



海底捞：IPO深度分析

报告摘要

公司概况

- 海底捞是全球领先、快速增长的连锁餐饮集团，其优质的服务和就餐体验在业内独树一帜，拥有极强的品牌知名度。2017 年公司服务顾客超过 1 亿人次，同比增长 31.4%，在中国和全球的中式餐饮市场中排名第一。
- 餐厅网络扩张带动营收快速增长。2015-2017 三年，公司分别净增餐厅 34 家和 97 家，收入由 2015 年 57.57 亿元增长至 2017 年 106.37 亿元，复合年增长率 35.9%；2018H1 扩张提速，净增餐厅 68 家，收入 73.42 亿元，同比大幅增长 54.4%；餐厅层面经营利润 14.2 亿元，增长 35.2%。公司餐厅层面经营利润率和净利率呈现先升后略降的态势，主要受到食材成本和员工成本变动的影响。

行业状况及前景

- 国内餐饮行业近年稳步快速增长。整体行业规模由 2013 年 26368 亿元增长至 2017 年 39644 亿元，2022 年有望达到 62800 亿元。火锅是餐饮服务市场第一大品类，在中式餐饮市场占据 13.7% 市场份额，复合年增长率 10.2%，高于其他中式餐饮 8.9%。

优势与机遇

- 餐厅运营表现亮眼，高翻台率领先同行。
- 出色的服务体验打造极强的品牌知名度。
- 扁平化管理、师徒制裂变式发展，人才储备丰富、开店流程标准化和完善产业链管理共同推动规模化增长。

弱项与风险

- 快速扩张相关的运营风险。加速开设新餐厅对运营管理、食品安全、菜品质量一致性、店长人才储备和供应链管理都会造成较大压力。
- 门店扩张速度不及预期。
- 消费者口味和用餐喜好发生变化。

投资估值

- 根据招股定价 (14.8-17.8 港元) 和 2017 年净利润人民币 1194.34 百万元计算 (按每 1.15 港元兑 1 人民币计算)，发行后市值 784.4-943.4 亿港元，对应公司 2017 年全面摊薄 PE 为 57.1-68.7 倍。
- 海底捞业绩处于高速增长期，收入和净利润持续增长，且增速显著高于港股同业公司。我们认为海底捞理应享有一定估值溢价，给予 IPO 专用评级 “7”。

IPO 专用评级：7

-- 评级分为 0 至 10，10 为最高

-- 评级基于以下标准：

- | | |
|----------------|---|
| 1. 公司营运 (0-3)： | 2 |
| 2. 行业前景 (0-3)： | 2 |
| 3. 招股估值 (0-2)： | 1 |
| 4. 市场情绪 (0-2)： | 2 |

报告日期：2018-09-12

主要发售统计数字

上市日期	9 月 26 日
发行股数 (百万股)	424.53
-- 当中旧股数目及占比	0.0%
发行后总股本(百万股)	5300
发行价范围 (港元)	14.8-17.8
发行后市值 (百万港元)	78440-94340
备考预测盈利 (百万港元)	
备考预测市盈率 (倍)	
备考每股净资产(港元)	1.39-1.62
备考市净率(倍)	10.65-10.99

保荐人：招银国际、高盛

账簿管理人：中金公司、Citi、UOBKayHian

会计师：德勤

资料来源：公司招股书

李云怡

+86-21-35082067

行业分析师

liyy16@essence.com.cn

目录

1.	海底捞：中式餐饮最强王者	3
1.1	发展历程	3
1.2	财务分析	4
1.3	股权结构	5
2.	火锅：国民餐饮第一爆款	6
2.1	餐饮行业稳健增长	6
2.2	火锅是增速最快的细分赛道	7
2.3	潜在增长空间巨大	8
3.	海底捞：连住利益、锁住管理	11
3.1	运营表现优秀、服务体验出众	11
3.2	管理模式独特，快速扩张可期	12
3.3	海底捞 VS 呷哺呷哺综合对比	14
4.	估值分析	16
5.	风险提示	18

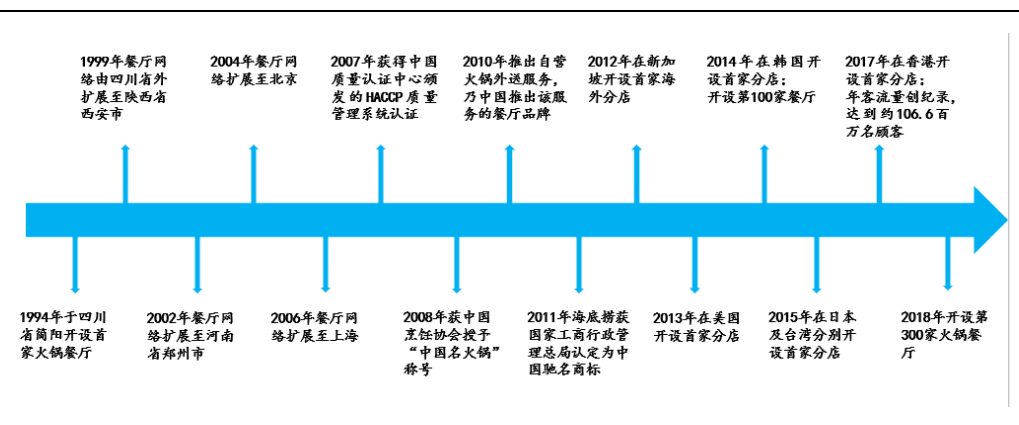
1. 海底捞：中式餐饮最强王者

海底捞是全球领先、快速增长的连锁餐饮集团，以经营川味火锅为主，其优质的服务和就餐体验在业内独树一帜，受到消费者的广泛认可，拥有极强的品牌知名度。2017 年公司收入 106.37 亿，同比增长 36.2%；年服务顾客超过 1 亿人次，同比增长 31.4%，在中国和全球的中式餐饮市场中均排名第一。

1.1 发展历程

二十四年沉淀，厚积薄发。公司发展分两大阶段：1)创业期 1994-2009 年，自创始人 1994 年在四川简阳开设第一家火锅餐厅开始，逐步在邻近省市和一线城市开店，扩张节奏较慢；2)扩张期 2010 年-至今，先后推出外卖业务、提升内地门店密度、涉足海外开店。公司经过长期沉淀，不断明确公司价值和品牌核心，以极致服务和优秀管理成为行业标杆，为海底捞餐饮帝国奠定了坚实基础。

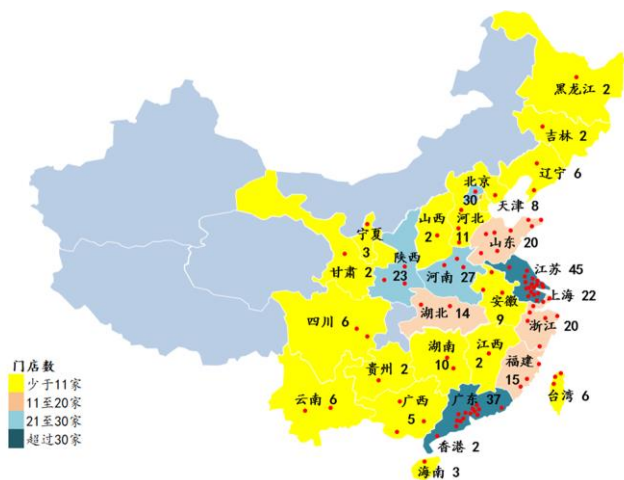
图 1：海底捞发展大事记



数据来源：招股书、安信国际

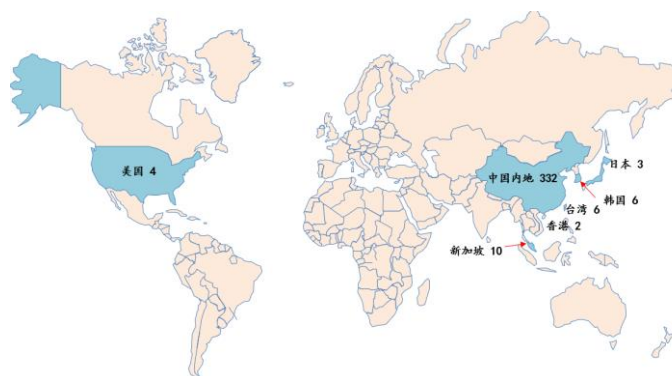
海底捞餐厅网络已覆盖中国内地所有一线城市和大部分二线城市，并陆续在港台、新加坡、韩国、日本开店。旗下拥有 363 家餐厅，其中 332 家位于中国内地，31 家位于港台及新加坡、日本、韩国等海外地区。从门店的区域分布上来看，二线城市是海底捞的主要战场。2018 年上半年一线城市门店数量 78 家，收入 18.0 亿元；二线城市门店数量 153 家，收入 34.7 亿元；三线及以下城市门店数量 85 家，收入 14.0 亿元。

图 2：内地及港台餐厅网络



数据来源：招股书、安信国际

图 3：全球餐厅网络



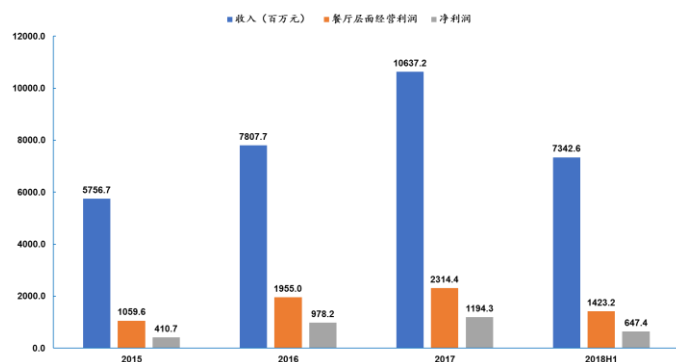
数据来源：招股书、安信国际

1.2 财务分析

餐厅网络扩张带动营收快速增长。2015-2017 三年，公司分别净增餐厅 34、30 和 97 家，收入由 2015 年 57.57 亿元增长至 2017 年 106.37 亿元，复合年增长率 35.9%；餐厅层面经营利润由 2015 年 10.60 亿元增长至 23.14 亿元，复合年增长率 47.8%。2018H1 扩张提速、净增餐厅 68 家，收入 73.42 亿元，同比大幅增长 54.4%；餐厅层面经营利润 14.2 亿元，增长 35.2%。

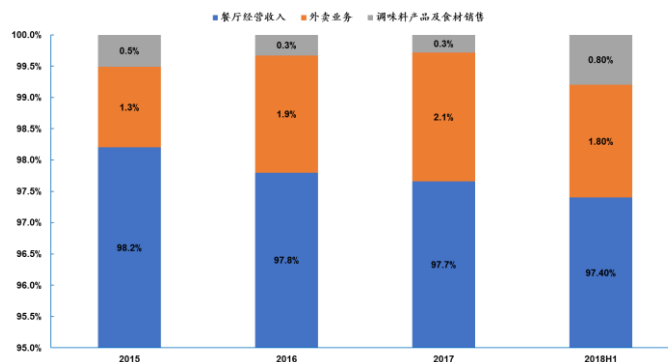
营收多元化探索。公司自 2010 年开始外卖业务，是业内首家推出自营火锅外卖业务的火锅品牌，实现快速增长，2017 年外卖收入贡献占比稳步提升至 2.1%。公司亦在餐厅销售调味品和食材，收入占比约 0.3%。

图 4：营收快速增长



数据来源：招股书、安信国际

图 5：收入构成



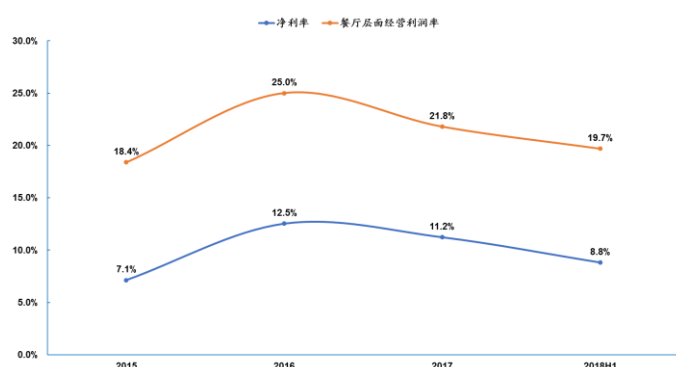
数据来源：招股书、安信国际

成本方面以食材和人员成本为主。与一般餐饮企业相仿，公司成本主要包括原材料及易

耗品成本（食材、纸巾等）、员工成本、租金、水电费用、折旧摊销等，其中原材料成本占 47.4%，员工成本 34%，对公司盈利能力产生直接影响。这是由餐饮行业自身劳动密集性的属性决定的。

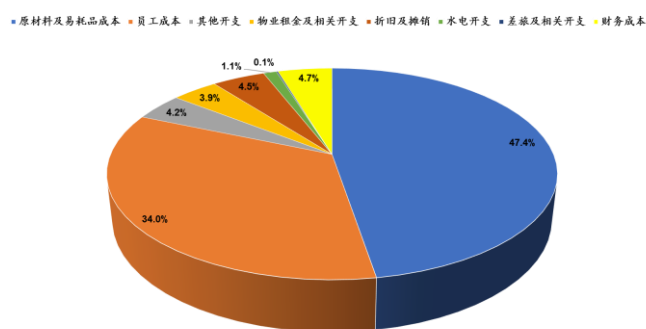
利润率略有波动，员工成本显著上升。2015-2018H1 公司餐厅层面经营利润率和净利率呈现先升后略降的态势，主要是受到食材成本和员工成本变动的影响。随着近两年开店节奏加快，员工成本率由 26.2% 上升至 30%。由于现金流较好，杠杆率低，公司财务费用率保持低位。

图 6：利润率波动



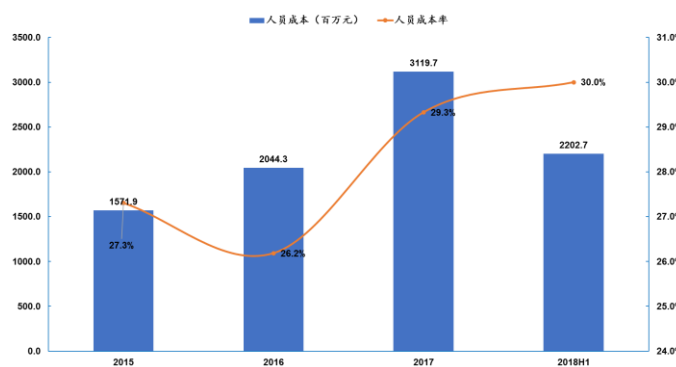
数据来源：招股书、安信国际

图 7：成本构成



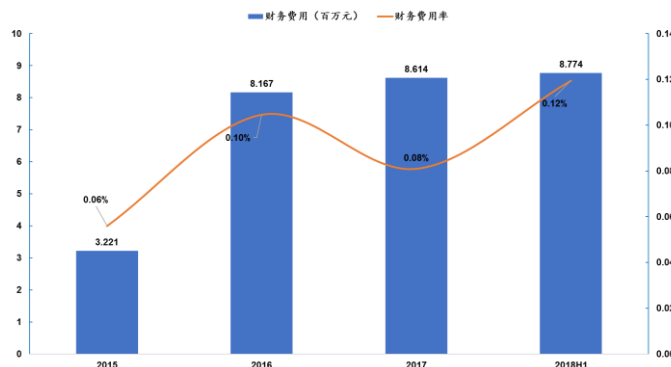
数据来源：招股书、安信国际

图 8：海底捞员工成本率



数据来源：招股书、安信国际

图 9：海底捞财务费用率

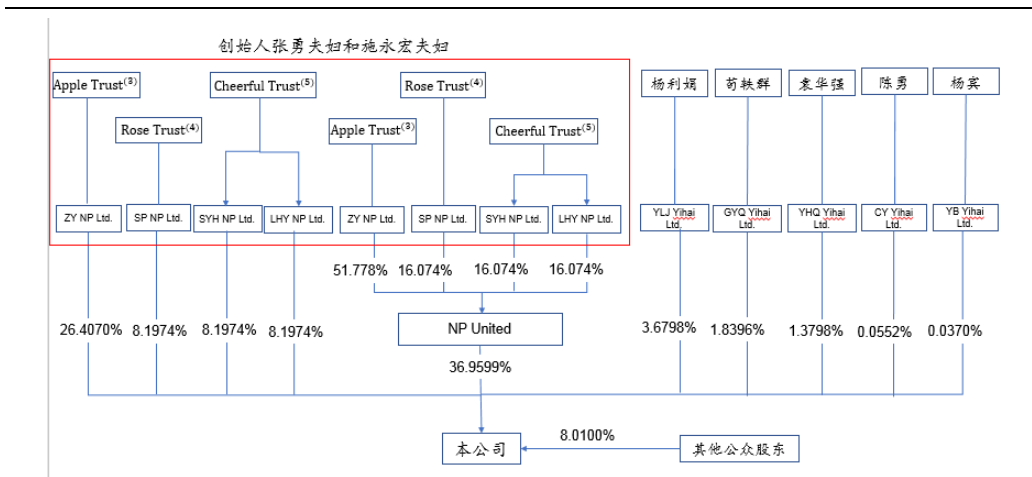


数据来源：招股书、安信国际

1.3 股权结构

公司股权集中。创始人张勇夫妇和施永宏夫妇持股比例 85%，本次公开发行股权比例不到 10%，比例较低。参与的基石投资者阵容强大，包括高瓴、景林、摩根士丹利资管、Snow Lake 和 Ward Ferry 共计认购 3.75 亿美元，约占 IPO 发行规模的 40%。比例上高于常规 IPO 的 20~30%，相应减少了国际配售和零售配售的供应。

图 10：海底捞股权结构



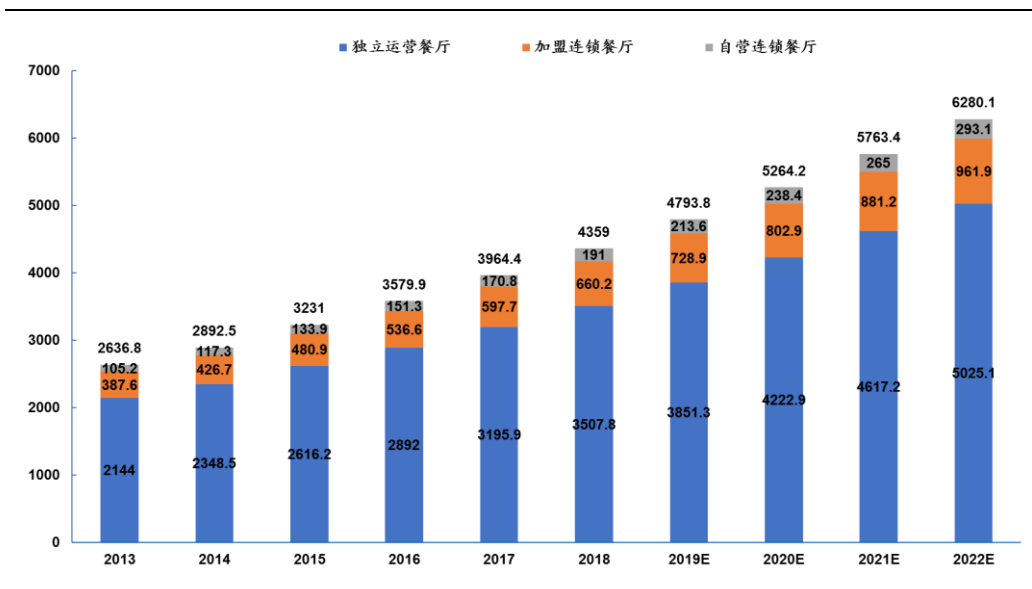
数据来源：招股书、安信国际

2. 火锅：国民餐饮第一爆款

2.1 餐饮行业稳健增长

国内餐饮行业近年保持稳步快速增长。餐饮行业经过多次结构调整和行业洗牌，逐步回归大众市场，激发了大量潜在消费需求。受益于经济增长、居民消费升级和城镇化率提高，行业整体呈现出欣欣向荣、升级发展的态势。整体行业规模由 2013 年 26368 亿元增长至 2017 年 39644 亿元，复合年增长率 10.7%，据 Frost&Sullivan 估算，2022 年有望达到 62800 亿元。

图 11：餐饮行业规模



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

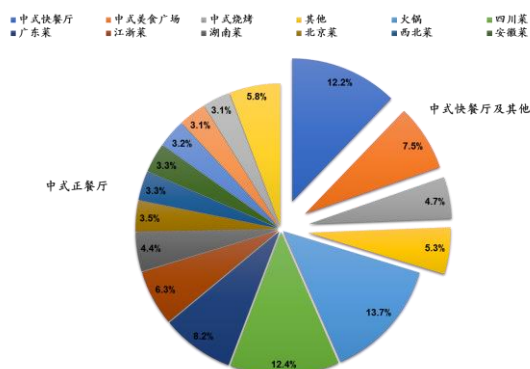
自营连锁餐厅日趋流行。国内餐饮市场集中度极低，以独立营运餐厅为主流，2017 年自营连锁餐厅市场份额仅 4.3%。随着消费者更加重视食品安全、食物与服务质量，具备品牌声誉的自营连锁餐厅凭借其更优的食品安全控制、优秀的供应链管理和强大的资本平台，能够实现更快速的扩张与增长。据 Frost&Sullivan 估算，2017-2022 年自营连锁餐厅复合年增长率为 11.4%，优于加盟连锁餐厅（10%）和独立营运餐厅（9.5%）。

2.2 火锅是增速最快的细分赛道

火锅是餐饮服务市场第一大品类。中式餐饮（包含正餐及快餐）在国内餐饮市场占据绝对主流，2017 年市场份额 80.5%。而中式餐饮的最大爆款正是火锅，在中式餐饮市场占据 13.7% 市场份额。根据美团点评数据，全国共计有 35 万家火锅店，营业额达 4362 亿元，堪称当之无愧的国民爆款。

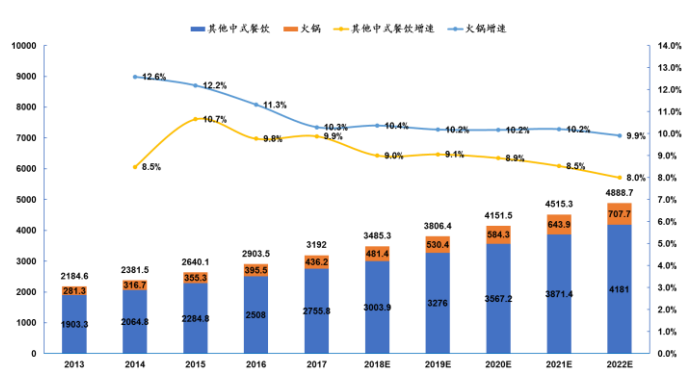
火锅亦是增速最快的餐饮品类。2017-2022 年，火锅市场规模将由 4362 亿元增长至 707.7 亿元，复合年增长率 10.2%，明显高于其他中式餐饮增速 8.9%。据中国烹饪协会数据，火锅业态是唯一平均单店收入、平均坪效和净利润率保持正向增长的餐饮业态，在全国餐饮百强名单中火锅品类占据近 1/3。

图 12：中式餐饮市场份额



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

图 13：火锅 VS 其他中式餐饮规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

那么，为何火锅能在博大精深的中式餐饮中脱颖而出成为增速最快的爆款呢？我们认为，这是由火锅行业自身属性决定的。具体表现在：

- 火锅消费口味多样，在全国范围内有广泛消费基础。**火锅是最具代表的中式菜品之一，拥有超过 1700 年历史，主要是以汤底慢煮加入各类食材直接在餐桌上烹饪。火锅具备形式随意、气氛热烈、原料丰富多样、食材新鲜健康的特点，可以根据个人偏好调整口味，自主选择食材、蘸料进行搭配，迎合不同区域、不同口味的消费者需求；并且就餐方式自带社交元素，非常适合亲友聚会等社交场合，深受大众喜爱。

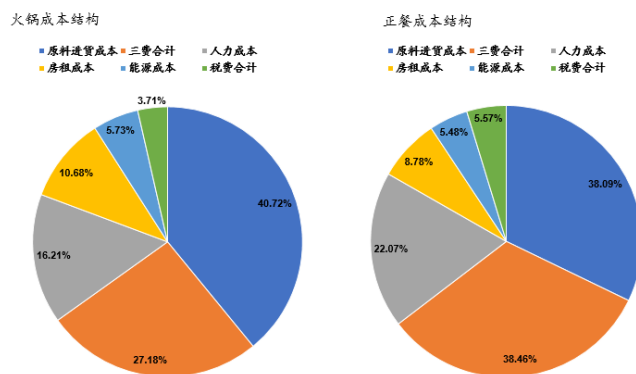
从全国范围来看，火锅餐厅在大多数省市的渗透率均超过 5%，四川、重庆、甘肃、陕西等地在 10%以上。各地在口味有一定差异，主要分为川式、粤式和蒙氏三大类别，其中最受欢迎的川式火锅占据 64.2%市场份额。

图 14：火锅具备广泛的消费基础



数据来源：美团点评、安信国际

图 15：火锅 VS 中餐正餐餐饮成本结构



数据来源：中国饭店业协会、安信国际

- 2) **火锅标准化程度高，便于快速复制、连锁经营。**与其他烹饪环节复杂的中餐品类相比，火锅业态最突出的特点是生产加工环节少，菜品、底料和调料都可以通过中央厨房体系实行集中采购、统一配置。一方面能够有效保证产品的稳定性与一致性，实现制作和消费环节的标准化；另一方面节省了大量人工费用，火锅行业人力成本占比仅 16.2%，远低于正餐平均（22.1%）。我们认为，火锅与西式快餐具备相似基因：标准化程度高、便于复制推广、人力成本可控、运转效率高。火锅品类在未来一段时间将领先行业，保持快速发展。

图 16：火锅 VS 西式快餐综合比较

	火锅	西式快餐
菜品口味	多样化，可自选锅底、蘸料和配菜	个性定制，选配菜和蘸酱
人员配备	基本不需要厨师，后厨多配备洗菜、切菜人员	完全按配方标准化制作，操作简单
食材调料	中央厨房统一配送	统一采购配送
服务人员	对人员烹饪技能要求低，数量少于传统正餐	数量少于传统餐厅

数据来源：安信国际

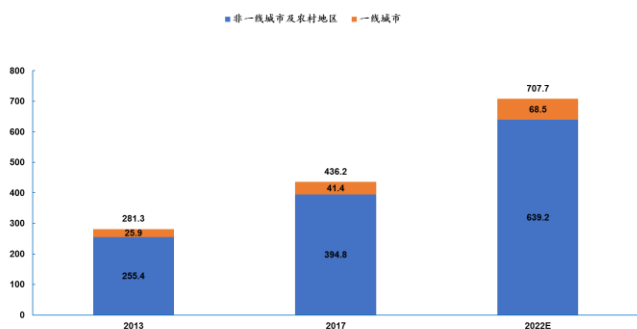
2.3 潜在增长空间巨大

- 1) **一线城市增长快，非一线城市和农村地区空间大。**一线城市人民收入高且生活节奏快，外出就餐需求旺盛，推动火锅市场快速增长，预计复合年增长率 10.6%，略高

于非一线及农村地区 10.1%。但从市场规模看，非一线及农村地区占到中国火锅市场 90%以上，随着当地收入提高、城镇化不断深入，这些地区的火锅市场拥有极大的增长空间。

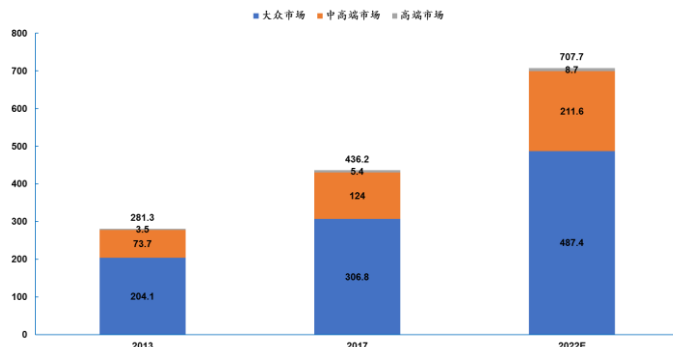
- 2) **城镇化和消费升级驱动中高端市场快速增长。**消费者拥有更高消费能力，重视食材品质、餐厅环境和服务体验。2013-2017 年中高端火锅（人均消费 60-200 元）餐厅市场复合年增长率 13.9%，高于高端市场（10%）和大众市场（9.7%）。

图 17：一线 VS 非一线火锅市场规模



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

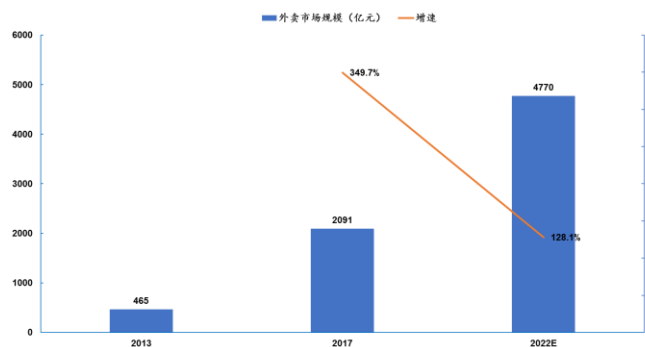
图 18：中高端 VS 高端/大众火锅市场规模



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

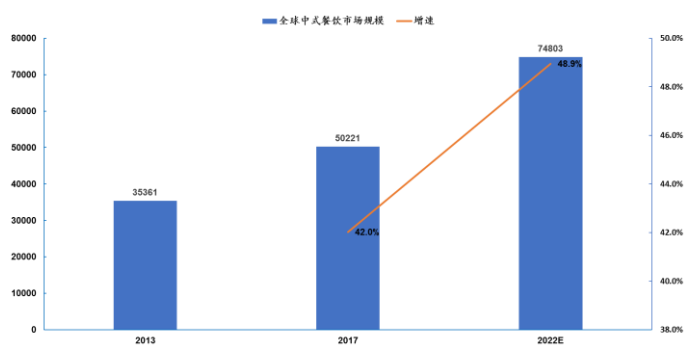
- 3) **火锅外卖成为新的增长机会。**近年移动互联网和线上外卖平台日益普及，年轻群体就餐偏好发生一定变化，国内外卖服务市场强劲增长。2017 年全国外卖市场规模 2091 亿元，占总餐饮市场规模的 5.3%。为了迎合消费者偏好，以海底捞为代表的知名火锅餐厅推出外卖服务，但火锅外卖业务对食材新鲜度、品控和标准化操作有较高要求，仅有少数餐厅具备提供外卖服务的能力。

图 19：外卖服务市场规模



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

图 20：全球中式餐饮市场规模

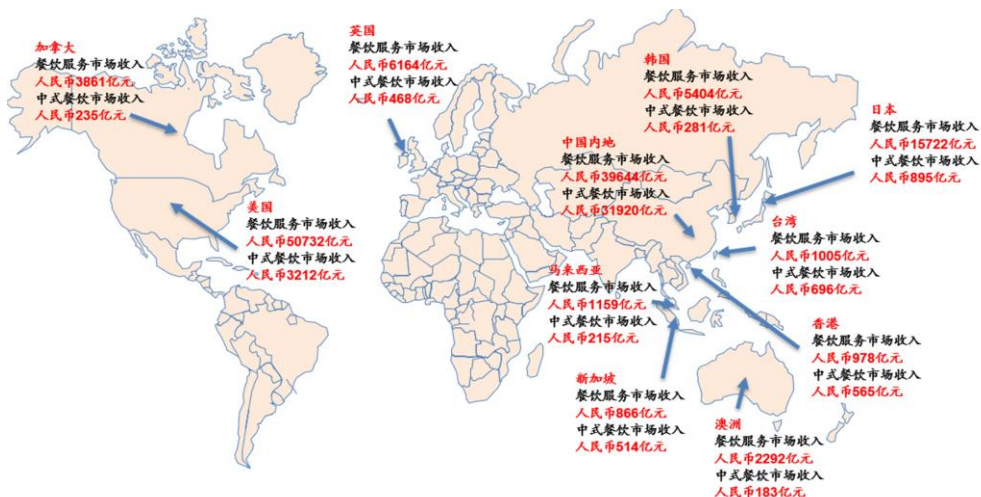


数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

- 4) **看好火锅餐饮海外扩张。**由于历史文化渊源等影响，中式餐饮在东亚、东南亚等华人众多的国家占据优势地位。随着全球范围内中式餐饮受欢迎程度稳步提升，2017 年市场规模 50221 亿元，按 8.3% 的复合年增长率 2022 年将达到 74803 亿元。由于

火锅口味丰富多样、可灵活调整的特点，我们认为火锅将成为中式餐饮海外扩张的领头羊。

图 21：全球主要国家中式餐饮市场规模



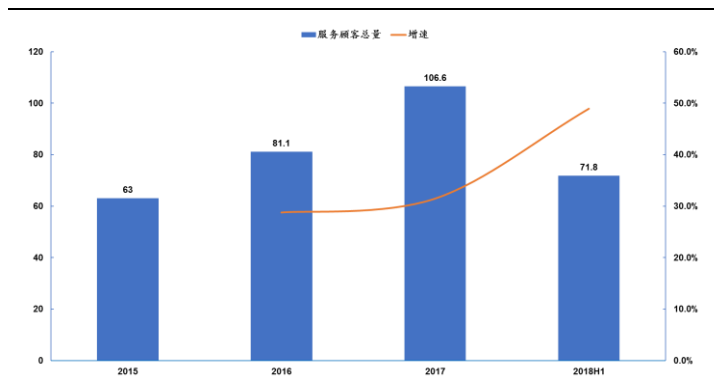
数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

3. 海底捞：连住利益、锁住管理

3.1 运营表现优秀、服务体验出众

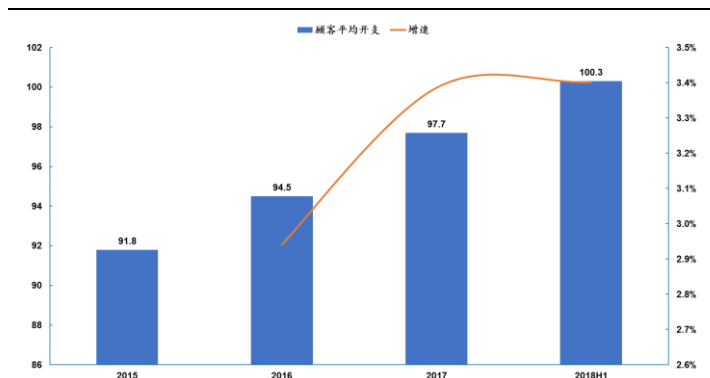
餐厅各项运营指标亮眼，高翻台率领先同行。2017 年服务客户总量突破 1 亿人次，集中在一二线城市。人均消费平稳增长，由 2015 年 91.8 元提升到 2018H1 100.3 元。翻台率表现尤为突出，2018H1 整体翻台率 4.9 次/日，二线城市达到 5.1 次/日，在餐饮行业处于非常高水平，主营小火锅的呷哺呷哺仅 2.8 次/日，高翻台率能够直接提升餐厅的运转效率，提升盈利能力。过去三年，公司整体同店增速相对稳定在 14% 左右。

图 22：服务客户总量



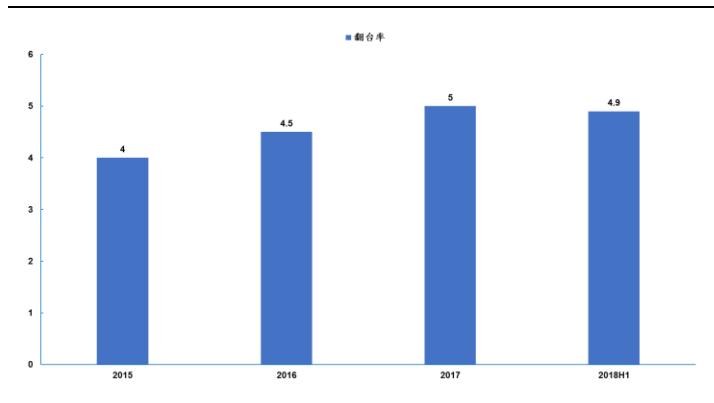
数据来源：招股书、安信国际

图 23：人均开支



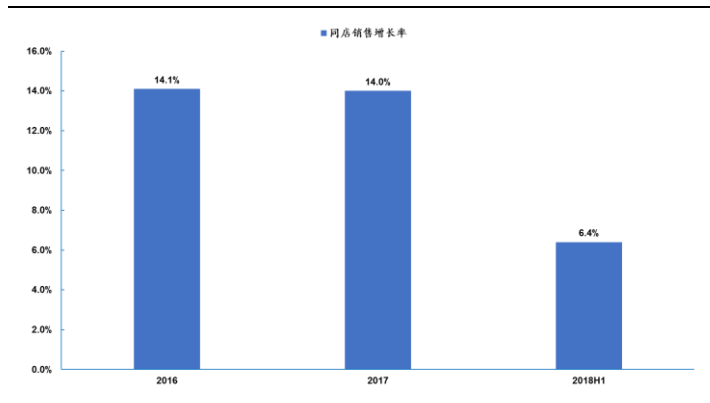
数据来源：招股书、安信国际

图 24：翻台率



数据来源：招股书、安信国际

图 25：同店增长



数据来源：招股书、安信国际

优秀运营数据来源于出色的服务体验。海底捞以其贴心、周到的个性化服务而声名远播。等位过程中提供诸如免费茶水饮料、免费小吃、免费擦鞋、免费美甲、免费按摩等多种增值服务，用餐时员工主动询问、添加饮料、帮下菜品，提供围裙、手机套、眼镜布等。公司亦鼓励员工进行创意服务，满足顾客特殊需求，例如“一个人的饭局不代表寂寞”，当一个人吃海底捞时，服务员会在对面放个娃娃；为幼儿顾客提供婴儿床服务等。

从餐厅运营角度分析，增值服务让顾客愿意接受长时间排队等位，服务员主动服务加快了顾客用餐节奏，两者均有助于提升餐厅翻台率。个性化的创意服务可以引发 UGC 口碑

传播，进一步强化顾客对海底捞出色服务的认知度，提升顾客用餐频次。根据 Frost&Sullivan 市场调查，海底捞在中式餐饮品牌的就餐体验中排名首位。

图 26：服务体验出众

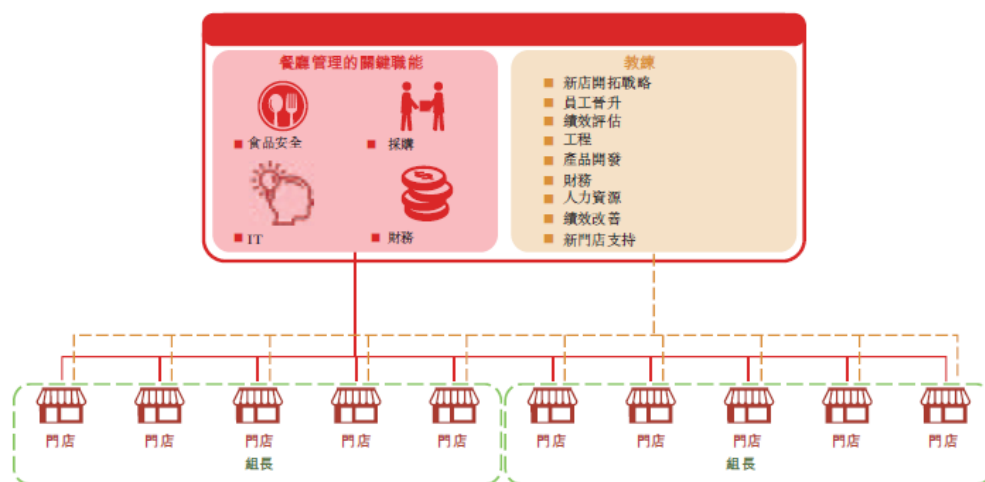


数据来源：招股书、安信国际

3.2 管理模式独特，快速扩张可期

扁平化管理。总部管控食品安全、供应商管理、法律、IT、财务和扩张策略等关键环节，门店店长在餐厅日常运营上拥有高度自主权，教练团队在新店开拓、绩效评估、员工晋升等方面向店长提供指导和建议，邻近区域餐厅（5-18 家）组成抱团小组，共享区域内信息资源、互相提供支持。

图 27：组织架构



数据来源：招股书、安信国际

师徒制裂变式发展。师徒制是公司自下而上发展战略的核心。每位新员工入职配备一位师傅，由师傅提供入职培训并定期提供指导和支持，徒弟由师傅推荐提名晋升为店长，在师傅的支持下负责新餐厅的开设。为鼓励师傅培养徒弟，公司薪酬体系实行师傅与徒弟的利益绑定，店长不仅可以对自己的店有业绩提成，还可以从徒弟、徒孙的门店获得更高比例的业绩提成。店长有充足动力管理好自己门店的同时，尽可能多地培养徒弟店长，带领指导他们开拓新门店，由此实现“师傅-徒弟-徒孙”快速裂变式发展。

图 28：师徒制薪酬体系

店长可获得本店业绩提成或加上其徒弟、徒孙的门店业绩提成中的较高者	
选项A	获得其管理餐厅利润的2.8%
选项B	获得其管理餐厅利润的0.4%
	加上其徒弟餐厅利润的3.1%
	以及徒孙餐厅利润的1.5%

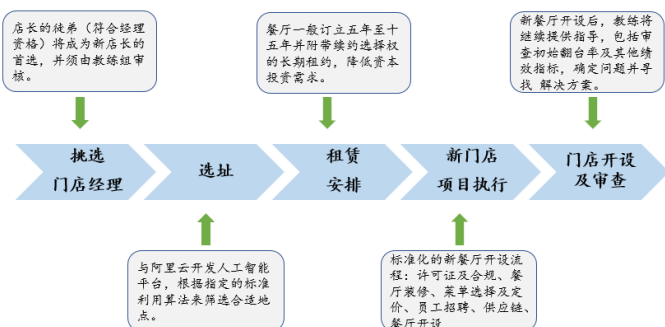
数据来源：招股书、安信国际

柔性指标、严格考核。业绩考核不以门店经营或财务指标为标准，而是重视顾客满意度和员工努力程度。每个季度，公司委派神秘嘉宾前往门店就餐体验并进行评级，主要参考服务质量、服务员的敬业程度、食物质量和餐厅环境。门店按照考核分 A/B/C 三级：A 级店长的徒弟在开店方面享有优先权，C 级店长需接受教练的管理培训，下季度不能开设新店。一旦发生食品安全事故，自动评为 C 级。公司通过严格考核体系实现了门店扩张与管理风险两者的平衡。

快速扩张可期。我们认为公司后续开店有强大的增长势能，具体表现在三方面：

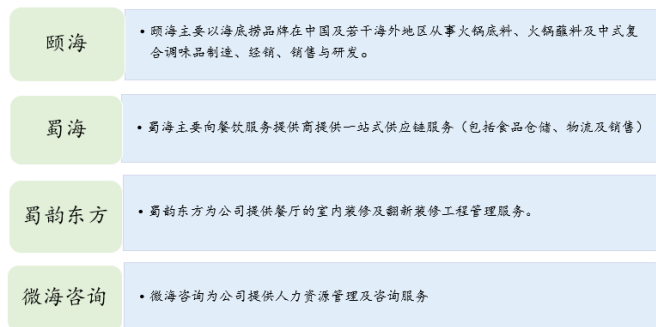
- 1) 人才储备丰富。重视内部培养选拔，通过师傅提名推荐徒弟参与“海底捞大学”的培训课程，成为公司储备店长，目前公司拥有 200 多名储备店长；
- 2) 开店流程高度标准化。总部和教练组根据师傅推荐意见选择新店长，借助人工智能算法选址和租赁协商，新店长负责餐厅装修、菜单选择、员工招聘等执行环节，初开业期由教练团队进行指导和审核；
- 3) 产业链布局成熟。公司创始人陆续成立多家公司为海底捞提供专业服务：底料生产（颐海集团）、食材加工+仓储物流（蜀海集团）、门店施工（蜀韵东方）、人力管理咨询（微海咨询）。成熟完善的上下游产业链体系帮助海底捞提升运营效率，实现规模化增长。

图 29：标准化开店流程



数据来源：招股书、安信国际

图 30：完善的产业链布局



数据来源：招股书、安信国际

3.3 海底捞 VS 呷哺呷哺综合对比

海底捞与已上市 4 年的呷哺呷哺都是主营火锅的餐饮企业，都是依靠直营店扩张网络，业务经营具备高度相似性。我们在此对两家公司餐厅运营、财务表现进行综合对比。

1. 运营分析

- 餐厅面积：海底捞门店分旗舰店（>900 平）、Mall 店和社区店（300-400 平）；呷哺门店相对较小（200-300 平居多）。
- 菜品种类：海底捞 SKU 较多，8 大类覆盖 60-80 种食材，20 多种蘸料；呷哺偏少。
- 人均消费：两家公司面向不同客户群形成鲜明的价格带占位。海底捞定位正餐，人均消费 90-100 元；呷哺定位自助快餐，走中低平价路线，平均 50 元左右。

图 31：海底捞 VS 呷哺呷哺运营

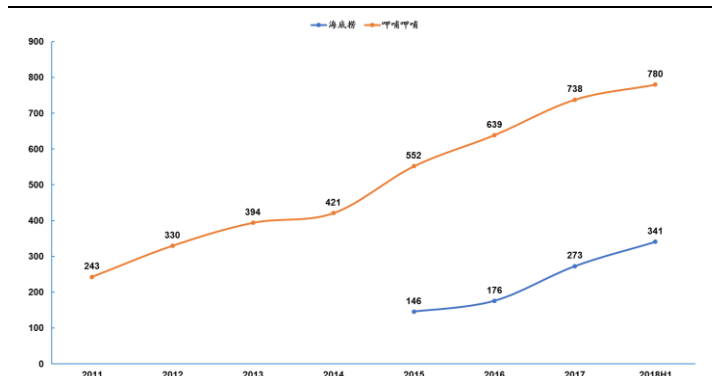
餐厅品牌	海底捞	呷哺呷哺
现有门店数量	341	759
2017 年服务客量	10660 万	8000 万
翻台率	4.9	2.8
人均消费	100.3	52.2
直营餐厅面积	大陆店 600~1000 平，海外店 375~750 平，社区店 300~400 平，每桌 2~8 人	200~300 平，每桌 1~3 人
菜品 SKU 种类	8 大类 60~80 种食材全覆盖，20 多种蘸料调味料	较少
新店资本开支	800~1000 万	120~150 万
投资回报周期	1~3 个月盈亏平衡，6~13 个月现金投资回本	3 个月收支相抵，14 个月现金投资回本

数据来源：招股书、年报、安信国际

- 新店资本开支：海底捞 800-1000 万左右，呷哺 120-150 万左右。

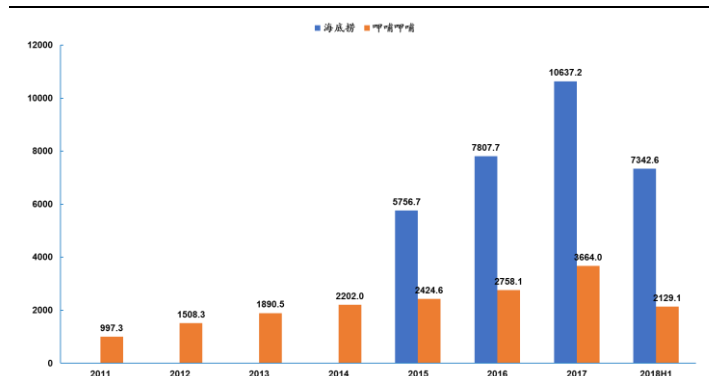
- 投资回报周期：根据 Frost&Sullivan 数据，行业一般水平为 3-6 个月实现收支平衡，15-20 个月现金投资回本。两家公司投资回报周期明显短于行业平均，符合我们对火锅成本可控、运转效率高的判断。
- 门店扩张：海底捞门店扩张和增速持续加大，2018H1 净增 68 家；呷哺呷哺门店数量增长较为平缓，每年新增 80-100 家，上半年净增 42 家。

图 32：门店数量



数据来源：招股书、年报、安信国际

图 33：收入规模

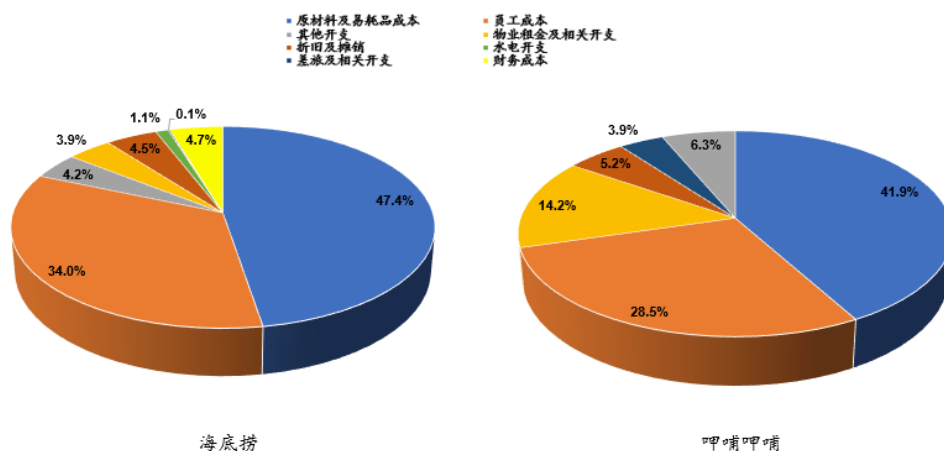


数据来源：招股书、年报、安信国际

2. 财务分析

- 收入规模：海底捞是全国首家收入破百亿的火锅餐厅，受门店加速扩张带动，近三年收入复合年增长率海底捞 35.9%，高于呷哺 20%。2018H1，海底捞收入大幅增长 54.4%，呷哺 35.1%。

图 34：成本结构



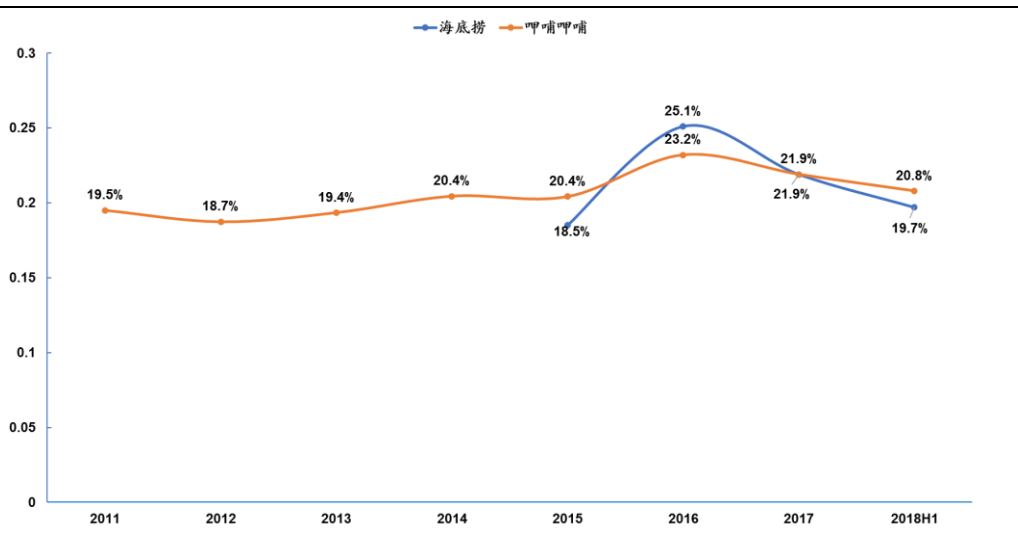
数据来源：招股书、年报、安信国际

- 成本结构：食材和人工是火锅行业成本的两座大山。因服务定位差异，海底捞人员成本明显高于呷哺。租金方面海底捞依靠其强势品牌占据一定优势，占比 3.9%，而

呷哺租金占比高达 14.2%。从费用端看，呷哺广告营销费用明显高于海底捞，反映了低端定位火锅店需要依靠广告和促销手段维持客流，同时表明了海底捞自带品牌认知度和顾客黏性的突出优势。

- 利润水平：虽然两家公司经营模式差异很大，经营利润水平较为接近，呷哺餐厅层面经营利润率平稳，海底捞因加速扩张，人员成本上升较快对利润率有所拖累。

图 35：餐厅层面经营利润率



数据来源：招股书、年报、安信国际

4. 估值分析

根据招股定价 (14.8-17.8 港元) 和 2017 净利润人民币 1194.34 百万元计算 (按每 1.15 港元兑 1 人民币计算)，发行后市值 784.4-943.4 亿港元，对应公司 2017 年全面摊薄 PE 为 57.1-68.7 倍。

图 36：可比同业分析

股票代码	公司	股价	市值 (百万)	P/E			P/B		股息率	ROA	ROE
				17A	18E	19E	17A	18E			
6862 HK Equity	海底捞	14.8-17.8	78440-94340	57.1-68.7	-	-	10.7-11	-	-	-	-
A股											
000721 CH Equity	西安饮食	4.29	2185.9	-	146.0	109.5	3.3	-	-	-1.1	-1.7
002186 CH Equity	全聚德	12.98	3997.7	29.2	25.1	22.6	2.7	-	3.9	6.7	9.8
603043 CH Equity	广州酒家	25.09	9998.9	27.6	24.0	19.7	5.9	5.0	1.1	16.5	21.0
平均值				28.4	65.0	50.6	4.0	5.0	2.5	7.4	9.7
港股											
520 HK Equity	呷哺呷哺	10.08	10908.3	21.6	18.3	14.6	4.6	4.1	2.2	16.6	23.6
341 HK Equity	大家乐集团	17.9	10504.6	22.7	20.0	18.7	2.9	3.1	4.5	11.6	15.6
1314 HK Equity	翠华控股	0.83	1157.2	14.4	11.7	8.2	1.0	0.8	6.1	6.3	7.6
1181 HK Equity	唐宫中国	1.25	1335.8	10.6	10.0	8.4	2.5	2.7	11.9	13.0	27.7
538 HK Equity	味干 (中国)	3.27	3514.8	-	13.6	12.7	1.1	1.0	3.4	7.5	7.7
52 HK Equity	FAIRWOOD HOLD	28.8	3669.9	16.8	13.6	12.3	4.8	4.6	5.1	20.1	34.5
平均值				17.2	14.5	12.5	2.8	2.7	5.5	12.5	19.4
海外											
MCD US Equity	麦当劳	165.07	127712.3	22.9	21.5	20.1	-	-	2.5	17.8	-128.4
DPZ US Equity	达美乐披萨公司	293.78	12001.6	40.2	34.4	30.1	-	-	0.8	38.7	-12.5
SBUX US Equity	星巴克 - T	54.97	74362.4	22.2	22.9	20.9	18.9	15.1	2.3	27.6	69.2
YUMC US Equity	百胜中国控股有限公司	36.86	12240.9	18.2	21.4	19.5	4.1	3.9	1.3	14.6	20.5
平均值				25.9	25.0	22.6	11.5	9.5	1.7	24.7	-12.8

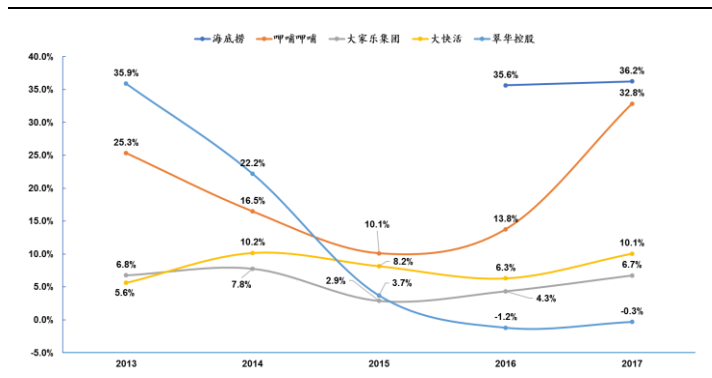
数据来源：Bloomberg、安信国际

我们选取了餐饮行业的港股、A 股和海外公司进行横向比较，并结合业绩成长性分析：

- 直接对标的呷哺呷哺 2018H1 净利润增速 11.1%，2018PE18 倍，2019PE14 倍。其他港股餐饮标的大家乐、大快活、翠华最近期净利润仅有单位数增长甚至负增长，对应 2018PE 分别为 20 倍、14 倍和 12 倍。
- 美股餐饮标的中，成熟增长期的麦当劳 2018PE22 倍，星巴克 23 倍；高速增长的达美乐披萨则有 34 倍。
- 海底捞业绩处于高速增长期，收入和净利润持续增长，增速显著高于港股同业公司。2015-2017 年收入增速保持在 35%以上，2017 年利润增速受高基数和人员成本上升的影响下滑至 22.1%，但在餐饮企业净利润增速普遍下滑的情况下，海底捞较同业公司仍有显著优势。

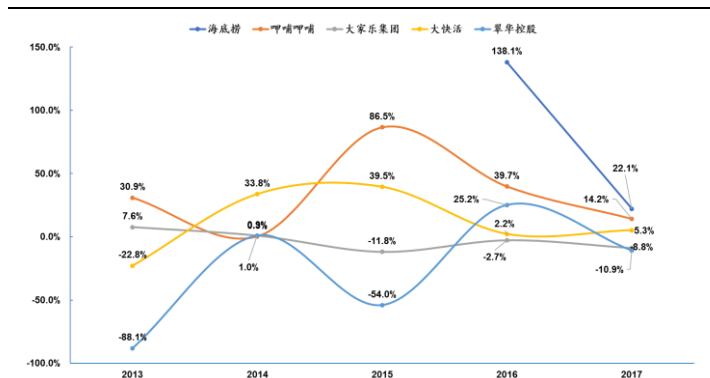
我们认为海底捞理应享有一定估值溢价，给予 IPO 专用评级“7”。

图 37：港股餐饮公司收入增速对比



数据来源：招股书、年报、安信国际

图 38：港股餐饮企业利润增速对比



数据来源：招股书、年报、安信国际

5. 风险提示

- 快速扩张相关的运营风险。加速开设新餐厅对运营管理、食品安全、菜品质量一致性、店长人才储备和供应链管理都会造成较大压力。
- 门店扩张速度不及预期。新餐厅开设涉及到选址、租约安排、政府许可批准、员工招聘等诸多不确定因素。
- 消费者口味和用餐喜好发生变化。餐饮行业竞争激烈，如果公司未能及时预测并应对消费者偏好的变化，可能导致客流量下滑。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。



地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010