

買入

2008年9月3日

最大的中式餐飲連鎖品牌

- **小肥羊是最大的中式餐飲連鎖品牌**：07年小肥羊品牌的銷售額可望達 28.9 億元人民幣。定位羊肉火鍋專家，湯底口味獨特，小肥羊品牌及味道均為全國知名。
- **實現標準化的中式餐飲模式是小肥羊快速擴張的基礎**：公司的湯底及羊肉火鍋產品均由自家工廠實現標準化生產，大大降低對廚師的依賴度，其可複製性大大提高開店的成功率及速度。
- **快速開店是餐廳業務的主要增長動力**：公司計畫於 2008—2010 年間的每年將分別開設 40 家、60 家及 80 家新自營店。我們預測餐廳業務銷售額於 2007-2010 年間的年複合增長率可望達 37%。公司擁有 247 間加盟店，收購空間廣闊。
- **羊肉零售未來可望帶領食品銷售業務迅速壯大**：公司目前已經是中國最大的羊肉加工商，但其產量不足中國羊肉產量的 1%，發展空間巨大。未來如成功建立強大分銷網路，羊肉零售業務可望高速發展，預期 08 年羊肉零售業務銷售額可望同比增長 2 倍。
- **年度品牌費收入於 07—2010 年間複合增長率可望達 38%**：公司計畫徵收特許店銷售額的 4% 來代替以往的固定年度品牌使用費。我們估計新的單店年度品牌使用費均值約為 21 萬元人民幣，約為固定年度品牌使用費的 2 倍。
- **07-2010 年間淨利潤的年複合增長率 42%**：我們預測 07-2010 年間銷售額的年複合增長率可望達 39%，而淨利潤的年複合增長率可望達 42%。
- **目標價 3.8 港元，買入評級**：我們結合 DCF 絕對估值及 PE 相對估值法，設定公司的 12 個月目標價為 3.8 港元，對應的 08 年預測市盈率為 21.3 倍（扣除現金資產）。目標價較現價有 57.0% 的上升空間，首次投資評級為買入。

許斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	餐飲
股價	2.42 港元
目標價	3.80 港元 (+57.0%)
股票代碼	0968
已發行股本	10.28 億股
市值	24.9 億港元
52 周高/低	3.4—2.3 港元
07 年每股淨資產	0.3 元人民幣
主要股東	Possible Way 50.9%

★1.00 港元=0.88 人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万人民币)	703	949	1313	1829	2539
变动 (%)	37	35	38	39	39
净利润 (百万人民币)	80	91	135	194	259
基本每股收益 (元人民币)	0.09	0.11	0.14	0.19	0.25
变动 (%)	33	15	34	31	33
市盈率 (倍)	22.8	19.9	14.8	11.3	8.5
每股派息 (元人民币)	0.00	0.00	0.04	0.05	0.06
息率 (%)	0.00	0.00	1.31	1.72	2.29

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

目 錄

最大的中式餐飲連鎖品牌	3
小肥羊是最大的中式餐飲連鎖品牌	3
小肥羊品牌的 07 年銷售額高達 28.9 億元人民幣	3
具有小肥羊品牌味道的羊肉火鍋專家	3
推精品店細分消費市場，擴大覆蓋的消費群範圍	4
未來新開自營店將集中在發達城市的商業圈	4
盈利模式：以自營店經營及食品銷售為主、收費為輔	5
優劣勢及競爭環境分析	6
中式餐飲市場巨大	6
實現標準化的中式餐飲模式是小肥羊快速擴張的基礎	7
自產羊肉，對上游具有較強的控制力	8
垂直整合的模式助自營店控制成本，提高顧客忠誠度	8
全國知名的火鍋品牌	8
遍佈全國各省的門店網路	8
具備核心新品研發能力	9
四馬同驅促銷售額快速增長	10
快速增加自營店數量拉動收入增長	10
提高同店增長率，可望顯現內生性增長	11
羊肉產品將帶領食品銷售業務迅速壯大	12
浮動年度品牌使用費助品牌費收入快速增長	13
未來可能收購其他同行	13
財務分析	14
重要假設	14
07-2010 年間總銷售額的年複合增長率可望達 39%	15
整體毛利率可望逐步提升至 2010 年的 59.5%	15
07-2010 年間淨利潤的年複合增長率 42%	16
目標價 3.8 港元，評級買入	18
主要風險	20
來自管理能力的風險	20
雇員成本及來自租金上漲的風險	20
特許加盟店存在的風險	20
主要財務報表	21
附錄一：主要管理層履歷	22

最大的中式餐飲連鎖品牌

小肥羊是最大的中式餐飲連鎖品牌

2006年,小肥羊品牌於中國連鎖餐飲品牌市場排名第三

根據 Euromonitor International 資料顯示,2006年,小肥羊品牌於中國連鎖餐飲品牌市場的市場佔有率為 6.0%,排名第三。此等餐飲連鎖餐廳包括全套服務餐廳、速食店、咖啡店、酒吧、100%外賣、自助餐館及街頭小食亭。而前兩名均為西式口味的國際連鎖餐飲品牌,因此,小肥羊是最大的中式餐飲連鎖品牌。同時,根據 Euromonitor International 的調查顯示,小肥羊亦是中國最大的全套服務連鎖餐廳品牌。(全套服務餐廳為傳統落座就餐餐廳,由服務員提供全套桌上服務,食物按食客點菜而製作。顧客通常于用膳完畢及取得服務後付款,逗留在此類餐廳的時間一般較長。)

圖表 1：2006 年中國連鎖餐飲品牌市場的佔有率排名（按銷售額）

公司	市場佔有率
Yum! Brands Inc	16.50%
麦当劳公司	7.50%
小肥羊	6%

資料來源：2007年10月 Euromonitor International Consumer Foodservice

小肥羊品牌的 07 年銷售額高達 28.9 億元人民幣

未來收購特許店的空間巨大

公司自營店 07 年的平均單店年度銷售額為 834 萬元人民幣,公司於 07 年擁有 257 家特許餐廳,我們以此平均值粗略推算,小肥羊特許店於 07 年的銷售額可達 21.4 億元人民幣,加上公司的 90 家自營店收入,07 年小肥羊品牌的銷售額可望達 28.9 億元人民幣,約為公司自營店銷售額的 4 倍,未來收購特許店的空間巨大。公司於 05—07 年間共收購 27 家特許店,於 07 年共貢獻銷售收入及稅前盈利分別約達 1.7 億及 0.5 億元人民幣,約分別占餐廳業務銷售額及餐廳業務分部稅前盈利的 23%及 42%,顯著推動盈利增長。

具有小肥羊品牌味道的羊肉火鍋專家

以獨特口味的不沾醬湯底及內蒙古羊肉作招徠,定位火鍋專門店

具獨特口味的火鍋專門店：2006 年,火鍋餐飲銷售額占中國百強餐飲企業總銷售額的 36%,約達 300 億元人民幣。小肥羊一反傳統地推出不沾醬料的火鍋湯底,此鍋底由創始人張鋼董事長研製的獨特配方製作而成,獨特的口味受到大眾消費者的喜愛,小肥羊品牌火鍋店在全國的總店數曾逾 700 家,具獨特口味的火鍋湯底成了眾所周知的小肥羊品牌味道,從而與其它的火鍋湯底形成差異。

提供特色羊肉產品：公司以來自內蒙古的鮮嫩羔羊肉為主打產品,配以傳統火鍋菜式,使餐廳在具備特色產品作賣點的同時,亦能實現菜式的多元化,以滿足不同口味的消費者。

圖表 2: 小肥羊的鴛鴦火鍋湯底



資料來源：金羊網

圖表 3: 公司自產的內蒙古羔羊肉



資料來源：公司資料

推精品店細分消費市場，擴大覆蓋的消費群範圍

未來公司會推出人均消費額在 100 元以上的高端精品店

公司以往的自營店主要分為兩大類，即主流店及社區店。主流店主要分佈在商業區及寫字樓區，社區店則主要分佈在居民生活區。中低的定位令公司整體的人均消費額處於相對的低水準，07 年自營店的國內人均消費額約為 45 元人民幣。

由於小肥羊的受歡迎程度高，顧客于晚上用膳時間前往都需要現場排隊，對於追求生活品質的高端人群來說，主流店並未能滿足其對服務的要求及彰顯其社會地位，因而流失了部分的高端顧客。未來公司會推出人均消費額在 100 元以上的高端精品店，以滿足高端人群的需求，通過高端精品店更有助提高小肥羊的品牌形象。

圖表 4：店鋪類型

店鋪類型	定位	人均消費額 (元)	店面面積 (平方米)	地點	裝修風格	產品種類	目標消費者	投資額 (萬元 人民幣)	預測占新店總數比例
精品店	高端	120—150	1000—1200	高端商業及購物地段	高品位，奢華，舒適	高附加值產品	高收入人群及商務人士	350	20%
主流店	中等	60—70	800—1000	一般商業及購物地段	風格新穎，現代	較多樣化的產品	中產階級	250	50%
社區店	大眾化	35—45	600—800	居民區	色彩豐富，貼近自然	標準產品	大眾消費者	150	30%

資料來源：公司資料，第一上海預測

未來新開自營店將集中在發達城市的商業圈

未來五年公司將集中在發達城市的商業圈開約 300 家店

據公司評估，小肥羊品牌火鍋店在全國約 3000 家的開店空間。由於中國地區的開店空間仍非常廣闊，公司計畫未來五年都以開國內的自營店為主。發達城市消費力旺盛，未來五年公司將集中在發達城市的商業圈開約 300 家店，店鋪類型以面向中產階級的主流店為主，具備較高的人均可支配收入的消費群有助提高公司整體的人均消費額。

品牌特許加盟店則以二三線及縣級以下城市為主。

盈利模式：以自營店經營及食品銷售為主、收費為輔

2007年，餐廳業務及食品銷售業務對銷售額的貢獻度高達97%

2007年，餐廳業務及食品銷售業務對銷售額的貢獻度高達97%，是公司的主要盈利貢獻來源，餘下的3%銷售額貢獻來自特許經營及管理服務的收費。

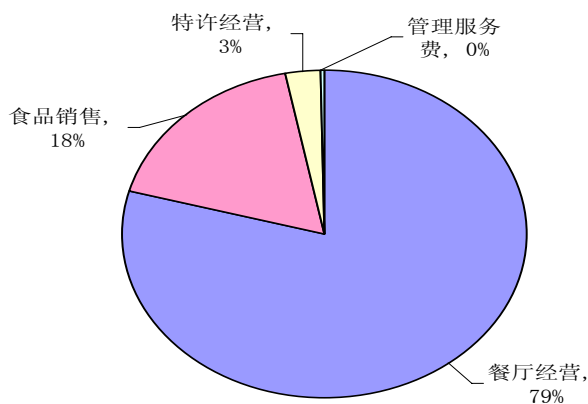
公司的餐廳業務收入均來自自由自家管理，統一採購的小肥羊火鍋品牌自營餐廳。

公司的食品主要通過兩大管道銷售，約58%的銷售額是通過自家配送，向特許經營餐廳銷售羊肉、調味料及火鍋配菜，另外42%是通過批發商向零售及外部餐飲市場，銷售小肥羊品牌的包裝羊肉及調味料食品。羊肉製品及調味料兩大類別，分別占食品銷售業務的63%及27%。羊肉製品中的45%是由公司於內蒙的工廠生產，餘下的55%則採購自其他的屠宰廠。調味料主要分為兩大類別，即包裝品牌湯底以及醬料，湯底均為自家工廠生產，醬料則由代工廠生產。火鍋配菜則為從第三方採購，供應給特許經營餐廳銷售的原材料。

特許經營收費指向加盟店徵收的兩大類費用，包括介乎5—50萬元人民幣的一次性加盟費及固定的年度品牌使用費。

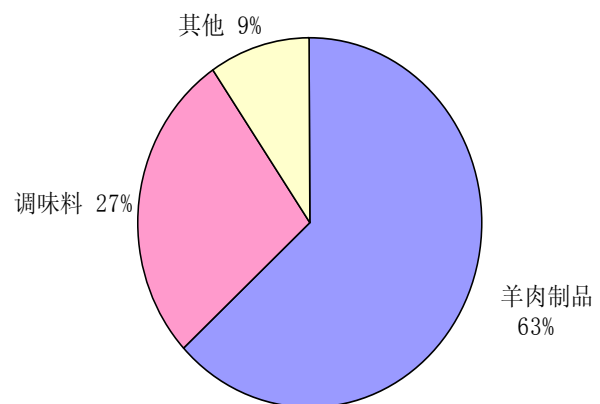
管理服務收費為向特許加盟餐廳提供管理服務而每月收取的費用，提供的服務包括提供如選址、餐廳設計及裝飾、供應後勤及雇員培訓等。公司於05—07年間分別向11間、19間及22間特許店提供服務。

圖表 5: 07 年，銷售額中各業務貢獻結構



資料來源：公司資料

圖表 6: 07 年，食品銷售業務的產品貢獻度



資料來源：公司資料

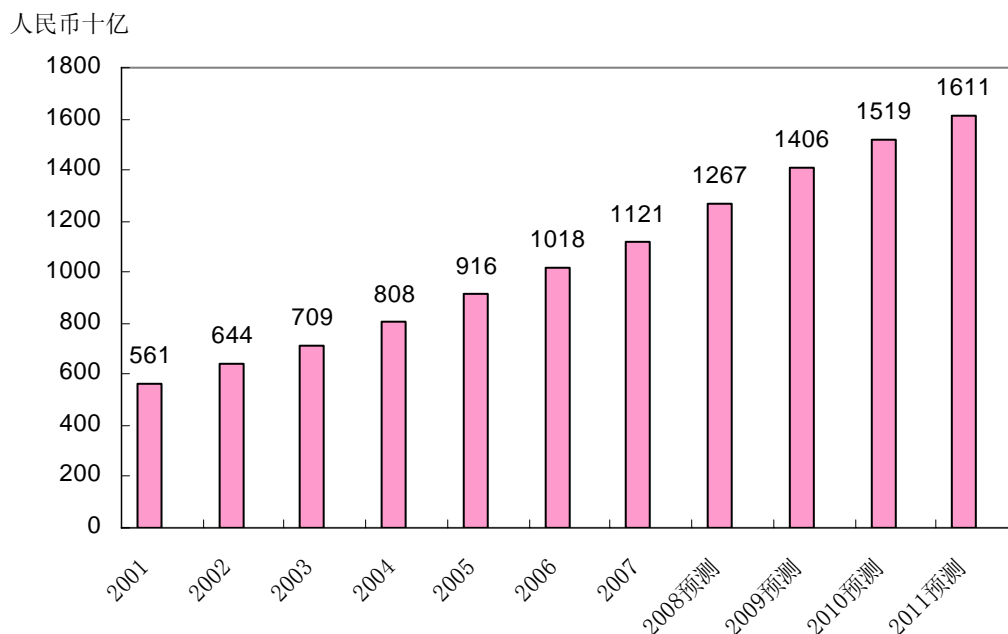
優劣勢及競爭環境分析

中式餐飲市場巨大

中式餐飲市場空間巨大

據 Euromonitor 預測，至 2011 年，中國全套服務餐廳的銷售總值將高達 16,110 億元人民幣，而 06 年的中式餐廳占中國提供全套服務的餐廳總數的 99% 以上。根據 Euromonitor 關於中國食品服務業的一份報告，2004 年 84% 的中國人偏向在中式餐廳用餐，由此可見中國人還是喜歡中式口味的餐飲，中式餐飲市場空間巨大。

圖表 7：中國全套服務餐廳的銷售總值變動

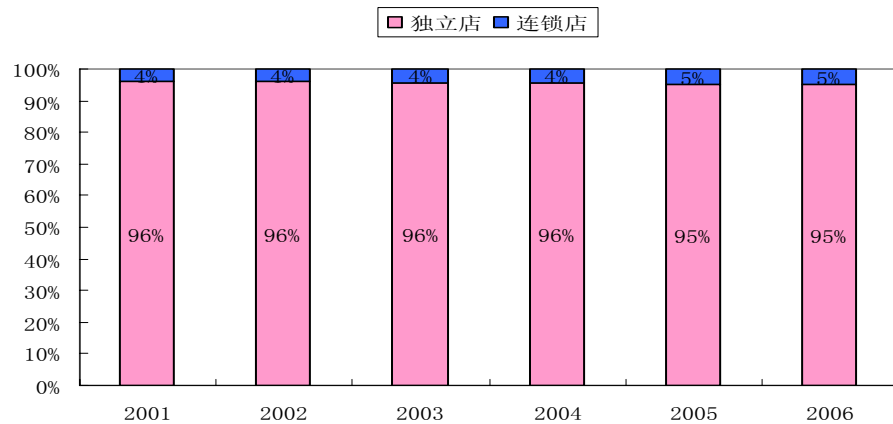


資料來源：Euromonitor

中國連鎖餐廳的行業集中度非常低

根據 Euromonitor 調查顯示，06 年中國連鎖餐廳銷售額僅占提供全套服務餐廳總銷售額比例維持在 5% 左右，行業集中度非常低。中國連鎖餐廳銷售額從 2001 年的 210 億元人民幣增加至 2006 年的 490 億元人民幣，年複合增長率為 18.6%，明顯高於獨立全套服務餐廳的 12.4%，其增長貢獻主要來自複製性較高的火鍋連鎖店。隨著複製性較高的連鎖餐廳的擴張以及消費者對品牌忠誠度的提升，我們預期中國連鎖餐廳銷售額占提供全套服務餐廳總銷售額比例將明顯提升。

圖表 8：中國連鎖全套服務餐廳對總銷售值貢獻比例變動



資料來源：Euromonitor

實現標準化的中式餐飲模式是小肥羊快速擴張的基礎

公司的湯底及羊肉火鍋配菜產品的已實現標準化生產

根據 Euromonitor 調查顯示，2007年中國連鎖餐廳銷售額僅占提供全套服務餐廳總銷售額的5%，行業集中度非常低。2006年，中國提供全套服務的餐廳中高達99%以上為中式餐飲，中式餐飲的市場集中度非常低，主要原因是大部分提供全套服務的中式餐飲產品製作程式複雜，對廚師的依賴度高，難以實現標準化生產。

中式火鍋的吃法是一個自己動手製作的過程，因此可以避免對廚師的高度依賴。要實現中式火鍋口味及品質的標準化，主要就是實現湯底及火鍋配菜產品的標準化生產。

湯底已實現標準化：小肥羊品牌餐廳的湯底均採用由工廠生產線生產的湯底幹料，各門店按已迎合各地區口味的配方混合雞湯等配料製作而成，未來更會在各地的中央廚房製成成品再運往各門店，進一步提高湯底的標準化程度，以保證產品口味的穩定。

羊肉火鍋配菜已實現標準化：自營餐廳的羊肉火鍋配菜是公司在內蒙經工業化生產的產品，跟其在零售通路銷售的包裝食品一樣的標準化。其他火鍋配菜產品均通過總公司統一採購，有助保證產品的品質穩定。

圖表 9：中式火鍋食用過程



資料來源：公司資料，第一上海

自產羊肉，對上游具有較強的控制力

我們預期 08 年公司的羊肉加工整體產能利用率將上升 28 個百分點至 80%

公司是中國最大的羊肉加工商，在內蒙古擁有兩間羊肉加工廠，位於西蒙牧區的錫林郭勒羊肉加工廠於 07 年生產羊肉 3714 噸，產能利用率為 63%。因為公司售賣的是羔羊肉，而牧區養殖的為春羔，一年一宰，集中在 7—9 月，如果在此期間不幸的話就會成為大羊了，不符合公司的產品需求，因此西蒙工廠的產能利用率水準會一直受季節性影響。為了提高效益，公司於今年開始在屠宰旺季在西蒙工廠實行兩班倒生產，可望提高產能利用率至 80% 以上。位於巴蒙農區的巴彥淖爾羊肉加工廠於 07 年生產羊肉 1984 噸，產能利用率為 40%。巴蒙工廠屠宰的羊只是農戶養殖的，一年四季都有羔羊供應，因此未來的產能利用率有望進一步提升，08 年將提高至 70%—80% 之間。

垂直整合的模式助自營店控制成本，提高顧客忠誠度

公司自營餐廳擁有垂直整合的模式

羊肉產品及湯底占自營餐廳食品成本的 36%，是餐廳食品成本結構中比例最高的兩部分。公司自營餐廳所用的羊肉產品及湯底均由公司自家工廠實現原料採購、產品研發、生產及配送，不但有助自營餐廳控制成本，更實現了食品來源的可追溯性，使公司能有效控制產品的品質。我們預期隨著消費者對食品安全的重視度提升，具備可追溯性的食品將大大提高顧客的忠誠度。

全國知名的火鍋品牌

在六個主要城市，小肥羊均位列消費者首先想到的火鍋餐廳品牌首位

根據 AC 尼爾森於 2007 年在中國六個主要城市（上海、北京、廣州、天津、深圳及包頭）做的調查顯示，在此六個主要城市中，小肥羊均位列消費者首先想到的火鍋餐廳品牌首位。「小肥羊」品牌是中國馳名商標，於 2007 年，「小肥羊」獲世界品牌實驗室頒授「2007 中國品牌年度大獎第一名（餐飲）」及「中國十大最具影響力品牌」。「小肥羊」於 2006 年獲中國品牌研究院頒授「中國 100 最具價值馳名商標」的殊榮及「中國十大最具成長力馳名商標」的稱號。

圖表 10: 備受認可的知名品牌

獎項	年份	獎項頒發單位
2007年度中國品牌年度大獎第一名	2007	世界品牌實驗室
中國十大最具影響力品牌	2007	世界品牌實驗室
最有價值中國品牌500強	2007	世界品牌實驗室
中國100最具價值馳名商標	2006	中國品牌研究院
中國十大最具成長力馳名商標	2006	中國品牌研究院
中國餐飲優秀特許品牌	2006	商務部
湖潤2006中國優秀私有品牌	2006	《湖潤百富》
中國馳名商標	2004	國家工商行政管理總局
中國名火鍋	2002	中國飯店協會

資料來源：公司資料

圖表 11: 深圳羅湖店的招牌



資料來源：第一上海

遍佈全國各省的門店網路

遍佈全國各省的門店網路

目前，公司於中國擁有 94 間自營店及 240 間特許加盟店，並於香港及澳門特別行政區以及日本、美國、加拿大及印尼等海外地區擁有 9 間自營餐廳及 7 間特許經營餐廳。遍佈全國各省的門店網路有助公司利用當地的開店經驗及網路，深入當地

及周邊城市拓展門店。

圖表 12：小肥羊品牌的中國餐廳分佈圖



資料來源：公司資料

具備核心新品研發能力

獨特的產品口味和不斷推出新品

由創始人張鋼董事長研製的不沾醬料火鍋湯底是小肥羊的品牌味道，晚飯時段經過小肥羊餐廳的週邊均瀰漫著小肥羊火鍋的味道，獨特的火鍋湯底是小肥羊吸引食客提升光顧頻率的主要原因。

公司深明餐飲顧客對創新產品的需求，非常重視新品的研發及豐富產品類型。在羊肉和湯底兩類核心產品方面，公司的羊肉加工廠及調味料工廠都擁有自己的研發部，有 100 多種的羊肉產品，工廠每年至少推出 5 個新品。調味料工廠也在不斷地推出新口味鍋底供顧客選擇，即將推出的新口味包括清涼鍋底、海鮮鍋底及藥材鍋底等。由於地方性口味差異顯著，公司目前由 5 大分區的分公司各自研發新品，計畫未來建立總公司的研發中心，主要負責開發火鍋配菜及熟食，以及協調各地產品資訊，互相促進，進一步強大新品的研發能力。

圖表 13：小肥羊餐飲業務的 SWOT 分析概覽

優勢

1. 全國知名的火鍋餐飲品牌，具獨特小肥羊味道
2. 實現標準化的中式餐飲模式
3. 垂直整合模式
4. 遍布全國各省的門店網絡

劣勢

1. 火鍋消費具有較明顯的季節性，消費時段集中
2. 食用時間較長，不易於提高高峰消費時段的入座率

機會

1. 中式餐飲市場巨大
2. 行業集中度很低，特別是中式全套服務餐飲
3. 已實現市場為公司餐飲銷售額的 4 倍

挑戰

1. 快速開店對管理水平要求非常高
2. 單店利潤對單店銷售額極其敏感，如未來的新店未能在預期的時間段內達到老店的平均單店銷售額，其利潤率可能會明顯下降

資料來源：第一上海

四馬同驅促銷售額快速增長

快速增加自營店數量拉動收入增長

我們預測 2007-2010 年間自營店數的年複合增長率高達 45%，銷售收入可望增長近 2 倍

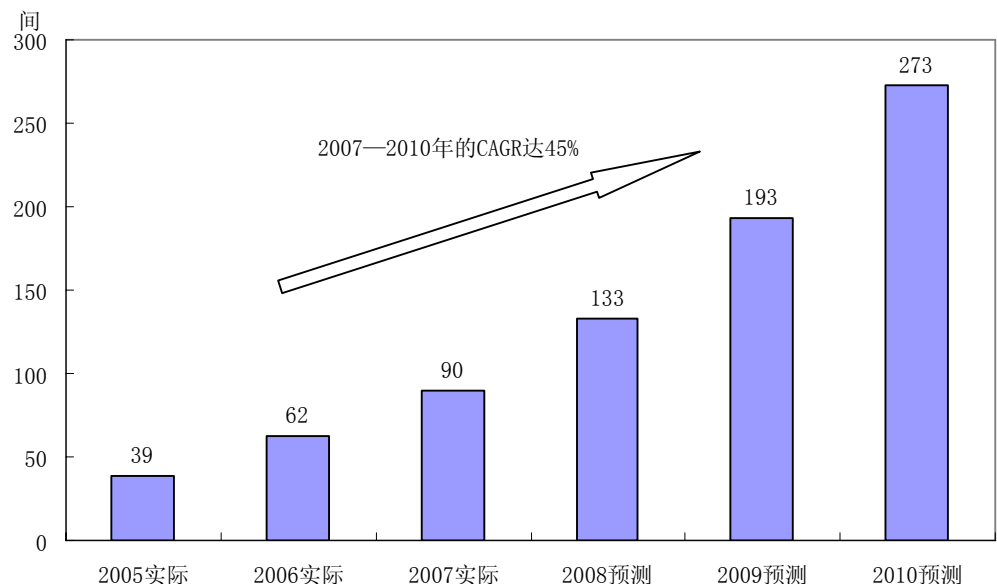
小肥羊特許店的銷售總額可達 21.4 億元人民幣，收購空間廣闊

對餐廳業務來說，將由提升自營店數目及提高同店增長率兩輛馬車同時驅動銷售額的增長。

公司未來將通過兩個方面來提高自營店的數目，包括自己開店以及收購特許加盟店。公司計畫於 2008-2010 年間的每年將分別開設 40 家、60 家及 80 家自營店，我們預測 2007-2010 年間自營店數的年複合增長率高達 45%，銷售收入可望增長近 2 倍。獨特的口味以及精確的定位使得小肥羊的開店成功率高，過去三年僅有兩家被關閉。全國知名的小肥羊品牌，亦令自營新店能夠實現較短的盈虧平衡期，約為 3-6 個月。我們認為其可複製的開店模式，大大提高了快速開店的成功率。

07 年，公司有 257 家特許店，我們估計 07 年小肥羊特許店的銷售總額可達 21.4 億元人民幣，接近公司 07 年餐廳業務收入的 3 倍，收購空間廣闊。從總體來看，05-07 年，公司收購 27 家特許店的代價約為 07 年淨利潤的 4 倍，較公司上市約 17 倍的 08 年預測市盈率為低，如未來亦能以相約的收購代價收購特許店，對上市公司股東有利。管理層表示許多特許店的經營者是個體戶，以 3、4 倍出售餐廳已經很滿足，另外，由於公司與特許店的合作協定一般是 3-5 年，公司可以不再與其合作，權衡之下經營者也更願意套現再作發展，因此公司有信心未來亦能以 4 倍左右的代價來收購特許店。除了公司在招股書中披露於 08 年收購的 3 家特許店外，我們並沒有在盈利預測中對特許店的收購情況做出假設。

圖表 14：自營店門店數增速



資料來源：公司資料，第一上海預測

提高同店增長率，可望顯現內生性增長

推出高端精品店提升人均消費額

公司未來可望從兩大方面提高同店增長率，即提升人均消費額及提高上座率。

公司可以通過以下兩大點提升人均消費額：

- 1、公司正在各大城市試點推出高端精品店，精品店主要以包廂為主，裝修奢華，目標人群為高收入及商務人士，以一人一鍋的方式進餐，且每鍋都配有吸味裝置，避免食用後味道會殘留在衣服上，重新吸納因殘留氣味而流失的顧客。精品店提供的菜式大部分為高端產品，如 180 元一碟的極品黃瓜條（特選羔羊胴體去骨後腿部位肉）及 380 元 200 克的神戶牛肉，以迎合高端顧客對品位的追求，促動高端消費，我們估計精品店的人均消費額將較自營店平均值高 3 倍以上。
- 2、增加向主流店及社區店提供高附加值產品，如以往吃的羊肉產品都是不分部位的，以後將陸續推出售價較高的不同等級羊肉產品，如肋腹肉、腱肉磚、舌腹肉等。引領顧客吃得精細，改善生活水準。

增加向主流店及社區店提供高附加值產品，提升人均消費額

圖表 15: 精品店包廂(一人一鍋)



資料來源：公司資料

圖表 16: 公司自產的極品黃瓜條



資料來源：公司資料

上座率則主要依靠推出更多的不同時段餐飲來提高

上座率則主要依靠推出更多的不同時段餐飲來提高。從所周知，中國人食用火鍋的時間比一般中餐用時長，且集中在晚餐時段，因此公司國內自營店的上座率僅為 1.3 次。顧客對早餐、午餐等便餐的要求主要集中體現為快速、品質穩定及衛生。自營店聘請當地廚師在香港及澳門地區成功推出港式早餐、午餐及下午茶餐，使當地自營店上座率提高至 3.4 次，是國內的 2.6 倍。國內的小肥羊餐廳將迎合當地顧客的口味，面對上班族推出午餐試點計畫，提供具小肥羊特色的粉面飯、水餃等速食及外賣服務，未來將應市場需求適時推出早餐及下午茶餐等。依託小肥羊品牌對出品品質所作的信心保證，我們預期其可逐步提高非晚膳時段的上座率，從而有效提升國內整體上座率至接近香港的水準。

總的來說，我們認為公司的單店銷售額還有很大的提升空間，我們預期于未來的三年老店的同店增長率可望持續增長。

圖表 17：2007 年的餐廳收入數據

至2007年12月31日 餐厅详细情况	餐厅数目	总面积（平 方米）	每餐厅每日 平均顾客数 目	顾客平均消 费总额	上座率	单店平均日 销售额
地区						
华北	20	25,898	568	37.75	1.50	21,442
华东	32	34,472	436	49.89	1.21	21,752
华南	20	26,192	637	48.85	1.38	31,117
东北	4	3,798	254	33.43	0.88	8,491
西北	5	8,409	518	32.73	0.94	16,954
小计	81	98,769	515	44.79	1.29	23,067
香港及澳门地区	5	4,925	939	82.85	3.43	77,796
海外	4	1,345	180	201.35	1.20	36,243
总计	90	105,039	531	51.16	1.40	27,166

資料來源：公司資料，第一上海

羊肉產品將帶領食品銷售業務迅速壯大

羊肉市場空間巨大

根據中國統計局資料顯示，2006 年中國羊肉產量達到 469 萬噸，羊肉市場空間巨大。根據中國肉類協會的資料，以 2007 年的生產產量計算，公司是中國最大的羊肉加工商，但其產量不足中國羊肉產量的 1%，市場集中度低，發展空間廣闊。

具品牌及品牌推廣優勢

在目前的羊肉零售市場上知名品牌非常少，可稱得上全國知名的羊肉品牌應該只有小肥羊。公司較一般的品牌食品生產商具推廣優勢，其 350 家小肥羊火鍋門店為其食品品牌作 365 日的無間斷免費招牌推廣，零售及餐飲業務銷售更可通過小肥羊品牌而相互促進。

品質更優，品質保證

市場公司生產的羊肉為肉質最嫩的羔羊肉，品質更優。由於羊肉屠宰企業規模都較小，零售市場的羊肉產品品質參差不齊。公司對生產過程監控嚴謹，產品安全更有保證。

通過推出高價值產品亦有助快速提高銷售額增長

公司具備強大的羊肉產品研發能力，研發超過 100 個品種的羊肉產品，新品可進一步滿足消費者的多樣化需求。未來公司將進一步細分羊肉品種，以體現羊子不同部位的價值，如普通的羊卷肉賣 27 元/斤，但羊小排就賣到 100 元/斤以上，通過推出高價值產品亦有助快速提高銷售額增長。

我們預期 08 年羊肉零售業務銷售額可望同比增長 2 倍

公司通過 130 家代理商分銷其品牌食品，應該說目前其實行的是粗狂型的管道管理，公司未來計畫建立其自有的分銷網路發展品牌包裝食品的銷售。我們認為公司可以憑藉其全國知名的小肥羊品牌及羊肉火鍋專家形象，大力拓展其品牌食品零售業務，使其高速發展。我們預期 08 年羊肉零售業務銷售額可望同比增長 2 倍，羊肉加工整體產能利用率將上升 28 個百分點至 80%。

總的來說，我們預測食品銷售業務於 2008—2010 年間的年複合增長率為 46%

圖表 18：公司的羊肉加工基地產能資料

單位(噸)	總產能	實際產量			使用率		
		2005年	2006年	2007年	2005年	2006年	2007年
錫林郭勒羊肉加工基地(西蒙)	5,000	2,142	2,052	3,174	43%	41%	63%
巴彥淖爾羊肉加工基地(巴蒙)	5,000	不適用	318	1,984	不適用	6%	40%

資料來源：公司資料

注：巴彥淖爾肉類加工基地於 2006 年 11 月開始營運

浮動年度品牌使用費助品牌費收入快速增長

年度品牌使用費收入於 2007—2010 年間的 CAGR 可望達 38%

公司擁有 257 家特許加盟店，以往公司對特許加盟店收取的是固定值的年度品牌使用費，公司計畫對特許店徵收銷售額的 4% 為年度品牌使用費。公司將要求特許店安裝自營店使用的資訊系統，以確保公司能在未來三年完成對所有特許店實行新的年度品牌費徵收方式。我們保守地以 07 年自營店的平均單店銷售額的 50% 為基礎來計算，單店年度品牌使用費均值約為 21 萬元人民幣，約為 07 年平均單店固定年度品牌使用費的 2 倍。公司未來三年計畫分別增加特許加盟店 20, 30 及 40 間，由於新簽的加盟店將從開店的第二年就開始繳納年度品牌使用費，因此我們假設公司於 2010 年完成對 195 家老特許加盟店的征費方式改造，年度品牌使用費收入於 2007—2010 年間的年複合增長率可望達 38%，至 2010 年的 6900 萬元人民幣。

未來可能收購其他同行

未來可能收購小肥羊品牌的特許餐廳或其他品牌的餐廳業務

公司目前現金充裕，上市融資為公司籌得約 6 億現金，公司表示，10% 的現金將可能會用作收購小肥羊品牌的特許餐廳或其他品牌的餐廳業務，開發不同口味的餐飲市場。

財務分析

重要假設

- 1、門店：我們在下表中只反映了公司自營店的開店規劃，我們預測門店的總數量將在2010年達到273間。
- 2、同店增長率：公司06年及07年的同店增長率分別為-6.1%及3.3%。由於公司以往並不重視提升同店增長率，因此我們預期隨著公司重視度的提升，老店的同店增長率可望持續獲得提升，08上半年的同店增長率可望達到10%。同店銷售額增長是由人均銷售額及上座率的提升促成，我們推算08—2010年內地老店的同店增長率分別達11%、3%及4%。
- 3、新店盈虧平衡期約為3-6個月，新店成為老店需要1年時間。
- 4、毛利率：我們預期餐飲業務的毛利率將因高附加值產品銷售比例及精品店比重的提升而持續提高。食品銷售業務的毛利率將因高附加值羊肉產品銷售比例的提高而穩步提升。整體毛利率則因高毛利的餐飲業務比例的上升而持續提升。
- 5、人工：未來三年人均工資將保持8%—10%的增長速度。
- 6、稅率：由於07年除了13家餐廳享受優惠稅率外，其他餐廳均上繳33%的全稅率，以往上繳33%稅率的餐廳由08年開始繳交25%的新稅率，因此08年整體有效稅率將降低至22.5%，逐步提高至2010年的23.5%。
- 7、派息率：假設每年25%。

圖表 19：盈利預測重要假設概覽

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
自營店數目(間)					
中国内地	55	81	124	184	264
海外(包括港澳)	7	9	9	9	9
总数	62	90	133	193	273
平均单店年銷售額(萬元)					
中国内地	未知	711	750	755	765
海外(包括港澳)	未知	1947	2488	2560	2634
整体	907	835	868	839	827
毛利率					
餐厅经营	67.8%	67.8%	67.8%	67.8%	68.2%
食品銷售	24.5%	20.6%	22.6%	22.5%	22.2%
特許經營收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
管理服務費收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
综合	60.5%	60.3%	58.8%	59.0%	59.5%
中国内地餐厅每百平方米的费用(萬元)					
餐厅员工成本	未知	107	115	127	140
折旧及摊销	未知	20	20	20	21
租金支出	未知	69	72	75	79
燃气及公用设施支出	未知	35	36	37	37
其他经营费用	未知	46	46	46	46
总计	未知	277	289	305	322
内地平均店面面积(平方米)	未知	1219	1203	1194	1176
稅率	21.5%	26.5%	22.5%	23.0%	23.5%

資料來源：公司資料，第一上海預測

07-2010 年間總銷售額的年複合增長率可望達 39%

預測餐廳業務銷售額於 2007-2010 年間的 CAGR 可望達 37%

公司於 2007-2010 年間的門店的年複合增長率高達 45%，由於新店達到老店穩定銷售額水準需要培育期，還不能很快達到老店銷售額水準，受惠于老店于未來三年的同店增長率可望獲得明顯提升，我們預測餐廳業務銷售額於 2007-2010 年間的年複合增長率可望達 37%，至 2010 年的 19.4 億元人民幣。

預測食品業務銷售額於 2007-2010 年間的 CAGR 可望達 46%

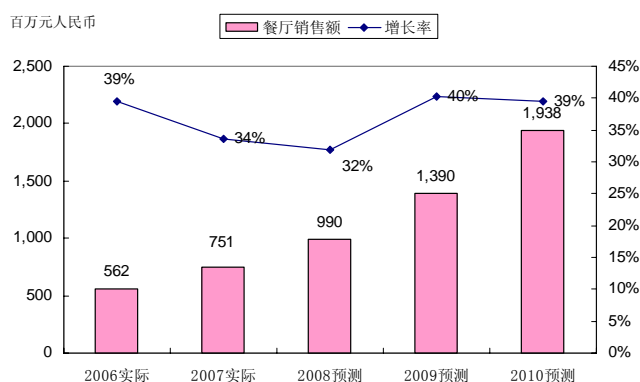
公司如成功建立銷售網路後，通過分銷管道銷售羊肉包裝食品，食品業務銷售額可望高速增長。受羊肉零售量快速增長帶動，我們預測食品業務銷售額於 2007-2010 年間的年複合增長率可望達 46%，至 2010 年的 5.3 億元人民幣。

預測特許經營收入於 2007-2010 年間的 CAGR 可望達 38%

公司表示未來三年將完成對所有特許店實行新收費方式，我們保守地假設公司於 08-2010 年間分別完成對 30, 115 及 245 間特許店實行扣點式年度品牌收費方式。我們預測特許經營收入於 2007-2010 年間的年複合增長率可望達 38%，至 2010 年的 6886 萬元人民幣。

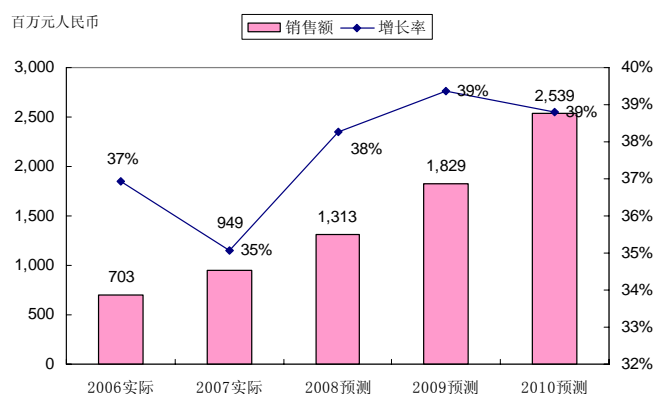
總的來說，我們預測公司總銷售額於 2007-2010 年間的年複合增長率可望達 39%，至 2010 年的 25.4 億元人民幣。

圖表 20: 餐廳業務銷售收入及增長率變動



資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 21: 總銷售收入及增長率變動



資料來源：公司資料，第一上海預測

整體毛利率可望逐步提升至 2010 年的 59.5%

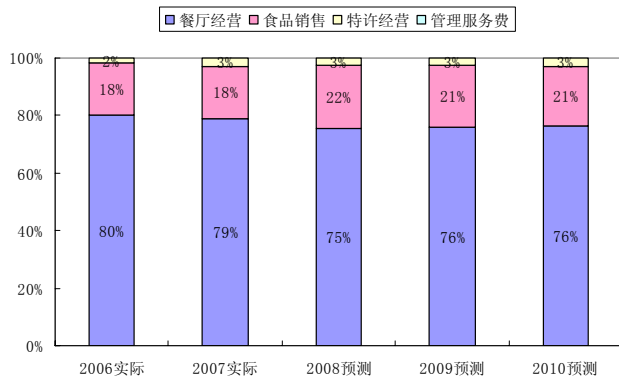
公司的餐廳業務毛利率可望穩定在 68%

中國的餐廳都具有較強的成本轉嫁能力，餐廳通過提價及推出新品來轉嫁上升的成本，我們預測公司的餐廳業務毛利率可望穩定在 68%。

2007 年，羊肉成本分別占食品銷售業務及餐廳業務成本的 71% 及 19%，占總產品成本的 38%，是公司產品成本中最大的單項品類。由於公司的大部分羔羊屠宰均集中在第三季，因此公司上半年銷售的羊肉產品成本基本上於半年前已確定。行業人士預期未來羊肉價格不會如 07 年大幅上漲，將維持平穩。我們預期隨著高附加值產品的推出，羊肉產品的毛利率可望穩步提高。

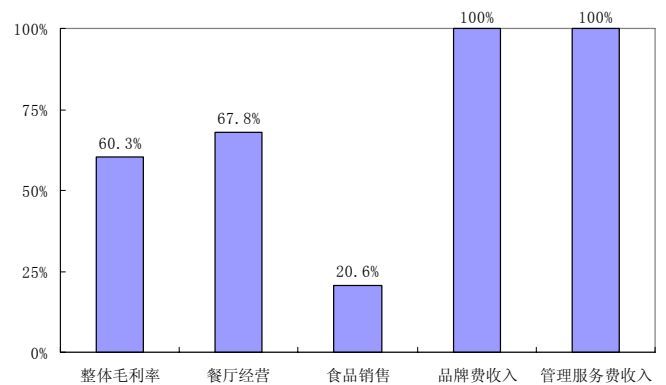
隨著高毛利的餐廳業務銷售額貢獻比例的提升，我們預測公司的整體毛利率可望從 08 年的 58.8% 提升至 2010 年的 59.5%。08 年預測毛利率較 07 年下降約 2 個百分點，主要是由於毛利率僅為 20.6% 的食品銷售業務對總銷售貢獻比例的大幅上升所導致，從 07 年的 18% 上升至 08 年的 22%。

圖表 22: 銷售收入結構



資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 23: 07年各業務的毛利率



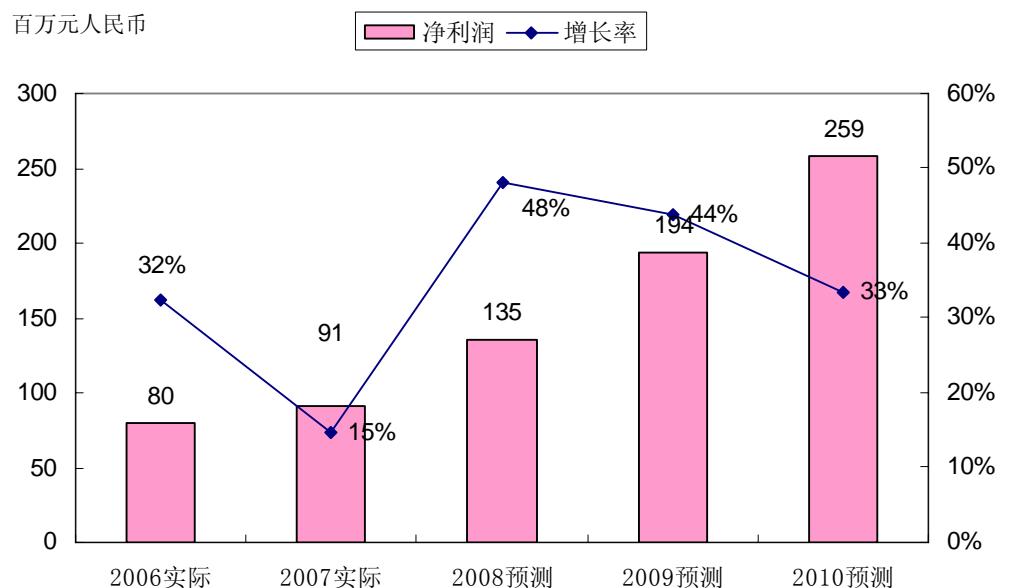
資料來源：公司資料

07-2010 年間淨利潤的年複合增長率 42%

預測公司於 07-2010 年間 股東應占盈利增長原因如下：
淨利潤的年複合增長率 42%

- 1、各業務銷售額均快速增長。
 - 2、餐飲業務的新店盈虧平衡期較短，僅為 3-6 個月，因此虧損金額較小。
 - 3、09 年後將完全不用再付可換股債券的利息開支，降低了財務費用。
- 基於以上原因，我們預測公司於 07-2010 年間淨利潤的年複合增長率 42%。

圖表 24：淨利潤變動



資料來源：公司資料，第一上海預測

公司於2008—2010年的自由現金流均為正值

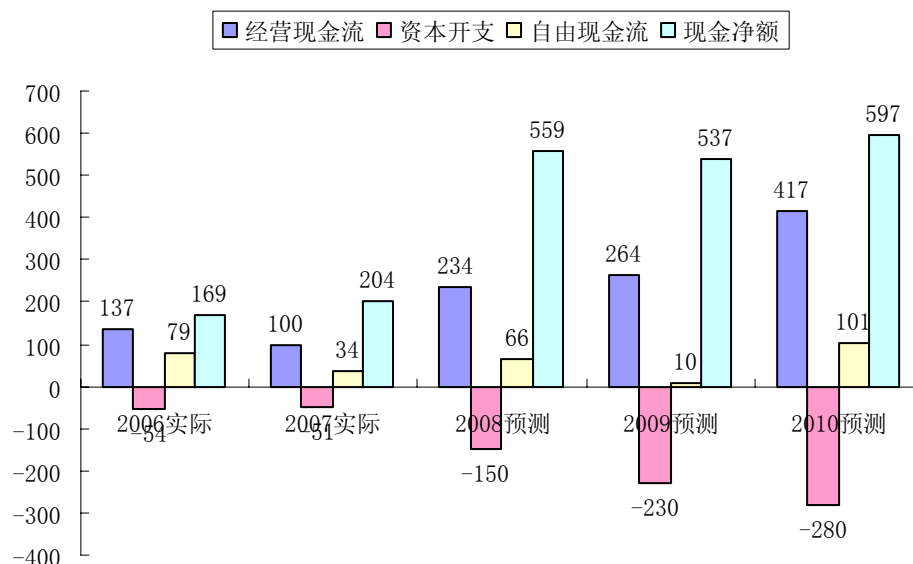
公司銷售貢獻高達79%的餐廳業務沒有應收款，大部分的食品銷售為先款後貨形式，因此應收帳款主要因特許經營品牌使用費收入造成，其次則為少部分擁有信貸期的食品銷售業務的應收帳款，我們預期公司未來發展食品零售業務將向更多的分銷商提供信貸期而上升。公司的庫存中超過90%的部分為成本存貨，其中由於羊肉的生產季節集中，公司需要存一年的用量，我們預期可以降低其他食品的庫存期，未來的庫存周轉期可望持續改善。我們預測公司2008—2010年間的資本開支分別為1.5億元人民幣，2.3億元人民幣及2.8億元人民幣，公司強勁的經營現金流可滿足其資本開支，公司於2008—2010年的自由現金流均為正值。

圖表 25：營運指標

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
库存周转天数	85	99	95	87	83
应收账款天数	14	10	11	12	13
应付账款天数	34	31	29	28	27

資料來源：公司資料、第一上海預測

圖表 26：現金狀況



資料來源：公司資料、第一上海預測

目標價 3.8 港元，評級買入

從絕對估值角度，我們認為其合理價值為 4.11 港元

從絕對估值角度，我們按照WACC為12.6%及永久增長率為2%的假設，以DCF法為其估值，得出其合理價值為4.11港元，此價格對應的08年預測市盈率為25.2倍，或是09預測市盈率為19.1倍。

圖表 27：DCF 法估值表

時間	高速增长期					穩定增長期					
	2008年預測	2009年預測	2010年預測	2011年預測	2012年預測	2013年預測	2014年預測	2015年預測	2016年預測	2017年預測	2017年以後
期數	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
自由現金流	66	10	101	62	84	215	425	604	694	797	6,095
自由現金流折現 (百萬元人民幣)	66	9	80	44	52	119	209	263	269	274	1,262
WACC	12.59%										
穩定增長率	2.0%										
無風險利率	6.00%										
貝塔值	0.95										
風險溢價	7.00%										
權益/總資產	99.14%										
負債/總資產	0.86%										
股本數量(百萬)	1,028										
每股價值(港元)	4.11										

資料來源：公司資料、第一上海預測

圖表 28：敏感性分析表

WACC		永久增長率				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
11.1%		4.66	4.73	4.81	4.90	5.00
11.6%		4.42	4.48	4.55	4.63	4.71
12.1%		4.21	4.26	4.32	4.38	4.45
12.6%		4.01	4.06	4.11	4.16	4.22
13.1%		3.83	3.87	3.91	3.96	4.01
13.6%		3.66	3.70	3.74	3.78	3.82
14.1%		3.51	3.54	3.57	3.61	3.65

資料來源：公司資料、第一上海預測

從相對估值角度，我們認為其合理價值為 3.4 港元

從下表可以看到，中國的餐飲業上市公司的08年預測市盈率平均值為19.3倍，PEG為0.92，全球餐飲業上市公司的08年預測市盈率平均值為20.9倍，PEG為1.30。香港上市的品牌消費品公司08年預測市盈率平均值為19.2倍，PEG為0.70。從全球來看，優秀的餐飲業上市公司普遍享有較高的估值水準。從相對估值角度，我們以全球餐飲業上市公司的08年預測市盈率平均值20.9倍為公司估值，目標價為3.4港

元。公司的每股盈利於08-2010年間的年複合增長率為32%，結合公司發展速度來看，我們設定的3.4港元目標價的PEG僅為0.65，低於整體香港品牌消費品公司的估值平均水準，更遠低於全球餐飲業的平均水準，我們認為此估值水準合理。

圖表 29：全球餐飲公司估值對比

公司名称	股票代码	股价	市值 (百万美元)	每股盈利				年复合增长率 (%)	市盈率				PEG
				2007年	2008年	2009年	2010年	2008-2010年	2007年	2008年	2009年	2010年	
味千拉面	538	5.94	796	0.22	0.27	0.35	0.45	29.1	24.0	19.6	15.1	11.7	0.67
全聚德	002186	30.28	551	0.58	0.62	0.73	0.87	18.5	52.2	48.8	41.5	34.8	2.65
大家乐	341	15.30	1,086	0.76	0.88	0.99	1.14	13.8	20.1	17.4	15.5	13.4	1.26
大快活	0052	8.28	135	1.12	1.56	2.04	2.61	29.3	7.4	5.3	4.1	3.2	0.18
稻香	0573	2.03	264	0.21	0.24	0.31	0.40	29.1	9.7	8.5	6.5	5.1	0.29
小肥羊	968	2.50	330	0.11	0.14	0.19	0.25	32.4	20.8	15.5	11.8	8.8	0.48
平均值									22.4	19.2	15.7	12.8	0.92
其他地区													
汉堡王	BKC	25.50	3,438	1.11	1.35	1.56	1.86	17.38	23.0	18.9	16.3	13.7	1.32
chipotle	CMG	70.53	2,326	2.13	2.68	3.38	4.00	22.17	33.1	26.3	20.9	17.6	1.49
麦当劳	MCD	62.31	70,630	2.89	3.41	3.70	4.07	9.25	21.6	18.3	16.8	15.3	2.33
panera bread	PNRA	53.08	1,609	1.82	2.15	2.61	3.21	22.19	29.2	24.7	20.3	16.5	1.31
星巴克	SBUX	15.68	11,415	0.87	0.81	0.93	1.12	17.59	18.0	19.4	16.9	14.0	1.02
tim hortons	THI	33.42	6,173	1.34	1.60	1.80	1.99	11.52	24.9	20.9	18.6	16.8	2.16
wendy's	WEN	25.48	2,233	1.20	1.11	1.42	1.65	21.92	21.2	23.0	17.9	15.4	0.97
吉野家	9861	120000	75,763	3756	4741	4616	12.07	31.9	32.7	25.3	26.0	2.65	
yum! Brands	YUM	35.57	16,851	1.68	1.90	2.11	2.36	11.45	21.2	18.7	16.9	15.1	1.85
平均值									24.9	22.5	18.9	16.7	1.68
全球平均值									23.6	20.9	17.3	14.8	1.30

資料來源：FIRST CALL,第一上海預測（注：股價為21/8/2008收市價格）

圖表 30：香港上市的品牌消費品公司估值對比

公司名称	股票代码	股价	市值 (百万美元)	每股盈利				年复合增长率 (%)	市盈率				PEG
				2007年	2008年	2009年	2010年	2008-2010年	2007年	2008年	2009年	2010年	
李宁	2331	18.60	2,479	0.49	0.73	1.00	1.26	31.38	33.8	22.7	16.6	13.1	0.72
安踏	2020	4.75	1,517	0.25	0.30	0.43	0.55	35.40	16.9	14.1	9.8	7.7	0.40
中国动向	3818	2.82	2,053	0.17	0.18	0.24	0.29	26.93	14.8	13.9	10.5	8.7	0.52
百丽	1880	7.25	7,849	0.27	0.32	0.41	0.53	28.70	23.9	20.2	15.7	12.2	0.70
宝姿	589	21.85	1,567	0.77	0.95	1.25	1.57	28.55	25.3	20.5	15.6	12.4	0.72
恒安国际	1044	25.65	3,760	0.92	1.10	1.39	1.64	22.10	24.8	20.8	16.4	13.9	0.94
金鹰	3308	6.42	1,496	0.21	0.26	0.34	0.43	28.60	27.2	22.0	16.8	13.3	0.77
物美集团	8277	8.00	1,252	0.25	0.31	0.39	0.49	25.72	28.5	23.0	18.3	14.5	0.89
联华	980	11.98	956	0.43	0.48	0.56	0.71	21.62	24.8	22.2	19.0	15.0	1.03
新世界	825	4.91	1,062	0.19	0.25	0.34	0.44	32.66	25.8	19.6	14.4	11.2	0.60
国美	493	3.11	5,089	0.09	0.20	0.26	0.31	24.50	30.8	13.8	10.6	8.9	0.56
百盛	3368	10.50	3,753	0.26	0.39	0.51	0.65	29.10	35.9	24.0	18.3	14.4	0.82
汇源	1886	3.97	748	0.47	0.26	0.32	0.41	25.58	7.5	13.6	11.0	8.6	0.53
蒙牛	2319	22.05	4,033	0.71	0.89	1.15	1.45	27.64	27.6	22.1	17.1	13.5	0.80
康师傅	322	8.64	6,193	0.04	0.04	0.05	0.07	27.59	31.7	25.8	22.2	15.8	0.93
青岛啤酒	168	14.90	2,500	0.41	0.63	0.86	1.22	39.16	32.3	21.0	15.4	10.9	0.54
统一	220	3.00	1,385	0.15	0.19	0.25	0.31	27.73	17.8	14.1	10.7	8.6	0.51
旺旺	151	3.14	5,323	0.15	0.20	0.24	0.26	14.02	18.6	14.0	11.6	10.7	1.00
雨润食品	1068	12.92	2,447	0.58	0.65	0.93	1.32	42.56	22.2	20.0	13.9	9.8	0.47
味千拉面	538	5.94	796	0.22	0.27	0.35	0.45	29.10	24.0	19.6	15.1	11.7	0.67
小肥羊	968	2.50	330	0.11	0.14	0.19	0.25	32.39	20.8	15.5	11.8	8.8	0.48
平均									24.5	19.2	14.8	11.6	0.70

資料來源：FIRST CALL,第一上海預測（注：股價為21/8/2008收市價格）

12個月目標價為3.8港元 我們以兩種估值方法的平均值設定公司的12個月目標價為3.8港元，此價格對應的08年及09年預測市盈率分別為21.3倍（扣除現金資產）及17.7倍。目標價較現價有57.0%的上升空間，首次投資評級為買入。

主要風險

來自管理能力的風險

公司的標準化中式餐飲模式具備較強的可複製性，但是快速開店對管理能力的要求非常高，在門店快速擴張後，也需要強大的管理團隊來支撐。如公司的管理能力未能跟上，將影響擴張的速度及後續經營狀況。

雇員成本及來自租金上漲的風險

由於提供全套服務的餐廳需要聘請較速食店更多的員工來服務顧客，因此雇員成本的比例較大，未來如再推出要求更高的新勞動法例，將可能對利潤造成擠壓。公司未來的大部分門店均集中在大城市的商業圈，因此租金上漲的壓力較大，同時，單店利潤對租金的敏感度極高，倘若其不能在預期時間段內達到同地區的正常單店銷售額，那麼其可能會承受巨大的租金壓力。

特許加盟店存在的風險

由於消費者並不瞭解那些是公司的加盟店，那些是公司的自營店，如公司對特許加盟店的監管不到位，可能因特許加盟店的事故而損害小肥羊品牌形象，因而流失客戶。對加盟店實行新的扣點繳費制度也可能令公司與加盟店的關係惡化。

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	703	949	1,313	1,829	2,539
毛利	425	572	772	1,080	1,510
其他业务收入	7	8	7	7	7
销售及管理费用	(320)	(432)	(589)	(830)	(1,169)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	113	148	189	256	348
净财务收入(开支)	(10)	(19)	(8)	6	5
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	102	129	182	263	352
所得税	(22)	(34)	(41)	(60)	(83)
少数股东应占利润	(1)	(4)	(6)	(8)	(11)
净利润	80	91	135	194	259
折旧及摊销	30	32	47	72	105
EBITDA	142	180	236	328	453
增长					
总收入 (%)	36.9%	35.1%	38.3%	39.4%	38.8%
EBITDA (%)	30.0%	26.8%	31.0%	38.9%	37.9%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	169	204	559	537	597
应收账款	5	5	14	15	28
存货	61	144	145	222	258
其他流动资产	54	55	76	100	129
总流动资产	289	409	794	874	1,012
固定资产	180	220	336	508	701
无形资产	85	143	153	153	153
长期投资	3	3	3	3	3
总资产	558	775	1,286	1,537	1,868
短期银行贷款	0	98	25	25	26
应付帐款、应付票据	26	37	49	66	86
其他应付帐款	111	138	178	237	313
总短期负债	138	274	252	328	425
长期银行贷款	0	1	1	1	0
其他负债	200	196	5	5	5
总负债	338	471	257	334	430
少数股东权益	8	16	22	30	41
股东权益	212	288	1,006	1,172	1,397
账面值	0.2	0.3	1.0	1.1	1.4
营运资金	(49)	(62)	536	540	582

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	60.5%	60.3%	58.8%	59.0%	59.5%
EBITDA 利率 (%)	20.2%	19.0%	18.0%	17.9%	17.8%
净利率 (%)	11.3%	9.6%	10.3%	10.6%	10.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	45.5%	45.5%	44.9%	45.4%	46.1%
实际税率 (%)	21.5%	26.5%	22.5%	23.0%	23.5%
股息支付率 (%)	80.1%	34.9%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	85	99	95	87	83
应付账款天数	34	31	29	28	27
应收账款天数	14	10	11	12	13
财务状况					
净负债/股本	0.00	0.34	0.03	0.02	0.02
收入/总资产	1.26	1.22	1.02	1.19	1.36
总资产/股本	2.64	2.69	1.28	1.31	1.34
盈利对利息倍数	11.0	7.9	24.3	(41.9)	(75.7)

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	142	180	236	328	453
融资成本	10	19	8	(6)	(5)
营运资金变化	15	15	(56)	18	(34)
所得税	(21)	(29)	(21)	(31)	(42)
其他经营活动	(9)	(85)	67	(45)	46
营运现金流	137	100	234	264	417
资本开支	(54)	(51)	(150)	(230)	(280)
其他投资活动	(80)	(70)	(16)	(6)	(12)
投资活动现金流	(134)	(121)	(166)	(236)	(292)
负债变化	(65)	99	(73)	0	0
股本变化	0	14	598	0	0
股息	(55)	(43)	(34)	(49)	(65)
其他融资活动	186	(10)	(205)	(1)	(1)
融资活动现金流	66	59	286	(49)	(65)
现金变化	69	39	355	(22)	60
期初持有现金	96	169	204	559	537
汇兑变化	3	(3)	0	0	0
期末持有现金	169	204	559	537	597

附錄一：主要管理層履歷

姓名	年齡	職位	主要履歷
張剛先生	43	執行董事/主席	創辦人之一，其於1999年在內蒙古成立首間小肥羊餐廳，負責我們董事會的運作，並為本集團的主要決策人。
盧文兵先生	40	執行董事/首席執行官	於2004年加入公司。其為中國人民大學高工商管理碩士，中國政法大學國際經濟法碩士。
楊耀強先生	45	執行董事/首席運營官	於2007年加入公司，其於餐飲業擁有逾10年經驗。曾擔任印尼必勝客財務總監，Birdland Taiwan KFC 首席財務總監，以及香港及澳門特別行政區的肯德基被特許人 Birdland(Hong Kong) Limited 董事總經理。其為西北大學及香港科技大學的工商管理碩士。
王岱宗先生	33	執行董事/首席財務官	於2007年加入公司。王先生原為3i Asia Pacific plc. 董事，曾任高盛（亞洲）投資銀行部執行董事。其為賓州大學工商管理碩士。
張占海先生	40	執行董事/高級副總裁/華北地區總經理	於2001年加入公司。其於餐飲業擁有逾10年經驗，主要負責公司的法律事務及整體品牌管理。其為東北大學工商管理學士。
寇志芳女士	42	執行董事/高級副總裁/華東地區總經理	於餐飲業擁有逾8年經驗。曾任內蒙古電建人事部主管，其為中國社會科學院研究生。
李保芳女士	42	執行董事/高級副總裁/華南地區總經理	於餐飲業擁有逾8年經驗。曾任內蒙古建築機械廠辦公室主任，其為中國社會科學院研究生。

披露事項：第一上海證券有限公司是小肥羊（00968）2008年6月于香港聯合交易所主板上市的國際配售副經辦人及香港包銷商。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。