10.0%	2.0%	5.5%
中國 - 三線及以下城市		46.8%	-13.0%	15.0%	15.0%	12.0%
中國內地以外		23.3%	-24.1%	-1.9%	0.1%	0.2%
總額		12.0%	-12.3%	-6.4%	4.7%	6.5%
每位客人平均消費（人民幣）						
中國 - 一線城市	93.2	95.3	98.3	101.2	105.8	110.6
中國 - 二線城市	86.1	88.5	92.6	96.3	101.1	106.2
中國 - 三線及以下城市	89.8	92.8	94.5	96.4	99.3	102.3
中國內地以外	215.2	215.4	179.6	143.7	143.7	146.6
總額	91.8	94.5	97.7	102.2	106.6	111.2
每位客人平均消費增長 (%)						
中國 - 一線城市		2.3%	3.1%	3.0%	4.5%	4.5%
中國 - 二線城市		2.8%	4.6%	4.0%	5.0%	5.0%
中國 - 三線及以下城市		3.3%	1.8%	2.0%	3.0%	3.0%
中國內地以外		0.1%	-16.6%	-20.0%	0.0%	2.0%
總額		2.9%	3.4%	4.6%	4.2%	4.4%
總客人流量（百萬）						
中國 - 一線城市	25	29	30	38	54	68
中國 - 二線城市	33	43	57	90	139	171
中國 - 三線及以下城市	4	8	16	35	60	76
中國內地以外	1	2	4	8	13	18
總額	63	81	107	170	265	332
毛利率	54.8%	59.3%	59.5%	59.3%	59.3%	59.2%
員工成本/銷售	-27.3%	-26.2%	-29.3%	-30.5%	-30.3%	-29.9%
物業租金及相關費用/銷售	-4.7%	-3.8%	-3.9%	-3.9%	-3.8%	-3.8%
公用事業費用/銷售	-3.8%	-3.4%	-3.3%	-3.4%	-3.4%	-3.3%
折舊和攤銷/銷售	-4.2%	-3.7%	-3.4%	-3.6%	-3.5%	-3.7%
旅行及相關費用/銷售	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
有效稅率	-26.7%	-27.3%	-26.5%	-26.5%	-26.5%	-26.5%

資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 10：同業估值比較

Company	Ticker	Price HK\$/Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD perform (%)
FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY1	FY1	FY1
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Xiabuxiabu Catering Managem	520 HK	9.95	10,705	Dec-17	21.4	18.7	14.9	n/a	17.2	25.9	22.1	4.5	4.1	3.5	n/a	22.6	0.9	2.1	(35.8)
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	16.90	9,896	Mar-18	21.4	18.9	17.9	25.4	13.0	5.6	10.6	2.8	2.9	2.9	3.8	13.0	2.0	4.8	(19.7)
Yihai International Holding	1579 HK	18.00	18,844	Dec-17	59.3	34.8	26.4	n/a	67.4	31.9	29.9	11.1	8.4	6.5	n/a	18.8	0.8	0.9	139.7
Yum China Holdings Inc	YUMC US	31.32	94,112	Dec-17	17.9	21.1	19.4	n/a	43.8	8.7	9.5	4.0	3.8	3.4	n/a	19.5	1.1	1.4	(21.7)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	222.00	10,104	Dec-17	18.9	19.2	16.8	35.2	(3.8)	14.5	20.6	4.0	3.7	3.2	4.7	23.7	1.9	2.5	(43.7)
Average					27.8	22.5	19.1	30.3	27.5	17.3	18.5	5.3	4.6	3.9	4.3	19.5	1.3	2.3	3.8
Median					21.4	19.2	17.9	30.3	17.2	14.5	20.6	4.0	3.8	3.4	4.3	19.5	1.1	2.1	(21.7)
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	25.80	3,322	Mar-18	15.3	12.3	11.2	18.0	24.1	10.0	13.0	4.3	4.2	4.0	4.7	29.2	0.8	5.6	(19.4)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.15	1,511	Dec-17	9.4	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.3	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(30.9)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.70	988	Mar-18	12.3	10.0	7.0	26.3	23.2	42.9	20.0	0.8	0.7	0.6	2.6	6.8	0.4	7.1	(37.6)
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.59	2,827	Dec-17	n/a	11.1	10.3	n/a	(146)	8.4	17.9	0.9	0.9	0.8	1.6	(15.4)	(0.1)	4.4	(30.4)
Tao Heung	573 HK	1.34	1,362	Dec-17	13.7	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(3.6)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.20	1,282	Dec-17	10.3	9.7	8.2	10.4	(11.7)	18.3	7.4	2.4	2.6	2.6	1.6	25.9	2.5	12.2	(17.5)
Average					12.2	10.8	9.2	18.8	(18.3)	13.3	9.7	1.9	2.1	2.0	2.7	13.1	0.9	7.3	(23.2)
Median					12.3	10.6	9.2	18.0	0.0	9.2	10.2	1.6	1.7	1.7	2.2	16.3	0.6	6.4	(24.9)
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	86.92	216,274	Dec-17	24.7	24.7	22.9	24.4	(8.1)	7.6	10.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.6	1.7	6.5
Mcdonald's Corp	MCD US	175.31	1,066,338	Dec-17	23.2	22.6	21.3	21.6	21.1	6.3	7.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.0	2.4	1.9
Starbucks Corp	SBUX US	58.96	623,648	Oct-17	23.8	24.5	22.3	30.4	22.0	9.8	14.0	20.2	16.6	44.2	13.2	92.6	1.6	2.2	2.7
Restaurant Brands Intern	QSR US	56.33	205,897	Dec-17	21.8	21.5	20.2	n/a	(0.1)	6.3	10.9	6.5	13.1	11.8	n/a	39.1	3.8	3.0	(8.4)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	423.88	92,364	Dec-17	50.5	49.7	35.5	95.8	38.7	40.0	27.7	8.5	1.1	1.1	8.4	11.9	1.4	0.0	46.7
Darden Restaurants Inc	DRI US	106.43	103,564	May-18	20.5	18.8	17.1	24.8	17.7	10.4	7.8	5.8	2.2	1.9	4.2	29.7	1.6	2.8	10.8
Domino's Pizza Inc	DPZ US	261.77	85,368	Dec-17	33.9	30.9	27.6	32.3	40.8	12.1	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.8	38.5
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	73.70	47,638	Dec-17	27.4	26.3	24.8	28.4	(27.0)	6.3	11.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.4)	1.9	14.3
Wendy's Co/The	WEN US	17.03	31,644	Dec-17	38.2	30.6	24.7	34.7	(29.1)	23.7	22.5	9.4	10.7	16.4	4.2	48.7	12.6	2.0	3.7
Jollibee Foods Corp	JFC PM	270.00	42,948	Dec-17	38.2	37.8	33.0	40.2	2.1	14.6	15.9	6.6	6.4	5.6	7.4	18.9	3.5	0.9	6.7
Average					30.2	28.7	24.9	36.9	7.8	13.7	14.4	9.5	8.4	13.5	7.5	40.1	3.1	1.8	12.3
Median					26.0	25.5	23.8	30.4	9.9	10.1	12.5	7.5	8.5	8.7	7.4	34.4	1.8	1.9	6.6
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	64.80	197,591	Dec-17	44.3	40.6	33.8	n/a	19.4	20.2	20.0	14.9	12.4	10.5	n/a	36.4	2.0	1.6	20.4
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	15.58	21,799	Dec-17	18.6	16.5	13.4	n/a	260.7	23.1	10.9	2.7	2.6	2.2	3.5	16.4	0.2	1.7	8.2
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	24.91	23,173	Dec-17	22.6	20.1	16.4	35.1	17.6	22.6	19.6	4.9	4.4	3.6	3.8	23.5	1.0	1.8	(23.9)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	3.97	13,929	Dec-17	10.3	10.1	9.7	38.2	1.7	3.1	18.0	1.4	1.3	1.2	2.5	13.7	1.4	n/a	(23.1)
Guangzhou Restaurant Group-603043 CH		21.35	9,737	Dec-17	23.8	20.7	17.1	n/a	12.3	21.4	23.4	5.1	4.3	3.6	n/a	25.7	1.1	1.3	9.0
China Quanjude Group Co Lt-f	002186 CH	11.84	4,123	Dec-17	27.9	22.9	20.6	47.2	14.7	11.3	0.2	2.3	n/a	n/a	4.8	8.5	2.7	n/a	(32.7)
Xi'an Catering Co Ltd -A	000721 CH	3.96	2,231	Dec-17	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.0	n/a	n/a	5.0	(1.8)	n/a	n/a	(29.9)
Average					24.6	21.8	18.5	40.1	46.6	14.5	13.2	4.9	5.0	4.2	3.9	17.5	1.4	1.6	(10.3)
Median					23.2	20.4	16.7	38.2	14.7	20.2	18.0	3.0	4.3	3.6	3.8	16.4	1.2	1.6	(23.1)
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.92	34,209	Dec-17	29.6	26.3	22.9	38.3	28.7	14.2	11.6	2.3	2.3	2.2	2.1	8.1	1.5	2.5	21.1
Tingyi (Cayman Isl) Hldg Co	322 HK	11.64	65,391	Dec-17	23.9	23.5	20.0	36.1	31.9	17.8	13.4	3.1	2.9	2.6	3.8	14.6	1.1	2.3	(23.4)
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	5.60	69,716	Mar-18	19.9	17.8	16.4	20.2	7.0	8.3	10.0	4.3	3.9	3.5	n/a	n/a	2.1	3.1	(13.2)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	23.00	90,333	Dec-17	32.0	25.9	20.2	n/a	46.6	28.2	22.3	3.4	3.2	2.8	2.7	11.0	0.8	0.9	(0.5)
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	30.90	43,966	Dec-17	26.1	22.9	19.3	33.7	25.1	18.7	15.2	2.1	2.0	1.9	3.3	8.1	1.2	1.9	(23.3)
China Resources Beer Holding	291 HK	27.75	90,026	Dec-17	53.3	38.9	29.8	48.8	71.5	30.7	23.0	4.1	4.1	3.7	2.4	7.9	1.0	0.9	(1.1)
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.62	76,961	Dec-17	19.0	17.7	15.5	n/a	9.8	14.8	14.3	4.7	4.5	4.0	n/a	26.0	1.4	3.4	(20.8)
Average					29.1	24.7	20.6	35.4	31.5	19.0	15.7	3.4	3.2	3.0	2.9	12.6	1.3	2.1	(8.8)
Median					26.1	23.5	20.0	36.1	28.7	17.8	14.3	3.4	3.2	2.8	2.7	9.5	1.2	2.3	(13.2)

資料來源：彭博，招銀國際研究預測，截止至 2018 年 10 月 26 日

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
中國 - 一線城市	2,317	2,714	2,959	3,811	5,669	7,483
中國 - 二線城市	2,880	3,776	5,231	8,631	14,006	18,154
中國 - 三線及以下城市	310	734	1,518	3,391	5,937	7,790
中國內地以外	277	439	703	1,125	1,890	2,585
會員積分計劃	(131)	(27)	(24)	(36)	(38)	(39)
外賣業務	74	146	219	380	592	747
調味品和食材產品	30	26	30	106	186	251
銷售成本	(2,600)	(3,179)	(4,313)	(7,083)	(11,492)	(15,081)
毛利	3,157	4,628	6,324	10,325	16,750	21,890
其他收入	33	58	86	73	119	155
員工成本	(1,572)	(2,044)	(3,120)	(5,303)	(8,546)	(11,072)
物業租金及相關開支	(269)	(298)	(415)	(670)	(1,064)	(1,413)
水電開支	(221)	(263)	(349)	(592)	(960)	(1,220)
折舊和攤銷	(239)	(286)	(360)	(627)	(995)	(1,351)
差旅和相關開支	(67)	(84)	(120)	(191)	(311)	(407)
其他經營費用	(268)	(372)	(445)	(818)	(1,299)	(1,590)
息稅前收益	553	1,338	1,602	2,195	3,694	4,994
聯營公司	-	-	0	7	8	9
其他收益和虧損	8	12	26	3	14	11
淨融資成本	(1)	(4)	(4)	(4)	64	85
特殊收入	-	-	-	-	-	-
稅前利潤	560	1,346	1,625	2,201	3,781	5,099
所得稅	(149)	(368)	(431)	(583)	(1,002)	(1,351)
非控制股東權益	(138)	(243)	(166)	(7)	(11)	(15)
淨利潤	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733
調整後淨利潤	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	1,223	1,493	2,274	4,265	6,103	7,164
物業、廠房及設備	797	943	2,085	4,072	5,904	6,958
無形資產和商譽	19	15	11	8	5	4
聯營公司的權益	-	-	4	11	20	29
其他金融資產	-	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	42	49	53	53	53	53
其他	365	486	121	121	121	121
流動資產	1,184	1,257	1,462	9,260	11,183	14,878
存貨	41	50	95	116	220	289
貿易及其他應收賬款	30	64	173	238	387	506
其他金融資產	954	700	864	721	1,051	1,318
受限制銀行結餘	2	36	48	48	48	48
現金及現金等價物	158	407	282	8,137	9,477	12,717
流動負債	1,244	1,642	2,618	2,777	3,317	3,784
貿易及其他應付賬款	385	484	679	1,088	1,828	2,395
即期稅項	45	105	80	80	80	80
銀行借款	414	567	348	698	698	698
遞延收入	245	273	309	309	309	309
其他	154	213	1,203	603	403	303
非流動負債	5	35	27	27	27	27
帶息借款	-	11	9	9	9	9
遞延收入	-	-	-	-	-	-
其他應付款項和應計費用	-	-	-	-	-	-
衍生金融工具	-	-	-	-	-	-
遞延稅項	3	22	13	13	13	13
其他	2	3	4	4	4	4
資產淨額	1,157	1,072	1,091	10,721	13,942	18,232
非控股權益	438	270	2	5	2	6
權益股東應占總權益	719	802	1,089	10,716	13,940	18,226

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	553	1,338	1,602	2,195	3,694	4,994
折舊和攤銷	239	286	360	627	995	1,351
營運資金變動	2	76	(110)	115	157	112
稅務開支	(159)	(296)	(468)	(583)	(1,002)	(1,351)
其他	8	10	16	7	75	95
經營活動所得現金淨額	642	1,414	1,400	2,362	3,920	5,200
購買固定資產	(400)	(429)	(1,243)	(2,611)	(2,824)	(2,403)
聯營公司	-	-	(4)	-	-	-
其他	(516)	(851)	(318)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(916)	(1,281)	(1,565)	(2,611)	(2,824)	(2,403)
股份發行	-	-	0	7,264	-	-
淨銀行借貸	158	164	(221)	(250)	(200)	(100)
股息	-	-	-	752	456	554
其他	1	(6)	326	339	(11)	(10)
融資活動所得現金淨額	159	158	105	8,104	245	444
現金增加淨額	(115)	291	(60)	7,855	1,340	3,241
四川海邊分行所用現金淨額	(24)	(41)	(32)	-	-	-
年初現金及現金等價物	297	158	407	282	8,137	9,477
匯兌	(0)	(0)	(32)	-	-	-
年末現金及現金等價物	158	407	282	8,137	9,477	12,717

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）						
中國 - 一線城市	40.2	34.8	27.8	21.9	20.1	20.2
中國 - 二線城市	50.0	48.4	49.2	49.6	49.6	49.1
中國 - 三線及以下城市	5.4	9.4	14.3	19.5	21.0	21.1
中國內地以外	4.8	5.6	6.6	6.5	6.7	7.0
會員積分計劃	(2.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
外賣業務	1.3	1.9	2.1	2.2	2.1	2.0
調味品和食材產品	0.6	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）						
毛利率	54.8	59.3	59.5	59.3	59.3	59.2
息稅前利潤率	9.6	17.1	15.1	12.6	13.1	13.5
稅前利潤率	9.7	17.2	15.3	12.6	13.4	13.8
淨利潤率	4.7	9.4	9.7	9.3	9.8	10.1
調整後淨利潤率	4.7	9.4	9.7	9.3	9.8	10.1
有效稅率	26.7	27.3	26.5	26.5	26.5	26.5
增長（%）						
收入		35.6	36.2	63.7	62.2	30.9
毛利		46.6	36.6	63.3	62.2	30.7
息稅前利潤		142.2	19.7	37.0	68.3	35.2
淨利潤率		169.6	39.8	56.8	71.8	34.9
調整後淨利潤		169.6	39.8	56.8	71.8	34.9
資產負債比率						
流動比率（x）	1.0	0.8	0.6	3.3	3.4	3.9
平均應收賬款周轉天數	1.6	2.2	4.1	5.0	5.0	5.0
平均應付賬款周轉天數	16.9	12.6	12.2	13.0	15.0	15.0
平均存貨周轉天數	4.9	5.2	6.1	6.0	7.0	7.0
回報率（%）						
平均股本回報率	42.0	87.8	110.4	27.4	22.5	23.3
平均資產回報率	20.7	37.9	36.8	18.7	18.0	19.1
每股數據						
每股盈利（人民幣）	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
調整後每股盈利（人民幣）	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
每股股息（人民幣）	-	-	0.1704	0.0977	0.1187	0.1601
每股賬面價值（人民幣）	-	-	0.2058	2.0229	2.6305	3.4401

資料來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。