

## 餐饮龙头复盘系列

### 如何走出“至暗时刻”？麦当劳的关键抉择

#### 核心观点：

- **餐饮行业：连锁化率提升是长期主线，把握规模增长和经营管理效率的平衡。**近年来餐饮龙头加快展店，在一定程度上推动行业连锁化率提升，但在需求尚未充分释放、头部连锁餐饮供给增加的环境下，当前行业整体经营压力加大、竞争环境加剧，品牌势能的形成和维持难度都有所提升。这篇报告中我们详细复盘麦当劳在世纪之交面临的困局以及“胜利计划”是如何帮助这家餐饮巨头走出“至暗时刻”。
- **麦当劳：以消费者体验为中心，“胜利计划”成为十年核心战略。**20世纪90年代末，麦当劳此前经营和扩张思路积攒的问题开始集中显现，主要体现在：（1）在增长压力下，过分关注和依赖开店、收并购驱动的外生增长。（2）餐食、服务、门店卫生标准下降，消费者满意度下滑。（3）门店加密导致客流分流，门店销售额和盈利能力下降影响加盟商利益。（4）竞争环境加剧。（5）过分关注自身“快餐”定位和成本控制，新品缺乏亮点，消费者失去新鲜感。（6）员工满意度下降。**2003年更换管理层和随后推出的“胜利计划”帮助品牌扭转颓势。**麦当劳开店放缓、此前并入的其他品牌剥离，专注现有门店经营表现提升。以改善员工和消费者体验为核心的产品创新、服务提升、门店环境翻新、新的市场营销思路、更完善的员工培训&考核激励机制共同帮助公司重新步入正轨。“胜利计划”在推出当年即起到立竿见影的效果，2003年整体同店增长2.4%，美国同店增6.4%（02年下降1.5%）。从收入利润来看，2003年麦当劳整体营收增长11.3%；净利润连续4年录得增长；整体盈利能力也从2003年开始持续提升。
- **股价和估值表现复盘：21世纪以来估值水平稳定，EPS是股价核心驱动。**1980年以来公司P/E（ttm）估值中枢在15X-25X左右，P/E趋势和S&P500高度相关。1980-1998年股价由估值抬升和盈利增长共同驱动，2000年后估值稳定，股价核心驱动因素是EPS。
- **结论和投资建议。**麦当劳在世纪之交的困局和破局之道对今天仍有借鉴意义。今年疫情反复、商场堂食客流下降对行业带来较大冲击，板块整体有较大回调。市场对餐饮板块估值体系、市场空间的理解都在发生变化。随着免疫屏障完善以及各地防疫能力提升，中长期复苏趋势向好。当前板块优质公司估值逐渐具备吸引力。建议持续跟踪龙头经营和开店表现，把握势能向上、模型优秀、管理和供应链突出的行业龙头。重点关注九毛九（H股）、海伦司（H股）、海底捞（H股）、百胜中国（美股&H股）、奈雪的茶（H股）等。
- **风险提示。**疫情影响堂食恢复；新餐厅拓展不及预期；行业竞争加剧，租金、人力成本上涨风险；食品安全风险等。

#### 行业评级

买入

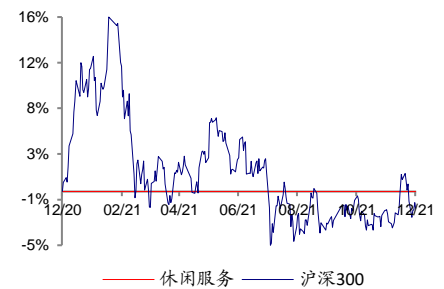
前次评级

买入

报告日期

2021-12-24

#### 相对市场表现



#### 分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-38003693

anpeng@gf.com.cn

#### 相关研究：

- 社会服务行业 2022 年投资策略 2021-12-06  
略：复苏之路道阻且长，看好兼具韧性和弹性的行业龙头
- 国际餐饮龙头 21Q3 财报概览：全球餐饮经营持续复苏，中国区开店纷纷提速 2021-11-18
- 社会服务行业 2021 年三季报综述：Q3 以来行业整体承压，继续看好龙头中长期配置价值 2021-11-08

#### 联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
九毛九	09922.HK	HKD	13.14	2021/08/26	买入	29.28	0.30	0.49	43.80	26.82	17.24	12.51	13.10	19.10
海底捞	06862.HK	HKD	16.92	2021/08/26	买入	33.92	0.28	0.70	60.43	24.17	14.40	9.11	13.50	28.90
百胜中国	YUMC.N	USD	48.24	2021/11/08	买入	65.25	1.60	2.18	—	—	—	—	10.50	12.80
海伦司	09869.HK	HKD	22.00	2021/10/01	增持	28.54	0.18	0.53	122.22	41.51	87.10	24.26	7.60	17.40
奈雪的茶	02150.HK	HKD	8.40	2021/08/27	增持	14.58	0.06	0.18	140.00	46.67	23.54	14.55	2.70	7.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

九毛九、海底捞、海伦司、奈雪的茶 EPS 为人民币元/股, 百胜中国 EPS 为美元/股

## 目录索引

一、餐饮行业：连锁化率提升是长期主线，把握规模增长和经营管理效率的平衡 .....	6
二、麦当劳：以消费者体验为中心，“胜利计划”成为十年核心战略 .....	6
（一）1997-2002：内外交困、增长乏力，品牌迎来严峻挑战 .....	6
（二）2003-2008：推出“胜利计划”，多维度变革带动品牌重生 .....	14
三、股价和估值表现复盘：21 世纪以来估值水平稳定，EPS 是股价核心驱动 .....	22
四、以古鉴今：餐饮需求弹性有待释放，关注基本面边际变化和长期竞争力 .....	25
五、风险提示 .....	27

## 图表索引

图 1: 麦当劳单季度收入和同比增速 .....	7
图 2: 麦当劳单季度调整后净利润 .....	7
图 3: 麦当劳美国市场年度收入和同比增速 .....	7
图 4: 麦当劳美国市场年度经营利润和经营利润率 .....	7
图 5: 麦当劳美国单季度收入和同比增速 .....	8
图 6: 麦当劳美国单季度经营利润和经营利润率 .....	8
图 7: 麦当劳美国市场门店数量和同比增速 .....	9
图 8: 1986-1996 年麦当劳美国市场门店结构 .....	9
图 9: 90 年代中后期麦当劳消费者满意度持续下降, 且大幅落后竞争对手 .....	10
图 10: 1983-1997 年麦当劳整体同店年均销售额 (百万美元) 和同比增速 .....	10
图 11: 1994-1997 年麦当劳美国同店单店年均销售额和同比增速 (开业满 13 个月) .....	11
图 12: 1996-2002 年麦当劳美国传统和卫星门店同店单店年均销售额 (百万美元) 和同比增速 (开业满 13 个月) .....	11
图 13: 美国到店餐饮市场结构: 1993-1998 年快餐份额持续下降 .....	11
图 14: 麦当劳 Arch Deluxe 套餐宣传图 .....	13
图 15: 麦当劳 Made For You 点单和备餐体系 .....	14
图 16: 2001-2008 年麦当劳全球新开店数量 (家) .....	15
图 17: 2001-2008 年麦当劳全球关店数量 (家) .....	15
图 18: 2000-2010 年麦当劳美国净开店数量 .....	16
图 19: 麦当劳 Premium Salads 宣传海报 .....	17
图 20: 2003 年 9 月, “我就喜欢”在德国慕尼黑首发 .....	18
图 21: 麦当劳 2003 年开始大幅削减资本开支 .....	19
图 22: 2003 年之后新开店减少, 资本开支向老店倾斜 .....	19
图 23: 麦当劳 1998-2008 年每股股利和股利支付率 .....	20
图 24: 麦当劳 1998-2008 年销售和一般行政管理费用率 .....	20
图 25: “胜利计划”推出后同店销售增速显著回升 .....	20
图 26: 麦当劳单季度全球同店和美国区同店收入增速 .....	21
图 27: 麦当劳在主要市场同店收入增速 .....	21
图 28: 麦当劳在主要市场自营门店经营利润率 .....	21
图 29: 2003 年麦当劳整体营收增长 11.3%, 表现亮眼 .....	22
图 30: 2003 年开始麦当劳净利润结束了此前数年下滑趋势, 连续 4 年录得增长 .....	22
图 31: 麦当劳整体盈利表现从 2003 年开始持续提升 .....	22
图 32: 麦当劳阶段业绩和股价表现复盘 .....	23
图 33: “胜利计划”推出的十年间麦当劳股价明显跑赢大盘 .....	24
图 34: 1980-2020 年麦当劳和 SP&500 市盈率 (ttm) 对比 .....	24
图 35: 麦当劳 1980-2020 年 EPS (美元/股) .....	24
图 36: 2010-2021 前 11 个月社零餐饮市场规模 (亿元) 和同比增速 .....	25
图 37: 社零餐饮收入和限额以上餐饮收入增速 .....	25

表 1: 90 年代末, 麦当劳加快收购其他连锁餐饮品牌, 扩大品牌矩阵 .....	9
表 2: 胜利计划从 5P 维度制定了提升方向 .....	14
表 3: 90 年代以来麦当劳广告宣传主题 .....	19
表 4: 2021 年下半年以来餐饮龙头关店梳理 .....	26

## 一、餐饮行业：连锁化率提升是长期主线，把握规模增长和经营管理效率的平衡

在年度投资策略报告《社会服务行业2022年投资策略：复苏之路道阻且长，看好兼具韧性和弹性的行业龙头》中，我们提出：在资本参与下龙头公司加快展店，在一定程度上推动行业连锁化率提升，但在需求尚未充分释放、头部连锁餐饮供给增加的环境下，当前行业整体经营压力加大、竞争环境加剧。考虑到目前餐饮上游供应链日趋成熟，各品牌之间人才流动频繁，短视频、小红书等内容平台加快信息传播，细分品类在产品、服务、环境、创新等维度很难做出绝对差异化和壁垒的情况下，品牌势能的形成和维持难度都有所提升。因此我们对餐饮行业商业模式和估值体系的理解也不宜刻舟求剑，而应建立在把握规模增长和经营管理效率动态平衡的基础上。

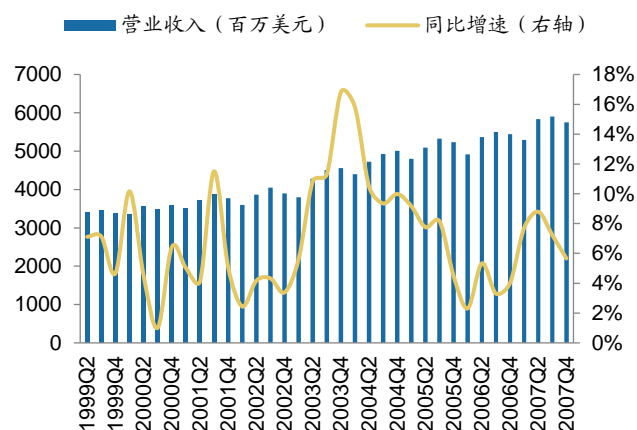
我们认为餐饮行业作为人力密集、产品迭代快、服务属性强的行业，门店规模扩张很难持续带来管理效率和品牌曝光上的规模效应，反而会加大管理难度。复盘海外餐饮龙头发展历史，大多曾在快速发展期后面面临品牌势能下降、管理效率下滑的问题。在这篇报告中，我们通过梳理财报、当时的外媒报道以及时任麦当劳首席市场官的著作《6 Rules For Brand Revitalization》，详细复盘麦当劳在世纪之交面临的困局和背后的原因，以及“胜利计划”是如何帮助这家餐饮巨头走出“至暗时刻”。

## 二、麦当劳：以消费者体验为中心，“胜利计划”成为十年核心战略

### （一）1997-2002：内外交困、增长乏力，品牌迎来严峻挑战

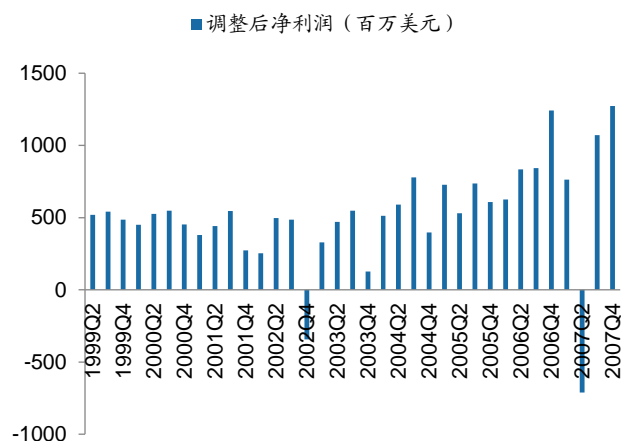
20世纪90年代中后期，麦当劳此前经营和扩张思路积攒的问题开始集中显现。持续数年的消费者口碑下滑、门店层面经营表现持续承压、财务数据下滑和市占率流失，标志着管理层重规模扩张而忽视质量的发展思路全面受阻，加上汉堡王、Wendy's等竞争对手崛起、竞争环境加剧，客流持续下降。而初期公司应对乏力，也直接导致股价和估值持续下跌。公司收入增速和利润率连续多年下滑，2002年Q4，公司首次季度净亏损。品牌迎来历史上最困难的时期。

图1: 麦当劳单季度收入和同比增速



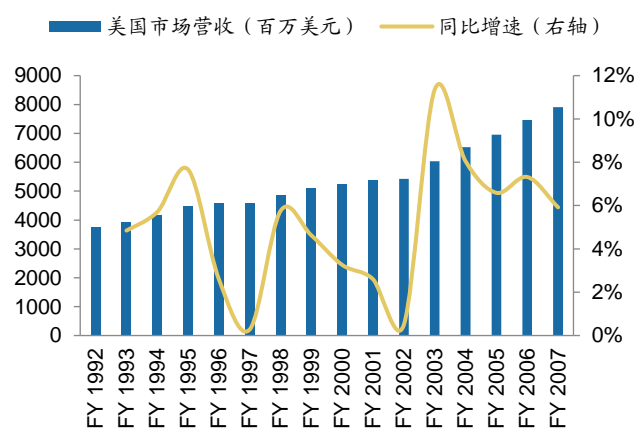
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 麦当劳单季度调整后净利润



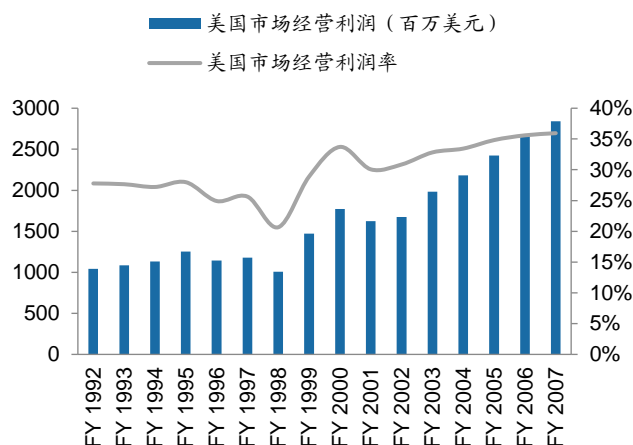
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 麦当劳美国市场年度收入和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

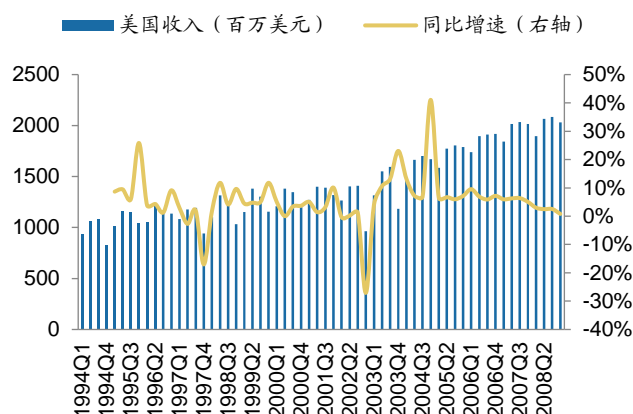
图4: 麦当劳美国市场年度经营利润和经营利润率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

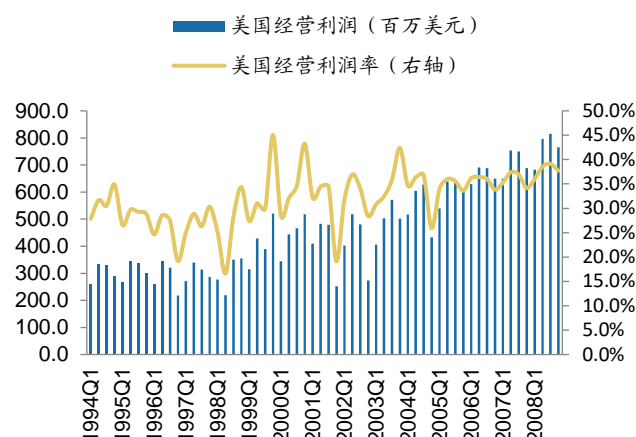


图5：麦当劳美国单季度收入和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：麦当劳美国单季度经营利润和经营利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

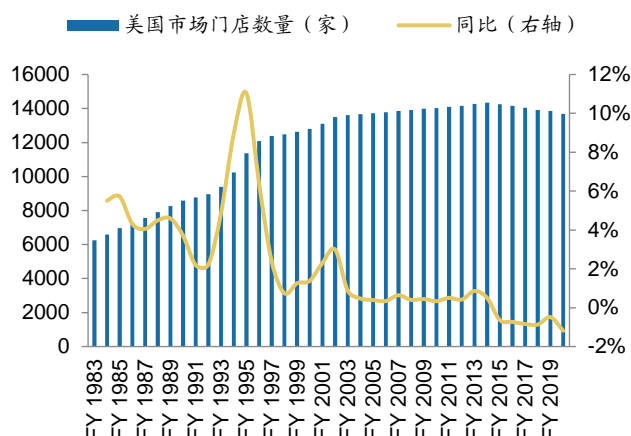
**总结来看，这段时期麦当劳经营和管理层面问题主要体现在：**

**1. 在增长压力下，过分关注和依赖开店、收并购驱动的外生增长。**1993-1996年是80年代以来麦当劳在美国市场门店增速最快的阶段，门店数量同比分别增长4.9%、8.9%、11.0%和6.4%，分别净开店438家、841家、1130家和726家。1998年开始公司逐渐意识到快速开店带来的问题，加上加盟商施加压力，开店速度开始放缓，选择流量更高的优质点位开店，1998年公司开始关闭了部分低客流量的卫星店。但1997-2002年美国市场年度净开店数仍维持在100家以上，1998年起净开店数逐年递增，2000-2002年净开店数分别为175家、292家和392家。

同时，公司开始试图通过收并购的方式拓宽版图，1998年起，先后投资或收购了墨西哥快餐连锁品牌Chipotle、披萨连锁品牌Donatos Pizza、休闲餐厅连锁品牌Boston Market和英国连锁品牌Pret A Manger，将品牌矩阵拓展至披萨、墨西哥餐厅和休闲餐厅等领域。虽然取得不错的资本回报，但与麦当劳主品牌协同效果不佳，2003年起，公司决定聚焦主业，开始逐步剥离和退出此前收购的品牌。

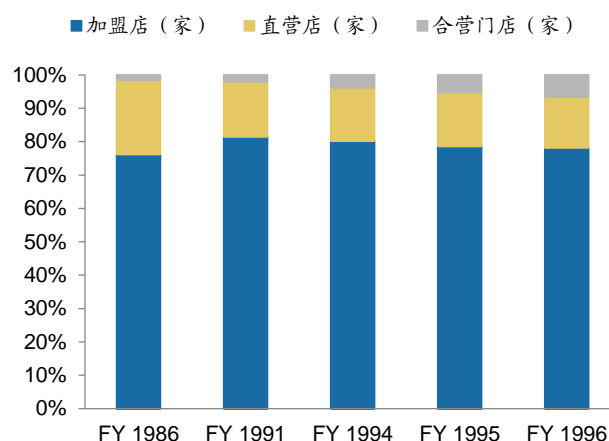


图7：麦当劳美国市场门店数量和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：1986-1996年麦当劳美国市场门店结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

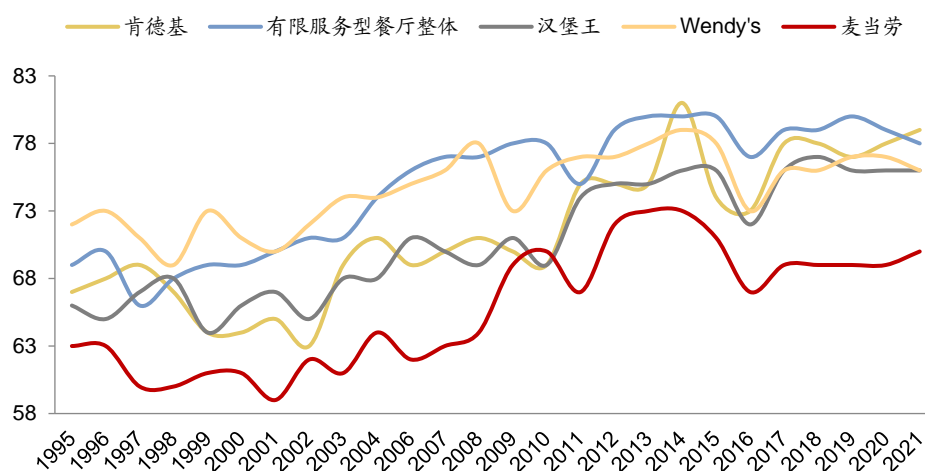
表1：90年代末，麦当劳加快收购其他连锁餐饮品牌，扩大品牌矩阵

	时间	简介
1998-2002: 通过收并购扩大品牌矩阵，包括披萨、墨西哥快餐和休闲餐厅	1998	收购墨西哥快餐连锁品牌 Chipotle 少数股权，并持续加大投资
	1999	全资收购披萨连锁品牌 Donatos Pizza
	2000	全资收购休闲餐厅连锁品牌 Boston Market
	2001	收购英国连锁快餐品牌 Pret A Manger
2003-2009: 全面退出此前投资的其他品牌，聚焦主业	2003	出售 Donatos Pizza 给其原创始人
	2005	出售 Stake in Redbox 部分股权
	2006	Chipotle 上市后麦当劳出售全部股权退出
	2007	宣布出售 Boston Market 全部股权
	2008	出售 Pret A Manger 全部股权
	2009	出售 Stake in Redbox 剩余股权

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**2. 快速开店下餐食、服务、门店卫生标准下降，消费者满意度下滑。**麦当劳多数门店为加盟店，随着开店速度加快，管理半径加大，门店管理难度提升。90年代中期开始，麦当劳口味、门店环境和门店服务质量均出现下降。缺乏有效的监督流程，也让门店员工有所懈怠，服务和卫生标准难以统一执行。导致消费者对麦当劳满意度和口碑持续下滑。根据美国消费者满意度指数，95年开始，麦当劳消费者满意度指数持续下滑，且落后于主要竞争对手，在快餐行业中满意度为倒数第一。

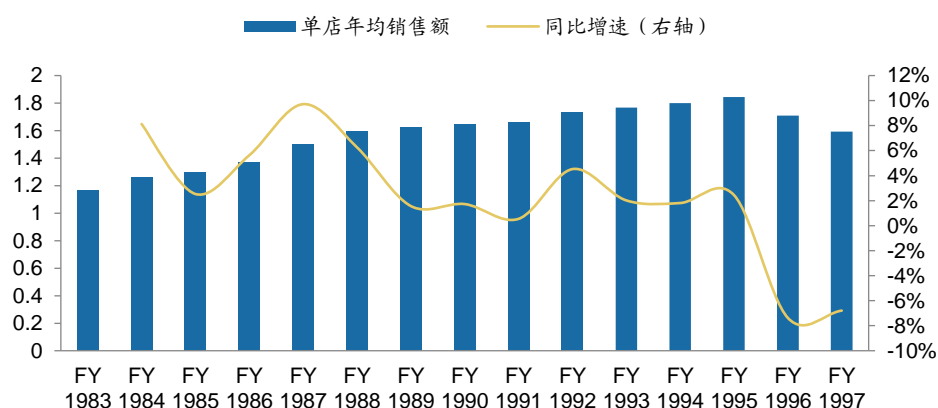
图9：90年代中后期麦当劳消费者满意度持续下降，且大幅落后竞争对手



数据来源：美国消费者满意度指数，广发证券发展研究中心

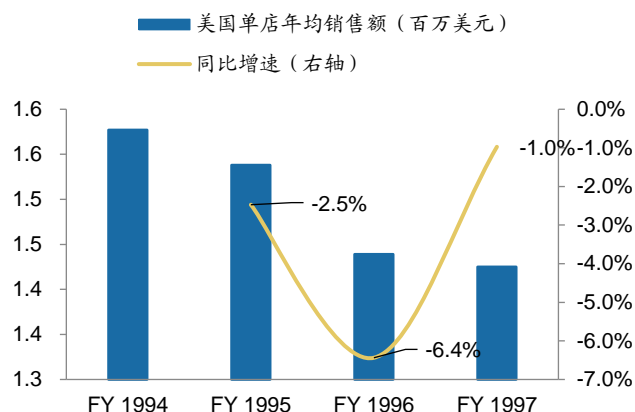
**3. 门店加密导致客流分流，门店销售额和盈利能力下降影响加盟商利益。**快速开店下，单店客流分流明显，叠加更激烈的竞争环境和消费者满意度下降，麦当劳单店模型变差，门店销售额和利润率下降。在当时也遭致加盟商不满。根据公司财报，**1983-1995年麦当劳系统同店收入均保持正增长，但1996年首次出现下滑，同店收入同比下降7.4%，1997年同比下降6.8%；单店利润从90年代初的12万美元/年下降至1996年的9.5万美元/年。其中美国同店销售额从1995年开始连续三年负增长，1995-1998年同比分别下降2.5%、6.4%、1.0%。2001年和2002年，整体同店连续两年下降，美国市场同店也增长乏力。2000年左右，麦当劳加盟商反映每新开一家门店，周边门店销售额会下降6%-20%。**

图10：1983-1997年麦当劳整体同店年均销售额（百万美元）和同比增速



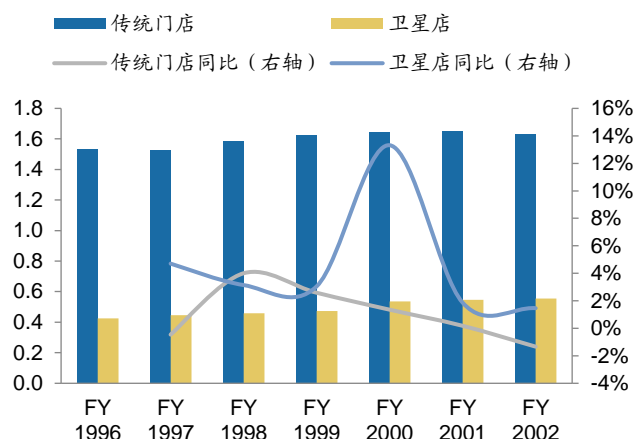
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11: 1994-1997年麦当劳美国同店单店年均销售额和同比增速（开业满13个月）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

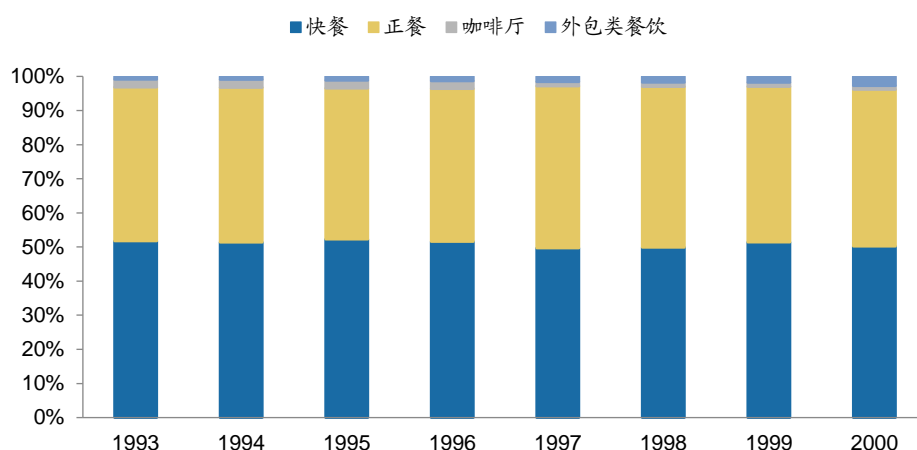
图12: 1996-2002年麦当劳美国传统和卫星门店同店单店年均销售额（百万美元）和同比增速（开业满13个月）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**4. 竞争对手快速崛起，竞争环境加剧。**这个时期麦当劳外部竞争环境变得更为激烈。从餐饮大盘来看，此前快速增长的快餐市场增长开始放缓，休闲餐厅开始受到消费者喜爱。从销售额占比来看，美国快餐销售额占整体餐饮销售收入比重从1993年的52%下降至1998年的50%，正餐和休闲餐厅从45%上升至47%。直接竞争对手汉堡王、Wendy's的快速增长和间接竞争对手超市（当时越来越多的超市和食品商店开始提供外带菜单）、连锁披萨和提供平价工作日套餐的中档餐厅、休闲餐厅等都对麦当劳的消费群体产生分流。

图13: 美国到店餐饮市场结构：1993-1998年快餐份额持续下降



数据来源：ERS, USDA, Food Markets Branch，广发证券发展研究中心

**5. 过分关注自身“快餐”定位和成本控制，新品缺乏亮点，消费者失去新鲜感。**整个90年代，麦当劳都缺乏重量级成功新品，一系列上新尝试和营销活动市场反应不

佳。公司过度关注成本控制，很多门店环境老旧过时也并未翻新，忽视当时逐渐兴起的健康饮食风潮，都导致麦当劳对消费者吸引力持续下降，只能通过加大折扣力度的方式维持客流，在这样的恶性循环下品牌价值降低、“快餐”属性越来越强。

**6. 员工满意度下降。**较低的工资水平、繁琐的日常工作、晋升缓慢让员工幸福感持续下降，在麦当劳工作一度成为低性价比工作的代名词。员工工作没有温度，只有冷冰冰的规章制度。从韦氏词典收录了“McJob”一词，指“没有前途的廉价工作”，可见一斑。

90年代末公司进行了一系列尝试试图扭转颓势，包括推出新品、降价、推出新的营销活动 and 引入新的概念诸如“McDonald's with a Dinner Inside”（包含正餐的门店模型）、“3合1门店”（包括正餐、烘焙、冰淇淋店的门店模型）。但整体来看收效不佳，反而进一步加剧了经营困境，更多的加盟商开始表达不满。时任高管将经营颓势大部分归咎于失败的市场营销，而忽视了问题的内核所在。

**1. 推新品&拓客群：**新品研发难以延续80年代的成功，尝试拓展成年客群但效果不佳。公司将部分原因归咎于麦当劳对成年消费者缺乏吸引力，此前，麦当劳产品和营销重心侧重儿童（包括开心乐园餐、店内游乐区域、随餐食附赠的玩具等）。1996年5月，为拓展成年人客群，麦当劳推出“Arch Deluxe”套餐，定价2.09美元-2.49美元。公司视其为重磅新品，在营销推广该产品上累计花费超过2亿美元。但广告投放效果不佳、昂贵的定价、高卡路里和对加盟商来说高投入、低ROI（需要采购不同的酱料、面饼和生菜制作）导致其市场反馈遭遇滑铁卢，并于2000年退出市场。此外，McLean Deluxe、McPizza和McPasta等多款新品消费者反馈也不佳，新品研发难以延续80年代麦乐鸡、麦当劳早餐系列的成功。

图14: 麦当劳Arch Deluxe套餐宣传图



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

**2. 营销活动:** 开心乐园餐赠送的玩具系列大获成功, 但进一步弱化了餐品本身的存在感。1997年, 麦当劳开心乐园餐推出附赠的“Teenie Beanies”玩偶系列, 起初大获成功。但产生了喧宾夺主的效果, 甚至在一定程度上餐食被视作玩具的附属, 餐品本身的吸引力被进一步弱化。

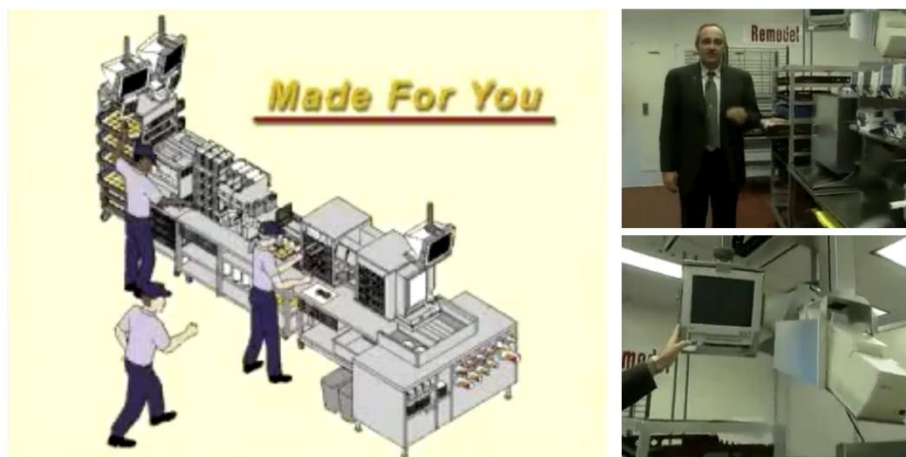
**3. 降价:** 促销活动“Campaign 55”全面失败。1997年麦当劳推出“Campaign 55”, 历时长达一年, 每个月推出一款促销单品, 仅需55美分(从明星单品巨无霸开始, 当时巨无霸汉堡定价1.99美元)。对消费者来讲, Campaign 55对原有的套餐定价体系带来破坏, 消费者对麦当劳价格感到困惑。如此大幅的折扣既伤害消费者对产品的价值认知, 吸引来的客群也缺乏品牌忠诚度。而加盟商对如此大幅折扣也表达不满, 折扣对同店表现没有明显提振, 同时伤害了盈利表现。

**4. “为你定制”系统导致出餐变慢、加盟商成本增加。**1998年3月, 麦当劳在美国推出“Made-For-You”系统, 根据麦当劳高管采访, 公司计划每周推进200-250家门店的改造更新, 至1999年, 公司基本完成在美国和加拿大的系统升级, 全方位改变了餐厅原有的点单和备餐逻辑。此前麦当劳的餐食都是预先制作完成, MFY将点单POS系统连接到后厨。顾客可以根据自己定制化需求生成订单, 厨房据此完成制作和出餐。理论上该系统的推出会减少食物耗损, 同时为消费者提供更定制化的选择和更新鲜出炉的食物。但顾客点单后的等待时间显著拉长, 公司要求出餐时间为90秒之内, 但实际操作中特别是高峰期很难实现。同时对公司和加盟商带来一定负担, MFY系统要求升级烤箱和电脑点单系统, 根据芝加哥论坛报报道, 业界估算改造费用在1.1万美元-6万美元之间, 公司称平均改造成本不超过2.5万美元, 对每家门店提



供最高1.25万美元的补贴。1998-1999年，MFY系统改造分别花费公司1.62亿美元和1900万美元。

图15: 麦当劳Made For You点单和备餐体系



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## （二）2003-2008：推出“胜利计划”，多维度变革带动品牌重生

2003年1月，公司推出“胜利计划（Plan to Win）”。明显放缓开店节奏，将经营重点放在单店客流的增长，致力于提升消费者体验的五个维度（5P：消费者和员工 people、产品 product、场所 place、价格 price、促销 promotion）。我们也从管理、产品、服务、门店环境、市场营销等几个维度来解读“胜利计划”为麦当劳带来的关键性改变。

表2: 胜利计划从5P维度制定了提升方向

衡量维度	主要关注
消费者和员工 people	出餐和服务响应速度、服务友好度、客户投诉
产品 product	食物是否新鲜出炉
场所 place	门店清洁卫生重要性大幅提升
价格 price	产品价值感提升、门店层面盈利表现
促销 promotion	品牌认知提升

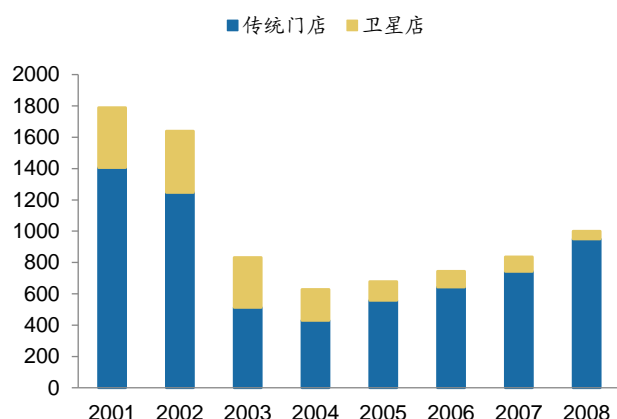
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**1. 管理层大变动，内外结合启用合适人选推行改革：**2002年底，上任后表现不佳的前任CEO Jack Greenberg离职。2003年1月，Jim Cantalupo接任CEO，随即启用了Charlie Bell担任公司COO。Jim Cantalupo加入公司近30年，担任麦当劳国际CEO期内成功开拓了俄罗斯、中国和东欧的市场。Charlie Bell从15岁开始在麦当劳工作，

19岁成为澳大利亚最年轻的麦当劳店长，此前任麦当劳欧洲区CEO。两人均在公司任职多年，熟悉企业文化和当前所遭遇的困境。两人上任后共同推动了“胜利计划”，开始大刀阔斧的改革措施。此外，公司也从外部引进了新的HR部门负责人和市场营销负责人，内外结合，核心高管从公司内部寻找合适人选，也引入外部新鲜血液带来新的活力。（Jim Cantalupo在2004年4月突然离世，Charlie Bell继任CEO后半年确诊癌症，但继任CEO Jim Skinner依然坚持了两人所推行的“胜利计划”的战略思路，确保了公司战略的延续性。）

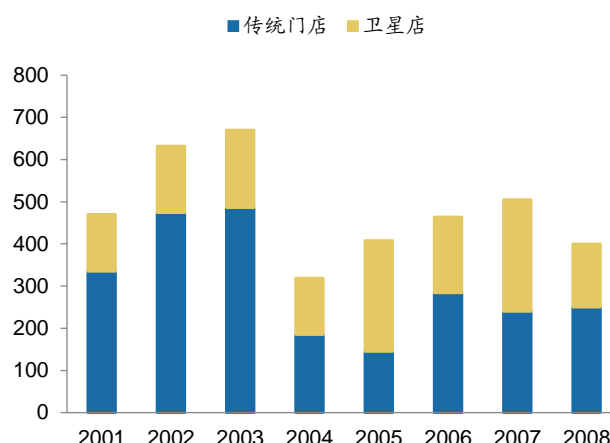
**2. 新开门店明显放缓，专注现有店效增长。**2003年，新任CEO Jim Cantalupo将原1300家门店的开店计划下调至约600家，并加快关闭表现不佳门店。2003年公司整体净开店仅21家，新开传统门店513家（2000-2002年分别新开1606家、1406家、1247家），新开卫星店319家。关店较2002年进一步提升，传统门店和卫星店分别关闭486家和184家。美国门店增速由此前的3%以上下降到不超过1%（2003-2007年分别为0.9%、0.5%、0.4%、0.3%、0.6%）。门店外延扩张放缓，开始专注于现有门店店效提升。

图16: 2001-2008年麦当劳全球新开店数量（家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

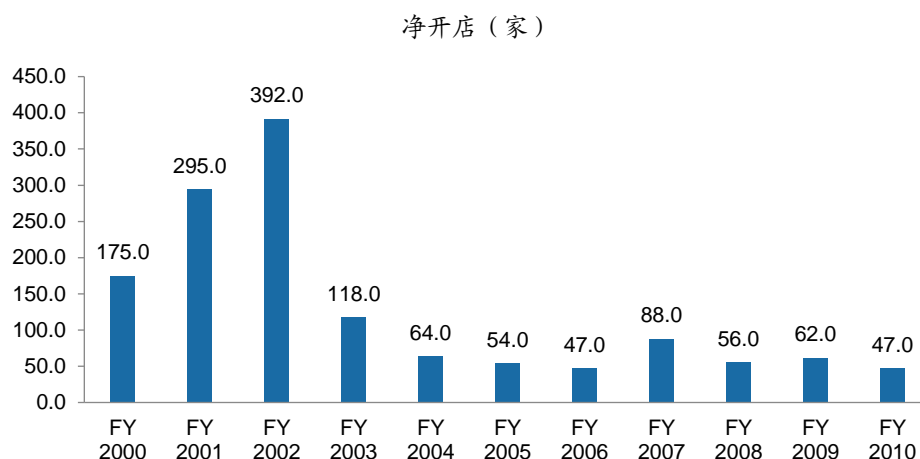
图17: 2001-2008年麦当劳全球关店数量（家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



图18: 2000-2010年麦当劳美国净开店数量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

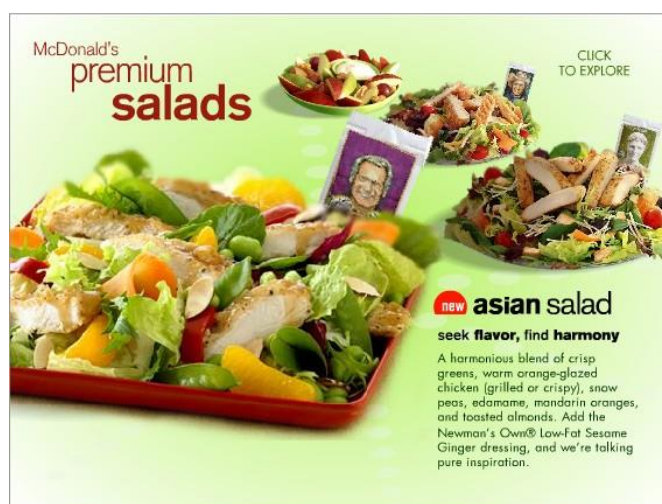
**3. 改革员工培训方案，提振员工士气：**“胜利计划”首要任务之一就是改善工作体验，重振内部士气。公司引入来自卡夫食品的Rich Floersch掌管HR部门，他提出了让员工“Learnin’it, Livin’it, Lovin’it”的一线员工体验提升方案。在他任下麦当劳员工培训体系得到很大优化和提升，汉堡大学加强了对服务质量的培训和课后考核。并面向全球推出远程线上课程，到课率较此前增加了40%。公司希望通过更完善的培训让员工掌握更多技能，也能够帮助门店员工在工作中得到自我提升，从而增加自豪感。同时公司将门店店长视作提升基层员工体验的重要一环。2004年，麦当劳在悉尼第一次举办店长大会，超过37个国家的门店店长参会。

**产品革新、服务优化、店面改造带来的到店综合体验提升是关键。公司开始正视自身的问题，即产品在目标客群中吸引力下降、服务质量下滑是麦当劳困局的核心所在。并开始着力提升产品创新和门店服务。**

**4. 产品方面：开始进行一系列的口味提升和产品创新。**包括（1）原材料升级，开始用更好的面包和酱料；（2）增加新的设备，改善制作和出餐流程提升汉堡口味；（3）提升咖啡的品质。同时，开始丰富菜单，来应对快速变化的消费者需求。公司元老级人物Fred Turner和麦当劳美国CEO的Mike Roberts（2004年接任公司COO）主导了一系列新品研发，并对产品开发流程进行改革，更加用户需求导向，新品成功率明显提升。

2003年初，麦当劳推出标志性沙拉新品Premium Salads，开始让公众意识到麦当劳的积极改变。沙拉的主要目标客群是年轻妈妈，此前很多家长到店后仅仅会帮孩子点餐，沙拉、酸奶、苹果片和矿泉水的推出让她们也能在麦当劳找到合适的选择，于是沙拉的推出效果立竿见影。

图19：麦当劳Premium Salads宣传海报



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2004年，Charlie Bell开始推动麦咖啡加速布局。麦咖啡的推出改变了饮品作为食物附庸的地位，麦当劳开始致力于向消费者传达自己同时也是优质的饮品门店的品牌定位。麦当劳认为独立的咖啡区域才能带来优质的咖啡体验，所以在门店设计中开始将传统用餐区域和麦咖啡进行分割。

此外，煎松饼（McGriddles）、鸡肉卷、酸奶等新品都取得了不错的效果。当时对儿童肥胖的讨论和质疑在美国社会蔓延，麦当劳改变开心乐园餐的组合，在此前的汽水的基础上增加了脱脂牛奶、矿泉水、果汁等更加健康的选择，也增加了苹果片、去籽葡萄等作为薯条的替代。麦乐鸡块开始采用更优质的白羽鸡。整体来看，一系列成功新品和新的产品理念更切合当时消费者需求和时代风潮，也传达出麦当劳正在积极改变的形象，门店客流和销售开始逐渐回暖。

**5. 门店管理和服务方面：营业时间延长，引入“神秘访客”制度，形成对门店服务标准的有效监督机制。**2003年开始，麦当劳延长了营业时间。并开始执行门店表现提升计划（ROIP），从12个指标衡量门店经营情况，帮助店长找出门店短板、提供相应培训以提升经营表现，对表现优异的门店增加激励。包括引入“神秘访客”制度和顾客满意度调查机制。神秘访客会对门店表现定期评估。加上培训环节对服务质量要求提升、员工满意度上升，门店整体服务体验逐渐改善。

**6. 门店环境方面：进行大规模的现代化门店设计升级。**80年代初，麦当劳门店经历了一次大的改造升级，增加了儿童娱乐区域。此后30年麦当劳门店设计没有大的改变，设计理念、外观、分区已经和当下消费需求和潮流有较大差异。2004年，公司开始着手寻找门店设计升级方案。2006年宣布开始推进门店翻新的“永远年轻”计划（2006年计划翻新2500家）。新的设计思路更加现代、简洁，同时保留了标志性的金色拱门。店内用餐区域被分为家庭用餐、外带（有一人食座位）、休闲区域（类似星巴克第三空间），三个区域可以播放不同风格的音乐。整体来看新的门店设计更为明亮、简洁、有活力。公司放弃了此前坚持所有门店必须统一的外观设计，门店设计融入周围社区环境。门店功能也针对所在社区不同需求进行改变。如部分门店有露台、两个得来速通道、可以下载音乐和电影的小亭。此外，Charlie Bell强调

麦当劳必须再次成为“整洁之王”，加强了对门店卫生环境标准的监督。

**7. “我就喜欢”的背后：品牌营销思路的转变。**此前一个时期在客流下滑情况下麦当劳通过加大促销力度的方式刺激销售，但久而久之给消费者带来了廉价、低端的印象，持续的大力度折扣对品牌力有所伤害。“胜利计划”推出后，麦当劳大幅减少了打折促销和相关宣传，营销活动的重点从每月促销款产品转移到持续的整体品牌宣传。2003年“I'm lovin' it”成为麦当劳首次全球统一的广告和品牌宣言。“I'm lovin' it（我就喜欢）”打破了国家与文化界限，以年轻人的口吻道出了全球同步的新生活、新态度，让麦当劳与全球的消费者，特别是年轻人，一起享受“简单、轻松的用餐体验”（麦当劳官网）。公司通过各种媒介大举植入宣传新口号，包括奥运会、世界杯赞助和广告植入，贾斯汀·汀布莱克等歌星推出的各语种同名曲、和索尼、MTV、ESPN的合作等等，传达出更为年轻、积极的品牌形象。根据麦当劳50周年官方年鉴，1960-2002年之间，麦当劳用了21个不同的宣传标语，缺乏持续性，消费者对这些更换频繁的口号毫无印象，“我就喜欢”推出后沿用至今，成为麦当劳的标志之一。此外，统一的新包装设计、全新设计和加大媒体曝光的麦当劳叔叔，也都在营销上对麦当劳焕新形象有所助力。

图20：2003年9月，“我就喜欢”在德国慕尼黑首发



数据来源：麦当劳中国官网，广发证券发展研究中心

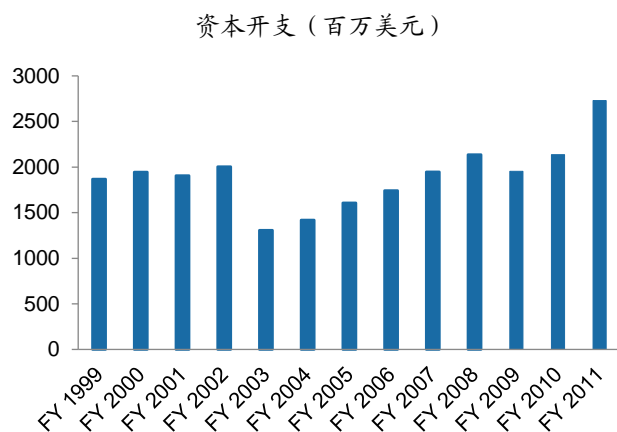
表3: 90年代以来麦当劳广告宣传主题

广告宣传主题	
1990	Food, Folks, and Fun
1992	What You Want Is What You Get at McDonald's Today
1995	Have You Had Your Break Today?
1997	My McDonald's
1998	Did Somebody Say McDonald's?
2000	We Love to See You Smile
2002	Smile
2003	I'm lovin' it

数据来源: McDonald's @50, anniversary book, 广发证券发展研究中心

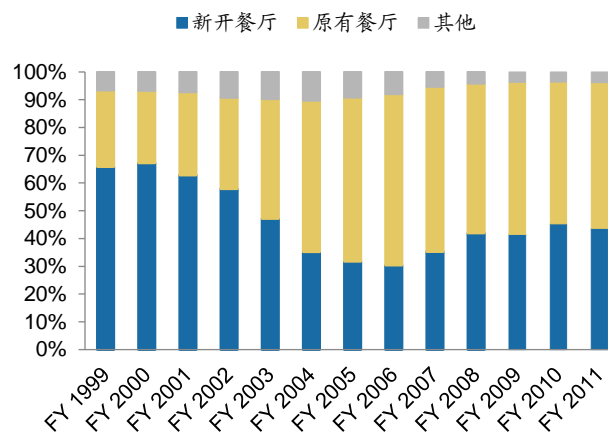
**8. 财务方面: 严控费用, 降低资本开支, 派息和回购增加。2003年开始, 公司资本开支明显下降。2003年资本开支为13.07亿美元, 同比下降34.8%。同时资本开支结构也进一步向老店倾斜, 2002年之前新店资本开支占整体资本开支的60%以上, 到2006年, 新店和老店资本开支分别占整体的30.4%和61.7%。销售和行政管理费用率2003年和2004年也连续两年下降。2003年每股股利同比增长66.7%, 股利支付率为33.7%, 同比提升3pct。**

图21: 麦当劳2003年开始大幅削减资本开支



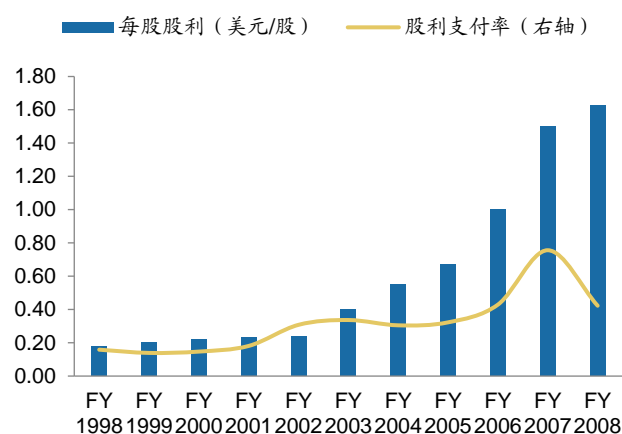
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图22: 2003年之后新开店减少, 资本开支向老店倾斜



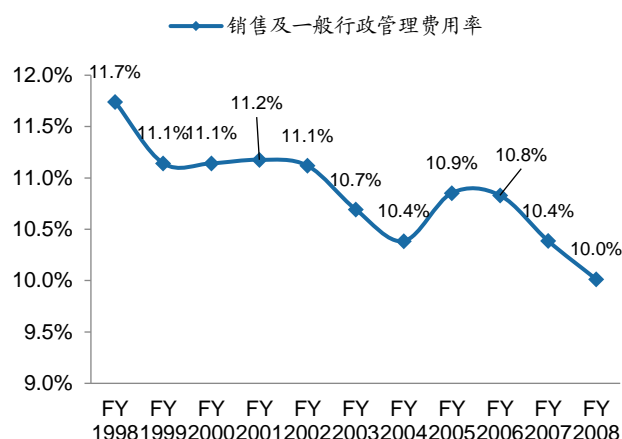
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图23: 麦当劳1998-2008年每股股利和股利支付率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

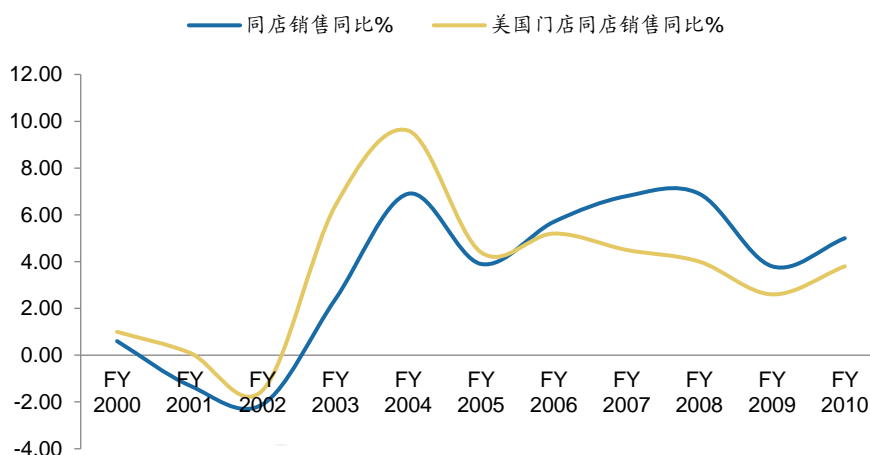
图24: 麦当劳1998-2008年销售和一般行政管理费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从结果来看, “胜利计划”在2003年推出当年即起到立竿见影的效果, 并通过随后数年持续的努力, 扭转了此前品牌的颓势。2003年整体同店增长2.4% (2002年下降2.1%), 美国同店增6.4% (2002年下降1.5%), 创1987年以来同店增速新高。欧洲、亚太、中东非洲等其他市场同店指标也逐渐恢复。根据公司财报, 到2005年12月, 连续32个月整体同店正增长。从利润率来看, 1998-2002年各主要市场门店层面利润率均出现不同程度下滑, 2003年后开始触底回升。2002年美国直营店利润率下降到16.0%, 2003年同比提升1.7pct, 到2004年后稳定在18%-19%左右。亚太、中东和非洲区直营店利润率从2003年的9.9%逐渐提升至2008年的15.9%。欧洲区利润率2005年为14.9%, 从2005年开始逐步回升, 2008年提升至18.0%。整体直营店利润率从2002年的14.4%提升至2007、2008年的17.3%和17.6%。从收入利润来看, 2003年麦当劳整体营收增长11.3%, 表现亮眼; 净利润结束了此前数年下滑趋势, 连续4年录得增长; 同时公司整体盈利表现也从2003年开始持续提升。

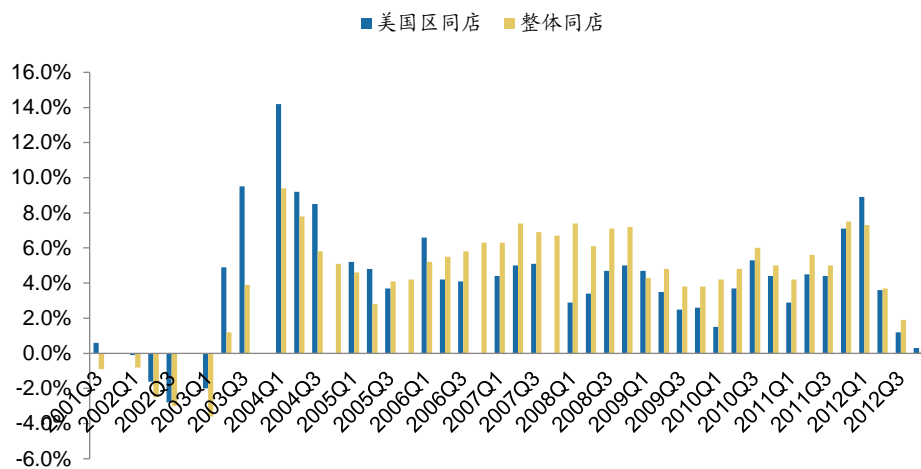
图25: “胜利计划”推出后同店销售增速显著回升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

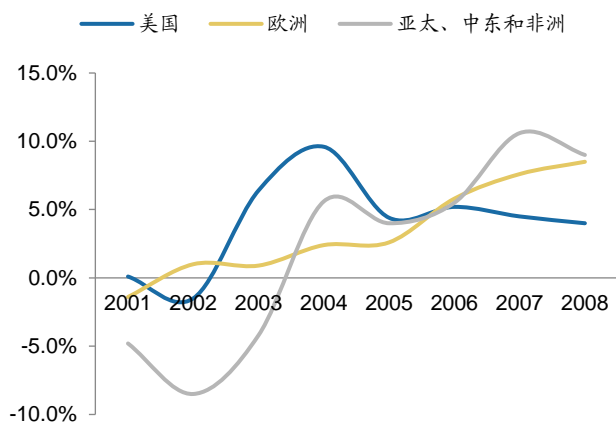


图26: 麦当劳单季度全球同店和美国区同店收入增速



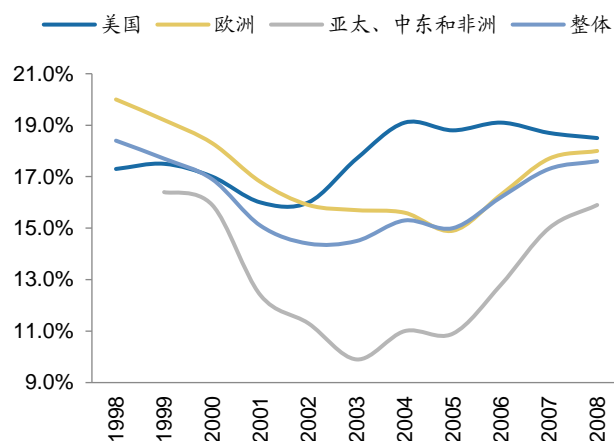
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图27: 麦当劳在主要市场同店收入增速



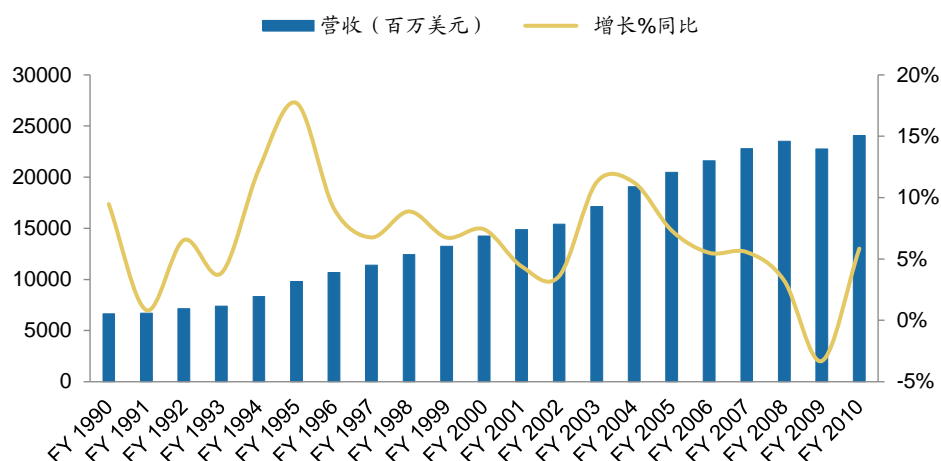
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 麦当劳在主要市场自营门店经营利润率



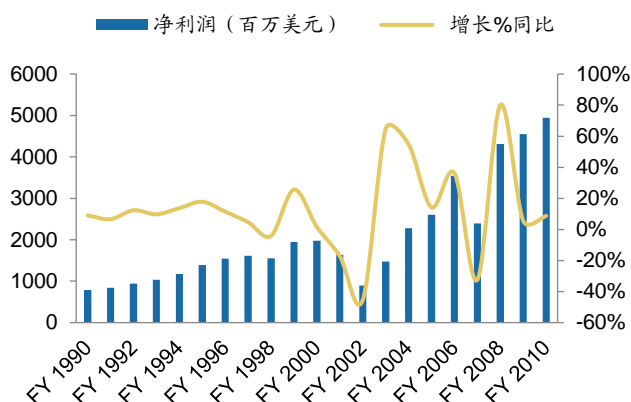
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29：2003年麦当劳整体营收增长11.3%，表现亮眼



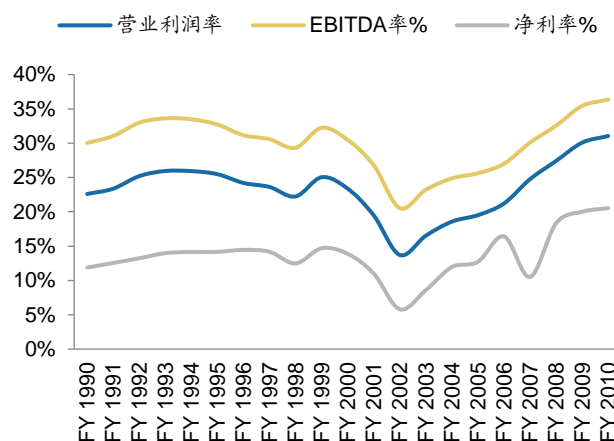
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图30：2003年开始麦当劳净利润结束了此前数年下滑趋势，连续4年录得增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图31：麦当劳整体盈利表现从2003年开始持续提升



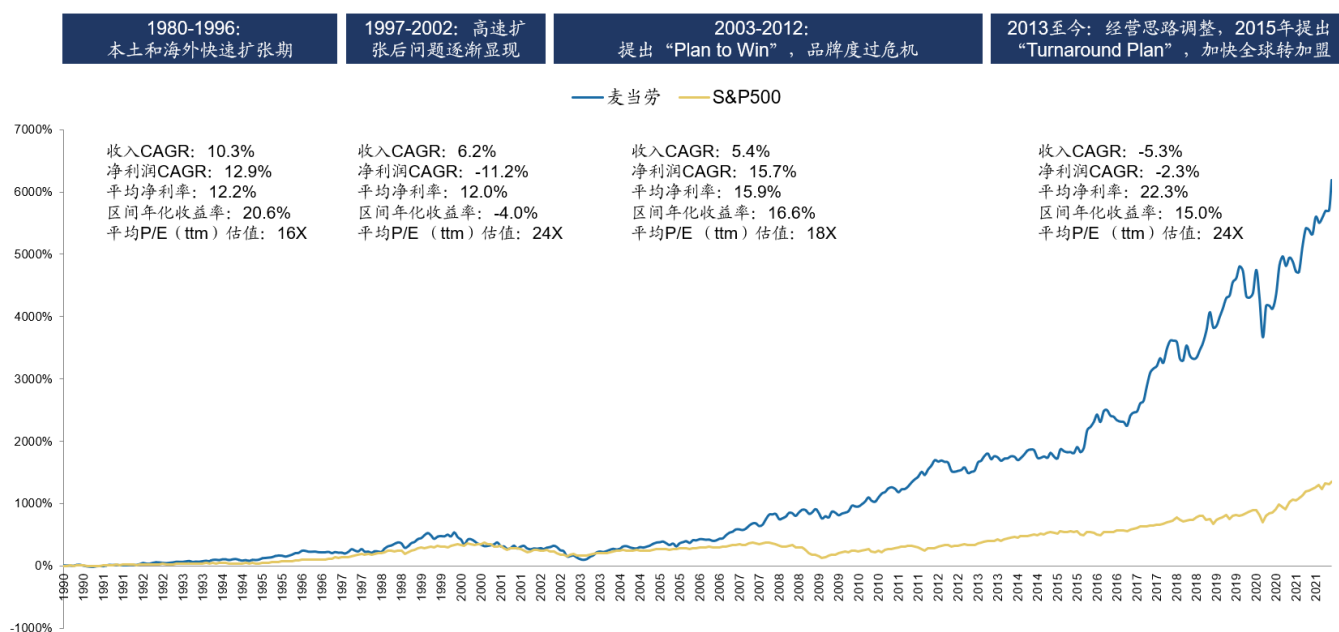
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、股价和估值表现复盘：21 世纪以来估值水平稳定，EPS 是股价核心驱动

复盘麦当劳股价和估值表现来看，1980年以来公司P/E（ttm）估值中枢在15X-25X左右，P/E趋势和S&P500高度相关。1980-1998年股价由估值抬升和盈利增长共同驱动，2000年后估值稳定，股价核心驱动因素是EPS。



图32：麦当劳阶段业绩和股价表现复盘



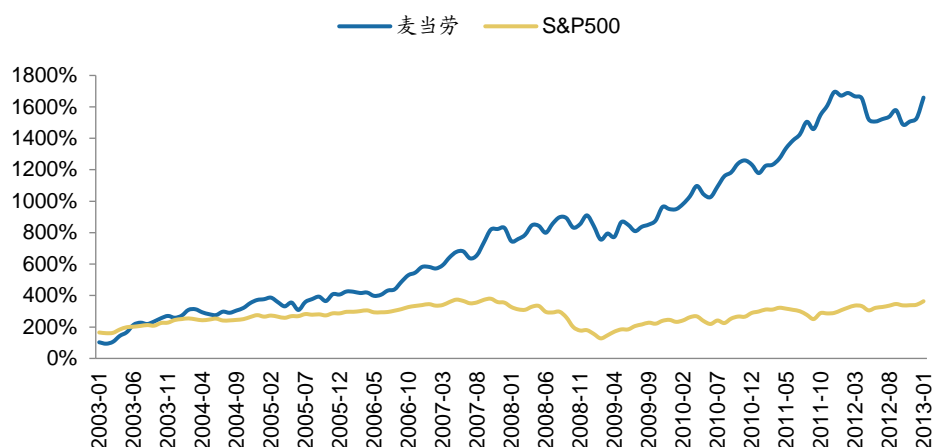
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

**1980-1996年：**公司快速增长期，本土和海外门店加速扩张，叠加美股整体表现强势，EPS和估值共同驱动股价上涨。这一阶段是麦当劳本土和全球快速扩张期，门店数量从1980年的6200家增长到1996年的超过2万家，收入体量从1980年的22亿美元增长到1996年突破百亿美元。1980-1996年麦当劳收入CAGR为10.3%，净利润CAGR为12.9%，平均净利率为12.2%。估值中枢从80年代初的10X左右抬升到20X左右。区间年化收益率为20.6%，区间股价涨幅达到2329%。

**1997-2002年：**快速扩张后的问题集中显现，2000年后估值和EPS同步回落。麦当劳在这个阶段进入增长瓶颈，众多经营和管理层面问题开始逐渐暴露，竞争环境也在加剧。2000年后公司收入增速放缓，利润率下行，加上美股整体表现不佳，P/E (ttm) 估值中枢下降到18X左右，也低于标普整体P/E估值。1997-2002年麦当劳收入CAGR为6.2%，净利润CAGR为-11.2%，平均净利率为12.0%。区间年化收益率为-4.0%，区间股价最大跌幅达到75%。

**2003年后：**胜利计划的成功让品牌重获新生，估值相对稳定，业绩表现大幅好转。2003年Q1推出的“胜利计划”在当年起到立竿见影的效果，并在随后10年成为公司发展的核心纲领，带动经营业绩表现以及利润率回升。2003Q1美国和整体同店分别下降2.0%和3.6%，推出胜利计划后，Q2美国和整体同店分别增长4.9%和1.2%，Q3分别增长9.5%和3.9%，直营门店利润率也从Q1的14.5%提升到Q3的18.6%。股价也迅速在Q2开始反映，从年内低点最高涨幅达到126%。2003-2012年麦当劳收入CAGR为5.4%；净利润CAGR为15.7%，较此前一个阶段明显提升，平均净利率为15.9%。平均P/E依然在18X左右，区间年化收益率为16.6%。

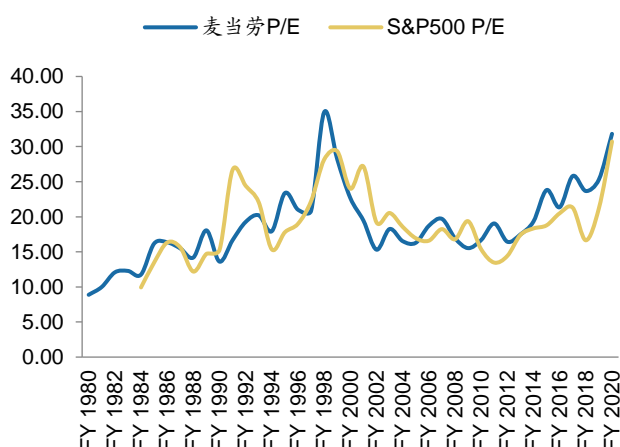
图33: “胜利计划”推出的十年间麦当劳股价明显跑赢大盘



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

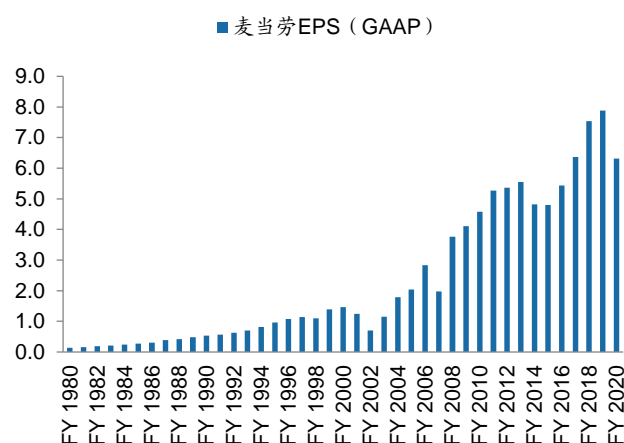
**2015年后: “Turnaround Plan”推出带来经营思路调整, 转加盟战略下利润率上升推动EPS增长。**2013年-2015年股价表现相对平稳。2015年随着“Turnaround Plan”的推出, 重新聚焦经营效率提升、全球推进门店转加盟、数字化和外卖战略带来利润率持续提升, 推动EPS增长。2013-2020年收入CAGR为-5.3%, 净利润CAGR为-2.3%; 平均净利率为22.3%, 18-19年净利率接近30%, 加盟比例提升带动利润率较前一个阶段明显提升。平均P/E在24X左右, 区间年化收益率为15.0%。

图34: 1980-2020年麦当劳和SP&500市盈率 (ttm) 对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: 麦当劳1980-2020年EPS (美元/股)



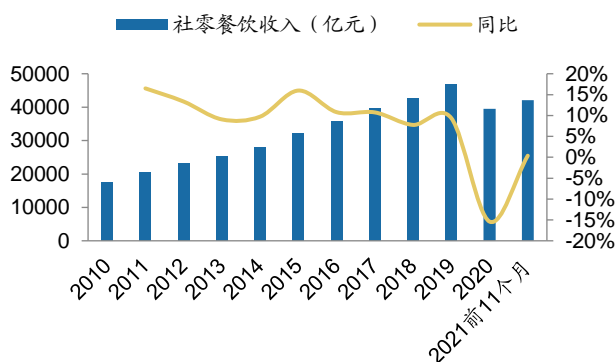
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 四、以古鉴今：餐饮需求弹性有待释放，关注基本面的边际变化和长期竞争力

整体来看，麦当劳在世纪之交的困局和破局之道对今天的连锁餐企经营和投资仍有借鉴意义。在增长压力下，餐饮企业多选择在品牌势能优势期加速扩张。但管理半径扩大、管理难度增加，门店增加带来客流分流，竞争对手增加、消费者新鲜感和品牌忠诚度下降的情况也屡见不鲜。麦当劳在90年代末经历了类似的困局，起初公司应对不善，加上宏观经济环境，导致2000年开始经营和业绩表现持续承压。2003年更换管理层和随后推出的“胜利计划”帮助品牌扭转颓势。麦当劳品牌开店放缓、此前并入的其他品牌剥离，专注现有门店经营表现提升。以改善员工和消费者体验为核心的产品创新、服务提升、门店环境翻新、市场营销、员工培训&考核激励机制共同帮助公司重新步入正轨。而此前积累的供应链、门店网络、管理体系、顾客认知度等品牌“核心资产”仍具备长期价值。

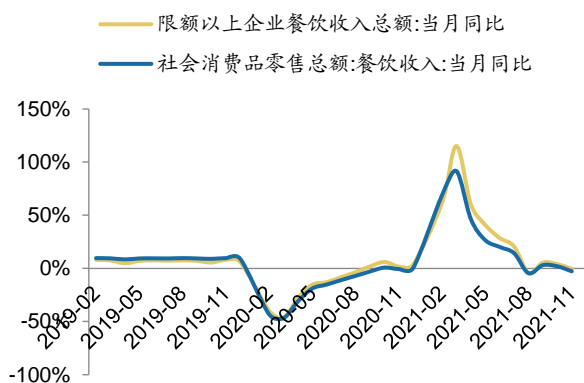
今年下半年以来餐饮大盘受疫情影响恢复疲软。社零餐饮收入9、10、11月同比分别增长3.1%、2.0%和下降2.7%，限额以上餐企收入同比分别增长5.5%、4.0%和下降0.3%。预计Q4整体在防疫要求下餐饮堂食恢复仍将乏力。龙头餐企经营表现均受到疫情反复冲击，特别是在去年加速展店后，门店客流面临分流压力，翻台和同店表现仍尚未恢复疫情前同期水平。

图36：2010-2021前11个月社零餐饮市场规模（亿元）和同比增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图37：社零餐饮收入和限额以上餐饮收入增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

**海底捞：**7月下旬以来受疫情冲击较大，8月下旬开始逐步恢复，预计9月以来整体和同店翻台恢复到去年同期的90%左右，10月环比9月预计略有提升，但11月依然承压。

**太二：**Q1恢复势头良好，但6月以来的广深疫情、南京疫情等对品牌恢复也造成不同程度冲击，8、9月预计同店恢复至19年同期的近90%，10月在十一客流回暖刺激

下，同店恢复预计超过19年同期90%。11月在疫情冲击下，同店表现下滑，预计恢复到19年同期82%左右。

**怂火锅：**广州门店开业后延续较好表现，上海9月底3家新店齐开。预计11月上海门店表现在疫情影响下较10月环比仍有提升。

**海伦司：**今年以来经营韧性较好。预计公司10月同店日均销售与20年同期基本持平，11月在疫情和去年同期高基数情况下同店略有下滑至20年同期80%左右。

**奈雪的茶：**11月在热饮新品推动和营销活动助力下，同店销售较10月逆势上升。

**肯德基：**Q3同店销售额同比下降8%，同比19年来看，Q3同店下降13%，疫情影响下环比持续回落（Q1、Q2分别为-6%、-7%）。整体客流量同比19年同期下降18%，由于外卖占比提升，客单价同比19年同期增长6%。**必胜客：**Q3同店同比下降5%，同比19年下降11%，客流量同比19年同期下降1%，客单价同比19年下降10%，主要是外带占比提升所致。

**星巴克：**Q3同店同比下降7%，剔除去年同期补贴影响后下降3%（2年平均下降10%），剔除去年同期补贴和有本土确诊病例的城市和交通枢纽及旅游景点门店影响外，同店仍录得正增长。量价拆分来看，同店客流量同比下降2%，客单价同比下降5%。

表4：2021年下半年以来餐饮龙头关店梳理

品牌	公告时间	关店计划
呷哺呷哺	2021年8月	关闭200家存在严重选址错误的亏损门店，in xiabu xiabu 品牌退出市场。下半年的开发新址点位重新梳理，调整开店节奏，只进驻优质项目。
海底捞	2021年11月	公司决定在2021年底前逐步关停300家左右客流量相对较低和经营业绩不如预期的门店（部分门店暂时休整、择机重开，休整周期不超过2年）。公司不会裁员。 推出啄木鸟计划旨在改善经营表现。包括收缩集团业务扩张计划，若门店平均翻台率低于4次/天，原则上不会规模化开设新的海底捞门店。
茶颜悦色	2021年11月	茶颜悦色宣布在长沙临时关闭78家门店，主要位于五一广场和其他布局较密集的门店。21年以来先后进行三次集中临时关店（年初就地过年、7月底疫情反复、11月）。

数据来源：海底捞业务更新自愿公告（2021/11/05），茶颜悦色官方微博，36氪，光明日报，广发证券发展研究中心

今年下半年以来海底捞、呷哺呷哺、茶颜悦色等众多品牌先后宣布部分门店关店或暂停营业。疫情反复、商场堂食客流下降对餐饮行业带来较大冲击。餐饮板块整体有较大回调。市场对餐饮板块估值体系、市场空间的理解都在发生变化。但对餐饮行业商业模式、投资价值也无需过度悲观。随着免疫屏障完善以及各地防疫能力提升，中长期来看复苏趋势向好。我们认为在当前时点，板块优质公司估值逐渐具备吸引力。建议持续跟踪龙头经营和开店表现，把握品牌势能向上、门店模型优秀、管理能力和供应链突出的行业龙头。重点关注九毛九（H股）、海伦司（H股）、海底捞（H股）、百胜中国（美股&H股）、奈雪的茶（H股）等。

## 五、风险提示

疫情发展存在不确定性，影响堂食恢复；  
新餐厅拓展不及预期；  
行业竞争加剧，租金、人力成本上涨风险；  
食品安全风险。

## 广发社会服务行业研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
张 雨 露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。  
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。  
高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。



本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。