

中國餐飲行業

龍頭公司在恢復期間將受惠更多

我們預計中國餐飲業將實現更徹底的復蘇，而受惠於 2021 年的快速擴張，龍頭公司將從中受益更多。從長遠來看，與美國相比，中國市場仍然高度分散，因此我們重申對**九毛九**、**海底撈**、**百勝中國**和**大家樂**等龍頭的買入評級。我們首次覆蓋**頤海**，給予買入評級，因其高效的管理和產品的創新。行業首選**九毛九**，因其巨大的增長潛力和吸引的估值。

- 2021 年審慎樂觀。**我們預計餐飲銷售在 2020 年下降 16.6% 之後（整個消費領域中最差的細分市場，而零售銷售只下降 3.9%），在 2021 年反彈至 18.2% 同比增長，而零售銷售為 13% 增長。這要受惠於：1) 社交限制在疫情緩解的情況下減少，2) 由於餐飲銷售在 2015-2019 年期間表現優於零售銷售的增長，未來可能重新追趕，3) 春節期間的增長勢頭相當強勁（根據商務部的資料，重點企業增長率為 29%，4) 消費者行為的正常化，家庭、商務和旅行需求的回升，以及 5) 領先品牌（例如星巴克、麥當勞）的積極指引。
- 行業整合加速，仍有增長空間。**我們預計 2020 年排名前 10 位的上市企業的餐飲銷售將僅同比下降 4.8%，遠好於行業 16.6% 的銷售下降，這意味著行業整合顯著。由於龍頭的擴張更快，我們預計這一趨勢將在 2021 年持續（已於 2020 年簽訂許多優質的租賃合同）。從長遠來看，增長空間仍然很大，因為這些龍頭的合併市場份額在 2019 年僅為 2.1%，遠低於美國排名前 10 位元的全服務/有限服務餐廳集團的 12%/45%，根據 Euromonitor。對於每個細分市場中的單個品牌，我們估計海底撈/肯德基/太二目前在中國火鍋/速食店/酸菜魚產業中所佔的市場份額為 5%/5%/7%，遠低於 2019 年美國全服務/有限服務餐廳品牌的 5-15%/16-47%。
- 我們偏好哪些品牌？**我們偏好擁有以下特點的品牌：1) 更快的恢復速度，2) 更快的擴張計劃，以及 3) 1-2 線城市和外賣的佔比更高。總而言之，我們維持中國餐飲業的**跑贏大市**評級，並偏好**九毛九 (9922 HK) > 海底撈 (6862 HK) > 百勝中國 (9987 HK) > 大家樂 (341 HK)**。我們首次覆蓋**頤海 (1579 HK)**，並給予買入評級。我們對每個品牌的潛在市場規模進行了研究，並估計到 2025 年，太二/海底撈/肯德基/必勝客/呷哺呷哺/湊湊潛在的長期餐館數量約為 2,500/4,500/15,000/7,300/7,000/2,600，根據人口密度，它們僅佔 2020 財年的約 9%/27%/48%/32%/15%/6%。
- 南向投資是一把雙刃劍，但從長遠來看應該是一個積極的催化劑。**南向投資者傾向於具有較高的風險偏好和估值（A/H 股溢價證明）。因此，如果這些餐飲業龍頭繼續跑贏大盤，儘管有潛在的短期逆轉之勢，但從長遠來看，南向佔比應繼續增加。

估值表

公司	代碼	評級	市值	股價	目標價	潛在升幅	市盈率		市帳率		ROE (%)
			(百萬港元)	(當地貨幣)	(當地貨幣)		FY2	FY3	FY2	FY2	
九毛九	9922 HK	買入	41,931	28.85	39.29	36%	69.2	46.9	9.4	23.3	
海底撈	6862 HK	買入	320,650	60.50	78.33	29%	59.9	43.4	16.3	33.9	
百勝中國	9987 HK	買入	197,591	470.00	566.34	20%	26.3	23.1	3.3	13.5	
大家樂	341 HK	買入	10,367	17.70	20.69	17%	25.4	19.8	3.5	14.3	
頤海	1579 HK	買入	107,621	102.80	134.68	31%	66.5	50.6	18.8	31.5	
呷哺呷哺	520 HK	未評級	20,774	19.14	n/a	不適用	33.0	26.4	6.1	19.6	

資料來源：彭博，招銀國際證券

優於大市 (維持)

中國餐飲行業

胡永匡

(852) 3761 8776

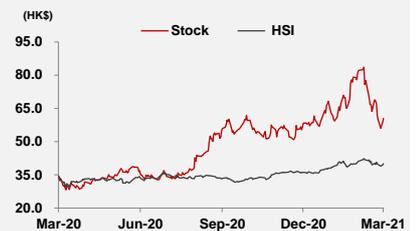
walterwoo@cmbi.com.hk

九毛九 (9922 HK) 股價



資料來源：彭博，招銀國際證券

海底撈 (6862 HK) 股價



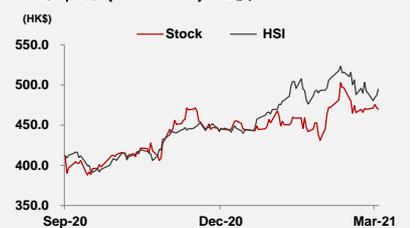
資料來源：彭博，招銀國際證券

大家樂 (341 HK) 股價



資料來源：彭博，招銀國際證券

百勝中國 (9987 HK) 股價



資料來源：彭博，招銀國際證券

九毛九 (9922 HK)

快速的恢復和充足的增長空間

九毛九是我們 2021 財年的行業首選，因其具有最大的擴展潛力，最高的淨利潤複合年增長率以及具吸引力的估值。因此，我們維持買入評級，並將目標價上調至 39.29 港元，基於九毛九 15 倍 2022 財年預測市盈率和 1.1 倍太二 2019-25 年財年 PEG（此前為九毛九集團 55 倍 2021 年財年市盈率），亦相當於 64 倍 2022 財年市盈率和 1.4 倍 PEG。目前股價為 48 倍 2022 年市盈率和 1.0 倍 PEG。

- 我們預計 2020 財年淨利潤將同比下降 83%，這意味著 2020 年下半年復蘇強勁。由於 2020 年上半年的巨額虧損，淨利潤的大幅下降完全不會令人意外。我們對公司復蘇速度（已經領先行業）和 2020 年下半年的淨利潤率水準達到 7.2%（招銀國際預測）感到非常鼓舞，這甚至比 2019 財年的 6.1% 和 2019 上半年的 5.0% 還要好。
- 太二的復蘇是同行中最快的。受惠於其在華南和華東地區的銷售業務、年輕消費者以及 2020 財年外賣業務的增長，太二的復蘇是上市同行中最快的。我們估計到 2020 年 12 月，其同店銷售恢復率將同比增長 101%，而其他品牌則為 77-100%。2020 年下半年的銷售增長也將恢復至同比增長 10%，遠好於行業的 2% 銷售下降。
- 門店擴張仍然迅速且充滿潛力。儘管疫情造成了延誤，但預計 2020 財年太二門店數量將同比增長 84%，增速放緩不多，而 2019 財年為同比增長 94%，這是所有上市同行中最快的。擴展空間仍然很大。我們預計，到 2023 財年，太二將擁有 643 家門店，這將佔 2025 財年潛在長期餐館數量（我們根據人口密度估算的潛在市場規模）的 2,556 家的 25%。2021 年 1 月太二新開了 20 家門店（同比增長約 80%）。
- 火鍋業務尚未定價，但存在有趣的潛力。九毛九的“慇”火鍋獲得了相當積極的評價，在大眾點評上的顧客評分證明了這一點（口味/服務/環境的評分為 9/9/9）。我們預計其 2021 財年將擁有 3-5 家門店（有些可能在深圳）。估值和增長潛力是值得思考尋味的，因為如果我們以湊湊為參考，那麼擁有 50-200 家受歡迎且盈利門店的品牌很可能獲得不錯的估值。
- 維持買入評級，目標價上調至 39.29 港元（潛在升幅 36%）。我們將 2020/21/22 財年每股收益調整了 -25%/+11%/+9%，考慮到快於預期的門店擴張。我們維持買入評級，並將目標價上調至 39.29 港元，基於九毛九 15 倍 2022 財年市盈率和太二 1.1 倍 2019-25 財年 PEG（此前為九毛九集團 55 倍 2021 年財年市盈率）。目前估值不高，相當於 48 倍 2022 財年市盈率和 1.0 倍 2019-25 財年 PEG，鑒於其 2019-25 財年 47% 的淨利潤複合增長率，相當吸引。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	1,893	2,687	2,551	4,984	7,085
同比增長 (%)	28.8	42.0	(5.1)	95.3	42.2
淨收入 (百萬元人民幣)	70	164	30	503	742
每股盈利 (元人民幣)	0.050	0.119	0.022	0.346	0.511
每股盈利變動 (%)	4.2	136.1	(81.6)	1,482.7	47.7
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	不適用	0.029	0.326	0.481
市盈率 (倍)	503.2	217.0	1,111.5	69.2	46.9
市帳率 (倍)	172.2	209.0	10.5	9.4	8.0
股息率 (%)	0.2	0.0	0.0	0.4	0.6
權益收益率 (%)	34.2	96.3	0.9	13.5	17.1
淨負債比率 (%)	70.8	187.9	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$39.29
(此前目標價)	HK\$21.96)
潛在升幅	+36.2%
當前股價	HK\$28.85

中國餐飲行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	41,931
3月平均流通量(百萬港元)	426.95
52周內股價高/低(港元)	38.70/7.67
總股本(百萬)	1,453.4

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-19.1%	-16.0%
3-月	37.2%	25.3%
6-月	66.7%	40.2%
12-月	191.9%	156.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

海底撈 (6862 HK)

大規模的擴張計劃仍是重點

毫無疑問，海底撈在 2020 年下半年的恢復速度落後於同業。但是，由於其開店速度快於預期以及靈活的均價調整策略，我們對其 2021-22 財年的增長更加樂觀。因此，我們維持買入評級，並將目標價上調至 78.33 港元，基於 2.2 倍 PEG（相當於 60.5 倍 2022 財年預測市盈率）。目前股價為 47 倍 2022 年市盈率。

- **2020 財年淨利潤將同比下降約 90%，但這意味著 2020 年下半年利潤率的健康復蘇。**人民幣 2.35 億元的匯兌損失的確令人吃驚，但如果我們對此進行調整，那麼 2020 下半年的淨利潤可能達到人民幣 14.5 億元，利潤率為 8.3%，其實已經非常接近 2019 財年的 8.8% 和 2019 年下半年的 9.6%。鑒於復蘇速度低於同行且新店擴張迅速，我們認為這樣的利潤率相當不錯。
- **同店銷售復蘇落後於同行。**我們估計海底撈在 2020 年 12 月的恢復率為 77%，是行業中（與其他品牌相比）最低之一的，我們認為這是由於商務需求、家庭需求恢復緩慢，外賣的相容性低以及新店擴張導致。
- **但是擴展空間仍然很大。**根據我們的估計，2020 財年淨增加 507 家門店，這意味著同比增長 71%，而 2019 財年的淨增長為 65%。我們認為增長空間仍然很大，因為即使到 2025 財年，我們預計中國的門店數量將達到 3,760 家，僅佔潛在長期餐館數量約 4,470 家門店（我們根據人口密度估算的潛在市場規模的 84%。我們仍然預計 2021 年第一季度同比增長 68%（淨增加 45 家門店）。
- **預計每家門店利潤率將保持足夠的彈性。**我們相信海底撈仍可以保持合理的利潤率，這要歸功於其加大成本方面的控制，例如：1) 通過員工承擔更多的職務令門店需要招聘更少的員工以及 2) 通過規模經濟來精簡成本（例如湯底和其他食品）。
- **彈性定價可以提高整體流量和入座率。**海底撈已開始採取彈性的定價策略，通過調整平均售價來幫助增加人流量，例如通過提高繁忙門店的平均售價來提高利潤。我們相信總體效果將是顯著的。在 2020 年第四季度，約有 100 家門店開始採用該策略，並且在 2021 財年，其他門店都將採用。
- **維持買入評級，目標價上調至 78.33 港元（潛在升幅 30%）。**我們維持買入評級，並將 2020/21/22 財年的淨利潤調整 -36%/+1%/+17%，以反映：1) 門店擴張速度加快，但 2) 同店銷售額恢復疲軟。我們的目標價格基於 2.2 倍 PEG（此前為 54 倍 2021 財年市盈率）。目前估值在 47 倍 2022 年市盈率，鑒於其 2019-25 財年淨利潤複合增長率為 27%，相當吸引。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	16,969	26,556	27,221	51,264	66,847
同比增長 (%)	59.5	56.5	2.5	88.3	30.4
淨收入 (百萬元人民幣)	1,646	2,345	247	4,136	5,700
攤薄後每股盈利 (元人民幣)	0.31	0.44	0.05	0.78	1.08
每股盈利變動 (%)	60.2	42.4	(89.5)	1,573.1	37.8
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	不適用	0.137	0.845	1.168
市盈率 (倍)	171.1	122.9	1,092.0	64.4	46.7
市帳率 (倍)	32.7	27.1	24.1	17.3	12.3
股息率 (%)	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3
權益收益率 (%)	19.1	22.1	2.2	26.9	26.3
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$78.33
(此前目標價)	HK\$53.56)
潛在升幅	+29.5%
當前股價	HK\$60.50

中國餐飲行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	320,650
3 月平均流通量 (百萬港元)	752.10
52 周內股價高/低 (港元)	85.80/ 27.45
總股本 (百萬)	5,300.0

資料來源：彭博

股東結構

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%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-27.7%	-24.8%
3-月	3.0%	-5.9%
6-月	6.9%	-10.1%
12-月	72.6%	51.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

大家樂 (341 HK)

行業整合的受益者

我們相信在行業低迷時期，大家樂將佔據更多的市場份額，尤其是在失業援助結束時。得益於疫苗的廣泛使用和未來的消費補貼的發放，以及潛在的租金減少，轉機即將出現。我們維持買入評級，目標價為 20.69 港元，基於 22 倍 2023 財年預測市盈率（從 24 倍 2022 財年市盈率得出）。當前股價相當於 19 倍 2023 財年市盈率，估值吸引，比同業的 33 倍 2022 年財年市盈率的平均水準低約 42%。

- **香港餐飲業復蘇乏力，但大家樂正在搶佔份額。**由於 2020 年 11 月爆發新一波疫情以及相應保持社交距離的措施，2020 年第四季度香港餐飲銷售額下降了 25%，與第三季度的 35% 相比仍然疲軟。但速食仍具韌性，2020 年第四季度下降 15%，第三季度下降 23%，儘管大家樂香港同店銷售增長仍然疲弱（我們估計 2020 年 10 月至 12 月下降 12%）。但是外賣和外送需求幫助了很多，並贏得了更多的市場份額。我們認為，隨著“就業補貼”於 2020 年 11 月到期，這一趨勢將進一步加劇。
- **2022 財年的潛在消費券可能是一個小催化劑。**香港政府於 2020 年 2 月最新財政預算案中宣佈，為刺激消費，所有 18 歲或以上的居民將獲得 5,000 港元的電子消費券（約 720 萬人有資格）。優惠券將分五個階段派發，每月供款額為港幣 1,000 元，只限本地消費。
- **中國大陸業務健康復蘇，利潤率相當可觀。**我們認為，中國大陸業務的復蘇趨勢不錯，2020 年 11 月至 12 月的銷售下降僅為 2-3%。另外，最近的食物成本上漲應只是季節性且短期的，同時新店的貢獻也增加。在過去的 1-2 年中，由於地理位置的改善，許多新店的表現都優於其他門店，所以我們預計 2021 財年 EBIT 利潤率將強勁恢復，而 2022-23 財年將逐步改善。
- **維持買入評級，目標價上調至 20.69 港元（潛在升幅 20%）。**我們將 2021/22/23 財年每股收益預測降低了 35%/11%/10%，考慮到另一輪疫情爆發和相應的負經營杠杆。維持買入評級，並將目標價上調至 20.69 港元，基於 22 倍 2023 財年市盈率（此前為 24 倍 2022 財年市盈率），因為我們認為 1) 最壞的時期已經過去，2) 2021 年上半年的負增長是有合理預期的，以及 3) 潛在的香港零售行業估值修復。當前股價相當於 19 倍 2023 財年市盈率，對比中國同行的 33 倍有 42% 的折讓，估值吸引。

財務資料

(YE 31 Mar)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬港元)	8,493.9	7,963.1	6,846.0	7,668.3	8,250.2
同比增長 (%)	0.8	(6.2)	(14.0)	12.0	7.6
淨收入(百萬港元)	569.9	73.6	378.8	467.0	547.0
攤薄後每股盈利(港元)	0.98	0.13	0.65	0.80	0.94
每股盈利變動 (%)	24.3	(87.1)	414.5	23.3	17.1
市場預測每股盈利(港元)	不適用	不適用	0.63	0.70	0.91
市盈率(倍)	18.1	139.8	27.2	22.0	18.8
市帳率(倍)	3.2	3.9	3.4	3.0	2.8
股息率 (%)	4.8	1.1	0.6	2.9	3.5
權益收益率 (%)	18.0	2.8	12.7	13.8	15.0
淨負債比率 (%)		淨現金	淨現金	2.3	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$20.69
(此前目標價)	HK\$18.37
潛在升幅	+16.9%
當前股價	HK\$17.70

中國餐飲行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	10,367
3 月平均流通量(百萬港元)	21.43
52 周內股價高/低(港元)	18.40/ 12.60
總股本(百萬)	585.7

資料來源：彭博

股東結構

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%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.4%	10.6%
3-月	1.6%	-7.2%
6-月	5.7%	-11.1%
12-月	7.6%	-5.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

百勝中國 (9987 HK)

一二線城市和外賣業務強勁抵消三線城市疲軟

我們認為 2021 財年一季度的阻力是短暫的，中期增長故事仍將保持不變（肯德基擴張和必勝客改革）。維持買入評級，目標價上調至 566.34 港元，基於 33 倍 2022 財年預測市盈率（此前為 36 倍 2021 財年市盈率）。當前股價為 27 倍 2022 財年市盈率，對比中國同行平均的 33 倍 2023 財年市盈率有 16% 的折讓。

- **管理層對 2021 財年一季度保持審慎。**早在 2020 財年四季度業績中，管理層就強調了 2021 財年一季度的重大不利因素，原因是：1) 應對小型疫情爆發的措施加強及社交活動的減少，2) 出行需求減少令交通樞紐的需求減少，以及 3) 低線城市的需求疲軟，因為工人很有可能就地而不是返鄉過年。
- **但是我們相對有信心。**我們同意出行需求減少，根據交通運輸部資料，2021 年 2 月 11 日至 17 日，各種交通工具的總體旅客量同比下降 35%，這是因為大部分工人（約 75%）留在了城市。但是，我們認為三線或以下城市的需求減少可能會轉化為一二線城市的需求增加。只要肯德基和必勝客保持足夠競爭力（更多促銷、價值行銷、高品質食品 and 更簡單方便的訂購），它們在 1-2 線城市中的表現仍將令人鼓舞。更重要的是，2020 年 2 月的低基數仍可能推動 2021 年一季度的同店銷售增長為正（我們估計同比增長 15%）。
- **外賣需求強勁，百勝中國應該可以受益。**我們認為，餐飲業復蘇緩慢的主要原因之一是，人們在疫情期間傾向於避開人群擁擠的地方。但是這些餐飲需求仍需要得到滿足，有些在家做飯，而有些則使用外送和外賣。根據商務部資料，春節期間的外賣需求激增，高度利好百勝中國。2020 財年四季度，肯德基和必勝客外賣銷售分別快速增長 42% 和 36%，而我們對 2021 財年的 23% 和 14% 的預測不算太過激進。
- **門店擴張和必勝客仍然可以帶來驚喜。**我們認為百勝中國 2021 年 1000 多家門店的開設計劃是保守的。由於必勝客成功升級菜單、改建門店並加強數位化和外賣體驗，因此必勝客有望推動更多增長。
- **維持買入評級，目標價上調至 566.34 港元（潛在升幅 21%）。**我們維持買入評級，並將目標價上調至 566.34 港元，基於 22 倍 2022 財年市盈率（此前為 36 倍 2021 財年市盈率）。當前股價相當於 27 倍 2022 財年市盈率，較中國同行的 33 倍 2023 財年市盈率吸引，因其 2020-23 財年 EBIT 複合增長率為 21%。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬美元)	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
同比增長 (%)	4.3	(5.8)	16.5	12.9	10.7
淨收入(百萬美元)	713	784	809	975	1,141
攤薄後每股盈利(美元)	1.81	1.89	1.85	2.22	2.58
每股盈利變動 (%)	1.8	4.5	(2.2)	19.8	16.4
市場預測每股盈利(美元)	不適用	不適用	2.023	2.342	2.920
市盈率(倍)	33.3	32.1	32.8	27.4	23.5
市帳率(倍)	7.1	4.2	3.8	3.4	3.0
股息率 (%)	0.8	0.4	0.8	0.9	1.1
權益收益率 (%)	22.5	13.0	12.0	12.9	13.4
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$566.34
(此前目標價)	HK\$516.05)
潛在升幅	+20.5%
當前股價	HK\$470.00

中國餐飲行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	197,591
3月平均流通量(百萬港元)	101.56
52周內股價高/低(港元)	506.0/385.6
總股本(百萬)	420.4

資料來源：彭博

股東結構

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%

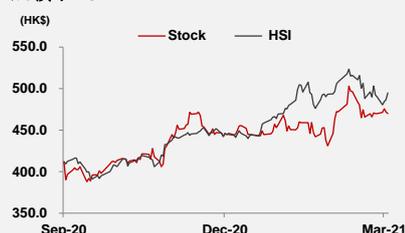
資料來源：港交所，彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.1%	3.8%
3-月	6.1%	-3.1%
6-月	21.0%	1.7%
12-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

頤海 (1579 HK)

通過產品創新來實現長期穩定增長

頤海在品牌、產品創新和潛力方面極具競爭力（銷售網站滲透率不足和大規模的產能擴張計劃）。首次覆蓋，給予買入評級，目標價為 134.68 港元，基於 63 倍 2022 財年預測市盈率（隱含 1.8 倍 PEG 和 35% 的 2019-22 財年淨利潤複合增長率）。當前股價相當於 48 倍 2022 年市盈率和 1.4 倍 PEG，估值吸引，對比中國同業為平均 33 倍市盈率和中值 3.3 倍 PEG。

- **預期 2021 財年可以實現快速增長。**我們預計火鍋調味品/複合調味品/即食食品的銷售將同比增長 42%/45%/38%，這是由於關聯方銷售基數較低及好評的新產品（例如新火鍋底料口味和沖泡粉/米飯）。實際上，與 2020 年下半年相比，2021 春節期間火鍋調味品和即食食品的銷售增長有所加快（即使 2020 上半年的基數較高）。
- **海底撈管理理念下的高效運營。**為保持員工的高效生產，頤海有不同的激勵計劃，即：1) 合夥人裂變（鼓勵老員工培養新人），2) PK 制度（定期淘汰低效員工並驅使他人盡最大的努力）以及 3) 公開競爭（為優秀員工提供誘人的報酬，例如給予 A 級合作夥伴接管現有銷售區域或空置銷售區域的權利）。
- **仍有足夠的空間進一步擴展銷售網路。**頤海銷售的關鍵 KPI 是其相應分銷商的滿意度。這將促使員工確保：1) 良好的市場表現（借助具有競爭力的創新產品）、2) 穩定的管道庫存以及 3) 為其分銷商帶來的良好利潤水準。自 2014 年以來，這一戰略成功地使頤海成為許多分銷商更好的選擇，並推動了其快速擴張。我們認為，由於 2020 財年頤海只有大約 3 千分銷商和 40 萬個銷售網站，潛在增長空間仍然很大，遠少於其競爭對手海天的大約 6 千分銷商和 120 萬個銷售網站（海天的價位較低所以低線城市的滲透率較高）。從生產前景看，頤海計劃長期規劃有超 100 萬噸的產能，而在 2020 財年只有 30 萬噸。
- **憑藉低價位產品進入大眾市場。**為與傳統品牌競爭，頤海計劃以較低的價格推出小火鍋，價格在 10-20 元人民幣左右（過去是 30-40 元人民幣）。我們認為這是利好的，因為我們相信原來產品的競爭非常有限。
- **首次覆蓋，給予買入評級，目標價 134.68 港元（潛在升幅 32%）。**因其長期增長潛力，我們首次覆蓋並給予買入評級。目標價基於 63 倍 2022 財年市盈率。當前股價相當於 48 倍 2022 財年市盈率（中國同行平均為 33 倍）。考慮到 1.4 倍 PEG，而中國同行的中位數是 3.3 倍，估值吸引。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	2,681	4,282	5,508	7,810	10,189
同比增長 (%)	62.9	59.7	28.6	41.8	30.5
淨收入(百萬元人民幣)	518	719	953	1,357	1,783
攤薄後每股盈利(元人民幣)	0.53	0.74	0.98	1.40	1.84
每股盈利變動 (%)	98.1	39.7	32.6	42.4	31.4
市場預測每股盈利(元人民幣)	不適用	不適用	0.96	1.30	1.70
市盈率(倍)	166.7	119.3	90.0	63.2	48.1
市帳率(倍)	42.0	31.4	24.3	18.5	14.2
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
權益收益率 (%)	25.4	26.3	27.0	29.2	29.5
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$134.68
潛在升幅	+31.0%
當前股價	HK\$102.80

中國餐飲行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	107,621
3月平均流通量(百萬港元)	444.72
52周內股價高/低(港元)	148.6/39.72
總股本(百萬)	1,046.9

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：公司，彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-29.9%	-27.2%
3-月	7.7%	-1.6%
6-月	-8.1%	-22.7%
12-月	75.1%	53.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：BDO China

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) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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國際證券編寫，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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。