

海底捞：心尖上的服务，舌尖上的成长

增持（首次）

2019年06月27日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

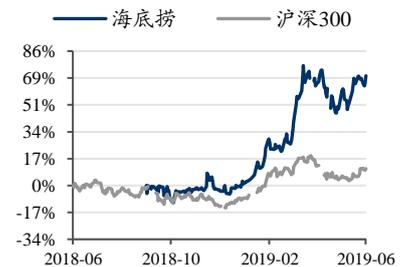
dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	16,969	25,511	37,098	48,784
同比（%）	59.53%	50.34%	45.42%	31.50%
归母净利润（百万元）	1646	2476	3685	5024
同比（%）	60.16%	50.40%	48.83%	36.36%
每股收益（元/股）	0.31	0.47	0.70	0.95
P/E（倍）	83	55	37	27

投资要点

- **火锅龙头，创始团队带领下脱颖而出。**94年4张桌子的海底捞至今已有门店466家，18年实现营收169.7亿（+60%），归母净利16.5亿（+60%）。创始人任CEO，持股集中，海底捞灵魂人物、具有企业家魅力；草根团队凝聚力强、元老持股具有活力；引入职业经理人，管理、财务、公关等全方位专家团队，管理添活力。
- **大厦之基：灵活高效的管理体系。**海底捞的管理是不断自我否定、自我迭代，不断产生新的裂变的系统：1）从“计件制”到“服务担当体系”，各个环节将激励运用到极致；2）从门店放权到“海底捞大学”、“晋升途径”，再到人性化的福利，是企业文化也是效率润滑；3）从员工满意到客户满意，又形成了核心竞争力的不断正反馈；4）“师徒制”为基础实践阿米巴经营模式，实现高质量扩张。这套具有生命力的管理体系能够自下而上激发每个员工的活力，充分调动人的潜力，正是海底捞的管理魅力所在。
- **单店视角：同店增长亮眼，成本费用领先，试水未来。**1）**同店增速亮眼**（18年整体+6.2%，一线11.7%，三线及以下10.6%）：在长时间高效营业的基础上，超过5次/天且仍有增长的翻台率是同店增长的主要驱动。2）**保持着较高的成本转移能力**，18年菜单提价驱动客单价提升3.5%；品牌引流能力强，物业议价能力高，租金/收入比仅4%，低于行业水平。3）**渠道下沉与科技创新带来单店长期提升空间**：单店模型显示，渠道下沉成熟后三线门店经营利润率有望追赶一线；智慧餐厅预计可减少20%的员工，经测算有望提供约5pct的门店利润率空间，未来持续优化成本的空间可观。
- **扩张视角：国内着力加密下沉，布局海外打开空间。**18年净开门店193家，扩张显著加速，18年末非一线城市门店数占比已达75.4%（+0.94pct）。1）**严选物业，加密+扩张，低线表现亮眼**：选择核心商圈高客流、大规模物业，18年新开门店翻台率达4.5次翻台，新店6-13个月即可产生投资回报；**三线及以下城市收入占比迅速提升至20.5%**（15-18年+15pct），打折促销影响淡化后客单价（90+元）有望提升。2）**海外扩张起步**，18年海外营收13.23亿元（+88%），占比8.0%。3）**通过店均覆盖人口测算，千店规模可期。**
- **多元化视角：业务发散，体系内协同。**1）2010年开启外卖业务，2018年收入3.24亿，占1.91%。2）关联方布局餐饮产业链以及跨界投资，具有孵化能力、有望业务协同。
- **盈利预测：**在开店假设基础上，预计19-20年营收增速50%、45%、32%，归母净利增速为50%、49%、36%，EPS为0.47、0.70、0.95元，对应PE55、37、27倍，公司在中式火锅行业处于龙头地位，具有显著优势，并且当前处在加速成长的发展阶段，长期看好公司前景；公司当前估值相对较高，但和其高增长的业绩相比仍属合理，长线看好公司持续成长性，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**餐饮行业增长乏力、竞争格局变化、食品安全与负面新闻等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	29.40
一年最低/最高价	15.50/32.40
市净率(倍)	15.83
港股流通市值(百万港元)	155820

基础数据

每股净资产(元)	1.63
资产负债率(%)	27.75
总股本(百万股)	5300.00
流通股本(百万股)	5300.00

相关研究

内容目录

1. 海底捞：火锅龙头，创始团队带领下脱颖而出	6
2. 火锅市场：易出龙头的好赛道，边界扩张正在萌芽	9
2.1. 大市场、高增速，低线城市市场广阔.....	9
2.1.1. 火锅市场广阔，中高端化.....	9
2.1.2. 连锁化基因助力市场整合，火锅赛道更易跑出龙头.....	10
2.1.3. 非一线城市空间广阔，三线下沉具备基础.....	12
2.2. 外卖行业蓬勃发展，火锅迎来增量空间.....	12
3. 大厦之基：灵活高效的管理体系	14
3.1. 员工：扁平管理、有效激励、高度认同.....	14
3.1.1. 扁平化为基础、绩效激励为核心的管理体系.....	14
3.1.2. 晋升路径、员工福利培养员工认同感.....	15
3.2. 客户：服务立身，以客户为核心.....	18
3.3. 裂变：自下而上求优化，保障直营扩张.....	20
4. 单店视角：同店表现亮眼，成本费用领先，试水未来	22
4.1. 同店高基数稳增长，品牌保障客单.....	22
4.2. 品牌助力租金成本压缩，盈利能力领先.....	23
4.3. 高处不胜寒？——看渠道下沉与科技创新.....	25
4.3.1. 低线门店仍具备利润率提升的空间.....	25
4.3.2. 无人餐厅对效益的改善——博取眼球还是卡位未来？	27
5. 扩张视角：国内着力加密下沉，布局海外打开空间	29
5.1. 渠道高质量扩张，二三线城市表现亮眼.....	29
5.1.1. 自上而下与自下而上结合，高质量扩张.....	29
5.1.2. 渠道下沉优势明显，增长空间不容小觑.....	31
5.2. 餐饮出海，海外扩张或成看点.....	32
5.3. 门店知多少？——千店可期.....	34
6. 多元化视角：业务发散，体系内协同	37
6.1. 火锅外卖开先河，新增长点显现.....	37
6.2. 海底捞体系布局广泛，短期具有采购优势，长期探索业务融合.....	38
6.2.1. 延伸餐饮产业链，业务深具协同.....	38
6.2.2. 体系尝试跨界经营，助力业务创新升级.....	40
7. 财务分析：高周转率驱动高 ROE.....	41
8. 盈利预测	43
9. 风险提示	45

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司上市后股权结构.....	7
图 3: 公司近三年营收及增速.....	8
图 4: 公司近三年归母净利及增速.....	8
图 5: 餐饮服务市场规模稳步增长.....	9
图 6: 火锅在中式餐饮中占最大份额.....	9
图 7: 火锅市场增速有望持续高于其他餐饮增速.....	9
图 8: 主要火锅品类.....	10
图 9: 麻辣口味广受欢迎.....	10
图 10: 中高端火锅市场规模增速领先 (十亿元).....	10
图 11: 餐饮市场规模按经营模式分.....	10
图 12: 火锅市场连锁化门店数量.....	11
图 13: 火锅类占餐饮百强比重.....	11
图 14: 火锅市场规模按城市分布 (十亿元).....	12
图 15: 火锅占中餐市场的市占率.....	12
图 16: 中产阶级城市分布.....	12
图 17: 13-17H1 不同城市奢侈品消费单价.....	12
图 18: 外卖市场规模.....	13
图 19: 国内外卖用户规模 (万人).....	13
图 20: 扁平化管理系统.....	14
图 21: 海底捞 VS 呷哺呷哺人员构成 (截至 2018H1).....	14
图 22: 员工授权额度.....	15
图 23: 海底捞与餐饮同行及行业平均薪酬对比.....	15
图 24: 公司人员构成 (参考 18 年 H1).....	16
图 25: 海底捞大学.....	16
图 26: 海底捞员工晋升途径.....	17
图 27: 海底捞员工福利.....	17
图 28: 海底捞员工调查.....	18
图 29: 海底捞顾客满意度调查.....	18
图 30: 海底捞顾客数.....	18
图 31: 海底捞百度搜索指数领先.....	19
图 32: 技术化服务.....	19
图 33: 海底捞智慧餐厅.....	20
图 34: IKMS 系统实时监测人工智能设备工作.....	20
图 35: 店长薪酬制度.....	20
图 36: 全流程食品安全控制.....	21
图 37: 小肥羊发展历程及分析.....	21
图 38: 海底捞与呷哺呷哺净利率.....	23
图 39: 海底捞各类成本费用率.....	24
图 40: 呷哺呷哺各类成本费用率.....	24
图 41: 海底捞智慧餐厅.....	27
图 42: 海底捞智慧餐厅自动出菜.....	27

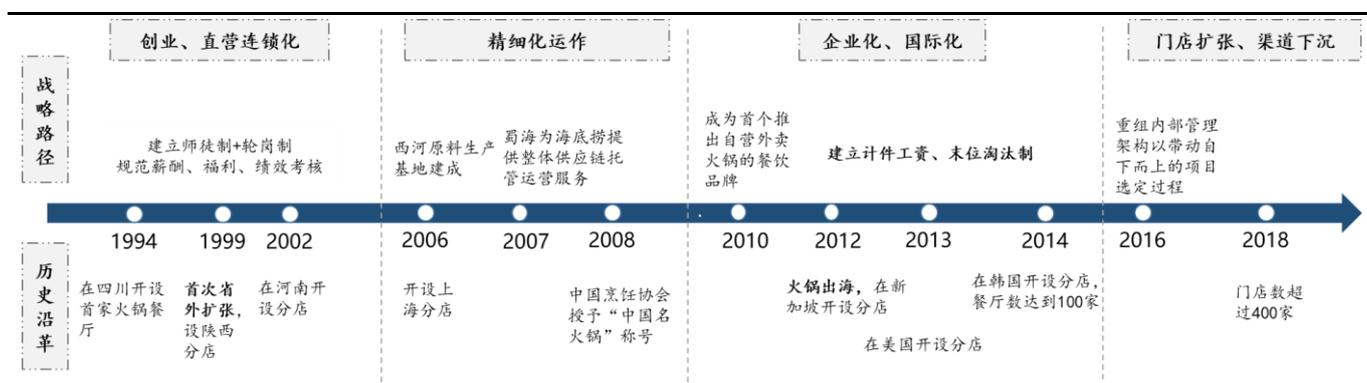
图 43: 海底捞选址.....	29
图 44: 新老店翻台率对比.....	30
图 45: 新店&现有门店收入占比	30
图 46: 公司门店分布 (家)	31
图 47: 公司门店分布图(2018H1).....	31
图 48: 成熟门店单门店收入 (万元)	31
图 49: 收入分布 (按城市等级)	31
图 50: 各区域客单价 (元)	32
图 51: 各区域翻台率 (次/日)	32
图 52: 主要国家和地区的餐饮市场规模及中式餐饮的市场份额.....	33
图 53: 海底捞于中国内地外市场开店进程.....	33
图 54: 海底捞全球门店分布.....	33
图 55: 中国内地以外市场营收增长情况.....	34
图 56: 公司外卖业务营收及占比.....	37
图 57: 2015-18 年外卖订单数	37
图 58: 2015-18 年外卖平均单笔销售额	37
图 59: 海底捞京东团建外卖.....	38
图 60: 海底捞外卖.....	38
图 61: 海底捞关联企业 (部分)	38
图 62: 海底捞餐饮行业布局.....	39
图 63: 前五大关联方交易 (百万元) 构成及比例.....	39
图 64: 关联方食材采购比例.....	39
图 65: 颐海国际火锅底料售价及毛利率对比.....	40
图 66: 颐海国际关联方/第三方收入价值拆分	40
表 1: 高管团队拥有丰富行业和专业领域经验.....	6
表 2: 火锅品类连锁化优势.....	11
表 3: 28 城购物中心 (商业面积 5 万平米及以上) 门店数超过 10 家的火锅品牌.....	11
表 4: 同店销售增长率.....	22
表 5: 同店开业时间.....	22
表 6: 同店翻台率.....	22
表 7: 单次单店消费额.....	23
表 8: 关联方采购 (百万元)	24
表 9: 海底捞人工费用率同行对比.....	25
表 10: 每家餐厅平均每日顾客量 (人)	25
表 11: 各线城市单店模型 (单位: 万元)	26
表 12: 餐厅层面经营利润率.....	26
表 13: 员工配置优化对毛利率的提升测算 (单位: pct)	28
表 14: 门店数量.....	29
表 15: 平均单店座位数.....	30
表 16: 各线城市单门店覆盖人口 (前五)	34
表 17: 分年龄段测算平均火锅消费频次.....	35
表 18: 一至三线城市门店容量测算 (单位: 万人, 下表仅列示表 16 所列示的城市)	35

表 19: 海悦投资部分投资项目及投资比例.....	40
表 20: 餐饮公司财务数据对比.....	41
表 21: 海底捞&呷哺呷哺杜邦分析	41
表 22: 盈利预测.....	43
表 23: 同行估值对比.....	44

1. 海底捞：火锅龙头，创始团队带领下脱颖而出

从四张桌子到中华第一锅的创业传奇。1994年，张勇夫妇、施永宏夫妇在四川简阳开了家叫海底捞的火锅店；1999年开始，启动省外扩张、相继在西安、郑州开设分店，伴随连锁扩张形成的师徒制、轮岗制以及规范的薪酬、管理体系在餐饮行业内具有超前性；令人惊喜的是，集团的管理并没有因为体系的庞大而冗余内耗，反而越发灵活高效，成为一个不断自我迭代、优化和孵化的“活的”系统，我们看到10年首推外卖、12年走出国门，我们看到内部重组、持续创新。18年9月仍处于高速扩张期的海底捞赴港上市。

图1：公司发展历程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

创始人领銜，引入职业经理人，团队具有高度凝聚力。海底捞上市公司董事会和高管团队中包括创始人张勇、舒萍、施永宏三人，其中张勇是海底捞 CEO，也是海底捞的灵魂人物，具有敏锐的商业嗅觉和独立的管理智慧；施永宏兼任颐海国际董事长，偏重供应链、企业服务等业务的管理。首席运营官杨丽娟创业初期加入海底捞、曾担任第二家门店店长、99年到西安独立管理海底捞，是草根管理团队的代表。海底捞发展后期形成了背景丰富的管理团队，引入品牌、财务、信息技术、公共关系等多个专业领域的专业人才，碰撞出综合、先进的管理理念。

表1：高管团队拥有丰富行业和专业领域经验

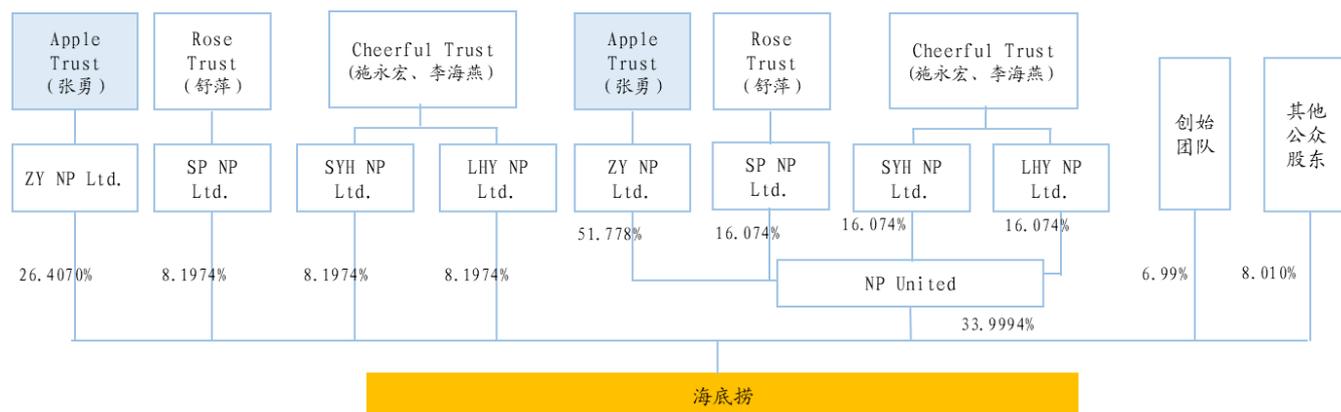
姓名	职务	出生年份	简介
张勇	董事会主席、执行董事、首席执行官	1971	创始人之一，拥有逾20年餐厅管理经验，主要负责统筹管理及战略发展。任四川海底捞、颐海非执行董事，分别于2011年10月及2012年8月获得长江商学院工商管理硕士及金融工商管理硕士。
邵志东	执行董事、总监、首席信息官	1976	拥有近20年信息技术经验，主要负责技术创新与开发，创新中心总监，2010年4月加入四川海底捞，历任人力资源管理部部长、信息部部长及技术创新部部长等多个职务，2010年4月至2013年6月担任海底捞大学校长。
施永宏	执行董事	1970	创始人之一，拥有逾20年餐厅管理经验，主要负责参与并监督管理及战略发展。历任四川海底捞副总经理、监事、董事，自2017年11月起任颐海董事长。
佟晓峰	执行董事、首席财务官、董秘	1974	主要负责财务及投资管理及监督，拥有丰富的财务会计知识，积逾20年相关经验。2014年6月加入四川海底捞，曾任SPX Filtran (NYSE上市公司) 财务总监、UPC Renewables 财务总经理。

舒萍	非执行董事	1970	创始人之一，主要负责监督管理及战略发展，任颐海执行董事，张勇之妻，拥有多个 EMBA 学位。
杨利娟	首席运营官	1979	主要负责监督公司营运，1997 年 6 月至 2001 年 3 月任四川海底捞经理，此后任四川海底捞董事、非执行董事，完成长江商学院举办的中国企业 CEO/金融 CEO 课程。
唐春霞	首席发展官	1977	主要负责品牌建设及产品研发，长江商学院创始管理层的一员，2002 年 7 月至 2018 年 4 月在长江商学院担任 EMBA 课程创立市场及招生主任、校友事务及发展部执行主任、DBA 企业家学者项目创立招生主任、长江创社区创立执行主任及长江教育发展基金会创立秘书长。
周兆呈	首席战略官	1973	负责协助首席执行官制定发展战略并负责食品安全及公共关系，富有企业管理及媒体关系经验，曾任《经贸导报》记者、《新华日报》记者、《联合早报电子版》高级副主编、副主编、主编及 SPH《联合早报》助理副总裁（新兴业务）、《联合早报》《新汇点》主编、SingaporePressHoldings（新加坡上市公司）新兴市场副总裁等。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创始人持股集中，元老持股。海底捞主要创始人张勇夫妻、施永宏夫妻均持有上市公司股权，创立之初每人持股 25%，期间张勇以原始股出资价购入 18%股份，至上市前张勇控制股权 68.71%。上市时成立家族信托持股，截至目前张勇通过信托控制股权 60.41%。以杨丽娟为代表的元老持股 7%。

图 2：公司上市后股权结构

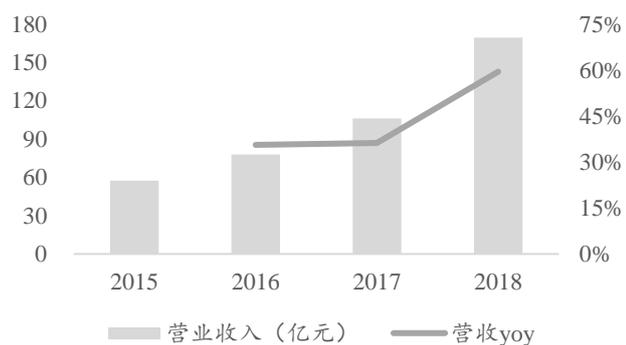


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

门店高速扩张和经营表现提升驱动营收持续高增长，成长路径清晰。海底捞门店快速扩张，并且品牌认可度驱动餐厅整体翻台率和客单价提升，15-18 年营收和归母净利润复合增速分别为 43.4%和 82.1%；至 18 年，公司实现营收 169.69 亿元，增速提升至 60%，归母净利 16.5 亿元，同比增长 60%。全国性火锅龙头进入具有品牌力为支撑的高速扩张期，未来朝着一二线加密、三四线下沉、全球试水的路径发展。

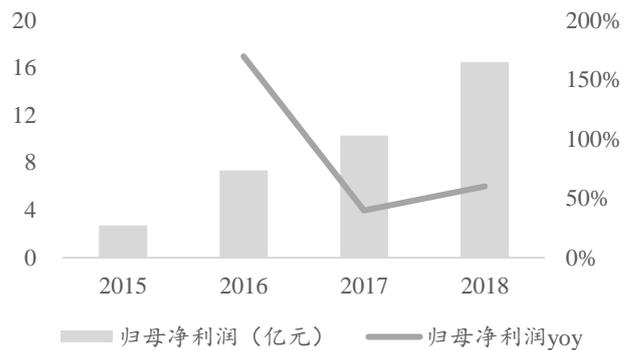
规模效应初具，短期净利率受开店影响。18 年公司实现净利润 16.5 亿元，同比增长 38%。16 年净利率从 7.1%提升至 12.5%，规模效应初现，17-18 年受高速开店带来的人工储备成本等方面的成本影响，净利率分别下降至 11.2%和 9.7%，成熟经营后有望修复。

图 3: 公司近三年营收及增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 4: 公司近三年归母净利及增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

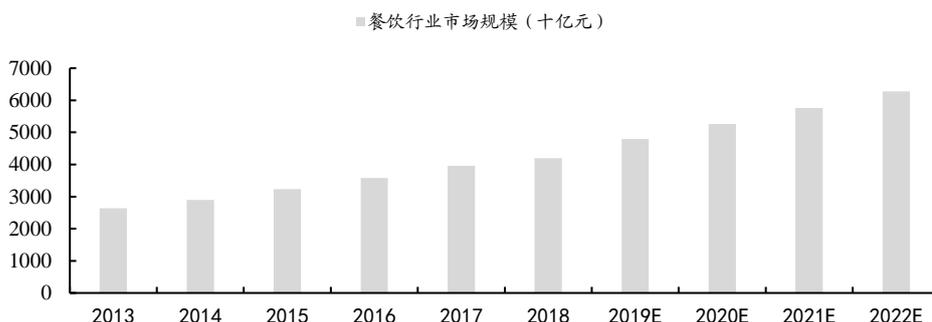
2. 火锅市场：易出龙头的好赛道，边界扩张正在萌芽

2.1. 大市场、高增速，低线城市市场广阔

2.1.1. 火锅市场广阔，中高端化

餐饮服务市场近年稳步快速增长。餐饮总收入由 2013 年的 2.64 万亿元增长至 2018 年的 4.2 万亿元，5 年 CAGR 达 9.8%。预计未来 4 年市场规模以 9.6% 的复合增速稳步增长，2022 年总收入将达到 6.3 万亿元。

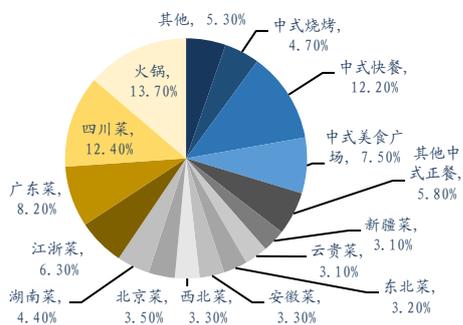
图 5：餐饮服务市场规模稳步增长



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

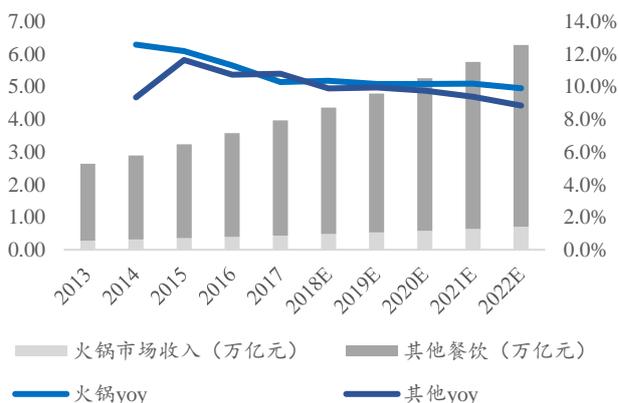
火锅规模领先且保持高速增长。2017 年火锅行业总收入达 4362 亿元，占中式餐饮市场 13.7%，占餐饮市场约 11%，火锅餐厅数量从 2013 年的 40.6 万家增长至 2017 年的 60.1 万家。受益于受欢迎程度及其易复制性和高标准化的独特业务模式，火锅餐饮有望成为中式餐饮中增长最快的分部，预计火锅餐饮市场 2017-2022 年复合增速 10% 左右，2022 年将拥有 89.6 万家火锅餐厅，总收入将达 7077 亿元。

图 6：火锅在中式餐饮中占最大份额



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 7：火锅市场增速有望持续高于其他餐饮增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

口味上，川式麻辣口味最为热门。火锅主要分为川式、粤式和蒙式，其中以麻辣口味的川式火锅占中国火锅餐饮市场的 64.2%（按 2017 年收入计算），是中国最受欢迎的

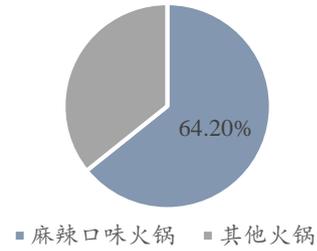
火锅类型。

图 8: 主要火锅品类

川渝火锅	北派火锅	粤系火锅	其他火锅
四川火锅	北京火锅	海鲜火锅	韩式火锅
重庆火锅	东北火锅	潮汕火锅	日式火锅
鱼火锅	羊肉锅	豆捞火锅	酸汤鱼锅
串串香	羊汤锅	猪肚鸡锅	椰子鸡
芋儿鸡	羊蝎子锅	粥底火锅	台式火锅
.....

数据来源: 美团, 东吴证券研究所

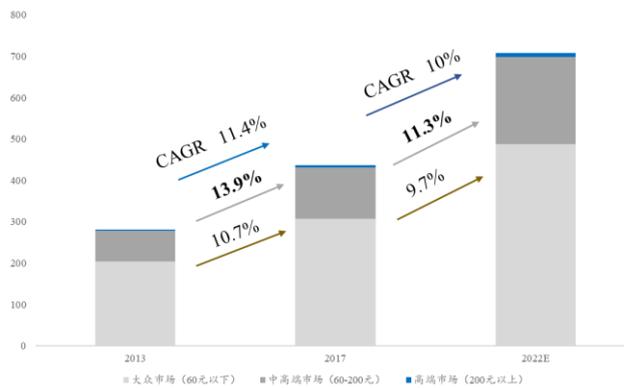
图 9: 麻辣口味广受欢迎



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

定位上, 中高端火锅市场增速最快。火锅市场以大众市场(人均消费 60 元以下)为主, 但受城镇化和消费升级影响, 中高端市场(60-200 元)增长速度最快, 2013-17 年 CAGR 达 13.9%。预计中高端火锅市场有望继续快速增长, 至 2022 年规模有望达到 2116 亿元, 2017-22 年 CAGR 达 11.3%。

图 10: 中高端火锅市场规模增速领先(十亿元)

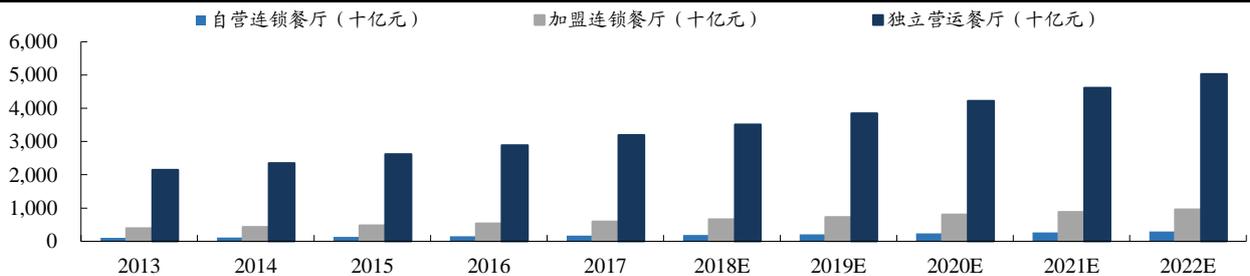


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.1.2. 连锁化基因助力市场整合, 火锅赛道更易跑出龙头

四万亿市场有待整合。中国餐饮市场较为分散, 并由独立运营餐厅主导。2017 年自营连锁餐厅收入仅占餐饮市场销售 4.3%, 但随消费者对品牌声誉、食品安全和服务质量的重视, 依靠更强大资本品牌、更高品牌认知及声誉, 以及更佳食品安全控制, 自营连锁餐厅有望实现 11.4% 复合增长, 超越独立运营餐厅和加盟连锁增长。

图 11: 餐饮市场规模按经营模式分



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

火锅产品标准、口味多样，更易跑出连锁化龙头。火锅具有品类简单可控、原材料数量较少，不依赖厨师等特点，较早步入标准化；同时其菜品、锅底具有多样性，能够满足各异的口味，消费人群广阔，连锁化的空间较大。火锅这样标准化+空间大的赛道更易实现更大规模的连锁化，催生行业龙头。

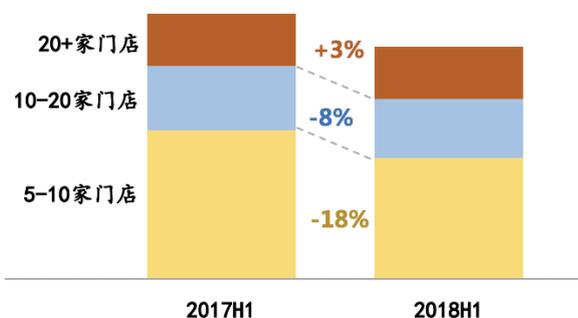
表2: 火锅品类连锁化优势

	优势	表现
标准化	原材料	原材料品种较普通中餐馆较低，总部对供应链管理能力强
	流程	加工流程简单，对厨师依赖低
	厨房	连锁品牌的火锅底料一般由总部生产、购买，厨房设置简单
差异化	服务	备菜时间压缩，上菜速度快，营业时间长
	口味	四宫格、鸳鸯锅满足大类口味需求
	菜品	菜品有相对可选性，自主组合能力强

数据来源：草根调研，东吴证券研究所整理

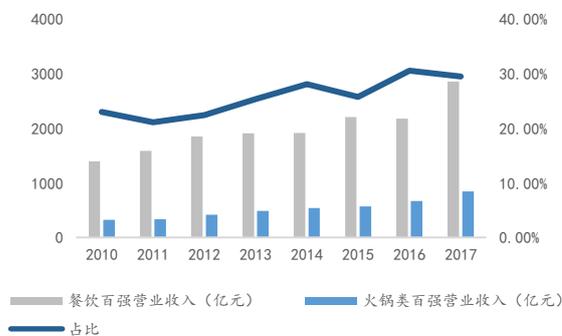
火锅领域整合空间仍大，龙头集中趋势显现。根据赢商网的统计，截至2017年9月，国内28个城市商业面积5万平方米及以上的城市购物中心共有1110个品牌的2350家火锅门店，其中门店超过10家的品牌仅16个，跨区域连锁品牌数更是少之又少，整合空间仍大。火锅龙头持续集中趋势凸显，17年中至18年中，拥有超过20家门店的大型连锁品牌数量增加3%，17年火锅百强实现营收844亿元，占餐饮百强的29.5%，占比呈攀升趋势。

图 12: 火锅市场连锁化门店数量



数据来源：美团餐饮学院，东吴证券研究所

图 13: 火锅类占餐饮百强比重



数据来源：中国烹饪协会，东吴证券研究所

表 3: 28 城购物中心（商业面积 5 万平方米及以上）门店数超过 10 家的火锅品牌

品牌名称	品类	创立时间	人均消费(元)	重点拓展区域
呷哺呷哺	自助火锅/一人一锅	1998	50-60	华北/华东/西南一二三线城市
千味涮	自助火锅/一人一锅	2007	80-120	一线城市
捞王锅物料理	粤式火锅	2009	90-110	华东一二线城市
小辉哥火锅	港式火锅	2012	150-200	华东一二线城市
左庭右院	粤式火锅	2015	110-130	华东/华北一二线城市
东来顺	特色风味火锅	1903	80-120	华东/华北/东北一二三线城市
豆捞坊	特色风味火锅	2004	100	一二线城市
滇草香	特色风味火锅	2010	70-80	华北一二线城市
虾吃虾涮	特色风味火锅	2010	70-90	二三线城市

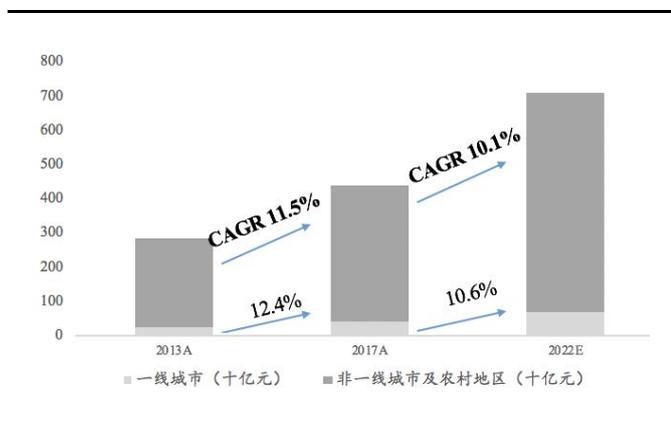
鱼满塘	特色风味火锅	2012	60-80	华南/华中
重庆小天鹅	川渝火锅	1982	80-90	全国
海底捞	川渝火锅	1994	100-120	全国
德庄火锅	川渝火锅	1999	75-100	华东/华南
香天下	川渝火锅	2003	120-150	成都/苏州等二线城市
井格老灶火锅	川渝火锅	2006	80-100	一二三线城市
新辣道鱼火锅	川渝火锅	2004	90	华东/华北/西北

数据来源：赢商网，东吴证券研究所

2.1.3. 非一线城市空间广阔，三线下沉具备基础

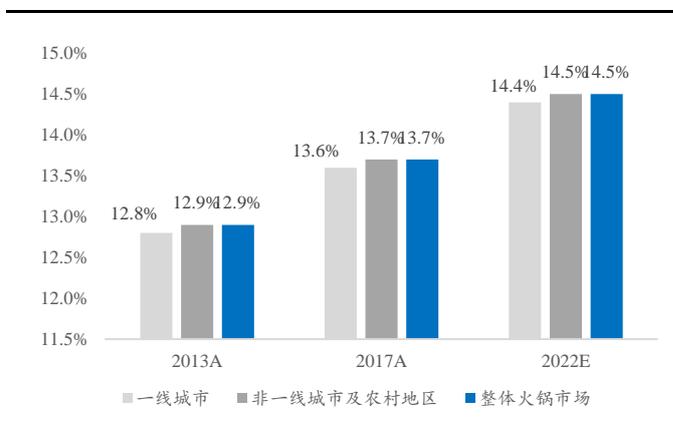
非一线火锅市场空间广阔。一线城市火锅市场规模2013-17年CAGR达12.4%，预计2022年市场规模有望增长至685亿元；但非一线城市火锅市场规模更大、且火锅在中餐品类中的份额略高于一线城市，预计至2022年市场规模有望达到6392亿元。

图 14: 火锅市场规模按城市分布 (十亿元)



数据来源：弗若斯特·沙利文分析，东吴证券研究所

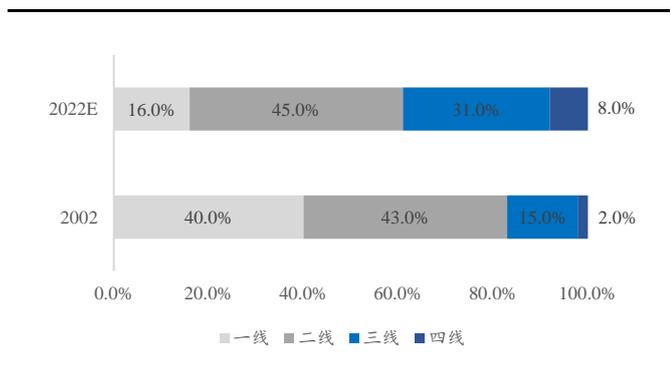
图 15: 火锅占中餐市场的市占率



数据来源：弗若斯特·沙利文分析，东吴证券研究所

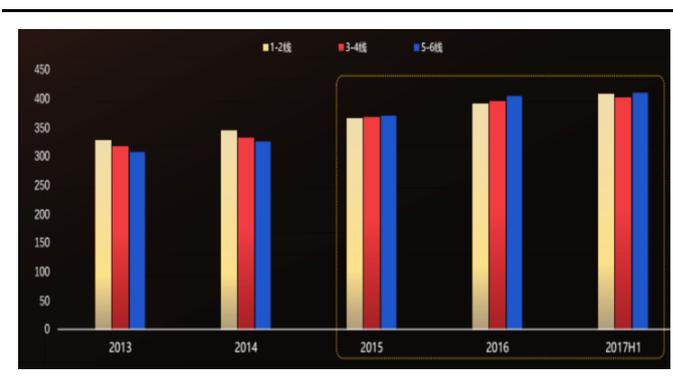
三线城市中产崛起，支撑消费升级。根据麦肯锡预测，到2022年三四线城市的中产阶级占比将由2002年的17%提升至39%，低线城市中产崛起带动低线城市消费升级；低线城市奢侈品消费单价可比肩一线城市，炫耀型消费奠定中高端扩张基础。

图 16: 中产阶级城市分布



数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所

图 17: 13-17H1 不同城市奢侈品消费单价



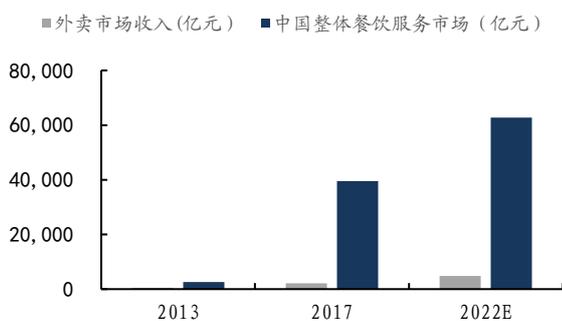
数据来源：CBNData，天猫，东吴证券研究所

2.2. 外卖行业蓬勃发展，火锅迎来增量空间

外卖成新生活方式，未来增速可期。线上外卖平台的普及以及年轻人群生活、就餐

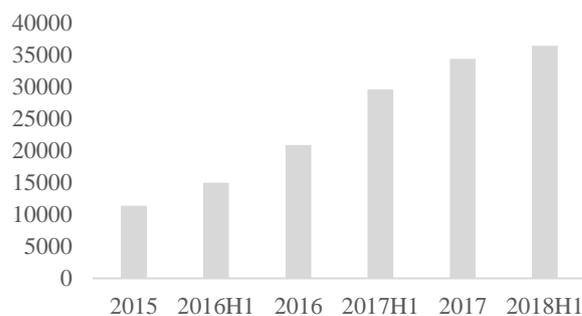
偏好的变化带动外卖市场快速扩张。2017 年外卖用户规模达 3.4 亿人，外卖市场总收入 2091 亿元，2013-17CAGR 达 45.6%，预计 2022 年该规模将达到 4770 亿元，5 年 CAGR 约 17.9%，份额将提升至 7.6%。根据美团餐饮数据，外卖可以将餐厅坪效提高 3-5 倍，火锅品类有望通过外卖成为日常餐饮的补充，打开增长空间，火锅本身的边界也日益模糊。

图 18: 外卖市场规模



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 19: 国内外卖用户规模 (万人)



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 大厦之基：灵活高效的管理体系

海底捞的管理是不断自我否定、自我迭代，不断产生新的裂变的灵活系统，从“计件制”到“服务担当体系”，各个环节将激励运用到极致；从门店放权到“海底捞大学”、“晋升途径”，再到人性化的福利，是企业文化也是效率润滑；从员工满意到客户满意，又形成了核心竞争力的不断正反馈；“师徒制”为基础实践阿米巴经营模式，实现高质量扩张。这套具有生命力的管理体系能够自下而上激发每个员工的活力，充分调动人的潜力，正是海底捞的管理魅力所在。

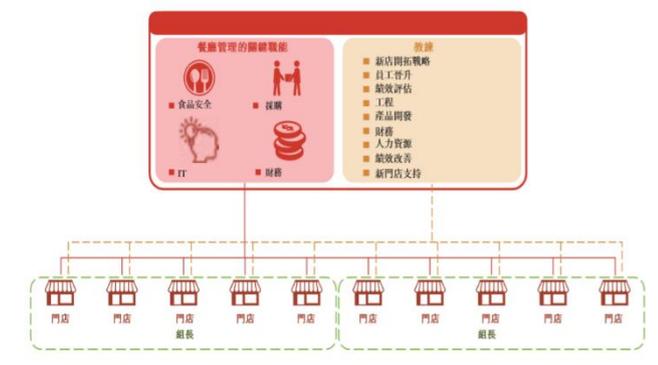
3.1. 员工：扁平管理、有效激励、高度认同

3.1.1. 扁平化为基础、绩效激励为核心的管理体系

集团层面：扁平化管理，高效运营。海底捞管理高效，公司管理人员（含总部）人员占比 8.58%，低于呷哺呷哺的 9.51%（18H1）。2016 年公司重组内部组织，形成总部、教练、抱团小组和餐厅四个部分的扁平化管理系统。

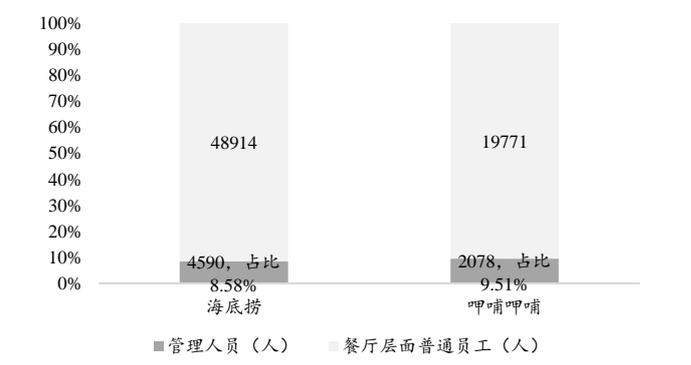
- **总部**有效地管控餐厅管理的关键环节，包括食品安全、供货商选择及管理、法律、信息科技、财务及餐厅扩张战略。
- **全职教练**（至 18H1 共 12 名），专注提供财务、工程、员工发展、人力资源等方面的支持服务。
- **抱团小组**（区域内 5-18 家餐厅形成），实现区域门店管理，组内餐厅店长通常具有师徒关系，以有能力的店长作为组长，在区域内共享信息、资源，共同解决区域问题，实现自我管理，提高整体管理效率及透明度，至 18 年中抱团小组超过 41 个，覆盖餐厅超过 350 家。

图 20：扁平化管理系统



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

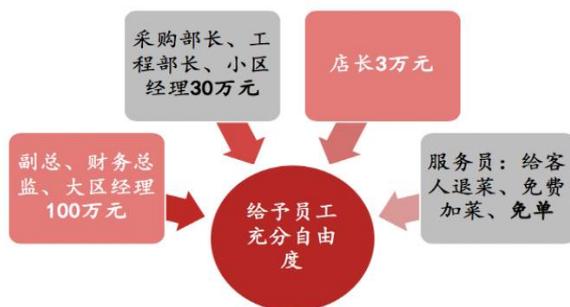
图 21：海底捞 VS 呷哺呷哺人员构成（截至 2018H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

门店层面：充分放权，提升员工发挥主观能动性的空间。公司从一线服务员工到大区经理都有相应的签字权，服务员有权给客人退菜、免费加菜甚至免单，店长有 3 万元的签字权，到大区经理有 100 万的授权，100 万以上才需要董事长签字。

图 22: 员工授权额度

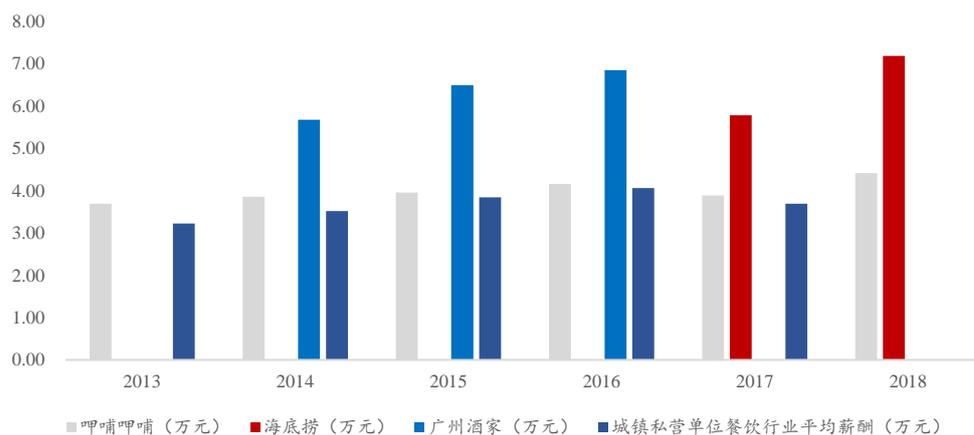


数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所整理

激励为核心: 薪酬与业绩高度挂钩。1) 最开始海底捞发现中午时间段送菜工很忙, 但切菜工、洗碗工很闲, 因而开创性的尝试了后台员工计件制, 最开始通过放置筹码的方式鼓励空闲员工参与送菜并给予奖励, 后期计件制逐步完善; 2) 2019 年, 门店微观结构再次自我迭代, 前台服务员管理层级从“店长-大堂经理-领班-服务员(多等级)”简化至“店长-大堂经理-服务担当(带徒弟)”, 核心区别在于削减领班层级, 直接由大堂经理管理服务担当, 由服务担当负责该餐厅的一片区域, 并且可以参与该区域收入分成, 而服务担当的徒弟成为其成本(根据草根调研, 一个服务担当通常有约 2-3 个徒弟, 负责约 9-12 张桌子, 每个徒弟负责其中 3 张左右), 实现前台服务的“计件制”。

在自下而上业绩激励的管理理念下, 海底捞将管理内耗充分转移给员工激励, 员工薪酬高于行业水平。18 年海底捞 6 万余名员工 18 年合计薪酬 50 亿(+61%), 以 18 年中的餐厅员工 5.26 万人计算, 扣除董事薪酬后, 人均薪酬约 7.18 万元/年, 高出呷哺呷哺的 4.41 万/年, 也高于统计局公布的平均薪酬, 与广州酒家接近。

图 23: 海底捞与餐饮同行及行业平均薪酬对比



数据来源: 公司公告, 国家统计局, 东吴证券研究所

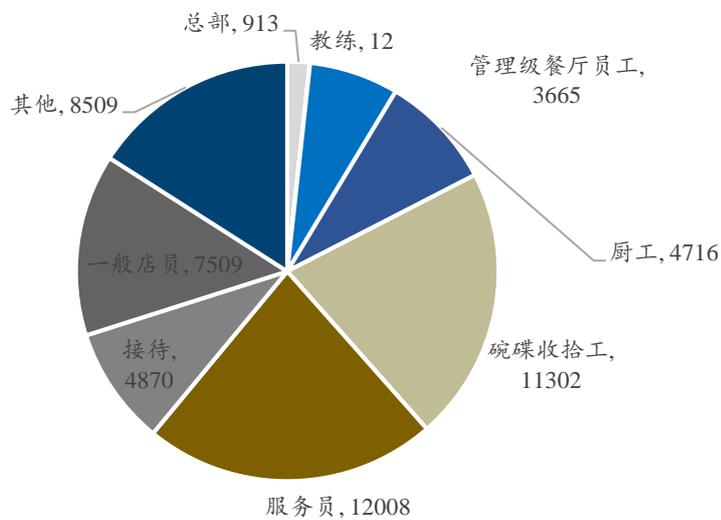
注: 海底捞采用采用 18 年中员工人数计算 18 年平均薪酬, 略微偏高。海底捞和呷哺呷哺剔除董事薪酬, 广州酒家仅包括餐饮门店员工平均薪酬

3.1.2. 晋升路径、员工福利培养员工认同感

仅仅具有高激励并不能够实现优质服务,反而可能因为对速度和工作量的追求而损失服务,因此海底捞绝不将自己打成一个生硬运转的高速机器。反之,海底捞完善、系统的员工培训、晋升体系以及多维的、具有温度的员工关怀,让员工形成高度认同感;整个体系显示出其鲜明、强感染力的企业文化;这个高速运转的体系因而有了润滑剂。

公司对员工进行系统化培训,晋升途径清晰。18年底海底捞员工有6.91万人,培训机制完善:1)内部设有海底捞大学,提供师徒培训、线上下培训,培训范围涵盖工作内容、心理素质、职业素养等各方面。2)提供完善的晋升渠道,涵盖门店条线、职能条线、境外发展、关联公司发展等职业规划。2)公司还与第三方合作研发管理系统,实现自动排班、调休,并计划开发考核面试等功能,实现员工数据平台化,助力员工培养。

图 24: 公司人员构成 (参考 18 年 H1)



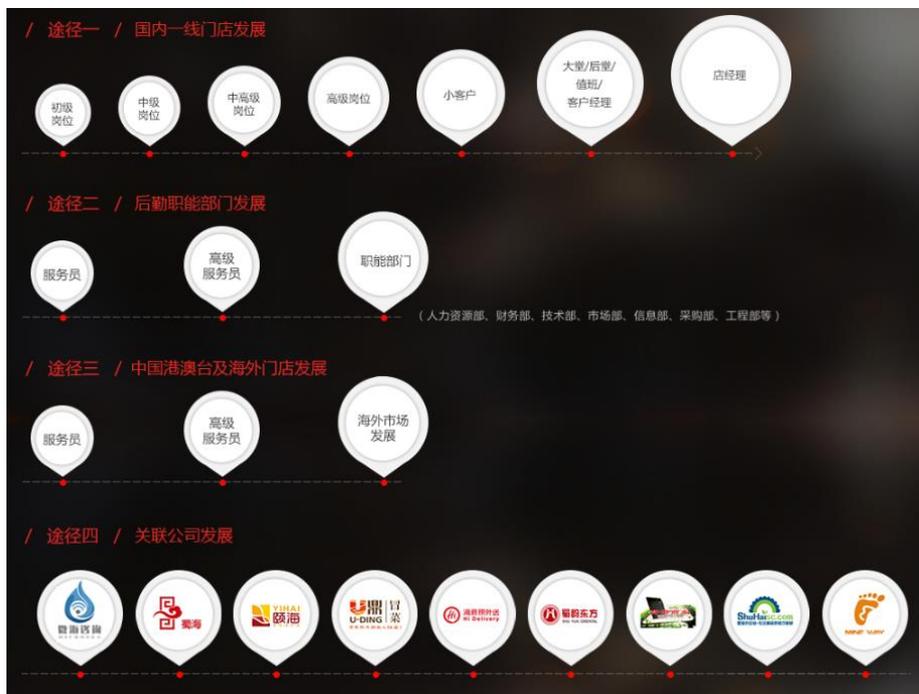
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 25: 海底捞大学



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：海底捞员工晋升途径



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

人性化关怀，待遇优厚。除了绩效工资外，海底捞还提供大学生学历补助，回乡探亲交通费等福利，并鼓励夫妻同时受雇，为员工提供人性化的关怀。

图 27：海底捞员工福利

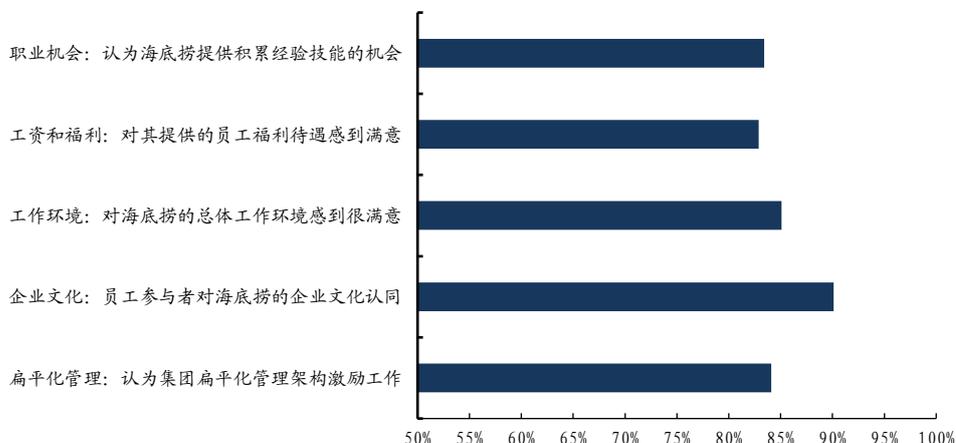


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在系统的规划、优厚的待遇和人性化的关怀下，员工具备高满意度，对公司文化具

有深度认可。超过 90% 的员工认可企业文化，82.9% 的员工对福利待遇感到满意，83.4% 的员工认为自己获取了经验和技能。

图 28：海底捞员工调查



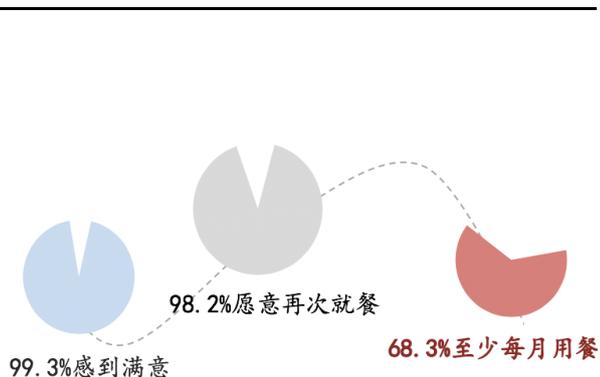
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 客户：服务立身，以客户为核心

海底捞发展之初便以服务为立身之本，在口味纷杂、竞争激烈的火锅市场中，海底捞正是凭借其具有特色性的服务脱颖而出。

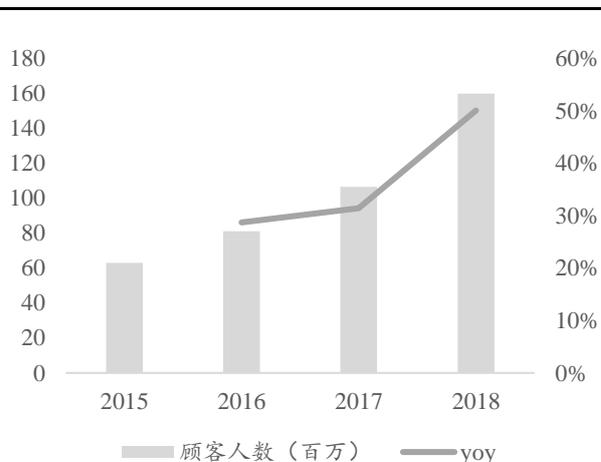
顾客为核心的企业文化以及深受企业文化影响的基层员工让顾客体验到了绝佳的服务，形成“自来水”效应。根据沙利文的调查，海底捞在中式正餐厅品牌的就餐体验中排名第一，约 99.3% 曾在海底捞就餐过的顾客感到满意，其中超过 50% 的顾客非常满意，68.3% 的顾客至少每月光顾一次海底捞，而 98.2% 的顾客表示愿意再次光顾，客户粘性非常高。良好的客户口碑通过网络等多种媒介形成放大效应，抖音话题相关视频播放超过 28 亿次，优质内容和创新吃法成功反哺海底捞，18 年服务顾客超过 1.6 亿人次。

图 29：海底捞顾客满意度调查



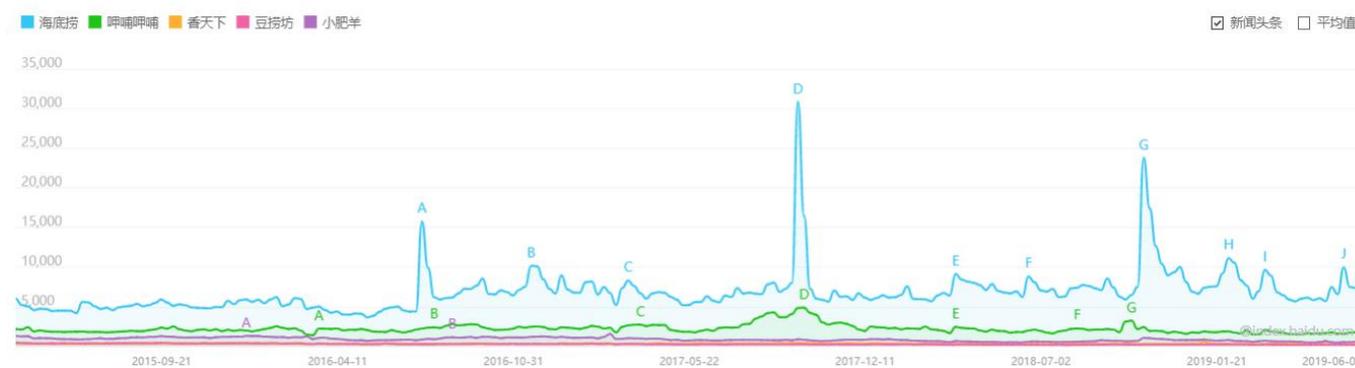
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 30：海底捞顾客数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31: 海底捞百度搜索指数领先



数据来源: 百度指数, 东吴证券研究所

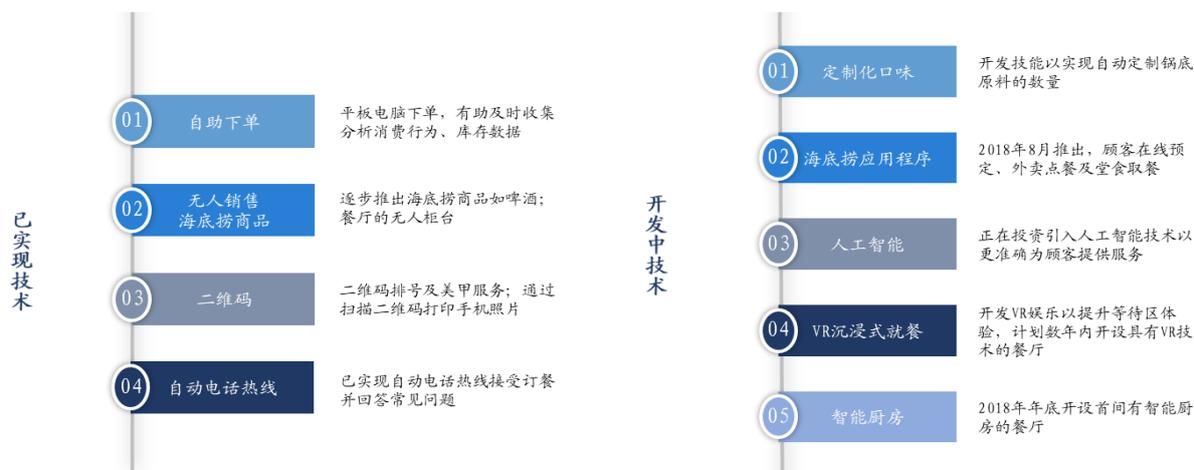
提升客户体验不仅需要基层员工的自主性, 同样需要系统的监督和保障, 形成有效的反馈机制。

1) 神秘顾客制度, 以客户满意度为重要考核标准。每个月委派至少 15 名嘉宾, 到每间餐厅就餐, 并对他们的体验进行评级, 成为餐厅考核的重要指标之一。

2) 开放社会监督, 顾客自主参与。海底捞将餐厅改装成开放式厨房格局或在厨房内设有视频监控设备, 以便顾客实时监控厨房活动。顾客亦可随时通过海底捞应用程序监控厨房作业。

3) 科技化流畅服务助力用户体验。海底捞同样在智能化服务上走在前列, 率先研发智能点餐系统, 是第一批 iPad 点餐的餐厅, 实现了自助下单、口味定制等功能。2018 年 10 月 28 日, 海底捞首家智慧餐厅在北京开业, 公司与松下、用友、科大讯飞和阿里云达成了合作, 运用到了自主研发的 IKMS 系统、自动出菜机、自动配锅机等。

图 32: 技术化服务



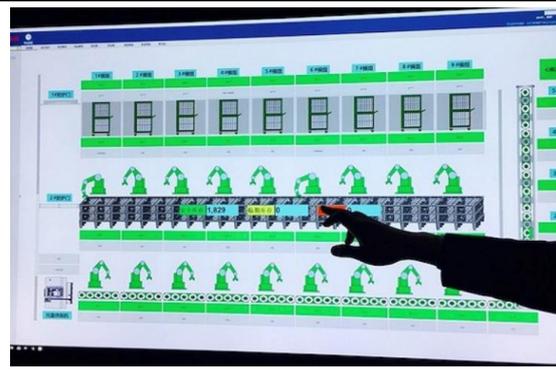
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 33: 海底捞智慧餐厅



数据来源: 界面, 东吴证券研究所

图 34: IKMS 系统实时监测人工智能设备工作



数据来源: 界面, 东吴证券研究所

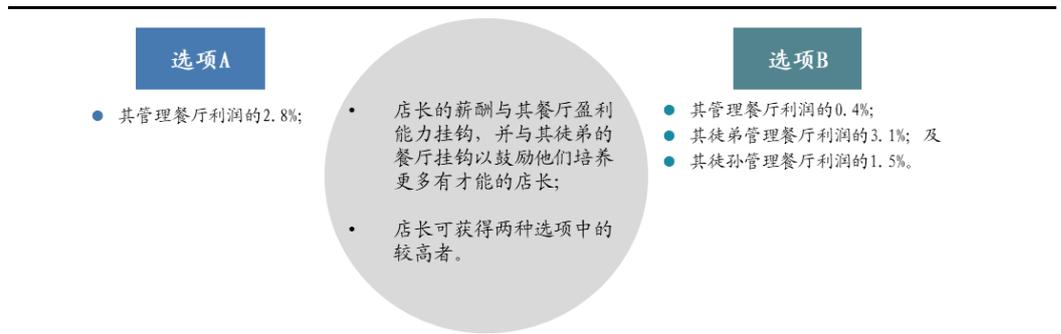
3.3. 裂变: 自下而上求优化, 保障直营扩张

直营模式扩张, 强管控维护品牌力。海底捞的每家火锅门店由一家附属公司或分公司经营, 每家分公司则由一家附属公司管理监督, 店长培训体系和师徒制为网络扩张有效的储备人才, 直营模式保障门店服务质量、维护海底捞品牌力。

师徒制为核心的阿米巴经营模式, 自下而上利用群体智慧。海底捞在直营扩张上采用师徒制, 鼓励店长自下而上、自主选址并递交新餐厅方案, 其徒弟也成为新店店长的首选, 店长可以获得其管理餐厅利润的 2.8%, 或其包括徒弟、徒弟管理餐厅的相应利润提点 (其管理餐厅的 0.4%+徒弟餐厅的 3.1%+徒弟孙餐厅的 1.5%), 第二种模式激励弹性更大、空间更高, 激励店长发展新店。

该分成体系鼓励了传帮带的师徒文化, 实现人才的储备, 并且利用群体的自组织性保障效益; 而海底捞本身的强品牌力又是店长选址、议价的基础, 也能够提高新门店成功概率。截至 18H1, 储备店长约有 400 人, 且目前仍有缺口、鼓励一人多店, 扩张动力充足、潜力可期。

图 35: 店长薪酬制度



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

直营模式更有助于全方位牢抓食品安全。海底捞在食品安全问题上十分重视, 直营模式有利于质量把控, 从供应商、关联中间企业到餐厅后厨都做到全流程把控。根据招股说明, 海底捞总部设有 5 名食品安全部门经理, 70 名部门员工制定安全标准并负责考核, 此外每家餐厅设有 1-2 名全职食品安全员工; 关联方 (颐海、蜀海及扎鲁特旗海底

捞) 也有超过 300 名员工负责食品安全。

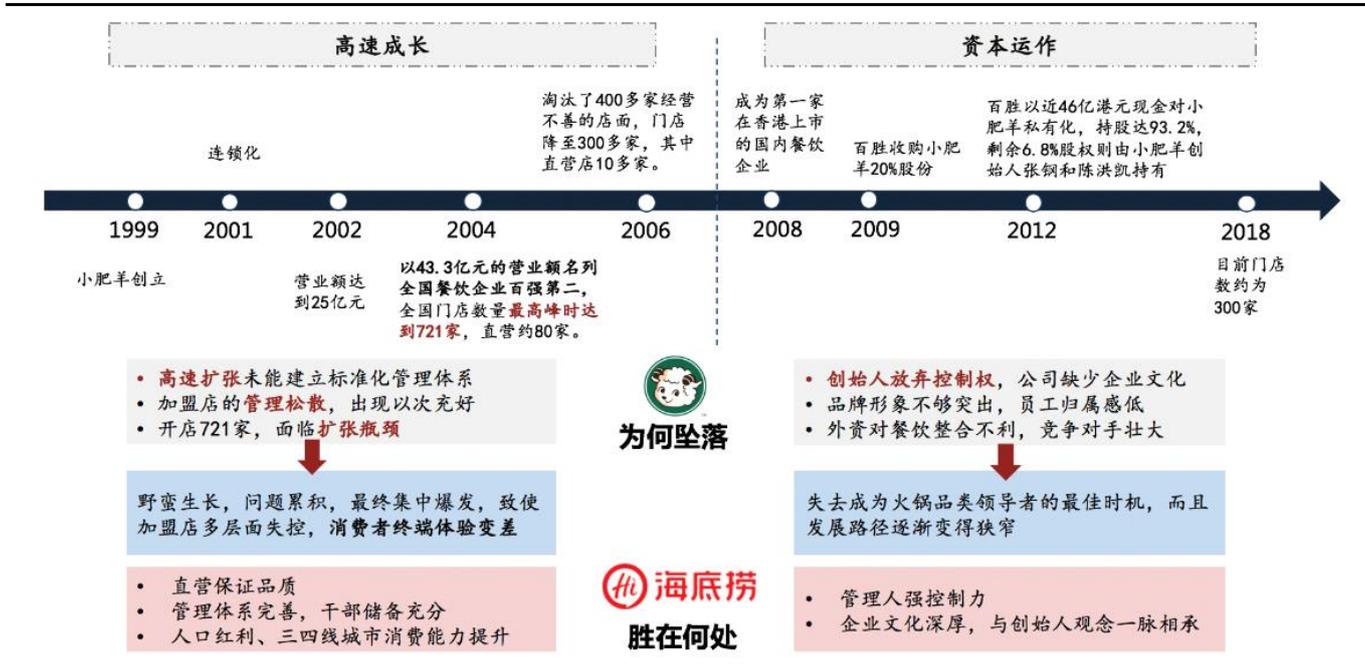
图 36: 全流程食品安全控制

全流程监管	措施	人员配备
源头管理	供应商管理机制	70名食品安全部门员工: 制定标准、审核
供应产业风险管理	关联企业核查	颐海集团、蜀海集团及扎鲁特旗海底捞累计 300+ 员工
内部风险管理	食品安全组织、生产管理	每家餐厅1-2名食品安全负责员工 (累计 500+)
5名食安部门经理: 监督餐厅、供应链		

数据来源: 招股说明书, 公司官网, 东吴证券研究所

扩张模式优异, 避免重蹈小肥羊覆辙。曾经红极一时的小肥羊早在 2004 年门店就达到 721 家, 营业额超过 40 亿元。但是小肥羊高速扩张中未能建立标准化的体系, 加盟管理松散, 甚至出现加盟商用假羊肉以次充好的问题, 扩张失控; 另一方面创始人放弃控制权, 被百胜整合后, 管理整合问题频频。海底捞一方面有强生命力的直营体系保证扩张品质, 另一方面有企业家精神突出的创始人, 更有希望成为火锅连锁龙头。

图 37: 小肥羊发展历程及分析



数据来源: 公司公告, 搜狐新闻, 东吴证券研究所整理

4. 单店视角：同店表现亮眼，成本费用领先，试水未来

4.1. 同店高基数稳增长，品牌保障客单

同店增速亮眼。2016-2017 年同店销售增速在 14%左右，其中二三线城市增速突出，17 年同店增速分别达到了 14.5%和 16.3%，同店增长主要受益于长时间营业以及翻台率和客单价的提升，其中翻台率为主要驱动。18 年同店增速略有下降，主要由于同店翻台率在超过 5 次/日的高水平基础上增速放缓。

表 4：同店销售增长率

同店销售增长率 (%)	2016	2017	2018
一线城市	10.9%	12.7%	11.7%
二线城市	16.6%	14.5%	4.3%
三线及以下城市	12.2%	16.3%	10.6%
中国内地以外	19.6%	12.8%	-8.5%
整体	14.1%	14.0%	6.2%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1) **在运营时间上**，几乎所有成熟门店均长时间运营，实现老店效益的最大化。

表 5：同店开业时间

开业天数	2015	2016	2017	2018
一线城市	363	365	362	364
二线城市	363	364	364	363
三线及以下城市	363	365	364	363
中国内地以外	365	365	363	356
整体	363	365	363	363

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2) **核心驱动翻台率同店增长**，16-17 年翻台率分别增长 12.5%和 10.9%，18 年全年数据未披露，但根据上半年情况来看，仍然实现了高基数基础上的同比增长，一、二线同店翻台率已分别达到 5.1、5.3 次/日，表现亮眼。

表 6：同店翻台率

同店翻台率 (次/日)	2016	yoy	2017	yoy	2018H1	yoy
一线城市	4.3	10.3%	4.8	11.6%	5.1	8.5%
二线城市	4.8	17.1%	5.3	10.4%	5.3	0.0%
三线及以下城市	3.8	11.8%	4.7	14.6%	5	6.4%
中国内地以外	5.2	18.2%	5.1	2.0%	4.5	0.0%
整体	4.5	12.5%	5.1	10.9%	5.2	4.0%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3) **客单价角度**，由于老店的座位数基本保持不变，我们仅考虑单店单次翻台的消费额来探讨客单价的提升。16年整体单店单次翻台消费额提升1%，但二三线城市消费额略有下降；17年至18H1受牛羊肉涨价影响，公司凭借强大的品牌力，通过调整菜单、提升菜品价格，实现了成本转移，单店单次消费额分别提升3.2%和2.3%。

表 7: 单次单店消费额

单次单店消费(元)	2016	yoy	2017	yoy	2018H1	yoy
一线城市	34,465	0.2%	32,167	1.9%	31,549	3.0%
二线城市	31,333	-0.6%	29,472	3.6%	29,321	4.1%
三线及以下城市	27,000	-0.1%	23,362	1.7%	22,260	0.5%
中国内地以外	34,135	1.2%	35,745	11.0%	34,533	-2.6%
整体	32,711	1.0%	29,569	3.2%	28,731	2.3%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在同店增长上，公司具备多样的拓展计划：1) **丰富服务内容**，例如在等候区安装自动售货机，顾客可以用其会员账户付费或挂餐桌账单；研发适合早餐和下午茶的菜品，以增加非高峰时段餐厅使用率及翻台率；推出海底捞啤酒，并拟在将来开发其他海底捞品牌产品。2) **开展 O2O 业务**，借助 1870 万注册会员产生的数据以及超过 1.6 亿人次客流量向顾客提供多维度的在线和线下体验，2018 年下半年推出移动应用，向顾客销售门店同款的食物和产品。

4.2. 品牌助力租金成本压缩，盈利能力领先

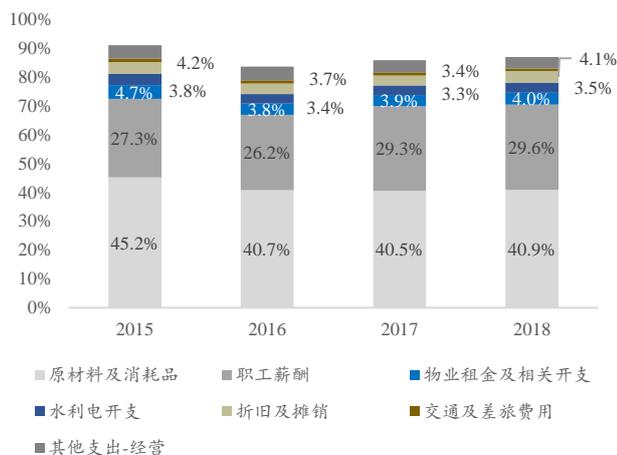
海底捞净利率基本稳定。16年扩张带来规模效应，净利率显著提升，追赶效率领先的呷哺呷哺；此后员工薪酬提升导致净利率微降至2018年的9.7%，净利率与呷哺呷哺类似。就成本费用构成上看，食物等原材料为主要成本，人工和租金其次。15至18年，海底捞职工薪酬费用率持续增加，保障其核心竞争力；其他成本费用均处于基本持平或持续压缩状态，具有规模效应。对比呷哺呷哺，海底捞18年租金费用率显著低出8.2pct，而职工薪酬和原材料费用率分别高出4.9/3.2pct，租金优势保障盈利能力。

图 38: 海底捞与呷哺呷哺净利率



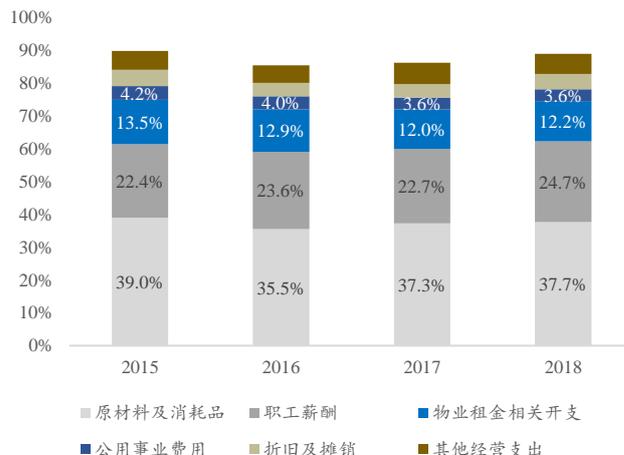
数据来源：呷哺呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所

图 39: 海底捞各类成本费用率



数据来源: 呷哺呷哺、海底捞公告, 东吴证券研究所

图 40: 呷哺呷哺各类成本费用率



数据来源: 呷哺呷哺、海底捞公告, 东吴证券研究所

1) 原材料成本: 受益于提价能力、规模优势和关联方采购, 原材料成本率维持低位 (15 年至 18 年下降 4.3pct)。

品牌带来的提价能力助力成本转移, 叠加规模效应带来的红利, 公司受原材料提价影响有限, 预期未来有望逐步采用对冲手段, 进一步降低食材市场价格波动对公司经营成本的影响。

表 8: 关联方采购 (百万元)

关联方	关联交易	2015	2016	2017	2018H1
蜀海集团	提供仓储、物流服务, 供应食材	1,440	1,847	2,605	1,050
	/采购总额	55.10%	58.0%	59.8%	31.50%
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	438	589	902	533
	/采购总额	16.8%	18.5%	20.7%	16%
扎鲁特旗海底捞	供应羊肉产品	7	61	71	42
	/采购总额	0.3%	1.9%	1.6%	1%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2) 员工成本: 员工成本逐年上升, 2018 年人工成本率为 29.6%, 在餐饮同行中处于略高水平, 考虑到公司员工薪酬与业务规模和盈利能力挂钩, 充分员工激励品牌服务, 我们认为公司人员管理效益突出。

员工成本占收入比重逐渐提升, 2015 年至 18 年员工成本提升 2.3pct, 主要由于公司 16 年开始新开店数较多, 且新开店前 1-3 个月需要招聘员工并进行培训, 此外餐厅员工薪资水平也有所提升。随着渠道逐步下沉, 有望受益于三线及以下城市较低的人力成本。

表 9: 海底捞人工费用率同行对比

	2015	2016	2017	2018
海底捞	27%	26%	29%	30%
呷哺呷哺	22%	24%	23%	25%
广州酒家(餐饮门店)	25%	22%		
翠华控股	27%	29%	29%	
麦当劳	27%	27%	28%	29%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 可区分的按餐饮门店收入计算员工费用率

3) 租金成本: 品牌和引流能力带来低租金成本。2015 年至 18 年租金占收入比重分别为 4.7%/3.8%/3.9%/4.0%，低于行业水平，超出预期。海底捞目前单门店平均日顾客数超过 1300 人，具有强大的引流能力，物业议价能力凸显，公司租约通常有 1-3 月免租期。由于公司租期时间较长（通常为 5-15 年），且绝大多数租约租金为固定金额，2-3 年可上涨一定幅度，公司的租金优势有望得以保持。此外，二三线城市门店占比提升有望进一步压缩租金成本。

表 10: 每家餐厅平均每日顾客量(人)

	2015	2016	2017	2018H1
一线城市	1,412	1,472	1,546	1,418
二线城市	1,471	1,559	1,589	1,485
三线及以下城市	962	1,027	1,112	1,139
中国内地餐厅	1,405	1,453	1,478	1,377
中国内地以外	651	713	869	666
整体	1,373	1,416	1,441	1,323

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4.3. 高处不胜寒? ——看渠道下沉与科技创新

4.3.1. 低线门店仍具备利润率提升的空间

低线城市门店仍存在盈利能力提升的空间，随着渠道下沉以及低线城市门店的成熟，有望带动公司层面的盈利能力得到提升。低线城市翻台率、人均消费可能稍逊于一线城市，但物业租金、装修花费以及员工成本都低于一线城市，但就目前餐厅层面经营利润率来看，三线及以下城市餐厅利润率较一二线城市显著低出约 2-3pct，盈利能力仍有提升空间。

我们搭建单店模型进行测算，假设成熟状态后，一线至三线门店平均桌数为 80、75、60 张，翻台率为 4.9、5、4.8，假设第一年均有半年免租期，并根据门店人员需求以及工资水平，测算得出三线及以下城市餐厅层面经营利润率有望略高于一线。

表 11: 各线城市单店模型 (单位: 万元)

	一线城市	二线城市	三线城市
餐桌数量	80	75	60
有效座位数 (按每桌 3 人计算)	240	225	180
客单价	104	98	91
翻台率	4.9	5.0	4.8
经营天数	364	364	360
餐厅收入	4452	4013	2830
租金	175	133	88
/收入	3.9%	3.3%	3.1%
装修折旧摊销	160	150	120
/收入	3.6%	3.7%	4.2%
薪酬	1238	1080	791
/收入	27.8%	26.9%	27.9%
员工总数	135	131	118
其中: 初级员工	30	28	23
中级员工	62	62	62
高级员工	42	40	32
店长	1	1	1
单人月薪 (含计件工资)			
其中: 初级员工	0.58	0.51	0.41
中级员工	0.70	0.63	0.53
高级员工	0.95	0.87	0.69
店长薪酬	2.5	2.2	1.8
食材成本	1781	1585	1118
/收入	40.0%	39.5%	39.5%
水电成本	147	132	93
/收入	3.3%	3.3%	3.3%
餐厅利润 (未扣除店长提成)	951	932	620
店长提成*	56	55	37
实际薪酬占比	29.1%	28.3%	29.2%
餐厅净利润 (万元)	895	877	583
餐厅利润率	20.1%	21.9%	20.6%

数据来源: 招股说明书, 草根调研, 东吴证券研究所

*注: 假设门店为徒弟店, 店长提成包括: 该店店长的 2.8% 以及店长师傅的 3.1%, 合计共 5.9%。

表 12: 餐厅层面经营利润率

	2016	2017	2018H1
一线城市	27.20%	21.60%	20.20%
二线城市	25.10%	23.40%	22.10%

三线及以下城市	20.90%	20.10%	19.60%
整体中国内地	25.50%	22.30%	21.10%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：按餐厅层面的收入与餐厅层面原材料及易耗品成本、员工成本、物业租金及相关开支、水电开支、折旧及摊销以及其他开支计算

4.3.2. 无人餐厅对效益的改善——博取眼球还是卡位未来？

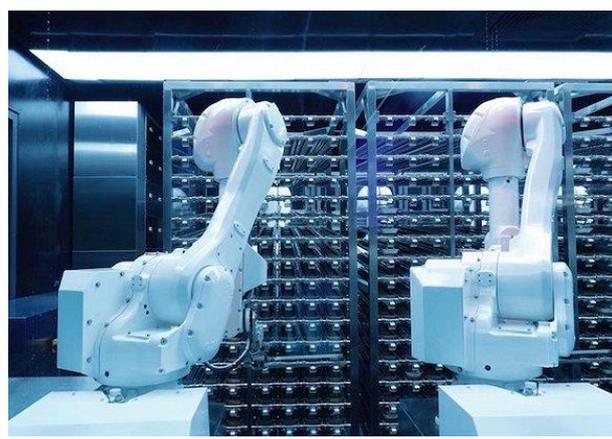
海底捞智慧餐厅推出，布局未来成本优化空间。海底捞首家智慧餐厅10月28日在北京开业，这家从策划到筹备耗时3年的高科技餐厅，对顾客点餐后的配菜、出菜、上菜环节都进行了人工智能化改造。1) 海底捞自主研发的 **IKMS 系统** 实时监控厨房整体的运行状态、生产状况、库存状况、保质期状况等；2) 海底捞与松下的合资公司瀛海智能自动化自主研发制造的后厨**自动出菜机**，不但提升上菜效率，也将菜品锁定在控温控鲜的密闭空间中，保障食品安全。除了博人眼球的科技感外，这样的改造还最大化利于食品安全的把控，并有望助力未来餐厅层面成本的压缩。

图 41: 海底捞智慧餐厅



数据来源：界面新闻，东吴证券研究所

图 42: 海底捞智慧餐厅自动出菜



数据来源：界面新闻，东吴证券研究所

根据界面新闻的报道,这家海底捞智慧餐厅的人员配备比同等规模的门店减少了 20% 左右; 而根据海底捞的人员配置, 一家传统门店的员工在 100-150 人左右, 分为初中高级, 初级员工包括杂工及清洁工, 中级员工包括洗碗工及配菜员, 高级员工包括服务员及食品安全人员。在前台服务质量不变的情况下, 假设减少的 20% 左右的员工均为洗碗配菜的中级员工, 在一线门店单店模型基础上, 成本将节省约 226 万元, 对应经营利润率可提升 5.07pct。

我们对员工配置的优化进行了敏感性分析, 假设初中级员工均在当前一线城市单店模型基础上减 50%, 对应单店层面的经营利润率能够提升 8.21pct; 当减少幅度在 20% 至 90% 区间内, 对应经营利润率的提升在 3-15pct 之间, 即使相应将带来技术研发、设备采购等费用, 但整体盈利能力的改善空间仍然非常可观。

表 13: 员工配置优化对毛利率的提升测算 (单位: pct)

初级员工减少幅度	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
中级员工减少幅度								
20%	3.28	3.75	4.22	4.68	5.15	5.62	6.09	6.55
30%	4.46	4.92	5.39	5.86	6.33	6.79	7.26	7.73
40%	5.63	6.10	6.56	7.03	7.50	7.97	8.43	8.90
50%	6.80	7.27	7.74	8.21	8.67	9.14	9.61	10.08
60%	7.98	8.45	8.91	9.38	9.85	10.31	10.78	11.25
70%	9.15	9.62	10.09	10.55	11.02	11.49	11.96	12.42
80%	10.33	10.79	11.26	11.73	12.20	12.66	13.13	13.60
90%	11.50	11.97	12.43	12.90	13.37	13.84	14.30	14.77

数据来源: 招股说明书, 草根调研, 东吴证券研究所测算

5. 扩张视角：国内着力加密下沉，布局海外打开空间

5.1. 渠道高质量扩张，二三线城市表现亮眼

公司门店布局快速扩张。2015-18 年净开店数分别为 34/30/97/193 家，扩张速度显著提升，期内关闭门店数仅 2/2/1/7 家（主要由于租约到期），印证强大的盈利能力，截至 18 年末，公司已有 466 家门店，经营网络遍布中国内地 26 个省份和新加坡、韩国等，其中 430 家位于中国内地。

表 14: 门店数量

	2015	2016	2017	2018
期初餐厅数量	112	146	176	273
期内新开设餐厅数量	36	32	98	200
期内关闭餐厅数量	2	2	1	7
期末餐厅数量	146	176	273	466
yoy		21%	55%	71%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

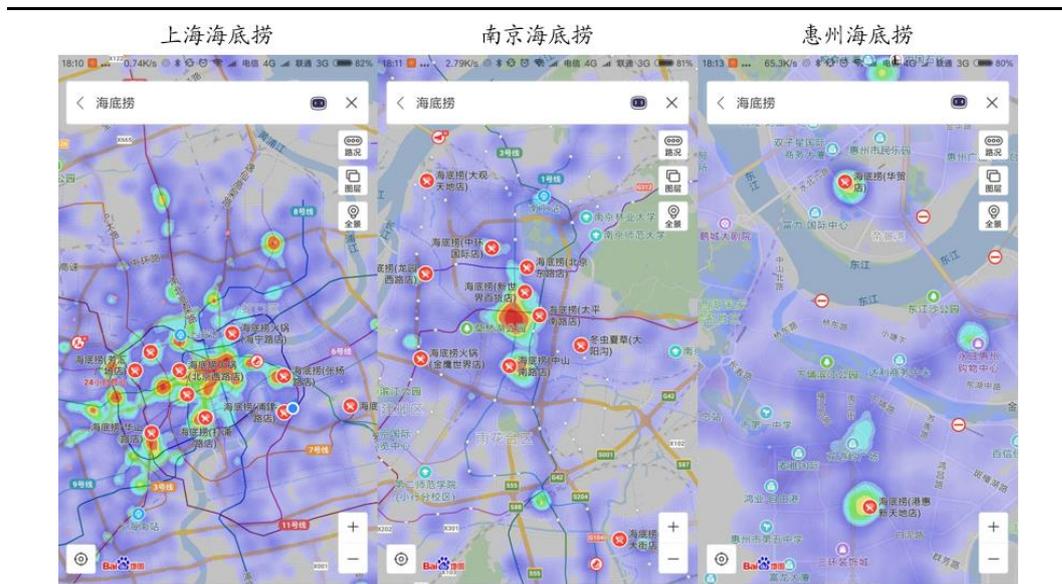
5.1.1. 自上而下与自下而上结合，高质量扩张

充分利用店长的经验和洞见，配合总部指导和智能算法，助力扩张合理性。由店长根据深耕当地市场积累的经验提出新店的选址，同时总部和教练也会根据高德地图等数据、与阿里云合作的算法提出相应指导，实现自下而上与自上而下的结合，最大化优化区位选择。

从结果上看，公司门店扩张的选址和选择物业上均具有严格的要求。

1) 在选址上，海底捞门店与人流密集度相关性较大，就上海、南京、惠州的分布来看，无论是几线城市，海底捞的选址均聚焦核心商圈。

图 43: 海底捞选址



数据来源：百度地图，东吴证券研究所

2) 在物业选择上，公司也具有较大的规模，能够实现各种规格的餐桌组合，并及时更新店面，努力提升用户体验。

由于较高的人气及向等候顾客提供的服务，通常设有大型等候区，并在此区域内向顾客免费提供美甲、游戏、小吃及饮料；海底捞餐厅设有一个就餐大厅，且绝大多数餐厅亦设有用于较大型聚会的包厢；力求餐厅的布局设计能够优化桌椅比例及空间使用，实现各种规格餐桌的组合。

火锅店无需设置大型厨房，餐厅约 75%至 80%面积为就餐区，就餐面积一般为每家餐厅 600 至 1,000 平方米，可摆放约 65 至 90 个餐桌，每桌可容纳 2 至 8 人，可同时容纳约 300-500 位顾客。

公司通常每十年对餐厅进行全面翻新，期间会进行小规模翻新，每家内地新餐厅的总资本支出通常为人民币 800-1000 万元。

表 15：平均单店座位数

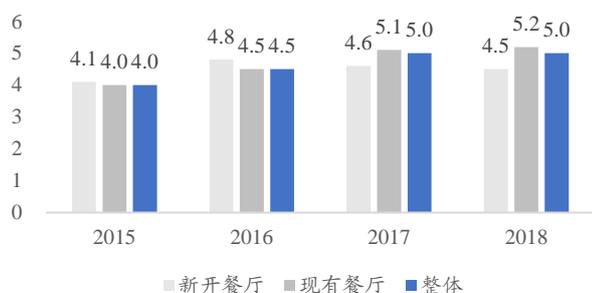
平均座位数 (个)	2015	2016	2017	2018H1
一线城市	362.05	342.33	322.08	289.39
二线城市	358.78	324.79	305.58	291.18
三线及以下城市	274.86	238.84	236.60	247.61
中国内地餐厅	351.25	322.89	295.60	275.40
中国内地以外	147.95	148.54	197.50	180.00
整体	343.25	314.67	288.20	270.00

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：平均座位数受新开门店非全年运营影响，故有所下滑

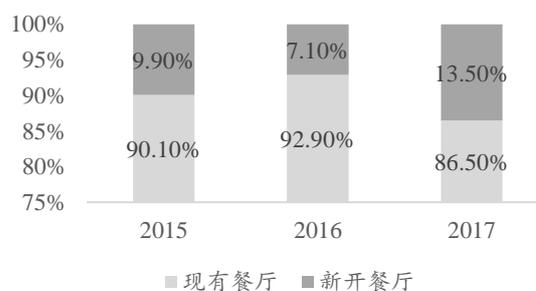
受益于强品牌力以及选址优势，新店效率直逼老店，盈利能力高于同行业。18 年新开门店实现 4.5 次翻台，接近现有门店，一般 1-3 个月内即可实现盈亏平衡，6-13 个月即可产生投资回报，明显快于其他中餐品牌。并且随着新门店的扩张加速以及新店效益的快速爬坡，新店在收入贡献上也显著提升，现有餐厅总收入占比从 2015 年的 90.1% 降低至 2017 年的 86.5%。

图 44：新老店翻台率对比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 45：新店&现有门店收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

5.1.2. 渠道下沉优势明显，增长空间不容小觑

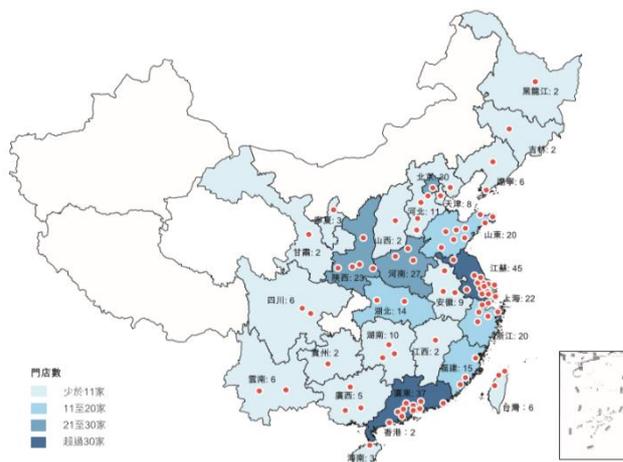
海底捞实现渠道下沉，二三线城市快速扩张。非一线城市门店数占内地总门店数的比例从 2015 年的 64.0% 提升至 2018 年的 75.4%，其中三线及以下城市占比已提升至 27.2%。

图 46: 公司门店分布 (家)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 47: 公司门店分布图(2018H1)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

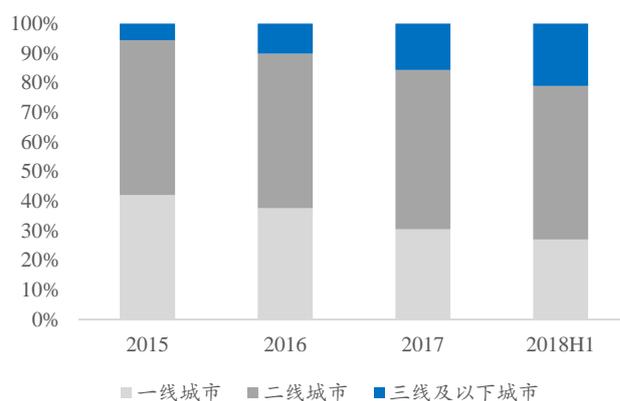
低线城市效益亮眼。考虑到二三线成熟扩张速度快、新店占比高对单门店收入的影响，我们用招股说明书的数据计算了 2017 年成熟门店的平均单门店收入：二三线城市老店收入增速高于一线城市，二线城市的收入以达到 5687 万元，超过一线城市；三线及以下城市迅速发力，增速高达 16.3%。在收入构成上，至 2018 年上半年，二线城市收入占比已达到 51.99%，三线及以下城市迅速增长至 21.01%，较 15 年提升 15pct，表现靓丽。

图 48: 成熟门店单门店收入 (万元)

	2016	2017	yoy
一线城市	4,954	5,582	12.7%
二线城市	4,966	5,687	14.5%
三线及以下城市	3,440	4,001	16.3%
中国内地以外	5,873	6,626	12.8%
总计	4,805	5,477	14.0%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 49: 收入分布 (按城市等级)



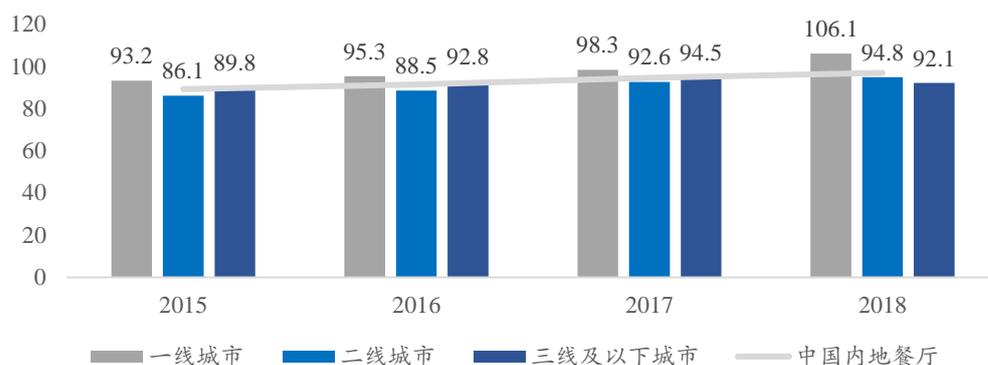
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

低线城市客流与消费力均具潜力，发展空间可期。海底捞在二三线及以下城市维持超过 90 元的客单价，维持中端火锅定位的同时成功实现渠道下沉，体现了低线城市消费升级和消费能力的广阔空间，印证了公司通过优良选址、品牌影响力进一步深挖低线

城市的可行性。并且，低线城市翻台率逐步提升，生活节奏慢带来的拖累不明显，潜力可期。

1) 在客单价上，各线城市客单价均显著提升，一二三线城市 15-18CAGR 分别为 4.42%、3.26%和 0.85%。18 年三线及以下城市快速扩张，新店开业的打折促销等因素对客单价造成一定影响，但仍然能够体现低线城市的消费能力。

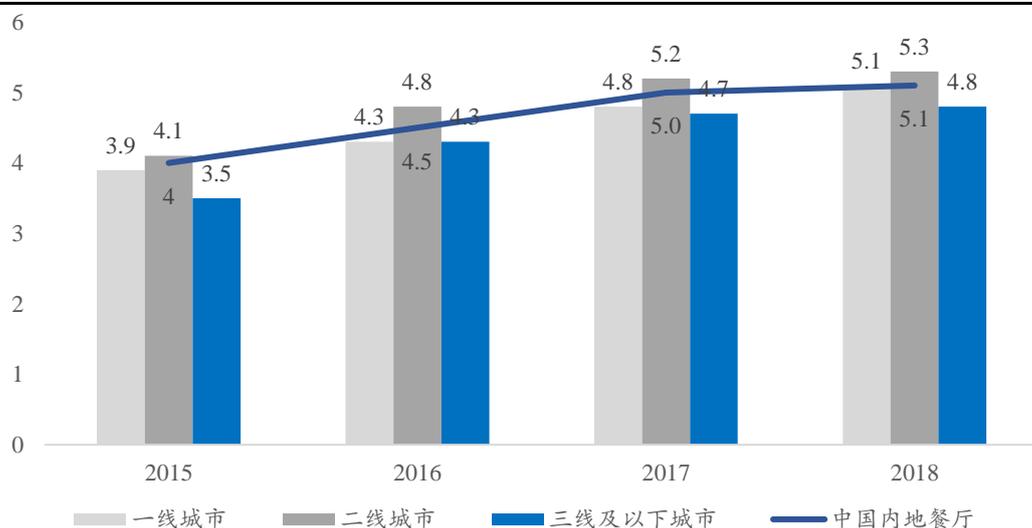
图 50: 各区域客单价 (元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2) 翻台率上，三线城市受慢节奏和新店扩张影响，翻台率初始较低，但快速接近一线城市，二线城市效率则一直领先。各线城市翻台率的 15-18CAGR 分别为 9.35%、8.93% 和 11.10%，三线城市仍处于快速提升阶段。

图 51: 各区域翻台率 (次/日)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

5.2. 餐饮出海，海外扩张或成看点

中餐市场持续扩张。中式餐饮历来在东亚、东南亚及其他华人人口众多的国家和地区占有较大的市场份额，随着中国文化的日益流行及华人市场在各国市场的快速增长，中式餐饮市场份额有望持续扩张。

图 52: 主要国家和地区的餐饮市场规模及中式餐饮的市场份额



数据来源: 国家统计局, Frost & Sullivan, 招股说明书, 东吴证券研究所

海外开店持续加速。2012 年公司在新加坡开设首家海外分店, 开启海外扩张进程。至 2018 年, 海底捞在香港、台湾、新加坡、韩国、日本、美国等中国内地以外的国家和地区共拥有和营运餐厅 36 家, 开店速度持续加快。

图 53: 海底捞于中国内地外市场开店进程



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

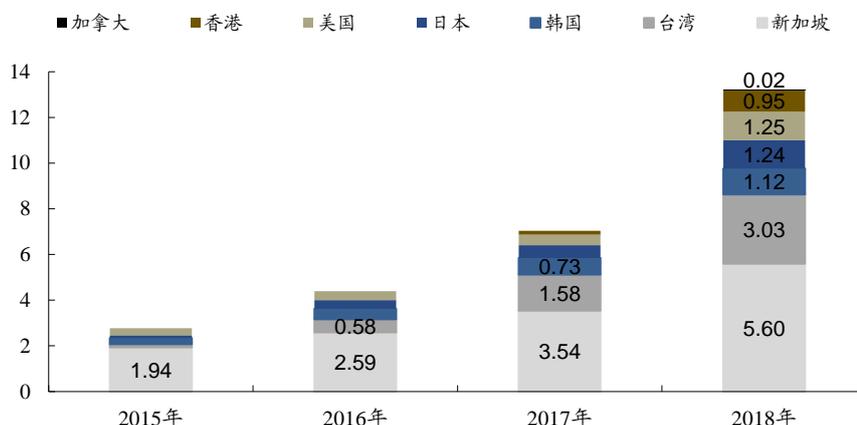
图 54: 海底捞全球门店分布



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

内地以外营收持续增长。2015/16/17/18 年营收分别为 2.77/4.39/7.03/13.23 亿元，占餐饮经营总收入比重分别为 4.8%/5.7%/6.8%/8.0%，市场重要性日益提升。其中新加坡作为海底捞海外扩张的第一站，18 年营收 5.6 亿元（+58%），是除中国内地以外最大的市场。

图 55: 中国内地以外市场营收增长情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

5.3. 门店知多少? ——千店可期

从覆盖人口的维度测算, 估计一线/新一线城市约 30-40 万人可支撑一家海底捞; 二三线城市中一家门店可覆盖约 70-80 万人口 (按第一财经城市分级), 据此计算一至三线城市有潜力开约 1100 余家。

从现有门店角度看, 参考开拓较早的郑州市市场, 新一线城市未来可达到每家店覆盖 40 万人的密度; 而目前一线城市的覆盖人口在 45-88 万人/家的水平, 预计未来可达到约 30 万人/家, 密度略高于新一线城市。当前二三线城市密度较高的覆盖度达到了接近 70 万人/家, 预计未来可以达到平均 70-80 万人/家。

表 16: 各线城市单门店覆盖人口 (前五)

城市	城市等级	全市常住人口 (万, 2018 末)	省份	最新门店数 (19 年 5 月)	单门店覆盖人口 (万)
深圳市	一线	1,303	广东	29	44.92
北京市	一线	2,154		42	51.29
上海市	一线	2,424		41	59.12
广州市	一线	1,490	广东	17	87.67
郑州市	新一线	1,014	河南	25	40.54
西安市	新一线	1,000	陕西	22	45.47
南京市	新一线	844	江苏	16	52.73
武汉市	新一线	1,108	湖北	19	58.32
青岛市	新一线	939	山东	12	78.29
厦门市	二线	411	福建	7	58.71
昆明市	二线	678	云南	9	75.37
常州市	二线	473	江苏	6	78.82
兰州市	二线	375	甘肃	4	93.84
南昌市	二线	555	江西	5	110.91
银川市	三线	225	宁夏	5	45.01

三亚市	三线	76	海南	1	76.42
海口市	三线	230	海南	3	76.74
珠海市	三线	189	广东	2	94.56
芜湖市	三线	375	安徽	3	124.93

数据来源：wind，大众点评，东吴证券研究所

注：城市分级参考第一财经，18年末公布常住人口的采用17年数据

从市占率的角度测算单店覆盖人口的合理性：在当前人口结构下，预计人均火锅消费频次约4-5次/年，在此基础上可知各线城市中单店预计覆盖的人口将产生的年火锅消费次数，对应进而计算市占率，较为合理。

- 对于一线/新一线城市，每30-40万人年火锅消费在120-200万次左右；假设海底捞单店年平均顾客数约40万左右（290张座位*85%有效上座率*4.5翻台率*365天营业），对应市占率约20%-30%左右，较为合理。
- 对于二三线城市，每70-80万左右人口年火锅消费次数在280-400万次左右，而低线城市海底捞相对面积较小，假设单店年平均顾客数约32万左右（230张座位*85%有效上座率*4.5翻台率*365天营业），对应市占率约8%-11%，由于低线城市单体门店充斥市场，集中度预计较高线城市更低，较为合理。

表 17: 分年龄段测算平均火锅消费频次

年龄段（岁）	人口占比	消费频次（次/年）
0-15岁	17%	1-2
15-30岁	20%	8-12
30-45岁	23%	5-8
45-60岁	23%	3-5
60岁及以上	17%	0-1
平均		4-5

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

我们以上述单店覆盖人口的测算为基础预测门店数量，再结合各城市人均GDP和口味偏好进行调整。据此预测，一至三线城市有潜力开设门店数约1100余家。

表 18: 一至三线城市门店容量测算（单位：万人，下表仅列示表16所列示的城市）

城市	城市等级	假设基础上预测 门店数	经调预测门店数	经调单店覆盖人口 (合计行为平均数)
深圳市	一线	43	30	43
北京市	一线	72	57	38
上海市	一线	81	65	37
广州市	一线	50	35	43
一线合计		246	187	39
郑州市	新一线	34	25	41
西安市	新一线	33	22	45
武汉市	新一线	37	37	30

南京市	新一线	28	32	26
杭州市	新一线	33	33	30
新一线合计		574	444	39
昆明市	二线	10	9	75
常州市	二线	7	9	53
厦门市	二线	6	7	59
兰州市	二线	5	4	94
福州市	二线	11	10	77
二线合计		292	222	92
银川市	三线	3	5.00	45
海口市	三线	3	3.00	77
珠海市	三线	2	3.00	63
芜湖市	三线	5	5.00	75
湘潭市	三线	4	3.00	96
三线合计		446	278	128
合计		1,557	1,131	112

数据来源：wind，大众点评，东吴证券研究所

注：在各个城市现有人口、门店数以及所属城市等级的基础上，根据口味、人均 GDP 进行调整

6. 多元化视角：业务发散，体系内协同

6.1. 火锅外卖开先河，新增长点显现

首家火锅外卖品牌，营收、占比快速提升。由于火锅对食材新鲜度、品质控制和用餐环境有更高要求，少有火锅餐厅提供外卖服务，海底捞于 2010 年试水外卖服务，是中国首个推出自营火锅外卖服务的餐饮品牌。海底捞通过自建物流配送队伍保证配送质量，目前外卖业务已覆盖国内超过 40 个城市，收入从 2015 年的 0.74 亿元增长至 2018 年的 3.24 亿元，收入占比在 2% 左右。

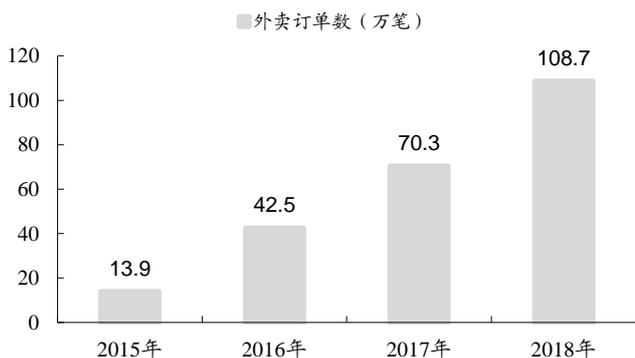
图 56：公司外卖业务营收及占比



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

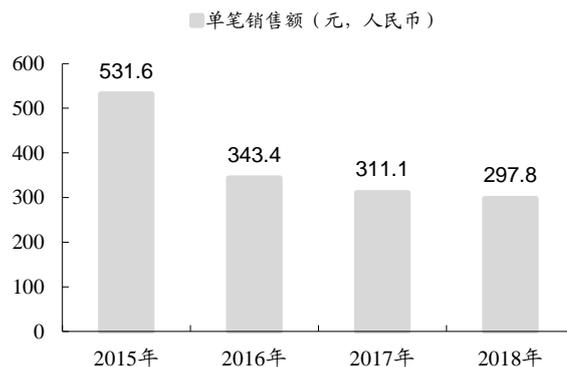
外卖订单数快速增长，单笔销售额受业务结构影响有所下降。2018 年实现订单数 108.7 万单，同比增长 54.6%，保持快速增长态势；每单外卖平均销售额达 297.8 元，相比上年下降 13.3 元，主要是由于迷你火锅比例提高。

图 57：2015-18 年外卖订单数



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 58：2015-18 年外卖平均单笔销售额



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

服务为王，提供优质的外卖就餐体验。公司通过外卖热线、微信公众号、海底捞 APP 及主要第三方网上餐饮外卖平台提供服务，并通过自营外卖站为周边顾客提供服务，在 30-40 min 内完成配送。2017 年 60% 外卖服务来自第三方线上餐饮外卖平台。区别于其他外卖，海底捞外卖配送不仅送货，还负责到达后为顾客准备餐桌，并免费提供小吃和

口香糖等，提供与堂食一致的就餐体验。

切入 2B 外卖市场，做大外卖体量。2017 年，海底捞切入公司年会和团建市场，京东 500 多人的团建外卖可达 6 万/单，也承接过房地产公司 1600 人的火锅包席服务。

图 59: 海底捞京东团建外卖



数据来源：新浪博客，东吴证券研究所

图 60: 海底捞外卖

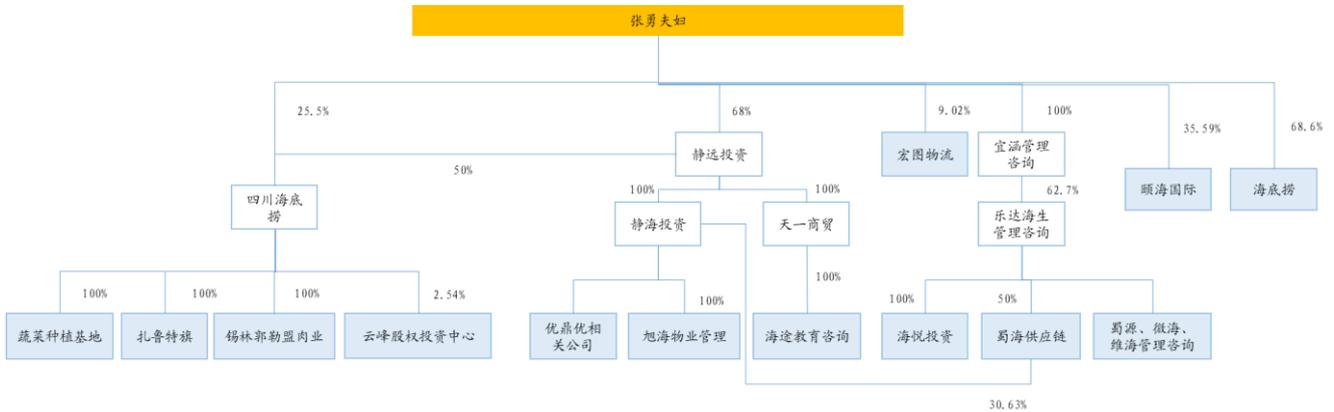


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6.2. 海底捞体系布局广泛，短期具有采购优势，长期探索业务融合

海底捞体系在餐饮产业布局全面，围绕海底捞探索底料供应、冒菜新品牌、餐饮供应链、餐饮店面装修等业务领域；在餐饮产业之外，海底捞体系多次跨界投资，涉足信息科技、商业地产等多个领域。

图 61: 海底捞关联企业（部分）



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

短期看上市公司扩张运营中同时受益于关联方采购带来的成本优势；中长期看，体系内公司各自独立发展专业化业务，在市场磨练下提升业务能力，提供全市场具有竞争力的第三方服务和销售，并以行业领先的供应链服务反哺海底捞，形成具有创新力、竞争力、延展性的商业集团生态。

6.2.1. 延伸餐饮产业链，业务深具协同

体系裂变：围绕火锅，延伸餐饮产业链。海底捞裂变出专注火锅底料、蘸料的“颐海国际”（海底捞持有主营自热小火锅的馥海 40%股权，颐海持有馥海 60%股权），主打

冒菜“优鼎优”，专注于全品类餐饮供应链的“蜀海供应链”、外卖品牌“海鸿达”、牛羊肉供应商“扎鲁特旗海底捞”、连锁餐饮店面装修“蜀韵东方”、餐饮管理培训“微海咨询”以及餐饮零售游戏运营“海海科技”等相关公司，在专业化的领域服务第三方，具有市场竞争力。

图 62: 海底捞餐饮行业布局



数据来源：餐饮老板内参，东吴证券研究所

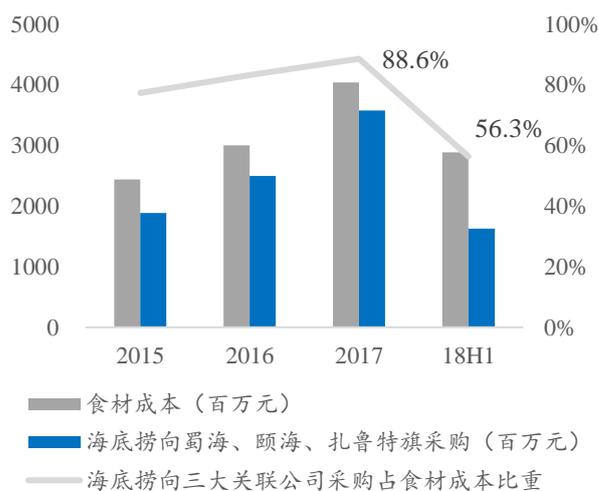
关联采购降成本，业务深度协同。上市公司采购中相当大部分来自于关联方公司，一方面能够提供完整发票，受益于营改增；另一方面也有利于提升利润空间。17年公司从餐饮供应链公司蜀海集团、底料公司颐海集团和牛羊肉供应商扎鲁特旗海底捞三个关联方采购金额合计占食材料成本的 88.6%。以颐海国际为例，公平销售策略下，颐海对海底捞的销售让利部分主要为节约的销售费用，因而 18H1 颐海国际销售给海底捞的火锅底料毛利率仅为 27%，低于销售给第三方的 56%。

图 63: 前五大关联方交易（百万元）构成及比例



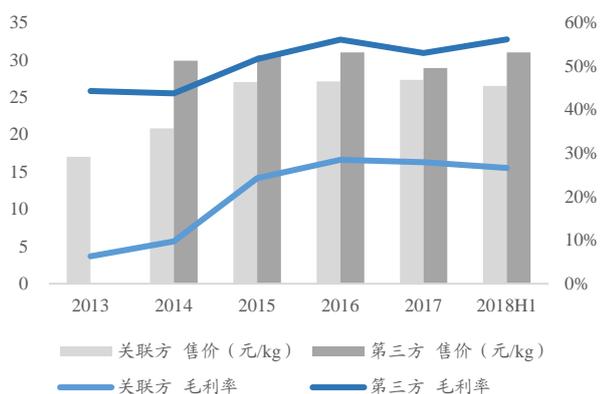
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 64: 关联方食材采购比例



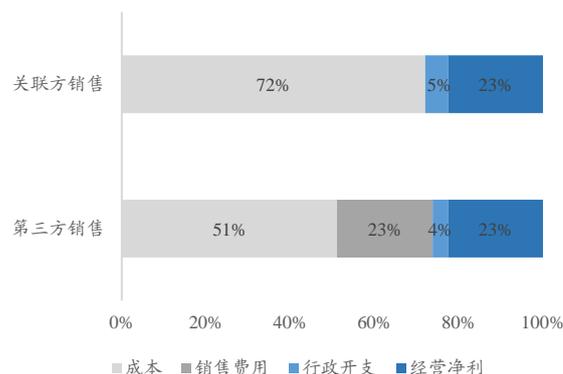
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所、

图 65: 颐海国际火锅底料售价及毛利率对比



数据来源: 颐海国际公告, 东吴证券研究所

图 66: 颐海国际关联方/第三方收入价值拆分



数据来源: 颐海国际公告, 东吴证券研究所

注: 根据 2017 年数据测算

6.2.2. 体系尝试跨界经营, 助力业务创新升级

海底捞体系拥有多项跨界投资, 涉足信息科技、商业地产等多个领域, 不排除未来实现业务融合, 助力上市公司深挖客户需求、主业创新升级的可能性。

上海海悦投资是体系内负责对外投资管理的公司, 于 2012 年创立, 持有安徽讯飞至悦 41.3% 的股份 (科大讯飞旗下的讯飞智元持有 51.7%); 2018 年 5 月, 与雪榕生物签订战略合作备忘录, 将在食用菌培养、新品种研究等方面进行合作; 另外通过投资上海景林羲域投资中心 (有限合伙), 参与了辣妈帮科技、韩都衣舍、虎扑等项目。

表 19: 海悦投资部分投资项目及投资比例

悦海盛熙 (北京) 管理咨询有限公司	100%
宁波悦海熙和投资管理有限公司	100%
北京海悦量化科技有限责任公司	100%
安徽讯飞至悦科技有限公司	41.3%
红火台网络科技有限公司	40.86%
宁波盛曦投资管理有限公司	10%
上海曦域资产管理有限公司	10%
惠聚信息技术 (海南) 有限公司	7.68%
乐惠 (北京) 科技有限公司	7.68%

数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

体系内四川海底捞还是上海云锋股权投资中心的股东之一, 持股 2.54%, 而后的股东名单中则包含腾讯、巨人投资、虞锋等重量级的公司。

7. 财务分析：高周转率驱动高 ROE

与餐饮上市公司相比，海底捞目前营收体量显著领先，且扩张和同店增长驱动下收入、净利均处于高速增长阶段，表现亮眼。

在盈利能力上，海底捞营业利润率超过 13%，同样处于行业头部。其材料成本率 40.9%，高于同行，也高于粤菜唐宫的 36.93%；员工薪酬高于同行，达到 29.6%，与侧重服务的唐宫相似；海底捞在租金费用率上具有显著优势，仅 4%，低于行业水平，彰显品牌力以及与商业地产的议价能力。营业利润率位于第二位的味千拉面主要优势则在于材料成本率较低。

表 20：餐饮公司财务数据对比

2018 年 单位：亿元	主营业 务收入	营收增 速	材料成 本/营收	员工薪 酬/营收	折旧摊 销/营收	租金/ 营收	营业利 润率	销售净 利率	归母净 利	归母净利 增速	总资产 周转率	权益 乘数	平均净资 产收益率
海底捞	169.69	59.47%	40.87%	29.56%	4.04%	4.04%	13.30%	9.70%	16.46	60.2%	2.17	1.61	34%
呷哺呷哺	47.34	29.20%	37.68%	24.67%	4.67%	12.25%	11.54%	9.71%	4.62	10.1%	1.56	1.44	22%
国际天食	14.98	-8.38%	28.65%	27.55%	8.66%	9.21%	0.16%	-5.23%	-0.76	-174.8%	1.06	1.89	-10%
唐宫中国	14.92	9.54%	36.93%	30.03%	3.38%	9.38%	11.16%	7.69%	1.15	-12.3%	1.71	1.74	22%
味千中国	23.78	2.45%	24.60%	25.59%	6.56%	16.99%	12.85%	23.06%	5.51	213.2%	0.63	1.31	18%

数据来源：wind，东吴证券研究所

海底捞资产周转率达到 2.17，显著高于同行；上市后权益乘数为 1.61，处于行业中水平，资产周转效率带动下，ROE 领先同行。

管理能力推动运营效率逐步提升。得益于公司管理能力提升和大数据分析平台的运用，2017 年资产周转率提升，2018 年公司资产周转率为 2.17，同比略有降低，与采购安排变化导致存货周转天数从 6.1 天增长到 14.5 天等因素有关。相比之下呷哺呷哺的资产周转率同样逐步提升，彰显其高效的运营，但略低于海底捞。

权益乘数逐步提升，放大公司 ROE。18 年公司上市融资后权益乘数为 1.61，由于海底捞有部分来自于关联方的非贸易应付款，剔除后权益乘数为 1.35，经调权益乘数逐步提升，略低于呷哺呷哺的 1.44。

在突出的运营效率支撑下，海底捞 17/18 年 ROE 分别为 108.70%/33.89%，调整权益乘数后（剔除上市融资和关联方非贸易应付款影响）ROE 为 38.53%/28.43%（18 年 ROE 水平降低与净利率、总资产周转率略降有关），高于呷哺呷哺 17/18 年的 22.70%/21.88%。

表 21：海底捞&呷哺呷哺杜邦分析

		2016	2017	2018
呷哺呷哺	ROE (%)	23.02%	22.70%	21.88%

	净利率	13.30%	11.41%	9.71%
	总资产周转率	1.29	1.43	1.56
	归母净利/净利润	100%	100%	100%
	权益乘数	1.34	1.39	1.44
	ROE (%)	96.65%	108.70%	33.89%
	净利率	12.50%	11.21%	9.70%
	总资产周转率	3.04	3.29	2.17
海底捞	归母净利/净利润	75%	86%	100%
	权益乘数	3.39	3.43	1.61
	权益乘数-经调	1.22	1.22	1.35
	ROE-经调 (%)	34.73%	38.53%	28.43%

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：经调权益乘数中增加了上市融资影响，剔除了应付关联方非贸易款

8. 盈利预测

基于非一线城市渠道下沉，海外门店扩张和产业链延伸的逻辑，我们对餐厅各板块收入给出预测，预计19年一线城市收入有望达到51.89亿元，同比增速29%，二线城市收入有望达到120.94亿元，同比增速55%；三线及以下城市收入有望达到53.91亿元，同比增速60%。海外门店持续开拓，由立足新加坡华人市场面向全球，预计19年收入有望达到19.87亿元，同比增速50%。

预计19-21年主营业务收入有望达到255.11、370.98、487.84亿元，同比增长50%、45%、32%，快速扩张期人员储备成本和折旧摊销租金影响下，考虑食材成本先提升后缓慢消化，预计净利率将先低后高。预计19-21年公司归母净利为24.76、36.85、50.24亿元，同比增速分别为50%、49%、36%，EPS为0.47、0.70、0.95元，对应PE为55、37、27倍。公司在中式火锅行业处于龙头地位，具有显著优势，并且当前处在加速成长的发展阶段，长期看好公司前景；公司当前估值相对较高，但和其高增长的业绩相比仍属合理，长线看好公司持续成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

表 22: 盈利预测

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	16,969	25,511	37,098	48,784
	<i>yoy</i>	<i>59.5%</i>	<i>50.3%</i>	<i>45.4%</i>
餐厅营业收入	16,491	24,587	35,777	47,161
	<i>yoy</i>	<i>58.8%</i>	<i>49.1%</i>	<i>45.5%</i>
	<i>占比</i>	<i>96.6%</i>	<i>95.9%</i>	<i>96.1%</i>
一线城市	4,036	5,189	7,765	10,637
	<i>yoy</i>	<i>36.4%</i>	<i>28.6%</i>	<i>49.6%</i>
新开店数	41	45	44	43
二线城市	7,795	12,094	17,599	22,941
	<i>yoy</i>	<i>49.0%</i>	<i>55.2%</i>	<i>45.5%</i>
新开店数	87	90	88	85
三线城市	3,379	5,391	7,686	10,048
	<i>yoy</i>	<i>122.5%</i>	<i>59.6%</i>	<i>42.6%</i>
新开店数	19	36	56	71
海外	1,323	1,987	2,835	3,629
	<i>yoy</i>	<i>88.0%</i>	<i>50.2%</i>	<i>42.7%</i>
新开店数	27	37	35	25
外卖业务	324	461	626	790
	<i>yoy</i>	<i>47.9%</i>	<i>42.5%</i>	<i>35.8%</i>
	<i>占比</i>	<i>1.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.7%</i>
销售调味品及食材	154	463	694	833
	<i>yoy</i>	<i>409.0%</i>	<i>200.0%</i>	<i>50.0%</i>
	<i>占比</i>	<i>0.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.7%</i>
归母净利润	1,646	2,476	3,685	5,024
	<i>yoy</i>	<i>60.2%</i>	<i>50.4%</i>	<i>48.8%</i>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

表 23: 同行估值对比

	市值 (亿人民币)	2018 年归母净利 (亿人民币)	2018 年归母净利增速	PE (2018)	2019 年归母净利润 (E)	2019 年归母净利润增速 (E)	PE (2019)
海底捞	1,371	16.46	60%	83	24.76	50%	55
呷哺呷哺	96	4.62	10%	21	5.72	24%	17
唐宫中国	12	1.15	-12%	10	1.03	-11%	12
味千(中国)	33	5.51	213%	6	-	-	-
国际天食	4	-0.76	-175%	-5	-	-	-
全聚德	36	0.73	-46%	49	0.84	15%	43
广州酒家	126	3.84	13%	33	4.42	15%	29
麦当劳	1,562 亿美元	59.24 亿美元	14%	26	61.02 亿美元	3%	26

数据来源: wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 除海底捞、广州酒家外, 均为 wind 或 Bloomberg 一致预期

9. 风险提示

餐饮行业增长乏力的风险。行业受宏观经济因素影响，宏观经济的不景气可能影响行业的增速。

竞争格局变化的风险。餐饮业在服务、食物质量、味道、价值、氛围及位置方面竞争激烈，成熟竞争对手的新产品、新餐厅可能导致当前竞争格局变化。

食品安全与负面新闻等风险。公司作为餐饮企业，可能面临出现食品安全问题的风险，负面新闻可能对公司的客流和品牌产生不良影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

