

中国餐饮行业

龙头公司在恢复期间将受惠更多

我们预计中国餐饮业将实现更彻底的复苏，而受惠于 2021 年的快速扩张，龙头公司将从中受益更多。从长远来看，与美国相比，中国市场仍然高度分散，因此我们重申对**九毛九**、**海底捞**、**百胜中国**和**大家乐**等龙头的买入评级。我们首次覆盖**颐海**，给予买入评级，因其高效的管理和产品的创新。行业**首选九毛九**，因其巨大的增长潜力和吸引的估值。

- **2021 年审慎乐观。**我们预计餐饮销售在 2020 年下降 16.6% 之后（整个消费领域中最差的细分市场，而零售销售只下降 3.9%），在 2021 年反弹至 18.2% 同比增长，而零售销售为 13% 增长。）这要受惠于：1) 社交限制在疫情缓解的情况下减少，2) 由于餐饮销售在 2015-2019 年期间的表现优于零售销售的增长，未来可能重新追赶，3) 春节期间的增长势头相当强劲（根据商务部的数据，重点企业的增长率为 29%，4) 消费者行为的正常化，家庭、商务和旅行需求的回升，以及 5) 领先品牌（例如星巴克、麦当劳）的积极指引。
- **行业整合加速，仍有增长空间。**我们预计 2020 年排名前 10 位的上市企业的餐饮销售将仅同比下降 4.8%，远好于行业 16.6% 的销售下降，这意味着行业整合显著。由于龙头的扩张更快，我们预计这一趋势将在 2021 年持续（已于 2020 年签订许多优质的租赁合同）。从长远来看，增长空间仍然很大，因为这些龙头的合并市场份额在 2019 年仅为 2.1%，远低于美国排名前 10 位的全服务/有限服务餐厅集团的 12%/45%，根据 Euromonitor。对于每个细分市场中的单个品牌，我们估计海底捞/肯德基/太二目前在中国火锅/快餐店/酸菜鱼产业中所占的市场份额为 5%/5%/7%，远低于 2019 年美国全服务/有限服务餐厅品牌的 5-15%/16-47%。
- **我们偏好哪些品牌？**我们偏好拥有以下特点的品牌：1) 更快的恢复速度，2) 更快的扩张计划，以及 3) 1-2 线城市和外卖的占比更高。总而言之，我们维持中国餐饮业的**跑赢大市**评级，并偏好**九毛九 (9922 HK) > 海底捞 (6862 HK) > 百胜中国 (9987 HK) > 大家乐 (341 HK)**。我们首次覆盖**颐海 (1579 HK)**，并给予**买入**评级。我们对每个品牌的潜在市场规模进行了研究，并估计到 2025 年，太二/海底捞/肯德基/必胜客/呷哺呷哺/湊湊潜在的长期餐馆数量约为 2,500/4,500/15,000/7,300/7,000/2,600，根据人口密度，它们仅占 2020 财年的约 9%/27%/48%/32%/15%/6%。
- **南向投资是一把双刃剑，但从长远来看应该是一个积极的催化剂。**南向投资者倾向于具有较高的风险偏好和估值（A/H 股溢价证明）。因此，如果这些餐饮业龙头继续跑赢大盘，尽管有潜在的短期逆转之势，但从长远来看，南向占比应继续增加。

估值表

公司	代码	评级	市值 (百万港元)	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	潜在升幅	市盈率	市帐率	ROE (%)	
							FY2	FY3	FY2	
九毛九	9922 HK	买入	41,931	28.85	39.29	36%	69.2	46.9	9.4	23.3
海底捞	6862 HK	买入	320,650	60.50	78.33	29%	59.9	43.4	16.3	33.9
百胜中国	9987 HK	买入	197,591	470.00	566.34	20%	26.3	23.1	3.3	13.5
大家乐	341 HK	买入	10,367	17.70	20.69	17%	25.4	19.8	3.5	14.3
颐海	1579 HK	买入	107,621	102.80	134.68	31%	66.5	50.6	18.8	31.5
呷哺呷哺	520 HK	未评级	20,774	19.14	n/a	不适用	33.0	26.4	6.1	19.6

资料来源：彭博，招银国际证券

优于大市 (维持)

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776

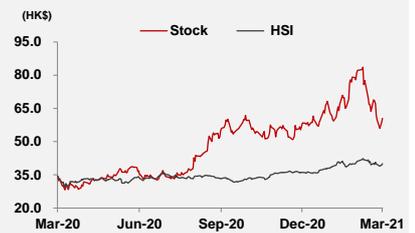
walterwoo@cmbi.com.hk

九毛九 (9922 HK) 股价



资料来源：彭博，招银国际证券

海底捞 (6862 HK) 股价



资料来源：彭博，招银国际证券

大家乐 (341 HK) 股价



资料来源：彭博，招银国际证券

百胜中国 (9987 HK) 股价



资料来源：彭博，招银国际证券

九毛九 (9922 HK)

快速的恢复和充足的增长空间

九毛九是我们 2021 财年的行业首选，因其具有最大的扩展潜力，最高的净利润复合年增长率以及具吸引力的估值。因此，我们维持买入评级，并将目标价上调至 39.29 港元，基于九毛九 15 倍 2022 财年预测市盈率和 1.1 倍太二 2019-25 年财年 PEG（此前为九毛九集团 55 倍 2021 年财年市盈率），亦相当于 64 倍 2022 财年市盈率和 1.4 倍 PEG。目前股价为 48 倍 2022 年市盈率和 1.0 倍 PEG。

- **我们预计 2020 财年净利润将同比下降 83%，这意味着 2020 年下半年复苏强劲。**由于 2020 年上半年的巨额亏损，净利润的大幅下降完全不会令人意外。我们对公司复苏速度（已经领先行业）和 2020 年下半年的净利润率水平达到 7.2%（招银国际预测）感到非常鼓舞，这甚至比 2019 财年的 6.1% 和 2019 上半年的 5.0% 还要好。
- **太二的复苏是同行中最快的。**受惠于其在华南和华东地区的销售业务、年轻消费者以及 2020 财年外卖业务的增长，太二的复苏是上市同行中最快的。我们估计到 2020 年 12 月，其同店销售恢复率将同比增长 101%，而其他品牌则为 77-100%。2020 年下半年的销售增长也将恢复至同比增长 10%，远好于行业的 2% 销售下降。
- **门店扩张仍然迅速且充满潜力。**尽管疫情造成了延误，但预计 2020 财年太二门店数量将同比增长 84%，增速放缓不多，而 2019 财年为同比增长 94%，这是所有上市同行中最快的。扩展空间仍然很大。我们预计，到 2023 财年，太二将拥有 643 家门店，这将占 2025 财年潜在长期餐馆数量（我们根据人口密度估算的潜在市场规模）的 2,556 家的 25%。2021 年 1 月太二新开了 20 家门店（同比增长约 80%）。
- **火锅业务尚未定价，但存在有趣的潜力。**九毛九的“怂”火锅获得了相当积极的评价，在大众点评上的顾客评分证明了这一点（口味/服务/环境的评分为 9/9/9）。我们预计其 2021 财年将拥有 3-5 家门店（有些可能在深圳）。估值和增长潜力是值得思考寻味的，因为如果我们以凑凑为参考，那么拥有 50-200 家受欢迎且盈利门店的品牌很可能获得不错的估值。
- **维持买入评级，目标价上调至 39.29 港元（潜在升幅 36%）。**我们将 2020/21/22 财年每股收益调整了 -25%/+11%/+9%，考虑到快于预期的门店扩张。我们维持买入评级，并将目标价上调至 39.29 港元，基于九毛九 15 倍 2022 财年市盈率和太二 1.1 倍 2019-25 财年 PEG（此前为九毛九集团 55 倍 2021 年财年市盈率）。目前估值不高，相当于 48 倍 2022 财年市盈率和 1.0 倍 2019-25 财年 PEG，鉴于其 2019-25 财年 47% 的净利润复合增长率，相当吸引。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	1,893	2,687	2,551	4,984	7,085
同比增长(%)	28.8	42.0	(5.1)	95.3	42.2
净收入(百万元人民币)	70	164	30	503	742
每股盈利(元人民币)	0.050	0.119	0.022	0.346	0.511
每股盈利变动(%)	4.2	136.1	(81.6)	1,482.7	47.7
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.029	0.326	0.481
市盈率(倍)	503.2	217.0	1,111.5	69.2	46.9
市帐率(倍)	172.2	209.0	10.5	9.4	8.0
股息率(%)	0.2	0.0	0.0	0.4	0.6
权益收益率(%)	34.2	96.3	0.9	13.5	17.1
净负债比率(%)	70.8	187.9	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$39.29
(此前目标价)	HK\$21.96)
潜在升幅	+36.2%
当前股价	HK\$28.85

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	41,931
3月平均流通量(百万港元)	426.95
52周内股价高/低(港元)	38.70/7.67
总股本(百万)	1,453.4

资料来源：彭博

股东结构

Mr. Guan Yi Hong	42.28%
Shanghai Ling Yu	9.29%
MT BVI	5.25%
MX BVI	5.24%
Free Float	37.94%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-19.1%	-16.0%
3-月	37.2%	25.3%
6-月	66.7%	40.2%
12-月	191.9%	156.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

海底捞 (6862 HK)

大规模的扩张计划仍是重点

毫无疑问，海底捞在2020年下半年的恢复速度落后于同业。但是，由于其开店速度快于预期以及灵活的均价调整策略，我们对其2021-22财年的增长更加乐观。因此，我们维持买入评级，并将目标价上调至78.33港元，基于2.2倍PEG（相当于60.5倍2022财年预测市盈率）。目前股价为47倍2022年市盈率。

- **2020 财年净利润将同比下降约 90%，但这意味着 2020 年下半年利润率的健康复苏。**人民币 2.35 亿元的汇兑损失的确令人吃惊，但如果我们对此进行调整，那么 2020 下半年的净利润可能达到人民币 14.5 亿元，利润率为 8.3%，其实已经非常接近 2019 财年的 8.8% 和 2019 年下半年的 9.6%。鉴于复苏速度低于同行且新店扩张迅速，我们认为这样的利润率相当不错。
- **同店销售复苏落后于同行。**我们估计海底捞在 2020 年 12 月的恢复率为 77%，是行业中（与其他品牌相比）最低之一的，我们认为这是由于商务需求、家庭需求恢复缓慢，外卖的兼容性低以及新店扩张导致。
- **但是扩展空间仍然很大。**根据我们的估计，2020 财年净增加 507 家门店，这意味着同比增长 71%，而 2019 财年的净增长为 65%。我们认为增长空间仍然很大，因为即使到 2025 财年，我们预计中国的门店数量将达到 3,760 家，仅占潜在长期餐馆数量约 4,470 家门店（我们根据人口密度估算的潜在市场规模）的 84%。我们仍然预计 2021 年第一季度同比增长 68%（净增加 45 家门店）。
- **预计每家门店利润率将保持足够的弹性。**我们相信海底捞仍可以保持合理的利润率，这要归功于其加大成本方面的控制，例如：1) 通过员工承担更多的职务令门店需要招聘更少的员工以及 2) 通过规模经济来精简成本（例如汤底和其他食品）。
- **弹性定价可以提高整体流量和入座率。**海底捞已开始采取弹性的定价策略，通过调整平均售价来帮助增加人流量，例如通过提高繁忙门店的平均售价来提高利润。我们相信总体效果将是显著的。在 2020 年第四季度，约有 100 家门店开始采用该策略，并且在 2021 财年，其他门店都将采用。
- **维持买入评级，目标价上调至 78.33 港元（潜在升幅 30%）。**我们维持买入评级，并将 2020/21/22 财年的净利润调整 -36%/+1%/+17%，以反映：1) 门店扩张速度加快，但 2) 同店销售额恢复疲软。我们的目标价格基于 2.2 倍 PEG（此前为 54 倍 2021 财年市盈率）。目前估值在 47 倍 2022 年市盈率，鉴于其 2019-25 财年净利润复合增长率为 27%，相当吸引。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	16,969	26,556	27,221	51,264	66,847
同比增长(%)	59.5	56.5	2.5	88.3	30.4
净收入(百万元人民币)	1,646	2,345	247	4,136	5,700
摊薄后每股盈利(元人民币)	0.31	0.44	0.05	0.78	1.08
每股盈利变动(%)	60.2	42.4	(89.5)	1,573.1	37.8
市场预期每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.137	0.845	1.168
市盈率(倍)	171.1	122.9	1,092.0	64.4	46.7
市帐率(倍)	32.7	27.1	24.1	17.3	12.3
股息率(%)	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3
权益收益率(%)	19.1	22.1	2.2	26.9	26.3
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$78.33
(此前目标价)	HK\$53.56)
潜在升幅	+29.5%
当前股价	HK\$60.50

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	320,650
3月平均流通量(百万港元)	752.10
52周内股价高/低(港元)	85.80/ 27.45
总股本(百万)	5,300.0

资料来源：彭博

股东结构

Mr. Zhang Yong	44.02%
Ms. Shu Ping	13.66%
Mr. Shi Yong Hong	13.66%
Ms. Li Hai Yan	13.66%
Other management	7.00%
Free Float	8.00%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-27.7%	-24.8%
3-月	3.0%	-5.9%
6-月	6.9%	-10.1%
12-月	72.6%	51.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

大家乐 (341 HK)

行业整合的受益者

我们相信在行业低迷时期，大家乐将占据更多的市场份额，尤其是在失业援助结束时。得益于疫苗的广泛使用和未来的消费补贴的发放，以及潜在的租金减少，转机即将出现。我们维持买入评级，目标价为 20.69 港元，基于 22 倍 2023 财年预测市盈率（从 24 倍 2022 财年市盈率得出）。当前股价相当于 19 倍 2023 财年市盈率，估值吸引，比同业的 33 倍 2022 年财年市盈率的平均水平低约 42%。

- **香港餐饮业复苏乏力，但大家乐正在抢占份额。**由于 2020 年 11 月爆发新一波疫情以及相应保持社交距离的措施，2020 年第四季度香港餐饮销售额下降了 25%，与第三季度的 35% 相比仍然疲软。但快餐仍具韧性，2020 年第四季度下降 15%，第三季度下降 23%，尽管大家乐香港同店销售增长仍然疲弱（我们估计 2020 年 10 月至 12 月下降 12%）。但是外卖和外送需求帮助了很多，并赢得了更多的市场份额。我们认为，随着“就业补贴”于 2020 年 11 月到期，这一趋势将进一步加剧。
- **2022 财年的潜在消费券可能是一个小催化剂。**香港政府于 2020 年 2 月最新财政预算案中宣布，为刺激消费，所有 18 岁或以上的居民将获得 5,000 港元的电子消费券（约 720 万人有资格）。优惠券将分五个阶段派发，每月供款额为港币 1,000 元，只限本地消费。
- **中国大陆业务健康复苏，利润率相当可观。**我们认为，中国大陆业务的复苏趋势不错，2020 年 11 月至 12 月的销售下降仅为 2-3%。另外，最近的食物成本上涨只是季节性且短期的，同时新店的贡献也增加。在过去的 1-2 年中，由于地理位置的改善，许多新店的表现都优于其他门店，所以我们预计 2021 财年 EBIT 利润率将强劲恢复，而 2022-23 财年将逐步改善。
- **维持买入评级，目标价上调至 20.69 港元（潜在升幅 20%）。**我们将 2021/22/23 财年每股收益预测降低了 35%/11%/10%，考虑到另一轮疫情爆发和相应的负经营杠杆。维持买入评级，并将目标价上调至 20.69 港元，基于 22 倍 2023 财年市盈率（此前为 24 倍 2022 财年市盈率），因为我们认为 1) 最坏的时期已经过去，2) 2021 年上半年的负增长是有合理预期的，以及 3) 潜在的香港零售行业估值修复。当前股价相当于 19 倍 2023 财年市盈率，对比中国同行的 33 倍有 42% 的折让，估值吸引。

财务资料

(YE 31 Mar)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	8,493.9	7,963.1	6,846.0	7,668.3	8,250.2
同比增长 (%)	0.8	(6.2)	(14.0)	12.0	7.6
净收入(百万港元)	569.9	73.6	378.8	467.0	547.0
摊薄后每股盈利(港元)	0.98	0.13	0.65	0.80	0.94
每股盈利变动 (%)	24.3	(87.1)	414.5	23.3	17.1
市场预测每股盈利(港元)	不适用	不适用	0.63	0.70	0.91
市盈率(倍)	18.1	139.8	27.2	22.0	18.8
市帐率(倍)	3.2	3.9	3.4	3.0	2.8
股息率 (%)	4.8	1.1	0.6	2.9	3.5
权益收益率 (%)	18.0	2.8	12.7	13.8	15.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	17.5	2.3	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$20.69
(此前目标价)	HK\$18.37
潜在升幅	+16.9%
当前股价	HK\$17.70

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	10,367
3月平均流通量(百万港元)	21.43
52周内股价高/低(港元)	18.40/12.60
总股本(百万)	585.7

资料来源：彭博

股东结构

Lo Tak Shing	15.76%
Lo Hoi Chun	11.61%
Lo Hoi Kwong	11.00%
Invesco Hong Kong Ltd.	5.01%
Free float	56.62%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.4%	10.6%
3-月	1.6%	-7.2%
6-月	5.7%	-11.1%
12-月	7.6%	-5.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵威永道

百胜中国 (9987 HK)

一二线城市和外卖业务强劲抵消三线城市疲软

我们认为 2021 财年一季度的阻力是短暂的，中期增长故事仍将保持不变（肯德基扩张和必胜客改革）。维持买入评级，目标价上调至 566.34 港元，基于 33 倍 2022 财年预测市盈率（此前为 36 倍 2021 财年市盈率）。当前股价为 27 倍 2022 财年市盈率，对比中国同行平均的 33 倍 2023 财年市盈率有 16% 的折让。

- **管理层对 2021 财年一季度保持审慎。**早在 2020 财年四季度业绩中，管理层就强调了 2021 财年一季度的重大不利因素，原因是：1) 应对小型疫情爆发的措施加强及社交活动的减少，2) 出行需求减少令交通枢纽的需求减少，以及 3) 低线城市的需求疲软，因为工人很有可能就地而不是返乡过年。
- **但是我们相对有信心。**我们同意出行需求减少，根据交通运输部数据，2021 年 2 月 11 日至 17 日，各种交通工具的总体旅客量同比下降 35%，这是因为大部分工人（约 75%）留在了城市。但是，我们认为三线或以下城市的需求减少可能会转化为一二线城市的需求增加。只要肯德基和必胜客保持足够竞争力（更多促销、价值营销、高质量食品 and 更简单方便的订购），它们在 1-2 线城市中的表现仍将令人鼓舞。更重要的是，2020 年 2 月的低基数仍可能推动 2021 年一季度的同店销售增长为正（我们估计同比增长 15%）。
- **外卖需求强劲，百胜中国应该可以受益。**我们认为，餐饮业复苏缓慢的主要原因之一是，人们在疫情期间倾向于避开人群拥挤的地方。但是这些餐饮需求仍需要得到满足，有些在家做饭，而有些则使用外送和外卖。根据商务部数据，春节期间的外卖需求激增，高度利好百胜中国。2020 财年四季度，肯德基和必胜客外卖销售分别快速增长 42% 和 36%，而我们对 2021 财年的 23% 和 14% 的预测不算太过激进。
- **门店扩张和必胜客仍然可以带来惊喜。**我们认为百胜中国 2021 年 1000 多家门店的开设计划是保守的。由于必胜客成功升级菜单、改建门店并加强数字化和外卖体验，因此必胜客有望推动更多增长。
- **维持买入评级，目标价上调至 566.34 港元（潜在升幅 21%）。**我们维持买入评级，并将目标价上调至 566.34 港元，基于 22 倍 2022 财年市盈率（此前为 36 倍 2021 财年市盈率）。当前股价相当于 27 倍 2022 财年市盈率，较中国同行的 33 倍 2023 财年市盈率吸引，因其 2020-23 财年 EBIT 复合增长率为 21%。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万美元)	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
同比增长(%)	4.3	(5.8)	16.5	12.9	10.7
净收入(百万美元)	713	784	809	975	1,141
摊薄后每股盈利(美元)	1.81	1.89	1.85	2.22	2.58
每股盈利变动(%)	1.8	4.5	(2.2)	19.8	16.4
市场预测每股盈利(美元)	不适用	不适用	2.023	2.342	2.920
市盈率(倍)	33.3	32.1	32.8	27.4	23.5
市帐率(倍)	7.1	4.2	3.8	3.4	3.0
股息率(%)	0.8	0.4	0.8	0.9	1.1
权益收益率(%)	22.5	13.0	12.0	12.9	13.4
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$566.34
(此前目标价)	HK\$516.05)
潜在升幅	+20.5%
当前股价	HK\$470.00

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	197,591
3月平均流通量(百万港元)	101.56
52周内股价高/低(港元)	506.0/385.6
总股本(百万)	420.4

资料来源：彭博

股东结构

Lo Tak Shing	5.7%
Lo Hoi Chun	6.5%
Lo Hoi Kwong	9.7%
Invesco Hong Kong Ltd.	0.2%
Free float	77.8%

资料来源：港交所，彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.1%	3.8%
3-月	6.1%	-3.1%
6-月	21.0%	1.7%
12-月	不适用	不适用

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

颐海 (1579 HK)

通过产品创新来实现长期稳定增长

颐海在品牌、产品创新和潜力方面极具竞争力（销售网点渗透率不足和大规模的产能扩张计划）。首次覆盖，给予买入评级，目标价为 134.68 港元，基于 63 倍 2022 财年预测市盈率（隐含 1.8 倍 PEG 和 35% 的 2019-22 财年净利润复合增长率）。当前股价相当于 48 倍 2022 年市盈率和 1.4 倍 PEG，估值吸引，对比中国同业为平均 33 倍市盈率和中值 3.3 倍 PEG。

- **预期 2021 财年可以实现快速增长。**我们预计火锅调味品/复合调味品/即食食品的销售将同比增长 42%/45%/38%，这是由于关联方销售基数较低及好评的新产品（例如新火锅底料口味和冲泡粉/米饭）。实际上，与 2020 年下半年相比，2021 春节期间火锅调味品和即食食品的销售增长有所加快（即使 2020 上半年的基数较高）。
- **海底捞管理理念下的高效运营。**为保持员工的高效生产，颐海有不同的激励计划，即：1) 合伙人裂变（鼓励老员工培养新人），2) PK 制度（定期淘汰低效员工并驱使他人尽最大的努力）以及 3) 公开竞争（为优秀员工提供诱人的报酬，例如给予 A 级合作伙伴接管现有销售区域或空置销售区域的权利）。
- **仍有足够的空间进一步扩展销售网络。**颐海销售的关键 KPI 是其相应分销商的满意度。这将促使员工确保：1) 良好的市场表现（借助具有竞争力的创新产品）、2) 稳定的渠道库存以及 3) 为其分销商带来的良好利润水平。自 2014 年以来，这一战略成功地使颐海成为许多分销商更好的选择，并推动了其快速扩张。我们认为，由于 2020 财年颐海只有大约 3 千分销商和 40 万个销售网点，潜在增长空间仍然很大，远少于其竞争对手海天的大约 6 千分销商和 120 万个销售网点（海天的价位较低所以低线城市的渗透率较高）。从生产前景看，颐海计划长期规划有超 100 万吨的产能，而在 2020 财年只有 30 万吨。
- **凭借低价位产品进入大众市场。**为与传统品牌竞争，颐海计划以较低的价格推出小火锅，价格在 10-20 元人民币左右（过去是 30-40 元人民币）。我们认为这是利好的，因为我们相信原来产品的竞争非常有限。
- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 134.68 港元（潜在升幅 32%）。**因其长期增长潜力，我们首次覆盖并给予买入评级。目标价基于 63 倍 2022 财年市盈率。当前股价相当于 48 倍 2022 财年市盈率（中国同行平均为 33 倍）。考虑到 1.4 倍 PEG，而中国同行的中位数是 3.3 倍，估值吸引。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	2,681	4,282	5,508	7,810	10,189
同比增长(%)	62.9	59.7	28.6	41.8	30.5
净收入(百万元人民币)	518	719	953	1,357	1,783
摊薄后每股盈利(元人民币)	0.53	0.74	0.98	1.40	1.84
每股盈利变动(%)	98.1	39.7	32.6	42.4	31.4
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.96	1.30	1.70
市盈率(倍)	166.7	119.3	90.0	63.2	48.1
市帐率(倍)	42.0	31.4	24.3	18.5	14.2
股息率(%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
权益收益率(%)	25.4	26.3	27.0	29.2	29.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$134.68
潜在升幅	+31.0%
当前股价	HK\$102.80

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	107,621
3月平均流通量(百万港元)	444.72
52周内股价高/低(港元)	148.6/39.72
总股本(百万)	1,046.9

资料来源：彭博

股东结构

Zhang Yong & Family	35.63%
Shi Yong Hong & Family	16.97%
Free float	47.40%

资料来源：公司，彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-29.9%	-27.2%
3-月	7.7%	-1.6%
6-月	-8.1%	-22.7%
12-月	75.1%	53.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：BDO China

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承担任何作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。