

# 呷哺呷哺

## 小火锅，大潜力

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖呷哺呷哺公司(00520)给予推荐评级，目标价 19.73 港币。

- 盈利正处于快速增长通道。**1) 整体供需结构利好优秀餐饮企业提升市占率，宏观经济增长和高通胀环境利好餐饮企业同店增长，三四线城市消费升级打开渠道下沉空间，而经营成本的上涨也倒逼低端单体餐厅逐步退出市场。2) 本地化经营策略推动北京以外区域市场的同店表现和开店增速加快。3) 冒菜类外卖“呷煮呷烫”快速增长。4) 高端品牌湊湊正成为新增长动力，新店亏损有望显著减少(预计2017年湊湊新店亏损约为4000万元)。
- 长期来看，呷哺呷哺拥有成长为大型餐饮公司的基因。**1) 庞大目标市场：火锅市场份额高达22%，是中国单一最大餐饮品类。2) 深厚护城河：领先的规模和大众市场定位使呷哺呷哺成为成本和定价相对最低的连锁火锅品牌，性价比是公司有望穿越周期的持续竞争优势。3) 高度可复制性：受益于火锅模式的简单易操作特性。4) 优秀管理团队：致力于打造系统化供应链并严控开店策略。

**我们与市场的最大不同？**我们看好公司的长期增长潜力，同时认为短期同店销售表现有望受益于宏观经济复苏。

**潜在催化剂：**盈利超预期；纳入深港通。

### 盈利预测与估值

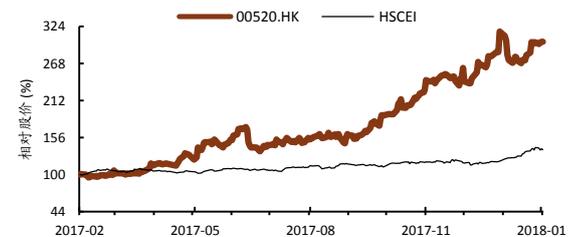
我们预计公司2017-2019年EPS分别为人民币0.41元、0.52元和0.64元，CAGR为25%。目前公司股价对应2017-2019e市盈率分别为32.2倍、23.4倍和19.0倍。**我们给予目标价港币19.73元，对应2018年30倍市盈率，给予推荐评级。**2018年公司有望纳入深港通，有望进一步驱动公司估值提升。

### 风险

湊湊增速不及预期：高端餐饮竞争激烈，新店损失可能拖累公司整体利润表现；食品安全：潜在的食品安全问题可能会影响公司同店销售增长和盈利；运营成本上升：劳动力成本和租金成本上升可能影响公司利润率表现。

### 首次覆盖推荐

股票代码	00520.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 15.36
目标价	港币 19.73
52周最高价/最低价	港币 16.98~4.69
总市值(亿)	港币 165
30日日均成交额(百万)	港币 92.23
发行股数(百万)	1,072
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	6.63
主营行业	旅游酒店及餐饮



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758	3,484	4,267	5,071
增速	13.8%	26.3%	22.5%	18.9%
归属母公司净利润	368	438	559	688
增速	39.7%	19.1%	27.5%	23.1%
每股净利润	0.34	0.41	0.52	0.64
每股净资产	1.60	1.90	2.28	2.73
每股股利	0.14	0.16	0.21	0.26
每股经营现金流	0.37	0.76	0.83	0.94
市盈率	40.1	32.2	23.4	19.0
市净率	8.6	6.9	5.3	4.5
EV/EBITDA	24.3	17.5	12.0	9.4
股息收益率	1.0%	1.2%	1.7%	2.1%
平均总资产收益率	17.2%	16.9%	17.5%	18.2%
平均净资产收益率	23.0%	23.4%	25.0%	25.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

黄焱鑫

分析员

yaoxin.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514100001

SFC CE Ref: BCC718

项洪波

联系人

hongbo.xiang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080117100003



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2,758	3,484	4,267	5,071	营业收入	13.8%	26.3%	22.5%	18.9%
营业成本	-979	-1,219	-1,493	-1,750	营业利润	58.1%	29.0%	27.8%	23.3%
营业费用	0	0	0	0	EBITDA	38.8%	28.3%	27.9%	23.1%
管理费用	-466	-536	-617	-710	净利润	39.7%	19.1%	27.5%	23.1%
其他	-913	-1,235	-1,520	-1,825	<b>盈利能力</b>				
营业利润	432	557	711	877	毛利率	64.5%	65.0%	65.0%	65.5%
财务费用	0	0	0	0	营业利润率	15.6%	16.0%	16.7%	17.3%
其他利润	42	7	7	7	EBITDA 利润率	19.8%	20.1%	21.0%	21.7%
利润总额	473	564	718	884	净利润率	13.3%	12.6%	13.1%	13.6%
所得税	-105	-125	-160	-196	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	2.96	2.55	2.49	2.71
归属母公司净利润	368	438	559	688	速动比率	2.74	2.35	2.31	2.52
EBITDA	546	700	895	1,101	现金比率	2.55	2.24	2.18	2.43
扣非后净利润	368	438	559	688	资产负债率	25.8%	29.3%	30.2%	28.1%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,479	1,851	2,270	2,750	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	0	0	0	0	总资产收益率	17.2%	16.9%	17.5%	18.2%
存货	125	160	188	220	净资产收益率	23.0%	23.4%	25.0%	25.6%
其他流动资产	114	91	129	98	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	1,718	2,102	2,587	3,068	每股净利润 (元)	0.34	0.41	0.52	0.64
固定资产及在建工程	399	556	674	751	每股净资产 (元)	1.60	1.90	2.28	2.73
无形资产及其他长期资产	196	215	236	260	每股股利 (元)	0.14	0.16	0.21	0.26
非流动资产合计	595	771	910	1,011	每股经营现金流 (元)	0.37	0.76	0.83	0.94
资产合计	2,313	2,874	3,497	4,079	<b>估值分析</b>				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	40.1	32.2	23.4	19.0
应付账款	167	249	261	337	市净率	8.6	6.9	5.3	4.5
其他流动负债	413	576	779	795	EV/EBITDA	24.3	17.5	12.0	9.4
流动负债合计	581	825	1,040	1,132	股息收益率	1.0%	1.2%	1.7%	2.1%
长期借款	0	0	0	0					
非流动负债合计	16	16	16	16					
负债合计	596	841	1,056	1,148					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	1,716	2,033	2,442	2,931					
股东权益合计	1,716	2,033	2,442	2,931					
负债及股东权益合计	2,313	2,874	3,497	4,079					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	473	564	718	884					
折旧和摊销	113	143	184	224					
营运资本变动	-37	225	142	83					
其他	-155	-118	-153	-188					
经营活动现金流	395	813	891	1,003					
资本开支	-137	-301	-301	-301					
其他	-13	-19	-21	-24					
投资活动现金流	-150	-320	-322	-325					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-145	-147	-175	-224					
筹资活动现金流	-145	-147	-175	-224					
汇率变动对现金的影响	25	25	25	25					
现金净增加额	99	346	394	455					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

呷哺呷哺是中国快速休闲火锅行业的领军企业，于1998年在北京创立，其新颖的吧台式就餐形式和传统火锅的完美结合，开创了时尚吧台小火锅的新业态。截止2016年，呷哺呷哺门店数量达到639家，遍布北京、上海、天津等60多个城市。2016年公司推出新火锅品牌湊湊，布局中高档火锅市场。



## 目录

投资概要.....	5
呷哺：小而美的休闲火锅龙头.....	7
公司历史.....	7
商业模式概览.....	8
公司盈利正处于快速增长通道.....	10
行业供需结构改善.....	10
北京以外区域出现加速增长.....	11
外卖业务快速增长.....	12
凑凑有望成为新的增长引擎.....	13
呷哺拥有成长为大型餐饮公司的基因.....	14
巨大的目标市场.....	14
可持续的护城河.....	15
可扩展的商业模式.....	16
优秀的管理团队.....	16
巨大的市值增长潜力.....	17
首次覆盖给予推荐评级和目标价 19.73 港币.....	18
收入预测.....	18
盈利预测.....	19
可比公司估值.....	21
DCF 估值.....	23

## 图表

图表 1: 呷哺门店分布 (截至 2017 年上半年).....	6
图表 2: 2016 年国内餐饮行业市场规模排名.....	7
图表 3: 2011-2016 年呷哺收入表现.....	7
图表 4: 2011-2016 年呷哺净利润表现.....	7
图表 5: 呷哺和百胜中国的单店经营数据比较.....	8
图表 6: 呷哺门店.....	9
图表 7: 呷哺的 U 型吧台构造.....	9
图表 8: 呷哺菜单.....	9
图表 9: 呷哺菜品.....	9
图表 10: 百胜中国的同店销售增速与食品 CPI 相关.....	10
图表 11: 百胜中国的门店利润率与食品 CPI 相关.....	10
图表 12: 国内上市餐饮企业的同店趋势.....	11
图表 13: 呷哺收入分拆 (按地区).....	11
图表 14: 上海同店销售显著改善.....	11
图表 15: 呷哺 2.0 门店.....	12
图表 16: 呷煮呷烫业务.....	12
图表 17: 凑凑门店.....	13
图表 18: 火锅占中国餐饮业营收额的 22%.....	14
图表 19: 各餐饮品牌北京门店数量对比.....	14
图表 20: 十大连锁火锅店中, 呷哺的人均价格最低.....	15
图表 21: 60 家新开业的购物中心中 11 家引入呷哺.....	15
图表 22: 呷哺的麻酱蘸料在京东的火锅料中排名第一.....	15



图表 23: 呷哺核心管理层和持股比例介绍 .....	16
图表 24: 全球餐饮企业市值对比 .....	17
图表 25: 收入预测 .....	18
图表 26: 盈利预测 .....	19
图表 27: 资产负债表 .....	20
图表 28: 现金流量表 .....	21
图表 29: 可比公司估值 .....	22
图表 30: 市盈率和市净率区间 .....	22
图表 31: DCF 估值 .....	23
图表 32: DCF 估值敏感性分析 .....	23



## 投资概要

### 投资要点

呷哺呷哺（以下简称“呷哺”）是拥有独特模式优势和优质管理团队、正在快速增长的小火锅运营商。**首次覆盖给予推荐评级和目标价 19.73 港币。**

**行业概览：**火锅是中国最大的单一餐饮品类，据中国餐饮报告统计，火锅品类占中国餐饮市场的份额高达 22%。而且不存在明显的区域差别。

**经营现状：**呷哺是定位大众市场的小火锅类别领军者。受益于独特的商业模式和规模化经营，呷哺的餐厅利润率达 23%（2016 年），新店仅需 14 个月回本。至 2016 年年底，公司已在全国开业 639 家门店。另外，公司的新品牌湊湊于 2016 年开出，客单价在 120 元左右，定位中高端消费市场。

**呷哺的盈利正处于快速增长通道。**1) 整体供需结构利好优秀餐饮企业提升市占率。宏观经济增长和高通胀环境利好餐饮企业同店增长，三四线城市消费升级打开渠道下沉空间，而经营成本的上涨也倒逼低端单体餐厅逐步退出市场。2) 公司的本地化经营策略推动北京以外区域市场的同店表现和开店增速加快。3) 冒菜类外卖“呷煮呷烫”于 2017 年推出，正处于快速增长阶段。4) 高端品牌湊湊正成为新增长动力，新店亏损有望显著减少（预计 2017 年湊湊新店亏损约为 4000 万元）。

**长期来看，呷哺拥有成长为大型餐饮公司的基因。**1) 庞大目标市场：火锅是中国单一最大和最受欢迎的餐饮品类。2) 深厚护城河：领先的规模和大众市场定位使呷哺成为成本和定价相对最低的连锁火锅品牌，性价比是公司有望穿越周期的持续竞争优势。3) 高度可复制性：受益于火锅模式的简单易操作特性。4) 优秀管理团队：致力于打造系统化供应链并严控开店策略。

### 管理层和股权结构

公司创始人贺光启先生是呷哺最大股东，持股比例 42.2%。贺先生担任公司董事长和执行董事。杨淑玲女士 1998 年加入呷哺，担任公司 CEO 和执行董事，持股比例 1.43%。赵怡女士 2012 年加入呷哺，担任公司 CFO。

### 财务分析

- ▶ **盈利增速：**2011-2016 年，公司收入复合年增长率 23%，净利润复合年增长率 37%。
- ▶ **盈利能力：**2016 年，公司 ROE 为 21%，毛利润率 64%，净利润率 13%，资产周转率 129%。
- ▶ **债务：**公司资产负债状况健康。截至 2016 年，公司净现金约为 15 亿元，资产负债率仅为 26%。

### 估值及方法

呷哺目前交易在 23.4 倍 2018 年市盈率和 19.0 倍 2019 年市盈率。我们预计公司 2018-2019 年净利润将同比增长 27.5% 和 23.1%。给予目标价 19.73 港币，基于 30 倍 2018 年市盈率。

### 风险

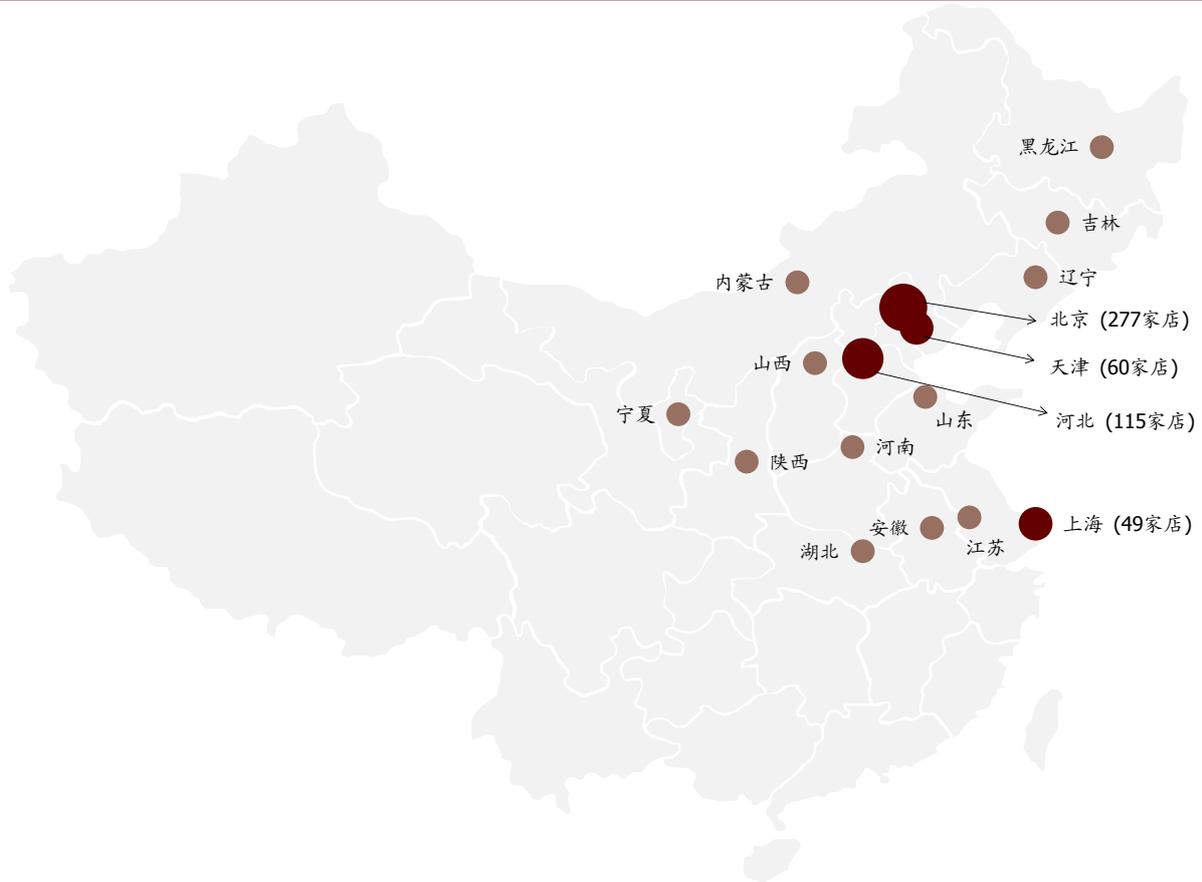
**湊湊增速不及预期：**高端餐饮竞争激烈，且流行趋势不断变化。新品牌可能面临不确定性，新店损失可能拖累公司整体利润表现。

**食品安全：**潜在的食品安全问题可能会影响公司同店销售增长和盈利。

**运营成本上升：**劳动力成本和租金成本上升可能影响公司利润率表现。



图表 1: 呷哺门店分布 (截至 2017 年上半年)



资料来源：公司年报，中金公司研究部



## 呷哺: 小而美的休闲火锅龙头

### 公司历史

1999年,贺光启先生在北京开出第一家呷哺火锅店。得益于受欢迎的口味、优质的业务模式和PE投资者的支持,公司得以快速扩张。2011年,公司门店数量达200家。2011-2016年,公司每年新增门店约100家,收入复合年增长率达到22.6%。

根据Euromonitor数据,2016年呷哺在中国餐饮市场份额为0.7%,在国内连锁餐饮企业中排名第13位。

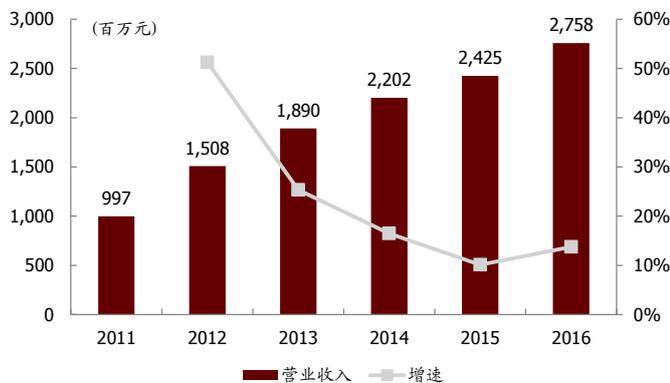
公司采取100%的直营店经营模式。

图表2: 2016年国内餐饮行业市场规模排名

企业	品牌	门店数	营收(百万元)	市场份额
百胜中国		7,562	46,970	15.8%
麦当劳		3,297	21,872	6.1%
星巴克		2,242	13,831	3.9%
顶新		2,492	11,181	3.1%
海底捞		167	5,094	1.4%
生根		2,718	4,292	1.2%
汉堡王		695	3,653	1.0%
上岛咖啡		1,200	3,460	1.0%
全聚德		111	1,847	0.9%
真功夫		601	3,028	0.8%
重庆德庄		600	2,880	0.8%
味千		650	2,379	0.7%
呷哺呷哺		639	2,758	0.7%

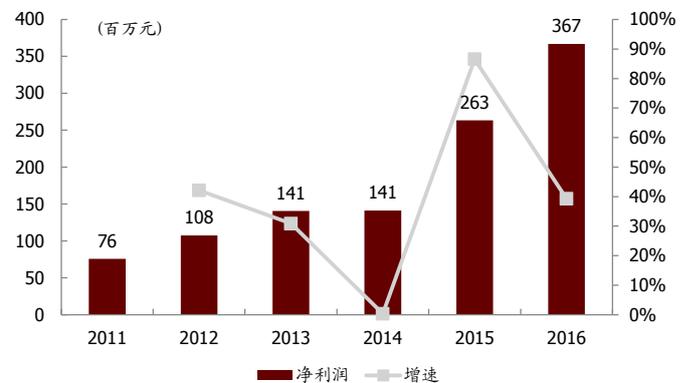
资料来源: Euromonitor, 公司年报, 中金公司研究部

图表3: 2011-2016年呷哺收入表现



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表4: 2011-2016年呷哺净利润表现



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部



### 商业模式概览

呷哺典型门店的经营和财务数据如下：

- ▶ **单店面积：**200-300 平方米。
- ▶ **U 型吧台：**与传统的火锅店不同，呷哺采取 U 型吧台设计，方便一人、两人或者 3-4 人的朋友或者家人聚餐。U 型吧台设计有助于提升销售效率，同时营造家庭般温馨的感觉。
- ▶ **资本支出：**单店资本支出约为 120 万元，公司通常会每隔 3-5 年对门店进行再装修。
- ▶ **菜单：**呷哺提供 7-8 种底料和 100 余种食材。常见的食材包括肉片、午餐肉、海鲜、叶子菜、肉丸等。此外，呷哺还供应多种蘸料，包括经典的呷哺麻酱。大部分食材都是可供消费者 DIY 的新鲜食材。
- ▶ **员工：**员工一般位于 U 型台的中间，消费者则坐在 U 型台周围。用餐高峰期，一名员工最多可以服务 10-12 名消费者。一般来说，一家门店需要 20-22 名员工。相比而言，一家 200-400 平方米的肯德基通常需要 50-60 名员工。用工效率给呷哺带来显著的成本优势。呷哺门店的员工成本率约为 15%，低于肯德基的 20%。这也是呷哺门店利润率高于肯德基的主要原因。
- ▶ **快速服务：**消费者进店之后两分钟内呷哺就可以上齐底料和蘸料。消费者下单后一般而言 5 分钟可以上菜。
- ▶ **单店收入：**2016 年，呷哺单店收入为 430 万元，平效约为 1.72 万元，客单价为 47.7 元。
- ▶ **利润率：**2016 年，呷哺餐厅层面利润率（不包括总部费用）约为 23.2%。
- ▶ **投资回报周期**约为 14 个月，在餐饮可比公司中领先。

图表 5：呷哺和百胜中国的单店经营数据比较

单店模型	呷哺呷哺	肯德基	必胜客
资本支出（人民币百万元）	1.2	2.6	3.3
年营收（2016，人民币百万元）	4.3	7.7	6.4
日营收（元）	11,781	21,191	17,577
坪效（元/平米）	17,200	25,783	18,330
餐厅面积（平米）	200~300	200~400	250~450
员工数量	20~22	50~60	50~60
餐厅业务利润率（2016）	23.2%	16.3%	13.4%
投资回收期	14个月	< 2年	< 4年

资料来源：Euromonitor，中金公司研究部 备注：仅包括百胜中国自营门店



图表6: 呷哺门店



资料来源: 大众点评, 中金公司研究部

图表7: 呷哺的U型吧台构造



资料来源: 大众点评, 中金公司研究部

图表8: 呷哺菜单

<b>呷哺精制锅底</b>		<b>海鲜 海鲜</b>	
老四川风味麻辣锅底 ¥12	暖春番茄锅底 ¥6	鲜滑口汤 ¥18	南美大虾 ¥12
浓郁麻辣锅底 ¥6	黄汤锅底 ¥6	鲜滑口汤 ¥12	鲜味鱼香 ¥20
印度风味咖喱锅底 ¥6	足料清汤锅底 ¥4	足料鲜汤 ¥20	巴沙鱼 ¥20
泰式冬阴功酸辣锅底 ¥6			
<b>呷哺功夫调料</b>		<b>超值大拼盘</b>	
呷哺招牌调料 ¥5	台湾沙茶酱 ¥5	<b>霸王红鲜海鲜拼盘</b>	
味增鲜椒调料 ¥5	香滑调料 ¥5	鲜味鲜虾、鲜滑生口片、鲜菇、小墨鱼、巴沙鱼、有鱼、蟹肉球、东北黑木耳、火腿豆腐、大白菜、生菜、金针、豆腐	
火锅鲜味汁 ¥5	功夫自助调料 ¥5	<b>人气鲜蔬拼盘</b>	
		肉片、鲜菇、玉米、东北黑木耳、金针菇、茼蒿菜、大白菜、茼蒿、生菜、胡萝卜、甜笋、冬瓜、黄瓜	
<b>人气套餐</b>		<b>经典鲜蔬拼盘</b>	
霸王海陆双人餐 ¥112		鲜滑鲜虾、鲜滑生口片、鲜菇、东北黑木耳、金针菇、茼蒿菜、大白菜、茼蒿、生菜、胡萝卜、甜笋、冬瓜、黄瓜	
暖春番茄肥牛套餐 ¥51		<b>什锦菌菇拼盘</b>	
豪味五羊套餐 ¥42		白玉菇、蟹味菇、金针菇、香菇	
<b>精选肉品</b>		<b>9元双拼</b>	
新西兰羊肉 ¥22	精选肥牛 ¥22	肉片、生菜、生菜、冬瓜	
新西兰羊排肉 ¥28	精品肥牛 ¥33	茼蒿菜、莲藕、粉丝	
锡盟草原羔羊排肉 ¥24	澳洲滑牛肉 ¥22	大白菜、山药、粉丝	
锡盟草原羔羊排肉 ¥30	澳洲牛肉粒 ¥30	鲜韭菜、薯片、红薯粉	
严选牛胸肉 ¥24	精品脆毛肚 ¥28	蒿子秆、土豆、宽海带	
甄选牛上脑 ¥32	培根 ¥16	圆生菜、白萝卜、东北黑木耳	
黄金脆皮肉 ¥22	午餐肉 ¥13	<b>8元双拼</b>	
鸭肠 ¥16		鲜滑鲜虾丸、鲜滑鲜菇、甜不辣	
		鲜滑鲜肉丸、鲜滑鲜菇、鲜豆豉、玉米粒	
		<b>12元双拼</b>	
		玉米、茼蒿	

资料来源: 大众点评, 中金公司研究部

图表9: 呷哺菜品



资料来源: 大众点评, 中金公司研究部



## 公司盈利正处于快速增长通道

### 行业供需结构改善

供需结构改善正利好连锁餐饮企业的增长。2017年上半年，所有中国餐饮上市公司的同店增速均出现显著改善。

- ▶ **需求结构改善：** 餐饮行业整体受益于中国宏观经济的复苏和高通胀环境。中金宏观团队预计 2018-2019 年中国实际 GDP 将分别同比增长 7.0% 和 6.9%。高通胀环境尤其利好餐饮企业提升议价能力。另外，三四线城市居民消费升级也有望打开公司渠道下沉的空间。
- ▶ **供应结构改善：** 国内餐饮行业正普遍面临“四高”问题（租金高、原材料价格高、员工成本高、员工流动性高）。2017 中国餐饮业年度报告显示，过去三年大众价位餐馆的客单价增长了 30%。另一方面，2016 年一线城市餐馆的数量下降了 2%。与此同时，呷哺的低客单价使其在大众市场的性价比优势更加突出。

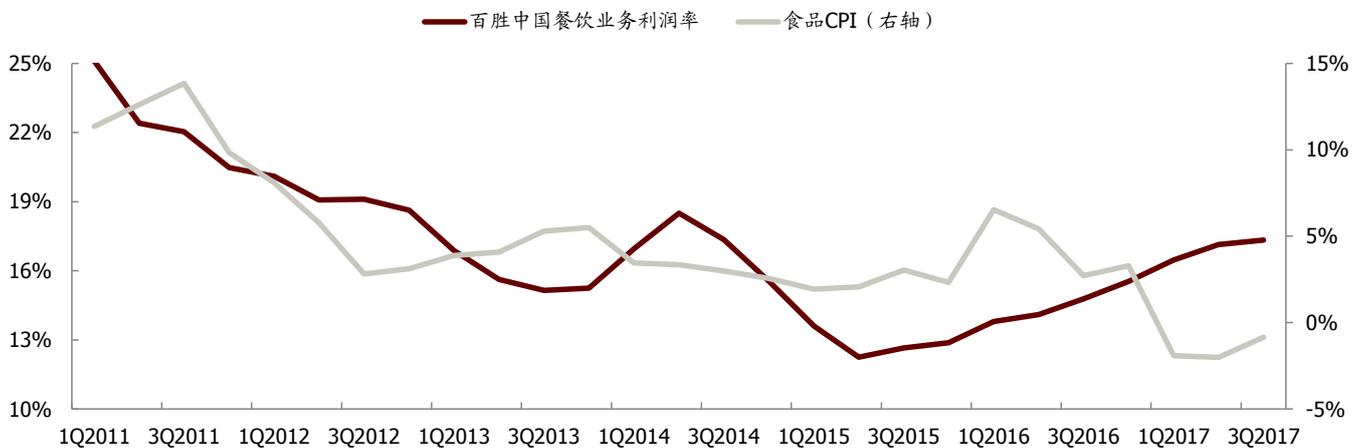
**【案例分析】** 历史上，百胜中国的同店表现（除去特殊事件影响）和利润率水平与 CPI 高度相关。可见，高通胀环境有助于改善餐饮企业的议价能力。

图表 10：百胜中国的同店销售增速与食品 CPI 相关



资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 11：百胜中国的门店利润率与食品 CPI 相关



资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部 注：以上餐饮业务毛利率为百胜中国最近四个季度的移动平均数



图表 12: 国内上市餐饮企业的同店趋势

同店销售增长	1H15	2H15	2015	1H16	2H16	2016	1H17
呷哺呷哺	-3.3%	-4.7%	-4.0%	0.6%	5.4%	3.0%	7.2%
麦当劳(中国)	-3.9%	15.4%	5.8%	4.7%	3.1%	3.9%	-
肯德基	-13.0%	4.5%	-4.0%	7.5%	0.0%	3.0%	2.5%
大家乐	-5.0%	-9.0%	-7.0%	1.2%	10.8%	6.0%	15.0%
味千	-7.8%	-7.2%	-7.5%	-7.7%	-8.5%	-8.1%	-2.2%
必胜客	-4.5%	-3.0%	-4.0%	-11.0%	-3.5%	-7.0%	1.0%
唐宫中国	-	-	-	-	-	9.0%	7.0%

资料来源: 各公司公告, 中金公司研究部

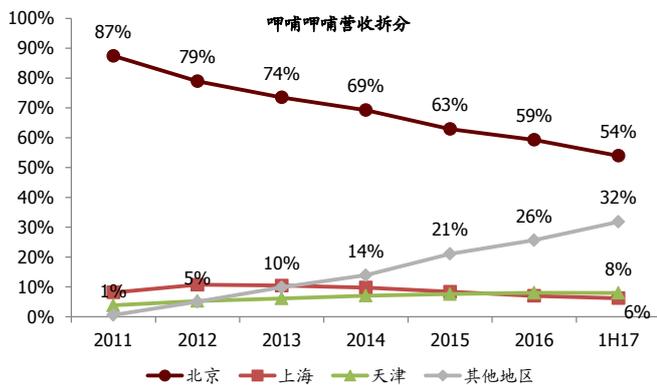
### 北京以外区域出现加速增长

2016年, 呷哺约60%的收入来自北京, 北京以外市场的同店表现也不及北京。市场一度担忧呷哺难以实现全国性扩张。但是, 2017年上半年呷哺的上海同店增长高达14%, 初步证明了: 在有效的本地化策略下, 呷哺有潜力实现全国扩张。

- ✓ **本地化门店设计:** 公司升级了中央空调系统, 有效解决了吃火锅衣服沾味问题。而且, 上海的门店座位密度更低, 并增设了方桌数量, 以满足当地消费者的消费习惯。
- ✓ **本地化菜单:** 上海门店的菜单增加了海鲜食材占比。

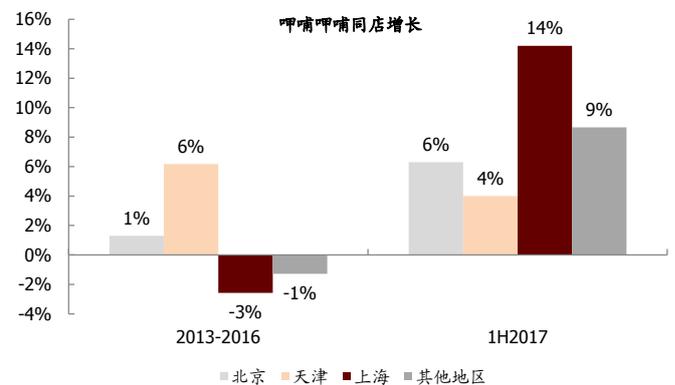
本地化策略的优化, 有望有效推动公司在北京以外区域的同店增速和开店速度。

图表 13: 呷哺收入分拆(按地区)



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表 14: 上海同店销售显著改善



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部



图表 15: 呷哺 2.0 门店



资料来源：大众点评，中金公司研究部

### 外卖业务快速增长

中国餐饮外卖市场正处于爆发式增长阶段。艾瑞咨询数据显示，2016 年国内外卖市场规模达到 1930 亿元，在餐饮行业的占比约为 5.3%。我们预计 2017 年外卖市场的增幅有望超过 200%，外卖服务正在深刻地改变餐饮市场格局，不能结合好外卖服务的餐饮企业未来将面临极大的挑战。

2017 年，呷哺推出冒菜类外卖服务“呷煮呷烫”（火锅在门店煮好后外送给消费者），一经推出就受到消费者的欢迎。截至 2017 年底，公司共有 177 家门店提供“呷煮呷烫”，外卖占这些门店收入的比例为 13%，占公司年化总收入的比例约 4%，体现出巨大的发展潜力。

伴随外卖行业的快速发展和越来越多的门店上线外卖服务，预计外卖业务将成为公司未来同店增长的重要动力。公司预计 2020 年外卖将占到总收入的 10%。

图表 16: 呷煮呷烫业务

番茄肥牛鲜蔬套餐 月售8   赞0 45元 精选肥牛、多种营养蔬菜、米饭1份搭配呷哺麻酱调料更美味！建议：加点随心配哦！	酸爽肥牛人气套餐 月售0   赞0 45元 经典酸菜口味（微辣）、精选肥牛、午餐肉、多种营养蔬菜、米饭1份 搭配呷哺麻酱调料更美味！建议：加...	欢辣巴沙鱼鲜蔬套餐 月售6   赞0 43元 美味巴沙鱼、午餐肉、多种营养蔬菜、米饭1份，搭配呷哺调料更美味！建议：加点随心配哦！	元气肥牛鲜蔬套餐 月售10   赞0 45元 精选肥牛、多种营养蔬菜、米饭1份 搭配呷哺麻酱调料更美味！建议：加点随心配哦！
番茄肥牛鲜蔬套餐 起送价 ¥30   配送费 ¥8   64分钟 折扣商品5折起(在线... 更多	酸爽肥牛人气套餐 起送价 ¥30   配送费 ¥8   64分钟 折扣商品5折起(在线... 更多	欢辣巴沙鱼鲜蔬套餐 起送价 ¥30   配送费 ¥8   64分钟 折扣商品5折起(在线... 更多	元气肥牛鲜蔬套餐 起送价 ¥30   配送费 ¥8   64分钟 折扣商品5折起(在线... 更多

资料来源：美团，中金公司研究部



### 湊湊有望成为新的增长引擎

公司于 2016 年推出新品牌“湊湊”，目标中高端消费市场。门店主要开在高端商场，客单价约为 100-140 元。门店规模约为 800 平方米，单店资本投入约为 700 万元。

预计到 2017 年年底，公司共开业 21 家湊湊门店。公司计划每年新开 15-20 家。

相比于其他高端火锅品牌，我们认为湊湊的竞争优势在于：

- 1) **舒适环境**：湊湊的用餐区域采取现代中式装修风格，为消费者提供现代、优雅、富有禅意的用餐环境。此外，餐桌由隔断隔开，适宜朋友聚会、家庭聚餐或者商务宴请，在保证消费者隐私的同时提升空间利用效率。
- 2) **台式火锅+奶茶模式**：湊湊不仅供应特色火锅，同时销售手摇茶饮，为消费者提供独特的用餐体验。部分门店的奶茶收入占比高达 10%。
- 3) **成熟的供应链和运营系统**：湊湊可充分利用呷哺成熟高效的运营系统和供应链体系。

图表 17: 湊湊门店



资料来源：大众点评，中金公司研究部



## 呷哺拥有成长为大型餐饮公司的基因

成功的餐厅千千万万，但只有极少数公司能够穿越周期成为真正大规模的连锁餐厅。我们认为，一家成功的餐饮公司至少需要具备四个要素：**巨大的目标市场、可持续的护城河、可扩展的商业模式和优秀的管理团队**。我们认为呷哺具备这四个基因，拥有长期巨大的发展潜力。

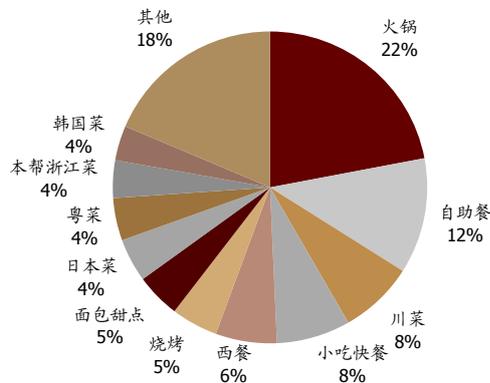
### 巨大的目标市场

根据《中国餐饮报告（白皮书 2017）》，火锅是餐饮业第一大品类，占总营业额比重高达**22%**。而火锅受到全国各地消费者的喜爱，不像饺子店或港式茶餐厅有明显的地域差异。相比其他餐饮品类，火锅有三个独特的优势：

- 1) 火锅的DIY特性使其拥有巨大的口味包容性，消费者可选择不同类型的汤底、食材和蘸料；
- 2) 现场烹饪的模式，保证了菜肴的新鲜和热度；
- 3) 和其他中式餐饮相比，火锅用量较少，是一个相对健康的就餐选择。

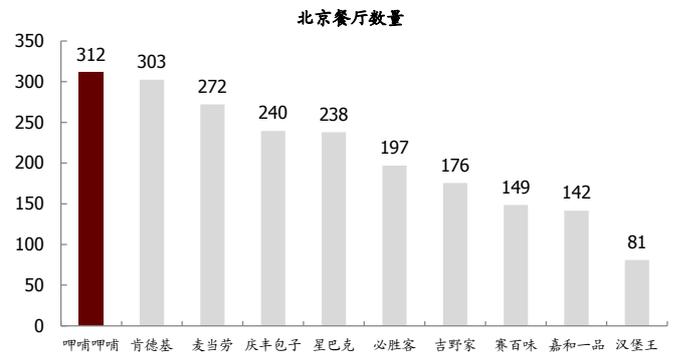
根据美团与点评的数据统计，截至2017年末，呷哺在北京有**312**家门店，渗透率超过肯德基和麦当劳。充分展现了呷哺巨大的市场空间。

图表 18: 火锅占中国餐饮业营收额的 22%



资料来源：《中国餐饮报告（白皮书 2017）》，中金公司研究部

图表 19: 各餐饮品牌北京门店数量对比



资料来源：大众点评，美团，中金公司研究部  
注：数据可能与公司官方统计数据略有出入



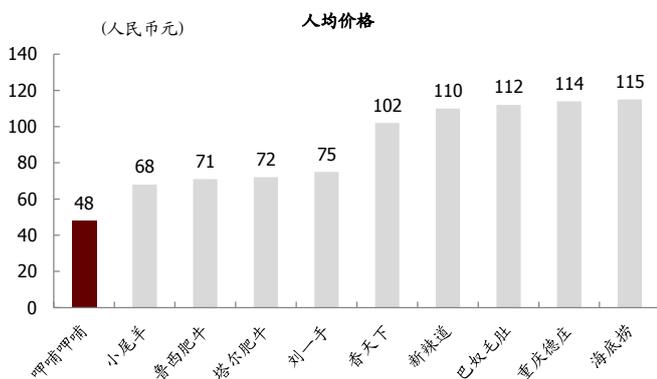
### 可持续的护城河

呷哺独家秘制的汤底和蘸料是其重要的竞争优势。呷哺的麻酱蘸料在京东的火锅麻酱品类中销量排名领先。而且，公司通过统一直采保证了高品质的食材原料。公司是中国最大的羊肉采购商，并与多家农场建立长期独家合作关系，直接采购其全部蔬菜。

更重要的是，呷哺的长期可持续护城河是其低成本优势。呷哺定位大众市场，客单价仅48元，是中国前十大连锁火锅店中最低的。我们几乎很难找到人均价格低于50元、并且大众点评评分在四星或以上的火锅店。低成本优势来自规模优势。随着公司的规模持续扩大，竞争对手将越来越难复制。事实上，全球大型餐饮公司如麦当劳、百胜、汉堡王、Chipotle客单价基本都在5-10美元的区间。规模带来的性价比是这些大型企业能够穿越周期实现长期成长的护城河。

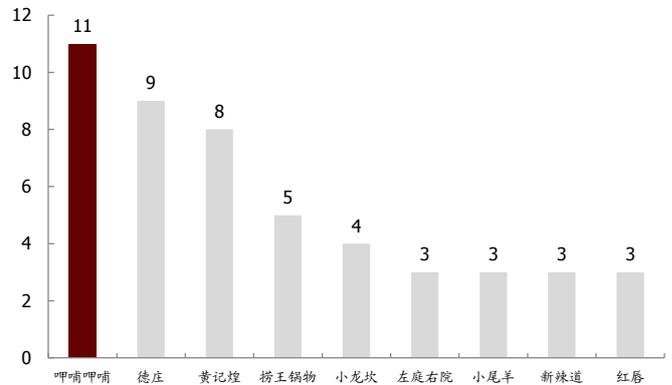
2017年中国新开业的60家购物中心中，有11家引入了呷哺，在火锅品牌中数量排名第一。

图表 20: 十大连锁火锅店中，呷哺的人均价格最低



资料来源：大众点评，中金公司研究部

图表 21: 60家新开业的购物中心中11家引入呷哺



资料来源：联商网，中金公司研究部

图表 22: 呷哺的麻酱蘸料在京东的火锅料中排名第一



资料来源：京东网，中金公司研究部



## 可扩展的商业模式

### 呷哺拥有高度标准化、可复制的商业模式：

- ✓ 火锅是餐饮业中相对最容易标准化的品类，基本不需要餐厅层面的食品加工和制备过程。
- ✓ 受益于更简单的菜单和更少的 SKU，呷哺是火锅品类中相对最容易标准化的品牌。公司也在运营过程中建立了全面的标准化流程。
- ✓ 100%的直营模式使公司能够更好把控门店的标准化经营。

标准化和可复制的商业模式使公司得以迅速扩张，进一步增强了呷哺的规模效应和低成本优势。

## 优秀的管理团队

公司创始人，贺光启先生是第一大股东（42.19%）、董事会主席兼执行董事。杨女士是首席执行官兼执行董事，于1998年加入公司。首席财务官赵女士于2012年加入公司。

从创立之初起，公司就专注于建立长期有效的供应链和运营系统。目前公司已拥有完备的集中采购供应链，支撑着公司在全国进行稳健扩张。

### 集中采购的供应链系统：

- ✓ 公司通过中央厨房集中采购原材料。公司与优质的羊肉、牛肉和蔬菜供应商建立了长期的直接合作关系，能够以低成本获得稳定且高品质的原材料供应。
- ✓ 公司建立食品加工厂，通过工业化流程生产招牌汤底和蘸料。统一采购和制作食材确保了所有门店的统一质量标准。

### 稳健的门店扩张策略：

- ✓ 公司采取辐射式扩张策略，优先在已经获得市场认可的城市进行业务拓展。
- ✓ 公司在选址方面十分谨慎，会进行全面的调查，包括实地考察、客流统计、对公开数据和第三方顾问编制数据的深入评估。

图表 23：呷哺核心管理层和持股比例介绍

姓名	职务	持股比例	简介
贺光启	董事会主席与执行董事	42.19%	董事会主席兼执行董事。贺先生拥有18年左右餐饮企业经营管理经验。贺先生于2012年获得北京市烹饪协会颁发的“2012年度北京餐饮十大经济人物”称号。
杨淑玲	执行董事与首席执行官	1.43%	行政总裁兼执行董事，历任本集团财务部经理、副总经理、常务副总裁及总裁等职务，其在餐饮行业拥有18年左右的营运管理经验。
赵怡	首席财务官	*	首席财务官，2012年11月加入，主要负责本集团审核、会计、财务管理及IT相关事务。赵女士于跨国企业积累将近20年的会计、企业财务以及业务管理经验。

资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：\*表示持股比例低于1%

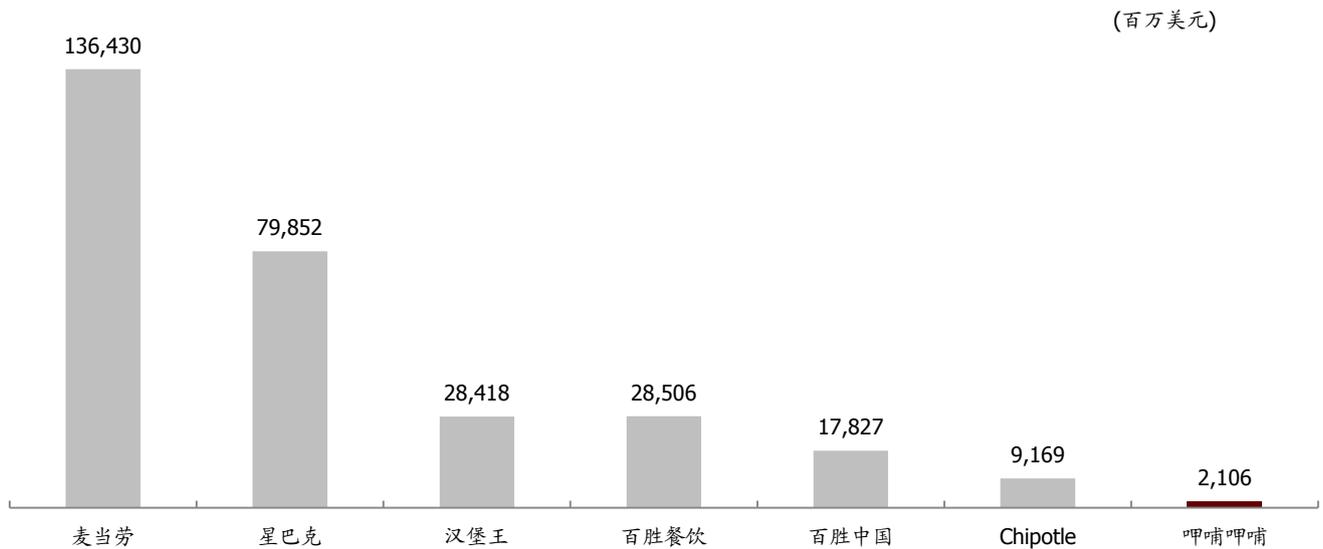


### 巨大的市值增长潜力

从全球角度来看，餐饮业有潜力能够诞生百亿美元市值体量的巨型公司。美国的五家餐饮上市公司麦当劳、星巴克、汉堡王、百胜餐饮和 Chipotle，总市值均超过 90 亿美元。

呷哺已经成为中国市值第二大的餐饮上市公司。考虑到其庞大的目标市场、强大的竞争优势和可扩展性，呷哺具备巨大的市值发展潜力。

图表 24: 全球餐饮企业市值对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



## 首次覆盖给予推荐评级和目标价 19.73 港币

### 收入预测

我们预计 2017-2019 年收入同比增长 26.3%、22.5%和 18.9%至 35 亿元，43 亿元和 51 亿元人民币。

- ▶ **门店扩张：**预计 2018-2019 年，公司每年净增约 100 家的呷哺门店和 15-20 家湊湊门店。鉴于公司在北京的高市场渗透率和外地区域的优异表现，公司的门店扩张潜力巨大。
- ▶ **同店增速：**我们预计 2017-2019 年，公司同店销售将分别增长 7.6%、6.6%和 6.5%，受益于餐饮行业整体的供需结构改善、外卖业务高速增长和新品牌的发展。

图表 25: 收入预测

人民币 百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>1,508</b>	<b>1,890</b>	<b>2,202</b>	<b>2,425</b>	<b>2,758</b>	<b>3,484</b>	<b>4,267</b>	<b>5,071</b>
增速		25%	16%	10%	14%	26%	22%	19%
北京	1,191	1,390	1,525	1,526	1,635	1,833	2,001	2,169
增速		17%	10%	0%	7%	12%	9%	8%
上海	162	197	215	203	193	204	225	246
增速		22%	9%	-6%	-5%	6%	10%	9%
天津	80	116	155	184	222	270	315	363
增速		46%	33%	19%	21%	21%	17%	15%
其他	76	187	307	511	708	1,048	1,400	1,770
增速		146%	64%	67%	38%	48%	34%	26%
湊湊	-	-	-	-	-	128	326	524
增速		-	-	-	-	-	155%	61%
<b>门店数量</b>	<b>330</b>	<b>394</b>	<b>452</b>	<b>552</b>	<b>640</b>	<b>763</b>	<b>896</b>	<b>1,029</b>
增加		64	58	100	88	123	133	133
北京	210	243	246	275	285	295	305	315
增加		33	3	29	10	10	10	10
上海	56	55	58	58	54	47	50	53
增加		-1	3	0	-4	-7	3	3
天津	28	34	42	49	60	70	80	90
增加		6	8	7	11	10	10	10
其他	36	62	106	170	240	330	420	510
增加		26	44	64	70	90	90	90
湊湊	-	-	-	-	-	21	41	61
增加		-	-	-	-	-	20	20

资料来源：公司年报，中金公司研究部



### 盈利预测

我们预计 2017-2019 年公司运营利润率将分别达到 16.0%、16.7%和 17.3%，主要受益于同店销售复苏带来的运营杠杆。

我们预计公司 2017-2019 年净利润将同比增长 19.1%、27.5%和 23.1%至 4.38 亿元，5.59 亿元和 6.88 亿元人民币。

图表 26: 盈利预测

人民币 百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入 (人民币 百万元)</b>	<b>2,425</b>	<b>2,758</b>	<b>3,484</b>	<b>4,267</b>	<b>5,071</b>
<i>增速</i>	<i>10.1%</i>	<i>13.8%</i>	<i>26.3%</i>	<i>22.5%</i>	<i>18.9%</i>
<b>营业成本</b>	<b>-946</b>	<b>-979</b>	<b>-1,219</b>	<b>-1,493</b>	<b>-1,750</b>
<i>增速</i>	<i>8.6%</i>	<i>3.5%</i>	<i>24.5%</i>	<i>22.5%</i>	<i>17.2%</i>
<b>毛利润</b>	<b>1,478</b>	<b>1,779</b>	<b>2,264</b>	<b>2,773</b>	<b>3,322</b>
<i>增速</i>	<i>11.1%</i>	<i>20.3%</i>	<i>27.3%</i>	<i>22.5%</i>	<i>19.8%</i>
其他收入	27	31	63	76	91
员工成本	-543	-652	-861	-1,033	-1,239
物业租金及相关开支	-328	-357	-414	-480	-557
公用事业费用	-101	-109	-122	-137	-153
折旧摊销	-120	-114	-143	-184	-224
其他费用	-139	-147	-231	-304	-361
<b>经营利润</b>	<b>273</b>	<b>432</b>	<b>557</b>	<b>711</b>	<b>877</b>
<i>增速</i>	<i>47.5%</i>	<i>58.1%</i>	<i>29.0%</i>	<i>27.8%</i>	<i>23.3%</i>
<i>经营利润率</i>	<i>11.3%</i>	<i>15.6%</i>	<i>16.0%</i>	<i>16.7%</i>	<i>17.3%</i>
其他收入或亏损	50	42	7	7	7
<b>税前利润</b>	<b>323</b>	<b>473</b>	<b>564</b>	<b>718</b>	<b>884</b>
<i>增速</i>	<i>73.7%</i>	<i>46.4%</i>	<i>19.1%</i>	<i>27.5%</i>	<i>23.1%</i>
所得税	-60	-105	-125	-160	-196
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>368</b>	<b>438</b>	<b>559</b>	<b>688</b>
<i>增速</i>	<i>86.5%</i>	<i>39.7%</i>	<i>19.1%</i>	<i>27.5%</i>	<i>23.1%</i>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>母公司净利润</b>	<b>263</b>	<b>368</b>	<b>438</b>	<b>559</b>	<b>688</b>
<i>增速</i>	<i>86.5%</i>	<i>39.7%</i>	<i>19.1%</i>	<i>27.5%</i>	<i>23.1%</i>
<i>净利润率</i>	<i>10.9%</i>	<i>13.3%</i>	<i>12.6%</i>	<i>13.1%</i>	<i>13.6%</i>

资料来源：公司年报，中金公司研究部



图表 27: 资产负债表

人民币 百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>					
货币资金	1,354	1,479	1,851	2,270	2,750
应收款项及其他应收款项	53	96	74	111	81
存货	104	125	160	188	220
其他	0	18	18	18	18
<b>流动资产</b>	<b>1,512</b>	<b>1,718</b>	<b>2,102</b>	<b>2,587</b>	<b>3,068</b>
<b>非流动资产</b>					
租金押金	47	59	70	84	101
固定资产	334	399	556	674	751
无形资产	1	1	1	2	2
土地使用权预付租赁款	23	22	29	36	43
可供出售资产	0	35	35	35	35
其他	48	79	79	79	79
<b>非流动资产</b>	<b>452</b>	<b>595</b>	<b>771</b>	<b>910</b>	<b>1,011</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,964</b>	<b>2,313</b>	<b>2,874</b>	<b>3,497</b>	<b>4,079</b>
<b>流动负债</b>					
银行贷款	0	0	0	0	0
应付贸易款项	149	167	249	261	337
其他应付款	278	342	497	694	701
应付税费	34	70	77	85	94
拨备	1	0	0	0	0
其他	4	1	1	0	0
<b>流动负债</b>	<b>467</b>	<b>581</b>	<b>825</b>	<b>1,040</b>	<b>1,132</b>
<b>非流动负债</b>					
长期银行贷款	0	0	0	0	0
债券	0	0	0	0	0
其他长期应付款	0	0	0	0	0
递延所得税负债	17	16	16	16	16
<b>非流动负债</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
<b>负债总额</b>	<b>484</b>	<b>596</b>	<b>841</b>	<b>1,056</b>	<b>1,148</b>
<b>所有者权益</b>					
股本	0	0	0	0	0
未分配利润和储备	1,480	1,716	2,033	2,442	2,931
<b>母公司应占所有者权益</b>	<b>1,480</b>	<b>1,716</b>	<b>2,033</b>	<b>2,442</b>	<b>2,931</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>权益总额</b>	<b>1,480</b>	<b>1,716</b>	<b>2,033</b>	<b>2,442</b>	<b>2,931</b>

资料来源：公司年报，中金公司研究部



图表 28: 现金流量表

人民币 百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>					
税前利润	323	473	564	718	884
折旧及摊销	119	113	143	184	224
营运资金变动	40	-37	225	142	83
支付所得税	-57	-100	-125	-160	-196
其他	-55	-55	7	6	9
<b>经营活动现金流</b>	<b>370</b>	<b>395</b>	<b>813</b>	<b>891</b>	<b>1,003</b>
<b>投资活动现金流</b>					
资本支出	-130	-137	-301	-301	-301
投资净支出	25	-13	-19	-21	-24
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-106</b>	<b>-150</b>	<b>-320</b>	<b>-322</b>	<b>-325</b>
<b>融资活动前现金流</b>					
	<b>265</b>	<b>245</b>	<b>494</b>	<b>569</b>	<b>678</b>
<b>融资活动现金流</b>					
发行股份及可转债	34	0	0	0	0
银行贷款变动	0	0	0	0	0
支付股利	-98	-114	-147	-175	-224
其他	1	-32	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-63</b>	<b>-145</b>	<b>-147</b>	<b>-175</b>	<b>-224</b>
现金变动	201	99	346	394	455
汇兑损失	30	25	25	25	25
<b>现金期初余额</b>	<b>1,123</b>	<b>1,354</b>	<b>1,479</b>	<b>1,851</b>	<b>2,270</b>
<b>现金期末余额</b>	<b>1,354</b>	<b>1,479</b>	<b>1,851</b>	<b>2,270</b>	<b>2,750</b>

资料来源：公司年报，中金公司研究部

### 可比公司估值

首次覆盖给予推荐评级。目标价 19.73 港币，基于 30 倍 2018 年市盈率。可比公司包括：

- ▶ **全球连锁餐饮企业**如百胜、麦当劳、餐饮品牌国际公司（汉堡王）、星巴克。全球可比公司 2018-2019 年平均市盈率约为 25 倍和 21 倍。
- ▶ **中国连锁餐饮企业**如百胜中国、味千、翠华集团、大家乐。可比公司平均交易在 2018 年和 2019 年 16 倍和 13 倍市盈率，百胜中国交易在 30 倍和 26 倍市盈率。我们认为呷哺应该相比行业可比公司整体享有估值溢价，考虑到其更大的增长潜力。

伴随换手率的提升，我们认为 2018 年呷哺有机会纳入港股通，从而提升公司估值。

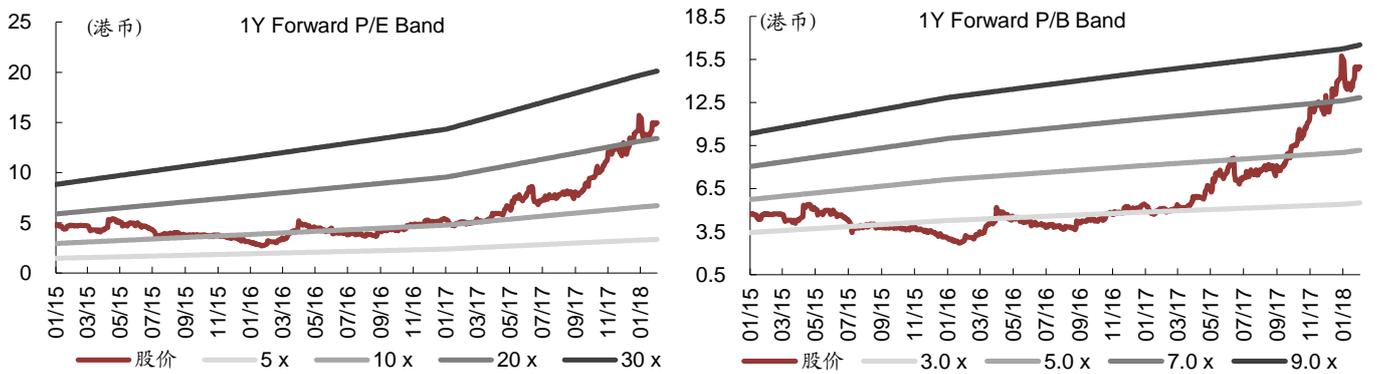


图表 29: 可比公司估值

公司名称	市值 百万美元	净利润				市盈率				EV/EBITDA				Growth	PEG
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>海外</b>															
麦当劳	136,430	3%	16%	10%	5%	29.1	25.1	22.8	21.7	17.5	15.6	15.8	15.2	10%	2.42
星巴克	79,852	2%	6%	24%	4%	28.3	26.6	21.4	20.6	15.6	15.0	14.5	13.1	11%	2.39
汉堡王	28,418	64%	55%	31%	14%	23.9	15.4	11.7	10.3	21.6	21.3	18.8	17.0	32%	0.47
百胜餐饮集团	28,506	25%	-37%	6%	8%	17.6	28.1	26.6	24.6	19.3	18.1	18.1	17.7	-11%	n.a.
百胜中国	17,827	55%	6%	16%	15%	35.9	33.8	29.2	25.4	16.9	14.9	13.2	10.4	12%	2.76
契普多墨西哥餐厅	9,169	-95%	711%	47%	19%	399.7	49.3	33.4	28.0	47.6	19.6	15.4	13.0	143%	0.35
温迪/阿比集团	3,919	-20%	-15%	29%	15%	30.2	35.7	27.7	24.1	14.7	15.8	14.7	13.2	8%	4.54
盒子里的杰克	2,687	14%	1%	-9%	2%	21.7	21.5	23.5	23.1	11.9	11.3	14.2	14.1	-2%	n.a.
棒约翰	2,274	36%	-4%	-4%	6%	22.1	23.1	23.9	22.5	12.9	13.7	14.7	14.1	-1%	n.a.
多米诺	2,305	45%	2%	7%	10%	22.5	22.1	20.6	18.7	18.1	16.9	15.5	13.9	6%	3.51
索尼克	994	-1%	-14%	5%	4%	15.5	18.1	17.2	16.5	9.6	10.5	11.3	10.9	-2%	n.a.
<b>港股上市酒店</b>															
大家乐	1,550	-12%	7%	-12%	13%	23.4	21.8	24.7	21.8	12.4	11.2	12.5	11.1	2%	8.97
呷哺呷哺	2,106	40%	19%	27%	23%	40.1	32.2	23.4	19.0	24.3	17.5	12.0	9.4	23%	1.39
味千拉面	519	345%	-70%	4%	25%	5.4	17.1	15.3	12.2	2.3	5.4	5.2	4.4	-27%	n.a.
唐宫	221	108%	33%	18%	28%	15.3	11.0	8.7	6.7	4.5	4.5	3.8	2.6	26%	0.42
翠华	209	-54%	26%	29%	9%	22.8	18.2	14.1	13.0	5.4	5.2	6.0	5.1	21%	0.88

资料来源: Bloomberg, 公司年报, 中金公司研究部

图表 30: 市盈率和市净率区间



资料来源: Bloomberg, 公司年报, 中金公司研究部



### DCF 估值

基于 DCF 分析，我们认为呷哺的合理估值是 22.7 港币/股。

- ▶ 考虑同店销售增长和门店扩张，我们认为公司收入有望维持高个位数至双位数增长。
- ▶ 预计 2018-2027 年自由现金流复合年增长 13%。
- ▶ 假设加权平均资金成本 10%，永续增长率 2%。

图表 31: DCF 估值

自由现金流预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,267	5,071	5,891	6,539	7,160	7,748	8,298	8,842	9,397	9,941
YoY	-	18.9%	16.2%	11.0%	9.5%	8.2%	7.1%	6.6%	6.3%	5.8%
EBIT	718	884	1,033	1,105	1,184	1,264	1,358	1,500	1,683	1,887
YoY	-	23.1%	16.8%	7.0%	7.1%	6.8%	7.4%	10.5%	12.2%	12.2%
息税前利润率	16.8%	17.4%	17.5%	16.9%	16.5%	16.3%	16.4%	17.0%	17.9%	19.0%
EBIT*(1-t)	559	688	803	860	921	984	1,056	1,167	1,309	1,468
+ 折旧及摊销	184	224	264	295	315	335	355	376	396	416
- 营运资金变化	142	83	126	62	82	49	68	43	101	40
- 资本支出	-301	-301	-301	-151	-151	-151	-151	-151	-151	-151
<b>自由现金流终值</b>	<b>584</b>	<b>694</b>	<b>893</b>	<b>1,066</b>	<b>1,167</b>	<b>1,216</b>	<b>1,329</b>	<b>1,435</b>	<b>1,655</b>	<b>1,774</b>
YoY	-	18.9%	28.7%	19.3%	9.5%	4.2%	9.2%	8.0%	15.3%	7.2%

DCF 分析			
预测期自由现金流现值	7,332	税率	25.0%
自由现金流终值	22,755	负债比率	0.0%
永续自由现金流现值	9,690	贝塔系数	1.3
企业价值	17,022	无风险收益率	2.8%
净现金	2,270	风险溢价	5.5%
权益价值	19,292	权益资本成本	10.0%
每股权益价值 (港币)	22.70	债务资本成本	6.0%
		税后债务资本成本	4.5%
		加权平均资本成本	10.0%
		永续增长率	2.0%

资料来源：中金公司研究部

图表 32: DCF 估值敏感性分析

每股权益价值 (港币)		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	永续增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	8.5%	23.78	24.59	25.51	26.57	27.78	29.20	30.89	32.91	35.38
	9.0%	22.46	23.16	23.94	24.83	25.84	27.01	28.38	30.00	31.95
	9.5%	21.29	21.88	22.55	23.31	24.16	25.14	26.27	27.59	29.16
	10.0%	20.23	20.75	21.33	21.98	22.70	23.53	24.47	25.56	26.84
	10.5%	19.29	19.74	20.24	20.80	21.42	22.12	22.92	23.83	24.88
	11.0%	18.43	18.83	19.26	19.75	20.28	20.88	21.56	22.33	23.21
	11.5%	17.65	18.00	18.38	18.80	19.27	19.79	20.37	21.02	21.76

资料来源：中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：刘剑  
编辑：樊荣



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

