

证券研究报告—海外公司深度报告

一级行业 社会服务

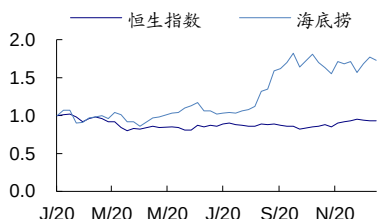
二级行业 餐饮

海底捞(06862)
增持

合理估值: 66.37~72.71 元 昨收: 59.70 元 (首次评级)

2021 年 01 月 04 日

一年该股与恒生指数走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	5300/5300
总市值/流通(百万元)	3184/3184
上证综指/深圳成指	3,473/14,471
12 个月最高/最低(元)	61.80/28.25

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司深度报告
中餐赛道标杆龙头, 未来成长边界几何?
● 餐饮大赛道: 海外牛股辈出, 国内火锅强势突围, 疫后加速集中

国际对标, 美国餐饮赛道牛股辈出, 核心因赛道广, 龙头全球标准化复制构筑壁垒, 管理规范, 非常契合我们此前报告反复论及消费牛股基因: “赛道+格局+质地”。国内看中餐, 2019 年行业销售额 4.67 万亿元, 百花齐放但标准化较难; 2017 年火锅市占率 13.7% 系中餐第一大细分赛道, 源于无烹饪、食材广、强社交、成瘾性、易标准, 坪效和产值最优, 后疫情时代龙头有望加速展店。

● 海底捞: 中餐标杆, 强服务 IP 破局成长, 阿米巴模式打造强平台

海底捞系 2019 年中国餐饮百强第三, 本土 NO.1, 2019 年营收 266 亿元, 净利 23.4 亿元, 全球门店 768 家。公司以极致服务树 IP 错位竞争, 通过阿米巴管理模式与“师徒制+抱团制”结合, 塑造强大的门店体系和供应链平台体系, 厚积薄发, 近 5 年实现门店翻 5 倍, 收入翻 5 倍、利润翻 9 倍的跨越式增长。

● 成长分析: 门店扩张 3-5 年有望 2000 家+, 新业务新赛道孵化中

目前时点看海底捞潜力, 一看火锅门店未来展店空间, 结合国内各线城市经济发展&人口情况, 综合购物中心、人员储备、单店模型敏感性测试等要素, 我们多种方法测算未来 3-5 年门店有望上看 2100-3000 家; 二看公司依托核心竞争优势, 未来在外卖、食材销售、啤酒与文创等产业链延伸带来的增长潜力; 三看公司自建新品牌, 并购整合新品牌上打造新的增长曲线可能, 目前公司快餐领域 9 大品牌多元孵化竞相赛马尤其值得期待, 疫情也带来并购整合良机。

● 风险提示

门店扩张或翻台率下降低于预期; 大股东减持; 国内外疫情反复; 食品卫生。

● 中餐翘楚, “赛道+格局+质地”支撑成长, 给予“增持”评级

预计公司 20-22 年 EPS0.18/0.90/1.18 元, 对应 21-22PE 估值 56/43x。公司系中式餐饮标杆龙头, 火锅 NO.1 (19 年市占率估算仅不到 5%), 赛道优良, 以服务树 IP 形成品牌壁垒, 阿米巴管理打造强平台与供应链, 未来 3-5 年内生与外延齐头并进, 正朝多品牌平台型公司进化。参考星巴克等国际餐饮龙头高成长阶段估值规律, 且目前处于海底捞展店高峰期, 综合考虑绝对估值和相对估值, 我们给予公司合理价格 66.37~72.71 港元, 首次覆盖给予“增持”评级, 未来建议密切跟踪公司展店节奏与新业务新赛道孵化进展。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,969	26,556	28,883	52,757	67,118
(+/-%)	59.53%	56.5%	8.8%	82.7%	27.2%
净利润(百万元)	1646.16	2344.71	958.19	4782.46	6271.68
(+/-%)	60.2%	42.4%	-59.1%	399.1%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.44	0.18	0.90	1.18
EBIT Margin	12.69%	11.6%	4.7%	12.3%	12.5%
净资产收益率(ROE)	19%	22.1%	8.5%	32.7%	33.0%
市盈率(PE)	162.2	113.9	278.6	55.8	42.6
EV/EBITDA	184.6	232.7	115.4	36.3	28.6
市净率(PB)	31.0	25.13	23.64	18.23	14.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 20-22 年 EPS0.18/0.90/1.18 元，对应 21-22PE 估值 56/43x。公司系中式餐饮标杆龙头，火锅 NO.1（19 年市占率估算仅不到 5%），赛道优良，以服务树 IP 形成品牌壁垒，阿米巴管理打造强平台与供应链，未来 3-5 年内生与外延齐头并进，正朝多品牌平台型公司进化。参考星巴克等国际餐饮龙头高成长阶段估值规律，且目前处于海底捞展店高峰期，综合考虑绝对估值和相对估值，我们给予公司合理价格 66.37~72.71 港元，首次覆盖给予“增持”评级，未来建议密切跟踪公司展店节奏与新业务新赛道孵化进展。

核心假设与逻辑

假设 2020-2022 年，海底捞餐厅每年净增 303/351/359 家，其中明后年二线、三线及以下城市占比逐步略有增加；公司客单价保持 4-6% 的稳定增长，翻台率 2020 年因疫情影响显著下滑，2021 年反弹，此后稳中略有下降；

假设公司 2020-2022 年毛利率与 2019 年水平基本相当，2020 年略高，人工、租金、折摊等费用占比 2020 年因疫情略提升，此后基本保持稳定。

与市场的差异之处

第一，分各线城市的维度，结合物业选址（国内购物中心的扩张、人员储备等维度，对海底捞未来几年空间进行详细测算，并考虑单店模型差异进行相应敏感性分析，以期为投资者投资判断做参考。

第二，聚焦公司阿米巴管理模式、强大供应链平台支撑等，探索公司后续未来新一轮成长支撑及新赛道新品牌培育看点。

第三，公司如果向多品牌平台型公司成功转型，市场认知可能进一步提升。

股价变化的催化因素

第一，公司海底捞门店翻台率恢复超预期，门店持续扩张及业绩增长等超预期。

第二，公司新赛道新品牌培育取得突破进展或者成功收购具有良好互补效应或发至潜力的标的。

第三，市场风险偏好的更趋极致。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国内外疫情持续反复；食品卫生安全风险。

第二，门店扩张可能低于预期或者门店扩张后同店表现迅速较大下滑；新的餐饮品牌培育可能低于预期；业绩表现可能不及市场预期。

第三，大股东等减持风险；行业竞争加剧风险；市场流动性变化等。

内容目录

写在前面	7
估值复盘、分析与投资建议	8
海底捞估值复盘：“赛道+格局+质地”奠基高估值，高成长促估值提升	8
绝对估值：66.37~72.83 元港币	9
绝对估值的敏感性分析	9
相对法估值：67.11~72.71 元	10
投资建议：合理价格区间为 66.37~72.71 港元，首次覆盖“增持”评级	12
赛道：餐饮大市场，火锅强赛道，疫后加速集中	13
中美餐饮资本化对比看赛道差异：核心看标准化复制、壁垒与治理	13
火锅优势赛道强龙头，空间广阔，后疫情时代龙头有望加速集中	15
疫情之下，国内餐饮危+机并存，龙头有望逆势崛起，火锅黏性凸显	16
公司概况：中式餐饮龙头翘楚，火锅 NO.1	19
公司概况：中式餐饮龙头，中式火锅 NO.1	19
发展历程：服务树 IP，错位竞争脱颖而出	19
股权结构：核心管理权集中，家族背景但理念先进	20
快速扩张分析：厚积薄发，2017-2019 年实现高质量的快速扩张	22
核心看点：服务 IP 强化格局，阿米巴管理优化质地	25
完全竞争格局下，另辟蹊径极致服务立 IP，打造不一样的海底捞	25
员工体系：激励全面，福利充分，晋升清晰，储备人才	25
管理模式：阿米巴管理与“师徒制+抱团制”结合，塑造强大的门店体系	27
平台支撑：阿米巴模式下孕育强大的供应链平台	28
小结：服务强 IP 破局+阿米巴管理下优良质地，构筑快速扩张根基	29
成长分析：门店扩张有望翻番，多元孵化新成长	30
海底捞餐厅成长多维测算：未来 3-5 年门店预计仍有望翻番成长	30
海底捞餐厅业务延伸：外卖业务强化与创新，尝试食品延伸及文创周边	34
供应链平台支撑，积极孵化和外延并购餐饮新品牌	35
小结：海底捞成长=餐厅扩张+外卖+食品延伸+新赛道新品牌孵化	38
财务分析：租金占优助力费用率优化，现金储备良好	39
盈利能力分析：高速扩张下净利率略有下降，但仍相对高于同行	39
现金储备较充裕，疫情阶段影响，但总体抗风险能力较强	40
盈利预测	42
假设前提	42
盈利预测的敏感性分析	43
风险提示	44
附表：财务预测与估值	46
国信证券投资评级	47
分析师承诺	47
风险提示	47
证券投资咨询业务的说明	48

图表目录

图 1: 探寻消费牛股成因: 赛道+格局+质地.....	7
图 2: 海底捞上市以来股价及估值复盘情况.....	8
图 3: 星巴克上市至今动态市盈率估值.....	10
图 4: 1992 年至今星巴克门店扩张情况.....	10
图 5: 1992-2004 年星巴克国内外门店数.....	11
图 6: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据.....	11
图 7: 麦当劳 1988 年至今动态市盈率估值.....	11
图 8: 百胜餐饮 1988 年以来动态市盈率估值.....	11
图 9: 从人均 GDP 来看, 中国还没到美国 1960S 水平.....	12
图 10: 美国 1950S 以来股市表现特征回顾.....	12
图 11: 美国休闲板块牛股分布, 餐饮占 6 成.....	13
图 12: 中美全服务餐饮占比对比.....	13
图 13: 2010-2019 年餐饮收入及与社零总额增速比较.....	14
图 14: 中美餐饮业龙头集中度比较.....	14
图 15: 中美餐饮业龙头连锁化率比较.....	14
图 16: 百花齐放, 火锅在中式餐饮业市占率第一 (2017 年).....	15
图 17: 火锅赛道空间广阔, 2019 年市场空间 5000 亿+.....	15
图 18: 餐饮各品类效益均值.....	16
图 19: 火锅赛道特点优势突出.....	16
图 20: 火锅赛道的行业集中度仍较低.....	16
图 21: 国内餐饮外卖占比逐步提升.....	17
图 22: 2020 年以来国内餐饮收入逐月变化情况.....	17
图 23: 疫情后最想选择的 5 个线下消费活动排名.....	17
图 24: 截止 3 月 18 日各品类餐饮商家的复工率.....	17
图 25: 2020 年国内餐饮家数预计明显下降.....	18
图 26: 国内餐饮龙头净开店情况.....	18
图 27: 海底捞国内门店布局.....	19
图 28: 海底捞海外门店布局.....	19
图 29: 海底捞各线城市及海外门店数量.....	20
图 30: 海底捞各线城市及海外门店比例.....	20
图 31: 海底捞股权结构 (截至 2020 年中报).....	21
图 32: 海底捞近五年营业收入.....	22
图 33: 海底捞近五年归母净利润.....	22
图 34: 海底捞门店数量及增速.....	22
图 35: 海底捞新增门店数量及增速.....	22
图 36: 海底捞各线城市收入占比.....	23
图 37: 近几年, 海底捞三线及以下城市门店增长相对最快.....	23
图 38: 海底捞所有各线城市所有门店翻台率.....	23
图 39: 海底捞各线城市同店翻台率.....	23
图 40: 海底捞所有各线城市客单价.....	24
图 41: 海底捞各线城市客单价涨跌幅.....	24

图 42: 海底捞餐厅同店表现	24
图 43: 海底捞员工薪酬激励	26
图 44: 店长工资设计独特, 师徒捆绑共同做大	26
图 45: 海底捞店长的晋升路线	26
图 46: 海底捞员工晋升通道——管理技术后勤三条路径, 成长路径清晰	27
图 47: 海底捞员工离职率远低于同行	27
图 48: 人工薪酬占比高于同行	27
图 49: 海底捞的扁平化门店管理结构	28
图 50: 阿米巴模式下, 海底捞成为平台公司, 每个阿米巴独立核算考核下做大做强	29
图 51: 海底捞高速直营扩张根基	29
图 52: 海底捞现有国内门店分布及未来国内空间测算	32
图 53: 海底捞餐厅结构分布及未来区域分布展望估算	32
图 54: 国内餐饮门店升级趋势	32
图 55: 国内 2011-2020 年购物中心数量增长情况	32
图 56: 近三年新开购物中心以 2-5 万平米社区购物中心为主	33
图 57: 海底捞餐厅门店扩张及展望	33
图 58: 中国精酿啤酒市场规模高速增长	35
图 59: 2019 年中国餐饮业按服务类型细分	36
图 60: 中国不同餐饮业态复合增长率	36
图 61: 2014-2024E 快餐市场规模及占比	36
图 62: 2019 年中国快餐市场前十公司市场份额排名	36
图 63: 海底捞收购前, 上海缘澍股权结构	37
图 64: 汉舍中国菜的定位	37
图 65: 海底捞收购前, HN&T Holdings 的股权结构	38
图 66: Hao Noodles 的店面	38
图 67: 海底捞成长三大驱动: 餐厅扩张+外卖&食品延伸+新赛道新品牌孵化	38
图 68: 海底捞近五年净利率变化趋势	39
图 69: 海底捞净利率与同行对比	39
图 70: 海底捞毛利率变化趋势及与竞争对手比较	39
图 71: 海底捞整体费用率变化及与同行比较	39
图 72: 海底捞成本费用构成拆分	40
图 73: 海底捞人工成本率变化趋势及与同行比较	40
图 74: 租金费率变化及与同行比较	40
图 75: 海底捞 ROE 的变化趋势及与同行对比	40
图 76: 海底捞现金储备	41
图 77: 海底捞经营活动现金流量净额与同行比较	41
图 78: 资产负债率	41
图 79: 经营活动产生的现金流净额/总负债	41
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	9
表 2: 资本成本假设	9
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	9
表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	10
表 5: 同类可比公司估值比较	12

表 6: 中美餐饮空间及资本化对比差异对比.....	13
表 7: 国内餐饮企业治理掣肘说明.....	15
表 8: 港股上市餐饮企业疫情下复工进度	18
表 9: 2017 年海底捞收入规模和客流量均为火锅行业第一	19
表 10: 海底捞发展历程.....	20
表 11: 海底捞试行阿米巴经营模式: 在人才培养和内部组织上进行创新变革	21
表 12: 海底捞连续五年上榜火锅第一大品牌.....	25
表 13: 海底捞门店展望估算假设 (人口与经济水平)	30
表 14: 海底捞门店未来空间测算.....	31
表 15: 海底捞单店模型估算及敏感性测算.....	34
表 16: 海底捞孵化快餐新品牌特点.....	37
表 17: 海底捞收入分拆及预测.....	42
表 18: 海底捞的主要成本费用分拆及预测.....	43
表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	43

写在前面

早在 2013 年，我们曾外发深度报告《探寻国际视角下旅游牛股的基因》，就海外餐饮旅游上市公司 10 余年股价表现进行分析，探寻相应牛股基因，总结为三大方面：赛道广阔，可标准化连锁复制扩张或壁垒较高（无论先天或后天形成），现代经营管理思维带来质地优良，这也是我们多次年度策略报告反复强化消费牛股“赛道+格局+质地”三大基因支撑。

图 1：探寻消费牛股成因：赛道+格局+质地



资料来源：公司公告，Wind 等，国信证券经济研究所多年研究汇总整理

聚焦餐饮，结合我们此前报告，在美国、日本等市场，餐饮赛道可谓牛股辈出，系休闲服务第一大板块，也是牛股占比最多的板块，核心就在于赛道空间广阔，资本较早介入助力连锁化复制扩张包括加盟扩张，加之管理激励良好，从而孕育出众多高增长高估值消费牛股。

与之相比，国内餐饮行业蓬勃发展，但受制于中餐标准化难及由此衍生的直营加盟发展之困（直营发展受制资本积累，而加盟扩张品控较难）、过往财务规范相对不足等，资本化受限。A 股餐饮板块整体标的极少，多为正餐等（因为利润门槛），复制成长相对受限，股价表现相对平平。港股市场来看，2012-2013 年一度香港本土餐饮龙头较受关注，但后续随着其国内扩张发展不及预期等股价也相对承压。近几年海底捞、呷哺呷哺、九毛九等火锅或类火锅龙头公司依托标准化连锁复制扩张较快成长，股价表现较突出，其中海底捞尤其一骑绝尘。

因此，本文聚焦海底捞。我们一方面从“赛道+格局+质地”等三大维度全面对海底捞过往成长进行深度分析与复盘，探究高成长核心支撑；另一方面，立足当下，在海底捞近几年高速扩张后，我们尝试分析其未来进一步成长新看点，并尝试探索对公司下一轮成长可能的影响因素，以期为投资者提供分析借鉴。

估值复盘、分析与投资建议

海底捞估值复盘：“赛道+格局+质地”奠基高估值，高成长促估值提升

在全面分析海底捞并讨论其估值水平前，我们尝试对其上市以来的股价走势及估值水平进行复盘，探索其估值水平变化及背后的因素影响。

海底捞 2018 年 9 月港股上市。上市之初，因餐饮尤其火锅赛道优势（大市场、易复制连锁）+海底捞自身火锅赛道龙头地位（格局优良、阿米巴管理模式下的经营治理良好质地突出），从“赛道+格局+质地”三方面均符合消费牛股的基因，受到市场追捧，上市时动态估值即 50x 左右，此后到 2018 年底持续震荡。

图 2：海底捞上市以来股价及估值复盘情况



资料来源:公司公告, Wind 等, 国信证券经济研究所整理

2019 年 2 月至 2019 年 10 月，在估值不低的基础上，公司股价仍然基本翻倍，核心来自 2018 年经营靓丽表现，高速扩张下翻台率维持高位，收入业绩达 60% 左右超预期，且 2019 年中报业绩仍维持 40% 继续高速增长，在这种情况下公司业绩估值双升，当年动态估值在 50x~70x+ 间波动。

2019 年 11 月到 2020 年初（疫情前），公司股价高位震荡，阶段曾回调 20%，不过此后又随大盘白马趋势反弹。

2020 年 1 月下旬至 3 月，因疫情影响，公司国内外门店阶段停业直接承压，股价也回调 30%。

2020 年 4 月至 6 月，随着公司门店逐步恢复营业，外卖等业务发力，公司股价反弹 50%+，重回高点。

2020 年 7 月至 9 月，受益于疫后龙头有望加速集中逻辑支撑，火锅赛道疫情后的强黏性，叠加公司本身业务的快速复苏，食品业务及新餐饮业务探索等带来股价上涨 100%+，此后高位震荡。截至 2020 年 12 月 31 日，公司市值 3164 亿港元，对应 2021 年动态估值 56x。

总体来看，公司上市以来因“赛道+格局+质地”奠定高估值，对应当年动态 PE 估值即 50x 左右，相对不低，此后收入和业绩高成长的持续兑现、公司新业务的催化，疫情后龙头加速集中等则进一步提升了估值中枢。

绝对估值：66.37~72.83 元港币

结合全文分析，公司系优质赛道强龙头，本身所处火锅赛道“无烹饪、易标准、食材广、强社交”，黏性突出，且相对易标准化连锁扩张，且疫情后行业集中度有望加速提升，公司作为行业绝对龙头有望受益。

具体来看，考虑海底捞后续扩张趋势和单店表现，我们假设 2020-2022 年，公司客单价保持 4-6% 的稳定增长，翻台率 2020 年因疫情影响显著下滑，2021 年反弹；假设 2020-2022 年，海底捞餐厅每年净增 303/351/359 家，综合来看，我们预计海底捞 2020-2022 年收入增速分别为 9% 83% 27%，2020 年主要受疫情影响，2021 年则考虑疫后反弹等因素。从成本费用的角度，我们假设公司 2020-2022 年毛利率分别为 57%、58%、58%，人工成本 2020-2022 年占收入比分别为 34%、30%、30%，其他费用主要 2020 年受疫情影响，其他则稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	56.49%	8.76%	82.66%	27.22%	26.25%	25.00%	23.00%	20.00%	15.00%
营业成本/营业收入	42.32%	43.20%	42.25%	42.20%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用/营业收入	16.05%	18.56%	15.50%	15.49%	15.28%	15.00%	14.80%	14.80%	14.80%
销售费用/销售收入	30.10%	32.86%	29.57%	29.55%	29.30%	29.00%	28.70%	28.70%	28.70%
营业税及附加/营业收入									
所得税税率	27.72%	27.00%	26.70%	26.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	30.37%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	25.00%
无风险利率	2.00%	Ka	8.27%
股票风险溢价	6.40%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价（元）	60.0	Ke	8.37%
发行在外股数（百万）	5300	E/(D+E)	97.93%
股票市值(E, 百万元)	268297	D/(D+E)	2.07%
债务总额(D, 百万元)	5665	WACC	8.28%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 和 APV 估值方法，得到公司的合理价值区间为港币 66.37~72.83 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

APV		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.27%	8.8%	9.3%
永续增长率变化	4.0%	114.28	98.74	86.99	77.84	70.54
	3.5%	102.85	90.59	81.04	73.42	67.22
	3.0%	94.35	84.38	76.43	69.96	64.62
	2.5%	87.88	79.58	72.83	67.25	62.59
	2.0%	82.88	75.83	70.01	65.15	61.03
	1.5%	78.98	72.90	67.82	63.52	59.85
	1.0%	75.93	70.62	66.13	62.30	59.00

资料来源：国信证券经济研究所分析

表 4：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.37%	8.9%	9.4%
永续增长率变化	4.0%	113.57	96.91	84.10	73.96	65.73
	3.5%	100.94	87.57	76.98	68.39	61.30
	3.0%	91.20	80.14	71.18	63.78	57.57
	2.5%	83.45	74.10	66.37	59.89	54.38
	2.0%	77.15	69.08	62.32	56.56	51.62
	1.5%	71.92	64.86	58.85	53.69	49.21
	1.0%	67.52	61.24	55.86	51.18	47.09

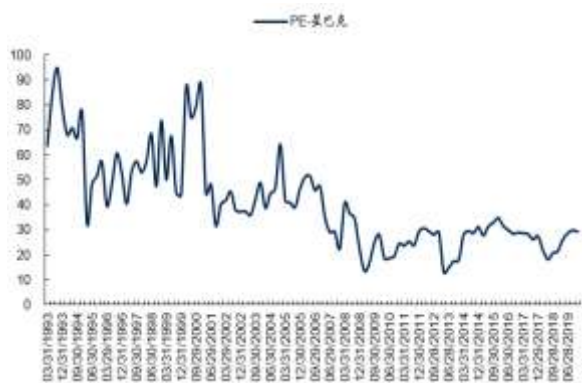
资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：67.11~72.71 元

考虑海底捞在国内餐饮龙头地位，我们在分析相对估值时，一是选取国际餐饮龙头不同发展阶段的估值情况进行对比，并考虑不同赛道等差异，二是对比目前国内几个代表上市餐饮龙头估值情况，以期进行更全面的分析和判断。

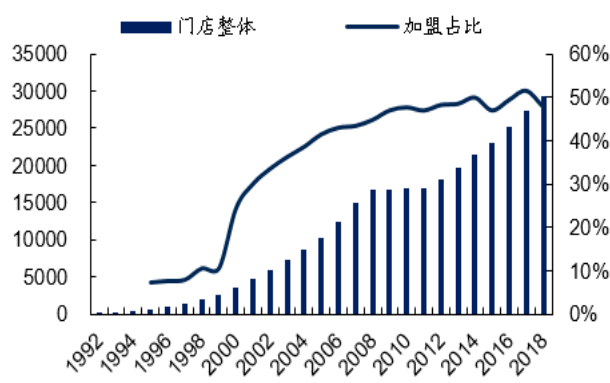
从国际龙头的角度，我们重点关注星巴克、麦当劳、百胜的估值变化。如下图所示。首先，我们关注星巴克，主要因为其上市以来经历了完整的高速成长期、震荡发展期和成长成熟期等，不同阶段估值差异较大，对海底捞的估值参考借鉴意义较大。星巴克 1992 年上市时，仅在北美有 165 家门店，因其连锁扩张的想象空间，上市之初估值高达 90-100X，在 1992-2004 年之间，其海内外门店连锁扩张支撑高速增长，门店年复合增速达到 37.06%，营收和业绩年复合增速分别达到 40.04%/58.91%，估值中枢大的 57x，持续处于高位。2005-2008 年时，公司自身发展战略调整不尽如人意，叠加阶段外部经济压力等影响，估值阶段从 60x 震荡回落到 20x 左右。2009 年后，舒尔茨掌舵改革，对内优化，并加速海外扩张（尤其中国等区域扩张），带来营收和业绩较稳健成长，估值从 20x 左右回升至 30x 左右。

图 3：星巴克上市至今动态市盈率估值



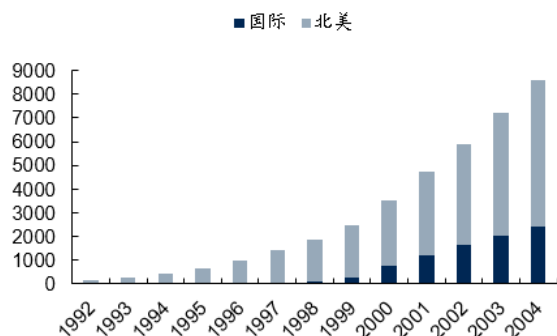
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 4：1992 年至今星巴克门店扩张情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 5: 1992-2004 年星巴克国内外门店数



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

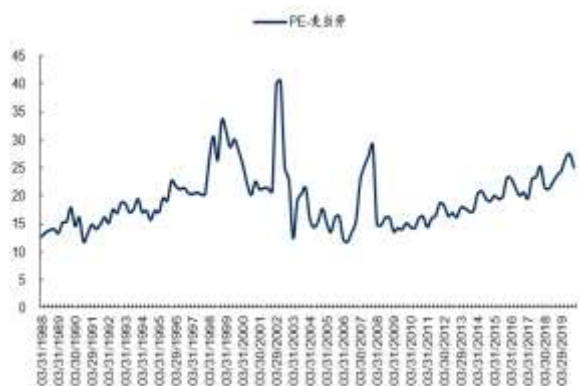
图 6: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据



资料来源: Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

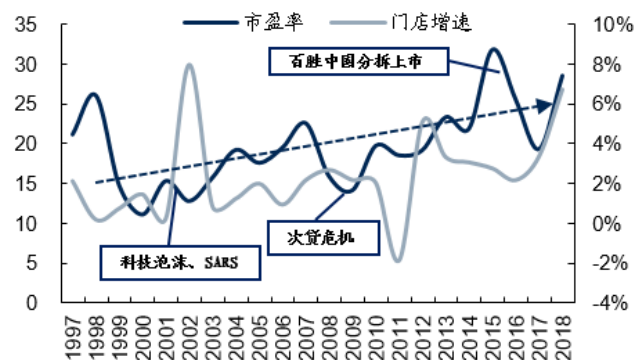
其次，从麦当劳和百胜来看，主要系其成熟期或业务震荡调整期的估值变化。麦当劳以快餐业务为主，加盟费及租金为其主要收入构成，剔除 1988-1989 年上市早期差异以及 1999-2000 年、2002 年、2007-2008 年公司因内部战略因素及外部市场环境因素业绩及估值震荡较大外，公司整体估值多在 15x-25x 区间震荡上升，但其业绩增长尤其业务成熟期后的业绩增长基本稳定在 5-15%（剔除业绩较大扰动期）。百胜餐饮剔除 2015-2016 年、2018-2019 年波动后，1998 年以来，其动态估值先跌后升，从 10x 逐步震荡上升至 20x+，甚至阶段 25x，虽然其发展已经相对成熟，但估值相对其营收和业绩增速仍有溢价。

图 7: 麦当劳 1988 年至今动态市盈率估值



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 8: 百胜餐饮 1988 年以来动态市盈率估值



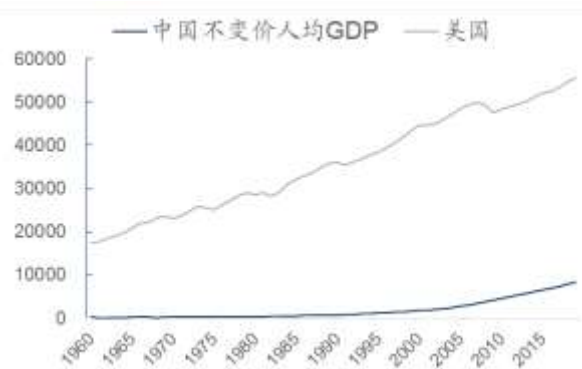
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

总体来看，国际餐饮龙头，成长期一般对应估值溢价，星巴克上市初期 90x-100x 估值，高增长期估值中枢也有 57x，溢价明显；而成熟期营收和业绩 5-10% 增长下，估值一般也在 15x-25x，其中星巴克因休闲饮料赛道相对更易复制扩张和加盟成长，其估值成熟期也能达到 20x-30x+，高峰期 35x+，体现不同赛道的估值差异。

从国内来看，首先关注经济发展阶段对消费龙头的持续支撑。参考我司策略组《2021 年年度策略展望：龙头出海》等的分析，发达国家如美国大体上经历了从周期=>消费=>科技、医药这样的市场阶段，不同阶段诞生了不同的牛股。从我国的情况来看，单从人均 GDP 看，目前中国的发展阶段还没有到美国的 60 年代，但考虑国内不同区域经济发展差异，有非常特色的多维度梯形发展模型。鉴于此，我们认为从国内一二线、三四线等的经济发展递进水平来看，依托一二线加密，三四线扩张，其对消费龙头的中长期成长也具有良好支撑，从而对

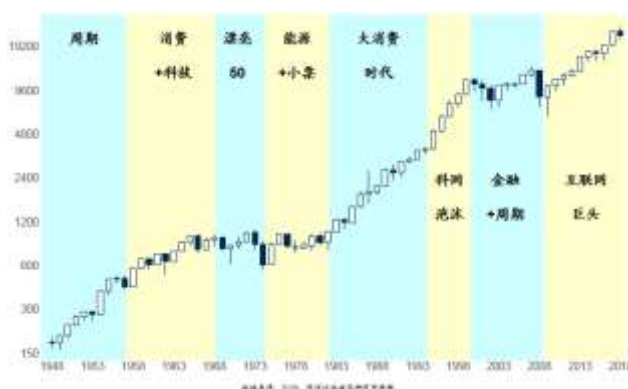
其估值溢价在相应时期预计也具有良好支撑。

图 9: 从人均 GDP 来看, 中国还没到美国 1960S 水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所汇总整理

图 10: 美国 1950S 以来股市表现特征回顾



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所策略组整理

从餐饮龙头来看, 目前**九毛九**、**呷哺呷哺**明年的动态估值分别达到 61x、33x, 整体相对也不低, 核心本身也体现市场对优质餐饮龙头的关注与认可。考虑星巴克高成长阶段的估值中枢 57x, 且考虑国内餐饮行业发展红利, 消费龙头红利, 以及海底捞本身赛道优势、龙头优势, 叠加疫后龙头有望加速集中以及公司未来几年系海底捞品牌的展店高峰, 暂给予海底捞 2022 年 48-52x 市盈率估值水平 (主要考虑该年疫情影响应该完全消除), 平均 50x 左右, 对应股价为 67.11~72.71 港元。后续需密切跟踪海底捞未来持续门店扩张情况及高速扩张下同店翻台率的变化。

表 5: 同类可比公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)				PE				PEG		市值 (亿元)
		20-12-31	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2021	
6862.HK	海底捞	59.70	0.44	0.18	0.90	1.18	114	279	56	43	2.94	1.43	3,164
餐饮上市公司													
9987.HK	百胜中国-S	444.60	11.87	11.59	13.26	15.31	32	32	28	25	3.57	3.20	1,855
9922.HK	九毛九	23.60	0.12	0.03	0.32	0.47	166	664	62	42	2.88	1.08	343
0520.HK	呷哺呷哺	17.68	0.27	0.02	0.48	0.59	55	746	31	25	1.86	1.04	191
SBUX.O	星巴克	106.98	20.93	8.24	18.37	22.02	33	85	38	32	19.59	22.32	1,256
MCD.N	麦当劳	214.58	55.07	40.85	54.51	58.49	25	34	26	24	12.56	12.69	1,599
YUM.N	百胜餐饮	108.56	25.45	23.13	26.18	27.98	28	31	27	25	8.69	8.45	327
均值							57	265	35	29	2.94	1.43	

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 单位均为人民币元, 对应汇率 USD/CNY=6.5408、HKD/CNY=0.8437; 星巴克为对应财年数据; PEG 中的 G 取以 2019 年为基数, 未来三年的增速, 分别用 2019 年估值和 2021 年估值进行估算, 2021 年估算主要是考虑 2020 年估值不具可参考性。以上港股上市公司均为港币市值, 美股上市公司系美元市值。

投资建议: 合理价格区间为 66.37~72.71 港元, 首次覆盖“增持”评级

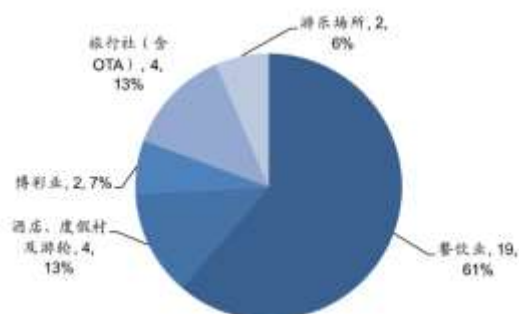
综合上述绝对与相对估值结果, 我们认为公司股票价值在 66.37~72.71 港元之间, 区间较最近收盘价有 11.1-21.8%溢价空间, 未来需紧密跟踪扩张速度及同店增速。公司系中式餐饮龙头翘楚, 国内火锅行业 NO.1, 赛道优良, 以服务树立 IP 强化龙头地位, 阿米巴管理模式下持续优化质地, 未来 3-5 年一是海底捞餐厅门店预计仍有望翻番成长, 二是依托其强大供应链和管理平台, 新业务和新赛道孵化有期待, 首次覆盖给予“增持”评级。

赛道：餐饮大市场，火锅强赛道，疫后加速集中

中美餐饮资本化对比看赛道差异：核心看标准化复制、壁垒与治理

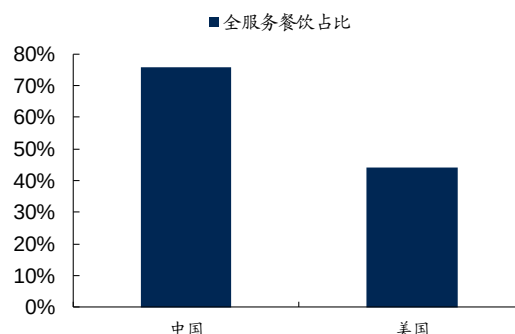
结合我们 2012 年三篇餐饮系列报告（成长篇、盈利篇、估值篇）、2013 年《探寻国际视角下旅游牛股的基因》、2019 年行业专题《从美股餐饮龙头寻找行业估值的锚》等报告的分析，国外餐饮行业赛道空间广阔，龙头众多，牛股辈出。以美国为例，如下图所示，其休闲服务板块牛股中，餐饮 6 成，涌现出了麦当劳、百胜、星巴克、Chipotle（墨西哥鸡肉卷）、多米诺披萨等众多餐饮牛股，核心在于餐饮赛道广，西餐相对易标准化，可以直营+加盟扩张，其轻资产加盟扩张也可以较好确保品质，且龙头上市通常较为容易，在在初期盈利不显时即上市，依托上市等资金支持下，可较快连锁复制扩张，成长潜力突出。

图 11：美国休闲板块牛股分布，餐饮占 6 成



资料来源：彭博、路透社等，国信证券经济研究所整理
具体可参考国信社服 2013 年报告《探寻国际视角下旅游牛股的基因》

图 12：中美全服务餐饮占比对比



资料来源：36Kr、国信证券经济研究所整理

表 6：中美餐饮空间及资本化对比差异对比

分类	中国	美国
餐饮行业：万亿市场，广空间	2019 年 4.67 万亿元 RMB	2019 年，美国餐饮业收入 8540 亿美元，折合约 5.95 万亿 RMB
资本化对比	A 股餐饮公司仅 3-4 家，港股餐饮公司 20-30 余家，但整体仍非常有限	餐饮上市公司众多，占休闲服务板块 60%+，据彭博数据 2018 年美国餐饮上市企业收入规模合计达 3752 亿美元，规模可观。同时，餐饮板块也是牛股的摇篮，其中快餐、休闲饮料等赛道尤其牛股辈出。
原因对比	中餐标准化难，直营扩张资本、人力束缚，而过早加盟扩张往往影响品质；早期上市多以正餐为主，连锁扩张能力相对受限，部分治理掣肘。	西餐相对易标准化，支持直营&加盟扩张，资本市场较早介入孵化助力连锁扩张，现代管理和治理

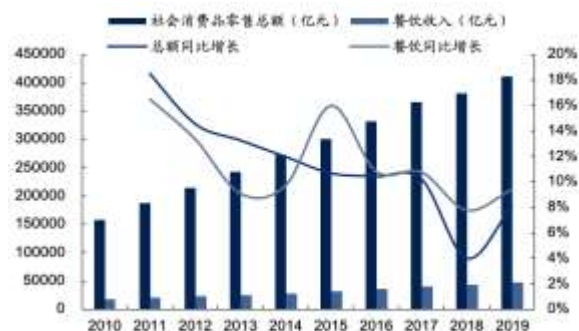
资料来源：National Restaurant Association, U.S. Census Bureau, CEIC，国家统计局，国信证券经济研究所整理

国内餐饮市场：万亿市场，空间广阔。据国家统计局数据，如下图所示，2019 年国内餐饮行业销售额达 4.67 万亿/+9.5%，空间广阔。2014-2019 年，国内餐饮业年均复合增速达 10.9%，高于同期社会消费品零售总额增速，增势较良好。

国内餐饮竞争格局：完全竞争，高度分散，集中度低。从国内餐饮企业来看，中式餐饮赛道广，进入门槛低，参与企业众多，2019 年门店数达 991.88 万家/+3.53%，但高度分散，行业集中度低。2019 年，餐饮百强企业营业收入仅占全国餐饮收入 7%，相比美国 2017 年 TOP50 餐饮约 27% 的集中度水平，差距明显。总体来看，国内餐饮做大却并不易，标准化难、治理掣肘、品牌创造与生命周期等皆有影响。

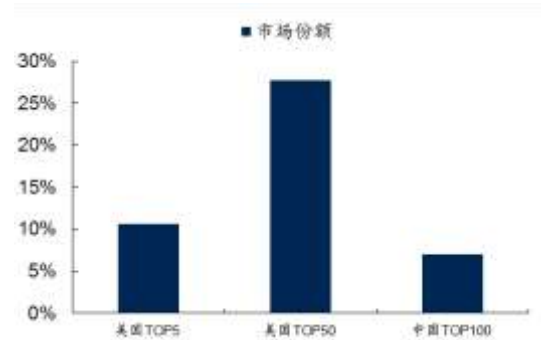
国内餐饮连锁化率低，资本化相对不足。过往来看，正如我们上述餐饮系列报告分析，由于中餐标准化相对较难，加盟扩张通常难以较好控制品质，而直营扩张则通常对资金等要求较高，故整体连锁化率相对较低，如下图所示，国内餐饮酒店连锁化率也仅10%+，相比美国50%左右的连锁化率水平还有较大提升空间。并且，正因中餐标准化较难，连锁化率较低，叠加传统餐饮企业一些财务规范问题，导致资本化相对不足，A股餐饮公司仅3-4家，港股餐饮公司20-30余家，近几年随着海底捞、九毛九等餐饮龙头上市后的良好表现后有所改善，但整体国内餐饮上市公司仍非常有限。

图 13：2010-2019 年餐饮收入及与社零总额增速比较



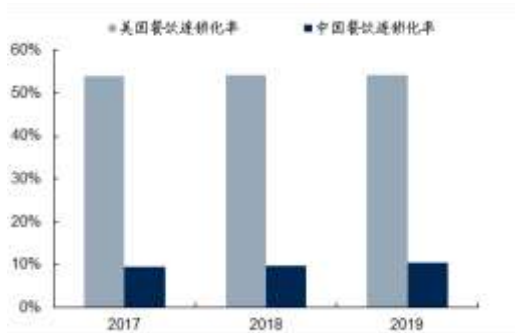
资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 14：中美餐饮业龙头集中度比较



资料来源：36Kr，中国饭店业协会，NRA 等，国信证券经济研究所整理

图 15：中美餐饮业龙头连锁化率比较



资料来源：Euromonitor 等，国信证券经济研究所整理

标准化突围：核心看赛道差异、中央厨房+供应链整合。美国餐饮以有限服务餐饮为主（占比 56%），且汉堡、披萨等主食产品相对易标准化，中餐以全面服务餐饮为主（占比 76%），且食材多元，烹饪要求复杂，标准化难度较大。其中火锅、休闲饮料标准化相对更容易，相应也更容易连锁扩张做大做强，其次为快餐等，而传统正餐难度较大，不过近年来日益发展的中央厨房技术，供应链平台整合以及物流的便捷，也有助于加速中餐整体的标准化进程。此外，近些年来，海底捞、西贝、呷哺呷哺等龙头企业不断加强供应链整合，保证上游食材品质可控，生产数据可追溯、物流管理高效，也不断拉开与普通企业之间的差距，其中海底捞供应链体系整合尤系其中翘楚。

治理与管理掣肘。国内餐饮企业系完全竞争+劳动密集型行业，盈利能力制约下普通从业人员往往薪酬不高。其中大多数系民营企业，家族背景下初期有利于利益捆绑，但发展到一定阶段后，如何协调内部创始人利益博弈，并引入现代

化管理体系也成为影响其做大做强的关键。以本土中餐龙头真功夫为例，真功夫立足快餐优质赛道，以“蒸”切入易标准化，先发优势突出，但此后由于创始人之间利益博弈不断，导致公司后续高速增长扩张相对受制，较为可惜。另一部分餐饮传统老字号，多为正餐+国企，激励相对不足影响其标准化探索和持续扩张做大动能。

表 7：国内餐饮企业治理掣肘说明

分类	公司治理制约因素	说明
餐饮国企	激励约束不足	扩张速度受制，主动标准化推进力度相对不足
餐饮民企	家族关系/联合创始人之间掣肘	1、容易用人唯亲，职业经理人文化较难推进，不利于留住人才 2、内部利益矛盾，共患难易共得利难

资料来源:搜狐新闻、餐饮内参等，国信证券经济研究所整理分析

品牌 IP 创造与管理边界。总体而言，中餐因口味多元，且随着经济发展，餐饮消费理念也不断迭代，带来国内餐饮企业生命周期受制，据美团 2018 年中国餐饮报告，国内餐饮平均生命周期短，近两年倒闭餐厅平均寿命 508 天，2017 年关店数是开店数的 91.6%。其中人均 50 元以下餐厅的关店率，远高于其他价位。鉴于此，品牌塑造变得尤为关键。近几年国内餐饮企业品牌塑造核心往往来自创新力，打造独特的餐饮品牌。比如海底捞以极致服务成为餐饮的独特 IP，太二打造独特“二”的调性等脱颖而出。但餐饮企业做大做强到一定程度后，创始人的理念格局、总部合伙人机制、各个分项是否项目制模式更好地理顺则决定企业能否走的更加长远。换言之，规模化盈利非常需要创新、创始人良好的格局以及强大的组织力支持。具体我们将在公司部分展开分析。

火锅优势赛道强龙头，空间广阔，后疫情时代龙头有望加速集中

中式餐饮百花齐放，火锅居首，且坪效和产值最优。根据弗若斯特沙利文的市场报告，以 2017 年收入计算，火锅占据了 13.7%的市场份额，为第一大中餐细分赛道。参考弗若斯特沙利文数据，2019 年国内火锅市场规模估算 5000 亿元+，2017-2019 年均增长 10%，保持稳定增长。此外，参考中国饭店业协会 2019 年的报告，火锅无论是餐厅坪效（1.98 万元）还是每个餐位营收（7.28 万元）均为餐饮行业最高，经营效益相当可观。

图 16：百花齐放，火锅在中式餐饮业市占率第一（2017 年）



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

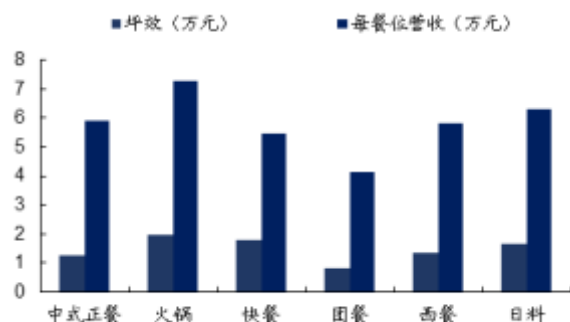
图 17：火锅赛道空间广阔，2019 年市场空间 5000 亿+



资料来源：中国饭店协会、国信证券经济研究所整理

火锅赛道优势：无烹饪、易标准、食材广、成瘾性、强社交。中餐门类繁多，但结合前文分析，其烹饪食材等相对复杂，标准化程度较低也是制约中餐龙头做大做强的核心原因。但其中，对比其他赛道，火锅赛道因烹饪过程简单（半自助模式，锅底则易标准化量产）、食材包容度高、有一定成瘾性，社交属性强、适用场合多元化，更容易实现快速复制扩张，成为中餐最亮眼的赛道。

图 18: 餐饮各品类效益均值



资料来源: 中国饭店协会、国信证券经济研究所整理

图 19: 火锅赛道特点优势突出



资料来源: 中国饭店协会、国信证券经济研究所整理

火锅进入门槛较低, 竞争激烈, 行业集中度低。同时, 火锅行业进入门槛低, 竞争激烈, 集中度低, 竞争格局高度分散, 2018 年全国火锅店近 35 万家, CR5 仅为 7.2%。其中, 海底捞市场份额为 3.4%, 位于行业第一 (2019 年估算海底捞份额约 4.8%), 且远高于其他品牌; 呷哺呷哺、德庄市场份额均为 1.0%。大行业低集中度为行业龙头加速成长提供了良好空间。随着消费者对环境、菜品品质等要求提升, 火锅龙头品牌 IP 日益凸显, 未来日益有望向品牌集中。

图 20: 火锅赛道的行业集中度仍较低



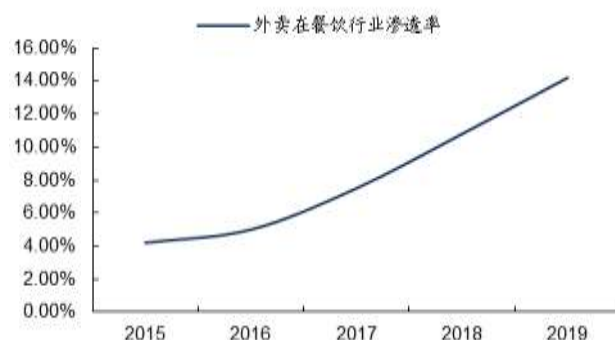
资料来源: 各公司公告, 艾媒咨询等以及新浪、搜狐等媒体报道, 国信证券经济研究所整理汇总

综合来看, 火锅赛道之所以能成为中国首个千亿市值餐饮牛股诞生地, 本身与火锅本身 5000 亿+营业额是中餐第一大细分赛道有关, 且半自助模式有效规避了中餐的标准化问题, 其中龙头海底捞又通过服务等形成了自身的核心特色。

疫情之下, 国内餐饮危+机并存, 龙头有望逆势崛起, 火锅黏性凸显

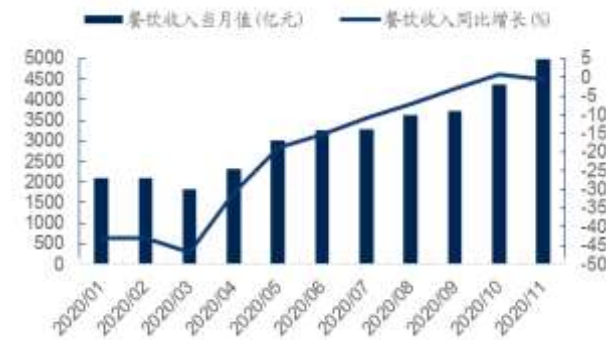
疫情发生当下国内餐饮阶段重创, 但 4 月后逐步开始进入恢复通道。2020 年 1 月新冠肺炎疫情爆发, 国内餐饮业全面重创, 许多餐厅被迫关闭线下门店, 加码外卖业务, 2、3 月餐饮行业收入同比下降 40%+。随着国内疫情得到有效控制和严控境外输入病例的背景下, 餐饮业进入回暖通道, 4 月和 5 月国内餐饮收入分别恢复至去年同期的 70.3% 和 83.0%, 9 月已恢复至去年同期收入的 99%, 餐饮业收入环比持续改善。用户层面, 据艾瑞咨询 2020 年中国 95 后外出餐饮习惯研究报告, 疫情结束后 3 个月后, 多数消费恢复至去年同期 85% 以上水平。

图 21: 国内餐饮外卖占比逐步提升



资料来源: 智妍咨询、国信证券经济研究所整理

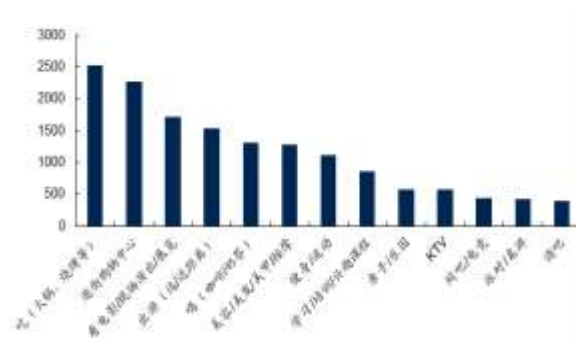
图 22: 2020 年以来国内餐饮收入逐月变化情况



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理
注: 2 月数为 1-2 月累计餐饮收入的 50% 计算

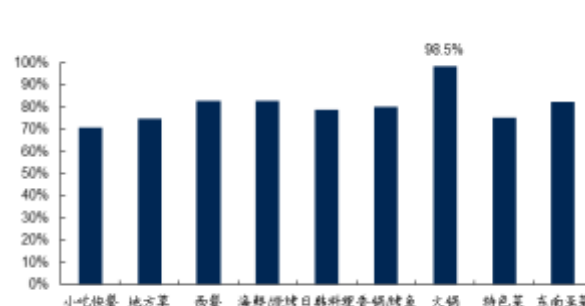
各赛道 PK: 疫情下火锅赛道凸显黏性。 受益于其口味的成瘾性和强社交属性, 火锅成为疫情后线下餐饮消费的首选, 在行业率先复苏。在疫情居民长期居家隔离的背景下, 火锅因重油/重辣/重麻口味给人的感官刺激、以及自由涮煮的高互动性用餐方式, 成为疫情后线下消费的首选。根据华兴资本调研报告, 社交属性高、重口味且不易居家制作的火锅和烧烤成为疫情后线下消费活动的首选。此外, 美团研究院的餐饮商家复工调研数据显示, 截至 3 月 18 日, 火锅品类复工率已达 98.5%, 远超餐饮行业平均复工率 72.5%, 成为餐饮行业中恢复最快的品类, 展现了火锅的强大市场基础。随着国内疫情基本得到控制, 火锅有望持续受益于大众的回补性消费, 加速恢复至正常经营水平。

图 23: 疫情后最想选择的 5 个线下消费活动排名



资料来源: 华兴资本、国信证券经济研究所整理
注: 按照排序 1-5 分别给与 5-1 的分值, 汇总得到各品类总分数

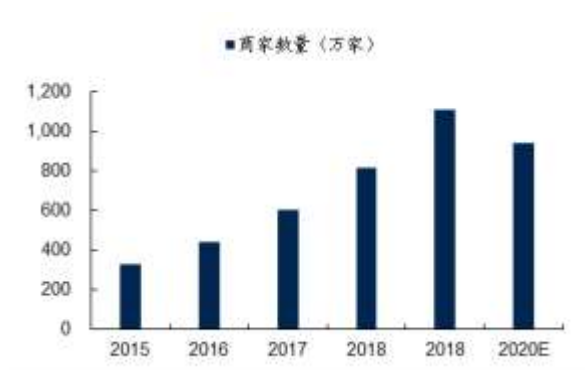
图 24: 截止 3 月 18 日各品类餐饮商家的复工率



资料来源: 美团研究院、国信证券经济研究所整理

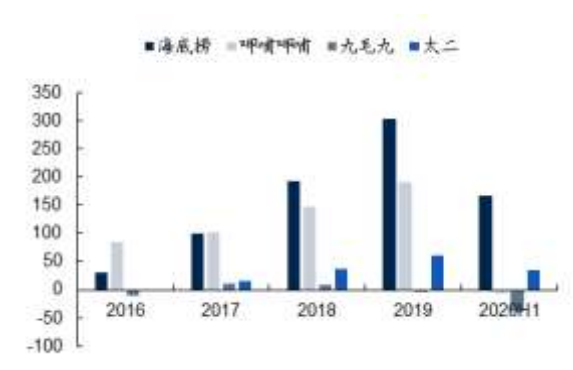
疫情催化互联网+餐饮融合, 外卖业务多渠道蓬勃发展。 疫情下无接触用餐属性推动餐饮企业加速智能化发展: 线上点单系统、传菜机器人、厨房管理系统等进一步优化升级。海底捞疫情期间推出的无接触外卖服务, 并研发推出半成品菜品, 推动外卖业务收入同比增长 124%。太二酸菜鱼也突破以往思维推出外卖业务。并且, 外卖业务自身高坪效属性, 加上疫情期间消费者点外卖习惯养成, 也有助于疫情后该项业务的持续发展。

图 25: 2020 年国内餐饮家数预计明显下降



资料来源: 中国饭店协会, 艾媒数据、国信证券经济研究所整理

图 26: 国内餐饮龙头净开店情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

疫情促进餐饮业加速洗牌, 部分龙头有望逆势扩张, 加速展店。疫情下国内餐饮直接承压, 参考企查查数据, 2020 年 1-2 月, 国内餐饮业注销企业达到 1.3 万家。据 2020 年 5 月艾媒咨询报告, 受到新冠疫情冲击, 2020 年餐饮商家预计从 1107.5 万家降至 941.4 万家 (此前 2015-2019 年一直呈现上升趋势)。总体来看, 疫情下餐饮企业承压明显, 现金流压力以及租金、人工等刚性支出导致中小餐饮洗牌明显。

优秀餐饮龙头顺风前行, 积极逆势扩张。疫情下餐饮企业承压, 连锁餐饮龙头也受到不同程度的影响。具体来看, 海底捞、九毛九均自 1 月 26 日起关闭全部餐厅, 呷哺呷哺也关闭了武汉地区的餐厅, 各家龙头虽开放外卖业务缓冲停业影响, 但 2020H1 海底捞、九毛九、呷哺呷哺业绩同比下滑 206%/193%/255%, 经营压力仍显著。但是, Q2 逐步恢复营业后, 龙头相对也较快复苏。根据智通财经报道, 九毛九太二餐厅 3 月 18 日起门店逐步复业, 4 月中下旬堂食加外卖收入已恢复至 90%-95%, 5 月-6 月同店营收则能达到 105%-107% 左右。此外, 5 月海底捞翻台率预计也恢复 80% 左右, 均明显好于行业。而颐海国际疫情之初工厂曾短时间停业, 但后续复工较快以及居家隔离、自热火锅单品热卖, 经营受疫情影响相对有限。

表 8: 港股上市餐饮企业疫情下复工进度

公司	复工节奏
海底捞	1 月 26 日起全部门店关闭, 2 月 15 日恢复外卖业务, 3 月 12 日堂食陆续恢复 (首批 85 家门店), 截至 4 月底全国除部分区域外 95% 门店复工
呷哺呷哺	疫情期间对湖北区域城市门店进行闭店安排, 自 3 月开始, 呷哺呷哺也在各地陆续开启正式复工
九毛九	1 月 26 日起全部门店关闭, 2 月 24 日太二开启外卖业务, 3 月 18 日堂食陆续恢复, 3 月底时太二门店翻座率已逐步恢复开始接近此前水平。
颐海国际	关联方业务 (海底捞门店停业) 预计会受疫情影响, 第三方业务 (2C 为主) 火锅底料及中式复合调味料表现亮眼

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与此同时, 龙头依托资金优势等, 加之疫情特殊背景下的租金谈判优势+购物中心部分餐饮退出带来闲置物业资源增加, 其强势品牌依然保持较快扩张步伐。以海底捞为例, 其 2020 年上半年逆势展店 173 家, 净开店 167 家, 全年开店预计有望提速, 表现尤为突出。并且, 疫情后消费者对用餐的安全和卫生有了更高的诉求, 海底捞作为国内餐饮第一大龙头, 有望凭借强大品牌和良好口碑获得消费者信任, 进一步打开市场。

公司概况：中式餐饮龙头翘楚，火锅 NO.1

公司概况：中式餐饮龙头，中式火锅 NO.1

海底捞系全球领先、快速成长的中式餐饮领军集团，主打中高端火锅品类。公司成立于 1994 年，20 多年来，公司一是依托“极致服务”在餐饮领域错位竞争（此前餐饮更多是口味 PK）打造强餐饮 IP，二是师徒管理制模式全面激发员工潜力，三是餐饮+供应链协同发展，成为目前国内中式餐饮的佼佼者，中式火锅排名第一，2019 年餐饮百强中排名第三，仅次于百胜、麦当劳之后。

表 9：2017 年海底捞收入规模和客流量均为火锅行业第一

排名	火锅品牌	2017 年收入规模（亿元）	2017 年收入同比增速	市场份额	门店数量	客流量（万人次/年）	翻台率	客单价（元）
1	海底捞	97	34.4%	2.2%	254	10260	5	94.6
2	刘一手	39	18.2%	0.9%	440	7000	3	60
3	呷哺呷哺	36	28.6%	0.8%	760	7400	4	50
4	朝天门	34	13.3%	0.8%	550	4100	3	80
5	重庆德庄	33	26.9%	0.8%	560	3700	2	90

资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

2019 年全年，公司服务客户达 2.44 亿人次，会员达到 5,473 万人，客流基础庞大。截至 2020 年 6 月底，公司在全球运营 935 家门店，其中中国内地门店 868 家，另外 67 家分布于中国香港、中国台湾、新加坡、韩国、日本、美国。

图 27：海底捞国内门店布局



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 28：海底捞海外门店布局



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

发展历程：服务树 IP，错位竞争脱颖而出

从发展来看，海底捞成立至今经历了三大发展阶段。

1) **创业期（1994-2009 年）**：1994 年，公司在四川简阳创办海底捞火锅起家，但四川火锅竞争激烈，单靠口味较难取胜，张勇等通过良好的服务，积累了较好的口碑，并以此 1999 年尝试首次扩张至西安，2003 年即开启员工奖励计划与员工共谋发展，此后相继在郑州、北京、上海、天津、南京等地开设门店。

2) **管理模式创新及异地持续扩张（2010-2016 年）**：公司通过师徒制培养人才和孵化新店铺，2011 年探索阿米巴管理模式，成立蜀海供应链和微海咨询为门店扩张提供支持，异地扩张模式成熟。同时 2012 年开始进军海外陆续在新加坡、美国、韩国等国家开设分店，全球门店数量由 2011 年的 40 余家到 2014 年突破 100 家，此后不断提升。此外，2010 年，公司系国内首家推出火锅外卖服务的连锁品牌，拓宽了火锅的消费场景。

3) 加速扩张期 (2017 年至今): 海底捞依托多年积累的供应链体系、阿米巴管理模式下人才积累, 以服务创品牌树立的 IP 效应, 加快在一二线城市的门店加密和在三线及以下城市的布局。同时, 2018 年 9 月海底捞赴港上市获 75.6 亿港元的融资, 有效为门店扩展提供资金支持, 全球门店数量由 2016 年的 176 家迅速扩张到 2019 年 768 家, 门店年均增率 63.4%, 其中国内 716 家, 覆盖全国 132 个城市, 而海外门店数量达 52 家, 覆盖 14 个国家及地区。

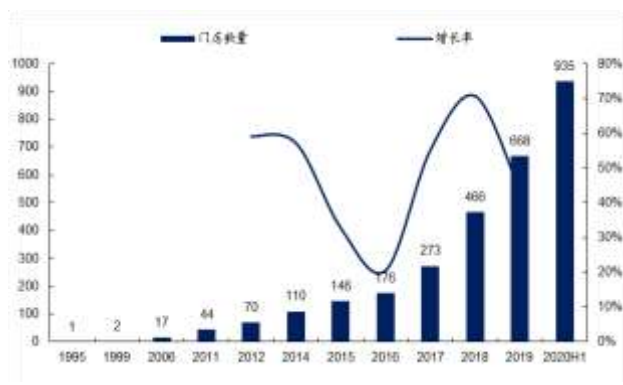
表 10: 海底捞发展历程

发展阶段	年份	事件
早期创业期 (1994-2009 年) 单店创业+开启异地扩张 探索连锁直营模式, 确保品质 探索员工奖励等	1994 年	海底捞四川简阳成立
	1999 年	首家海底捞分店西安开业
	2002 年	西安 2 店, 并在郑州开设门店
	2003 年	开启员工奖励计划
	2004 年	北京开设首家门店
	2006 年	四川生产基地投产, 上海开设首家门店
	2007 年	获 HACCP 质量管理体系认证
	2008 年	中国烹饪协会授予“中华名火锅”称号
管理模式探索及异地持续扩张期 (2010-2016 年) 探索外卖、阿米巴管理模式等持续创新 海外扩张	2010 年	海底捞开展外卖业务
	2011 年	探索阿米巴管理模式, 国内餐饮百强中排名 20 位, 成立蜀海供应链等
	2012 年	海底捞首家海外门店在新加坡开业
	2013 年	在美国开设首家分店
	2014 年	在韩国开设首家分店
	2015 年	海底捞门店数量突破 100 家
	2015 年	成立微海咨询公司
	2016 年	海底捞拓宽外卖订购途径, 外卖上线第三方业务平台; 开始销售自热火锅
门店加速扩张期 (2017 年至今) 赴港上市+规模化运营+业态拓展	2017 年	2017 年开始门店扩张速度加快, 截至 2019 年底在全球有 768 家门店
	2018 年	2018 年 9 月, 海底捞赴港上市 第一家智慧餐厅在北京中骏·世界城开业 年接待客流量突破 2 亿人次 收购冒菜品牌“优品优”等
	2019 年	

资料来源: 公司公告、百度百科等, 国信证券经济研究所整理

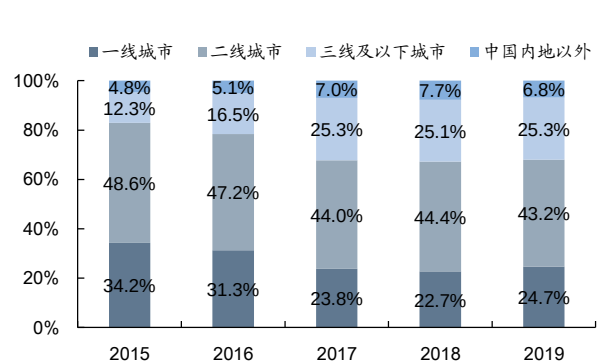
综合来看, 1995-2019 年, 海底捞门店扩张情况如下图所示。

图 29: 海底捞各线城市及海外门店数量



资料来源: 公司公告、百度百科, 亿欧咨询等, 国信证券经济研究所整理

图 30: 海底捞各线城市及海外门店比例



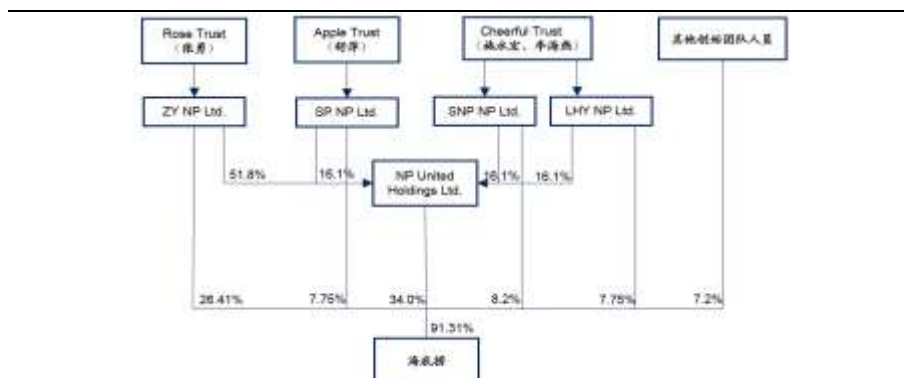
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构: 核心管理权集中, 家族背景但理念先进

海底捞: 家族背景但较好实现了股权和管理权集中。海底捞最初由张勇、舒萍夫妇, 施永宏、李海燕夫妇联合创立, 四人各持股 25%, 但此后发展中逐步聚焦由张勇主导, 舒萍、李海燕等先后退出公司经营, 甚至 2007 年施永宏夫妇 18% 的股权直接转让给张勇, 较为顺利实现了公司股权集中和管理权的集中。截至 2020 年中报, 张勇夫妇直接间接合计持有海底捞 68.16% 股权, 施永宏夫

妇合计持有海底捞 15.95%股权。以杨利娟为首的其他创始团队人员合计持有海底捞 7.2%股权。并且，通过控股创始股东全部持股的静远投资公司和自己直接持股，张勇本人持股比例超过 50%，将公司控制权牢握手中，从而使公司股权高度集中，统筹决策高效。

图 31：海底捞股权结构（截至 2020 年中报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

实控人张勇洞察人性，以服务错位竞争，在中餐独创阿米巴管理模式助成长。海底捞创始人张勇虽出身草根，但本身颇具前瞻眼光，早年以服务错位竞争在激烈的四川火锅竞争中求生并扩张成长。此后，张勇积极探索公司现代化管理之路。此时国内餐饮现代化管理更多是引入麦当劳等国际餐饮龙头标准化管理模式，更侧重降低对普通员工的依赖，提升经营效率，但对于侧重服务为特色的海底捞，如何更好地人员激励变得更为重要，直接照搬类似标准化管理可能并不适合。张勇经过多方面考虑，2010 年，首创在中式餐饮引入阿米巴经营模式，对公司内部人员体系和组织结构体系进行调整，不仅在门店层面实现阿米巴模式，各门店独立，且依托独特设计的激励方式最大限度激发员工主观能动性，不断强化其服务特色；同时在其运营体系上也实现阿米巴模式，独立核算，使其不仅仅成为火锅龙头，更成为有利的火锅平台公司集群，助力成长，具体我们将在公司分析部分详细展开。

表 11：海底捞试行阿米巴经营模式：在人才培养和内部组织上进行创新变革

分类	特点	说明
人才体系	薪酬制度——师徒制下有效激励	普通员工计件工资，激励到位，整体人工薪酬水平高于行业平均水平 10%+ 店长工资=自身餐厅利润的 2.8%，或自身餐厅利润的 0.4%+携带餐厅利润的 3.1%+次级餐厅利润的 1.5% 门店 A/B/C 级考核，A 级店长可展店
内部组织	扁平化：门店独立、内部职能部门独立核算	从单一火锅店发展成火锅平台公司，孵化了火锅底料（颐海）、供应链（蜀海）、工程、咨询等众多公司

资料来源：腾讯财经、长江商学院、中欧商学院、搜狐等，国信证券经济研究所整理

启动接班人计划，为期 10-15 年，慎选接班人助力海底捞未来长期成长。2020 年 4 月 27 日，海底捞发布“领导人才选拔计划”的公告，称在未来 10-15 年，将强化行之有效的内部晋升机制，为公司高级管理团队的远期退休计划来“提前进行人才储备和锻炼”。海底捞创始人张勇在声明中称，除施永宏、苟轶群、杨小丽以外的所有员工都有机会参与领导者接班计划，并表示自己将在十至十五年后退休。客观而言，国内民企经历了优秀的第一代创始人打拼后，往往都会面临接班人之困。在这种背景下，我们认为海底捞较早启动接班人计划一是将内部晋升机制进一步打通，同时也是为了更好地过度，包括利用其既有平台积极尝试孵化新品牌，通过较长时间各种试炼寻找更合适的接班人。当然最终结果仍待观察，毕竟现阶段而言张勇对海底捞的发展影响仍非常关键。

2020 年创始团队略有减持，预计与大股东个人资金需求等因素相关。2020 年

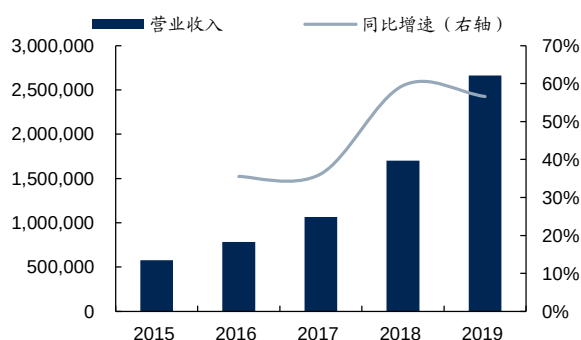
5月6日，海底捞股东 SP NP Ltd.及 LHY NP Ltd.拟以每股 33.2 港元的价格合计配售 4700 万股股份，占公司已发行股本 0.89%，涉及总金额达 15.6 亿港元。配售计划于 2020 年 5 月 11 日上午 9 时完成。配售完成后，张勇舒萍夫妇总持股由约 57.67%降为约 57.23%（考虑其通过 NP 间接持股海底捞并按其对 NP 持股比例估算），仍系公司控股股东。施永宏李海燕夫妇持股比例则估算由约 27.34%降至约 26.90%。公司表示，本次减持主要系大股东个人在社会公益事业等方面，也有一些资金上的计划和安排。同时此次股东配售对增加海底捞在资本市场的流动性能够产生一定的作用，但配售的总量小，不代表公司基本面的变化。

快速扩张分析：厚积薄发，2017-2019 年实现高质量的快速扩张

经营概况：收入和盈利规模居中餐首位，上市以来高基数仍持续高增长

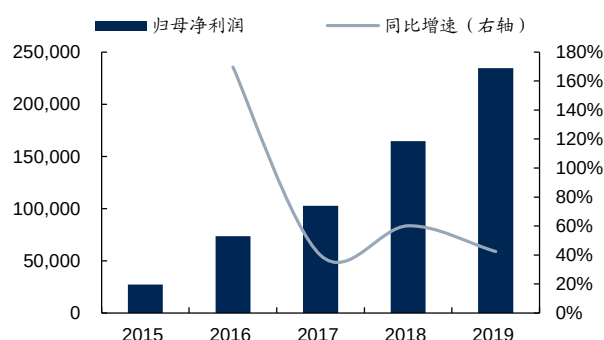
2015-2019 年，在门店高速扩张战略下，海底捞实现了 5 年内收入翻 5 倍、利润翻 9 倍的跨越式增长，可谓是中式餐饮绝对典范。公司在 2018 年上市以后，继续保持门店扩张战略，2019 年实现收入 266.2 亿元，同比 56.6%，实现归母净利润 23.4 亿元，同比 42.4%，在高基数的基础上展现了强劲增长动力。

图 32：海底捞近五年营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33：海底捞近五年归母净利润

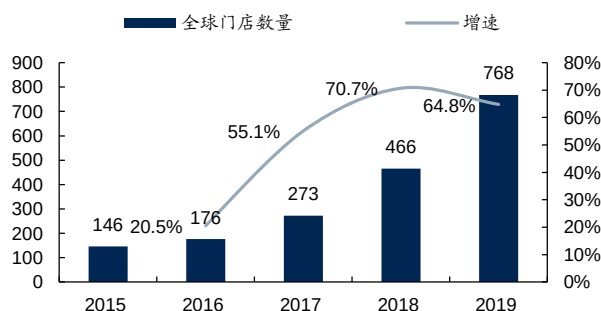


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

门店：2017 年展店加速，在加密一二线城市的基础上，向三线及以下城市下沉

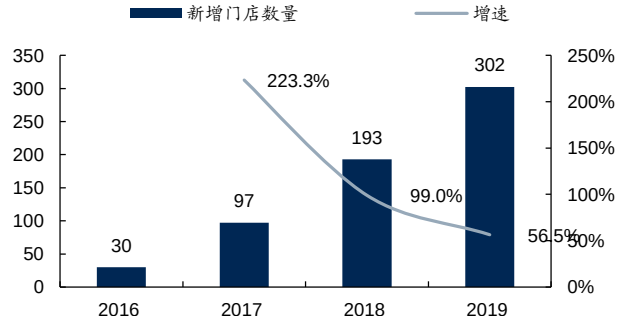
经过 20 多年的扩张，2016 年海底捞已开 176 家门店，全国性布局初具规模，2017 年开始加速门店扩张，当年新开门店 97 家，较 2016 年新开店数增长 223.3%；2018/19 年总门店净增各 70.7%/64.8%，2019 年底全球门店数量达到 768 家，整体保持靓丽的高速增长。

图 34：海底捞门店数量及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

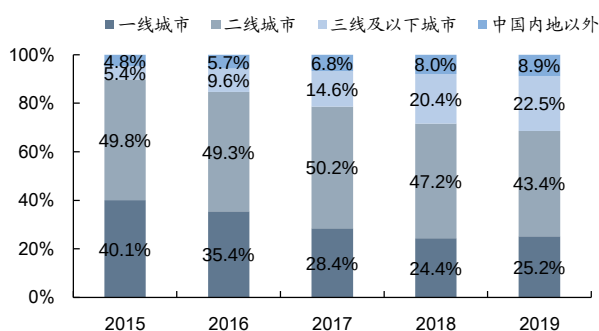
图 35：海底捞新增门店数量及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

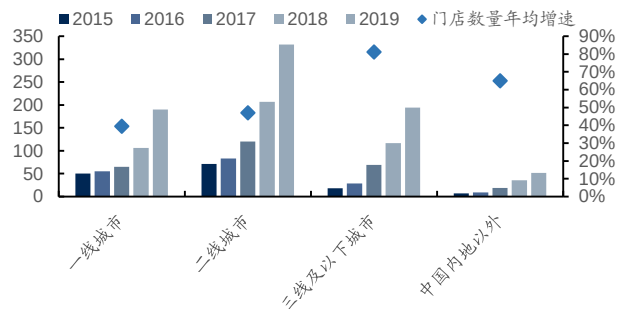
在加密一二线城市的基础上，积极推动三线及以下城市下沉。海底捞定位中高端消费客群，早期门店以一二线城市为主。截至 2016 年底，一二线城市门店数量占比 78.6%，营收贡献高达 84.7%。2017 年，海底捞不仅加强其一二线扩张，同时也开始加速三线及以下城市下沉。经过近三年的迅速扩张，三线及以下城市门店数量由 2016 年 29 家增长到 2019 年的 194 家，占公司全部门店数量比例 25.3%，贡献收入比例迅速提升至 22.5%。2016-2019 年三线及以下城市门店数量年均 CAGR 达 81.2%，位居第一，远高于一线城市和二线城市的 39.6% 和 47.1%。

图 36: 海底捞各线城市收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 近几年，海底捞三线及以下城市门店增长相对最快



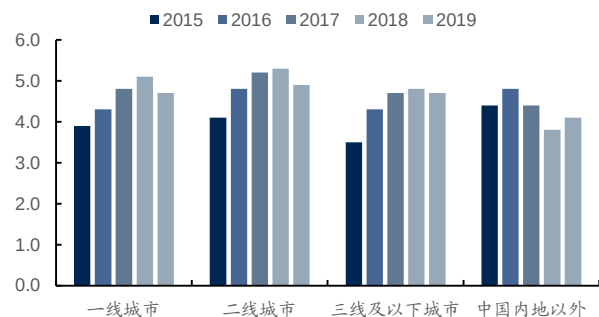
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

翻台率：快速扩张下总体仍处于高位，一二线城市 19 年略微下降

海底捞：2019 年翻台率 4.8 次/天，仍位于行业的高水平。海底捞依托极致服务形成的 IP，提升客户就餐、等候意愿，加之 24 小时营业时间，使其翻台率处于行业高位。2015-2019 年，公司翻台率各自为 4、4.5、5、5、4.8 次，近三年基本 5 次左右，非常可观。

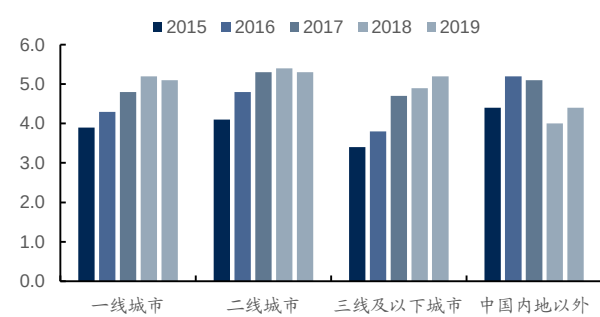
其中，公司 2019 年翻台率 4.8 次/天，较 2018 年略下降 0.2 次/天，主要系一二线城市新开店扩张后翻台率略微下降影响。具体来看，公司一线和二线城市门店 2019 年翻台率分别为 4.7/4.9 次/天，较 2018 年 5.1/5.3 次/天均下降 0.4 次/天，但二者 2019 年同店年翻台率分别为 5.1/5.3 次/天，较 2018 年 5.2/5.4 次/天均只下降 0.1 次/天。与之相比，三线及以下城市 2015-19 年翻台率分别为 3.5/4.3/4.7/4.8/4.7 年，呈现快速上升并企稳的趋势。

图 38: 海底捞所有各线城市所有门店翻台率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 39: 海底捞各线城市同店翻台率

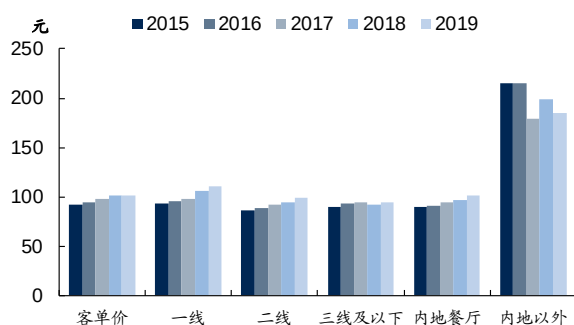


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 同店：截止报告日期已经开始运营且运营时间超过 300 天的门店

客单价：内地稳定提升，一二线相对突出

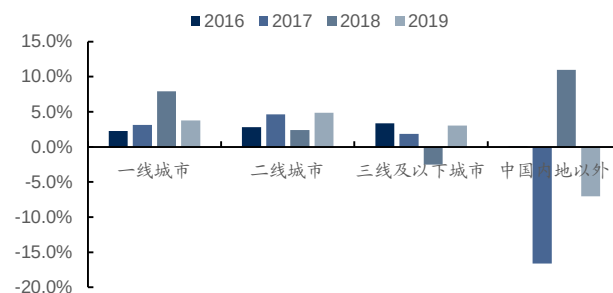
2015-2019 年，海底捞内地城市餐厅客单价稳定提升，每年同比增长 2-4%，2019 年增长 4%。其中一、二线城市 2019 年客单价 110.1 和 99.4 元，较 2018 年的 106.1 和 94.8 元分别提升 3.8%和 4.9%；三线及以下 2019 年客单价 94.9 元，较 2018 年 92.1 元提升 3.0%。而海底捞内地以外门店客单价则呈下行趋势，与各地差异有关。

图 40：海底捞所有各线城市客单价



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 41：海底捞各线城市客单价涨跌幅



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同店增长：近两年高基数下逐步趋于平稳

从同店数据来看，海底捞 2016-2017 年同店销售额实现高增长，同比增长在 14% 左右，2018-2019 年随着基数提高，同店销售额增速逐步降至个位数增长，分别增长 6.20%、1.60%，2019 年主要与一二线城市的同店增长略微放缓有关，但整体仍然实现正增长。

图 42：海底捞餐厅同店表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看，在 2017-2019 年高速扩张的同时，公司翻台率在高基数下基本维持稳定，客单价尤其内地餐厅客单价稳定略有提升，高速扩张较有支撑，故下一章我们将重点分析支撑其高效高速扩张的原因。

核心看点：服务 IP 强化格局，阿米巴管理优化质地

完全竞争格局下，另辟蹊径极致服务立 IP，打造不一样的海底捞

服务立 IP，另辟蹊径大致不一样的海底捞。结合前文分析，国内餐饮行业完全竞争，且中餐口味多元，消费变迁下不断迭代，导致餐饮品牌生命周期压力。但是，海底捞以服务立 IP，在传统口味称雄的餐饮行业另辟蹊径谋成长，尤其最初从北方市场错位发力（此前南方北方餐饮服务特点上有所差异，尤其早年不少餐饮企业服务诟病颇多），相比其他餐饮企业特征鲜明，通过“人类已经不能阻止海底捞了”等系列消费者口碑宣传，将其极致服务的特色深入人心。并且，海底捞始终坚持直营为主，全方位的员工激励体系下激发员工主动服务热情（充分授权，且为员工各种服务计费），使服务这一带有非常主观和个性化的行为，可以在海底捞各个门店的极致服务得以广泛推行。

根据中国饭店协会每年发布的火锅品牌排名中，2015-2019 年海底捞连续五年荣登榜首，彰显了海底捞强大的品牌影响力，成为中国火锅的第一大品牌。

表 12：海底捞连续五年上榜火锅第一大品牌

排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	海底捞	海底捞	海底捞	海底捞	海底捞
2	黄记煌	黄记煌	黄记煌	呷哺呷哺	呷哺呷哺
3	小尾羊	小尾羊	小尾羊	小龙坎	香天下
4	德庄	德庄	呷哺呷哺	黄记煌	重庆德庄
5	澳门豆捞	刘一手	重庆德庄	重庆德庄	刘一手

资料来源：中国饭店协会、国信证券经济研究所整理

但是，极致服务的背后，需要相应的管理体制支撑。目前来看，国内餐饮企业引入现代化管理，一是借助技术更新中央厨房等技术应用，二是借鉴国外麦当劳等餐饮巨无霸的经验，通过标准化分解，流程梳理，实现各个环节各个岗位的流水线作业，在人员流动率较高的行业努力实现经营稳定、出品可控并持续优化人工成本。但上述标准化管理模式对于以人为本，极致服务树 IP 的海底捞则未见得完全合适。具体来看，海底捞另辟蹊径，创新地将阿米巴管理模式在餐饮企业实践，在这个劳动密集型行业最大释放人的潜能，成就不一样的海底捞，具体我们将从员工体系、运营管理、平台支撑等几个维度全面分析。

员工体系：激励全面，福利充分，晋升清晰，储备人才

在服务为特色的情况下，海底捞强调以人为本，以“双手改变命运”的愿景、高于行业的薪酬水平和充分的人文关怀全面调动员工积极性。如下图所示，海底捞员工薪酬激励体系全面，假期福利等充分，晋升通道清晰，并且对员工充分授权（员工可决定是否免单等，充分尊重员工），有效实现“连住利益，锁住管理”，在餐饮同行中独树一帜。

普通员工计件模式连住利益，激励服务。普通员工工资=基本工资+级别工资+奖金+工龄工资+分红+加班工资+其他-员工基金，核心是计件工资制，将员工对客户的服务转化成计件薪酬。如服务员此前 1 个人负责 3 张桌子，固定薪酬（60-70%），转化为 3 个服务员看 10 张桌子，计件激励，积极性大有不同。综合来看，海底捞通过计件模式连住利益有效激励员工，将其服务特色最大化。

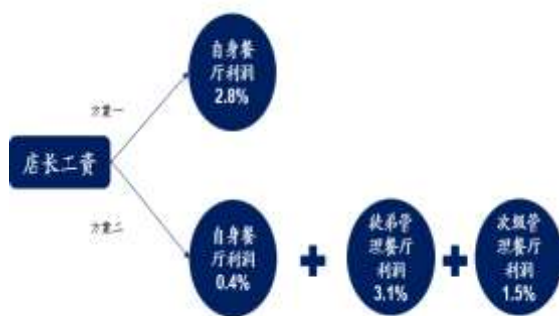
图 43: 海底捞员工薪酬激励

总工资=基本工资+绩效工资+奖金+工龄工资+分红+加班工资+其他-员工基金				作用
基本工资		-		鼓励员工全勤
浮动工资	绩效工资	一級員工+60元 二級員工+40元 普通員工不變 新員工沒有級別工資		鼓勵員工做更高或更高难度的工作
		先進員工、標兵員工獎勵80元/月 勞模員工280元/月 功勳員工500元/月		鼓勵員工做更高的工作標準
	分紅	一級員工以上才可以分紅 分紅金額為当月分店純利潤的3.5%		公司整體業績和員工個人收入掛鉤
	其他	父母補貼（200、400或600，幫助寄回老家父母處） 運費（10-500元/月）		让员工父母鼓勵員工好好工作 運費：鼓勵員工多和客户溝通
	員工基金	在每月工資中扣20元，扣滿一年為止		-
工龄工資		每月40元，逐年遞加		鼓勵員工持續留在企業工作
其他福利	員工宿舍	與门店距離20分鐘步行路程以內，多為小區或公寓的兩、三居室，配套設施齊全		
	假期	所有店員享有每年12天的學齡年假，公司提供回家的往返車票。工作一年以上的員工可以享受場假及相关待遇；工作满3个月以上的員工可以享受父母養老及補助；工作3年以上的員工可以享受產假及相关補助。		
	股票	給優秀員工配股		

资料来源：掌上薪酬、红餐网、搜狐网、《海底捞你学不会》、《海底捞内部讲话(关键时张勇说了什么)》等，国信证券经济研究所整理

店长工资设计助力人才链变。公司将中式餐饮传统的师徒制与现代激励有效结合，设计利他主义，绑定了店长与公司的利益，使师傅能充分分享到徒弟店的经营成果，加速公司管理人才培养，助力公司快速扩张。具体来看，店长工资设计独特，可以等于自身餐厅利润的 2.8%，或自身餐厅利润的 0.4%+携带餐厅利润的 3.1%+次级餐厅利润的 1.5%，从而可以激励店长有效以老带新，将避免“教会徒弟、饿死师傅”的弊端。

图 44: 店长工资设计独特, 师徒捆绑共同做大



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 45: 海底捞店长的晋升路线



资料来源：蛋解创业、海底捞店长日记等、国信证券经济研究所整理

晋升方面：多条路径，晋升清晰，有升有降，全面调动员工积极性。海底捞拥有管理+技术+后勤等三条晋升路径，鼓励双手改变命运，不同的人只要愿意足够努力可以找到适合自己的岗位。结合海底捞最新的接班人计划，其创始人也明确表示未来公司接班人也从自身员工中选拔，给予员工充分的成长空间。从海底捞最核心的店长来看，其首先要成为最优秀的服务员，然后进入内部人才培训，担任至少 10 个以上的职务包括大堂经理，并经过海底捞大学培训，最终成为储备店长。整个店长培训过程中最快一年出头，但这样筛选的人才往往高度认可海底捞文化并且过五关斩六将能力突出方能担任。并且，海底捞的升迁淘汰体系中有两点非常重要：一是升迁并不能越级升迁，只能逐级上升；二是降级可以越级降，从而能时刻保持鞭策，全面调动员工积极性。

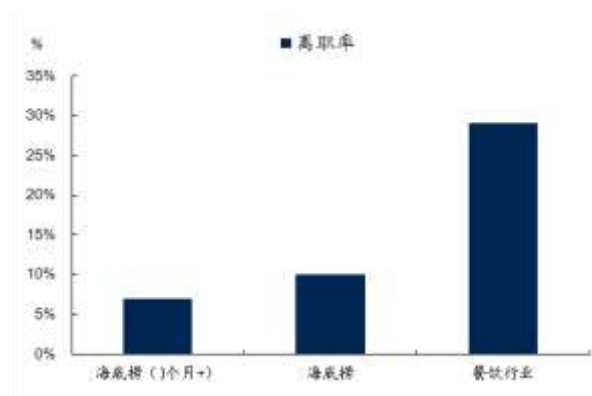
图 46：海底捞员工晋升通道——管理技术后勤三条路径，成长路径清晰



资料来源：掌上薪酬、红餐网、《海底捞你学不会》、《海底捞内部讲话(关键时张勇说了什么)》等，国信证券经济研究所整理

因此，海底捞虽然系餐饮劳动密集型行业，但离职率 10% 却明显低于同行。员工忠诚度较高，不仅有助于各层次员工积累，形成梯队，还可以有效筛选和储备管理人才，解决餐饮企业高速扩张的重要痛点，加速扩张。其中，海底捞通过 1994-2016 年长达 22 年的摸索，管理、人员打磨充分，积累了充分的人才储备，2018 年上市时总人工 5 万名左右，其中储备店长 200+ 名（此时门店 320 家，但 2017 年新开 98 家），从而为其随后的高速扩张提供了有力的人才支撑。

图 47：海底捞员工离职率远低于同行



资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

图 48：人工薪酬占比高于同行



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

当然，受此影响，海底捞的人工薪酬占比以及员工平均薪酬等也明显超出同行，2017 年，海底捞的员工人均成本是 6.2 万元，是全国餐饮服务和酒店行业平均年薪的 1.68 倍，但依托大店模式，较高客单价和较高翻台坪效有支撑，加之其强服务特色品牌 IP 带来的租金等谈判优势，整体盈利能力仍可控。

管理模式：阿米巴管理与“师徒制+抱团制”结合，塑造强大的门店体系

从组织结构来看，结合前文分析，2011 年海底捞引入阿米巴经营模式，将公司分割成多个“阿米巴”组织，每个组织都构成一个独立的利润中心，并进行扁平化的放权管理，这其中既包括各类餐饮经营门店，也包括其后台支持部门。

师徒制+抱团制下的强门店体系。公司每个门店都是一个独立的利润中心，由教练进行全方位考核。同时，存在师徒关系的门店往往成为一个抱团小组（一般包括 5-16 家餐厅），由其中能力最强的店长担任组长，彼此因共处一个区域，

相互共享信息资源，共同成长。

图 49：海底捞的扁平化门店管理结构



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

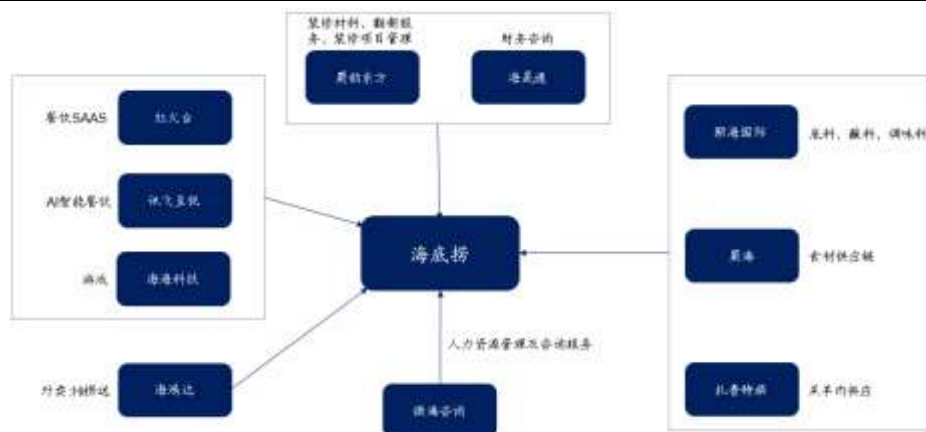
其中，公司并不直接考核门店的业绩，而是**考核顾客满意度和员工努力程度**。店长升降与业绩并不直接相关，但薪酬和利润有关。门店的考核分成 ABC 三级，与师徒制相结合，直接“连住利益”。只有 A 级店长及其徒弟可优先开店，B 级则是维持，C 级不仅无法开新店，还会收到整改通报，其店长可能被降级，甚至师父店也受影响，类似连坐模式，避免内部任人唯亲，而是能力核心，共同进退。具体来看，A 级店的店长有资格当师父，师父自己选择徒弟，公司不干涉人选，但对“家族”人数限制为 5~12 人，并且教练组会设置对徒弟的考试。

平台支撑：阿米巴模式下孕育强大的供应链平台

阿米巴模式下，形成强大的供应链平台。海底捞内部职能部门也独立核算，通过各单位的链变形成强有力门店业务单位，进而成功孵化了颐海国际（火锅底料、调味品、自热火锅等）、蜀海（食材供应链、中央厨房、仓储物流等）、蜀韵东方（装修工程）、微海咨询（人员招聘培训）、海晟通（财务咨询）、海鸿达（Hi 捞送，外卖）、海广告等众多公司，不仅可以对内服务，依托内部海底捞不断做大的餐厅规模成长，同时由于独立核算和市场化考核，对外服务，也倒逼其本身成长，很多也成为各自领域的优秀龙头，甚至有自身独立上市的战略计划。在这种情况下，海底捞成为一个平台公司，全面覆盖火锅甚至餐饮上游的各个价值链的布局，环环相扣，环环皆强，不仅成为其餐厅快速扩张的核心支撑，而这些公司的各自良好发展，也相互互补，推动整个海底捞平台日益壮大。

综合来看，海底捞一方面依托其强大的门店体系+抱团体系+激励体系，人员储备充分，自下而上择优布点逐步扩大辐射面，支撑其整体的高速成长；另一方面公司强大的供应链体系、后台支持体系，也成其做强做大的有利支撑。现代餐饮连锁品牌的快速规模扩张，离不开产业链的贯通与强大支撑。并且，海底捞这些供应链在伴随海底捞成长的同时，还对外服务赋能，从而在各自领域延伸扩张，成为行业王者。

图 50：阿米巴模式下，海底捞成为平台公司，每个阿米巴独立核算考核下做大做强



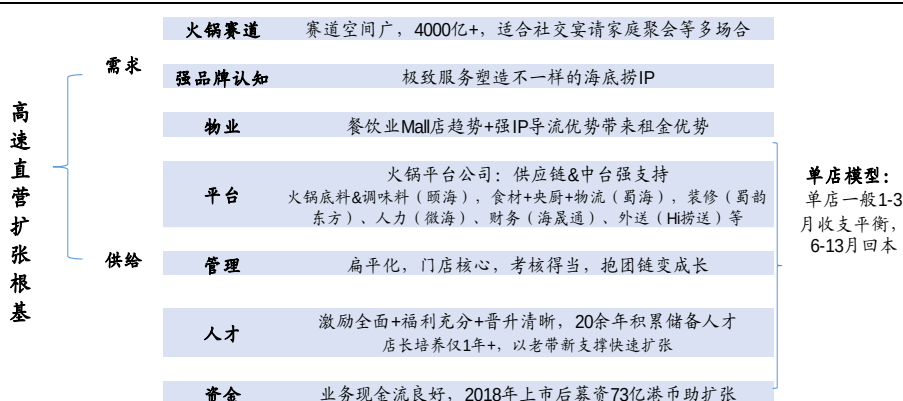
资料来源：公司公告、各公司官网，天眼查等，国信证券经济研究所整理

小结：服务强 IP 破局+阿米巴管理下优良质地，构筑快速扩张根基

综合来看，公司在 2017-2019 年实现高速有效的门店扩张，其核心支撑见下图所示。从需求层面，公司身处中餐第一大赛道——火锅优质赛道（易标准化连锁，强社交粘性等），并通过极致服务打造超强餐饮 IP，不仅仅在火锅层面，而是在中式餐饮对消费者形成“不一样”的认知，从而需求广阔。

从供给层面，公司通过创新式的阿米巴管理及全效人员激励，多年积累下形成了完善的内部阶梯人才队伍培养支持体系，并通过有效的店长激励，师徒制+抱团制链变扩张，叠加强大的供应链平台体系、强 IP 带来的选址优势和上市后的资金支持，有效解决餐饮直营扩张中的供应链+人才+管理+资金+物业等问题，加速其快速扩张。

图 51：海底捞高速直营扩张根基



资料来源：搜狐网、《海底捞你学不会》、《海底捞内部讲话(关键时张勇说了什么)》等，国信证券经济研究所整理

简言之，公司通过服务树 IP，在火锅赛道深耕，在通过多年摸索打造的阿米巴管理模式，单店模型有良好，厚积薄发，从而可以在上市以来高速扩张下仍取得优良同店表现，支撑其持续收入和盈利高成长。

成长分析：门店扩张有望翻番，多元化孵化新成长

在分析海底捞过往快速扩张核心支撑基础上，我们更关注海底捞未来成长，核心包括两个方面：一看未来海底捞餐厅未来连锁扩张空间；二看公司依托其强大供应链平台体系以及优良的阿米巴管理体系，未来在自建新品牌，并购整合新品牌上的持续扩张潜力，即餐饮业务从单一品牌到多元化的成长；三看公司餐厅-食品业务可能延伸等所带来的或有新看点。

海底捞餐厅成长多维测算：未来 3-5 年门店预计仍有望翻番成长

展望海底捞未来餐厅业务的成长，主要看门店扩张潜力和同店增长潜力。结合前文第二章数据，从同店增长的角度，一看翻台率提升，二看客单价变化。考虑公司 2019 年翻台率已经处于高位，未来门店持续扩张尚有一定下降压力，而同店客单价提升从过往情况来看一般伴随 CPI 增长，每年增速在 3-5%，未来预计维持稳定，因此我们认为未来海底捞餐厅业务成长核心看门店扩张潜力。鉴于此，我们尝试从不同维度对海底捞餐厅的展店空间进行测算。

参考经济发展水平和人口分布等测算海底捞展店空间：预计 2100-3000 家

首先，我们尝试从公司原有城市加密和三四五线城市下沉扩张的角度进行估算。结合 11 月 11 日公司官网及大众点评等的数据，我们对公司存量门店数进行梳理，如下空间测算表所示（需要说明的是，公司官网数据更新可能滞后，我们采用大众点评数据进行补充，但可能与公司实际开店情况存在一定误差）。

从展店空间的角度，参考公司目前发展较为成熟的西安、郑州等区域海底捞所覆盖的人口密度水平，及其门店数与当地经济发展规模的关系，我们分别假设一线/二线/三线/四线及以下城市每家海底捞门店覆盖 22/26/70/80 万人口，以及相对假设一线/二线/三线/四线及以下城市每 280/300/450/600 亿元 GDP 可以支撑 1 家海底捞门店，从而得出以下测算结果。

表 13：海底捞门店展店估算假设（人口与经济水平）

	人口（万）	GDP-中性偏谨慎假设（亿元）	GDP-乐观假设（亿元）
一线城市	22	280	235
二线城市	26	300	245
三线	70	450	300
四线及以下	80	600	500

资料来源：公司公告中郑州、西安等城市门店数据反推估算，国信证券经济研究所整理

需要特殊说明的是，我们在国内一线到五线城市中，剔除 2019 年 GDP 在 1000 亿元以下或人口在 200 万以下的城市，并手工剔除西北、东北靠近边境完全不具有物流优势的四五线城市。同时，考虑川渝火锅市场竞争高度激烈，相应对海底捞在川渝城市展店门店空间在按照人口、经济测算后再向下有所调减。最终得到海底捞未来展店空间在 2400-2600 家之间，中值 2500 家附近。进一步，若乐观来看，若上述经济假设主要参考最早异地扩张区域西安的经济发展对应关系，即假设一线/二线/三线/四线及以下城市每 235/245/300/500 亿元 GDP 可以支撑 1 家海底捞门店，则海底捞未来展店有望达到 3000 家左右。谨慎来看，若按人口和经济水平展店二者取孰低，且经济假设参考中性假设，则海底捞未来门店空间在 2100 家左右。

综合来看，在上述假设测算下，我们初步预计海底捞未来餐厅门店可能空间在 2100-3000 家左右，中值 2500 家左右，较公司截至中报 935 家的水平预计仍有 1-2 倍的空间。

表 14: 海底捞门店未来空间测算

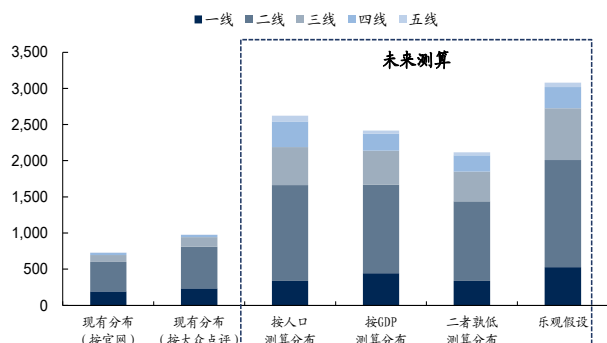
城市名称	城市分类	GDP (亿元)	人口 (万人)	门店数 (官网)	门店数 (大众点评)	未来空间测算-人口	未来空间测算-GDP	前二者取孰低-谨慎假设	GDP 乐观假设下估算
上海	一线	38155	2428	62	79	110	136	110	162
北京	一线	35371	2154	57	66	98	126	98	151
深圳	一线	26927	1344	46	52	61	96	61	115
广州	一线	23629	1531	26	36	70	84	70	101
重庆	二线	23606	3124	3	11	31	39	31	39
苏州	二线	19236	1075	19	28	41	64	41	79
成都	二线	17013	1658	12	23	33	38	33	38
武汉	二线	16223	1121	27	34	43	54	43	66
杭州	二线	15373	1036	21	29	40	51	40	63
天津	二线	14104	1562	15	20	60	47	47	58
南京	二线	14030	850	21	25	33	47	33	57
宁波	二线	11985	854	11	19	33	40	33	49
无锡	二线	11852	659	8	11	25	40	25	48
青岛	二线	11741	950	13	17	37	39	37	48
郑州	二线	11590	1035	34	37	40	39	39	47
长沙	二线	11574	839	17	22	32	39	32	47
佛山	二线	10751	816	8	13	31	36	31	44
泉州	二线	9947	874	5	7	34	33	33	41
东莞	二线	9483	846	6	10	33	32	32	39
济南	二线	9443	891	6	8	34	31	31	39
合肥	二线	9409	819	16	20	31	31	31	38
福州	二线	9392	780	5	14	30	31	30	38
南通	二线	9383	732	9	11	28	31	28	38
西安	二线	9321	1020	32	37	39	31	31	38
烟台	二线	7653	714	4	8	27	26	26	31
常州	二线	7401	474	7	8	18	25	18	30
徐州	二线	7151	883	4	5	34	24	24	29
大连	二线	7002	599	4	7	23	23	23	29
温州	二线	6606	930	3	3	36	22	22	27
昆明	二线	6476	695	12	14	27	22	22	26
沈阳	二线	6470	832	5	5	32	22	22	26
厦门	二线	5995	429	9	13	17	20	17	24
长春	二线	5904	754	5	7	29	20	20	24
石家庄	二线	5810	1103	7	10	42	19	19	24
绍兴	二线	5781	506	6	10	19	19	19	24
南昌	二线	5596	560	8	9	22	19	19	23
嘉兴	二线	5370	480	3	7	18	18	18	22
哈尔滨	二线	5249	1076	5	6	41	17	17	21
台州	二线	5134	615	3	5	24	17	17	21
金华	二线	4560	562	2	4	22	15	15	19
南宁	二线	4507	734	7	11	28	15	15	18
惠州	二线	4177	488	3	5	19	14	14	17
贵阳	二线	4040	497	6	7	19	13	13	16
太原	二线	4029	446	3	11	17	13	13	16
珠海	二线	3436	202	2	5	8	11	8	14
保定	二线	3224	1186	3	3	46	11	11	13
中山	二线	3101	338	3	6	13	10	10	13
兰州	二线	2837	379	7	7	15	9	9	12
廊坊	二线	2056	492	2	6	19	7	7	8
三线合计	三线	城市数 68		94	132	525	470	411	713
四线合计	四线	城市数 77		31	31	356	236	224	295
五线合计	五线	城市数 21		1	1	80	43	43	59
总计	总计			728	975	2624	2417	2117	3078

资料来源: 公司官网, Wind, 大众点评等, 国信证券经济研究所整理估算

注: 1、官网与大众点评数据整理截至 11 月 11 日, 二者数据差异预计与官网开业更新差异有关。2、人口数系常驻人口, GDP 和人口数若无 2019 年数据, 则以 2018 年数据代替, 供参考。

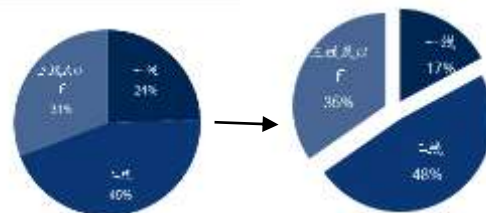
并且,如果进一步汇总按公司中报披露的城市分布来看,截至2020年中报,公司存量门店仍以一线、二线城市为主,合计占比为69%,而三线及以下城市占比约31%,未来参考我们的估算,则主要系二线城市和三线及以下城市海底捞火锅餐厅占比进一步提升,一线城市有所下降。总体来看,我们预计未来二线持续加密+三四线城市下沉扩张预计仍然系海底捞餐厅扩张的主要驱动。

图 52: 海底捞现有国内门店分布及未来国内空间测算



资料来源: 公司官网, 大众点评等等, 国信证券经济研究所整理估算

图 53: 海底捞餐厅结构分布及未来区域分布展望估算



资料来源: 公司公告, 大众点评等, 国信证券经济研究所整理估算

参考购物中心扩张测算海底捞展店空间: 预计 2000-2600 家

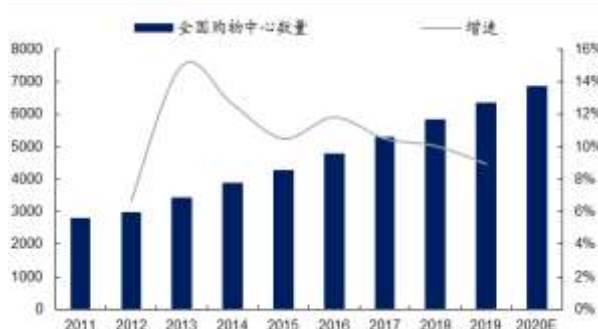
我们尝试结合国内餐饮门店升级变迁规律,从购物中心的角度进行估算。餐饮门店变迁:街边店——社区店——Mall店逐步演进,带来品牌餐饮新机遇。伴随国内餐饮发展,门店逐步升级。最早街边店为主,2000-2010 年品牌餐饮较青睐街边店,租金优势明显,此后进一步拓展社区店;2011 年开始,伴随汽车逐步渗透,餐饮 Mall 店快速兴起。尤其互联网冲击导致购物中心原有黄金比例调整(服装、餐饮、娱乐 52:18:30),餐饮占比迅速提升至 30%+。餐饮进 Mall 尤其品牌餐饮进 Mall 本身可导流,且可以延长游客逗留时间,而 Mall 依托品牌多元化组合提升流量能力,进而获取更好的租金收益变现。当然,这也要求餐饮企业控制后厨面积,因此相应要有中央厨房支撑,或后厨要求面积相对可控的产品更有支撑,同时,品牌餐饮由于其引流作用,在租金议价中也占据优势,有望更为充分的分享购物中心成长红利。

图 54: 国内餐饮门店升级趋势



资料来源: 羽生咨询, 新浪财经等媒体报道, 国信证券经济研究所整理

图 55: 国内 2011-2020 年购物中心数量增长情况



资料来源: 联商网, 国信证券经济研究所整理

考虑海底捞目前餐厅扩张主要以购物中心店为主,我们参考国内目前购物中心发展情况进行分析预测。如下图所示,参考联商网数据,2019 年,国内购物中心即突破 6000 家,达到 6359 家,并预计 2020 年有望达到 6800 家+,近几年国内购物中心同比增长在 10%左右,增长较快。从其构成来看,近三年新开购

物中心中 2-5 万平方米的购物中心占比持续提升，多以社区购物中心为主，侧重辐射社区家庭消费，也有助于海底捞等品牌餐饮的持续扩张。

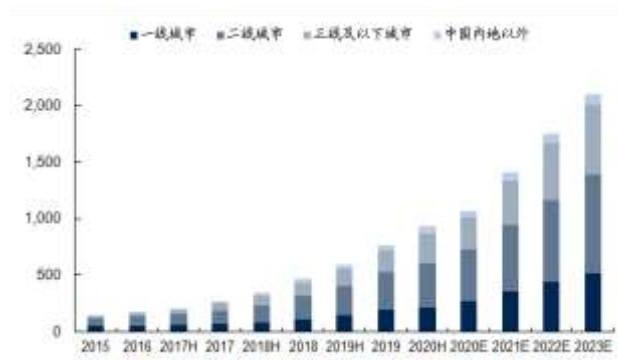
在这种情况下，如果假设 25-30%左右的购物中心可以铺设海底捞门店，并考虑其国内未来 3-5 年购物中心的持续 5%增长，我们据此估算海底捞未来总体餐厅门店空间未来 3-5 年也有望在 2000-2600 家之间，较公司目前规模仍有 1 倍以上的空间，助力其未来成长。

图 56：近三年新开购物中心以 2-5 万平方米社区购物中心为主



资料来源：联商网，国信证券经济研究所整理

图 57：海底捞餐厅门店扩张及展望



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预计

参考人员储备与展店节奏：预计未来 3-5 年海底捞门店有望 2000-2500 家

结合公司开店模式和过往开店情况估算，考虑储备店长及后续持续新增等，对公司持续开店仍然支撑。从公司过往开店的模式来看，公司主要是自下而上的方式推动，根据储备店长、物业储备的情况以及相应城市店长等的意见来综合判断和推进。结合凤凰财经、时代财经等媒体报道，公司 2020 年 5 月管理层表示其储备干部已经达到 1362 名（大陆地区 1264 人），2020 年签约待开业门店 303 家，其中处于装修状态 93 家，装修时间为 100 天，有望助力其 2020 年完成 300+门店开店目标。换言之，公司目前储备门店店长资源对其未来几年持续较快扩张有较好支撑。

综合来看，参考公司过往每年开店净增情况，尤其结合公司近两年开店新增情况，我们假设公司近几年每年净开店规模在 330-360 家左右，即预计海底捞餐厅有望在未来 3-5 年实现 2000-2500 家，助力其门店规模有望翻番成长。

但需要说明的是，公司过往开店以自下而上的推动方式为主，抱团模式下，结合公司特有师徒制等捆绑激励机制，团队协作利益一致下有望推动其本地加密扩张。但客观而言，同一区域加密到一定阶段，也会面临一定翻台率的压力，店长需要在新开店的徒弟徒弟店收益体制与存量店翻台率下滑之间取舍平衡，从而也可能在一定程度会影响现有店长的开店动能。因此，**我们认为，公司层面未来也需要持续优化其激励机制，使得每个阿米巴的动能与公司整体扩张目标保持一致。**

单店模型测算：翻台率不同假设下，对海底捞餐厅的盈利估算

过往来看，海底捞单店模型在餐饮同行中表现优秀。结合公司招股书，海底捞新开门店通常在 1-3 个月就实现了首月盈亏平衡，并在 6-13 个月实现现金投资回收，而参考 Frost & Sullivan（沙利文报告）显示，主要中餐品牌通常分别在 3-6 个月、15-20 个月，才完成首月盈亏平衡和现金投资回报。

但是，伴随海底捞持续的门店扩张，公司处于高位的翻台率水平预计有合理下降，未来需要持续跟踪。为了说明公司翻台率变化对其核心餐厅利润水平的影

响，我们参考公司招股书、2019 年报数据及行业跟踪，估算海底捞一线、二线、三线城市单店模型如下表所示。总体来看，参考其 2019 年年报披露的相关客单价、翻台率、成本构成等数据，在翻台率达到 5 次左右的情况下，我们估算其餐厅净利率在 10-11%之间。

表 15: 海底捞单店模型估算及敏感性测算

分类	说明	成熟门店估算			盈亏平衡线估算			翻台率 3.5 估算			翻台率 4.0 估算		
		一线	二线	三线	一线	二线	三线	一线	二线	三线	一线	二线	三线
收入分拆													
桌数	假设估算	85	88	88	85	88	88	85	88	88	85	88	88
每桌人数平均	假设估算	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
客单价	参考公司年报	110	100	95	110	100	95	110	100	95	110	100	95
翻台率	参考同店水平	5.1	5.3	5.2	3	3	3	3.5	3.5	3.5	4	4	4
年营业额	按 365 天计算	7310	7184	6712	4300	4066	3872	5017	4744	4518	5733	5422	5163
成本分拆: 参考年报等													
原材料	40-42%	3070	3017	2819	1806	1708	1626	2107	1993	1897	2408	2277	2168
人工	29-32%	2193	2119	1980	1505	1423	1355	1605	1518	1446	1720	1627	1549
租金	3.4-4.6%	320	302	268	320	302	268	320	302	268	320	302	268
水电	3.3-3.4%	245	241	225	196	193	180	173	164	156	195	184	176
折摊	3.3-4%	245	237	221	245	237	221	245	237	221	245	237	221
其他	3.0-4.0%	274	266	248	192	186	174	206	199	186	218	206	196
成本费用合计(万元)		6347	6182	5762	4264	4049	3825	4656	4412	4175	5106	4833	4579
利润总额		963	1002	950	36	18	47	361	332	342	627	589	584
净利润		722	752	712	27	13	35	270	249	257	471	442	438
净利率		9.9%	10.5%	10.6%	0.6%	0.3%	0.9%	5.4%	5.2%	5.7%	8.2%	8.1%	8.5%

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

进一步考虑翻台率的敏感性变化，我们在参考上述假设下，初步推算公司翻台率在 3 次左右时基本盈亏平衡或微利，翻台率在 3.5-4.0 次时，净利率在 5-9% 之间。不过，随着公司规模的提升，上述部分成本费用不排除进一步优化的可能，但也可能随着行业人工、租金上升等有所调整，故上述估算假设仅供参考。

综合来看，随着公司未来门店扩张，只要其翻台率水平维持在 3.5 次以上，则公司整体盈利能力仍有良好支撑。考虑其近几年扩张下主要门店排队等情况仍然较为突出，我们对其未来几年展店能力仍有信心。

海底捞餐厅业务延伸：外卖业务强化与创新，尝试食品延伸及文创周边

除了自身餐厅门店扩张外，在 2020 年疫情影响下，海底捞还积极基于其餐厅业务延伸，沿着餐饮-食品业务延伸多元布局。

外卖业务强化，并试水外送食材自提站+团餐。疫情影响下，海底捞重点强化外卖业务，2020 年上半年，海底捞集团实现收入 97.6 亿元，其中外送业务增长强劲，收入超 4 亿元，占总收入的比重由 1.6% 增至 4.2%。其上半年内海底捞新增 93 个外卖服务店，累计 299 家门店提供外送服务，外卖收入增长 123.7%。在现有外卖业务增长基础上，海底捞也开始着力外卖业务延伸，为消费者提供更便捷与丰富的选择，主要表现为尝试火锅食材赛道与推出团餐新业务。就火锅食材业务而言，2020 年 11 月海底捞在北京朝阳区聚福苑小区门口的外送食材自提站开业，试水零售终端家庭消费场景，40 平米的空间内覆盖 100 多种产品，涵盖食材、底料、酱料、饮品、方便食品等多个品类，用户通过外卖或自提或直接到店选购方式消费，实现“布局零售+清理库存”双重目标。此外，海底捞推出针对大型用餐场景的外卖火锅团餐业务，在现有普通外卖基础上加入了变脸师、捞面表演、美甲等特色服务项目，并定制化付费场地、餐品与优惠策略，做一些新的尝试。

发力精酿啤酒业务，寻求增长新动力。依托自身品牌效应、线下门店扩张与火锅场景，海底捞于 2017 年推出精酿啤酒产品并持续发力，于 2020 年 6 月 11 日招商寻求线下经销商渠道，并在 10 月 30 日新注册“两万里”和“无啤酒不唠唠”等酒类商标。结合下图，国内精酿啤酒市场目前正处于高速成长周期。海底捞精酿啤酒在“自有门店场景+线下渠道拓展”的助力下有望实现较快增长，不仅有望驱动其餐厅客单价提升，未来也不排除试水商超等渠道带来新看点。

图 58：中国精酿啤酒市场规模高速增长



资料来源:艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

涉足文创周边，强化品牌形象，增强与消费者互动。2019 年 9 月海底捞首次推出包括环保袋、平板电脑保护壳在内的周边，2020 年年初海底捞又发布四款以火锅食材外形为灵感的耳饰，相较于第一批的文创产品更多体现了品牌的差异性与创新力，创意性周边的推出既有利于体现品牌力，提高品牌认知度与差异性，又可以为变现提供新的方式。

通过外卖多元强化及单品创新，我们认为可以进一步延伸海底捞的品牌影响力，拓宽其餐厅辐射范围，侧面提升坪效与客单价，助力公司后续成长。

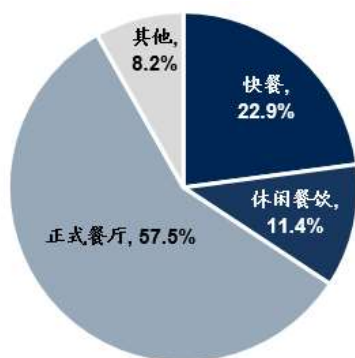
供应链平台支撑，积极孵化和外延并购餐饮新品牌

在海底捞餐厅业务持续扩张的同时，公司还积极拓展新的餐饮品牌，一是依托海底捞强大的平台优势内部目前孵化了多个品牌，以“**小面积、低客单**”为特色，**核心聚焦快餐孵化新品牌**，同时也在外部收购一些餐饮品牌，尝试进军休闲餐饮/中高端中国菜等，积极布局新成长。

海底捞为何瞄准快餐赛道？

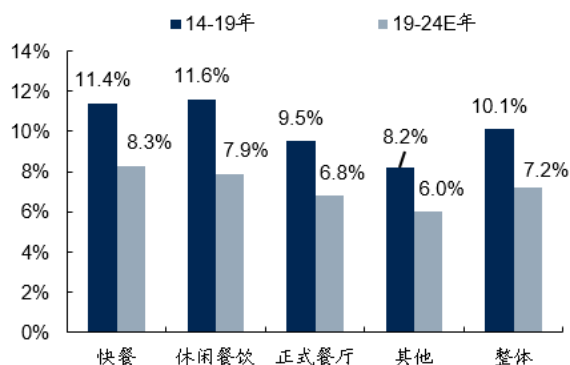
国内快餐赛道空间较广，增速可观，集中度较低，且目前国内快餐龙头仍以西式快餐龙头为主，未来中式快餐龙头仍有较大提升空间。从国内餐饮的构成来看，在餐饮行业 4.67 万亿的庞大体量中，快餐占比 23%，仅次于正餐，规模总量可观，且从过去 5 年增速来看，快餐与休闲餐饮基本相当，处于相对领先的地位，未来展望增速也较为积极，因此快餐赛道成长可观。并且，从目前国内快餐行业的集中度来看，一是快餐业集中度并不高，CR10=11.2%，仍明显低于美国快餐业 CR10=39%的水平；二是前五强肯德基、麦当劳、快乐星汉堡、华莱士、汉堡王等均为西式快餐，中式快餐龙头主要系真功夫、永和大王等，且市占率仅 0.3%、0.2%，相对不高。换言之，正因为国内快餐赛道优质，且其中中式快餐龙头份额相对不高，从而也为海底捞等拥有良好餐饮平台支撑的餐饮巨头孵化新龙头提供了广阔的空间。

图 59：2019 年中国餐饮业按服务类型细分



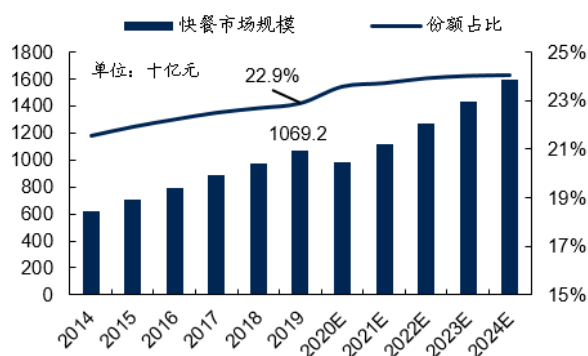
资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 60：中国不同餐饮业态复合增长率



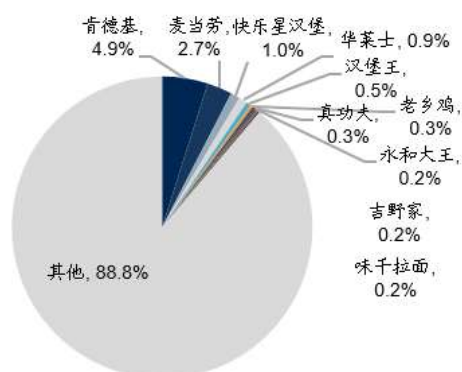
资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 61：2014-2024E 快餐市场规模及占比



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 62：2019 年中国快餐市场前十公司市场份额排名



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理
注：市场份额为系统销售额/市场规模所得，其中系统销售额反应全部餐厅（不论归属权）的经营收入

海底捞的快餐布局：紧扣“小面积低客单出餐快”，多元孵化，赛马机制

2020 年以来，海底捞瞄准快餐领域，依托自身供应链强大基础，截至 12 月初已经孵化了十八余、佰鼓私房面、捞派有面儿、新秦派面馆、饭饭林、秦小贤、乔乔的粉、孟小将、骆大嫂等 9 个全新的快餐品牌，以布局储备新成长。

具体来看，如下表所示，上述品牌主要瞄准面、盖浇饭、土豆粉、米线、水饺等常见快餐单品，以“小面积、低客单、出餐快”为主要特征，餐单多数较为精简，工业化流程设计出餐较快；单店面积都不大，开店成本低，人工高度精简，顾客人均消费基本都在 10-25 元之间，核心单品基本都明显低于周边区域同类产品价格，主要依托海底捞强大的供应链平台优势、物业租金谈判能力支撑，打造极致的性价比。目前上述新品牌基本均处在单店跑模型探索阶段，尚未进行复制扩张。

我们认为，海底捞布局快餐赛道，核心依托其强大供应链和平台优势将单品价格做到最低，精简产品 SKU 和人工服务，打造极致的性价比和人效比，抓住快餐领域的最核心要素。并且，海底捞本身定位客单价 100 元+中高端正餐消费，品牌信誉优良，降维打击下消费者对其新孵化快餐品牌也容易相信其产品品质。虽然公司目前上述品牌均处于孵化阶段，尚未复制扩张，但考虑海底捞强大的供应链平台优势所打造的极致性价比优势，加之多元孵化下，内部完全可以类似赛马机制下竞争 PK 寻找最优的 2-3 个模型，叠加快餐本身赛道红利，其未

来中线成长潜力仍然值得期待。简言之，海底捞立足强大的供应链等平台基础和海底捞内部机制下的竞相效应，站在巨人的肩膀上，其快餐行业多元布局有望为公司下一轮新成长提供强大支撑。

表 16: 海底捞孵化快餐新品牌特点

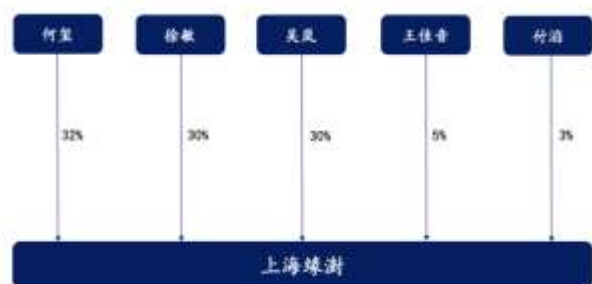
品牌名	核心产品	主要产品组合	目前展店地点，特点	客单价
十八余	面	“面+甜品+茶饮+早餐”。	北京	24 元左右
佰麸私房面	面	面+小吃等，17 款 SKU	郑州	10 元
捞派有面儿	面	SKU 共有 12 款	成都，200 平内设 62 个餐位	10 元左右，凉面仅 2.99 元，1 分钟可出餐
新泰派面馆	面		西安	四合一 12 元，牛肉面 10 元，其他口味在 6-7 元
饭饭林	盖饭	盖饭+小食+汤品	北京	19
秦小贤	米线	米线、夹馍、小食及甜品饮料等	北京	19
乔乔的粉	土豆粉	粉+小吃等	郑州	土豆粉 8.9-12.9 元
孟小将	米线	米线+小吃等	郑州	人均 10 元，鸡汤麻辣米线及番茄米线 8.9 元
骆大嫂	水饺	各色水饺+小吃等	郑州	人均约 10 元，猪肉大葱水饺 10.9 元/份，素馅 9.9 元/份，小吃 2-5 元

资料来源:大众点评网, 搜狐、新浪等报道, 中国财经等报道, 国信证券经济研究所整理

海底捞外延收购: 布局正餐与休闲餐饮

2020 年 9 月 4 日, 海底捞宣布最新收购计划, 全资附属公司四川新派和上海澎海相关人员订立汉舍协议, 有条件同意以 1.2 亿元人民币收购上海澎海 80% 的股权, 剩余 20% 股权, 则由自然人朱安阳持有、上海澎海将收购上海缘澍的所有经营性资产及餐厅并承接上海缘澍目前持有的所有汉舍业务(收购先决条件)。上海缘澍成立于 2008 年 12 月 17 日, 截止收购前, 上海澎海及上海缘澍在北京、上海及杭州以“汉舍中国菜”品牌经营九家中餐厅, 参考大众点评人均消费在 150-200 元, 系中高端正餐, 招牌菜品包括果木烤鸭、葱油鸡等, 上海本帮菜融合川菜为主要特色。汉舍重组预计将于 2020 年 11 月 30 日之前完成。

图 63: 海底捞收购前, 上海缘澍股权结构



资料来源: 企查查等、国信证券经济研究所整理

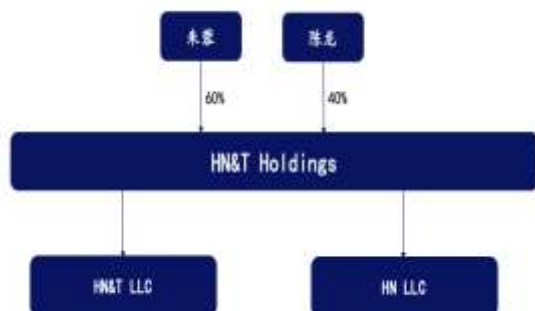
图 64: 汉舍中国菜的定位



资料来源: 大众点评等、国信证券经济研究所整理

与此同时, 海底捞公告其另一全资附属公司 Haidilao Singapore 与“Hao Noodle”品牌相关人员订立 Hao Noodle 协议, 以 304 万美元收购 80% 的 HN&T Holdings 已发行及发行在外普通股。HN&T LLC 及 HN LLC 为于美国纽约州注册成立的有限责任公司, 截至本公告日期及 HN&T 重组前, HN&T Holdings 分别由朱女士及陈先生持有 60% 及 40%。创始人朱蓉系汉舍中国菜的创始人, 从事餐饮行业 20 多年, 经营着“Hao Noodle”“Hao Noodle and Tea by Madam Zhush Kitchen”旗下在纽约的两家餐厅, 提供轻食、饮料及酒水等, 属于偏快餐风格的休闲餐厅, 包括一些特色面食和一些各地风味硬菜等。Hao Noodle 连续两年荣登米其林超值餐厅推荐, 2018 年入选黑珍珠餐厅指南。2018 年底在上海开业, 参考大众点评, 人均客单价在 68 元左右。

图 65: 海底捞收购前, HN&T Holdings 的股权结构



资料来源: 企查查等、国信证券经济研究所整理

图 66: Hao Noodles 的店面



资料来源: 大众点评等、国信证券经济研究所整理

海底捞全资子公司 Haidilao Singapore 订立了收购 HaoNoodle 的相关协议。陈龙及朱蓉同意按总代价 304 万美元（约合人民币 2075.96 万元），向 Haidilao Singapore 出售 80% 的 HN&T Holdings 已发行及发行在外普通股。（陈龙和朱蓉一个人出 40%）。根据 Hao Noodle 协议，作为 Hao Noodle 收购事项的先决条件，朱女士及上海缘澍须分别向 HN&T Holdings 转让其于 HN&T LLC 的 49% 及 51% 股权。于 HN&T 重组完成后，HN&T LLC 及 HN LLC 各自将为 HN&T Holdings 的全资附属公司。

综合来看，我们认为海底捞试水收购“汉舍中国菜”和“HanNoodles”，主要加速其在中高端餐饮的布局，吸取面馆经营经验和海外餐厅运营经验，协同成长。结合公司公告，公司计划于横向领域收购优质资源，增强其市场地位和竞争力。集团拟重点关注信誉良好、标准化程度高、管理完善且已建立供应链，集团可分享或补充其业务的餐饮企业。换言之，立足海底捞现有平台供应链、资金支撑，其后续外延整合预计仍有看点。

小结：海底捞成长=餐厅扩张+外卖&食品延伸+新赛道新品牌孵化

综合来看，我们对海底捞未来成长总结为三大核心驱动：一看海底捞餐厅业务扩张，综合国内各线市人口、GDP、购物中心量，海底捞自身人员储备及单店模型等估算，我们预计海底捞未来 3-5 年门店仍有翻倍以上空间，从而为其成长奠定核心支撑；二看海底捞餐厅业务延伸——外卖与食品业务延伸，拓展品牌辐射边界，布局新成长；三看公司新赛道新品牌孵化，其中公司依托供应链平台，快餐赛道多元赛马新布局尤其值得期待。

图 67: 海底捞成长三大驱动：餐厅扩张+外卖&食品延伸+新赛道新品牌孵化

海底捞餐厅扩张空间	参考各线城市人口及GDP测算：预计中线空间2100-3000家
	参考购物中心扩张测算：预计未来3-5年有望2000-2600家
	参考人员储备与展店节奏：预计未来3-5年有望2000-2500家
	单店模型测算：不同翻台率假设下，对海底捞餐厅盈利的估算
海底捞餐厅业务延伸	外卖业务强化与创新，食材自提站及团餐等
	尝试食品延伸及文创周边
涉足新赛道，孵化新品牌	供应链平台支撑，布局快餐赛道，紧扣“小面积低客单出餐快”，多元孵化，赛马机制
	外延收购：布局正餐与休闲餐饮，积极多元试水

资料来源: Wind, 搜狐新浪等媒体报道、大众点评等, 国信证券经济研究所整理

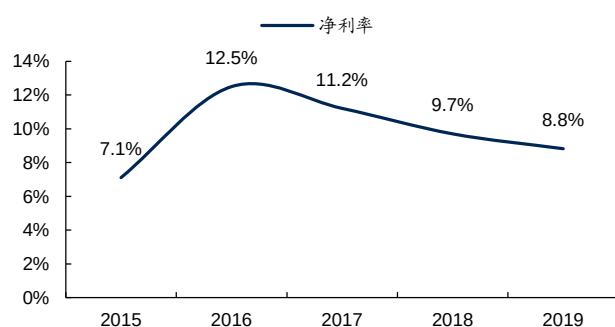
财务分析：租金占优助力费用率优化，现金储备良好

盈利能力分析：高速扩张下净利率略有下降，但仍相对高于同行

盈利能力方面，公司 2016 年净利率高达 12.5%，自 2017 年门店加速扩张后，净利率从 2017 年开始下降，2017/2018/2019 年净利率各 11.2%/9.7%/8.8%，同比-1.3/-1.5/-0.9pct，主要与新开门店较多、资本开支较大、折旧摊销费率高于同期有关。预计未来随着新开门店度过爬坡期，单店营收步入正轨，将加强对固定成本的摊薄作用，净利率也有望逐步趋稳。2020 年上半年受疫情影响，收入承压，而人工、财务等各项费用影响下，盈利出现亏损。

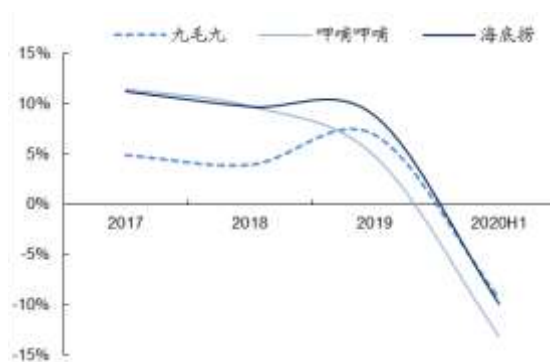
不过，与九毛九和呷哺呷哺等同行相比，海底捞的净利率相对仍然较高，显示其盈利能力仍然较为优秀。

图 68：海底捞近五年净利率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

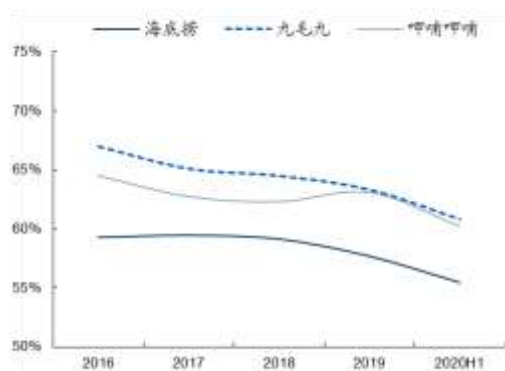
图 69：海底捞净利率与同行对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

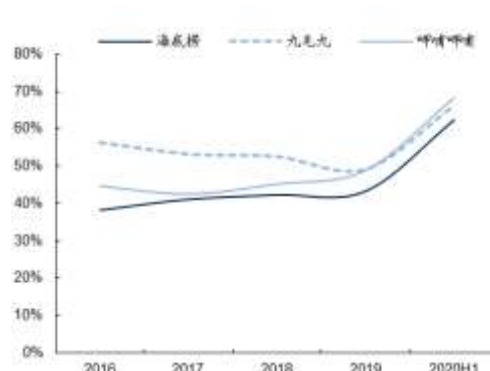
具体来看，我们关注其毛利率和费用率的变化。海底捞毛利率近两年略有下降，相对略低于呷哺和九毛九。2016 至 2018 年，海底捞毛利率一直维持在 59% 左右，但 2019 年毛利率下降 1.45pct，主要源于采购单价上升及业务扩张带来的原材料及易耗品成本提高，2020 年上半年疫情影响下收入减少，毛利率进一步承压。与此同时，相比九毛九、呷哺，海底捞的毛利率也相对更低。

图 70：海底捞毛利率变化趋势及与竞争对手比较



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 71：海底捞整体费用率变化及与同行比较

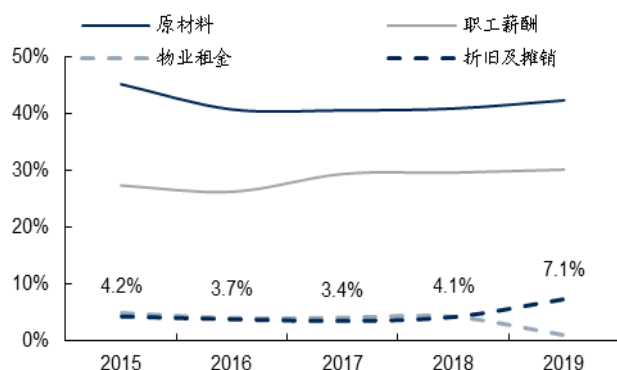


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

海底捞费用率控制良好，品牌优势支撑租金成本占优。海底捞 2016 年起费用率始终低于同行。拆分各项费用来看，海底捞人工成本占费用主导，其次为租金费用。就人工成本而言，海底捞相对略高于同行，与其服务核心及员工激励

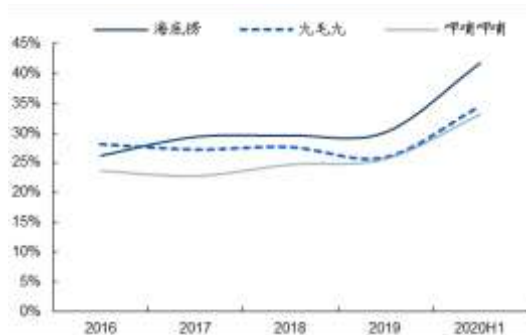
机制相关。疫情影响下，海底捞人工成本 2020 年上半年同比增长 11.6%，人工成本占收入比重也从 2016-2019 年的 27-29% 上升至 2020H1 的 41.74%。同时，海底捞依托强 IP 的客流引流优势，租金优势显著优于同行（见图 54）。具体来看，海底捞 2016-2018 年维持在 4% 左右，明显低于呷哺、九毛九等（2019 年呷哺有会计准则调整的影响），显示其对物业的议价能力较强。除此外，海底捞折摊等费用也控制良好。

图 72：海底捞成本费用构成拆分



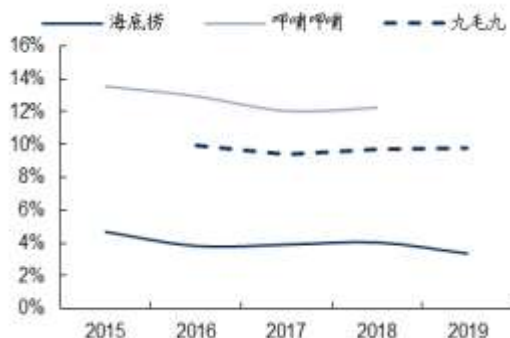
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 73：海底捞人工成本率变化趋势及与同行比较



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

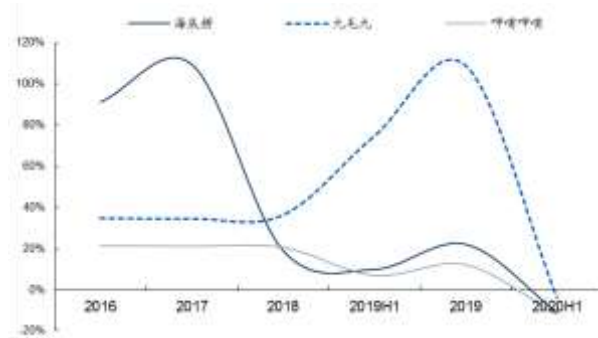
图 74：租金费率变化及与同行比较



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：九毛九租金有考虑使用权资产折旧影响，呷哺 2019 年因会计准则调整，租金下降，多数体现在使用权资产折旧中，直接披露的租金占比相对不可比

图 75：海底捞 ROE 的变化趋势及与同行对比



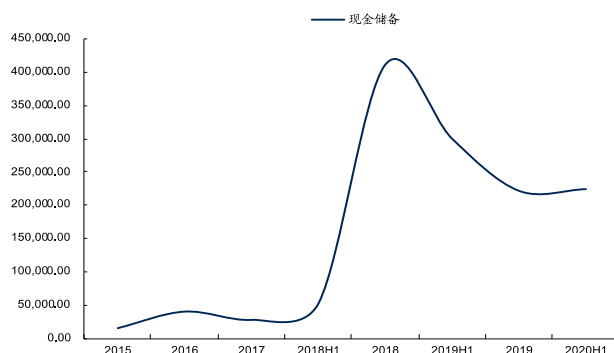
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

海底捞 ROE 因上市等影响有所下降，但未来虽疫情企稳及盈利回升有望回升。海底捞 ROE 2018 年之前远高于同行，2018 年明显下滑，我们认为主要是上市带来的权益资本变动造成的，2019 年受净利率提升影响略有回升，同比增长 2.98%，2020 年上半年则因疫情影响，ROE 下滑至 -10.81%，短期拖累明显，但后续伴随疫情企稳和公司盈利回升有望改善。

现金储备较充裕，疫情阶段影响，但总体抗风险能力较强

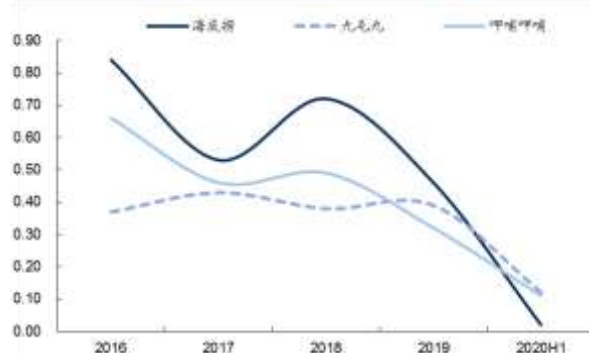
海底捞现金储备充裕，资金流动性较强。虽有疫情影响，但 2020H1 海底捞现金储备仍达到 22.48 亿元，相较 2019 年底增加 1.16%，反映了公司业务扩张及疫情影响下良好的现金管理与融资能力。**经营活动现金流**从 2016 年 14.14 亿提升至 2019 年的 45.8 亿，CAGR=34%。公司定期监控现金流量，保持资金流动性措施有效，是海底捞实现稳步扩张的良好基础，2020 年上半年受疫情影响公司经营活动现金流净额仅为 3.37 亿元，但预计伴随疫情企稳，公司经营恢复，其现金流及其增长有望恢复。

图 76: 海底捞现金储备



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

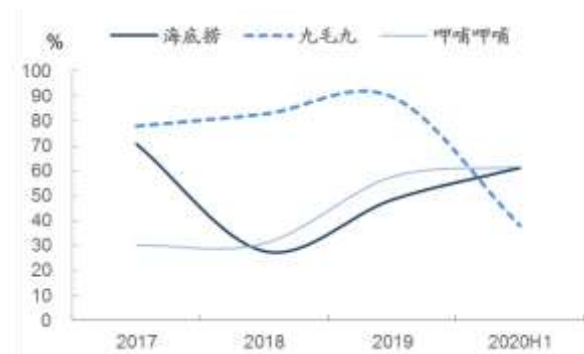
图 77: 海底捞经营活动现金流量净额与同行比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

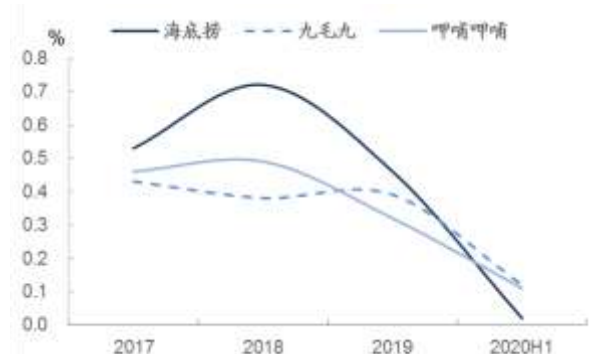
海底捞资产负债率上市后明显改善, 但近两年因快速扩张又有所提升, 叠加疫情影响, 2020H1 进一步上升, 在 61% 左右, 与呷哺接近, 但相对高于九毛九上市后的水平。但从经营活动产生现金流债务比来看, 海底捞 2017-2019 年总体高于同行, 只是 2020H1 因疫情和本身较快扩张的因素叠加导致短期下降较明显, 但后续预计伴随公司经营改善仍有望企稳回升。

图 78: 资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 79: 经营活动产生的现金流净额/总负债



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

假设 2020-2022 年, 公司客单价保持 4-6% 的稳定增长, 翻台率 2020 年因疫情影响显著下滑, 2021 年反弹, 2020-2022 年各为 4.0/4.6/4.5 次, 其中各线城市差异如下表所示;

假设 2020-2022 年, 海底捞餐厅每年净增 303/351/359 家, 即总体达到 1071/1422/1781 家, 具体各线城市分布如下表所示, 其中明后年二线、三线及以下城市占比逐步略有所增加;

此外, 海底捞餐厅以外其他收入分拆同样如下表所示, 综合来看, 我们预计海底捞 2020-2022 年收入增速分别为 9% 83% 27%, 2020 年主要受疫情影响, 2021 年则考虑疫后反弹等因素。

表 17: 海底捞收入分拆及预测

假设与收入分拆	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
客单价 (元)	92	95	98	101	105	111	116	120
一线城市	93	95	98	106	110	118	124	129
二线城市	86	89	93	95	99	107	111	115
三线及以下城市	90	93	95	92	95	102	108	111
中国内地以外	215	215	180	199	185	191	196	200
中国内地餐厅	89	91	95	97	101	108	113	117
翻台率 (次)	4.0	4.5	5.0	5.0	4.8	4.0	4.6	4.5
一线城市	3.9	4.3	4.8	5.1	4.7	3.7	4.7	4.6
二线城市	4.1	4.8	5.2	5.3	4.9	4.1	4.9	4.7
三线及以下城市	3.5	4.3	4.7	4.8	4.7	4.2	4.7	4.7
中国内地以外	4.4	4.8	4.4	3.8	4.1	2.9	3.4	4.1
门店数	146	176	273	466	768	1071	1422	1781
一线城市	50	55	65	106	190	268	354	438
二线城市	71	83	120	207	332	458	601	744
三线及以下城市	18	29	69	117	194	287	399	516
中国内地以外	7	9	19	36	52	58	68	83
中国内地	139	167	254	430	716	1013	1354	1698
收入分拆								
餐厅经营收入 (万)	565309	763560	1038810	1649122	2558852	2729705	5053347	6436376
		35%	36%	59%	55%	7%	85%	27%
其他餐厅收入 (万元)					2115.4	4200	6300	8505
外卖业务 (万元)	7407	14612	21876	32359	44854	98679	113481	136178
调味品及食材产品 (万元)	2952	2597	3031	15429	49443	54387	100615	127782
其他产品 (万元)					314.7	1300	1960	3000
总收入 (万元)	575668	780769	1063717	1696910	2655579	2888271	5275704	6711840
yoy		36%	36%	60%	56%	9%	83%	27%

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理预测

从成本费用的角度，我们假设公司 2020-2022 年毛利率分别为 57%、58%、58%，与 2019 年水平基本相当，但 2020 年相对略低；假设公司人工成本 2020-2022 年占收入比分别为 34%、30%、30%，此外物业租金（考虑新租赁准则影响）、水电开支、折摊及交通差旅费用等占比如下表所示。

表 18：海底捞的主要成本费用分拆及预测

成本费用分拆	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	55%	59%	59%	59%	58%	57%	58%	58%
原材料及消耗品	-259974	-317928	-431323	-693503	-1123899	-1247733	-2228985	-2832396
占收入%	-45%	-41%	-41%	-41%	-42%	-43%	-42%	-42%
职工薪酬	-157188	-204429	-311970	-501632	-799256	-981836	-1583766	-2013552
占收入%	-27%	-26%	-29%	-30%	-30%	-34%	-30%	-30%
物业租金及相关开支	-26948	-29837	-41486	-68491	-24023	-25994.4	-47481.3	-60406.6
占收入%	-5%	-4%	-4%	-4%	-1%	-1%	-1%	-1%
水电开支	-22148	-26299	-34858	-59477	-91164	-102245	-179902	-228203
占收入%	-4%	-3%	-3%	-4%	-3%	-4%	-3%	-3%
折旧及摊销	-23918	-28592	-35984	-68932	-189132	-274386	-369299	-463117
占收入%	-4%	-4%	-3%	-4%	-7%	-10%	-7%	-7%
交通及差旅费用	-6721	-8448	-11960	-15947	-21993	-23106	-36930	-40271
占收入%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理预测

在上述假设下，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 288.83/527.57/671.18 亿元，对应归母业绩 9.58/47.82/62.52 亿元，业绩年增速-59%、399%、31%（2020 年主要受疫情影响）。每股收益 2020-2022 年各为 0.18/0.90/1.18 元。公司系中式餐饮龙头翘楚，国内火锅行业 NO.1，赛道优良，以服务树立 IP 强化龙头地位，阿米巴管理模式下持续优化质地，未来 3-5 年一是海底捞餐厅门店预计仍有望翻番成长，二是依托其强大供应链和管理平台，新业务和新赛道孵化有期待，兼顾估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测的敏感性分析

表 19：情景分析（乐观、中性、悲观）

分类	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测				
营业收入(百万元)	26,556	29,211	56,378	76,110
(+/-%)	56.49%	10.00%	93.00%	35.00%
净利润(百万元)	2,345	1,041	5,233	7,232
(+/-%)	42.44%	-55.60%	402.62%	38.19%
摊薄 EPS	0.44	0.20	0.99	1.36
中性预测				
营业收入(百万元)	26,556	28,883	52,757	67,118
(+/-%)	56.49%	8.76%	82.66%	27.22%
归母净利润(百万元)	2,345	958	4,782	6,252
(+/-%)	42.44%	-59.14%	399.12%	30.74%
摊薄 EPS(元)	0.44	0.18	0.90	1.18
悲观的预测				
营业收入(百万元)	26,556	25,839	44,779	56,645
(+/-%)	56.49%	-2.70%	73.30%	26.50%
净利润(百万元)	2,345	843	4,009	5,207
(+/-%)	42.44%	-64.03%	375.28%	29.89%
摊薄 EPS	0.44	0.01	0.17	0.11
总股本（百万股）	5300	5300	5300	5300

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 43.3-45.8 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.4%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021-2022 年平均动态 PE 为相对估值的参考，同时考虑公司成长性、龙头地位等进行修正，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

公司未来展店速度可能低于我们预期，或者较快扩张后，公司翻台率下降可能超过我们预计的下降幅度，从而导致公司收入和盈利可能低于我们此前预期。

原材料上涨幅度可能高于我们的预测，或者公司收入不能相应提升，也可能导致毛利率预计低于预期。

人工成本、租金、折摊等费用可能上涨超过我们的盈利预测，进而影响公司盈利能力。

政策风险

用工社保、消防等政策调整可能对人工成本、经营等产生不利影响。新租赁准则可能部分影响短期盈利。

经营风险

门店扩张可能低于预期；新的餐饮品牌培育可能低于预期；收购品牌经营可能低于预期。

伴随公司门店规模的持续扩张，如果公司后续管理及激励模式或者人才培养不能跟上公司门店规模扩张后的变化，也可能对公司盈利成长产生负面影响。

食品安全风险。公司建立了较为完善的供应链体系蜀海体系，但因火锅涉及的菜品门类繁多，未来持续扩张中如果管控不当，也不能排除食品安全问题，从而对公司品牌和经营产生不利影响。

财务风险

公司近年先后收购 U 鼎、汉舍等餐饮品牌，也产生了一定的商誉，2019 年底商誉接近 1 亿元，2020 年考虑新增收购预计商誉更高，未来如果收购品牌经营不善，也可能产生商誉减值风险。

公司截至 2020 年中报资产负债率 61%，但如果未来疫情持续反复，导致公司

经营承压，可能导致资产负债率进一步提升以及现金流风险。

市场风险

市场竞争加剧，包括餐饮消费习惯等迭代加速等也可能对公司持续扩张产生不利影响。

其它风险

大股东及核心管理层减持风险。

公司创始人表示已经启动接班人计划，为期 10-15 年，通过较长时间考察确定公司未来的接班人，这个过程可能并不一帆风顺，可能存在接班人不合适影响公司发展的风险。

国内疫情二次复发影响。目前来看国内疫情形式基本可控，而秋冬季节若局部地区疫情二次复发，则公司部分门店经营可能阶段受到影响。

海外疫情可能持续对公司海外门店经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2222	3782	2731	2587
应收款项	1917	2137	3758	4597
存货净额	1200	1270	1911	2209
其他流动资产	58	58	106	134
流动资产合计	7200	9050	11392	14145
固定资产	7618	11386	15307	18945
无形资产及其他	4960	5362	5963	6615
投资性房地产	609	609	609	609
长期股权投资	226	302	402	492
资产总计	20614	26708	33674	40807
短期借款及交易性金融负债	123	580	200	150
应付款项	3097	2737	4993	6349
其他流动负债	2444	2547	4327	5502
流动负债合计	5664	5865	9520	12001
长期借款及应付债券	85	5085	4085	3085
其他长期负债	4239	4269	4271	4273
长期负债合计	4324	9354	8356	7357
负债合计	9988	15218	17876	19359
少数股东权益	3	4	8	14
股东权益	10623	11294	14641	19032
负债和股东权益总计	20614	26516	32526	38405

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.44	0.18	0.90	1.18
每股红利	0.00	0.05	0.27	0.36
每股净资产	2.00	2.13	2.76	3.59
ROIC	25%	11%	36%	38%
ROE	22%	8%	33%	33%
毛利率	58%	57%	58%	58%
EBIT Margin	12%	5%	12%	12%
EBITDA Margin	4%	8%	15%	15%
收入增长	56%	9%	83%	27%
净利润增长率	42%	-59%	399%	31%
资产负债率	48%	57%	55%	50%
息率	0.0%	0.1%	0.5%	0.7%
P/E	113.9	278.6	55.8	42.6
P/B	25.1	23.6	18.2	14.0
EV/EBITDA	232.7	115.4	36.3	28.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26556	28883	52757	67118
营业成本	11239	12477	22290	28324
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	7993	9491	15600	19833
管理费用	4243	5559	8376	10595
财务费用	93	282	179	131
投资收益	0	30	60	70
资产减值及公允价值变动	0	150	119	129
其他收入	199	0	0	0
营业利润	3187	1254	6491	8433
营业外净收支	60	60	40	50
利润总额	3247	1314	6531	8483
所得税费用	900	355	1744	2206
少数股东损益	2	1	5	6
归属于母公司净利润	2345	958	4782	6272

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2345	958	4782	6272
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(1891)	1090	1355	1649
公允价值变动损失	0	(150)	(119)	(129)
财务费用	93	282	179	131
营运资本变动	6661	(517)	1727	1367
其它	2	1	5	6
经营活动现金流	7117	1382	7751	9164
资本开支	(1748)	(5109)	(5760)	(5810)
其它投资现金流	(1698)	0	(1082)	(1732)
投资活动现金流	(3572)	(5184)	(6943)	(7632)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	85	5000	(1000)	(1000)
支付股利、利息	0	(287)	(1435)	(1882)
其它融资现金流	(5611)	457	(380)	(50)
融资活动现金流	(5442)	5170	(2815)	(2932)
现金净变动	(1897)	1368	(2007)	(1399)
货币资金的期初余额	4119	2222	3782	2731
货币资金的期末余额	2222	3590	1775	1333
企业自由现金流	5249	(3546)	2081	3396
权益自由现金流	(344)	1706	570	2249

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032