

# 餐饮旅游

# 行业深度分析

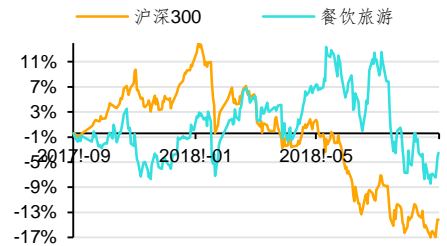
## 海底捞：看火锅一哥如何征服国人的胃？

 投资评级 **同步大市-A 维持**

### 投资要点

- ◆ **餐饮行业痛点分析：**1)、标准化、规模化难：餐饮行业门槛低、竞争激烈，国内上市的中餐企业屈指可数；难在中餐对厨师的依赖水平较高，且供应链管理存在难度；2)、重口难调：酸甜苦辣咸，人各有爱；餐饮消费呈现粘性低、回头客少的特征；3)、食品卫生安全难以保障：食品卫生安全是餐饮企业的生命线，但行业内该类事件时有发生，影响消费者对餐饮从业者的信任。
- ◆ **火锅是个好赛道：**1)、易标准化、规模化：火锅三要素(锅底/蘸料/食材)均可实现标准化，是不依赖于厨师的餐种；火锅可借助中央厨房，保障新鲜食材配送至门店，使得火锅店可以快速复制；2)、成瘾性强：火锅的麻辣能产生内啡肽类物质，易上瘾；3)、社交属性强：火锅店营业时间长(海底捞大多门店营业时间9:00-次日早上7:00)，为都市青年提供良好的休闲放松场所；4)、火锅是盈利水平最好的餐种：2017年火锅行业的整体坪效、净利率分别为2.63万/平、11.76%，远高于其他餐种(1-2.5)万/平、6%-8%的净利率水平。
- ◆ **海底捞为何晋升为火锅一哥：**1)、靓丽的财务数据。2015-2017年收入/利润CAGR分别为36%/70%，高客单价(2018H1为96.6元)、高同店增长(2016、2017年YOY均为14%)、高翻台率(5次)；2)、业务模式独特。存货及供应链置于关联方体内，高资产周转率、高杠杆率推高ROE水平，2017年达109%；3)、就餐体验堪称完美。海底捞致力于为顾提供超预期的服务，远不止餐厅卫生、菜品味道以及上菜速度这些；鼓励员工服务创新，同时放权给员工，普通员工在适当条件下甚至可以给顾客买单；4)、管理机制简单，激励效果好：扁平化的组织架构提升公司的执行效率，并辅以公平的晋升机制和薪酬机制，使得员工和顾客这两类最重要的群体需求得到满足。
- ◆ **海底捞的发展空间：**1)、拓店。2017年底有273家门店，2018年计划新开180-220家门店；IPO募资净额的60%用来开店，预计未来三年海底捞门店扩张将加速；2)、同店增长。提升经营效率、提高翻台率以及提高客单价；3)、外卖业务。目前在45个城市推出外卖，未来随着门店的渠道下沉继续扩大外卖覆盖范围。
- ◆ **投资建议：**预计公司2018-2020年营业收入分别为169.26亿、283.57亿、426.20亿，净利润分别为15.78亿、27.91亿、44.47亿。结合海底捞未来三年的成长性(预测2018-2020年净利润复合增速约60%)，给与其2019年25X-30X动态PE，合理估值应在698亿RMB-837亿RMB。
- ◆ **风险提示：**门店扩张过快导致管理、服务水平降低；餐饮行业卫生安全问题；关联方交易占比过高；宏观经济下滑影响居民餐饮消费。

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.14	-1.27	10.66
绝对收益	-0.36	-9.14	-3.09

分析师

齐莉娜

 SAC 执业证书编号：S0910518070001  
 qilina@huajinsc.cn  
 021-20377037

### 相关报告

- 餐饮旅游：餐饮旅游2018半年报：业绩平稳增长，关注细分行业龙头 2018-09-02
- 餐饮旅游：2018H1国内游平稳增长、入境游稳中有降、出境游反弹明显，旅游景气度不减 2018-08-23
- 餐饮旅游：乡村振兴战略全面推进，乡村旅游迎来发展新机遇 2018-07-17
- 餐饮旅游：餐饮旅游17年报&18Q1季报总结：把握细分行业优质龙头 2018-05-03
- 餐饮旅游：海南将建全岛自贸区，重点关注离岛免税放开政策 2018-04-16

## 内容目录

一、餐饮行业痛点分析 .....	6
1.1、餐饮业痛点之一：难标准化、规模化.....	6
1.2、餐饮业痛点之二：众口难调，消费粘性低 .....	6
1.3、餐饮业痛点之三：食品安全难以保障.....	7
二、为什么火锅是个好赛道？ .....	8
2.1、火锅是个好赛道：易标准化、规模化.....	8
2.2、火锅是个好赛道：成瘾性强、口味可调 .....	8
2.3、火锅是个好赛道：社交属性强 .....	10
2.4、火锅是个好赛道：盈利状况好于其他餐种 .....	10
三、为什么海底捞从众多火锅品牌中脱颖而出？ .....	11
3.1、餐饮行业增速回升，自营连锁品牌扩张较快 .....	11
3.2、海底捞——当之无愧的火锅一哥.....	14
3.3、财务数据亮眼，门店加速拓展 .....	16
3.4、业务模式：供应链置于体外，专注餐厅经营主业.....	21
3.4.1、颐海国际：国内中高端火锅底料龙头 .....	21
3.4.2、蜀海供应链：领先的餐饮供应链服务商 .....	22
3.4.3、供应链置于体外关联方推高 ROE 水平 .....	24
3.5、海底捞管理模型分析.....	25
3.5.1、服务铸就品牌，就餐体验堪称完美 .....	26
3.5.2、公平的晋升+薪酬制度，激励效果好 .....	27
3.5.3、海底捞扩张秘籍：解决好顾客和员工两类人需求.....	28
3.5.4、扁平化组织架构：高透明度、高执行效率 .....	29
3.6、成本费用分析：原料+员工占比超 70%，租金占比低 .....	30
四、IPO 募投介绍：加大拓店、提升顾客体验、偿还贷款 .....	32
五、海底捞的发展空间分析 .....	33
5.1、开店拓展：国内加速拓店，国外积极扩张 .....	33
5.2、同店增长：量(翻台率)、价(客单价)均有提升空间 .....	34
5.3、海底捞外卖——火锅界探路者，服务、体验同样完美 .....	34
六、盈利预测.....	36
七、风险提示.....	37

## 图表目录

图 1：2017 年国内新增和关闭餐厅门店数量(万个).....	6
图 2：国内餐饮企业上市市值情况(亿) .....	6
图 3：国人偏爱的味道排名 .....	7
图 4：国人最偏爱的十大中国菜系 .....	7
图 5：2018 年中国消费者选择餐厅时的主要考虑因素 .....	7
图 6：海底捞放开厨房参观制度 .....	7
图 7：火锅三要素：锅底、蘸料、食材 .....	8
图 8：中央厨房供应系统.....	8
图 9：国人偏爱的味道排名 .....	9
图 10：国人最偏爱的十大中国菜系 .....	9

图 11: 中国火锅六大派系 .....	9
图 12: 望湘园营业时间(左)和海底捞营业时间(右).....	10
图 13: 国内餐饮收入 2010 年以来增速明显放缓 .....	11
图 14: 2015 年起餐饮行业收入增速重回社零总额增速之上 .....	11
图 15: 国内餐饮行业规模统计(十亿) .....	12
图 16: 分不同类型餐厅复合增速情况 .....	12
图 17: 2017 年国内中餐市场占比(按 2017 年收入计) .....	12
图 18: 火锅与其他中式餐饮市场规模(十亿元) .....	13
图 19: 火锅与其他中式餐饮增长情况 .....	13
图 20: 按每位顾客人均消费水平划分的火锅餐厅市场明细(十亿) .....	13
图 21: 不同火锅市场规模增速情况 .....	13
图 22: 过去两年国内火锅门店数量 .....	14
图 23: 不同餐饮类型餐厅数量占比 .....	14
图 24: 海底捞发展重大历程 .....	16
图 25: 公司近三年收入保持 35.9%复合增长 .....	16
图 26: 公司净利润近三年保持 70.5%复合增长 .....	16
图 27: 公司 97%以上收入来自餐厅经营业务 .....	17
图 28: 公司近三年盈利水平情况 .....	17
图 29: 近三年公司餐厅开、关店数量情况 .....	17
图 30: 公司餐厅分布情况 .....	17
图 31: 海底捞分不同区域客单价(元) .....	18
图 32: 海底捞翻台率情况(次) .....	19
图 33: 海底捞新开和现有餐厅翻台率情况(次) .....	19
图 34: 海底捞日均接待顾客量(人) .....	19
图 35: 餐厅平均每日销售额(万元) .....	19
图 36: 不同城市及区域同店销售额增速情况 .....	20
图 37: 2017 年海底捞客流突破 1 亿人次 .....	20
图 38: 公司餐厅经营业务收入(亿元) .....	20
图 39: 海底捞主业关联方业务产业链 .....	21
图 40: 近三年海底捞从关联方采购金额(亿元) .....	21
图 41: 颐海国际收入利润快速增长 .....	22
图 42: 火锅底料占比超过 70% .....	22
图 43: 颐海国际不同产品关联方销售占比情况 .....	22
图 44: 关联方销售占比超过 50% .....	22
图 45: 蜀海供应链业务范围 .....	23
图 46: 蜀海供应链提供十大品类商品 .....	23
图 47: 蜀海物流中心分布情况 .....	23
图 48: 蜀海采购分布示意图 .....	23
图 49: 蜀海供应链客户情况 .....	24
图 50: 海底捞向蜀海采购情况 .....	24
图 51: 海底捞杜邦分析 .....	24
图 52: 海底捞高资产负债率、高资产周转率推高 ROE .....	24
图 53: 海底捞资产、负债情况(亿元) .....	25
图 54: 海底捞流动负债结构情况(亿元) .....	25
图 55: 海底捞非流动资产情况(亿元) .....	25

图 56: 海底捞流动资产(亿元).....	25
图 57: 海底捞管理模型分析 .....	26
图 58: 海底捞特色服务 .....	26
图 59: 海底捞就餐体验三要素.....	27
图 60: 海底捞餐厅分等级考核.....	27
图 61: 海底捞五大招牌锅底 .....	27
图 62: 海底捞新装修风格及候餐区 .....	27
图 63: 普通员工晋升机制.....	28
图 64: 海底捞店长提拔步骤 .....	28
图 65: 普通员工实行计件薪酬制度 .....	28
图 66: 海底捞店长薪酬取较高者 .....	28
图 67: 海底捞 VS 员工 VS 顾客产业链.....	29
图 68: 海底捞员工满意度调查情况 .....	29
图 69: 海底捞扁平化组织架构.....	29
图 70: 海底捞 VS 呷哺呷哺原材料及耗材成本占比 .....	31
图 71: 海底捞 VS 呷哺呷哺租金占比 .....	31
图 72: 海底捞 VS 呷哺呷哺员工成本占比 .....	31
图 73: 海底捞 VS 呷哺呷哺员工成本与创收情况(2018H1).....	31
图 74: 海底捞 VS 呷哺呷哺店铺数量(个) .....	31
图 75: 海底捞 VS 呷哺呷哺客单价对比(元).....	31
图 76: 海底捞 VS 呷哺呷哺收入对比(亿元) .....	32
图 77: 海底捞 VS 呷哺呷哺净利润对比(亿元) .....	32
图 78: 海底捞 VS 呷哺呷哺同店增速情况 .....	32
图 79: 海底捞 VS 呷哺呷哺翻台率对比.....	32
图 80: 海底捞 IPO 募资计划 .....	33
图 81: 截至 2018 年 9 月海底捞餐厅分布前十的省份或地区 .....	33
图 82: 截至 2018 年 9 月初公司境内门店分布情况 .....	33
图 83: 2017 年主要国家或地区中式餐饮市场规模 .....	34
图 84: 截至 2018/09 海底捞全球餐厅分布情况 .....	34
图 85: 海底捞推出的小火锅 .....	34
图 86: 海底捞啤酒 .....	34
图 87: 2011-2018 中国在线餐饮外卖市场规模及预测 .....	35
图 88: 2011-2018 中国在线餐饮外卖用户规模及预测 .....	35
图 89: 海底捞订餐途径多元化.....	35
图 90: 海底捞外卖订餐截图 .....	35
图 91: 海底捞近三年外卖订单数量(万笔).....	36
图 92: 海底捞每笔订单平均价(元).....	36
图 93: 海底捞外卖业务收入(亿元) .....	36
表 1: 2017 年国内不同餐种营业数据对比 .....	11
表 2: 火锅连锁品牌网点加盟情况 .....	14
表 3: 中国五大中式餐饮公司(以总收入计) .....	15
表 4: 中国五大火锅餐饮集团(以总收入计) .....	15
表 5: 全球五大中式餐饮公司(全球收入计).....	15
表 6: 海底捞所获奖项情况 .....	16

表 7: 公司现金流量表简况(亿元).....	17
表 8: 公司分城市、海外收入情况 .....	18
表 9: 不同城市及区域同店翻台率情况 (次/天) .....	20
表 10: 海底捞与其他中餐品牌投资回报时间对比 .....	21
表 11: 海底捞成本分拆表 .....	30
表 12: 2018-2020E 各线城市净开店情况 .....	36
表 13: 2018-2020E 海底捞餐厅数量情况.....	36
表 14: 海底捞餐厅日均销售额(万元).....	37
表 15: 海底捞 2018-2020E 收入、利润预测情况 .....	37

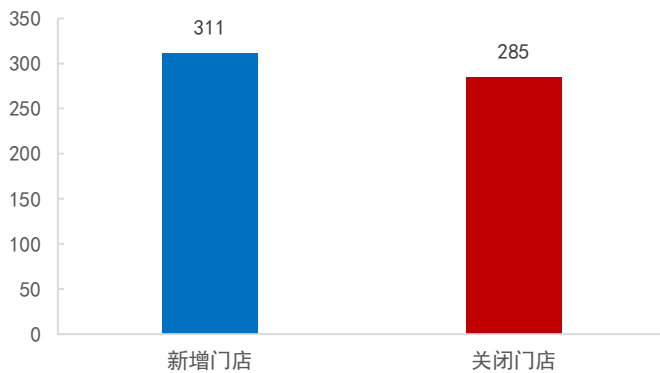
## 一、餐饮行业痛点分析

### 1.1、餐饮业痛点之一：难标准化、规模化

国内餐饮行业的进入门槛很低，很多街边餐馆甚至是夫妻店。根据辰智餐饮数据库数据显示，2017年Q2全国餐饮门店数达581万家，比2016年的602万家下降3.48%。门槛之低导致行业竞争激烈、淘汰率高，2017年全国新增餐厅门店311万家，关闭门店285万家，关店数是开店数的91.6%，近两年倒闭餐厅平均寿命508天。

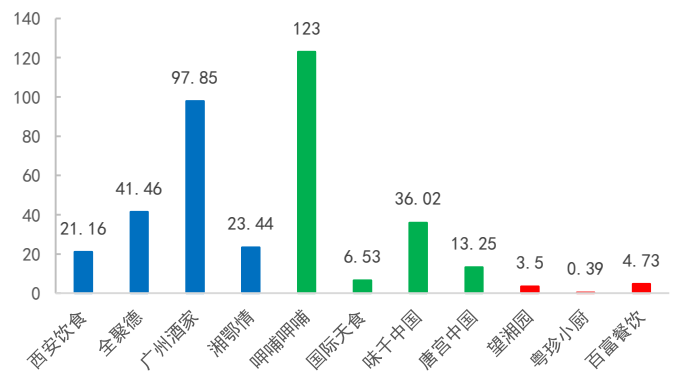
上市的餐饮企业屈指可数，A股已有西安饮食、全聚德、湘鄂情(已改名\*ST云网)、广州酒家等，其市值均在百亿之下；港股有呷哺呷哺、国际天食(小南国品牌)、味千中国(味千拉面)、唐宫中国等，除了呷哺呷哺表现较好外，其余公司市值均在40亿之下。

图 1：2017 年国内新增和关闭餐厅门店数量(万个)



资料来源：《中国餐饮报告2018》；华金证券研究所

图 2：国内餐饮企业上市市值情况(亿)



资料来源：wind，华金证券研究所

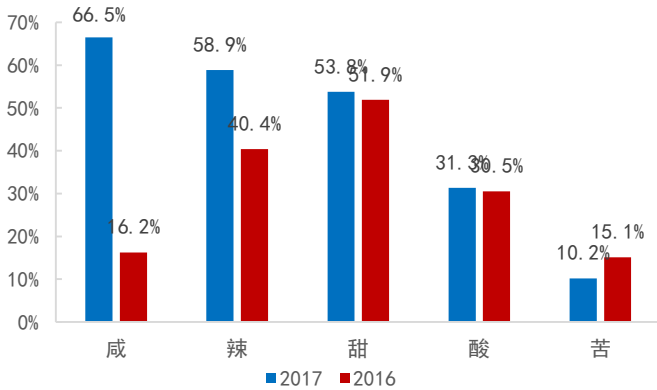
2018/09/06 收盘数据；蓝色：A股；绿色：港股；红色：新三板

**餐饮行业难在标准化、规模化。**中餐对厨师的依赖水平较高，且每个厨师水平有差异，对火候、调味料的掌控均有区别，导致中餐的标准化较难，而标准化是规模化扩张的前提，只有解决餐饮行业的标准化，才能不断复制扩张。

### 1.2、餐饮业痛点之二：众口难调，消费粘性低

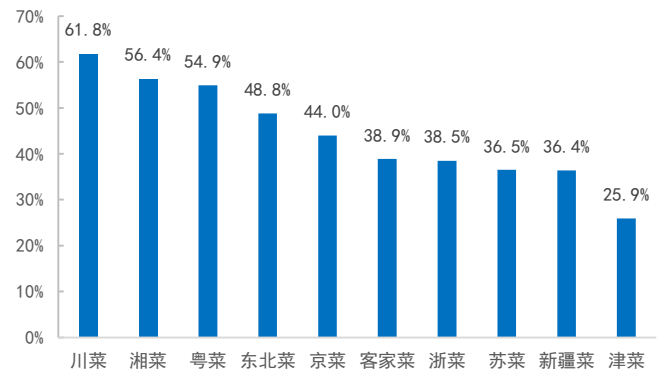
**个人口味差别大，重口难调。**国人的口味差异较大，酸甜苦辣咸，人各有爱，征服国人的胃相对较难。此外，消费者对口味的喜好也一直在变，2016年调查显示，国人偏爱的味道中，“甜”味占比最高，达51.9%，而2017年国人最偏爱的味道则转向“咸”味。国人偏爱的十大中国菜系中，川菜、湘菜排在前两名，粤菜、东北菜以54.9%、48.8%的占比位居第三、四，且与前两名的比例差别不大。

图 3：国人偏爱的味道排名



资料来源：2017 中国饮食小康指数，华金证券研究所

图 4：国人最偏爱的十大中国菜系



资料来源：2017 中国饮食小康指数，华金证券研究所

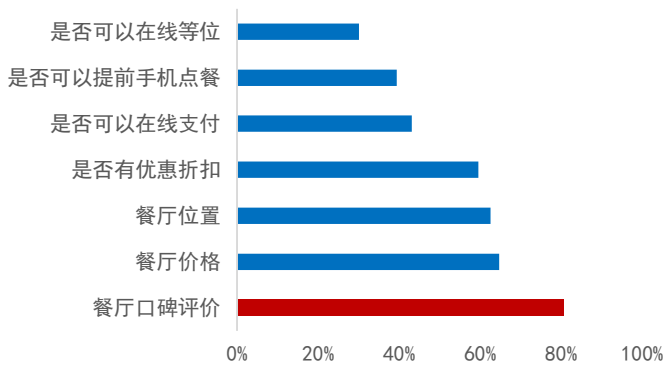
餐饮消费还呈现尝鲜和吃腻的特征：一方面大多数食客愿意尝试新的口味，比如新开的餐馆，多数人是愿意尝试的；另一方面食客独爱某家菜馆的可能性低，经常光顾会有吃腻的可能。因此尝鲜和吃腻的特征使得餐饮消费粘性较低，回头客较少。

### 1.3、餐饮业痛点之三：食品安全难以保障

餐饮食品安全是头等大事，如何保障、如何让消费者吃的放心也是众多餐企面临的难题之一。近年来食品安全事件频发，导致消费者对餐饮从业者失去信任，也给餐饮行业造成较大的冲击与伤害。一旦餐企发生食品安全事故，将面临重大打击，一方面会引起巨大的舆论风波；另一方面质量监管部门也会上门排查，企业需要花很大精力去消除这些负面影响。

大型品牌餐饮集团一般通过有效的监督机制来督促员工在原材料采购、厨房加工等环节正规操作，如事前标准化的质量控制措施、事中频繁的质量检查、事后追责制度等，以此控制餐饮行业卫生安全系统性风险。另外，部分餐饮公司后厨装有监控，消费者可以看到实时操作，甚至消费者可以去厨房实地参观，充分打消对餐厅卫生方面的疑虑。

图 5：2018 年中国消费者选择餐厅时的主要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

图 6：海底捞放开厨房参观制度



资料来源：搜狐图片；华金证券研究所

海底捞创始人张勇曾说过，“海底捞可能有两种死法：一种是管理出问题，死亡过程可能持续数月甚至上年；第二种是食品安全出问题，一旦发生，海底捞可能明天就会关门，生死攸关”，足以证明公司对食品安全的重视程度之高！

## 二、为什么火锅是个好赛道？

### 2.1、火锅是个好赛道：易标准化、规模化

火锅包括三样元素：锅底、蘸料、食材，都可以实现标准化的配置，只要后厨备好货即可。而且火锅店是不依赖于厨师的，顾客蘸料自取、食材自涮，是一种半自助式就餐。因此火锅是中餐里相对标准化的餐种。

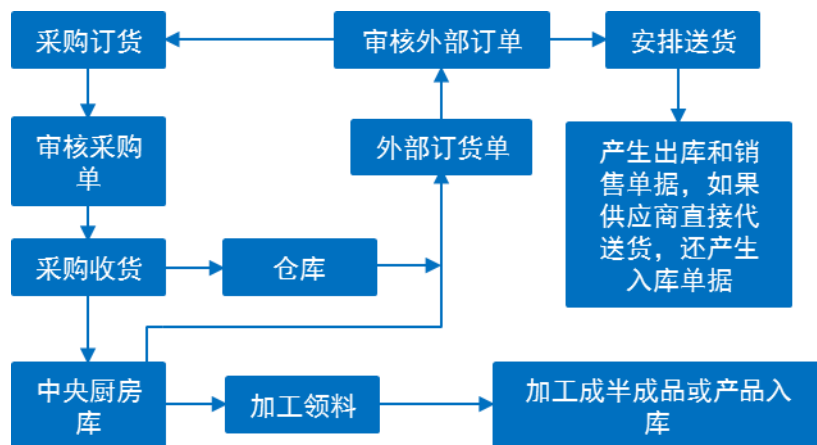
图 7：火锅三要素：锅底、蘸料、食材



资料来源：百度图片；华金证券研究所

中央厨房的应用使得火锅产业链迅速做大。近年来中央厨房通过集中规模采购、集约生产加工来实现菜品的质优价廉，保证新鲜食材及时地配送至门店，从而使得火锅产业链迅速做大。

图 8：中央厨房供应系统



资料来源：CNKI；华金证券研究所

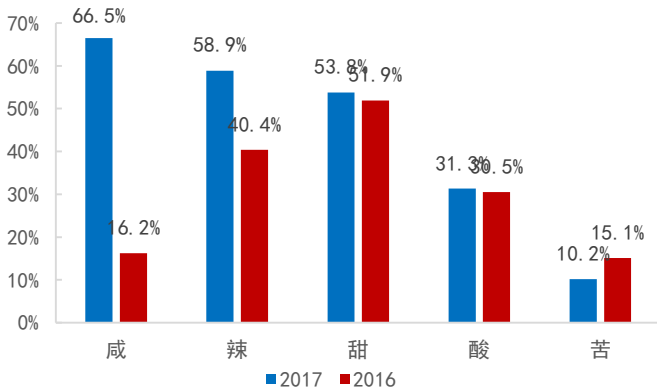
### 2.2、火锅是个好赛道：成瘾性强、口味可调

火锅的成瘾性强。相关研究表明，辣椒中辣椒素是一种生物碱，刺激人体内产生香草醛体，从而使得神经细胞温度增加，继而刺激疼痛介质，刺激大脑产生内啡肽，让人产生愉悦感，且会

上瘾。海底捞曾委托咨询机构沙利文对其经营所在的中国 15 座城市的 1810 名参与者进行随机调查，数据显示 68.3%曾在海底捞就餐过的参与者至少每月光顾一次海底捞，而 98.2%曾在海底捞就餐过的参与者表示愿意再次光顾。

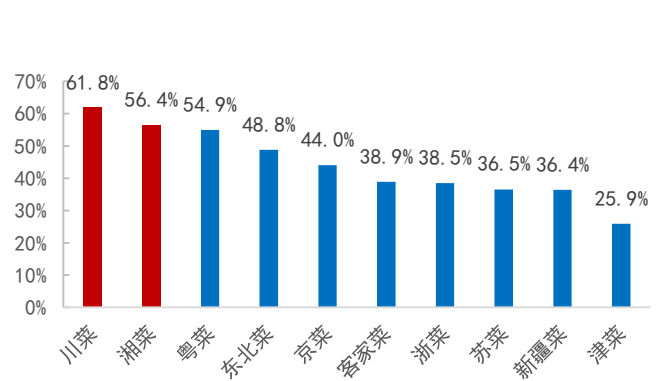
根据相关统计，2017 年国人偏爱的味道中，“辣” 仅次于 “咸” 位列第二；另外国人最偏爱的十大中国菜系中前两名川菜、湘菜都是麻辣著称，因此，辣，是国民口味。

图 9：国人偏爱的味道排名



资料来源：2017 中国饮食小康指数，华金证券研究所

图 10：国人最偏爱的十大中国菜系



资料来源：2017 中国饮食小康指数，华金证券研究所

火锅不止麻辣的一面，还有众多口味可选。中国的火锅可以分为六大派系，川系、北派、云贵系、粤系、江浙系及其他，其中占比最大的是川系火锅，市场份额约 60%以上。川系火锅以经典麻辣著称，代表有四川火锅、重庆火锅、串串香火锅等。火锅的食材还可结合不同区域当地特色，适应本土化。另外蘸料的发明也为火锅赛道锦上添花，酸、甜、麻、辣、香、葱、酱、油...，顾客各取所好。

图 11：中国火锅六大派系

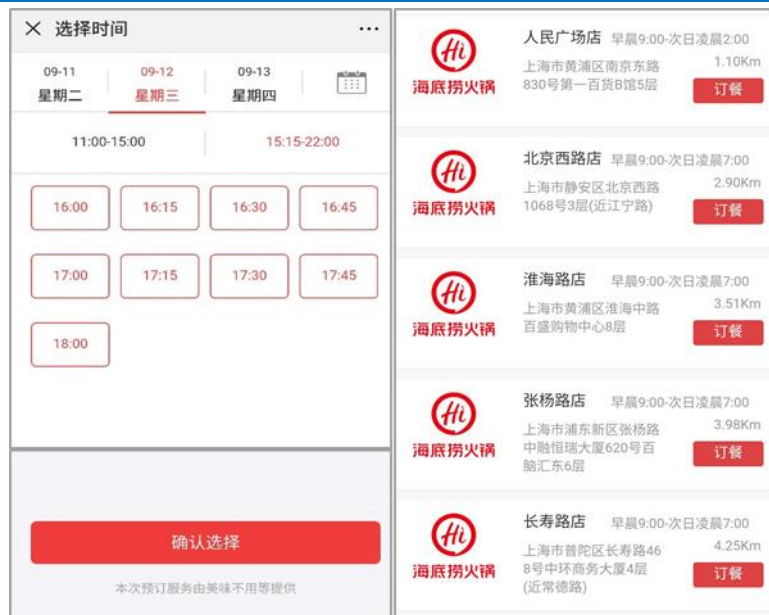


资料来源：公开资料，华金证券研究所

## 2.3、火锅是个好赛道：社交属性强

火锅的社交属性强，为都市青年提供良好交流场所。首先火锅的包容性强，锅底可选，可辣可鲜（鸳鸯锅、奔驰锅、四宫锅）；食材广泛，荤素搭配；蘸料自取，自主性强；其次吃火锅是个比较放松的时刻，顾客放下平日工作里的繁忙与劳累，陪家人或朋友涮一锅美食，唠叨家常，回归真实的自我；最后火锅店的营业时间较长，如海底捞大多门店营业时间是(9:00-次日07:00)，而大多中餐营业时间截止到晚上 22:00，火锅店营业时间长也为都市青年提供了良好的休闲放松场所。总之，火锅带来的不仅是美味，还能给食客带来精神上的愉悦感、归属感和参与感，让消费者的心灵与胃受到双重滋润。

图 12：望湘园营业时间(左)和海底捞营业时间(右)



资料来源：微信；华金证券研究所

## 2.4、火锅是个好赛道：盈利状况好于其他餐种

对比火锅与其他餐种，其员工流失率介于五大餐种中间水平(2017年为 38.46%)，一般来说，餐饮服务本身较累，员工的流失率较高，企业在人员招聘、培训上的投入支出就会加大，因此餐企希望员工流失率越低越好。

坪效方面，2017 年火锅行业整体坪效达到 2.63 万元/平，远远高于正餐（1.02 万元/平）和西餐（1.45 万元/平）；火锅店的营业面积增速、营业额增速、客单价增速也远高于其他餐种。

盈利水平上，火锅行业的毛利率(49.55%)与快餐(50.89%)区别不大，略低于正餐(55.96%)和西餐（53.95%），系火锅和快餐走大众化路线较多，定价上亲民些；但火锅的整体净利率（11.76%）远高于其他餐种。

表 1: 2017 年国内不同餐种营业数据对比

	正餐		火锅		快餐		团餐		西餐	
	数值(万元)	YOY	数值(万元)	YOY	数值(万元)	YOY	数值(万元)	YOY	数值(万元)	YOY
员工流失率		25.72%		38.46%		44.04%		57.28%		37.11%
坪效(万元)	1.02	-2.86%	2.63	-2.20%	2.51	-2.15%	--	--	1.45	-2.35%
营业面积增长		6.92%		27.52%		11.94%		43.83%		--
营业额增长		11.29%		24.72%		6.03%		24.02%		10.09%
人均消费变化	高档+0.48%/中档-4.47%/ 大众+1.74%		高档+5.71%/中档 +11.64%/大众+8.90%		+6.87%		+2.82%		高档-15.96%/中档 +12.82%/大众+12.25%	
毛利率	55.96%	+1.82%	49.55%	+5.41%	50.89%	+2.26%	41.41%	+1.61%	53.95%	-0.5%
净利率	6.75%	+10.75%	11.76%	+2.25%	6.92%	+5.50%	6.25%	+2.73%	7.86%	-1.26%

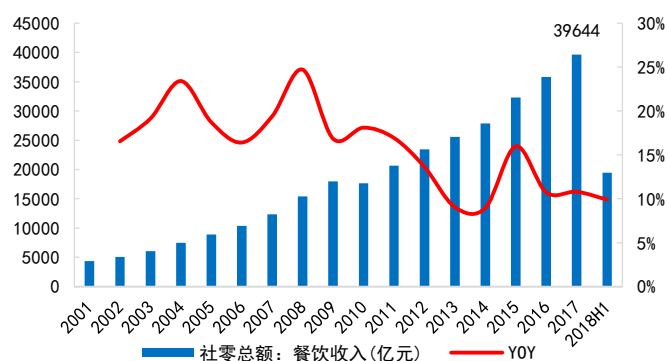
资料来源: 中国餐饮协会, 华金证券研究所

### 三、为什么海底捞从众多火锅品牌中脱颖而出?

#### 3.1、餐饮行业增速回升, 自营连锁品牌扩张较快

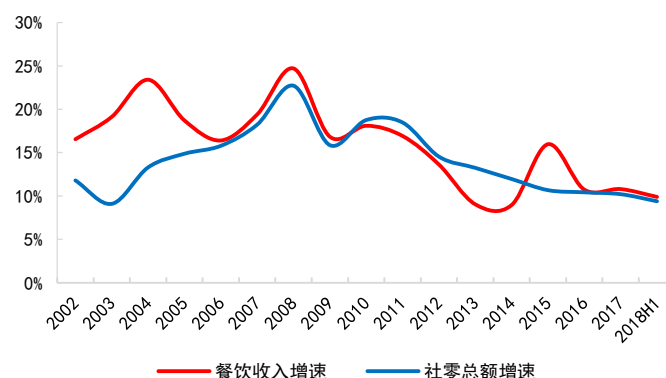
餐饮行业收入增速自 2010 年来趋缓。2017 年国内餐饮行业市场规模达到 3.96 万亿, 同比增长 10.8%, 占 GDP 比重约 4.79%。餐饮行业增速自 2010 年以来明显放缓, 2013 年、2014 年因为三公消费限制的影响, 行业增速下滑至个位数, 近三年行业增速小幅攀升。对比餐饮行业增速和社零总额增速, 除 2013 年、2014 年三公消费限制影响外, 其走势基本一致; 2015 年起餐饮行业增速重回社零总额增速之上。吃, 是消费的永久性主题之一。

图 13: 国内餐饮收入 2010 年以来增速明显放缓



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

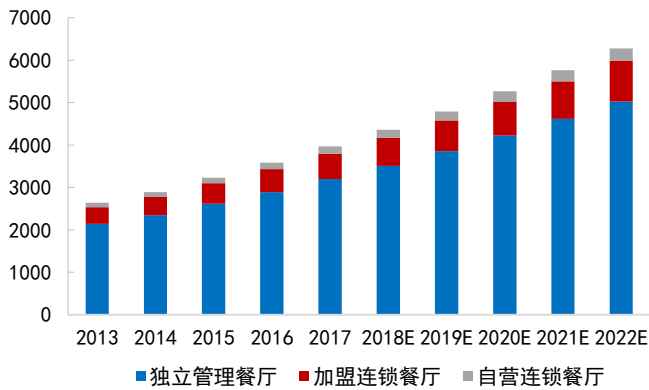
图 14: 2015 年起餐饮行业收入增速重回社零总额增速之上



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

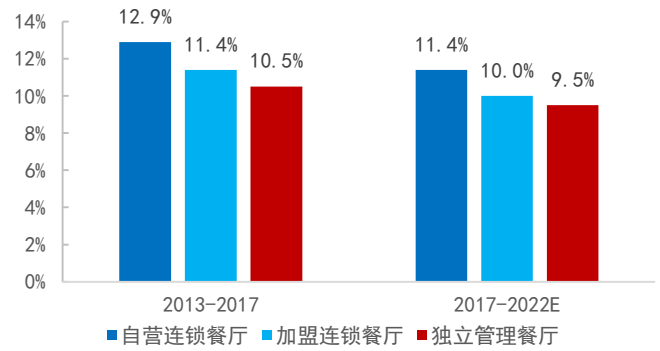
国内餐饮市场分散、独立运营餐厅占主导。国内的餐饮市场分三种运作模式, 独立管理餐厅、加盟连锁餐厅、自营连锁餐厅。其中独立管理餐厅市场约占国内餐饮市场份额的 80%, 以夫妻店、单体酒楼等形式为代表; 其次是加盟连锁品牌, 约占市场份额的 15%, 剩下不足 5% 的市场份额来自于自营连锁餐厅收入。自营连锁品牌凭借较高的品牌知名度以及更可靠的食物安全控制和服务, 预计在 2017-2022 年的复合增速 (11.4%) 高于独立运营餐厅和加盟连锁餐厅增速。

图 15: 国内餐饮行业规模统计(十亿)



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

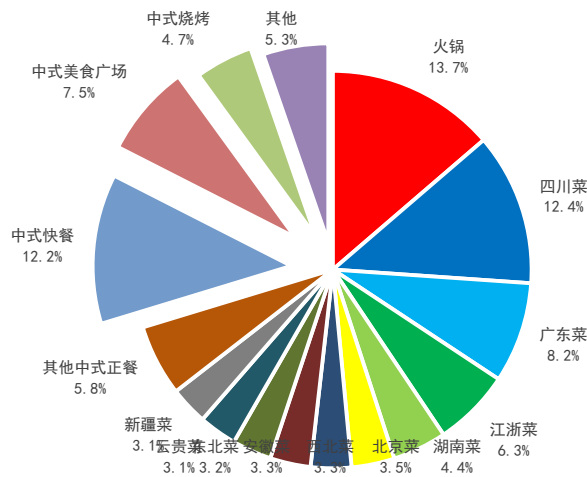
图 16: 分不同类型餐厅复合增速情况



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

火锅市场独占餐饮鳌头, 2017 年占中餐市场规模 13.7%。中式餐饮可以分为中式正餐(如火锅、四川菜及粤菜)以及中式快餐餐厅及其他(如中式烧烤及街头食品), 其中火锅是中餐市场中占比最大的品类, 2017 年收入占比 13.7%。由于火锅的食材丰富可选、烹饪方法新鲜健康, 且就餐方式具有社交属性, 火锅越来越受中国消费者的偏爱。

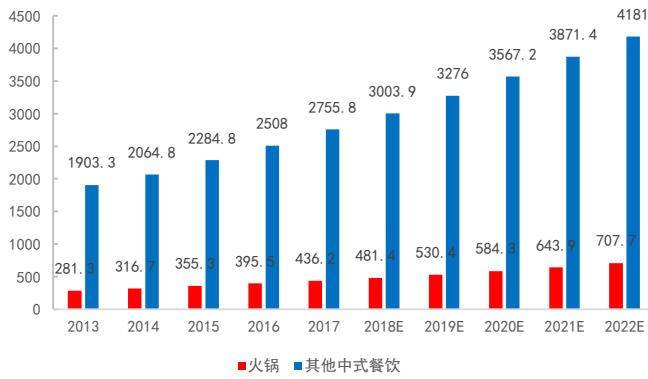
图 17: 2017 年国内中餐市场占比(按 2017 年收入计)



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

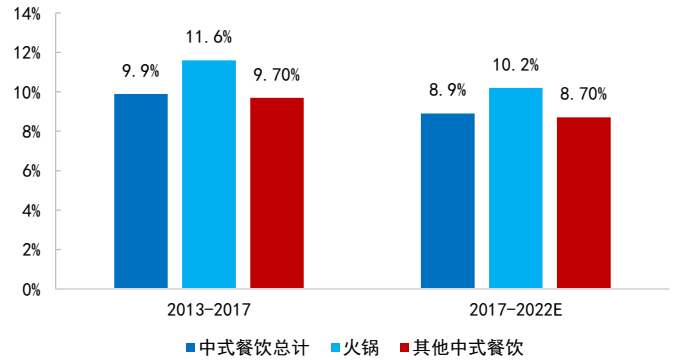
火锅市场增速领跑中餐整体增速。2017 年国内火锅市场规模为 4362 亿元, 2013-2017 年 CAGR 达 11.6%。预计在 2017-2022 年, 火锅市场规模将以 10.2% 的复合增速领跑中餐整体增速, 到 2022 年总收入将达到 7077 亿元。

图 18: 火锅与其他中式餐饮市场规模 (十亿元)



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

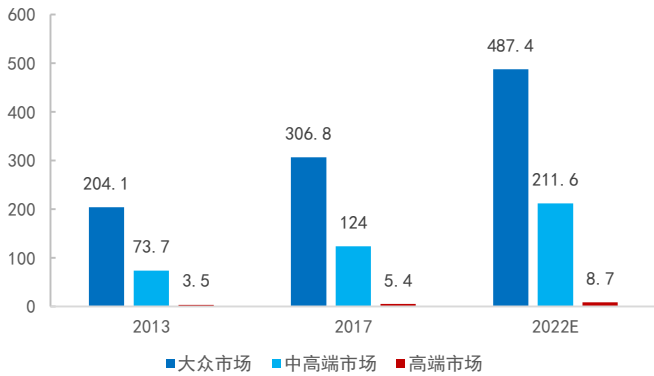
图 19: 火锅与其他中式餐饮增长情况



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

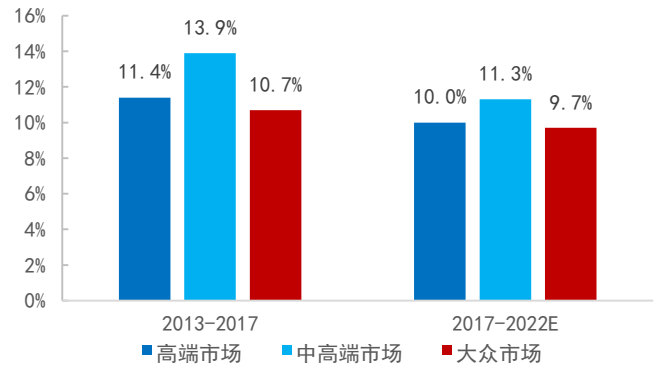
**中高端火锅领跑市场。**国内火锅市场可以分为三种类型(按客单价分): 大众市场(60 元以下) 占主导, 市场规模占比约 70%; 中高端市场(60-200 元)占比约 28%, 且过去四年复合增速高于 高端市场和大众市场; 高端火锅市场(200 元以上)规模较小。随着城镇化进程的加快以及消费 升级的持续推进, 中高端火锅市场凭借高性价比和可靠的卫生安全体系, 将受到更多消费者的青 睐, 预计在 2017-2022 年的市场规模复合增速达到 11.3%。

图 20: 按每位顾客人均消费水平划分的火锅餐厅市场明细 (十亿)



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

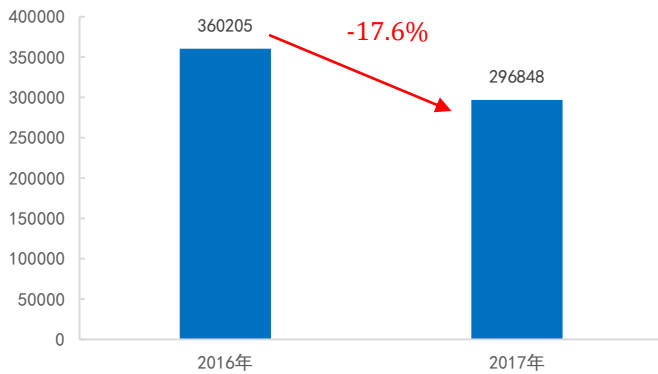
图 21: 不同火锅市场规模增速情况



资料来源: 海底捞招股书, 华金证券研究所

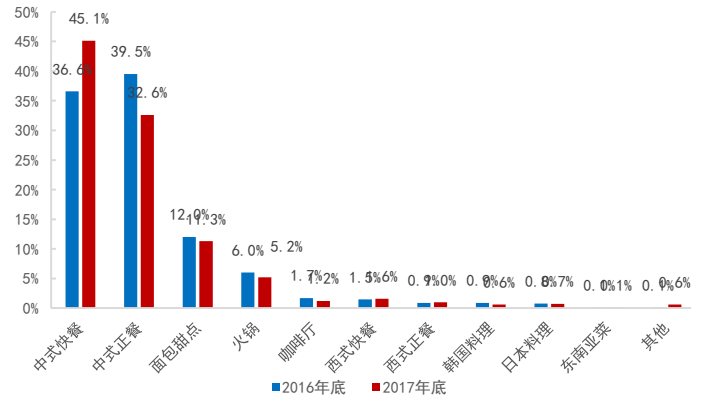
**火锅行业供给收缩, 直营品牌商有望突围。**尽管国内火锅市场规模已突破 4000 亿, 但国内 火锅行业也在供给侧收缩, 低效门店面临淘汰关闭。国内火锅门店数量由 2016 年的 36.02 万家 降低至 2017 年的 29.68 万家, 同比减少约 17.8%; 火锅门店的数量占比由 2016 年的 6%下滑 至 2017 年的 5.2%。

图 22: 过去两年国内火锅门店数量



资料来源: 辰智餐饮大数据, 华金证券研究所

图 23: 不同餐饮类型餐厅数量占比



资料来源: 辰智餐饮大数据, 华金证券研究所

火锅品牌分三种运作模式, 以海底捞、呷哺呷哺为代表的**直营店模式**、以黄记煌三汁焖锅、王婆大虾等为代表的**连锁加盟模式**以及以小肥羊为代表的**特许经营模式**; 其中直营品牌凭借强大的资本平台、品牌知名度以及更可靠的食物安全控制和服务, 相对而言更易突围。

表 2: 火锅连锁品牌网点加盟情况

品牌	直营店	连锁加盟店	特许经营店
海底捞	100%		
呷哺呷哺	100%		
虾吃虾涮	20%	80%	
王婆大虾		100%	
老北京涮羊肉		100%	
黄记煌三汁焖锅		100%	
六婆串串香		100%	
屋头串串香		100%	
厕所串串		100%	
玉林串串香		100%	
澳门豆捞		100%	
小尾羊		100%	
香天下火锅		100%	
小天鹅火锅		100%	
小肥羊			100%
重庆鸡公煲			100%

资料来源: 辰智餐饮大数据; 华金证券研究所

### 3.2、海底捞——当之无愧的火锅一哥

海底捞 2017 年餐厅经营业务收入 97 亿, 远远高于国内中餐公司第二名 47 亿收入, 且从 2017 年的收入增速上看, 海底捞以 34.4% 的增速领先其他公司。海底捞的餐厅数量并不算多, 2017 年底仅有 254 家, 但是其每间餐厅收入约 3820 万, 远远高于其他公司。翻台率方面, 海底捞以 5 次领跑市场。

表 3: 中国五大中式餐饮公司 (以总收入计)

排名	餐饮集团	餐饮类型	2015 (十亿)	2016 (十亿)	2017 (十亿)	2016/2017 YOY	2017年 市占率	2017年餐 厅总数	2017年每 间餐厅收入 (百万)	2017年 翻台率	2017年客 单价
1	本集团	火锅	5.5	7.2	9.7	34.40%	0.30%	254	38.2	5	94.6
2	公司 A	江浙菜	3	3.7	4.7	27.00%	0.10%	~270	~17	~4	~65
3	公司 B	西北菜	2	3.5	4.3	22.90%	0.10%	~230	~19	~4	~90
4	公司 C	火锅	3.2	3.3	3.9	18.20%	0.10%	~440	~9	~3	~60
5	公司 D	四川菜	2.8	3.2	3.7	15.60%	0.10%	~460	~8	~3	~60

资料来源: 海底捞招股说明书; 华金证券研究所

国内火锅市场竞争格局上看,海底捞仍是收入规模最大的火锅品牌,但在火锅市场的市占率仅有 2.2%,前五大火锅品牌市占率合计约 5.5%,可见火锅行业的集中度之低,未来品牌火锅商有望做大做强,提升市占率。

表 4: 中国五大火锅餐饮集团 (以总收入计)

排名	餐饮集团	2015 (十亿)	2016 (十亿)	2017 (十亿)	2016/2017 YOY	2017年 市占率	2017年餐 厅总数	2017年每间餐 厅收入(百万)	2017年 翻台率	2017年年度 客流量(百万)
1	本集团	5.5	7.2	9.7	34.40%	2.20%	254	38.2	5	102.6
2	公司 C	3.2	3.3	3.9	18.20%	0.90%	~440	~9	~3	~70
3	公司 E	2.4	2.8	3.6	28.60%	0.80%	~760	~5	~4	~74
4	公司 F	3	3	3.4	13.30%	0.80%	~550	~6	~3	~41
5	公司 G	2.6	2.6	3.3	26.90%	0.80%	~560	~6	~2	~37

资料来源: 海底捞招股说明书; 华金证券研究所

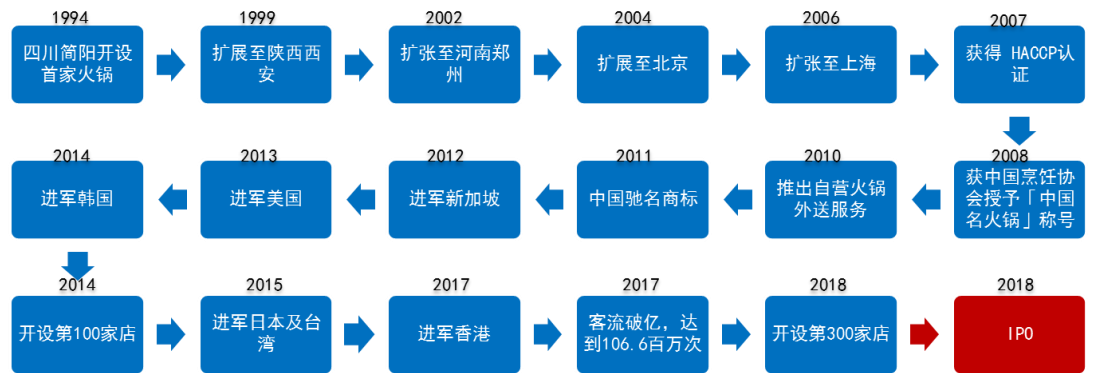
表 5: 全球五大中式餐饮公司(全球收入计)

排名	餐饮集团	餐饮类型	2015 (十亿)	2016 (十亿)	2017 (十亿)	2016/2017 YOY	2017年 市占率	2017年 餐厅总数	2017年每间餐 厅收入(百万)	2017年 翻台率	2017年 客单价
1	本集团	火锅	5.8	7.7	10.4	35.90%	0.20%	273	38.1	5	97.7
2	公司 A	江浙菜	3	3.7	4.7	27.00%	0.10%	~270	~17	~4	~65
3	公司 B	西北菜	2	3.5	4.3	22.90%	0.10%	~230	~19	~4	~90
4	公司 H	火锅	3.2	3.7	4.2	13.50%	0.10%	~150	~29	~4	~135
5	公司 C	川菜	3.3	3.4	4.1	20.60%	0.10%	~460	~9	~3	~60

资料来源: 海底捞招股说明书; 华金证券研究所

专注火锅 24 年,美名远扬国内外。海底捞自 1994 年首次于简阳开店,1999 年异地扩张,进军陕西西安,随后开店足迹遍布国内大江南北;2012 年海底捞于新加坡开店,首次进军海外市场;2017 年海底捞门店客流累计达到 106.6 百万次;2018 年开设第 300 家门店。公司的发展稳扎稳打,并连续多年被评为国内火锅餐饮集团第一名。

图 24: 海底捞发展重大历程



资料来源: 公司官网; 海底捞招股书; 华金证券研究所

表 6: 海底捞所获奖项情况

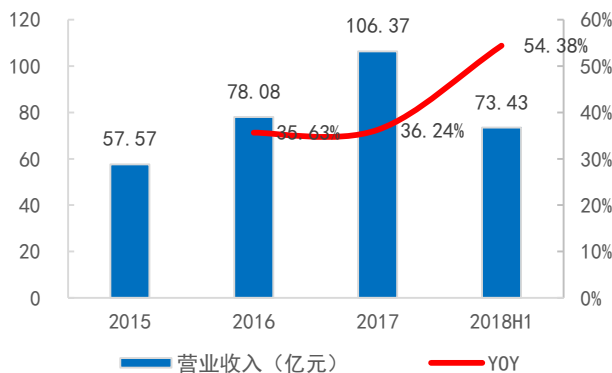
年度	奖项及认可	登记机构
2017	2017 年中国火锅品牌 50 强企业	中国饭店协会
2016	2016 年中国火锅品牌 50 强企业	中国饭店协会
2016	2016 年度中国餐饮业火锅十大品牌	中国烹饪协会及中国经济报刊协会
2016	2015 年度「中国服务」十佳品牌企业	中国烹饪协会
2015	中国连锁餐饮品牌可持续创新奖	中国连锁经营协会

资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

### 3.3、财务数据亮眼，门店加速拓展

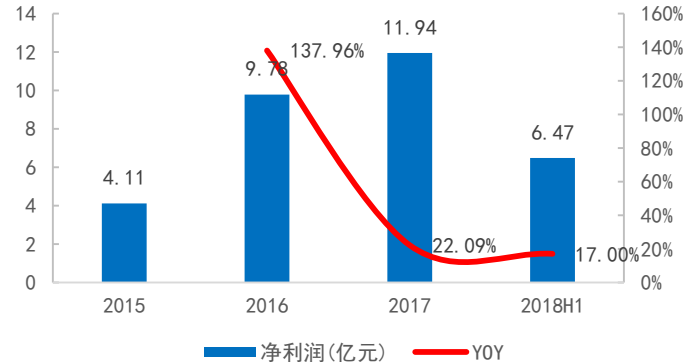
业绩高速增长，2018H1 业绩放缓系开店速度加快导致。2015-2017 年公司的营业收入和净利润分别保持 36%、71% 的复合增速，其中 2017 年收入为 106.37 亿、净利润为 11.94 亿。2018H1 公司收入同比增长 54.38% 至 73.43 亿，净利润增速低于收入增速，系上半年门店拓展明显加快，而每间餐厅开业前会产生员工薪金、咨询服务费、员工迁移开支以及租金等费用，大约在 100 万-200 万，这些开业成本通常在餐厅开业前三个月内产生，而此时餐厅尚未开始营业产生营收。

图 25: 公司近三年收入保持 35.9% 复合增长



资料来源: wind; 华金证券研究所

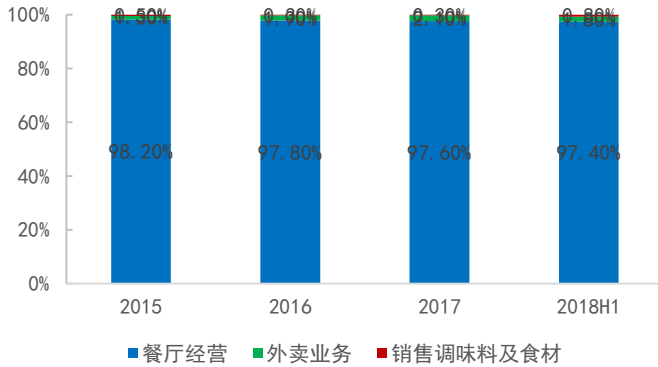
图 26: 公司净利润近三年保持 70.5% 复合增长



资料来源: wind; 华金证券研究所

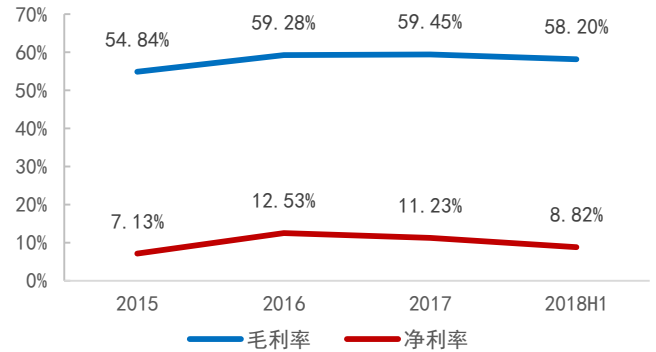
餐厅经营收入占比超 97%。海底捞主营业务包括餐厅经营、外卖业务以及销售调味料及食材，从收入结构上看，餐厅经营业务收入占比超过 97%，是公司最主要的收入来源。公司毛利率接近 60%，净利率约 10%，2018H1 净利率下滑系新开店明显加快，导致费用支出增加明显。

图 27：公司 97%以上收入来自餐厅经营业务



资料来源：wind；华金证券研究所

图 28：公司近三年盈利水平情况



资料来源：wind；华金证券研究所

公司的经营性现金流持续高于净利润，利润质量有保障。餐厅业务主要针对 C 端个人，基本不存在欠款之类，现金回流较好；投资性现金流为负系店铺扩张所致。

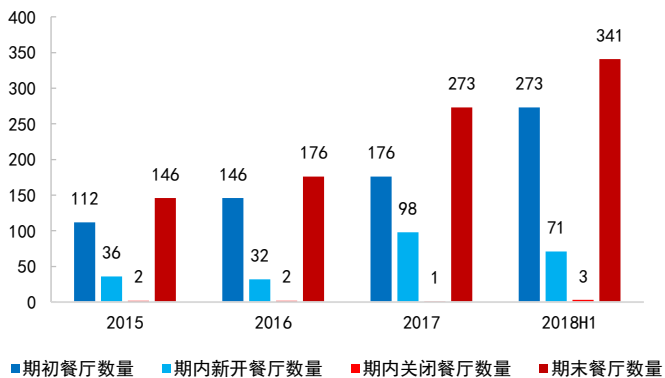
表 7：公司现金流量表简况(亿元)

	2015	2016	2017	2018H1
经营性净额	6.42	14.14	14	10.03
投资性净额	-9.16	-12.81	-15.65	-3.99
筹资性净额	1.59	1.58	1.05	-3.74
现金及现金等价物+/-	-1.15	2.91	-0.6	2.3

资料来源：wind；华金证券研究所

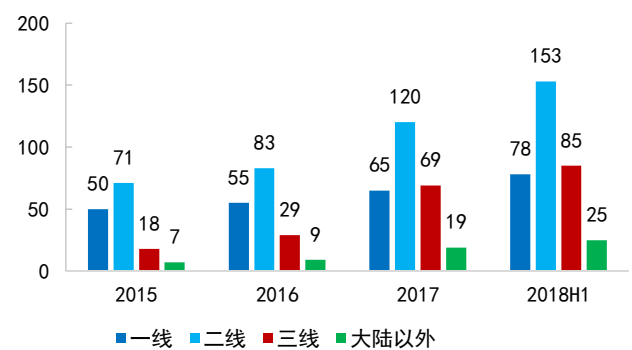
门店加速扩张，二三线提升空间大。2015-2017 年每年新开店 30 余家，2017 年新开店 98 家，扩店速度明显加快；2018H1 开店 71 家，全年预计新增 180-220 家。近三年共关闭五家店面，系政府区域规划调整及商业原因。从餐厅网点分布上看，除新疆/西藏/内蒙等个别省份外，海底捞基本覆盖全国区域，而且在京津沪、长三角、珠三角等经济发达地区，网点数明显高于其他地区。截至 2018H1 共开设境外餐厅 25 家，且呈加速扩张态势。

图 29：近三年公司餐厅开、关店数量情况



资料来源：wind；华金证券研究所

图 30：公司餐厅分布情况



资料来源：wind；华金证券研究所

一线城市收入占比下滑、三线城市及海外收入占比提升。从不同线城市收入结构看，一线城市餐厅数量扩张相对缓慢，与城市数量有关（北上广深），其收入占比也逐渐下滑，由 2015 年的 40.06% 降至 2018H1 的 25%；二线城市餐厅数量较快扩张，收入占比最大，近三年收入占比约 50%；三线城市餐厅数量扩张最快，发展空间最大，收入占比快速提升，2018H1 为 19.46%，较 2015 年提升 14.1pct。另外海外餐厅数量也明显增长，由 2015 年的 7 家扩张至 2018H1 的 25 家，2018H1 收入占比达到 7.39%。

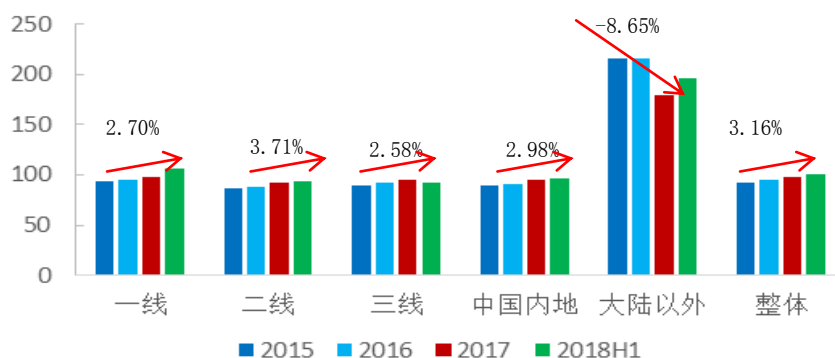
表 8：公司分城市、海外收入情况

	2015				2016				2017				2018H1			
	数量	占比	收入 (亿元)	占比	数量	占比	收入 (亿元)	占比	数量	占比	收入 (亿元)	占比	数量	占比	收入 (亿元)	占比
一线	50	34.25%	23.17	40.06%	55	31.25%	27.14	35.41%	65	23.81%	29.59	28.42%	78	22.87%	18.00	25.00%
二线	71	48.63%	28.80	49.79%	83	47.16%	37.76	49.28%	120	43.96%	52.31	50.24%	153	44.87%	34.68	48.15%
三线	18	12.33%	3.10	5.36%	29	16.48%	7.34	9.57%	69	25.27%	15.18	14.58%	85	24.93%	14.01	19.46%
小计	139	95.21%	55.07	95.21%	167	94.89%	72.24	94.27%	254	93.04%	97.09	93.24%	316	92.67%	66.69	92.61%
大陆以外	7	4.79%	2.77	4.79%	9	5.11%	4.39	5.73%	19	6.96%	7.03	6.76%	25	7.33%	5.32	7.39%
餐厅总数/总收入	146	100%	57.84	100%	176	100%	76.63	100%	273	100%	104.12	100%	341	100%	72.02	100%
扣除： 会员积分			-1.31				-0.27				-0.24				-0.50	
餐厅总数/报表收入	146		56.53		176		76.36		273		103.88				71.52	

资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

客单价稳步提升，2018H1 已突破 100 元。分不同线城市看，海底捞的客单价均在稳步攀升，其中一线、二线、三线城市于 2015-2017 年期间客单价 CAGR 分别为 2.7%、3.71%、2.58%，中国内地的客单价 CAGR 达到 2.98%。海外餐厅系菜品结构调整(部分降价吸引客流)导致客单价有所下滑，但整体来看，海底捞的客单价保持 3.16% 的复合增速，2018H1 已经达到 100.3 元。

图 31：海底捞分不同区域客单价(元)

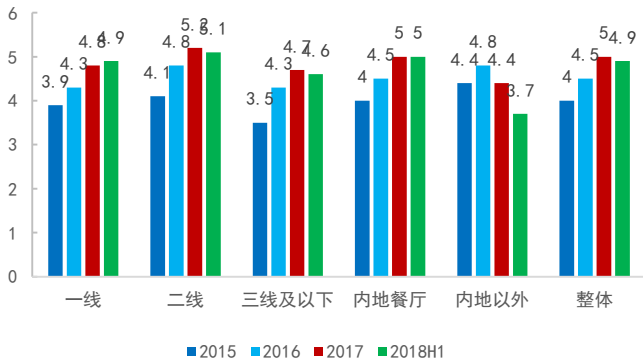


资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

翻台率由 2015 年 4 次提升至 2017 年 5 次。分不同线城市看，海底捞的翻台率均不断攀升，其中二线城市于 2017 年达到 5.2 次，内地餐厅整体翻台率由 2015 年 4 次提升至 2017 年 5 次，翻台率提升明显。另外，新开店的翻台率基本在 4 次以上，且近三年新开店的翻台率均有明

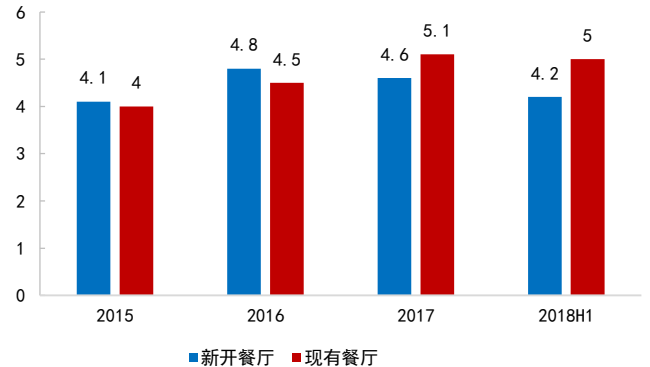
显提升；2018H1 新开店翻台率有所下滑系上半年新开店主要集中在二季度，翻台率仍处于爬坡期。

图 32: 海底捞翻台率情况(次)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

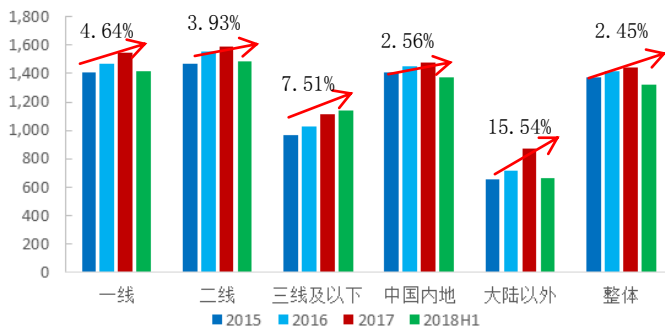
图 33: 海底捞新开和现有餐厅翻台率情况(次)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

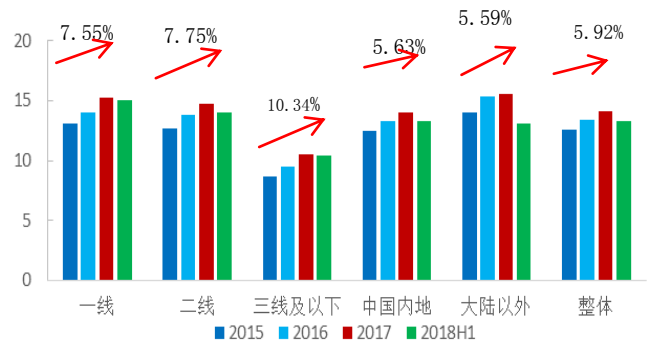
日均接待顾客量方面, 不同线级城市仍然较快增长。一线、二线、三线城市餐厅于 2015-2017 年期间日均接待顾客量 CAGR 分别为 4.64%、3.93%、7.51%, 内地餐厅的日均接待顾客量保持 2.56% 的复合增长, 2017 年达到 1478 人次。大陆以外餐厅由于基数较小, 成长性更高, 过去三年保持 15.54% 的复合增长。餐厅日均销售额方面, 一线、二线、三线城市餐厅于 2015-2017 年期间日均销售额 CAGR 分别为 7.55%、7.75%、10.34%, 2017 年内地餐厅日均销售额达 13.98 万元, CAGR 为 5.63%。

图 34: 海底捞日均接待顾客量(人)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

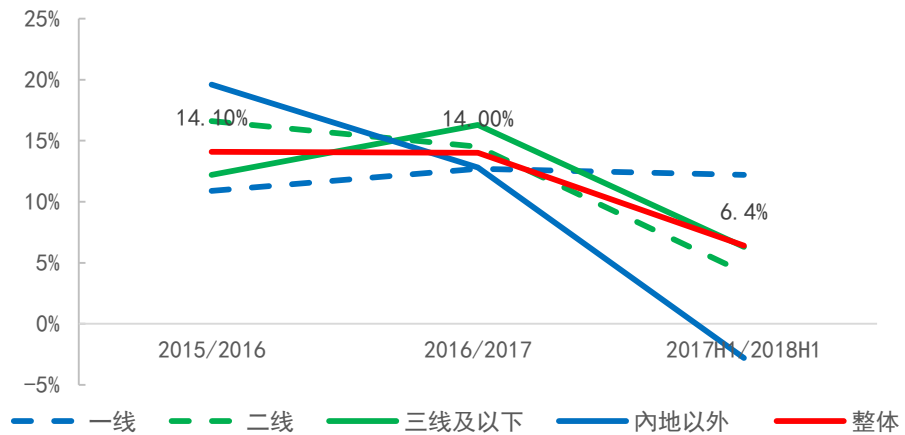
图 35: 餐厅平均每日销售额(万元)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

2016、2017 年同店快速增长, 2018H1 同店增长有所放缓。2016、2017 年海底捞同店增速分别为 14.1%、14%, 实现快速增长; 但 2018H1 同店增速放缓至 6.4%, 系一方面由于海外餐厅下调若干菜品价格以吸引更多客流, 导致顾客消费降低; 另一方面新开餐厅对现有餐厅会有一些的冲击, 但随着后续经营稳定后, 同店有望保持稳定的增长。

图 36: 不同城市及区域同店销售额增速情况



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

同店翻台率依旧靓丽, 2018H1 整体达到 5.2 次。海底捞的同店翻台率在过去两年均保持稳定增长, 其中 2015 年、2016 年对比, 由 4 次提升至 4.5 次; 2016 年、2017 年对比, 由 4.6 次提升至 5.1 次; 2017H1、2018H1 对比, 由 5 次提升至 5.2 次。因此, 海底捞的老店经营效率是在稳步提升的。

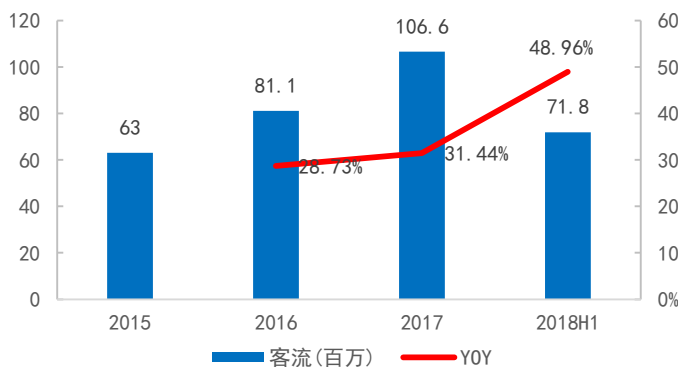
表 9: 不同城市及区域同店翻台率情况 (次/天)

	2015	2016	2016	2017	2017H1	2018H1
一线	3.9	4.3	4.3	4.8	4.7	5.1
二线	4.1	4.8	4.8	5.3	5.3	5.3
三线及以下	3.4	3.8	4.1	4.7	4.7	5
内地以外	4.4	5.2	5	5.1	4.5	4.5
整体	4	4.5	4.6	5.1	5	5.2

资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

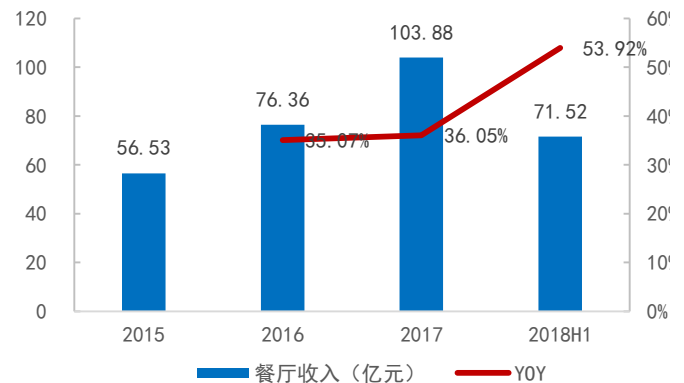
量、价提升带动公司餐厅经营业务收入快速增长。2017 年海底捞门店共接待顾客量突破 1 亿人次, 达到 106.6 百万, 同比增长 31.44%, 2015-2017 年接待顾客量 CAGR 达 30.08%。另外海底捞的客单价在过去三年也稳步攀升, 量、价齐升带动餐厅经营业务收入快速增长, 2015-2017 年 CAGR 达到 35.56%, 2017 年收入规模达到 103.88 亿。

图 37: 2017 年海底捞客流突破 1 亿人次



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

图 38: 公司餐厅经营业务收入 (亿元)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

单个门店投资回收期显著低于行业平均水平。海底捞新开餐厅一般约 1-3 个月内达到首月盈亏平衡，6-13 个月内实现现金投资回报(累计纯利加上折旧及摊销补足开设餐厅的成本)，快于主要中餐品牌。2018H1 新开的 71 家中有 63 家已经达到初步月度收支平衡，其中 62 家分别于约 1-3 个月内达致初步月度收支平衡。

表 10: 海底捞与其他中餐品牌投资回报时间对比

	首月盈亏平衡	现金收回投资
海底捞	1-3 个月	6-13 个月
其他中餐品牌	3-6 个月	15-20 个月

资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

### 3.4、业务模式：供应链置于体外，专注餐厅经营主业

海底捞采购供应链等环节置于体外关联方。火锅店开业涉及店铺装修、人员招聘培训、火锅底料采购、食材采购等主要环节，海底捞的四块业务分别委托给蜀韵东方、微海咨询、颐海集团、蜀海供应链等关联公司。海底捞自身可以专注餐厅经营主业，提高市场竞争优势。公司及其关联方在餐饮全产业链的布局正是其独特优势所在。但这也导致海底捞的采购额中，关联方的占比较高，2017、2018H1 分别达到 81.3%、51.2%。

图 39: 海底捞主业关联方业务产业链



资料来源：公司公告；华金证券研究所整理

图 40: 近三年海底捞从关联方采购金额(亿元)

关联方	交易说明	2015	2016	2017	2018H1
蜀海集团	提供仓库仓储服务及物流服务以及供应食材	14.40	18.47	26.05	10.5
蜀韵东方	提供装修材料及翻新服务及装修项目管理	0.11	0.33	12.90	6.2
颐海集团	供应海底捞定制产品、颐海零售产品及即食火锅产品	4.38	5.89	9.02	5.33
扎鲁特旗海底捞	供应羊肉产品	0.07	0.61	0.71	0.42
微海咨询	提供人力资源管理及咨询服务	0.01	0.23	0.36	0.22
合计占采购总额比例		61.7%	68.8%	81.3%	51.2%

资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

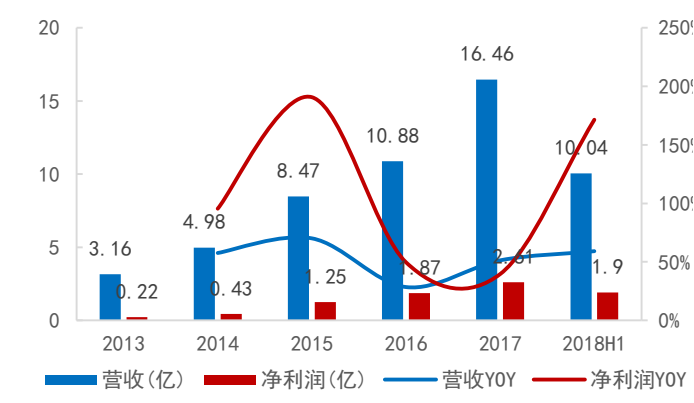
#### 3.4.1、颐海国际：国内中高端火锅底料龙头

颐海国际是国内领先的复合调味料生产商，主要专注于火锅调味料市场。根据 Frost & Sullivan 的资料，按 2015 年销售价值计，公司是国内最大的中高端火锅底料调味料生产商，市场份额超过 30%，是第二大市场参与者的三倍之多。

颐海国际产品主要有四大类，火锅底料(48 款、2018H1 数据，下同)、火锅蘸料(9 款)、中式复合调味料(16 种)及自加热小火锅(8 款)。公司销售模式以直销为主，但经销快速发展，截至 2018/06/30 经销商覆盖全国 31 个省及港澳台地区，和海外 24 个国家与地区；2018H1 经销收

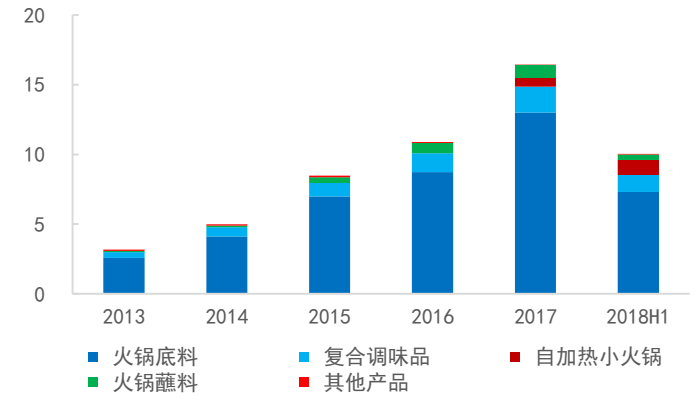
入实现 3.63 亿/+117.2%，占比 36.2%。公司的自加热小火锅于 2017 年推出，2018H1 实现收入 1.08 亿，增速非常之快。

图 41：颐海国际收入利润快速增长



资料来源：wind；华金证券研究所

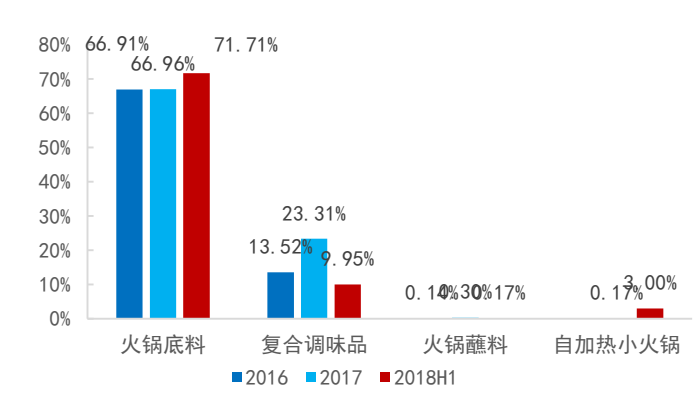
图 42：火锅底料占比超过 70%



资料来源：wind；华金证券研究所

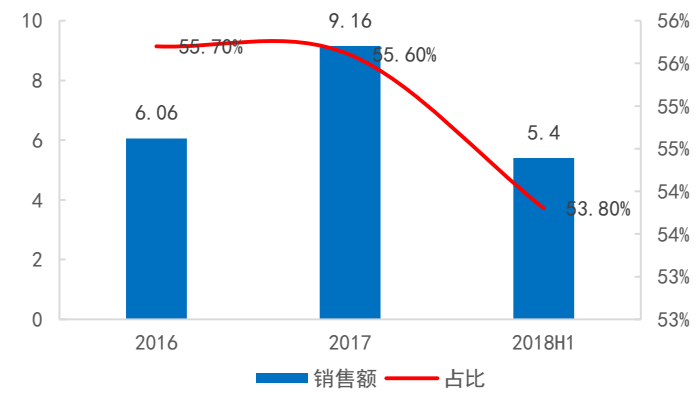
颐海国际销售额中关联方(海底捞及关联公司)占比高。分品类看，火锅底料销往关联方占比超过 70%，复合调味料销往关联方占比在 10%-20%，火锅蘸料以及自加热销售额中关联方占比相对较低。总体看，2016-2018H1 颐海国际销售额中关联方占比分别为 55.7%、55.6%、53.8%。随着未来几年海底捞门店扩张加快，以及自热小火锅的快速放量，颐海国际的业绩有望继续保持较快增长。

图 43：颐海国际不同产品关联方销售占比情况



资料来源：wind；华金证券研究所

图 44：关联方销售占比超过 50%



资料来源：wind；华金证券研究所

### 3.4.2、蜀海供应链：领先的餐饮供应链服务商

蜀海供应链成立于 2011 年 6 月，是一家集研发、采购、生产、品保、仓储、运输、销售、金融为一体的餐饮供应链服务企业。蜀海供应链已经成立专业化的网上商城，并整合供应商和用户资源，实现采购和销售的对接。目前蜀海供应链提供食材包括米面粮油、调味干货、蔬果生鲜等十大品类，基本满足餐饮企业所需的原材料类别。

图 45：蜀海供应链业务范围



资料来源：蜀海供应链；华金证券研究所

图 46：蜀海供应链提供十大品类商品



资料来源：蜀海供应链；华金证券研究所

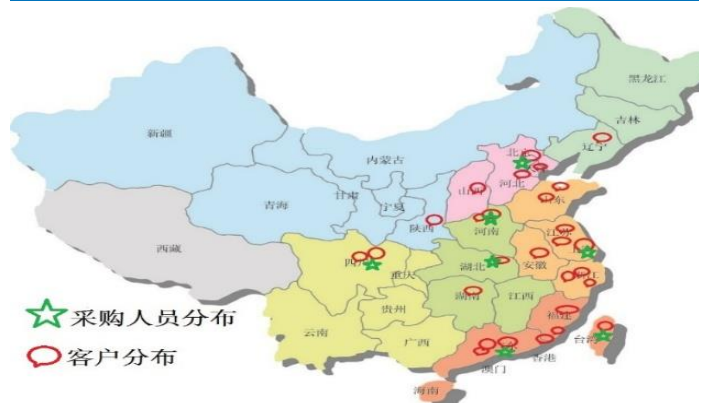
蜀海供应链拥有遍布全国的现代化冷链物流中心、食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地、羊肉加工厂等基地。公司已在全国建立 7 个冷链物流中心和 2 个加工厂，为全国主要城市餐饮企业和全国性连锁餐饮企业提供供应链冷链物流服务。其物流中心、采购中心基本涵盖海底捞门店的分布区域，为餐厅提供新鲜的食材。

图 47：蜀海物流中心分布情况



资料来源：蜀海供应链；华金证券研究所

图 48：蜀海采购分布示意图



资料来源：蜀海供应链；华金证券研究所

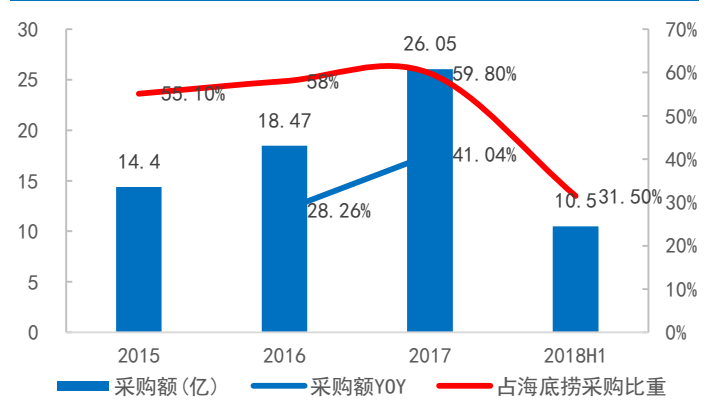
蜀海供应链公司于 2011 年起，服务于世界最大零售集团之一的“7-11”便利店、团餐类的北京航食、火锅类的海底捞及热辣壹号等、中餐类的青年餐厅及九毛九等、烧烤类的麻省理工及江边城外等数百家连锁餐饮品牌企业，为众多餐饮品牌提供优质的供应链服务。2017 年海底捞向蜀海供应链的采购额高达 26.05 亿，同比增长 41.04%，占海底捞总采购额比重的 59.8%。

图 49：蜀海供应链客户情况



资料来源：蜀海供应链；华金证券研究所

图 50：海底捞向蜀海采购情况

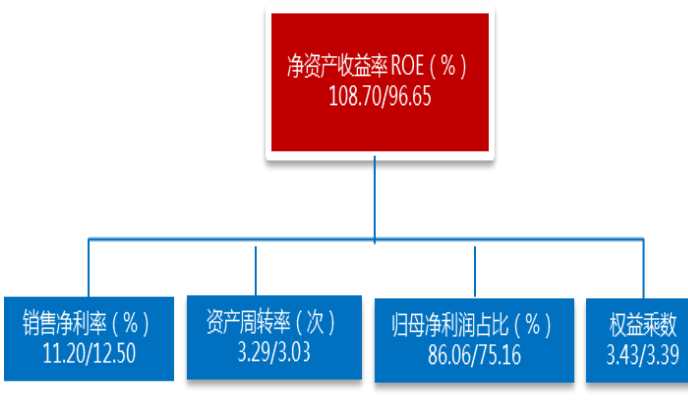


资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

### 3.4.3、供应链置于体外关联方推高 ROE 水平

高资产周转率、高杠杆率推高海底捞 ROE 水平。2016 年、2017 年海底捞的净资产收益率 (ROE) 分别为 96.65%、108.7%，维持较高水平。从杜邦分解看，其净利率在过去两年维持在 11%-12%左右，与行业水平差别不大；但资产周转率 2016、2017 年分别为 3.03、3.29 次，且有所提升，主要与海底捞业务模式有关，其存货及供应链置于关联方体内，导致资产周转率明显加快；另外公司的资产负债率较高，2016、2017 年分别为 61.02%、70.8%。因此高资产周转率、高杠杆率推高了海底捞 ROE 水平。

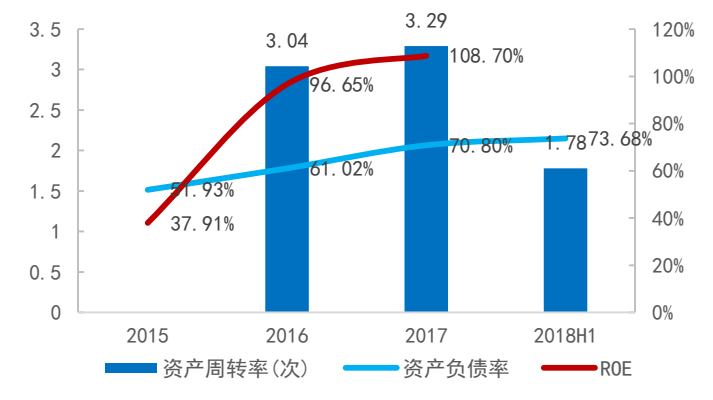
图 51：海底捞杜邦分析



资料来源：wind；华金证券研究所

左 2017/右 2016

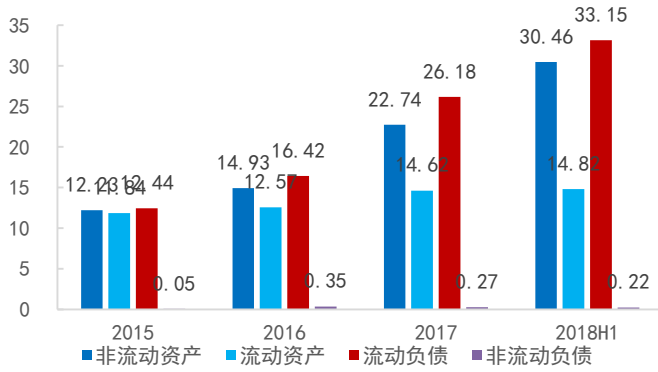
图 52：海底捞高资产负债率、高资产周转率推高 ROE



资料来源：wind；华金证券研究所

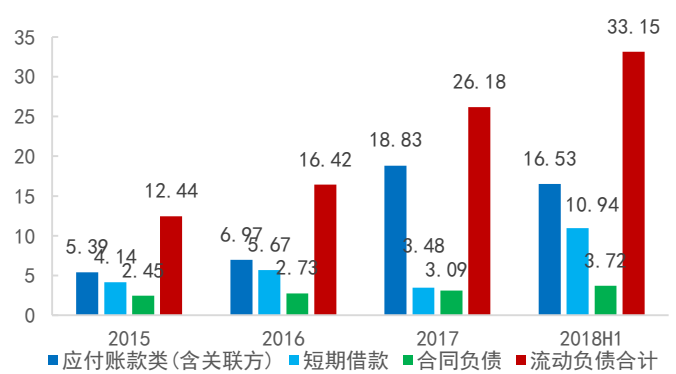
资产负债表简单。1)、非流动资产随海底捞门店扩张迅速攀升，主要是物业租赁、购买餐厅设备等；2)、流动资产增长较快，系预付款项(店铺租金、上游供应商货款等)增长较快导致。公司存货也有明显增长，2018H1 增长至 3.25 亿，占收入比重约 4.43%，存货管控水平仍良好；3)、流动负债也快速攀升，系餐厅扩张导致银行短期借款加大；4)、非流动负债较低，公司基本无长期借款。

图 53: 海底捞资产、负债情况(亿元)



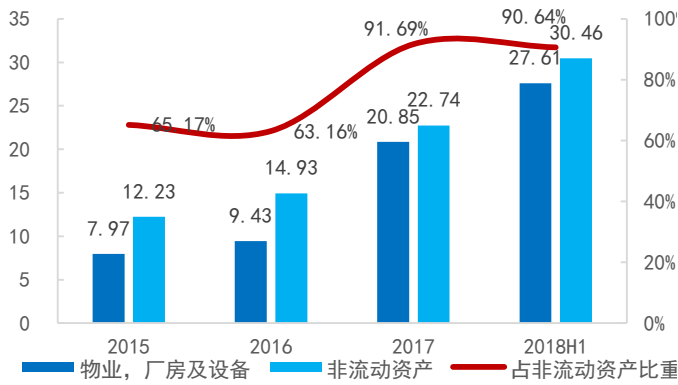
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 54: 海底捞流动负债结构情况(亿元)



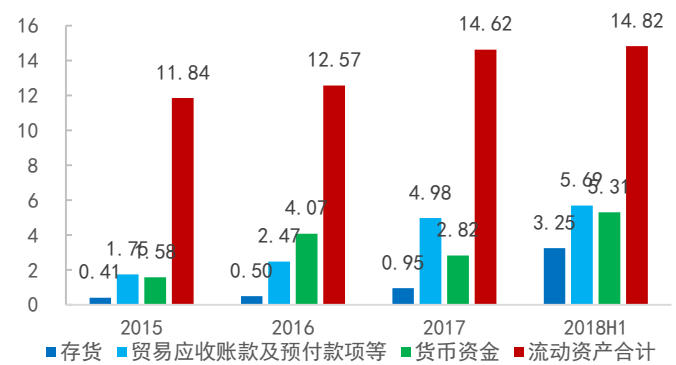
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 55: 海底捞非流动资产情况(亿元)



资料来源: wind; 华金证券研究所

图 56: 海底捞流动资产(亿元)



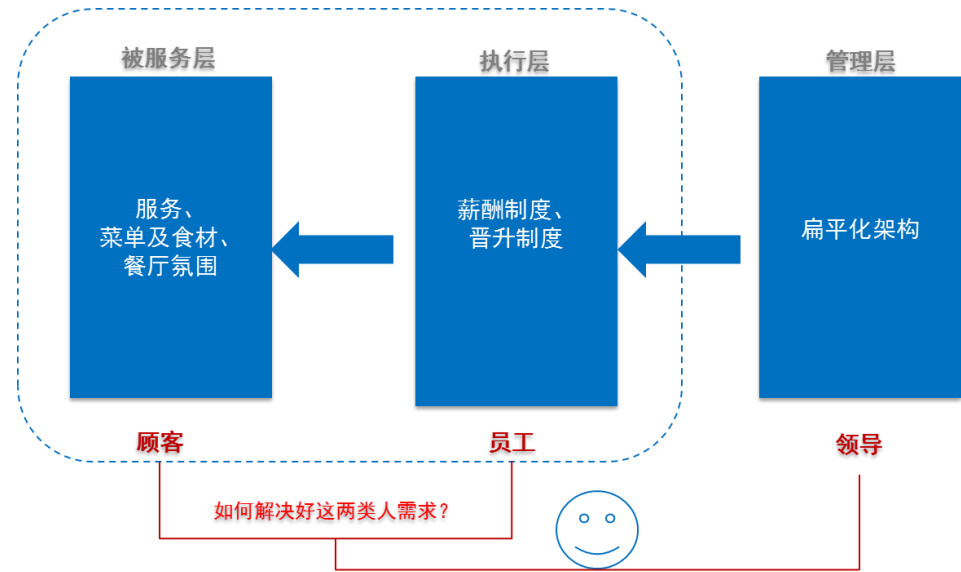
资料来源: wind; 华金证券研究所

### 3.5、海底捞管理模型分析

海底捞的服务是餐饮界的楷模, 也一直被其他品牌所学习。海底捞之所以强调服务, 因为餐厅行业本身竞争激烈, 而且火锅又是标准化的餐种, 如果别的火锅品牌也能做到标准化的时候, 那剩下就看管理和服了。因此海底捞在服务上是非常人性化的, 比如在等餐时候给顾客免费涂指甲油、擦皮鞋等, 暖心的服务积累了好口碑。

海底捞的管理模型分为三个层次, 首先是顾客(被服务层)所感知到的就餐体验, 包括服务、菜单及食材、餐厅氛围等层面; 而这些服务则是通过公司员工(执行层)来实现的, 员工做好服务的动力则来源于海底捞有公平的晋升机制以及薪酬制度, 激励员工愿意付出、做好服务奉献; 最后上升到领导(管理层), 海底捞的发展实则就是解决顾客和员工这两类人的需求, 只有当这两类人的需求得到满足后, 海底捞就可以不断发展壮大, 实现三方互利。而海底捞的扁平化组织架构则提升了公司的运作效率。

图 57：海底捞管理模型分析



资料来源：华金证券研究所

### 3.5.1、服务铸就品牌，就餐体验堪称完美

海底捞致力于提供远超过顾客对餐厅预期的服务，远不止卫生安全、菜品味道以及上菜速度这些。海底捞的人性化服务是顾客切实感受到的，比如等候区提供免费桌游、水果和小吃等，免费美甲及擦鞋、发放围裙和手机套，提供髻带和眼镜布、婴儿床等，暖心的服务也赢得了顾客的一致好评。根据咨询机构沙利文的统计调查，约 99.3% 食客感到满意，50%+ 食客对就餐体验非常满意；68.3% 食客至少每月光顾一次；98.2% 食客表示愿意再次光顾。

图 58：海底捞特色服务

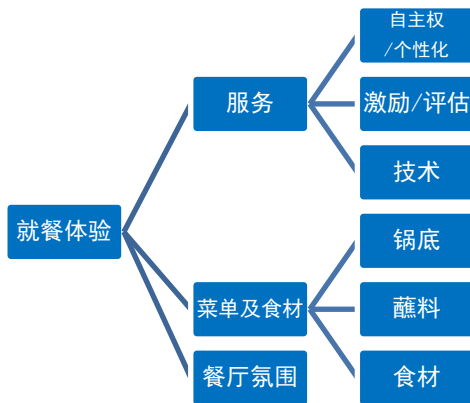


资料来源：公司官网；百度图库；华金证券研究所

就餐体验包括服务、菜单及食材、餐厅氛围等。海底捞在服务上鼓励员工进行创新，且并无固定的服务步骤模式。海底捞服务系统包括三个方面：1）、自主权/个性化。海底捞对员工充分

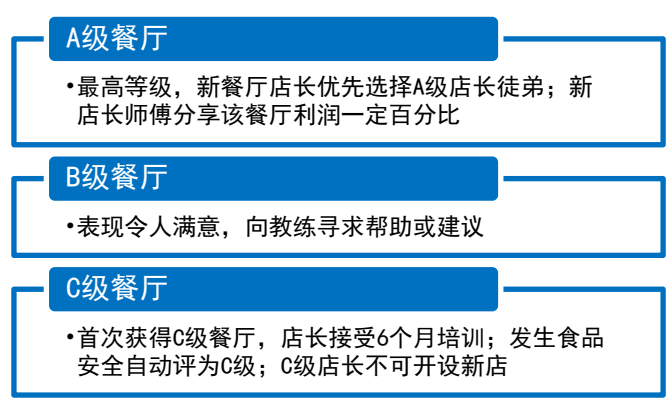
授权，以提供比同行更优质的服务；鼓励服务员留意顾客细微需求，同时服务员可以在合适情形下给与折扣、免费菜品甚至免单；2)、激励/评估机制。海底捞每个季度会委派至少 15 名神秘嘉宾对到每间餐厅进行体验评级，考核依据包括服务质量、服务员敬业程度、食物质量以及就餐环境。考核结果分为 A、B、C 三个等级。其中 A 级餐厅等级最高，当新餐厅开业时优先考虑 A 级店长的徒弟；B 级餐厅表现令人满意，仍有改善空间；首次获得 C 级餐厅店长会接受为期六个月的培训以改善餐厅绩效，且 C 级餐厅店长不可开设新餐厅。3)、技术。海底捞是国内最早推出平板电脑点餐的企业之一，快速、准确了解顾客点餐喜好，并可以看到后厨实时操作，让消费者吃的放心。

图 59：海底捞就餐体验三要素



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

图 60：海底捞餐厅分等级考核



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

菜单及食材方面，海底捞拥有五大招牌锅底，且有单锅、鸳鸯锅、四宫格锅可选；蘸料 20 余种，食客根据个人喜好自行选择；餐厅氛围方面，采取浅绿与黄色搭配的清新主题、温馨而舒适；餐厅外设有大型等候区，免费提供美甲、游戏等服务。

图 61：海底捞五大招牌锅底



资料来源：海底捞官网；华金证券研究所

图 62：海底捞新装修风格及候餐区



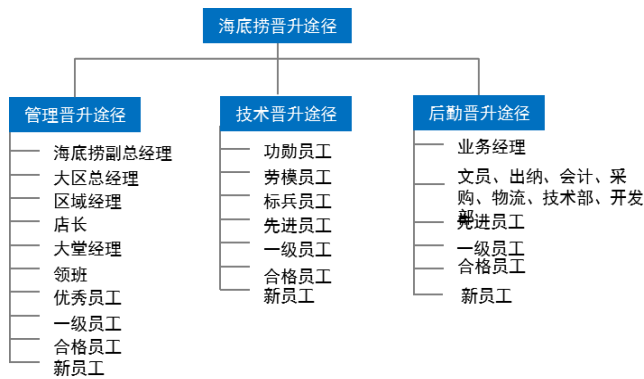
资料来源：百度图片；华金证券研究所

### 3.5.2、公平的晋升+薪酬制度，激励效果好

海底捞的晋升途径多样化。不拘一格选人才，在海底捞学历、工龄都不是必要条件，只要努力、勤奋、用心做好服务，都能在海底捞有所成长。海底捞的晋升途径有三种：管理晋升途径、技术晋升途径以及后勤晋升途径。海底捞的晋升机制公平公正，让真正有服务意识的员工得到良好升迁。另外，海底捞餐厅店长提拔一般经过提名进入人才库、大堂经理、晋升店长三个步骤，

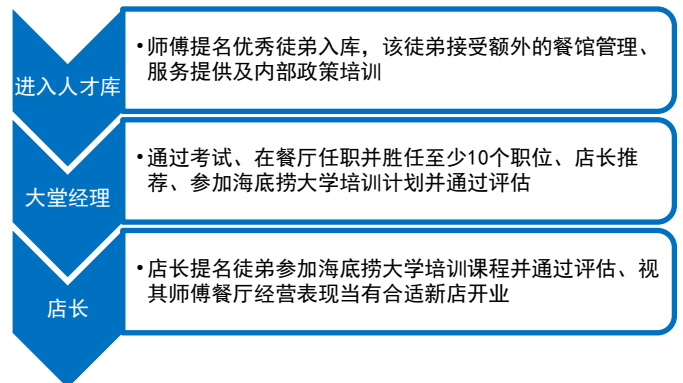
一般员工在四年左右即可晋升为店长。海底捞的店长绝大多数由基层员工做起，因此服务意识非常浓厚。

图 63：普通员工晋升机制



资料来源：《海底捞你学不会》黄铁鹰著；华金证券研究所

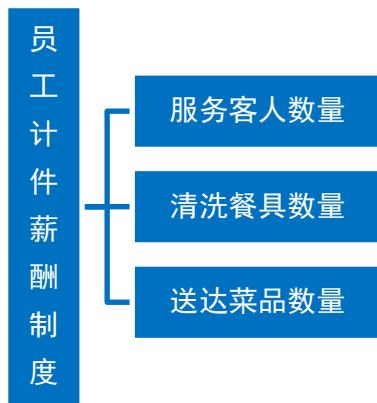
图 64：海底捞店长提拔步骤



资料来源：招股说明书；华金证券研究所

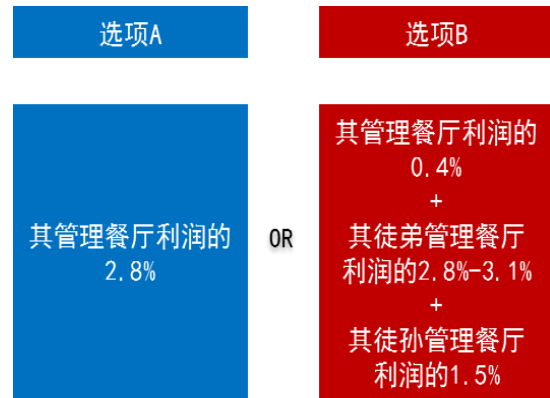
**薪酬制度公平，激励效果好，员工满意度高。**海底捞普通员工实行计件薪酬制度，衡量从顾客进入餐厅到离开期间餐厅营运过程中的每项任务(包括服务及食物准备)；餐厅员工的薪酬明确根据执行的具体工作量计算，例如服务的客人数量、清洗的餐具数量及送达的菜品数量等。店长薪酬与其餐厅及其徒弟餐厅挂钩：1)、与自己餐厅业绩挂钩，激发店长提升经营管理效率；2)、与徒弟餐厅挂钩：鼓励店长培养更多徒弟并指导徒弟将餐厅经营好、为公司扩张储备人才。

图 65：普通员工实行计件薪酬制度



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

图 66：海底捞店长薪酬取较高者



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

### 3.5.3、海底捞扩张秘籍：解决好顾客和员工两类人需求

海底捞扩张秘籍实则解决了顾客和员工这两类人的根本需求。公司盈利、扩张是目的，顾客满意是目标，优质的服务是途径，员工付出是基础，而公司关怀是一切的前提，海底捞的发展离不开公司文化建设（倡导与人为善）、离不开对员工的人文关怀。公司员工福利待遇较好，安排良好的住宿环境、专人打扫卫生、免费上网、员工生病领导深切关怀、领班以上干部父母每月发放补助…让员工真切感受到家的温暖。

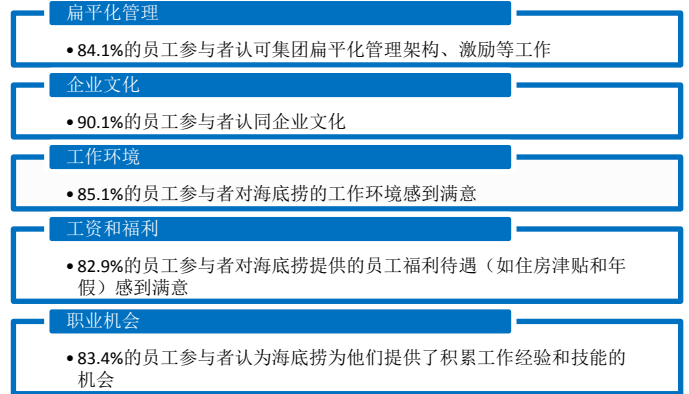
家的归属感以及公司对员工工作上的充分授权、鼓励员工服务创新，并辅以公平的晋升机制和薪酬制度，使得员工用心服务，顾客满意带动公司盈利扩张，三方均互利。调查数据表明，82.9%的员工参与者对海底捞提供的员工福利待遇（如住房津贴和年假）感到满意，认可度较高。

图 67：海底捞 VS 员工 VS 顾客产业链



资料来源：华金证券研究所整理

图 68：海底捞员工满意度调查情况

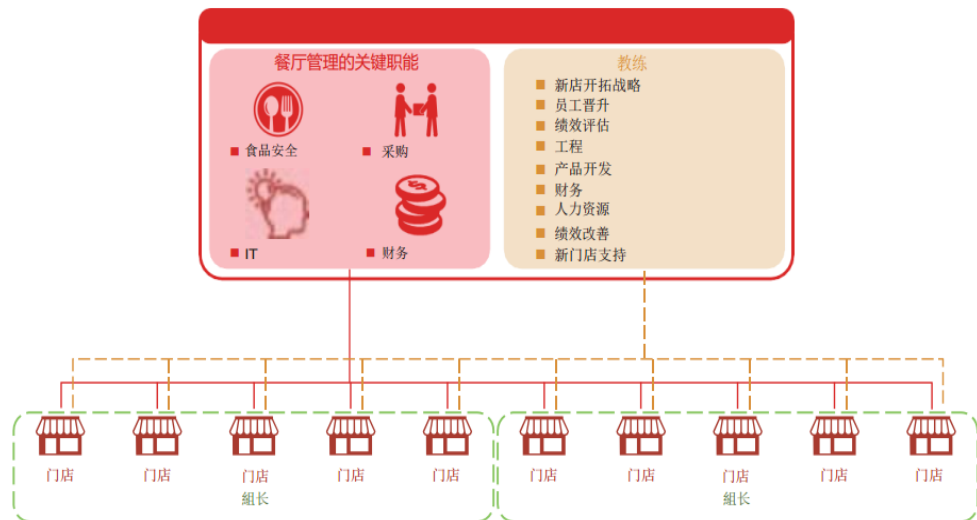


资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

### 3.5.4、扁平化组织架构：高透明度、高执行效率

2016 年公司重组内部组织，分总部、教练、报团小组、餐厅四个部分。实行扁平化管理系统，餐厅直接向高级管理层汇报，提高执行效率与透明度。1)、总部：负责餐厅日常管控，包括食品安全、供应商选择及管理、法律、资讯科技、财务及餐厅扩张战略；2)、教练及教练团队：负责餐厅指导的重责，如新店开拓战略、员工发展及晋升、绩效评估、工程、产品开发、财务、绩效改善、新门店支持、人力资源等；3)、抱团小组：共享信息资源、共同解决区域问题，实现自我管理、提高管理效率及透明度；4)、餐厅：店长负责日常运营，并承担员工考核及晋升，挖掘有才干的店长。

图 69：海底捞扁平化组织架构



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

### 3.6、成本费用分析：原料+员工占比超 70%，租金占比低

各项成本费用中，原材料及易耗品是占比最高的一项，近三年有所下滑，但仍在 40%以上。员工成本占比第二，近三年有所上升，2018 年上半年达到 30%，符合海底捞以服务著称的特征；租金占比已降至 4%以下，远低于其他餐饮企业 10%-20%的租金费率，主要系海底捞单店日均客流超过 1400 人，强大的引流功能提高了对商场的租金议价能力。

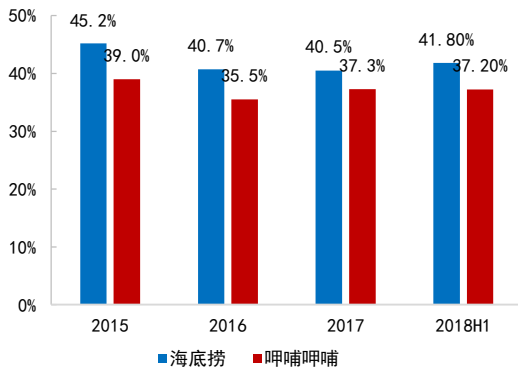
表 11：海底捞成本分拆表

	2015		2016		2017		2018H1	
	数值(亿元)	占收入比重	数值(亿元)	占收入比重	数值(亿元)	占收入比重	数值(亿元)	占收入比重
收入(亿元)	57.57	100.00%	78.08	100.00%	106.37	100.00%	73.43	100.0%
其他收入	0.36	0.60%	0.62	0.80%	0.91	-0.90%	0.27	0.4%
原材料及易耗品成本	-26.00	-45.20%	-31.79	-40.70%	-43.13	-40.50%	-30.66	-41.8%
员工成本	-15.72	-27.30%	-20.44	-26.20%	-31.20	-29.30%	-22.03	-30.0%
物业租金及相关开支	-2.69	-4.70%	-2.98	-3.80%	-4.15	-3.90%	-2.72	-3.7%
水电开支	-2.21	-3.80%	-2.63	-3.40%	-3.49	-3.30%	-2.55	-3.5%
折旧及摊销	-2.39	-4.20%	-2.86	-3.70%	-3.60	-3.40%	-2.94	-4.0%
差旅及相关开支	-0.67	-1.20%	-0.84	-1.10%	-1.20	-1.10%	-0.72	-1.0%
其他开支	-2.68	-4.70%	-3.72	-4.80%	-4.45	-4.20%	-3.01	-4.1%
其他收益及亏损	0.08	0.10%	0.12	0.20%	0.26	0.20%	0.19	0.3%
财务成本	-0.03	-0.10%	-0.08	-0.10%	-0.09	-0.10%	-0.09	-0.1%
除税前溢利	5.60	9.70%	13.46	17.20%	16.25	15.30%	9.01	12.3%
所得税开支	-1.49	-2.60%	-3.68	-4.70%	-4.31	-4.00%	-2.54	-3.5%
年度溢利	4.11	7.10%	9.78	12.50%	11.94	11.20%	6.47	8.8%
以下人士应占年度溢利								
本公司拥有人	2.73	4.70%	7.35	9.40%	10.28	9.70%	6.46	8.8%
非控股权益	1.38	2.40%	2.43	3.10%	1.66	1.60%	0.01	0.0%

资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

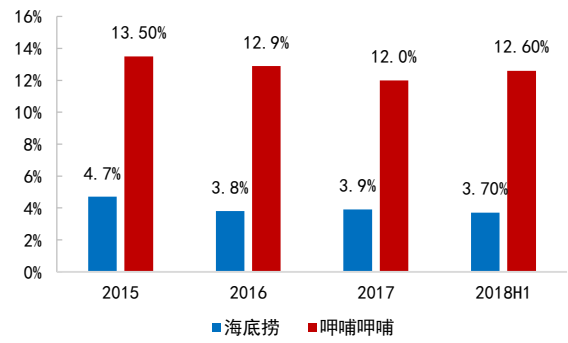
**海底捞 VS 呷哺呷哺，经营各具特色。**原材料及耗材占比上，海底捞比呷哺呷哺高约 3-6pct，体现在客单价上，海底捞定位中高端火锅市场，而呷哺呷哺定位于大众化市场；租金占比上，海底捞的租金比已降至 4%以下，远低于呷哺呷哺的 12%，主要是后者采取吧台式小火锅，店铺面积 200-300 平，远低于海底捞的约 1000 平，因此餐厅日均客流较海底捞低，对商场租金谈判上优势相对较弱；员工成本占比上，海底捞比呷哺呷哺高约 5-7pct，但海底捞的人均创收远高于呷哺呷哺。

图 70: 海底捞 VS 呷哺呷哺原材料及耗材成本占比



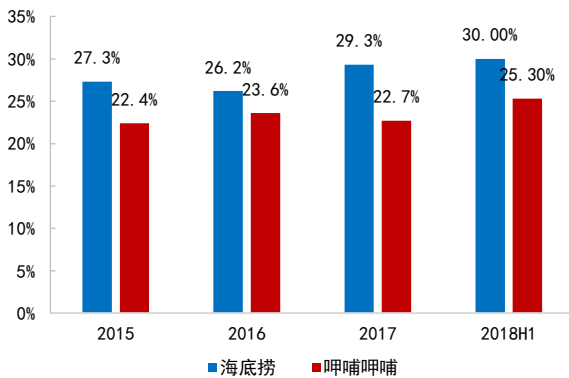
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 71: 海底捞 VS 呷哺呷哺租金占比



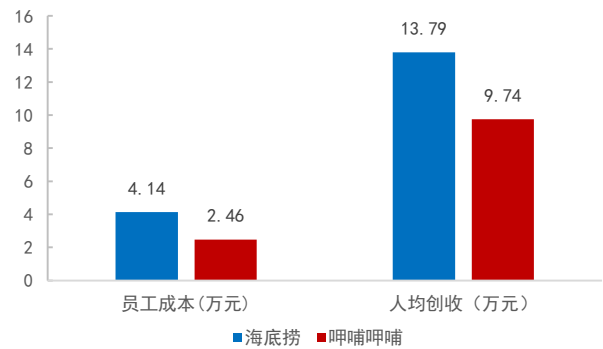
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 72: 海底捞 VS 呷哺呷哺员工成本占比



资料来源: wind; 华金证券研究所

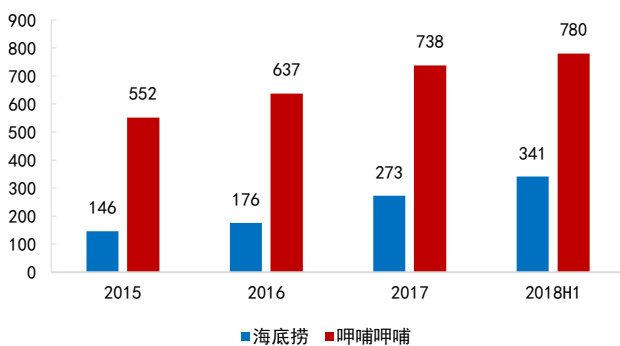
图 73: 海底捞 VS 呷哺呷哺员工成本与创收情况(2018H1)



资料来源: 海底捞招股书; wind; 华金证券研究所

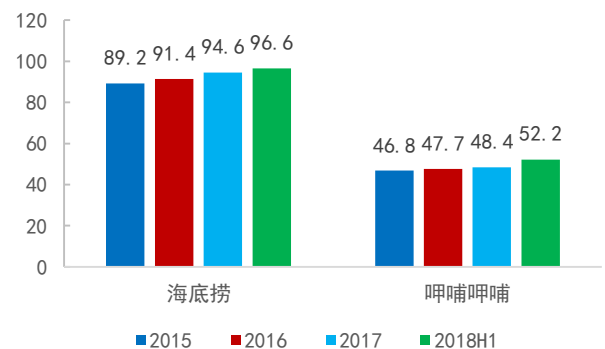
截止 2018H1 海底捞店铺数量为 341 家, 而呷哺呷哺店铺数量为 780 家, 是海底捞的两倍有余。客单价方面, 2018H1 海底捞的客单价 96.6 元, 而呷哺呷哺客单价仅有 52.2 元, 且过去三年海底捞、呷哺呷哺客单价的复合增速分别为 2.98%、1.70%, 相比之下, 海底捞的增长空间相对更大, 中高端火锅市场契合当下消费升级的大趋势。

图 74: 海底捞 VS 呷哺呷哺店铺数量 (个)



资料来源: 海底捞招股书; wind; 华金证券研究所

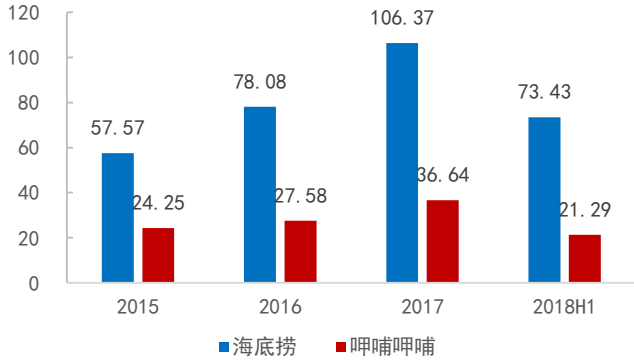
图 75: 海底捞 VS 呷哺呷哺客单价对比(元)



资料来源: 海底捞招股书; wind; 华金证券研究所

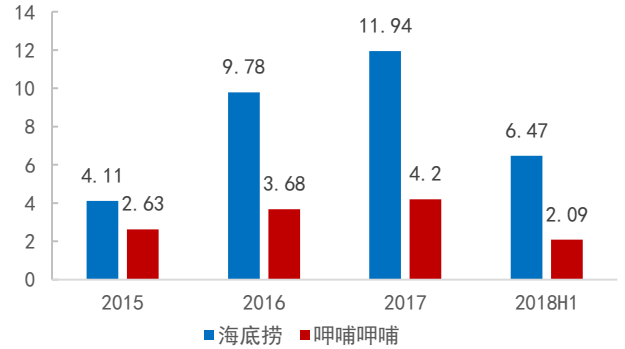
海底捞的门店数量虽少于呷哺呷哺，但前者单店年收入约 3820 万（2017 年数据，下同），远远高于呷哺呷哺的约 900 万。因此海底捞的收入、利润规模均超过呷哺呷哺，2017 年海底捞收入和利润分别为 106.37 亿、11.94 亿，而呷哺呷哺仅有 21.29 亿、2.09 亿。

图 76：海底捞 VS 呷哺呷哺收入对比（亿元）



资料来源：海底捞招股书；wind；华金证券研究所

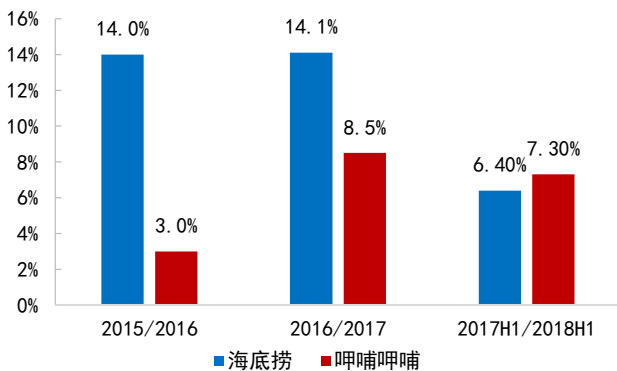
图 77：海底捞 VS 呷哺呷哺净利润对比（亿元）



资料来源：海底捞招股书；wind；华金证券研究所

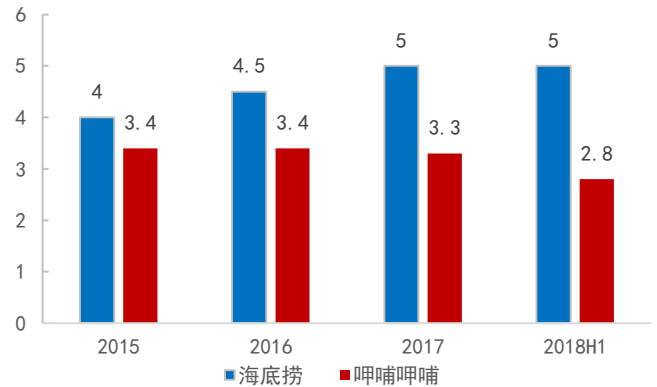
同店增速上海底捞更胜一筹。2015/2016、2016/2017 海底捞的同店增长均保持两位数，分别为 14.0%、14.1%，超过同期呷哺呷哺的 3.0%、8.5%。2018H1 海底捞因下调海外餐厅部分菜品价格以及快速扩店对现有餐厅有一定冲击，因此同店增速放缓至 6.4%，略低于呷哺呷哺的 7.3%。翻台率方面，海底捞的营业时间长于呷哺呷哺(大多门店营业时间截至 24:00 前)，因此海底捞的翻台率远远高于呷哺呷哺。

图 78：海底捞 VS 呷哺呷哺同店增速情况



资料来源：海底捞招股书；wind；华金证券研究所

图 79：海底捞 VS 呷哺呷哺翻台率对比



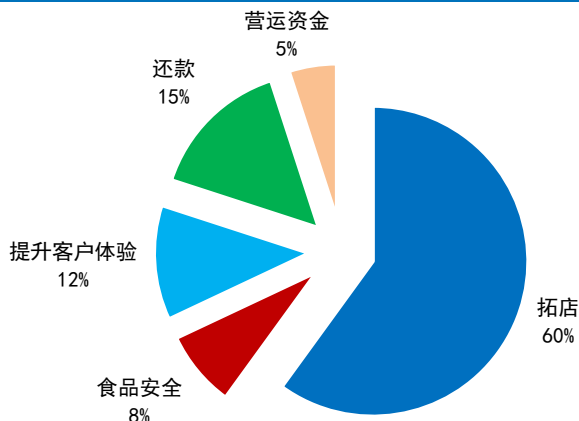
资料来源：海底捞招股书；wind；华金证券研究所

#### 四、IPO 募投介绍：加大拓店、提升顾客体验、偿还贷款

9 月 12 日海底捞更新招股书并公布此次招股计划，此次共发售股份 42453 万股，每股售价 14.8 港元-17.8 港元，预估市值 784 亿港元-943 亿港元(685 亿 RMB-824 亿 RMB)；取发行价中值 16.8 港元，此次扣除发行费用后，募资净额约 66.52 亿港元(58 亿 RMB)。资金主要用于以下用途：1、约 60% 资金用于 2018-2022 年的开店计划（新开一家店投入资金在 800-1000 万），预计能开 390 家店；2、约 20% 资金用于开发及实施新技术，其约 8% 用于食品安全有关项目(如

智能厨房技术); 12%用于提升客户体验(如虚拟现实及沉浸式就餐技术及定制化口味技术); 3、约 15%用于偿还银行贷款; 4、约 5%用于营运资金。随着 IPO 资金的募集后, 海底捞在火锅市场的龙头地位将进一步稳固。

图 80: 海底捞 IPO 募资计划



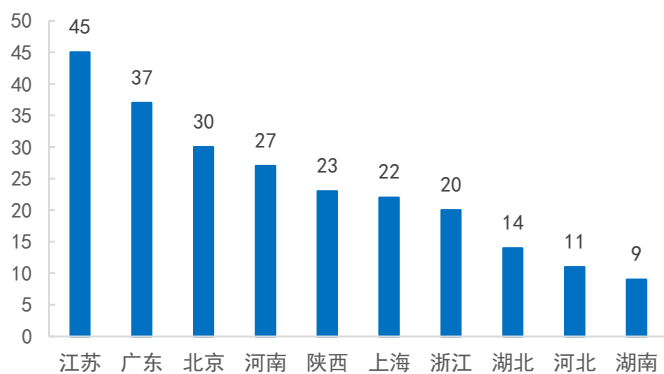
资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

## 五、海底捞的发展空间分析

### 5.1、开店拓展: 国内加速拓店, 国外积极扩张

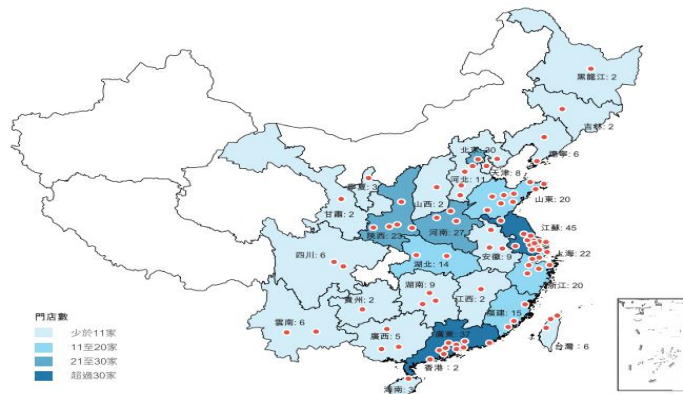
截至 2018/09 月初, 海底捞境内共开设餐厅 331 家, 其中 TOP5 省份/直辖市共开设餐厅 161 家, 占比接近 50%, 因此海底捞的二三线城市加密网点空间仍旧较大。2017、2018H1 海底捞共新开店 98 家、71 家, 计划 2018 年开店 180-220 家。公司共储备超 400 名店长, 截止 2018 年 9 月初, 海底捞已收到 493 份来自于现有店长的开店申请, 175 家新店已经签约但未开业, 大部分由店长提出申请, 预计 IPO 后海底捞的开店速度有望加快。

图 81: 截至 2018 年 9 月海底捞餐厅分布前十的省份或地区



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

图 82: 截至 2018 年 9 月初公司境内门店分布情况



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

海外中餐市场空间值得期待。2017 年中式餐饮市场规模 50221 亿元, 剔除中国内地 31920 亿元, 大陆以外地区贡献 18301 亿, 占中式餐饮总额的 36%。中式餐饮全球普及度正逐步提升,

随着国内居民出境游的盛行、以及中餐文化的影响力提升，全球中式餐饮将迎来稳步发展。预计大陆以外地区中式餐饮规模 2022 年将达到 25916 亿元，2017-2022 年 CAGR 达到 7.21%。

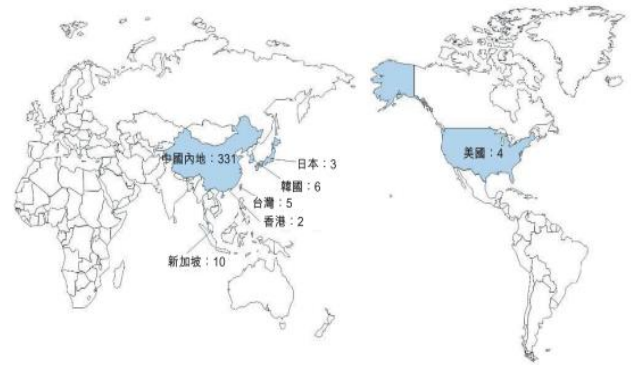
海底捞境外拓店空间大、客单价高：火锅凭借口味可调、且易结合当地饮食特色，深受海外市场欢迎。截至 2018 年 9 月初，海底捞大陆以外店铺数量 31 家，扩展空间仍旧较大。

图 83：2017 年主要国家或地区中式餐饮市场规模



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

图 84：截至 2018/09 海底捞全球餐厅分布情况



资料来源：海底捞招股书；华金证券研究所

## 5.2、同店增长：量(翻台率)、价(客单价)均有提升空间

同店增长仍是海底捞未来重要发力点。客流量方面，提高餐厅经营效率以提升翻台率，比如研发合适的早餐和下午茶，提高非高峰时段（13:00-17:00）餐厅使用率及翻台率；客单价方面，1)、O2O 延伸消费。海底捞目前拥有 18.7 百万会员及超 1 亿人次客流，并已经开发出 APP，拟推出线上线下同款产品，允许顾客购买他们在餐厅享用的同款食物和产品，增强二次延伸消费；2)、菜品结构优化，推出新品（如海底捞啤酒、饮料等）提高客单价。

图 85：海底捞推出的小火锅



资料来源：微信公众号；华金证券研究所

图 86：海底捞啤酒



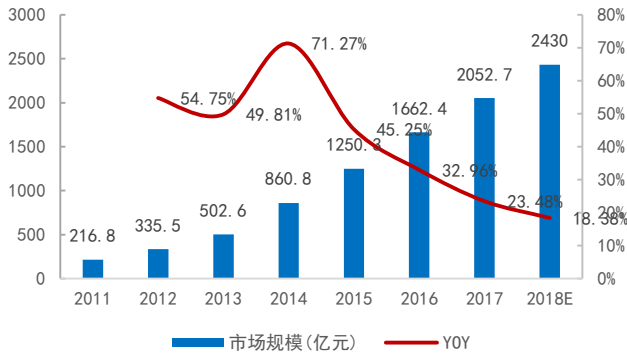
资料来源：微信公众号；华金证券研究所

## 5.3、海底捞外卖—火锅界探路者，服务、体验同样完美

外卖行业发展迅速，规模超 2000 亿。据艾媒咨询统计 2017 年国内外卖市场规模破 2000 亿，占餐饮业总收入比重 5.2%，预计 2018 年将达到 2430 亿。外卖已成为三大饮食方式之一(家

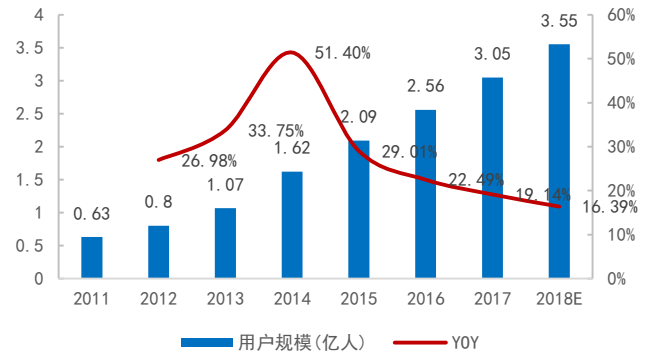
庭、外卖、堂食)。2017年国内外卖用户规模破3亿,预计2018年将达到3.55亿。随着线上流量红利的逐步消退,预计外卖市场规模及用户规模增速趋稳,量变到质变,品牌服务商将从中受益。

图 87: 2011-2018 中国在线餐饮外卖市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询; 华金证券研究所

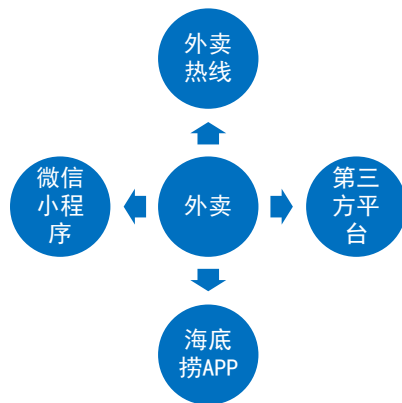
图 88: 2011-2018 中国在线餐饮外卖用户规模及预测



资料来源: 艾媒咨询; 华金证券研究所

海底捞外卖自2010年推出,是国内首个推出自营火锅外卖服务的火锅店品牌,截至2018年6月底已服务超过45个城市,30-40min内送达,且自主员工配送。海底捞外卖可通过四种方式预定,外卖热线、微信小程序、海底捞APP以及第三方平台。海底捞外卖配送员不仅送餐,还帮助顾客布置好餐桌,人性化服务制胜;此外,海底捞还可提供锅、电炉以及餐盘和餐具(单次收费50元),让消费者在家同样体验到火锅店的氛围,就餐体验堪称完美。

图 89: 海底捞订餐途径多元化



资料来源: 华金证券研究所整理

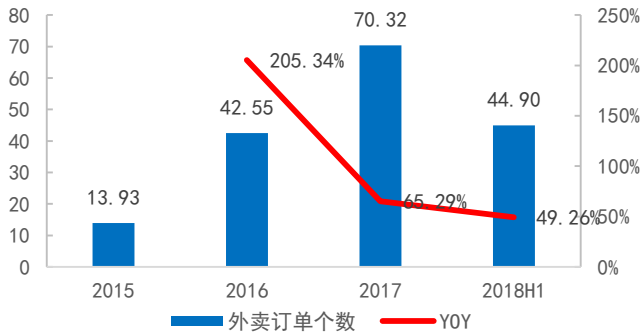
图 90: 海底捞外卖订餐截图



资料来源: 微信; 华金证券研究所

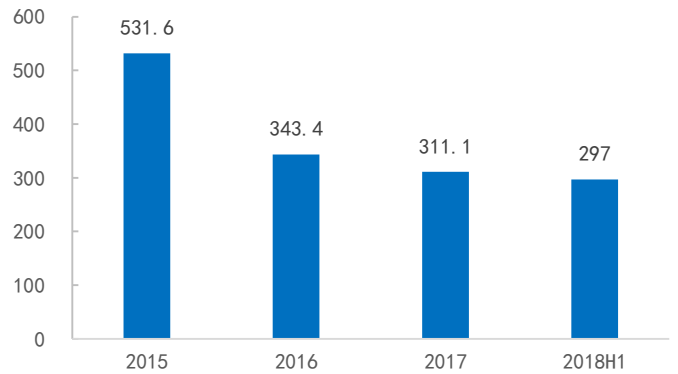
外卖订单数高速增长。2015-2017年外卖订单数量CAGR达到24.66%,2018H1外卖订单达到44.9万笔,同比增长49.26%,全年若按50%增长,预计2018年外卖订单超过100万笔;客单价有所下滑,主要是配送体系完善、菜品结构调整导致,2018H1外卖每笔订单均价297元,预计将趋于平稳;外卖业务收入较快增长:2015-2017年CAGR达到71.85%,2018H1外卖业务实现收入1.33亿,同比增长36.5%。

图 91: 海底捞近三年外卖订单数量(万笔)



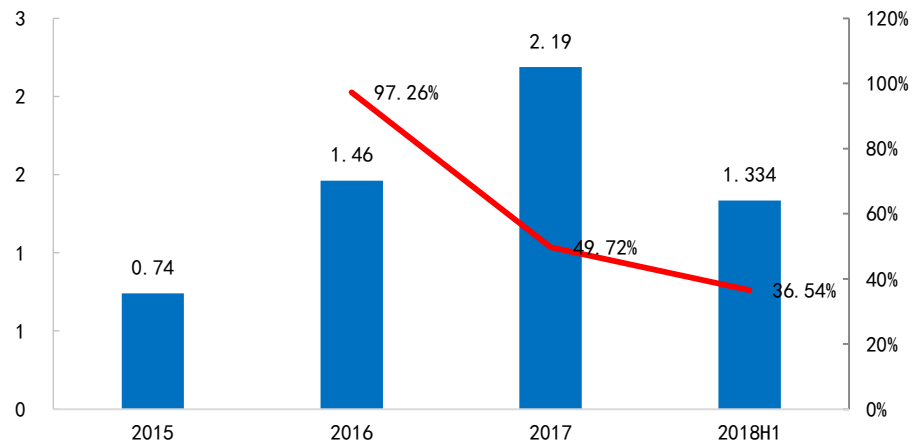
资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

图 92: 海底捞每笔订单平均价(元)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

图 93: 海底捞外卖业务收入 (亿元)



资料来源: 海底捞招股书; 华金证券研究所

## 六、盈利预测

**门店预测:** 预计 2018-2020 年海底捞的门店扩张主要以二、三线城市为主, 未来三年海底捞的门店净增加数量分别为 195 家、215 家、195 家, 其中海外门店分别开店 14 家、10 家、10 家; 未来三年关闭店铺数量分别为 5 家、5 家、5 家。

表 12: 2018-2020E 各线级城市净开店情况

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一线城市	5	10	25	30	30
二线城市	12	37	80	75	70
三线城市	11	40	76	100	85
大陆以外	2	10	14	10	10
合计	30	97	195	215	195

资料来源: 华金证券研究所预测

表 13: 2018-2020E 海底捞餐厅数量情况

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
期初餐厅数	112	146	176	273	468	683

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新开餐厅数	36	32	98	200	220	200
关闭餐厅数	2	2	1	5	5	5
净增餐厅数	34	30	97	195	215	195
期末餐厅数	146	176	273	468	683	878

资料来源：华金证券研究所预测

餐厅日均销售额均保持稳定增长。1)、老店随经营效率的提升，单店日均销售额预计保持8%-11%的增长；2)、当年新开店的日均销售额较上一年新开店也有不同程度的提升，主要是客单价带动所致。

表 14：海底捞餐厅日均销售额(万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
2015 年前开业的餐厅	13.08	14.84	16.54	17.86	19.29	20.84
2015 年开业的餐厅	9.29	10.26	12.27	13.37	14.58	15.89
2016 年开业的餐厅		10.06	11.15	12.27	13.49	14.84
2017 年开业的餐厅			11.34	12.00	13.20	14.52
2018 年开业的餐厅				12.47	13.72	15.09
2019 年开业的餐厅					13.72	15.09
2020 年开业的餐厅						15.37

资料来源：华金证券研究所预测

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 169.26 亿、283.57 亿、426.20 亿，净利润分别为 15.78 亿、27.91 亿、44.47 亿。结合海底捞未来三年的成长性（预测 2018-2020 年净利润复合增速约 60%），给与其 2019 年 25X-30X 动态 PE，合理估值应在 698 亿 RMB-837 亿 RMB。

表 15：海底捞 2018-2020E 收入、利润预测情况

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
餐厅收入(亿)	56.53	76.36	103.88	165.00	276.78	416.41
YOY		35.07%	36.05%	58.83%	67.75%	50.45%
外卖收入(亿)	0.74	1.46	2.19	3.06	4.29	5.79
YOY		97.26%	49.72%	40.00%	40.00%	35.00%
调味料及食材收入(亿)	0.30	0.26	0.30	1.20	2.50	4.00
YOY		-12.02%	16.71%	295.90%	108.33%	60.00%
合计收入(亿)	57.57	78.08	106.37	169.26	283.57	426.20
YOY		35.63%	36.24%	59.12%	67.53%	50.30%
净利润(亿)	4.11	9.78	11.94	15.78	27.91	44.47
YOY		138.19%	22.10%	32.14%	76.84%	59.34%
净利率	7.13%	12.53%	11.23%	9.32%	9.84%	10.43%

资料来源：华金证券研究所预测

## 七、风险提示

1、门店扩张过快导致管理、服务水平降低。此次公司上市后预计未来三年门店扩张将明显加速，若后续管理、服务水平跟不上门店扩张进度，可能会导致顾客就餐体验下降。

2、**餐饮行业卫生安全问题。**餐饮行业食品安全卫生仍是头等大事，尽管海底捞已建立标准化的质量管控体系，但餐饮卫生事件仍然是行业的系统性风险之一。

3、**关联方交易占比过高。**

4、**宏观经济下滑影响居民餐饮消费。**2018年以来社零数据增速持续走低，若宏观经济持续低于预期，或将影响餐饮行业消费。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

齐莉娜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com