

特海国际 (9658.HK)

拥抱国际中餐新蓝海，火锅龙头谱写出海新篇章

国际中餐作为当下新蓝海市场，国内餐饮品牌出海成为大势所趋。但受制于供应链、标准化及文化协同，目前国际中餐行业连锁化及集中度均较低，高标准化的火锅、茶饮以及大单品有望率先出海。特海国际作为中餐出海代表标的，公司主品牌为国内餐饮龙头海底捞，由于布局海外市场较早且在国际上形成了较好的品牌口碑及认知度，跨国管理经营及管理体系领先同业。随着未来公司品牌力沉淀、供应链成熟、产品本地化逐步完善，区域拓店有望提速，单店模型具备广泛优化空间，长期开业前景广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

- 国内中餐出海领军者，分拆上市再启程。特海国际早年为海底捞全资子公司，公司于 2022 年分拆上市港交所，目前公司已在 12 个国家开设超 115 家餐厅，遍及东南亚、东亚和北美等重点区域，其中 75% 门店位于东南亚及东亚，19-22 年年均拓店约 25 家。受益于疫情过后客流恢复及门店数量增长，23 年 H1 公司实现收入 3.2 亿美元/+32%，同店及翻台率显著提升。
- 中餐出海前景广阔，高标准化的火锅、茶饮有望率先出海。2021 年国际中餐市场规模超 2600 亿美元，占国际餐饮市场比重约 9.9%，预计到 2026 年市场规模超 4000 亿美元，21-26 年 cagr 约为 10%，6000 万的海外华人构建了国际中餐市场坚实的客群基础，长期增长前景广阔。相较于国内 4 万亿美元的餐饮市场，国际中餐市场仍处于早期阶段，由于供应链出海/标准化复杂/文化协同三大难点，目前国际中餐市场缺少大型连锁中式品牌，整体集中度低且区域性强，火锅、茶饮等相对高标准化的品类有望率先实现出海。
- 国内餐饮品牌天花板，本地化&标准化&供应链优化助力拓展海外市场。海底捞作为国内餐饮龙头品牌，在国际餐饮市场上形成了较好的品牌口碑及认知度，19-23 年间连续 5 年入选全球餐饮品牌价值 top25，品牌力领跑同业。目前公司已在多国区域与当地供应商成功构建采购、物流仓储和加工的完整供应链，并于新加坡等国家构建中央厨房，未来随着供应链逐渐完善以及区域门店拓展带来的规模效应，长期来看门店经营利润率有望持续提升。管理方面，公司采用国内“师徒制”管理体系，采用区域经理强化异地管理效率，人才培养体系完善且储备成熟，随着品牌力沉淀、供应链成熟、产品本地化完善，后续展业有望提速，未来开业前景广阔。
- 投资建议及盈利预测：预计公司 23-25 年实现营业收入 6.9/8.4/9.8 亿美元，实现归母净利润 0.24/0.48/0.65 亿美元，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 34x/17x/13x，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响餐厅正常经营，开业进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万美元)	332	565	692	842	979
同比增长	44%	70%	23%	22%	16%
营业利润(百万美元)	-15	69	94	128	156
同比增长	40%	-546%	37%	36%	21%
净利润(百万美元)	-151	-35	24	48	65
同比增长	180%	-77%	-169%	98%	37%
每股收益(美元)	-0.24	-0.06	0.04	0.08	0.10
P/E(倍)	-5.3	-23.0	33.5	16.9	12.4

资料来源：公司数据、招商证券，注：港币/美元汇率取 7.8116

增持（首次）

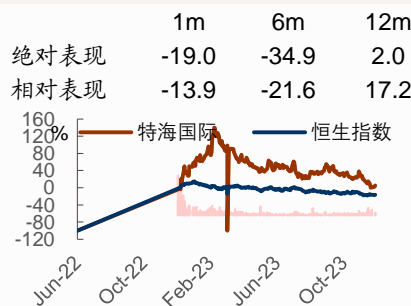
消费品/商业

当前股价：10.14 港元

基础数据

总股本(万股)	61933
香港股(万股)	61933
总市值(十亿港元)	6.3
香港股市值(十亿港元)	6.3
每股净资产(港元)	3.23
ROE(TTM)	7.07
资产负债率	58.4%
主要股东	NP UNITED HOLDING LTD
主要股东持股比例	29.1%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
- 李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
- 潘威全 研究助理
panweiquan@cmschina.com.cn
- 李星馨 研究助理
lixingxin@cmschina.com.cn

正文目录

一、特海国际：国内中餐出海领军者，分拆上市再启程	5
1.1 公司简介：国内餐饮赛道头部品牌，分拆上市拓展海外市场	5
1.2 股权结构：股权激励制结构稳定，公司管理团队经验丰富	6
1.3 经营状况：客流改善带动同店持续修复，疫后业绩扭亏为盈	7
二、行业概况：中餐出海前景广阔，标准化的火锅、茶饮有望率先出海	12
2.1 国际中餐市场规模增长迅速，国际火锅市场成长空间大	12
2.2 火锅标准化程度高，可复制，人工依赖程度低，易于出海	14
三、竞争优势：国内餐饮品牌天花板，本地化&标准化&供应链优化助力出海	16
3.1 国内餐饮龙头品牌，本土化产品拓展海外市场，标准化运营管理保障服务质量	16
3.2 完善运营机制，升级供应链，聚焦成本优化	17
3.3 公司单店模型盈利能力与可复制性较强，未来开店前景广阔	19
四、投资建议及盈利预测	21
五、风险提示	22

图表目录

图 1：海底捞&特海国际发展历史	5
图 2：特海国际门店区域分布	5
图 3：特海国际门店分布占比	5
图 4：特海国际股权结构图	6
图 5：2022 年营业收入同比增长 79%（单位：百万美元）	7
图 6：特海国际整体翻台率情况	7
图 7：特海国际门店数量情况	8
图 8：特海国际单店收入情况	8
图 9：公司毛利及毛利率情况（单位：百万元）	8
图 10：公司归母净利润及归母净利率情况（单位：百万元）	8
图 11：公司费用率情况	9
图 12：后疫情时代公司盈利能力逐渐改善	9
图 13：东南亚餐厅稳步增加（单位：家）	9

图 14: 东南亚每家餐厅日均客流迅速回升 (单位: 人次)	9
图 15: 东南亚翻台率逐步恢复 (单位: 次/天)	9
图 16: 东南亚单店收入逆势增长 (单位: 万美元/天)	9
图 17: 东亚市场门店数量情况 (单位: 家)	10
图 18: 东亚翻台率逐渐修复 (单位: 次/天)	10
图 19: 东亚每家餐厅日均客流回暖 (单位: 人次)	10
图 20: 东亚客单价相对稳定 (单位: 美元)	10
图 21: 北美、澳洲市场存量门店少 (单位: 家)	10
图 22: 北美、澳洲翻台率逐步回升 (单位: 次/天)	10
图 23: 北美、澳洲客流量近年略有上升 (百万人次)	11
图 24: 北美、澳洲人均消费较为稳固 (单位: 美元)	11
图 25: 欧洲仅在英国布局 3 家门店 (单位: 家)	11
图 26: 英国翻台率逐年增加 (单位: 次/天)	11
图 27: 英国客单价持稳, 潜在上升 (单位: 美元)	11
图 28: 英国日均单店收入恢复势头强劲 (单位: 千美元)	11
图 29: 中餐国际市场份额逐年增长 (单位: 十亿美元)	12
图 30: 国际火锅市场增长趋势明显 (单位: 十亿美元)	12
图 31 国际中式餐饮及火锅市场情况 (2021 年)	12
图 32: 海外华人数量逐步增长 (单位: 百万人)	13
图 33: 2021 年在外劳工多位于东亚、东南亚 (单位: 万人)	13
图 34: 2021 年在外劳务人员分布	13
图 35: 境外劳务人员规模 (单位: 万人)	13
图 36: “中国菜”关键词在北美和大洋洲受关注度较高	14
图 37: 2018 年以来“中国菜”词频搜索量位居各菜系榜首	14
图 38: 2019 年餐饮各业态毛利率、净利率比较	14
图 39: 2019 年餐饮各业态相关开支比较	14
图 40: 国内火锅店成本中原材料、房租、人力占 70%	15
图 41: 国内火锅店收入主要来自食品加工	15
图 42: 海底捞位列“2023 年全球餐饮品牌价值 top25”第 14 名, 是唯一上榜的中国餐饮品牌	16
图 43: 海外店铺迎合本地口味供应锅底和材料	17
图 44: 特海国际位于新加坡科技感十足的餐厅	17

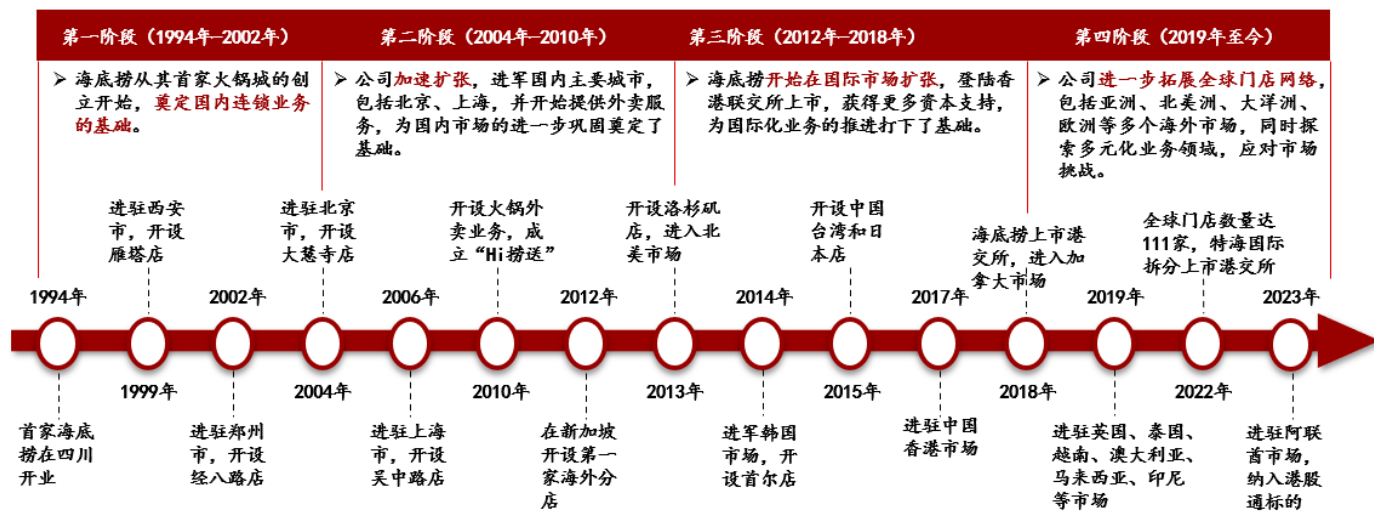
图 45: 特海国际印尼餐厅“喜迎春节”活动	17
图 46: 特海国际按职能划分的全职员工占比	18
图 47: 海外餐厅每日收入恢复良好 (单位: 千美元)	18
图 48: 前五大供应商采购总额 (单位: 百万美元)	19
图 49: 公司中央厨房	19
表 1: 公司高管团队经验丰富	6
表 2: 公司于国际市场中式餐饮品牌排名第三	15
表 3: 特海国际优化原料采购流程	18
表 4: 餐厅层面经营利润率	18
表 5: 特海国际单店模型情况	19
表 6: 特海国际东南亚地区开店空间测算	20
表 7: 特海国际东亚地区开店空间测算	20
表 8: 特海国际北美洲及其他地区开店空间测算	21
表 9: 特海国际分区域开店空间测算	21
表 10: 特海国际盈利预测	21

一、特海国际：国内中餐出海领军者，分拆上市再启程

1.1 公司简介：国内餐饮赛道头部品牌，分拆上市拓展海外市场

特海国际早年为海底捞全资子公司，在国际市场提供“海底捞火锅”就餐服务。特海国际早年为海底捞全资子公司，于 2022 年 7 月份于港交所主板独立上市。1994 年，海底捞在四川开出首家门店，之后进入快速扩张期。2012 年，公司率先拓展东南亚市场，在新加坡开设首家餐厅。2013 年，美国洛杉矶店营业，海底捞进军北美市场；14-15 年，海底捞在韩国、中国台湾和日本开业，进军东亚海外市场。2018 年上市后，海底捞继续发展全球门店网络，覆盖北美洲、大洋洲、欧洲等海外市场，2022 年特海国际分拆上市港交所，公司门店数量达到 115 家，并于 2023 年进入港股通。

图 1：海底捞&特海国际发展历史



资料来源：招股说明书，招商证券

截至 2023H1，公司已在 12 国开设 115 家餐厅，遍及东南亚、东亚和北美等重点区域。从门店数量上看，19-22 年间公司门店数量分别为 38/74/94/111 家，年均净增门店约 25 家，疫情期间依旧保持了较为高速的扩张门店节奏，其中 75% 左右的门店集中于东南亚（新加坡、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南）及东亚区域（日本、韩国）。从 2019-2021 年，公司年收入分别为 2.33/2.21/3.12 亿美元，复合年增长率为 15.8%。

图 2：特海国际门店区域分布

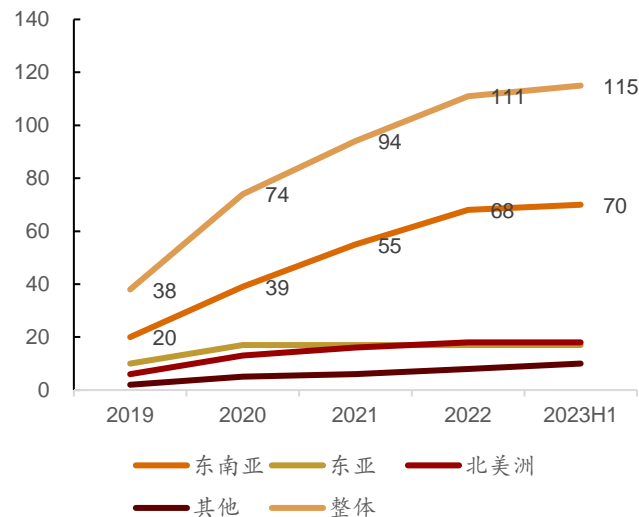
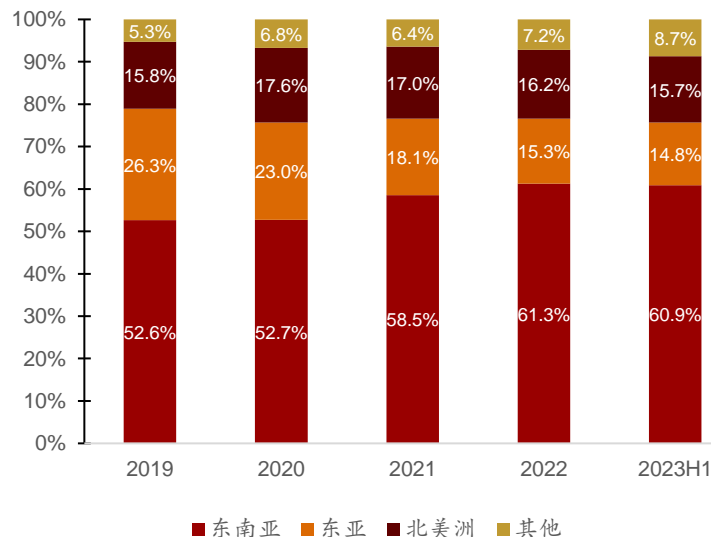


图 3：特海国际门店分布占比



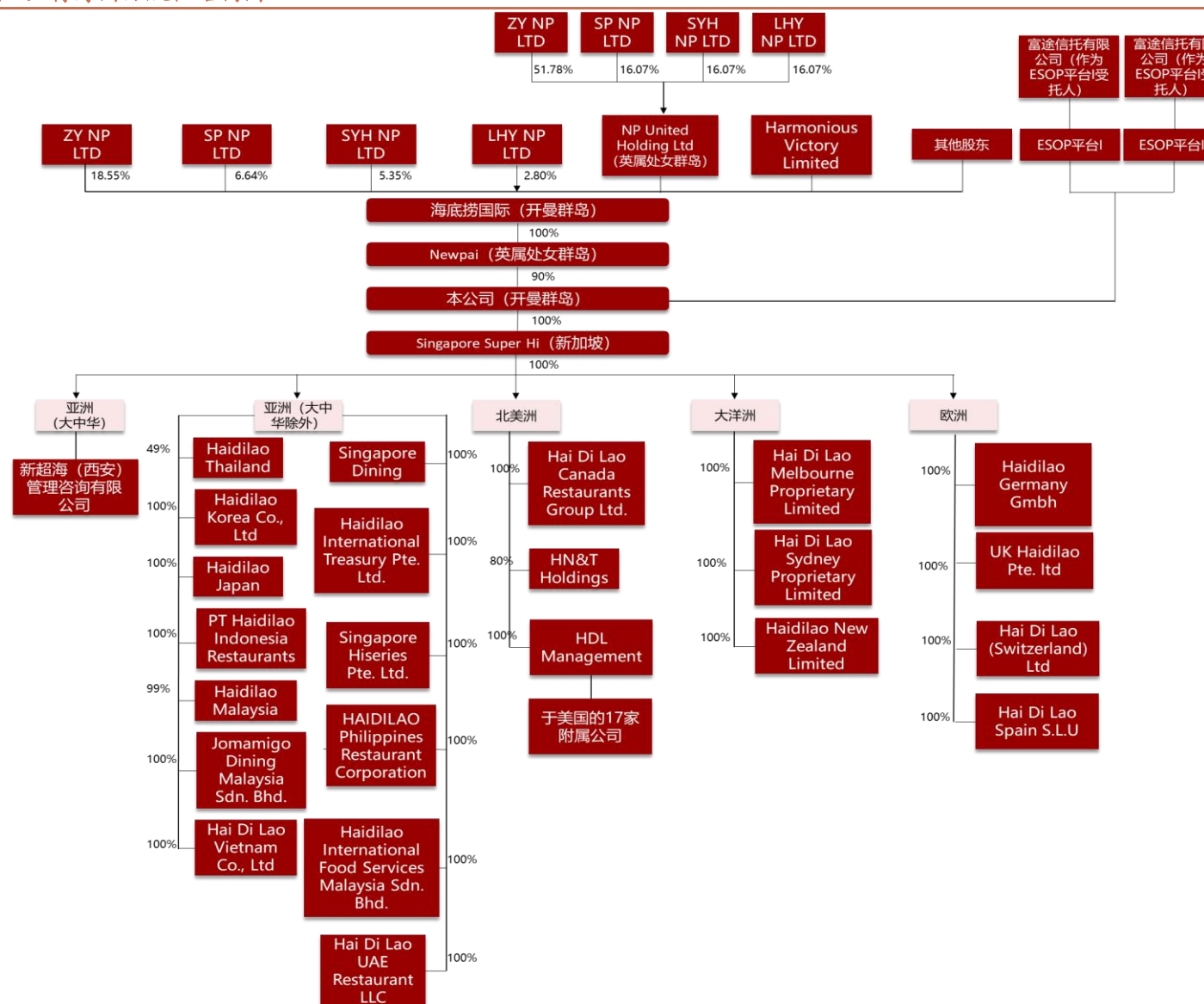
资料来源：招股说明书、招商证券

资料来源：招股说明书、招商证券

1.2 股权结构：股权激励制结构稳定，公司管理团队经验丰富

股权激励制结构稳定，原海底捞股东持 90% 股份。在公司完成上市分拆后，原海底捞股东按照各股东持股海底捞比例派分特海国际 90% 股份，剩余 10% 股权则划分至雇员激励平台富途信托有限公司，张勇和舒萍夫妇仍是特海国际的主要股东与实际控制人。

图 4：特海国际股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

多数高管加入海底捞集团较长时间，团队从业经验丰富。执行董事、董事长兼首席执行官周兆呈先生在企业管理、品牌管理和战略咨询方面拥有丰富经验。自 2018 年加入海底捞以来，周兆呈先生一直深入参与公司的战略发展、国际化运营和品牌规划。他得到了在海外海底捞餐厅拥有丰富运营经验的核心团队的支持。执行董事和首席运营官王金平先生在海底捞工作超过 14 年，负责监督海外餐厅的运营超过 8 年。执行董事兼产品总监刘丽女士从新加坡餐厅的服务员起步，在公司任职约 10 年。

表 1：公司高管团队经验丰富

姓名	年龄	职务	经历
周兆呈	50	董事会主席	于 2018 年 4 月担任海底捞集团首席战略官；于 2020 年 4 月获委任为海底捞国际执行

敬请阅读末页的重要说明

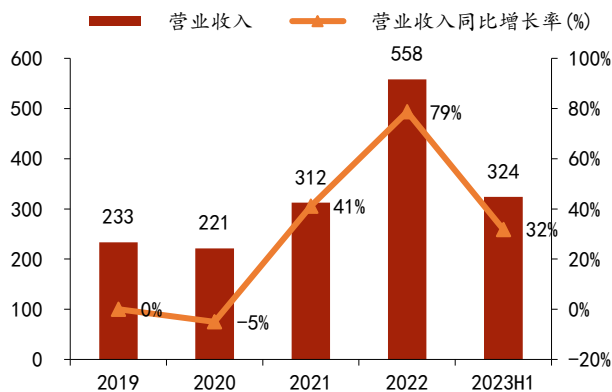
		兼执行董事	董事和联系公司秘书，负责协助首席执行官制定发展战略，以及海底捞国际集团的风险控制、法律事务、品牌及公共关系。
李瑜	37	执行董事兼首席执行官	于 2007 年 11 月加入公司，任职超过 15 年；2022 年 10 月以来，协助前任首席执行官周兆呈先生监督本集团业务的管理及运营；自 2021 年 8 月至 2022 年 9 月担任海底捞国际的执行董事。
王金平	39	执行董事兼首席运营官	在餐饮服务领域约有 14 年的经验，擅长行政管理、企业营销和市场营销；自 2021 年 5 月起负责管理和监督本集团在新加坡，马来西亚、澳大利亚和新西兰的业务运营；于 2022 年 3 月，出任海底捞国际首席营运官。
刘丽	36	执行董事兼产品总监	在餐饮服务领域有近 10 年的经验；于 2022 年 3 月晋升为海外产品总监；曾担任海底捞国际在中国大陆的小吃及甜点开发项目主管，并于 2021 年 11 月至 2022 年 3 月负责进行产品开发。
周绍华	36	副总裁兼大区经理	有近 12 年餐饮服务领域经验；于 2010 年 10 月加入海底捞国际集团；于 2013 年 1 月调往新加坡担任项目经理协助当地的业务开拓；于 2014 年 7 月晋升为餐厅值班经理，2016 年 4 月晋升为门店经理；于 2022 年 3 月晋升为大区经理。
李璐	34	财务总监	拥有近十年财务管理及控制经验；从 2018 年 7 月至 2019 年 12 月在海鸿达（北京）餐饮管理有限公司担任财务分析经理；于 2021 年 11 月重新加入海底捞国际集团，担任海外业务财务经理，负责非中国大陆地区的财务管理和会计工作。

资料来源：招股说明书、招商证券

1.3 经营状况：客流改善带动同店持续修复，疫后业绩扭亏为盈

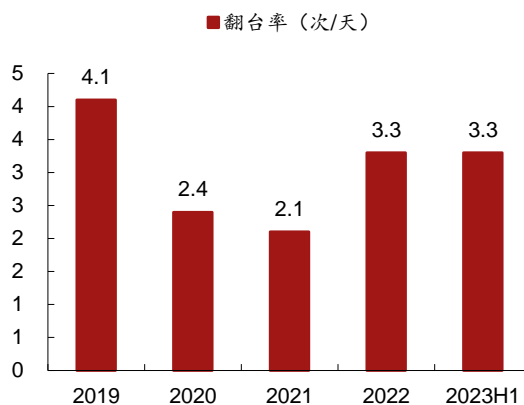
2022 年公司实现营业收入 5.58 亿美元，同比增长 79%。2019-2022 年，公司分别实现营业收入 2.3/2.2/3.1/5.6 亿美元。2020 年尽管受疫情影响，公司收入仍与 19 年基本持平。2021 年和 2022 年，尽管各地疫情散点爆发，公司营业收入分别同比增长 41.2%/78.7%，表现亮眼。分业务来看，其中餐厅经营为公司主要收入来源，2021 年餐厅经营收入占公司整体收入的 95%。23H1 公司实现营业收入 3.2 亿美元/+32%，其中翻台率为 3.3/同比持平，约恢复至 19 年 80%水平，收入大幅主要得益于门店数量增长及疫情过后客流修复带动单店收益改善。

图 5：2022 年营业收入同比增长 79%（单位：百万美元）



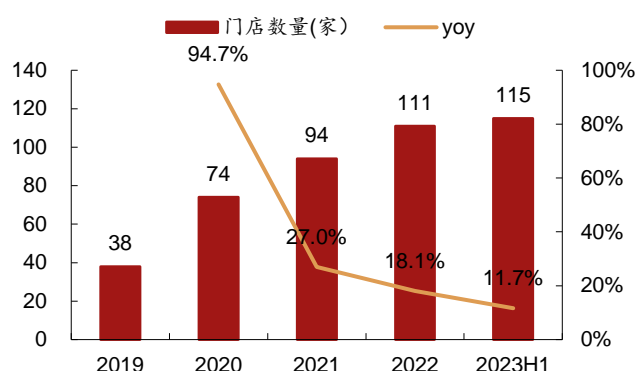
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：特海国际整体翻台率情况



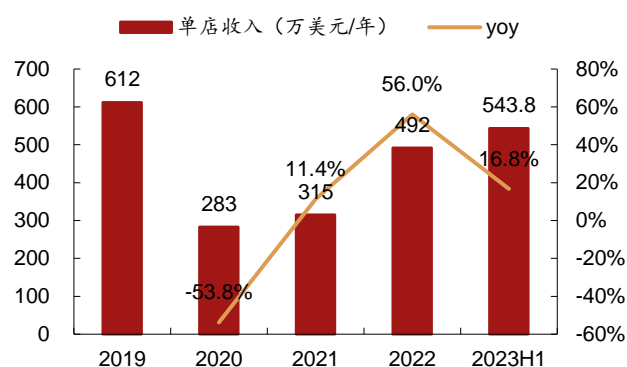
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：特海国际门店数量情况



资料来源：公司公告、招商证券

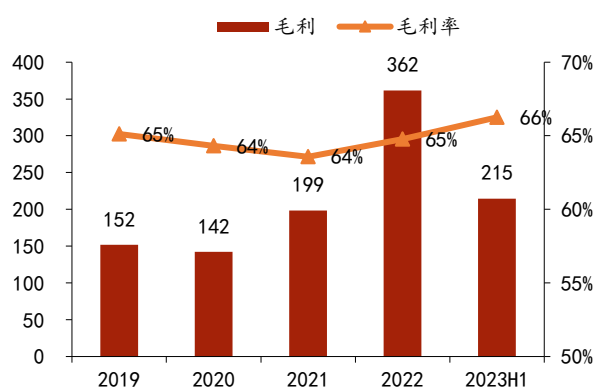
图 8：特海国际单店收入情况



资料来源：公司公告、招股说明书、招商证券，注：19-20 年为餐厅营业收入/门店数量进行测算，21-23H1 为财报披露。

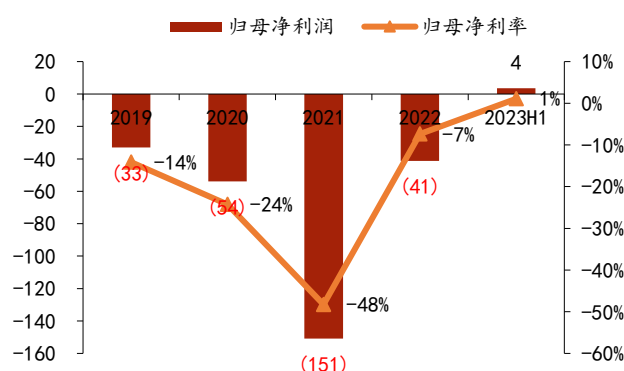
疫情期间毛利率保持稳定, 23H1 实现扭亏。疫情期间公司毛利率维持在 65% 水平上下, 整体表现较为稳定。2019-2021 年, 特海国际归母净利润分别为 -0.3/-0.2/-1.5 亿美元, 2022 年, 公司亏损大幅收窄至 0.4 亿美元。2023 中报显示, 受益于海底捞餐厅的经营业绩改善、客流量增加及公司业务 2023 年上半年的持续扩张和公司品牌影响力的增长, 特海国际于 2023H1 实现扭亏为盈, 实现归母净利润 3.39 万美元, 归母净利润率为 1.1%。

图 9：公司毛利及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

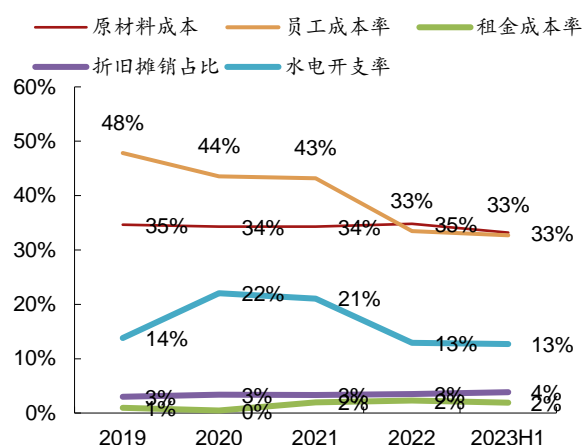
图 10：公司归母净利润及归母净利率情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

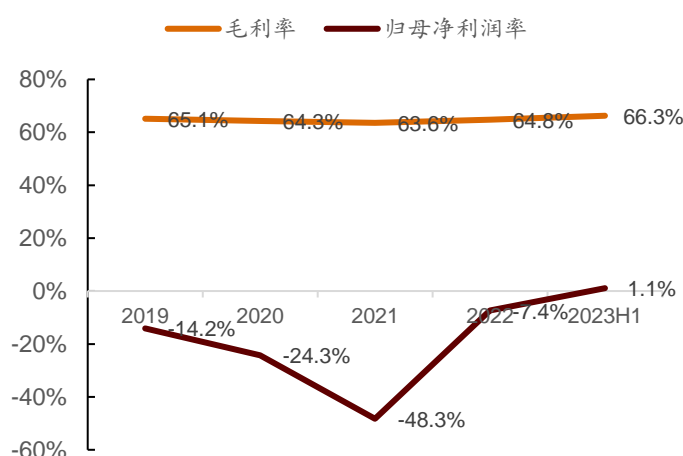
原材料、人力成本、折旧/摊销和租金成本是特海国际最主要的四项成本。原材料与人力成本相较疫情前略有下滑, 疫情期间租金成本略有提升。2019-2022 年, 公司人力成本分别为 1.1/1.0/1.4/1.9 亿美元, 收入占比分别为 45.4%/43.6%/43.2%/33.4%, 占收入比有大幅降低, 主要系公司调整员工薪酬所致。考虑到发达国家门店人工成本较高, 未来特海将通过合理用工等优化措施以进一步降低人工成本。

图 11: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

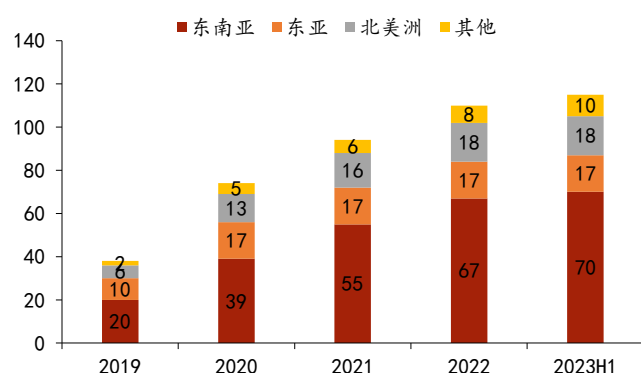
图 12: 后疫情时代公司盈利能力逐渐改善



资料来源: 公司公告、招商证券

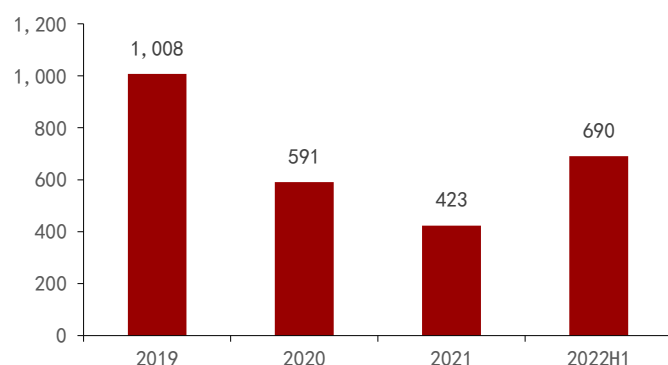
坚持全球化布局，东南亚为主攻区域。截至 2023 年 H1，特海国际拥有门店数量 115 家，其中东南亚 70 家，门店数占比超 6 成。东南亚餐饮市场相对成熟，2019 年前各国的餐厅翻台率都保持在 4 以上。截至 2022 年 10 月，公司于东南亚的 67 家门店合计吸引了 1300 万顾客，考虑到东南亚人口基数大（近 5 亿）以及东南亚市场对中式餐饮有较高的接受度，未来公司在东南亚市场仍具备较大加密空间。

图 13: 东南亚餐厅稳步增加（单位：家）



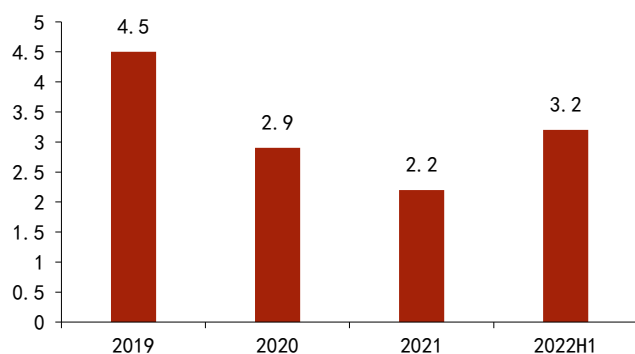
资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 东南亚每家餐厅日均客流迅速回升（单位：人次）



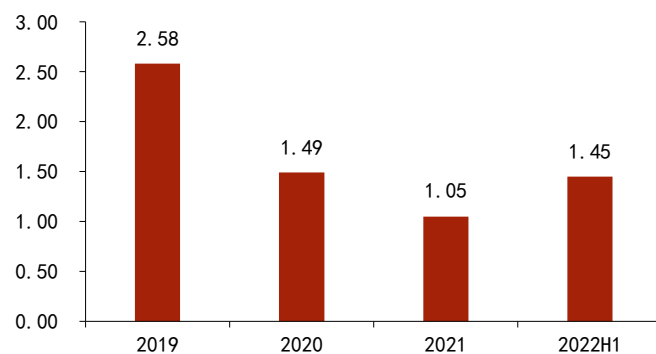
资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 东南亚翻台率逐步恢复（单位：次/天）



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 东南亚单店收入逆势增长（单位：万美元/天）

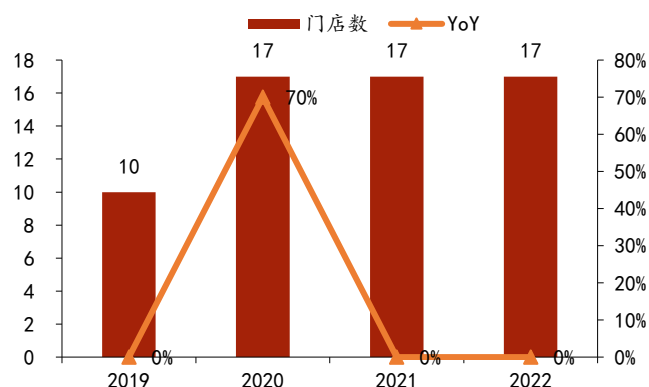


资料来源: 公司公告、招商证券

日韩目前门店渗透率较低，东亚增长潜力巨大。2019-2022 年，东亚市场翻台率分别为 3.4/1.9/1.9/2.6 次，日均客流分别为 466/218/205/342 人次，翻台率和客流有所回暖。公司在东亚市场规模未成熟，截至 2022 年 10 月，日本和韩国核心城市仅 17 家门店，鉴于两国共有 64 个城市，且日韩与国内消费习惯较为接近，对火锅业态适应性较强，

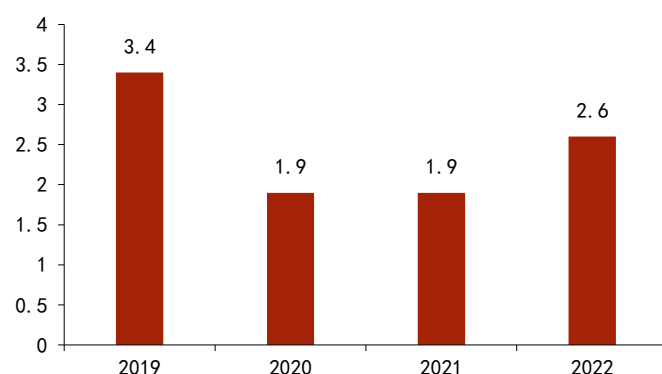
未来扩张潜力巨大。

图 17: 东亚市场门店数量情况 (单位: 家)



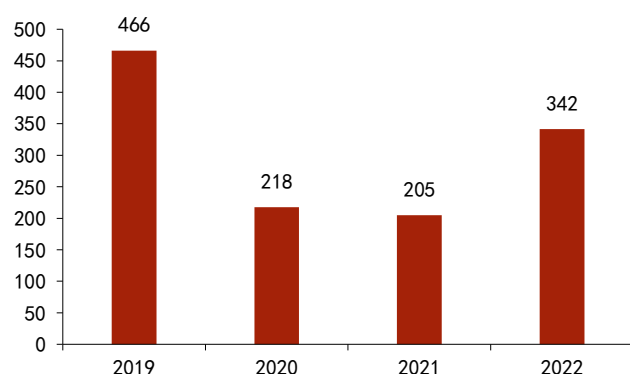
资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 东亚翻台率逐渐修复 (单位: 次/天)



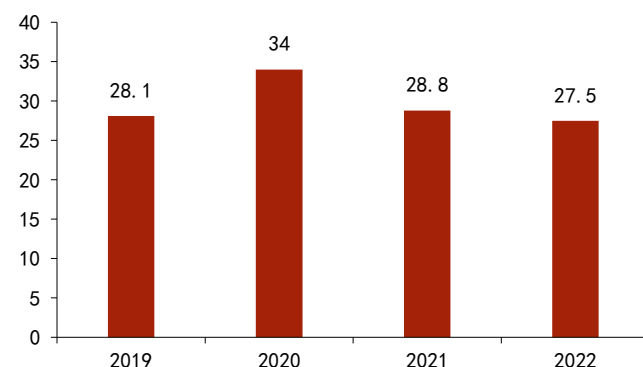
资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 东亚每家餐厅日均客流回暖 (单位: 人次)



资料来源: 公司公告、招商证券

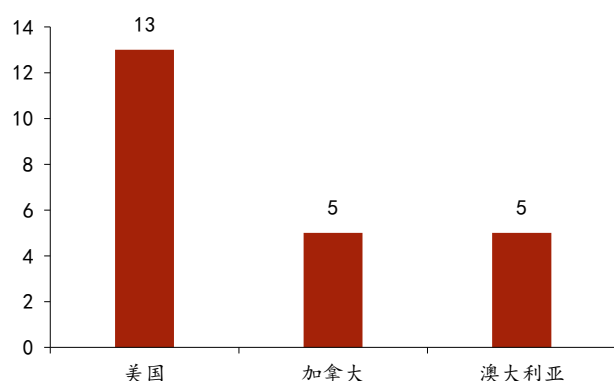
图 20: 东亚客单价相对稳定 (单位: 美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

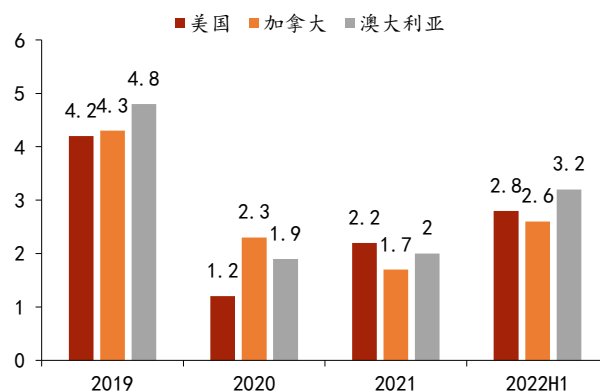
北美、澳洲经济体量大、华人数量多、存量门店少，未来拓店空间较大。美国、加拿大和澳大利亚是经济体量庞大、华人人口众多的发达国家，截至 2022 年 10 月，三国仅开设 23 家门店，其中美国 13 家。受益于发达的经济水平和庞大的华人数量（三国华人人口总计约 850 万），北美、澳洲具备广阔的拓店空间。

图 21: 北美、澳洲市场存量门店少 (单位: 家)



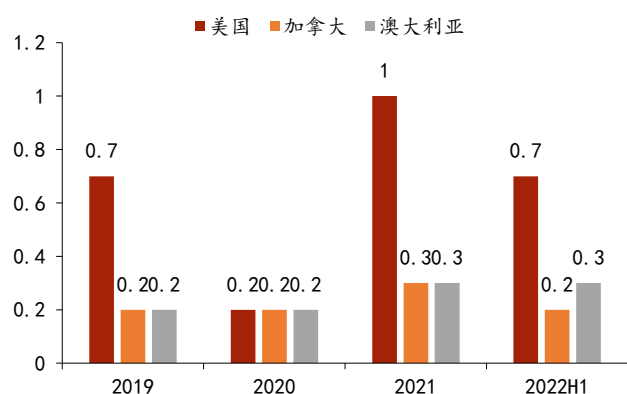
资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 北美、澳洲翻台率逐步回升 (单位: 次/天)



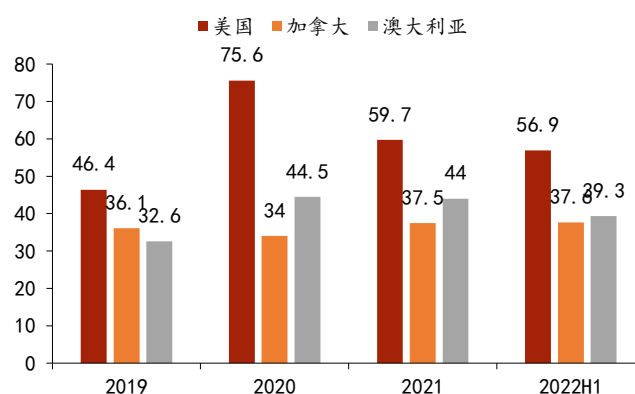
资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 北美、澳洲客流量近年略有上升 (百万人次)



资料来源: 公司公告、招商证券

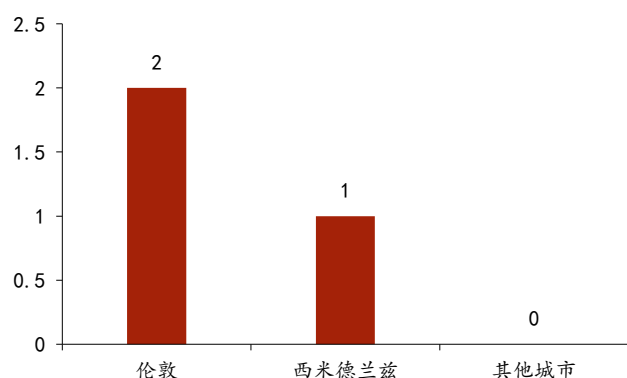
图 24: 北美、澳洲人均消费较为稳固 (单位: 美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

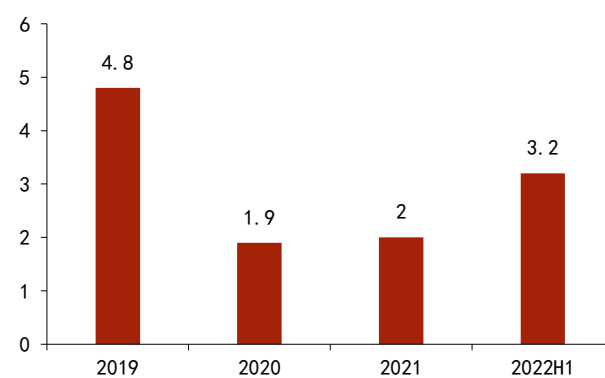
欧洲市场布局仍处于早期阶段。公司于 2019 年开拓欧洲市场, 目前仅在英国有 3 家门店, 主要分布于华人社区, 整体来看特海国际的欧洲布局仍处于早期孵化阶段。考虑到整个欧洲有 50 个国家和众多城市, 未来公司有望将英国模式复制到整个欧洲市场, 通过培育消费者火锅习惯, 实现欧洲市场的扩张。

图 25: 欧洲仅在英国布局 3 家门店 (单位: 家)



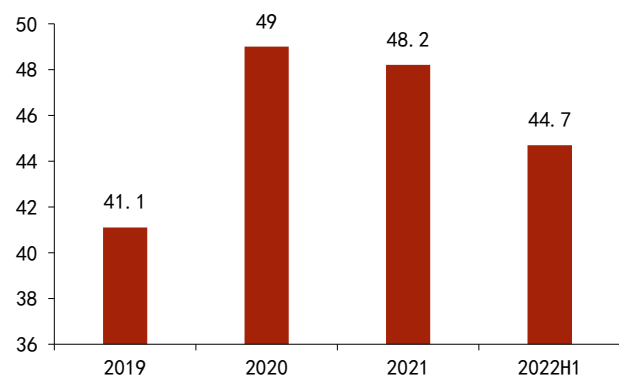
资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 英国翻台率逐年增加 (单位: 次/天)



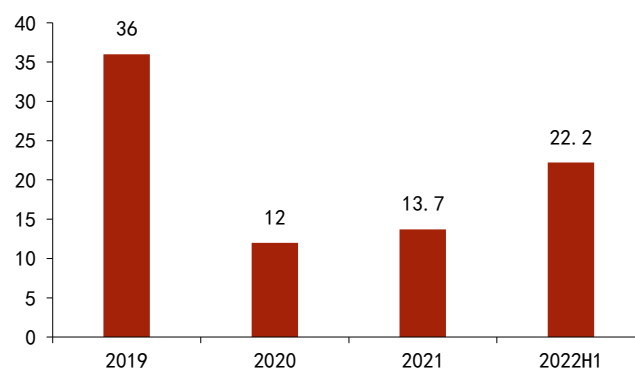
资料来源: 公司公告、招商证券

图 27: 英国客单价持稳, 潜在上升 (单位: 美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 英国日均单店收入恢复势头强劲 (单位: 千美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

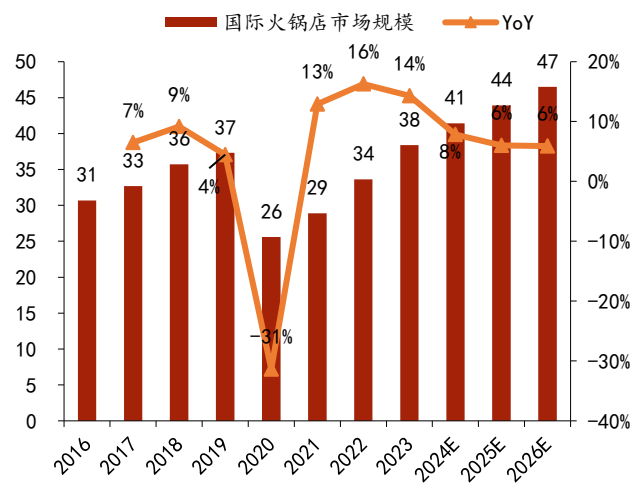
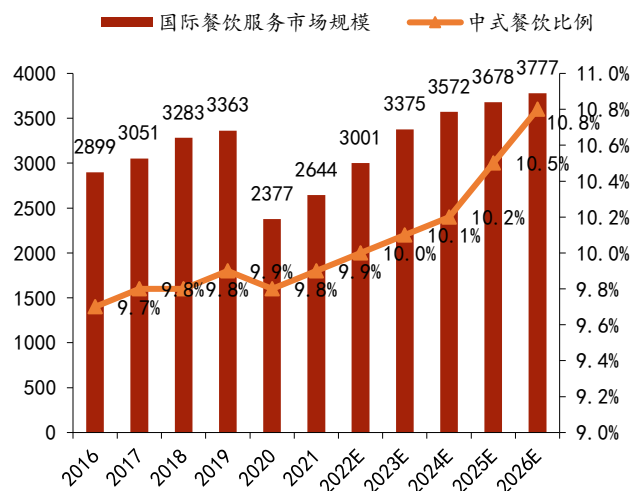
二、行业概况：中餐出海前景广阔，高标准化的火锅、茶饮有望率先出海

2.1 国际中餐市场规模增长迅速，国际火锅市场成长空间大

国际中餐市场规模超 2600 亿美元，中餐国际市场份额持续上升。根据弗若斯特沙利文数据显示，2021 年国际餐饮国际规模为 2.6 万亿美元/+11.2%，16-19 年间 cagr 为 5.1%，其中中式餐饮国际市场呈现稳步增长趋势，2021 年市场规模超 2600 亿美元，2016/2021 年占比分别为 9.7%/9.9%。中长期来看，随着中餐出海持续推进、海外华人数量增加以及中餐的文化认同度上市，国际中式餐饮市场的增长速度预计将超过整体国际餐饮服务市场，预计到 2026 年中式国际餐饮市场规模将超 4000 亿美元，21-26 年 cagr 超 9%，其中诸如火锅、餐饮等高标准化品类具有广泛前景。

图 29：中餐国际市场份额逐年增长（单位：十亿美元）

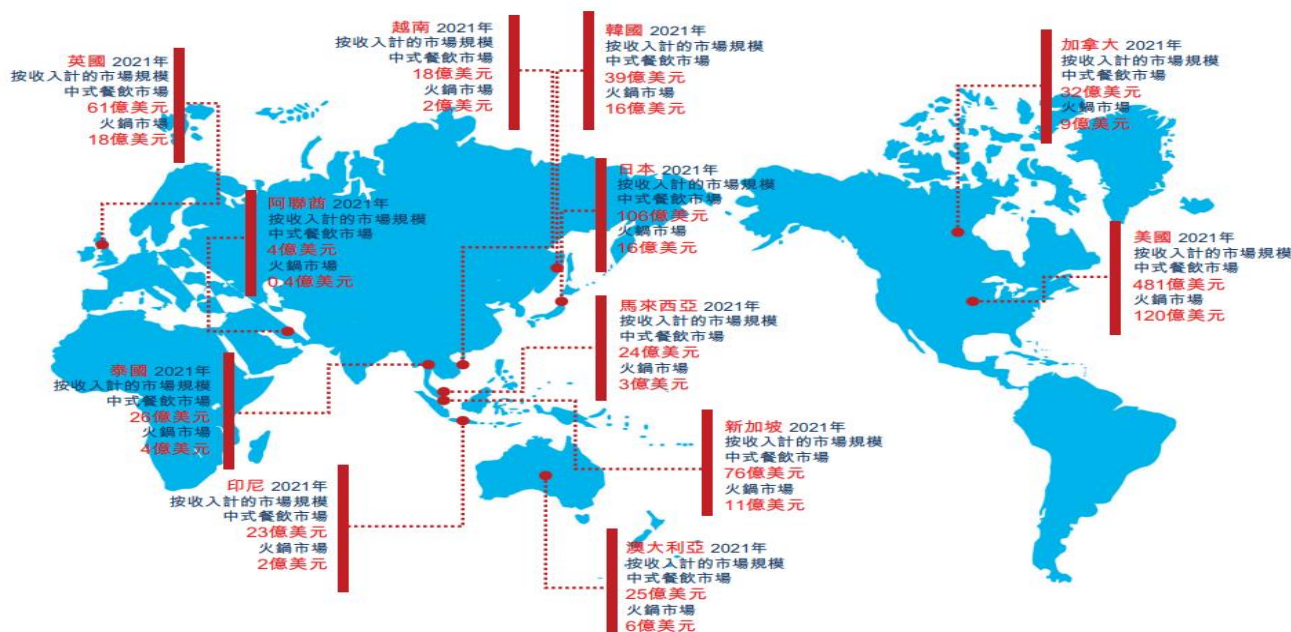
图 30：国际火锅市场增长趋势明显（单位：十亿美元）



资料来源：招股说明书、招商证券

资料来源：招股说明书、招商证券

图 31 国际中式餐饮及火锅市场情况（2021 年）

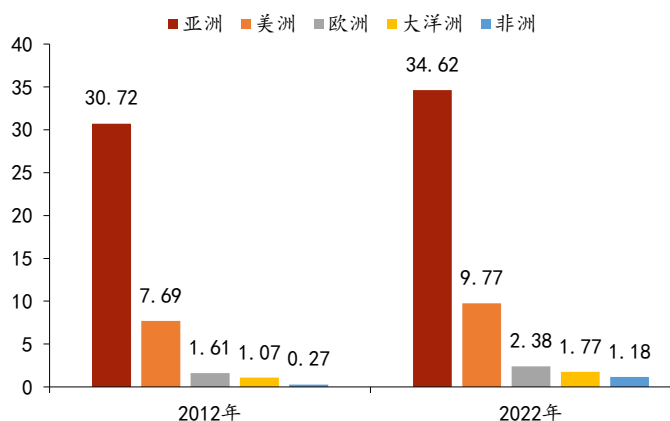


资料来源：招股说明书、招商证券

2020 年海外华人数量总共约 6000 万，主要分布东南亚及北美。22 年，亚洲/美洲/欧洲拥有华人 2900/820/220 万人，占海外华人总人数比重的 69.63%/19.65%/4.79%。超 6000 万海外华人构成中国中餐市场的坚实市场基础，尤其是在

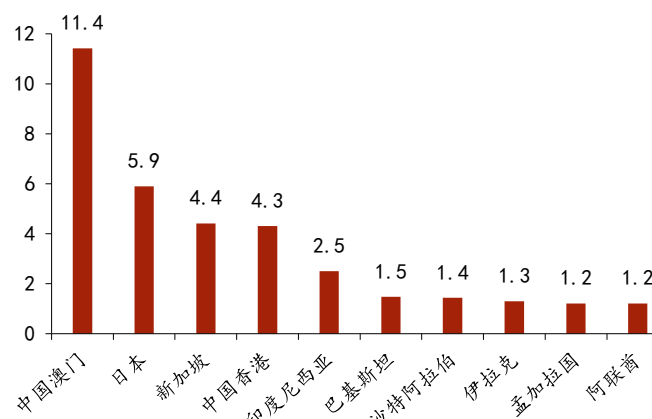
东亚、东南亚地区。同时，国内对外劳务派遣人数大多位于东亚、东南亚，是海底捞门店分布相对密集的地区。

图 32：海外华人数量逐步增长（单位：百万人）



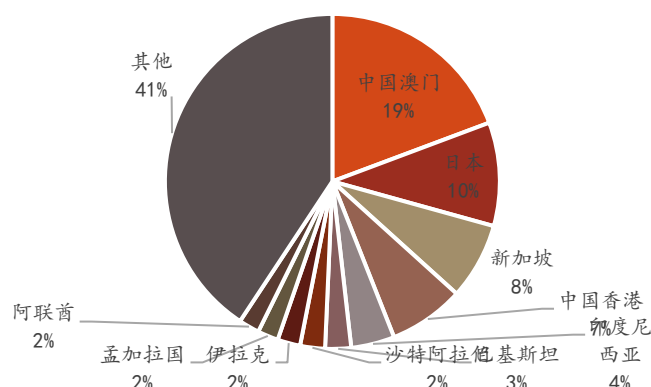
资料来源：Statista、招商证券

图 33：2021 年在外劳工多位于东亚、东南亚（单位：万人）



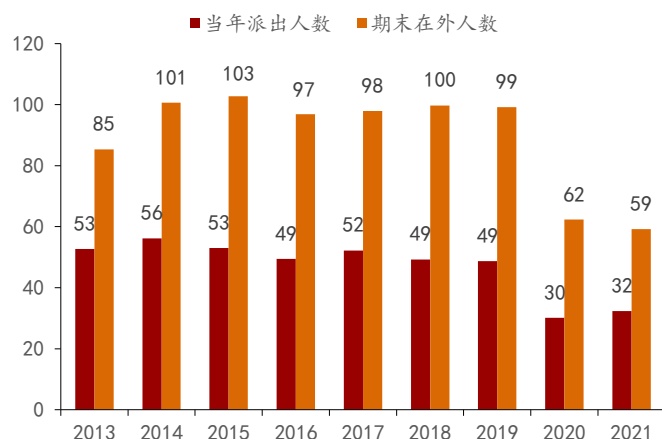
资料来源：《中国对外投资合作发展报告 2022》、招商证券

图 34：2021 年在外劳务人员分布



资料来源：商务部、招商证券

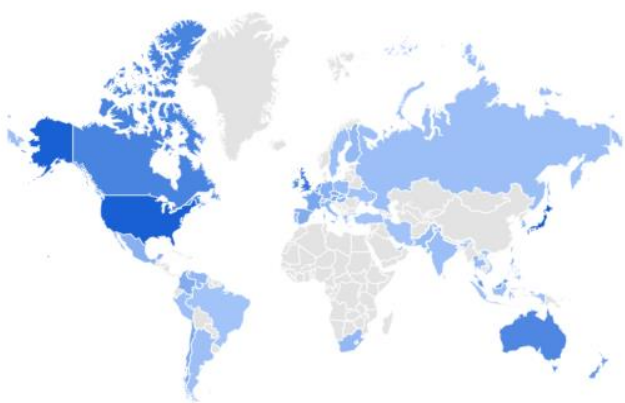
图 35：境外劳务人员规模（单位：万人）



资料来源：商务部、招商证券

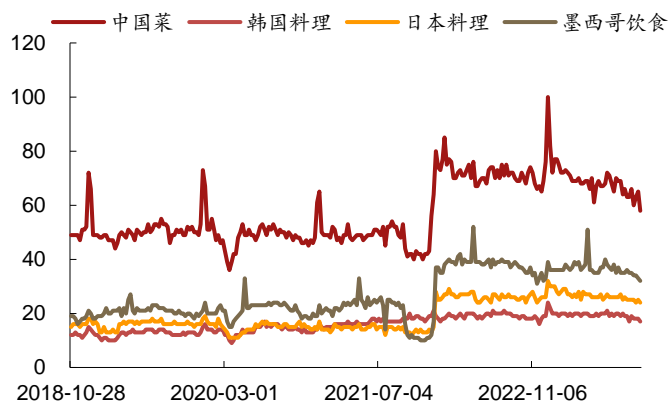
非华人对中餐市场的认同度上升，市场逐渐多元化。随着中国文化在国际社会的认可度提高，中餐作为一个便捷且重要的文化载体，对于非华裔群体越来越具吸引力。这种需求的潜力巨大，有望为中国知名中餐品牌在国际市场提供强大的发展机会。近 5 年，对于“中国菜”关键词关注度最高的国家分别为比利时、荷兰、英国、爱尔兰，表明中餐在欧洲市场潜力巨大。

图 36：“中国菜”关键词在北美和大洋洲受关注度较高



资料来源：Google Trends、招商证券

图 37：2018 年以来“中国菜”词频搜索量位居各菜系榜首



资料来源：Google Trends、招商证券

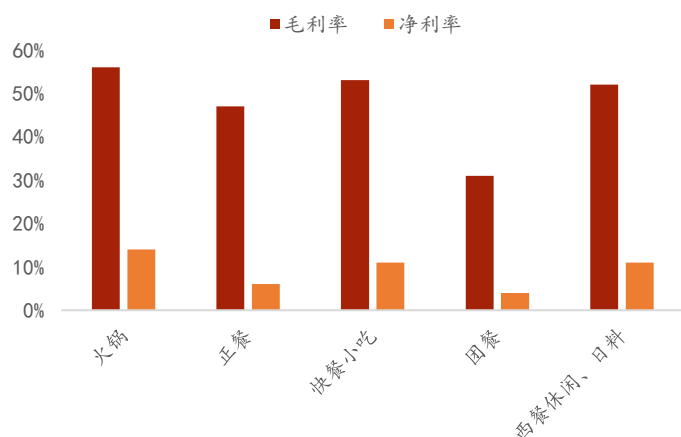
2.2 火锅标准化程度高，可复制，人工依赖程度低，易于出海

火锅标准化程度高，可复制，人工依赖程度低，操作简易，构成海底捞出海基础。火锅无需复杂烹饪，操作简便，不依赖高技能厨师。统一配置底料和调料，广泛的食材选择，以及不要求高度食材新鲜度，这三个特性使得火锅天生适合采用连锁经营，具有强大的扩张潜力。此外，火锅餐厅具有半自助特性，仅需提供标准化的原材料和锅底，极大减少后厨空间和员工成本，同时增加了消费者的自由选择。

火锅深具社交属性，需要通过创新适应、融入海外分餐文化和地方口味。为了满足各种场合的需求，包括聚餐、商务和约会，火锅餐厅可以通过提供单人火锅选项或设计小份量的共享菜品以吸引不习惯共餐的顾客。此外，火锅的适应性还表现在它能够融入当地食材和口味。通过与当地食材供应商合作，火锅餐厅可以提供既符合中国传统口味，又不失地方特色的菜品。这种融合不仅可以降低对进口食材的依赖，降低成本，同时也能更好地迎合当地顾客的口味偏好，增强市场竞争力。

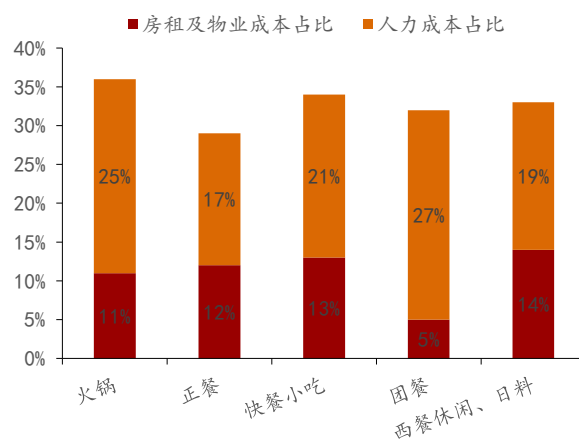
相较其他餐饮业态，火锅毛利率、净利率更高。2019 年，火锅/正餐/快餐小吃/团餐/西餐休闲、日料行业的毛利率和净利率分别为 56%/47%/53%/31%/52%和 14%/6%/11%/4%/11%，火锅的毛利率、净利率均高于其他餐饮业态。

图 38：2019 年餐饮各业态毛利率、净利率比较



资料来源：中国饭店协会、招商证券

图 39：2019 年餐饮各业态相关开支比较

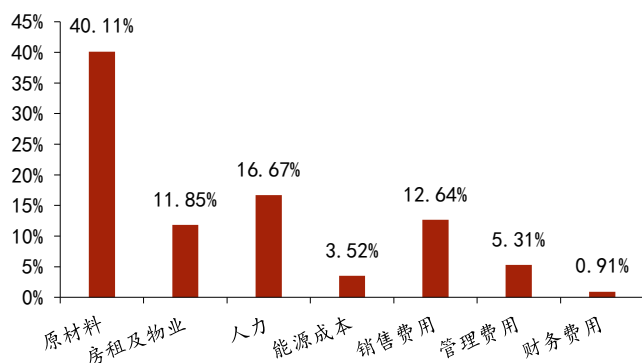


资料来源：中国饭店协会、招商证券

火锅店成本端原材料、房租及人力占 70%，食品加工为收入端主要来源。根据中国饭店协会数据，火锅店成本占比从高到低依次为原材料、人力、房租及物业，分别占 40.11%/16.67%/11.85%。原材料端，正餐/快餐小吃/团餐/西餐休闲、日料原材料成本占比分别为 40.63%/41.82%/55.75%/36.54%，火锅的原材料成本相对较低，大型餐饮品牌可通过中央厨房集中采购进一步减少原材料的成本。人力成本端，正餐/快餐小吃/团餐/西餐休闲、日料的人力成本占比分别为 24.63%/20.72%/26.99%/19.34%，火锅店人力成本仅为 16.67%。收入端，火锅店食品加工/酒水饮料/外卖/电商占比分别为

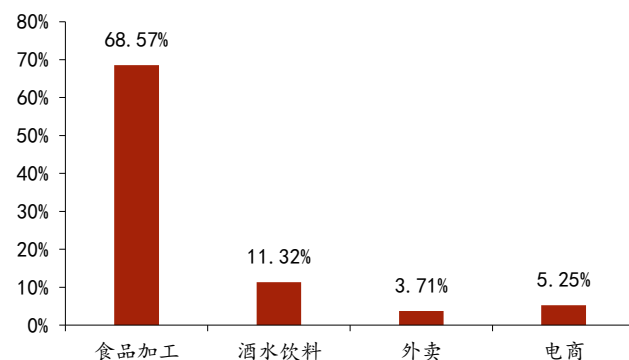
68.6%/11.3%/3.7%/5.3%，食品加工为主要收入来源。

图 40：国内火锅店成本中原材料、房租、人力占 70%



资料来源：中国饭店协会、招商证券

图 41：国内火锅店收入主要来自食品加工



资料来源：中国饭店协会、招商证券

全球的中式餐饮市场呈现高分散特征，且具备较强的区域性。根据招股书数据显示，2021 年海外中餐厅数量已超过 60 万家。其中在国际市场上，拥有超过 10 家分店的中餐品牌仅占总中餐市场的 13%，而在两个以上国家运营的中餐品牌数量不足 5%。依据 2021 年的收入数据显示，海底捞排名国际中餐市场第 3，在国际中餐市场上处于领先地位。

表 2：公司于国际市场中式餐饮品牌排名第三

排名	集团	背景	于 2021 年的收入(百万美元)	截至 2021 年的餐厅数目(家)
1	公司 A	于 1983 年在美国成立，为一家主要提供西化中式餐饮的连锁快餐店。	约 4,000	约 2,200
2	公司 B	于 1993 年在美国成立，为提供西化中式餐饮的休闲餐饮连锁餐厅。	约 1,000	约 320
3	特海国际（海底捞）	于 1994 年在四川成立，是国际领先的中式餐饮品牌，主打火锅品类。	312.4	94
4	公司 C	于 1972 年在台湾成立，是一家提供江浙菜的休闲餐饮连锁餐厅。	约 150	约 120
5	公司 D	于 2002 年在新加坡成立，是一家提供海鲜、中菜和粤菜的休闲餐饮连锁餐厅。	约 130	约 90

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，招商证券

综合来看，国内餐饮品牌出海主要面临三大难点：供应链/标准化/文化协同，目前国际中餐市场上依旧缺少大型的中式连锁品牌，火锅、茶饮、以及大单品等相对高标准化的品类有望率先实现出海。

- **供应链：**中餐在海外推广的主要难题之一是供应链的本地化，首先中式餐饮菜式丰富品类繁多，在当地进行原材料供应通常依赖于当地产品且需要与本地供应商建立稳定合作关系，有时为了适应当地市场，中餐业者需要寻找合适的本地替代品或调整菜品配方。
- **标准化：**传统中餐由于烹饪所需的工艺及流程较为复杂，使得味道通常较为依赖于厨师的个人技艺和经验，国内近年来通过大力发展预制菜及中央厨房，使得部分中餐品类标准化成都有了显著提高，也为出海奠定了出来，目前来看火锅、茶饮、以及大单品等相对高标准化的品类有望率先实现出海。
- **文化协同：**中餐的独特烹饪风格和食材选择可能与目标市场的饮食文化存在一定的差异，不同地区的消费者对食物的口味、质地和呈现方式有不同的期待，中餐需要在保持原汁原味的同时，适度调整以迎合当地口味，语言和文化障碍也可能影响中餐在海外的市场推广和顾客体验，如菜单的翻译、服务方式等。目前来看，东亚及东南亚等文化协同情况较好。

三、竞争优势：国内餐饮品牌天花板，本地化&标准化&供应链优化助力出海

3.1 国内餐饮龙头品牌，本土化产品拓展海外市场，标准化运营管理保障服务质量

海底捞作为国内餐饮龙头品牌，在国际餐饮市场上形成了较好的品牌口碑及认知度，品牌力领跑同业。作为国内餐饮龙头品牌，海底捞率先打造了优秀的商业模式、成熟的管理运营体系以及具备特色的火锅产品，在国际市场上形成了良好的品牌认知度及口碑。根据 brand finance 数据显示，海底捞入选“2023 年全球餐饮品牌价值 top25”榜单，位列第 14 名，自 19 年起海底捞首次入围该榜单以来，至今以连续五年入围，也是今年国内唯一上榜的餐饮企业。

图 42：海底捞位列“2023 年全球餐饮品牌价值 top25”第 14 名，是唯一上榜的中国餐饮品牌

2023 Rank	2022 Rank	Brand	Country	2023 Brand Value	Brand Value Change	2022 Brand Value	2023 Brand Rating	2022 Brand Rating
1	1	Starbucks	United States	53,432	+17%	45,699	AAA	AAA
2	2	McDonald's	United States	36,863	-7%	39,721	AAA-	AAA
3	3	KFC	United States	17,662	+0%	17,623	AAA-	AAA-
4	4	Domino's Pizza	United States	7,352	+1%	7,257	AAA-	AAA-
5	5	Subway	United States	7,053	+0%	7,054	AA+	AA
6	6	Taco Bell	United States	7,050	+11%	6,331	AAA-	AA+
7	11	Tim Hortons	Canada	6,087	+38%	4,399	AAA-	AAA-
8	9	Wendy's	United States	6,058	+27%	4,761	AAA-	AAA-
9	12	Burger King	United States	5,992	+39%	4,302	AA+	AA+
10	7	Pizza Hut	United States	5,883	+0%	5,896	AA+	AA+
11	13	Chipotle	United States					
12	8	Dunkin'	United States					
13	14	Chick-fil-A	United States					
14	10	Haidilao	China					
15	15	Jack In The Box	United States					
16	16	Olive Garden	United States					
17	18	Texas Roadhouse	United States					
18	-	New Dutch Bros	United States					
19	20	Popeyes	United States					
20	22	Jollibee	Philippines					
21	19	Papa John's	United States					
22	17	Costa	United States					
23	21	Chili's	United States					
24	23	Cracker Barrel	United States					
25	25	Greggs	United Kingdom					

资料来源：Brand Finance，招商证券

基于标准化运营，海底捞结合本地特色进行产品创新，以满足目标市场多样化需求。特海国际会迎合本地口味供应锅底和材料，比如日本店供应传统味增汤锅底与当地原料牛小肠，东南亚店供应冬阴功锅底，英国店供应黑胡椒酱和橄榄等。2022 年，海底捞上新 233 款产品，以海底捞广州富力海珠城店和美国法拉盛门店为例，截至 23 年初，广州海珠城店拥有 157 个 sku，美国法拉盛店 sku 近 180 个。菜品方面，为与美国当地食材结合，门店菜单“水产及其产品”中加入近 20 个 sku，包括刀砵、白虾、脆皖鱼、桂花蚌、象拔蚌、帝王蟹、温哥华蟹等特色美食。

以本地华人顾客为主体，同时兼顾拓展当地其他客户并培养相关消费习惯。海底捞进行大量本土化创新，努力从以华人为主的客户结构转变为本地顾客占多数的模式。定价方面，区域经理综合各地采购成本，并推出低价产品或套餐以刺激客流。服务方面，海外门店为倾向于分餐的顾客提供个性化套餐，为首次到访的当地顾客推荐各种火锅食材烹饪时间。美国阿卡迪亚门店设立了独立小锅，门店服务人员会在顾客有需要时，提供适时帮助。同时，在当地的节日，如复活节、万圣节等，海外门店会组织各种主题活动。例如，美国门店会在复活节和万圣节组织主题活动，而韩国门

店则会在高考当天为学生免费提供年糕等食品。得益于本土化的创新成果，目前新加坡门店客群中 60%都是本地客户。

图 43：海外店铺迎合本地口味供应锅底和材料



泰國的冬蔭湯鍋底



日本的牛小腸



加拿大的辣肉醬薯條



美國的套餐

资料来源：公司招股书，招商证券

图 44：特海国际位于新加坡科技感十足的餐厅



资料来源：招股说明书，招商证券

图 45：特海国际印尼餐厅“喜迎春节”活动



资料来源：招股说明书，招商证券

坚持管理层从一线服务经验中晋升，并通过优先培养当地员工进入关键岗位实施本地化战略。特海国际一贯强调所有管理层，包括总部职能部门、店经理和区域经理，必须拥有一线服务经验，多数高级管理人员均由基层员工晋升而来。即便在海外，公司仍优先招募当地服务员，并鼓励他们晋升至关键管理岗位如店经理或区域经理，以此保持内部晋升渠道的通畅；同时也致力于本地化战略，让当地员工服务本地顾客，以更好地融入当地市场。

学徒制保障经验与利益共享，管理体系成熟领跑同业。作为国内餐饮行业的管理的天花板，特海国际在人才管理层面延续了海底捞独特的学徒制模式。具体来说，海底捞选拔优秀店长作为教练，带领学员开设新店面。学员的店面达到一定业绩后，教练可以从学员店面收取一定比例的利润作为报酬。通常来说，教练可以从其带出的每一届学员店面中长期获取约 5% 的利润分成。这种利益挂钩制度，既鼓励教练尽心尽力培养学员，也提供持续动力维持教学质量，确保海底捞快速复制扩张的同时，服务水平不断提升。截至 22H1，特海国际通过实施师徒制确保了经验传承和利益共享，所有 103 名门店经理均通过此体系培养晋升，且公司拥有 40 多名潜在门店经理人才。

3.2 完善运营机制，升级供应链，聚焦成本优化

寻找优质当地供货商，持续提升食材品质。不同于国内的自建供应链，特海国际在海外部分国家选择当地供应商。为提升议价能力和确保食物品质，公司依赖供应链管理经验和可靠供货商以优惠价格采购新鲜高质食材，同时有效管理不同国家餐厅的库存和物流。特海国际的大区经理负责筛选符合高标准、可持续供应、价格合理的供货商。通常，新餐厅与同一地区内其他餐厅共享供货商。

地区性采购保证食材供应,分散性采购提升议价能力。特海国际按食材保质期和产地优势进行地区性采购,如从美国、澳大利亚和新西兰等声誉卓著的第三方农场采购肉类;从东南亚地区采购海鲜。由于蔬菜的保质期较短,公司通常直接从当地农场采购,以确保新鲜和风味。这一策略不仅有助于确保高品质食材供应,还有效减少特海国际对单一供应商的依赖,提高议价能力,将采购成本维持在同行业较低水平。

表 3: 特海国际优化原料采购流程

食材	采购流程
肉类	公司主要从美国、澳大利亚和新西兰声誉良好的第三方农场采购优质肉类产品。我们的肉类产品保质期一般介于六个月到两年之间。
海鲜	公司采购的海鲜产品主要来自东南亚,海鲜产品的保质期因原料种类而异。
蔬菜	由于新鲜蔬菜的保质期通常较短,为 3-30 天,公司直接从当地和地区农场采购蔬菜,以确保新鲜和风味。

资料来源:招股说明书,招商证券

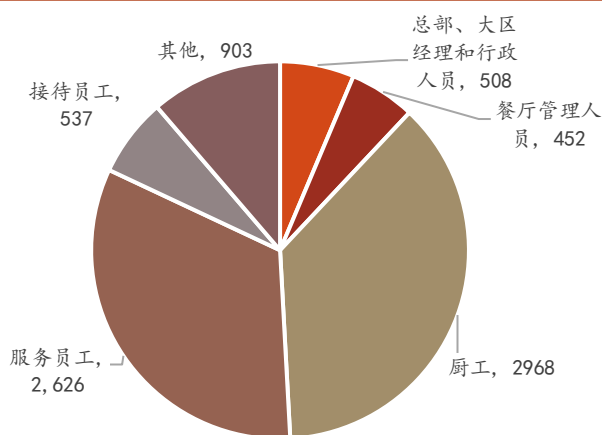
精简运营并持续升级供应链,降本增效未来可期。供应链方面,特海国际在 2017 年设立新加坡中央厨房,负责供应自有餐厅所需食材。截至 2022H1,东南亚区在强大供应链支持下,实现餐饮经营利润率 9.6%,成功扭亏为盈,降本提效。目前,公司在新加坡、日本、马来西亚有建中央厨房。此外,公司在日本和泰国建立两个大型仓库,并计划在新加坡和马来西亚建设新仓库。而在其他地区,公司选用当地的供应商进行采购和配送。随着更多与门店匹配的本地仓库和中央厨房的建立,公司有望在更多区域实现更高盈利水平。员工方面,2019-2022H1,员工数量减少 30%,此外公司还通过定期更新薪酬架构,根据地区适时调整,以进一步优化运营。

表 4: 餐厅层面经营利润率

餐厅层面经营利润率	2019	2020	2021	2022H1
东南亚	-4.2%	-3.6%	-15.7%	9.6%
东亚	-12.4%	-31.5%	-58.3%	-13.7%
北美洲	-20.5%	-51.7%	-12.9%	-11.2%
其他	-30.5%	-56.4%	-22.3%	-7.4%
整体	-10.4%	-18.4%	-21.2%	1.5%

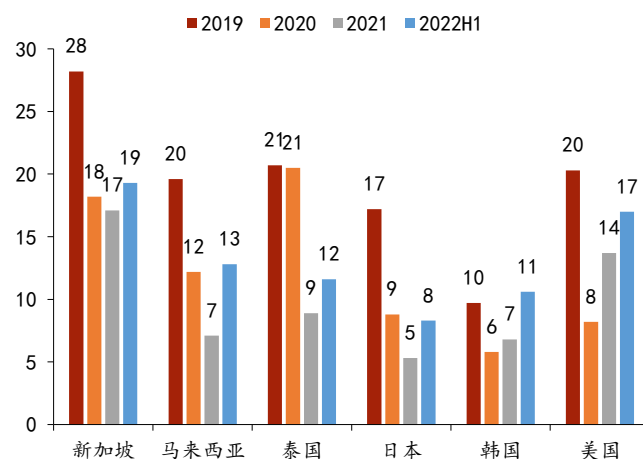
资料来源:公司公告,招商证券

图 46: 特海国际按职能划分的全职员工占比



资料来源:公司公告,招商证券

图 47: 海外餐厅每日收入恢复良好(单位: 千美元)

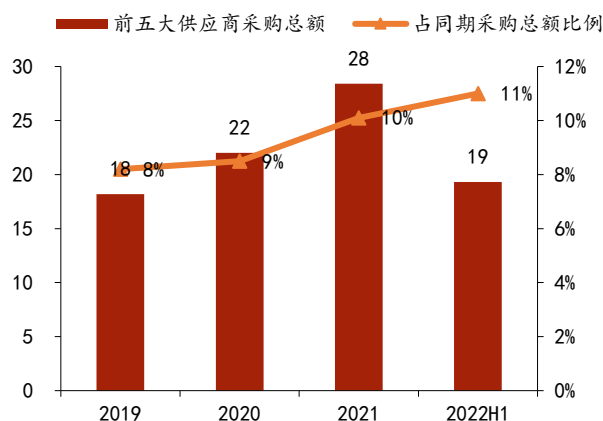


资料来源:公司公告,招商证券

公司供应链管理基础坚实,有利于跨国经营和扩张。公司已成功构建采购、物流仓储和加工的完整供应链,以满足不同国家餐厅的需求。食材采购方面,公司与供应商深度合作并建立了长期关系,以保障产品品质,合作供应商达到 150 多个。此外,公司与关联企业颐海国际密切协同合作,使其成为门店专用产品主要供应商,以及零售、即食自助产品的独家供应商。颐海国际已在国际市场上建立广泛的分销网络,覆盖海外 49 个国家和地区,其 2016/2022 年海

外市场收入比例分别为 1.9%/5.7%。这一出海策略为特海国际在海外实现标准化运营和扩张打下坚实基础。

图 48：前五大供应商采购总额（单位：百万美元）



资料来源：公司招股书、招商证券

图 49：公司中央厨房



资料来源：CNA Lifestyle、招商证券

3.3 公司单店模型盈利能力与可复制性较强，未来开店前景广阔

特海国际单店模型盈利能力较强。根据不同区域对海底捞单店模型进行测算，2023 年公司整体日均收入 1.7 万美元，顾客平均开支为 2.6 美元。成本端方面，日常单店支出主要包含原材料成本/人力成本/房租/折摊占比，分别占比 35.0%/34.0%/9.9%/7.5%。综上所述，公司门店利润率约为 11.7%。对比海底捞国内模型我们不难发现，受益于海外消费水平较强，翻台率接近的情况下，海底捞品牌平均营业额明显高于国内，而 op margin 则远低于国内（约 17%），未来经营利润率仍具提升空间。

供应链完善&门店区域扩张推动单店模型优化，看好门店利润率持续改善。由于区域进入时间有差异，目前来看海底捞在东南亚等地区单店模型相对成熟，欧洲、美洲等新进入区域单店模型则仍有待孵化。相较于国内，海外海底捞模型供应链多采用为当地供应商合作形式，随着未来中央厨房建立以及区域门店拓展带来的规模效应，长期原材料成本有望改善。员工成本方面，由于海外人力成本相对昂贵，外包员工更为规范化，使得员工成本显著高于国内，考虑公司近几年来处于高速拓店期，拓店初期需要储备较多员工，未来员工成本也存在小幅优化空间。

表 5：特海国际单店模型情况

	海底捞 (海外整体)	海底捞(国内)	海底捞 (海外整体)	海底捞 (国内)
单位：万元	USD	USD	RMB	RMB
年营业额	609	489	4353	3496
日营业额	1.7	1.4	12.1	9.7
餐厅平均顾客量（日）	651	952	651	952
人均消费（元）	26	14	186	102
桌子数	60	70	60	80
翻台率	3.1	3.4	3.1	3.4
门店面积	900	900	900	900
员工人数	90	90.0	90	90
原料成本（万元/年）	213	188	1524	1346
原材料成本	35.0%	38.5%	35.0%	38.5%
员工成本（万元/年）	207	144	1480	1031
员工成本占比	34.0%	29.5%	34.0%	29.5%
门店租金（万元/年）	49	18	348	129
租金占比	8.0%	3.7%	8.0%	3.7%
折旧及摊销（万元/年）	46	37	327	262

折旧及摊销占比	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
能源开支(万元/年)	23	19	165	133
水电占比	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
经营利润(万元/年)	71	83	509	594
op margin	11.7%	17.0%	11.7%	17.0%
初始投入(万元)	270	126.0	1929	900
投资回报周期(年)	3.8	1.5	3.8	1.5

资料来源：招商证券整理 注：美元/人民币汇率取 7.1446

由于火锅的消费客群主要包含华人群体以及部分海外当地客群，且消费特征具有区域性差异，且海底捞布局普遍位于当地购物中心等核心商圈，我们将公司门店网络按照国家进行划分，采用购物中心覆盖率方法/人口密度方法进行测算。在测算之前，我们需要进行以下 5 个核心假设：

- (1) 由于火锅消费具有地区差异性，我们从全球取出新加坡、马来西亚、越南、泰国、印度尼西亚、日本、韩国、美国、加拿大、澳大利亚、英国这十一个具有代表性的地区，以中国国内人均 GDP 为基准，测算各国人均 GDP 系数。
- (2) 由于新加坡门店数达到 20 家，考虑到新加坡华人占比较高（约 80%），我们认为新加坡整体消费习惯与国内更为接近，根据公司年报数据及《中国购物中心年报报告（2023 年）》显示，2022 年全国约有门店数量 1349 家，购物中心近 6700 家，购物中心覆盖率约为 20.1%，我们假设新加坡远期购物中心覆盖率为 20%。
- (3) 我们根据 GDP 系数及购物中心数量将除新加坡外的东南亚及东亚六国分为两类。GDP 系数 ≤ 1.0 的国家（马来西亚、越南、泰国、印尼），我们用购物中心渗透率进行测算，假设远期购物中心渗透率为 15%；考虑到东亚区域日本、韩国两国文化协同度高、经济实力较强，我们采用人口密度方法对未来开业进行测算，假设远期店均覆盖人口密度为 300 万人/家（即每 300 百万人可开设 1 家海底捞）
- (4) 考虑到欧美等市场人均消费能力较为发达，但市场拓展仍处于早期阶段，火锅消费输出及培养仍需时间，我们采用华人人口密度方法对除亚洲以外的市场进行测算（包含美国、加拿大、澳大利亚、英国），远期店均覆盖华人密度为 10 万人/家（假设每 10 万华人可开设 1 家海底捞）。
- (5) 目前海底捞仍有进驻其他区域的可能性，例如今年新进入的区域阿联酋，以及其他东南亚国家也有望成为海底捞进入的潜在市场。我们采用相对保守的方法对开业空间进行测算，暂不考虑开拓新市场的可能性。

经保守测算，已有门店地区的开店空间可达 340 家，较目前的 111 家尚有 206% 的增长空间，目前公司于东南亚、东亚等区域进行重点布局，考虑到文化协同、消费习惯和布局时间等因素，短期内有望实现快速拓店，中期仍有望进驻其他潜在区域，长期来看公司于全球开业空间广阔。

表 6：特海国际东南亚地区开店空间测算

国家	现有门店数量(家)	人均 GDP (美元)	人均 GDP 系数	购物中心数量(家)	购物中心覆盖率	购物中心远期覆盖率	稳态门店数量	地区所属
新加坡	20	82805	6.5	148	13.5%	20%	30	东南亚
马来西亚	15	12364	1.0	250	6.0%	15%	38	东南亚
越南	16	4087	0.3	142	11.3%	15%	21	东南亚
泰国	9	7651	0.6	250	3.6%	15%	38	东南亚
印度尼西亚	8	4798	0.4	467	1.7%	15%	70	东南亚
合计	68			1257	5.4%	16%	196	

资料来源：公司公告，tripadvisor，国际货币基金组织，招商证券，注：图表中现有门店数量取 2022 年各地区门店数，下同。

表 7：特海国际东亚地区开店空间测算

国家	现有门店数量(家)	人均 GDP (美元)	人均 GDP 系数	人口总数(百万人)	店均覆盖人口数量(百万人/家)	远期店均覆盖人口数量(万人/家)	稳态门店数量	地区所属
----	-----------	-------------	-----------	-----------	-----------------	------------------	--------	------

日本	10	33822	2.6	125.2	12.5	3.0	42	东亚
韩国	7	32250	2.5	51.6	7.4	3.0	17	东亚
合计	16			177	10.4	3.0	59	

资料来源：公司公告，国际货币基金组织，招商证券

表 8：特海国际北美洲及其他地区开店空间测算

国家	现有门店数量（家）	华人数量（百万）	人口总数（百万人）	华人占比	店均覆盖 华人口 （百万人/家）	远期店均 覆盖华人 数量（百万人/家）	稳态门店数量	地区所属
美国	13	6.0	333.5	1.6%	0.42	0.10	54	北美洲
加拿大	5	4.3	38.9	4.9%	0.38	0.10	19	北美洲
澳大利亚	5	5.1	26.0	2.6%	0.13	0.10	7	北美洲
英国	3	3.5	67.8	0.7%	0.16	0.10	5	其他
合计	26	8.5	466.1	1.8%	0.33	0.10	85	

资料来源：公司公告，国际货币基金组织，招商证券

表 9：特海国际分区域开店空间测算

地区	现有门店数量（家）	稳态门店数量	待开数量	增长空间（%）
东南亚	68	196	128	188%
东亚	17	59	42	246%
北美洲	23	80	57	249%
其他	3	5	2	57%
合计	111	340	229	206%

资料来源：公司公告，招商证券

四、投资建议及盈利预测

假设公司 2023-2025 年分别净增门店数量 5/25/20 家，整体翻台率为 3.2/3.2/3.3，客单价为 26/27/27 美元，我们预计公司 23-25 年实现营业收入 6.9/8.4/9.8 亿美元，23-25 年收入增速分别为 22%/22%/17%，预计公司实现 23-25 年归母净利润 0.24/0.48/0.65 亿美元，23-25 年 cagr 为 64%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 34x/17x/13x。

表 10：特海国际盈利预测

单位：万美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
门店数量（家）	74	94	111	116	141	161
净开业数量（家）	36	20	17	5	25	20
翻台率	2.4	2.1	3.0	3.2	3.2	3.3
YoY	-41.5%	-12.5%	42.9%	5.0%	3.0%	1.0%
每笔订单均价（美元）	29	30	26	26	27	27
YoY	2.4%	3.1%	-14.9%	2.5%	1.5%	1.0%
餐厅经营收入（万美元）	20928	29606	54427	66616	81126	94495
YoY	-10.0%	41.5%	83.8%	22.4%	21.8%	16.5%
外卖业务收入（万美元）	1023	1178	949	1332	1623	1890
YoY	6371.5%	15.2%	-19.5%	40.4%	21.8%	16.5%
其他产品收入（万美元）	191	453	447	552	596	639
YoY	356.1%	137.1%	-1.4%	23.6%	8.1%	7.2%
其他收入	914	1946	670	737	811	892

单位: 万美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YoY	554.5%	112.8%	-65.6%	10.0%	10.0%	10.0%
收入合计(万美元)	23056	33183	56493	69238	84156	97917
YoY	-1.7%	43.9%	70.2%	22.6%	21.5%	16.4%
原材料成本(万美元)	7904	11376	19665	23887	28613	33781
(占收入比重%)	34.3%	34.3%	34.8%	34.5%	34.0%	34.5%
员工成本(万美元)	10043	14334	18893	23125	27771	31921
(%)	43.6%	43.2%	33.4%	33.4%	33.0%	32.6%
租金及相关开支(万美元)	107	656	1301	1523	1683	1763
(%)	0.5%	2.0%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%
水电开支(万美元)	783	1102	1974	2493	2988	3427
(%)	3.4%	3.3%	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%
折旧及摊销	5081	6992	7295	8309	9678	10771
(%)	22.0%	21.1%	12.9%	12.0%	11.5%	11.0%
净利润(百万美元)	-5376	-15076	-3494	2402	4756	6503
YoY	62.8%	180.4%	-76.8%	-168.8%	98.0%	36.7%
归母净利润率(%)	-23.3%	-45.4%	-6.2%	3.5%	5.7%	6.6%
PE	-15.0	-5.3)	-23.0	33.5	16.9	12.4

资料来源: 公司公告、招商证券

投资建议: 国际中餐作为当下新蓝海市场, 国内餐饮品牌出海成为大势所趋。但受制于供应链、标准化及文化协同, 目前国际中餐行业连锁化及集中度均较低, 高标准化的火锅、茶饮以及大单品有望率先出海。特海国际作为中餐出海代表标的, 公司主品牌为国内餐饮龙头海底捞, 由于布局海外市场较早且在国际上形成了较好的品牌口碑及认知度, 跨国管理经营及管理体系领先同业。随着未来公司品牌力沉淀、供应链成熟、产品本地化逐步完善, 区域拓店有望提速, 单店模型具备广泛优化空间, 长期开业前景广阔, 首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

- 1、宏观经济消费下滑风险: 若出现宏观消费力持续疲软、消费力降级等现象, 可能导致行业增速不及预期。
- 2、开业不及预期风险: 受行业竞争以及疫情反复影响开工进度等影响下, 公司开业计划不及预期或将导致企业营收增速下滑。
- 3、疫情反复风险: 受疫情反复影响, 国家防疫政策收紧, 餐饮客流下滑从而而影响企业经营业绩。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	207	153	176	196	266
现金及现金等价	90	94	119	108	163
交易性金融资产	36	0	0	0	0
其他短期投资	1	0	0	0	0
应收账款及票据	6	9	12	14	16
其它应收款	54	20	19	30	35
存货	17	26	23	38	45
其他流动资产	3	4	3	5	6
非流动资产	420	423	443	475	483
长期投资	4	0	0	0	0
固定资产	182	186	188	239	246
无形资产	215	216	185	216	216
其他	18	21	70	21	21
资产总计	627	576	619	671	749
流动负债	597	117	119	163	190
应付账款	27	32	39	47	56
应交税金	7	14	20	14	14
短期借款	4	1	0	0	0
其他	559	70	60	103	121
长期负债	217	217	243	217	217
长期借款	1	1	0	1	1
其他	217	216	242	216	216
负债合计	814	334	362	380	407
股本	51	0	0	0	0
储备	(23)	240	255	292	343
少数股东权益	0	2	2	2	2
归母净利润	(18)	240	255	292	343
负债及权益合计	627	576	619	674	752

现金流量表

单位：百万美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4	68	64	205	231
净利润	(151)	(41)	4	48	65
折旧与摊销	70	73	42	82	87
营运资本变	(7)	(9)	7	13	12
其他非现金	93	45	12	63	67
投资活动现金流	(87)	1	(16)	(139)	(153)
资本性支出	(67)	(60)	(17)	(104)	(95)
出售固定资	1	0	0	1	1
投资增减	285	72	63	30	0
其它	(1)	(6)	1	(5)	(59)
筹资活动现金流	109	(68)	(23)	(53)	(22)
债务增减	102	(54)	(23)	0	0
股本增减	17	25	0	0	0
股利支付	0	0	0	7	14
其它筹资	(10)	(42)	0	(46)	(8)
其它调整	0	4	0	(14)	(29)
现金净增加额	11	2	0	14	56

利润表

单位：百万美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	332	565	692	842	979
主营收入	312	558	685	833	970
营业成本	114	197	239	286	338
毛利	199	362	446	547	632
营业支出	234	299	359	427	486
营业利润	(15)	69	94	128	156
利息支出	19	12	8	8	8
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损	0	0	0	0	0
其他非经营性	(42)	(56)	(52)	(55)	(59)
非经常项目损	(73)	(27)	(2)	(2)	(2)
除税前利润	(150)	(26)	32	63	87
所得税	1	9	8	16	22
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归母净利润	(151)	(35)	24	48	65
EPS (元)	(0.24)	(0.06)	0.04	0.08	0.10

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业收入	44%	70%	23%	22%	16%
营业利润	40%	-546%	37%	36%	21%
净利润	180%	-77%	-169%	98%	37%
获利能力					
毛利率	60%	64%	64%	65%	65%
净利率	-45%	-6%	3%	6%	7%
ROE	81%	-15%	9%	16%	19%
ROIC	32%	7%	22%	34%	38%
偿债能力					
资产负债率	130%	58%	58%	57%	54%
净负债比率	1%	0%	0%	0%	0%
流动比率	0.3	1.3	1.5	1.2	1.4
速动比率	0.3	1.1	1.3	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	1.0	1.1	1.3	1.3
存货周转率	7.9	9.2	9.7	9.3	8.2
应收帐款周转	5.6	12.5	23.1	22.5	20.3
应付帐款周转	4.7	6.7	6.7	6.7	6.6
每股资料 (元)					
每股收益	-0.24	-0.06	0.04	0.08	0.10
每股经营现金	0.01	0.11	0.10	0.33	0.37
每股净资产	-0.30	0.39	0.41	0.47	0.55
每股股利	0.02	0.02	0.01	0.02	0.03
估值比率					
PE	(5.3)	(23.0)	33.5	16.9	12.4
PB	(4.3)	3.4	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	111.4	16.5	12.5	9.2	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。