



港股研究 | 公司深度 | 特海国际 (9658.HK)

特海国际：中餐出海擎旗者，双重上市再启程

报告要点

在餐饮出海浪潮下，特海国际以其独特的服务形式、优越的品牌力、快速本土化的适应能力成为中餐出海品牌中的弄潮儿。在规模庞大且竞争格局分散的国际餐饮市场中，特海国际具备广阔的发展空间。公司单店模型不断优化，新店快速实现盈亏平衡，我们看好火锅行业在国际市场的发展空间以及公司未来的发展前景，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 8.30、9.76、11.29 亿美元，实现归母净利润 2461.83、5122.54、6765.30 万美元，首次覆盖给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

特海国际 (9658.HK)

2024-10-11

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

特海国际：中餐出海擎旗者，双重上市再启程

特海国际：中餐出海擎旗者，双重上市再启程

特海国际脱胎于海底捞，是一家在国际市场上提供海底捞火锅的企业。海底捞自 1994 年成立后在国内不断扩张、走向成熟，并在 2012 年开始试水国际市场，2018 年海底捞国际控股有限公司在港交所上市后开始在国际市场加速布局，成为中餐出海的擎旗者。2023 年在客流量与翻台率等修复下，公司首次实现盈利，2024 年海底捞功勋元老杨利娟女士接任特海国际首席执行官，同年公司在美国纳斯达克实现双重上市，两相加持下有望助力公司实现新发展。

中式餐饮出海前景广阔，火锅独具优势

中餐出海历史悠久，历经多年发展，国内餐饮品牌出海条件已经成熟，海外出现了发展新机遇，同时政策端鼓励加速出海进程。2022 年国际餐饮服务市场规模恢复到 3 万亿美元以上，中式餐饮在其中占比约 10%。近年随着海外华侨数量不断增长、中国餐饮文化影响力不断增强，中式餐饮规模增速高于整体国际餐饮服务市场，在国际餐饮市场占比不断提升；另外海外中餐市场分布范围广阔，竞争格局分散，中餐出海前景非常广阔。火锅作为最受欢迎的中式餐饮品类，其出海具备标准化程度高、食材选择多样、盈利能力强等优势，能够较快实现本土化，快速扩张，有望率先实现突围。

品牌壁垒牢固，开店空间广阔

海底捞作为在国内领先的餐饮品牌，通过其特色的服务形式、就餐体验，牢牢占据国内消费者心智，近年在中国餐饮企业百强中排名稳步提升。公司出海后，除海外华人对公司的偏好外，公司品牌力获得了国际认可，2019-2024 年连续上榜“全球餐饮品牌价值 25 强”，并在 2024 年获得全球餐饮品牌力第一名。随着海外客流恢复，公司营收增长叠加运营效率提升，有望助力成本端持续下降，参考海底捞国内门店，特海国际单店模型仍有进一步优化空间。通过分析海外华人数量、人口分布等，镜鉴日本“东利多”的出海进程，我们认为公司未来开店空间广阔。

投资建议与盈利预测

在餐饮出海浪潮下，特海国际以其独特的服务形式、优越的品牌力、快速本土化的适应能力成为中餐出海品牌中的弄潮儿。在规模庞大且竞争格局分散的国际餐饮市场中，特海国际具备广阔的发展空间。公司单店模型不断优化，新店快速实现盈亏平衡，我们看好火锅行业在国际市场的发展空间以及公司未来的发展前景，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 8.30、9.76、11.29 亿美元，实现归母净利润 2461.83、5122.54、6765.30 万美元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、公司门店拓展不及预期；
- 2、公司同店经营不及预期；
- 3、外汇汇兑风险；
- 4、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 14.00

注：股价为 2024 年 10 月 9 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

特海国际：中餐出海擎旗者，双重上市再启程	6
国内餐饮龙头，开启海外扩张之路	6
股权结构稳定，换帅谋求新突破	7
客流、翻台同修复，业绩提升显著	9
中式餐饮出海前景广阔，火锅独具优势	11
中餐出海：出海时机成熟，政策助力发展	11
海外中餐市场：市场空间大，竞争格局分散	13
火锅出海具备多项优势	16
品牌壁垒牢固，开店空间广阔	19
品牌能力获国际认可，自营餐厅覆盖范围领先	19
成本端有望持续下降，单店模型不断优化	21
镜鉴东利多，未来开店空间广阔	22
投资建议与盈利预测	26
风险提示	29

图表目录

图 1：特海国际发展历程	6
图 2：海底捞全球门店数量（家）	7
图 3：特海国际门店数量（家）	7
图 4：特海国际股权结构及主要子公司（截至 2024 年 6 月末）	7
图 5：特海国际年店均客流量（万人次）	9
图 6：特海国际门店翻台率（次/天）	9
图 7：特海国际会员人数（百万人）	10
图 8：特海国际营业收入及同比增速	10
图 9：特海国际归母净利润（亿元）	10
图 10：特海国际各项成本占营收比例	11
图 11：特海国际餐厅层面经营利润率	11
图 12：中式餐饮出海历程	12
图 13：中国每万人均餐厅保有量（个）处于国际较高水平	12
图 14：中餐主要出海国家近年 GDP 增速	13
图 15：国际餐饮服务市场规模	14
图 16：国际市场中式餐饮服务市场规模	14
图 17：中国出国留学人数（万人）	14
图 18：世界华侨华人数量（万人）	14
图 19：截至 2023 年中国餐饮品牌海外首家门店分布（世界）	14
图 20：截至 2023 年中国餐饮品牌海外首家门店分布（亚洲）	14
图 21：世界华侨华人分布（2017）	15

图 22: 国际火锅市场规模及门店数量	16
图 23: 火锅制作过程标准化程度高, 对厨师依赖度低	17
图 24: 2019 年中国餐饮各业态每餐位营收 (万元)	18
图 25: 2019 年中国餐饮各业态成本占营收比例	18
图 26: 2019 年中国餐饮各业态毛利率与净利率	19
图 27: 特海国际分区域人均消费 (美元)	21
图 28: 特海国际分区域单店平均每日收入 (千美元)	21
图 29: 东利多早期发展历程	23
图 30: 日本东利多历年营业收入及首次进入海外各地区时间	24
图 31: 东利多门店数量变化 (家)	24
图 32: 东利多门店分布 (截至 2024 年 10 月 8 日)	24
图 33: 特海国际 2023 年分国家收入 (万美元)	25
表 1: 公司高管团队履历	8
表 2: 杨利娟女士部分工作经历	8
表 3: 杨利娟女士主导的计划系列	9
表 4: 中餐出海部分支持政策	13
表 5: 2022 年海外中式餐饮主要国家市场规模 (十亿美元)	15
表 6: 以收入计, 国际市场中式餐饮品牌前五名 (数据截至 2021 年)	15
表 7: 海底捞官方推荐配料	17
表 8: 海底捞 (新加坡) 菜品	17
表 9: 中国烹饪协会餐饮企业百强名单前 5 名	19
表 10: 2024 全球餐饮品牌价值前 15 强	20
表 11: 2024 年全球餐饮品牌品牌力前十强	20
表 12: 以自营餐厅覆盖国家数量计, 国际中餐前五大品牌 (2021)	21
表 13: 2023 年特海国际分区域单店模型	21
表 14: 海底捞在中国 2023 年单店模型	22
表 15: 东利多与特海国际餐饮业态对比 (2024 年 9 月)	24
表 16: 公司东亚及东南亚开店空间预测	25
表 17: 北美洲及其他地区公司开店空间预测	25
表 18: 特海国际开店节奏预测 (家)	26
表 19: 特海国际盈利预测	26

特海国际：中餐出海擎旗者，双重上市再启程

特海国际脱胎于海底捞，是一家在国际市场上提供海底捞火锅的企业。海底捞自 1994 年成立后在国内不断扩张、走向成熟，并在 2012 年开始试水国际市场，2018 年海底捞国际控股有限公司在港交所上市后开始在国际市场加速布局，成为中餐出海的擎旗者。2022 年特海国际上市，2023 年在客流量与翻台率等修复下，公司首次实现盈利，2024 年海底捞功勋元老杨利娟女士接任特海国际首席执行官，同年公司在美国纳斯达克实现双重上市，两相加持下有望助力公司实现新发展。

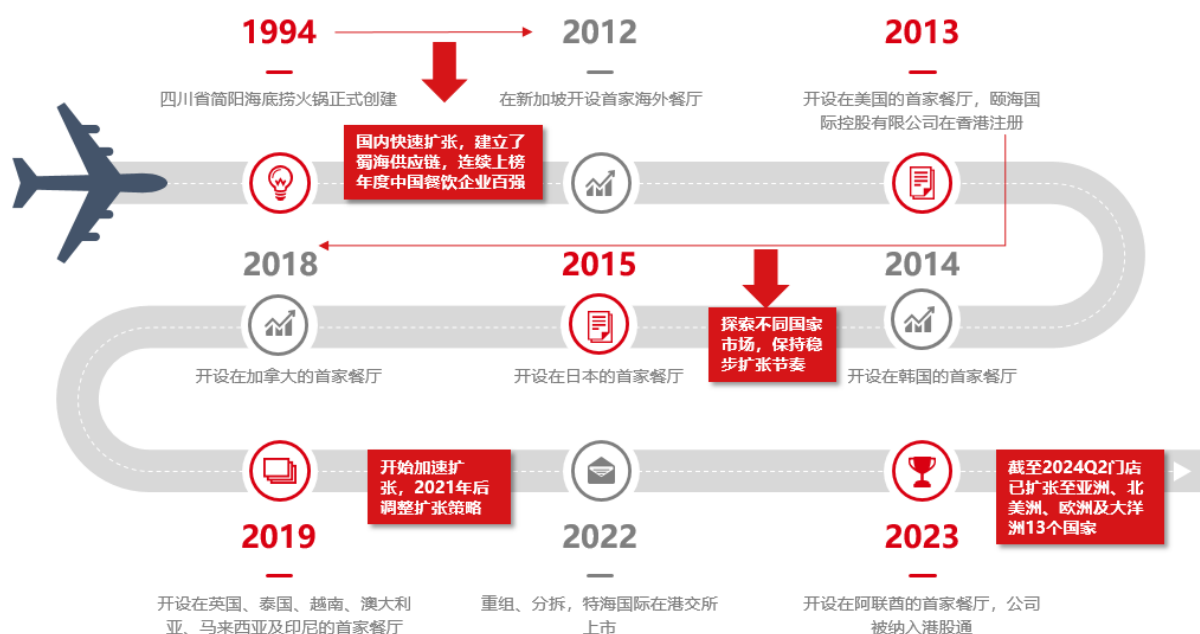
国内餐饮龙头，开启海外扩张之路

第一阶段（1994 年-2011 年）：国内扩张。特海国际脱胎于海底捞国际，1994 年海底捞第一家餐厅在四川开业，1999 年走出四川进入陕西省，并分别于 2002、2004、2006 年进入河南、北京、上海，开启了国内扩张之路。2010 年推出自营火锅外送服务，创建了海底捞学习发展中心，2011 年创办了通材学校，并成立了蜀海供应链，国内产业链布局不断完善。

第二阶段（2012 年-2018 年）：初试国际市场。2012 年海底捞新加坡店开业，成为后来特海国际的首家门店，开启了公司全球化进程。2013、2014、2015 年公司分别进入了美国、韩国、日本市场，2018 年公司进入加拿大，并以海底捞国际控股有限公司在港交所上市。

第三阶段（2019-至今）：加速全球化进程。2019 年扩张加速，当年进入了英国、泰国、越南、澳大利亚、马来西亚及印尼市场。2022 年公司进行重组与分拆，海底捞的国际市场业务被划归到特海国际，同年特海国际在港交所上市。2023 年公司进入阿联酋市场，在当年 9 月特海国际被纳入了港股通。2024 年特海国际在美国纳斯达克双重上市，一方面获得了扩张的资本，另一方面提升了其在国际层面的影响力。

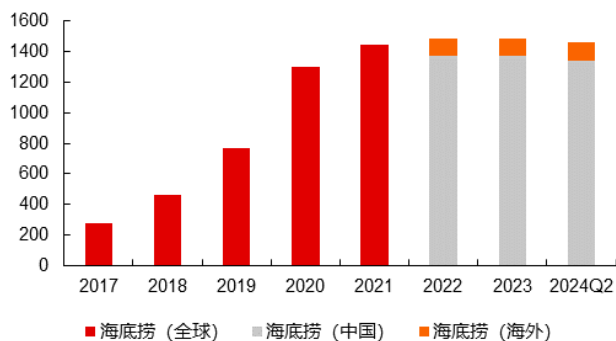
图 1：特海国际发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

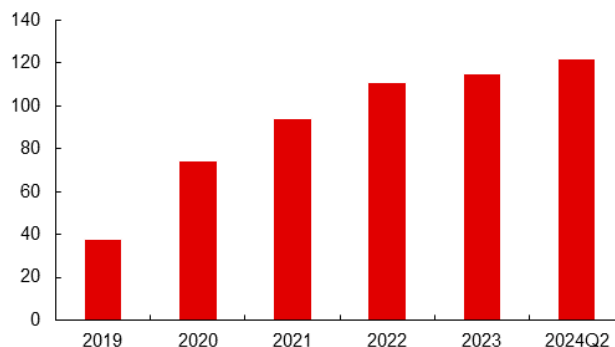
门店高速扩张后转向高质量发展。2018 年上市后，海底捞在国内与海外的门店数量均实现快速增长，2021 年公司调整扩张策略，关闭部分餐厅，门店增长有所放缓。截至 2024Q2，特海国际门店网络已扩张至亚洲、北美洲、欧洲及大洋洲 13 个国家，共计 122 家餐厅。

图 2：海底捞全球门店数量（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：特海国际门店数量（家）

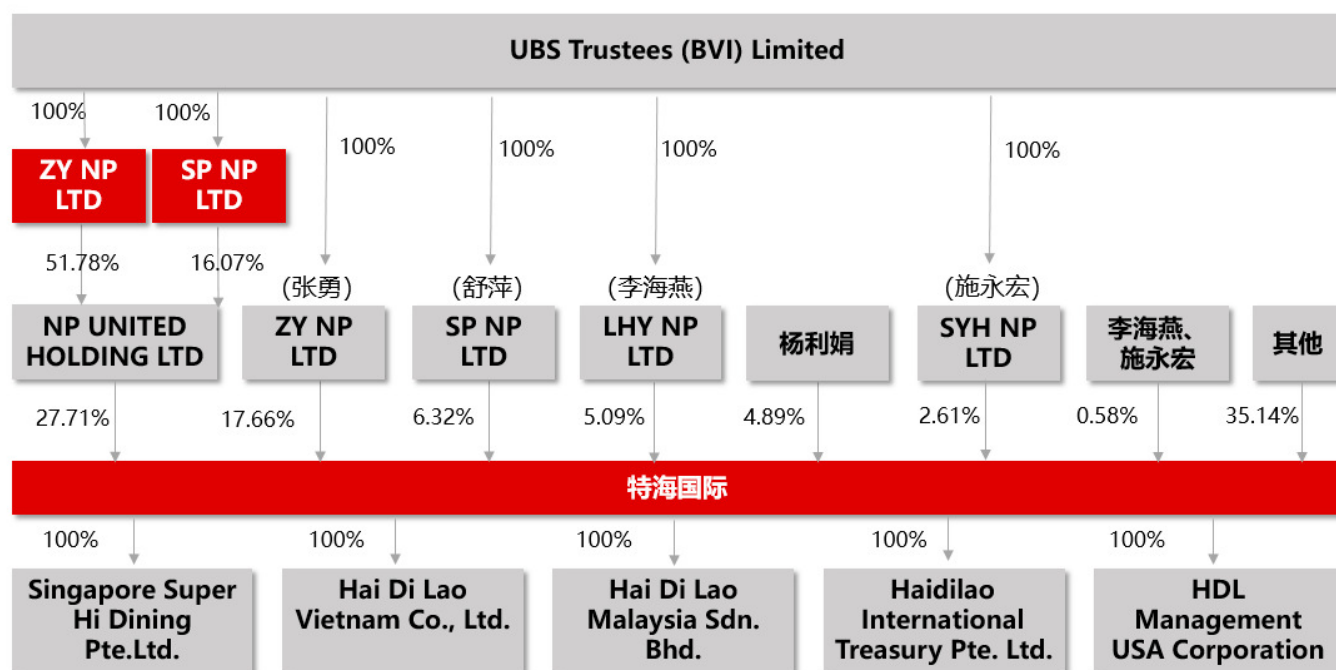


资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构稳定，换帅谋求新突破

股权结构稳定，高管团队经验丰富。特海国际股东基本为原海底捞股东，持股比例稳定，截至 2024 年 6 月末，特海国际实际控制人仍然为张勇、舒萍夫妻，原海底捞股东直接、间接持股比例达到 60%以上。高管团队从业经验丰富，多数在海底捞集团入职多年，深入理解公司发展理念，并且整体团队平均年龄相对年轻，具备活力。

图 4：特海国际股权结构及主要子公司（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 1：公司高管团队履历

姓名	职位	年龄	加入海底捞集团时间	履历
杨利娟	首席执行官	45	1997 年	见表 2-3
周绍华	副总裁，地区经理	37	2010 年	周绍华先生于 2010 年 10 月加入海底捞国际集团，于 2013 年 1 月海底捞国际集团决定扩大海外业务并在新加坡创立其首家海外餐厅时，调往新加坡担任项目经理协助当地的业务开拓。彼先后于(i)2014 年 7 月晋升为餐厅值班经理，(ii)2016 年 4 月晋升为门店经理，及(iii)2022 年 3 月晋升为大区经理。
瞿骢	财务总监，公司秘书	41	2018 年	瞿骢女士于 2018 年 3 月加入海底捞国际担任董事会秘书，并于 2018 年 5 月至 2019 年 5 月担任海底捞国际联席公司秘书。此后，瞿骢女士先后于 2019 年 10 月担任门店经理，于 2020 年 3 月担任统筹教练及于 2021 年 6 月担任区域经理。在担任上述职位前，瞿骢女士自 2008 年 7 月至 2018 年 2 月在中国国际金融股份有限公司投资银行部工作近十年，并担任包括执行董事在内多个职位。
江文海	产品总监	37	2013 年	江文海先生于 2013 年加入本集团，后于 2016 年至 2018 年期间先后升任值班经理、大堂经理及门店经理，具有丰富的海外一线餐饮管理工作经验。彼于 2022 年 4 月晋升为海外产品副总监，并于 2022 年 10 月晋升为产品副总监。
李璐	副财务总监	35	2018 年	李璐女士于 2013 年 8 月至 2016 年 4 月在玛氏食品(中国)有限公司，于 2016 年 4 月至 2018 年 4 月在亚马逊(中国)投资有限公司担任财务分析师。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，从而成为海底捞国际集团的一份子。2019 年 12 月至 2021 年 10 月在红火台网络科技有限公司担任副总经理及财务总监。李璐女士于 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。
郑程杰	公司秘书	-	2023 年	郑程杰先生为方圆企业服务集团(香港)有限公司(一家专业的企业服务提供商)之副总监，并于企业秘书领域拥有逾 11 年经验。郑程杰先生为香港公司治理公会及英国特许公司治理公会之会士。
刘丽	地区经理	37	2012 年	刘丽女士于 2012 年 10 月加入本集团附属公司 Singapore Dining，并先后(i)于 2016 年 4 月晋升为大堂经理，(ii)于 2017 年 9 月晋升为门店经理，及(iii)于 2022 年 3 月晋升为海外产品总监。随后，刘丽女士于 2022 年 3 月底至 2023 年 8 月调任本集团产品总监，负责统筹产品开发。自 2023 年 8 月起，彼一直担任本集团的区域经理。

资料来源：Wind，长江证券研究所

功勋元老接任管理，谋求业绩突破。2024 年 7 月杨利娟女士接任李瑜先生成为公司首席执行官，杨利娟女士作为公司元老，曾主导公司出海进程，布局了新加坡、美国等市场，具备跨国管理经验。2021-2022 年公司陷入逆境中时，带领公司成功实施“啄木鸟计划”、“硬骨头计划”，帮助公司走出经营困境，2024 年上半年，特海国际推出“红石榴计划”，更好地孵化和复制新业态。此次杨利娟女士调任为特海国际首席执行官，有望助力公司实现新发展。

表 2：杨利娟女士部分工作履历

公司	时间	职位
四川海底捞	1997 年-2001 年	经理
	2001 年-2018 年	董事
海底捞国际	2015 年-2018 年	董事
	2018 年-2022 年	首席运营官

	2022 年-2024 年	首席执行官
特海国际	2024 年 7 月至今	首席执行官

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：杨利娟女士主导的计划系列

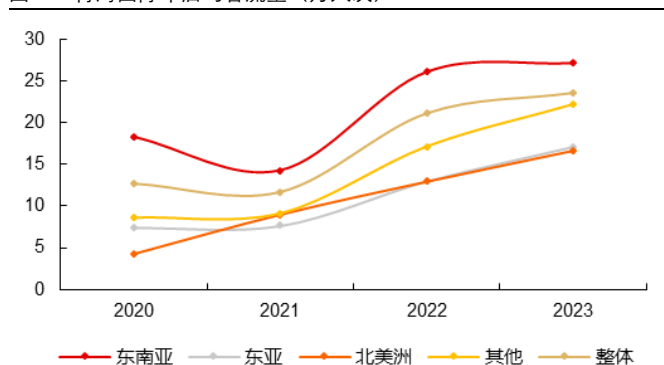
	时间	计划内容
啄木鸟计划	2021 年 11 月	1、持续关注经营业绩不佳的门店，包括海外门店，并相应采取改善措施。 2、重建并强化本集团部份职能部门，并恢复大区管理体系。 3、在科学考核各部门的前提下，持续向员工传达企业文化及双手改变命运的价值观，并大力倡导爱和信任为核心的奉献精神。 4、适时收缩集团的业务扩张计划。若本集团海底捞门店的平均翻台率低于 4 次/天，原则上不会规模化开设新的海底捞门店。
硬骨头计划	2022 年 9 月	重开过往关停的若干餐厅
红石榴计划	2024 年上半年	探索不同业态的创新与经营，包括但不限于快餐、清真火锅等

资料来源：公司公告，长江证券研究所

客流、翻台同修复，业绩提升显著

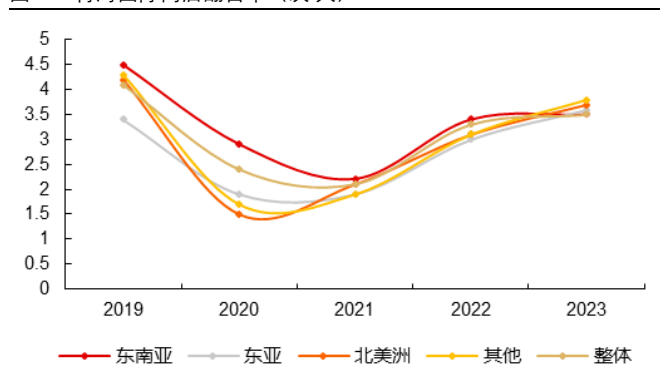
客流量复苏，翻台率不断增长。2021 年起，受益于海外线下出行活动恢复，特海国际门店店均客流量不断修复，2023 年整体店均客流量已达 23.63 万人次；同时会员人数迅速增长，2023 年为 4.3 百万人，2019-2023 年 CAGR 达 52.26%。客流复苏以及公司在提升顾客满意度、增加营销活动等方面持续投入，带动门店翻台率不断增长，2023 年整体门店翻台率达 3.5 次/天，恢复至 2019 年 85%，并且上半年翻台率为 3.3 次/天，下半年为 3.8 次/天，年内提升显著。

图 5：特海国际年店均客流量（万人次）¹



资料来源：公司公告，长江证券研究所

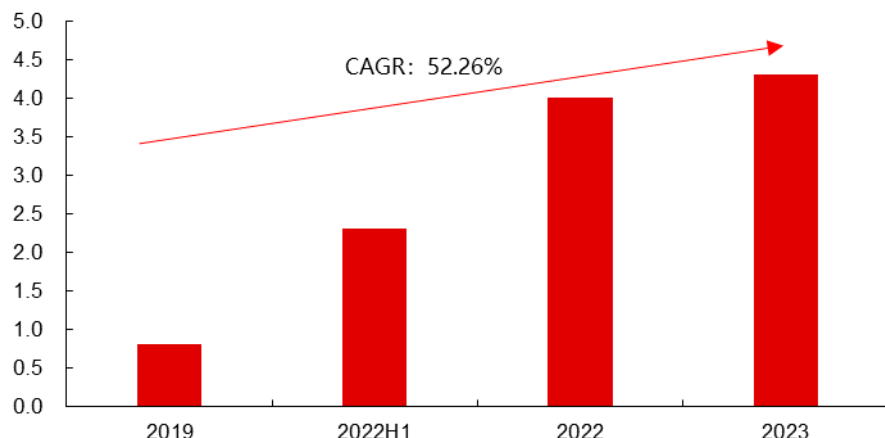
图 6：特海国际门店翻台率（次/天）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

¹ 店均客流量以总客流量/年初与年末门店数量平均值计算

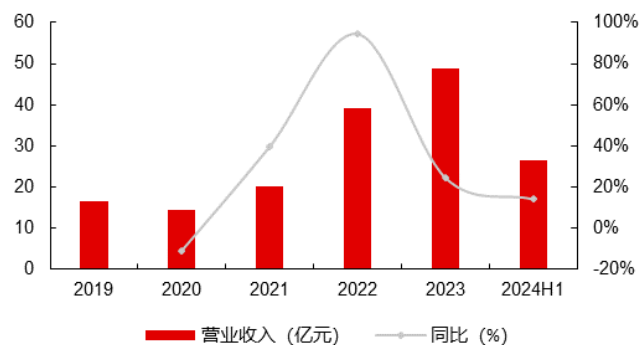
图 7：特海国际会员人数（百万人）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

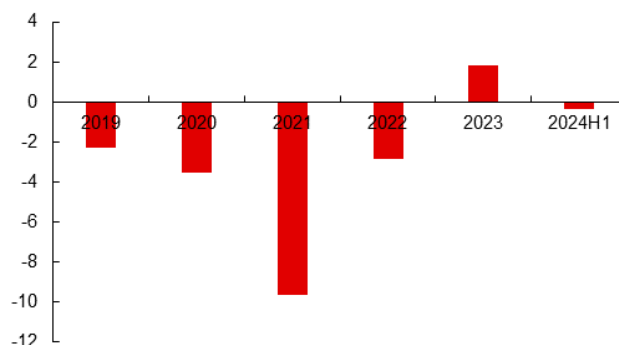
营业收入持续增长，利润层面趋势向好。在翻台率的提升，以及门店数量扩张下，特海国际营业收入不断增长。2023 年公司调整公司架构，由原本总部-区域经理-店经理的管理架构，转变为总部-大区经理-区域经理-店经理，将权力更多下放，有助于高效运营。在内部管理机制优化、餐厅经营效率提高、资产减值亏损减少下，公司于 2023 年实现了首次盈利。2024H1 公司整体及同店翻台率均达到 3.8 次/天，同比均增长 0.5 次每天，再次亏损主要因美元升值导致利润下降、美股上市费用及政府补贴减少影响经营利润。

图 8：特海国际营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

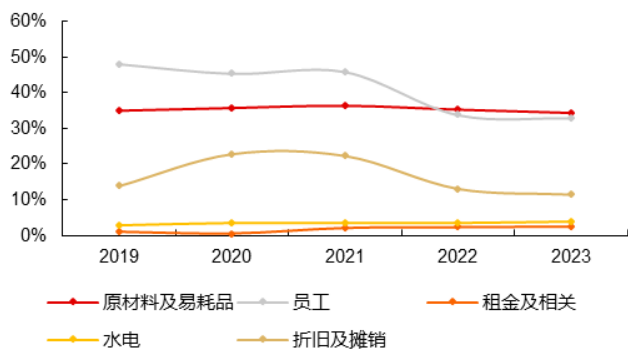
图 9：特海国际归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

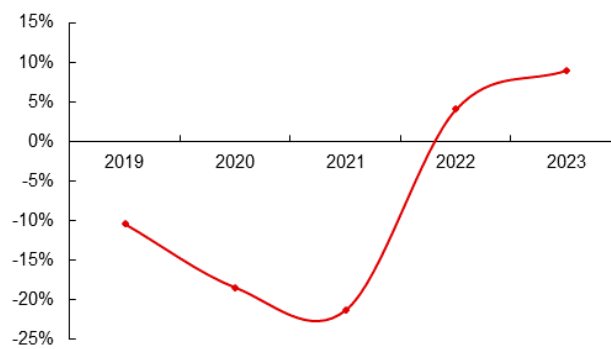
成本率大幅下滑，餐厅层面经营利润率转正。随着营收增长摊薄成本、公司不断优化管理架构、员工效率，2023 年公司各项主要成本整体占营收比例相比 2021 年下降了 25.4pct，其中员工成本下滑最为显著，展现了公司精简员工人数、调整薪酬结构的成效；餐厅层面经营利润率在 2022 年实现转正，并在 2023 年进一步增长达到 9%，盈利能力不断强化。

图 10：特海国际各项成本占营收比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：特海国际餐厅层面经营利润率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

中式餐饮出海前景广阔，火锅独具优势

中餐出海历史悠久，历经多年发展，国内餐饮品牌出海条件已经成熟，海外出现了发展新机遇，同时政策端鼓励加速出海进程。2022 年国际餐饮服务市场规模恢复到 3 万亿美元以上，中式餐饮在其中占比约 10%。近年随着海外华侨数量不断增长、中国餐饮文化影响力不断增强，中式餐饮规模增速高于整体国际餐饮服务市场，在国际餐饮市场占比不断提升；另外海外中餐市场分布范围广阔，竞争格局分散，中餐出海前景非常广阔。火锅作为最受欢迎的中式餐饮品类，其出海具备标准化程度高、食材选择多样、盈利能力强等优势，能够较快实现本土化，快速扩张，有望率先实现突围。

中餐出海：出海时机成熟，政策助力发展

2023 年被称为“中国餐饮出海的元年”，但实际上中式餐饮出海历史悠久，在 19 世纪中叶的移民潮下，中式餐饮开始在海外传播。

第一阶段（1849-1978）：早期探索。该时期的中餐馆主要以移民潮下，移民家庭作坊形式为主，是基于生存需求而建立的餐馆，而非出于主动的商业拓展行为。不断增长的中餐厅扎根在海外唐人街区，逐渐形成规模，吸引了海外当地原住民的关注，提供了他们对中餐文化的初次接触和体验。

第二阶段（1978-2010）：老牌国营餐饮品牌出海。随着改革开放推进，以全聚德、东来顺、鼎泰丰等为代表的老牌国营餐饮企业开始在欧美等发达国家开拓新市场。此时期除鼎泰丰外，其他餐饮品牌多因缺乏对海外市场的了解、海外经营管理困难等而出海失败，但其出海行为进一步提升了中餐知名度，为后续中餐出海积累了宝贵的经验。

第三阶段（2010-2023）：头部民营品牌出海。在国营餐饮品牌出海后，头部民营品牌逐渐成熟，开始向海外扩张，有了国营品牌的经验，此轮出海品牌更加注重市场调研、口味本土化、供应链管理等，部分中餐品牌逐步确立了在国际市场中的地位。

第四阶段（2023 至今）：出海新浪潮。2023 年国内餐饮行业竞争加剧，中餐品牌更加成熟的情况下急需新增长点，目前国内人均餐厅保有量整体处于世界较高水平，餐饮企业纷纷将目光投向海外。此轮出海企业管理模式、供应链能力更加成熟，出海的需求更加迫切。

图 12：中式餐饮出海历程

4 中国餐饮出海的元年 (2023-至今)

- 2023年起，中国的餐饮品牌出海进入了一个全新的发展阶段，被业内人士誉为“中国餐饮出海的元年”

3 头部民营品牌开始出海 (2010-2023)

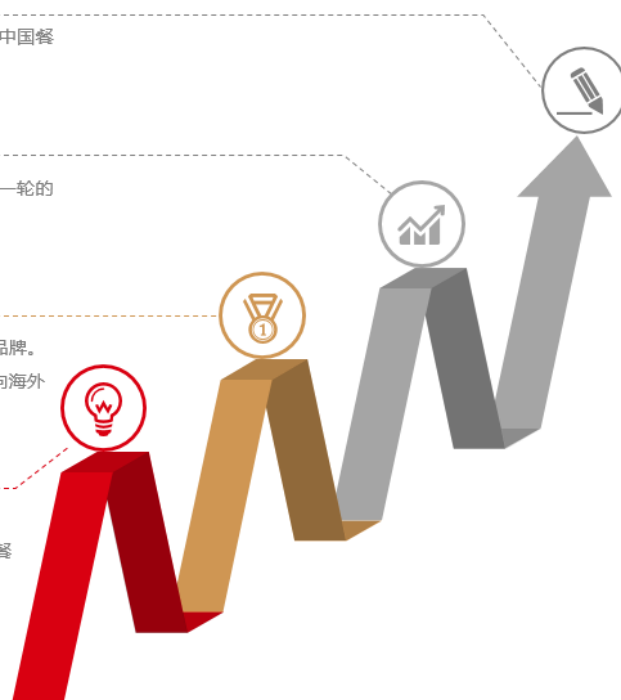
- 以海底捞、眉州东坡、黄记煌等头部民营中餐品牌为代表，中国餐饮业开始了新一轮的国际化布局

2 老牌国营餐饮品牌开始出海 (1978-2010)

- 1983年，Panda Express在美国加州成立，随后迅速成长为美国最大的中餐连锁品牌。
- 20世纪末以全聚德、东来顺、鼎泰丰等为代表的老牌国营餐饮企业开始将目光投向海外

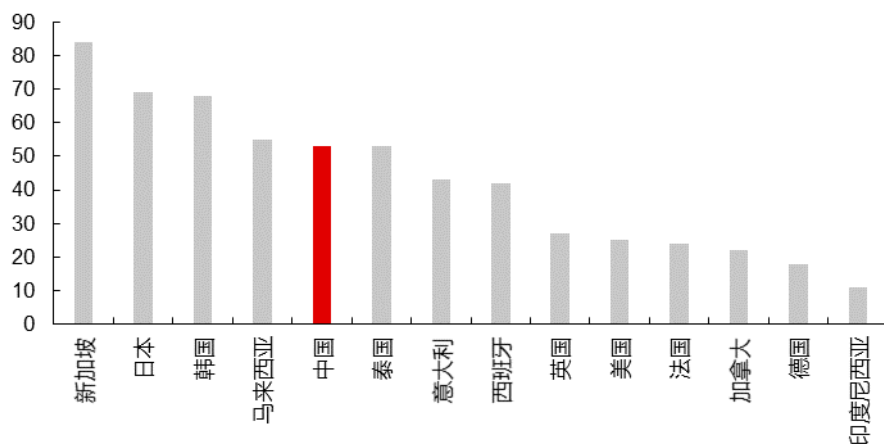
1 早期探索 (1849-1978)

- 1849年旧金山开设了美国的第一家中餐馆，标志着中餐正式进入海外市场
- 该时期餐饮传播主要以家庭作坊形式出现，目标顾客主要是华人工人，为后续中餐在海外的更广泛推广奠定了坚实的文化基础



资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

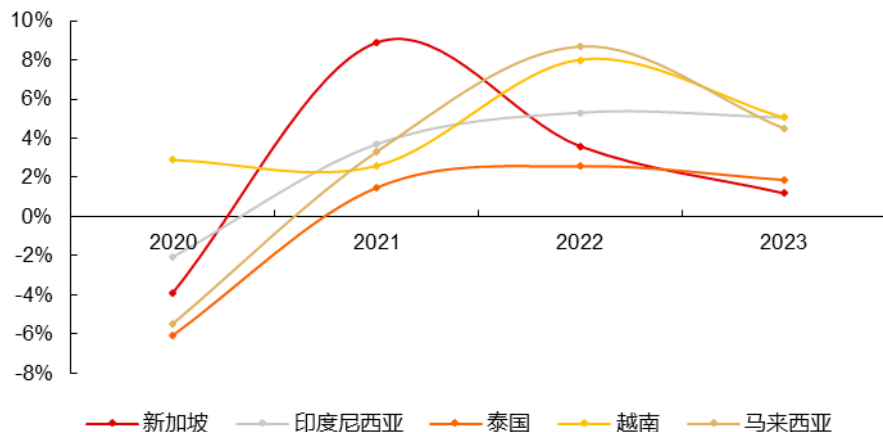
图 13：中国每万人均餐厅保有量（个）处于国际较高水平



资料来源：窄门学社，长江证券研究所

海外市场迎机遇，政策促进出海进程。近年，不仅国内餐饮企业各方面更加成熟，海外主要出海市场同样出现了有利环境。许多国家地产、商业等在 2022 年开始进入锐减后的恢复期，为中餐品牌出海提供了进驻的空间。另外，国内支持中餐出海政策近年密集发布，2024 年 3 月商务部等 9 部门关于促进餐饮业高质量发展的指导意见，意见提出加快中餐“走出去”，支持餐饮经营主体积极开拓海外市场。

图 14：中餐主要出海国家近年 GDP 增速



资料来源：World Bank，中国连锁经营协会，长江证券研究所

表 4：中餐出海部分支持政策

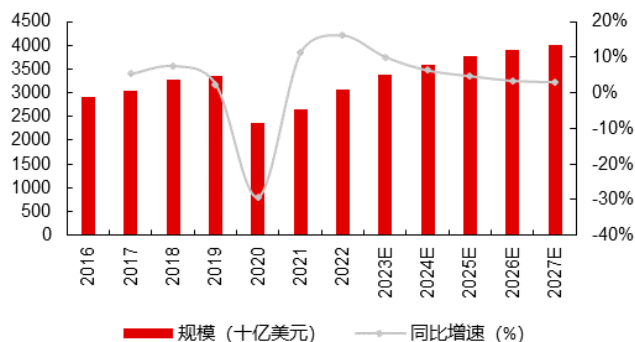
时间	政策
2006 年	商务部提出稳步推进中国餐饮“走出去”
2014 年	商务部将“中国餐饮走出去扶持计划”提上议程
2022 年	RCEP 正式生效，《商务部等 6 部门关于高质量实施〈RCEP〉》鼓励企业用好成员国承诺，推动农产品，预制菜等产品出口 《河南省人民政府办公厅关于印发河南省加快预制菜产业发展行动方案（2022-2025）的通知》中提出，加强与支持出口通关指导和服务，大力培养预制菜出口企业，鼓励企业在境外建立加工基地，开拓预制菜国际市场
2023 年	江西商务部鼓励赣菜及江西米粉企业开拓全球市场 《广州市人民政府关于印发广州市建设国际消费中心城市发展规划（2022-2025）的通知》提出要推动餐饮企业出海，支持本地餐饮企业走出去，培育一批全国性，国际性的餐饮集团，推动餐饮企业产品出海
2024 年	商务部等 9 部门关于促进餐饮业高质量发展的指导意见提出：加快中餐“走出去”。支持餐饮经营主体积极开拓海外市场

资料来源：中国政府网，中国连锁经营协会，长江证券研究所

海外中餐市场：市场空间大，竞争格局分散

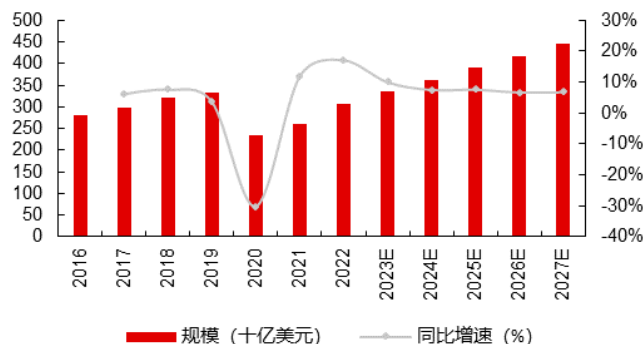
国际餐饮服务市场空间广阔，中式餐饮占比不断提升。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年国际餐饮服务市场规模达到 3 万亿美元以上，2016-2019 年 CAGR 达 5.07%，其中中式餐饮增速为 5.86%，高于国际市场增速，2022 年中式餐饮在国际餐饮市场占比仅 9.96%。预计 2022-2027 年国际餐饮服务市场与中式餐饮市场规模 CAGR 分别为 5.5%、7.8%，中式餐饮在国际市场占比将不断提升。

图 15: 国际餐饮服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，长江证券研究所

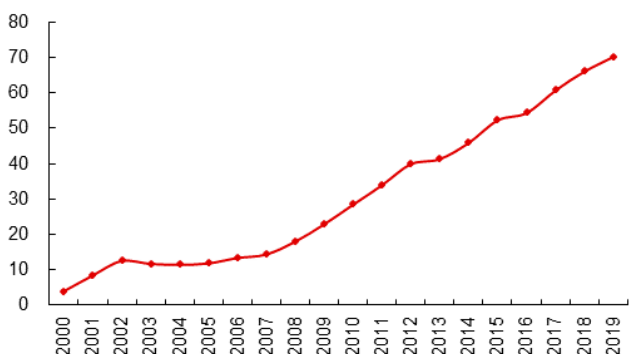
图 16: 国际市场中式餐饮服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，长江证券研究所

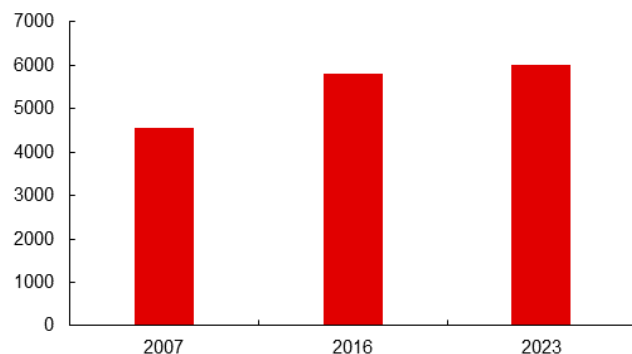
海外华侨数量不断增长，构成中式餐饮消费坚实基础。近年由于留学深造、商务投资等因素，大陆向海外移民数量持续增长，对海外中式餐饮消费的需求随之不断提高，同时海外侨社组织程度逐渐提高，更加注重与住在国政治、经济、文化等领域的交流合作，有效提升了海外对中国的文化认同。不断增长的外国华侨构成了中式餐饮消费基础，并有力的传播了中国餐饮文化。其中，东南亚华侨华人数量最多，2017 年占整体海外华侨华人比例达到 70%以上，东南亚也因此成为中餐出海的集中区域。

图 17: 中国出国留学人数（万人）



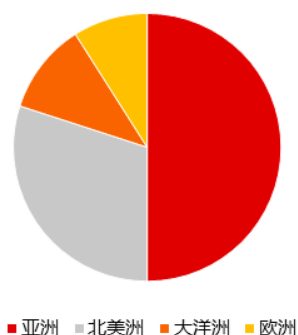
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18: 世界华侨华人数量（万人）



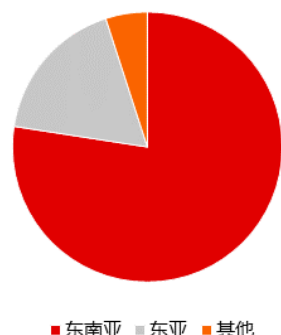
资料来源：华侨华人研究报告（2020），国务院侨务办公室，长江证券研究所

图 19: 截至 2023 年中国餐饮品牌海外首家门店分布（世界）



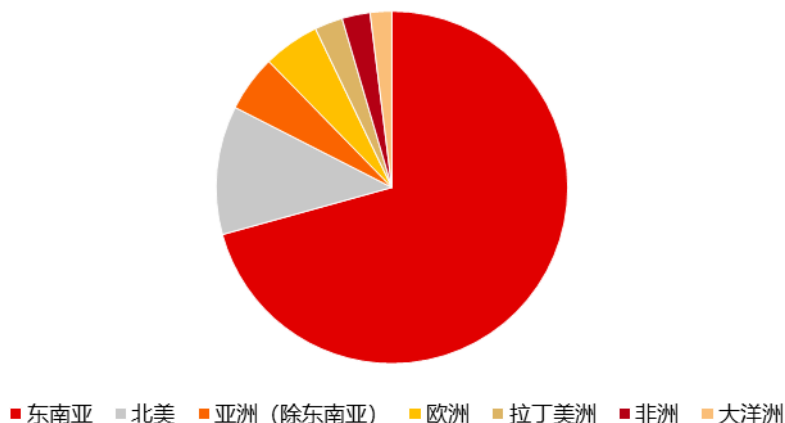
资料来源：窄门学社，长江证券研究所

图 20: 截至 2023 年中国餐饮品牌海外首家门店分布（亚洲）



资料来源：窄门学社，长江证券研究所

图 21：世界华侨华人分布（2017）



资料来源：华侨华人研究报告（2020），长江证券研究所

中式餐饮分布范围广阔，竞争格局分散。根据弗若斯特沙利文数据，除美国因拥有较多华裔人口，中式餐饮市场占比较高外，其他国家中式餐饮占比普遍较低，中式餐饮在国际市场分布较为分散；另外，从收入看，特海国际排在国际市场中式餐饮品牌第三，前两位均为较早在美国成立的公司，2021 年国际市场中式餐饮品牌前五名收入合计占中式餐饮市场规模的 2.14%，中式餐饮品牌竞争格局非常分散。

表 5：2022 年海外中式餐饮主要国家市场规模（十亿美元）

国家	中式餐饮市场规模	火锅市场规模	该国中式餐饮市场占整体比例
美国	55	13.8	17.97%
日本	12.2	1.9	3.99%
新加坡	8.4	1.2	2.74%
英国	7.1	2.1	2.32%
韩国	4.3	1.7	1.40%
加拿大	3.7	1.1	1.21%
印度尼西亚	3	0.3	0.98%
泰国	2.9	0.4	0.95%
马来西亚	2.7	0.3	0.88%
澳大利亚	2.6	0.6	0.85%
越南	2	0.2	0.65%
阿拉伯联合酋长国	0.6	0.06	0.20%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，长江证券研究所

表 6：以收入计，国际市场中式餐饮品牌前五名（数据截至 2021 年）

公司	背景	收入（百万美元）	餐厅数量（家）	收入占中式餐饮市场比例
A	1983 年在美国成立，公司 A 为一家主要提供西化中式餐饮的连锁快餐店	4000	2200	1.53%
B	1993 年在美国成立，公司 B 为提供西化中式餐饮的休闲餐饮连锁餐厅	1000	320	0.38%

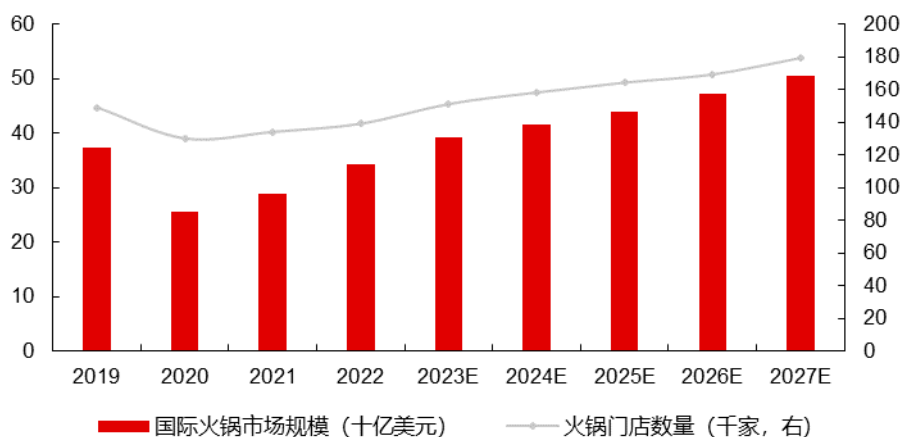
特海国际	-	312.4	94	0.12%
C	1972 年在中国台湾成立，公司 C 是一家提供江浙菜的休闲餐饮连锁餐厅	150	120	0.06%
D	2002 年在新加坡成立，公司 D 是一家提供海鲜、中菜和粤菜的休闲餐饮连锁餐厅	130	90	0.05%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，长江证券研究所

火锅出海具备多项优势

根据弗若斯特沙利文预测，2022-2027 年国际火锅市场规模 CAGR 预计为 8%，略高于中式餐饮市场规模增速。火锅作为中式餐饮中最受欢迎的品类，其出海具备标准化程度高、食材选择多样、高毛利等多项竞争优势。

图 22：国际火锅市场规模及门店数量



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，长江证券研究所

标准化程度高，可复制性强

传统中式餐饮烹饪过程以厨师为主导，菜品的口味、颜色、香气均由厨师掌握，不同厨师烹饪的风格、习惯均不同，制作过程难以标准化，且培养厨师需要的成本高、时间周期较长。预制菜的出现解决了部分口味问题，但很多制作过程依然依赖厨师。火锅则不同，厨师仅负责准备食材，不负责烹饪，食材准备过程易于标准化，厨师培养时间快、成本低，门店可复制性强。

图 23：火锅制作过程标准化程度高，对厨师依赖度低



资料来源：长江证券研究所

食材选择多样，口味丰富，适应性强

传统中式餐饮一菜一味，并且一道菜中包含的食材有限，而火锅可同时选择多种肉类、蔬菜、丸类加工品等，不同区域配备的菜品不同，另外可以选择多种火锅底料，每个人可以调制适合自己的蘸料。对于海外市场，火锅能够很好的适应当地人对食材的偏好，在口味的本土化、适应性方面具备天然的优势。

表 7：海底捞官方推荐配料

特色蘸料	鲜香味碟	香辣味碟	海鲜味碟	丸滑味碟	酸辣味碟	蒜泥香油碟	芝麻调味酱
锅底原汤	瑶柱香菇酱	清油火锅碟料	XO 酱	丸滑酱油	丸滑酱油	芝麻调和油	花生芝麻调味酱
酥黄豆	精品牛肉酱	锅底原汤	沙茶酱	小香葱	陈醋	蒜泥	熟芝麻
五香牛肉	花生芝麻调味酱	酥黄豆	丸滑酱油		蒜泥		
蒜泥	芹菜末	芹菜末	花生芝麻调味酱		泰国椒		
花生末	小香葱	小香葱	炸辣椒油		辣椒油		
芹菜末		香菜	小香葱		香油		
香菜					小香葱		
小香葱							

资料来源：海底捞官网，长江证券研究所

表 8：海底捞（新加坡）菜品

特色菜	肉类	河鲜海鲜	丸滑类	蔬菜类	豆面制品	菌菇类
捞面	西班牙黑猪肉	顺福鱼	鱼包鱼蛋	菠菜	魔芋丝	金针菇
芝士豆腐	精品肥牛	老虎斑鱼	香菇贡丸	茼蒿	豆腐皮	木耳
滑牛肉	猪颈肉	东星斑鱼	芝士牛肉丸	生菜	芝士年糕	杏鲍菇

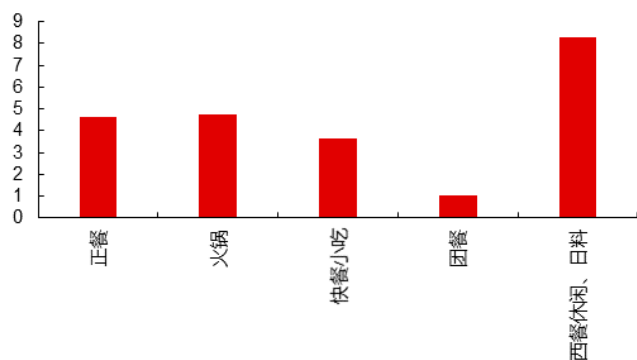
猪脑花	澳洲牛舌	肉蟹	玉米猪肉丸	油麦菜	腐竹	什锦菌拼
鲜毛肚	开心牧场	波士顿小龙虾	猪肉丸子	大白菜	细粉丝	平菇
千层毛肚	五花猪肉片	螃蟹	招牌虾滑	黄金芋头	红薯宽粉	香菇
自制豆花	鹌鹑蛋	红斑鱼	手工鱼籽鱼丸	竹笙	炸豆皮	
孜然鸡丁	鸭舌	冰鲜鲍鱼	手工虾饼	竹笋片	注心火锅油条	
嫩鱼片	脱骨鸭掌	冰鲜贝柱肉	丸滑组合	开心农场	水晶粉带	
嫩鸡肉片	午餐肉	海鲜拼盘	滑类拼盘	土豆	嫩豆腐	
炸酥肉	美国和牛肉	金鲳鱼	鲜贝滑	莲菜	冻豆腐	
自制豆泡	黑猪肉	尼罗红鱼	菠汁墨鱼饼	冬瓜	mini 火锅油条	
猪黄喉	牛肋腹肉	南美白虾	竹笛虾卷	竹笋尖	油豆皮	
	澳洲羊肩肉	田鸡	鱼籽福袋	海带		
	精品肥牛	游水虾、虾婆	花枝丸	白萝卜		
		墨鱼仔		山药		
		扇贝		青笋		
		北极蛤、青蛤		甜玉米		
		鳕鱼片				

资料来源：海底捞新加坡官网，长江证券研究所

高毛利，盈利能力强

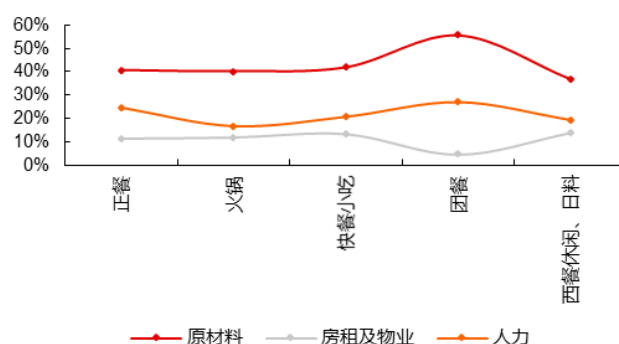
从我国经验看，火锅在餐饮各业态中每餐位营收属于较高水平，火锅原材料选择多样，能够较好地适应当地食材，减少食材运输成本，并且对厨师要求较低，整体看，火锅的原材料、房租及物业、人力等主要成本率处于餐饮各业态中较低水平，从而造就了其较高的毛利率与净利率，拥有较强的盈利能力。

图 24：2019 年中国餐饮各业态每餐位营收（万元）



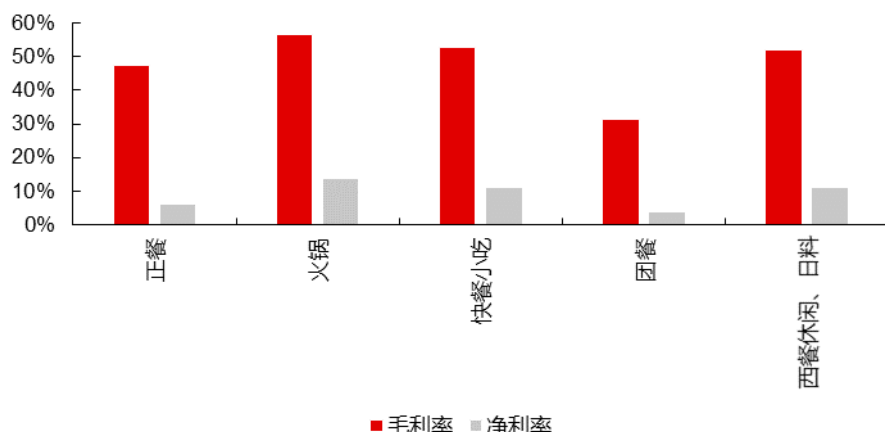
资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

图 25：2019 年中国餐饮各业态成本占营收比例



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

图 26：2019 年中国餐饮各业态毛利率与净利率



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

品牌壁垒牢固，开店空间广阔

海底捞作为在国内领先的餐饮品牌，通过其特色的服务形式、就餐体验，牢牢占据国内消费者心智，近年在中国餐饮企业百强中排名稳步提升。公司出海后，除海外华人对公司的偏好外，公司品牌力获得了国际认可，2019-2024 年连续上榜“全球餐饮品牌价值 25 强”，并在 2024 年获得全球餐饮品牌力第一名。随着海外客流恢复，公司营收增长叠加运营效率提升，有望助力成本端持续下降，参考海底捞国内门店，特海国际单店模型仍有进一步优化空间。通过分析海外华人数量、人口分布等，镜鉴日本“东利多”的出海进程，我们认为公司未来开店空间广阔。

表 9：中国烹饪协会餐饮企业百强名单前 5 名

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司
2	金拱门（中国）有限公司	金拱门（中国）有限公司	金拱门（中国）有限公司	海底捞火锅	海底捞国际控股有限公司	海底捞国际控股有限公司
3	河北千喜鹤饮食股份有限公司	海底捞国际控股有限公司	海底捞火锅	金拱门（中国）有限公司	金拱门（中国）有限公司	金拱门（中国）有限公司
4	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司	河北千喜鹤饮食股份有限公司	河北千喜鹤饮食股份有限公司	河北千喜鹤饮食股份有限公司	北京千喜鹤餐饮管理有限公司	瑞幸咖啡（中国）有限公司
5	海底捞国际控股有限公司	内蒙古西贝餐饮集团有限公司	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司	北京金丰餐饮有限公司	北京千喜鹤餐饮管理有限公司

资料来源：中国烹饪协会，长江证券研究所

品牌能力获国际认可，自营餐厅覆盖范围领先

早在 2007 年，公司即已获得“中国餐饮百强企业”荣誉，2019 年公司首次上榜“全球餐饮品牌价值 25 强”，成为首个上榜的中餐厅，此后至 2024 年，公司已连续 6 年上榜。公司品牌力获得国际范围的认可，2024 年公司成为全球餐饮品牌中品牌力-Brand Strength Index (BSI)第一名，是各行业少数几个获得 Brand Finance 罕见的 AAA+ 品牌实力评级的品牌之一。

表 10：2024 全球餐饮品牌价值前 15 强

品牌	属地	价值（亿美元）
星巴克	美国	606.69
麦当劳	美国	379.93
肯德基	美国	141.7
赛百味	美国	72.31
塔克贝尔	美国	71.07
达美乐比萨	美国	61.04
Tim Horton's	加拿大	59.42
汉堡王	加拿大	52.25
必胜客	美国	50.66
奇波多	美国	48.81
唐恩都乐	美国	
温迪	美国	
Chick-fil-A	美国	
海底捞	中国	
德州公路酒吧	美国	

资料来源：Brand Finance，长江证券研究所

表 11：2024 年全球餐饮品牌品牌力前十强

品牌	属地	品牌力指数
海底捞	中国	90.8
瑞幸咖啡	中国	88.8
德州公路酒吧	美国	86.8
橄榄花园	美国	85.3
快乐蜂	菲律宾	84.6
Chick-fil-A	美国	84
星巴克	美国	83.9
麦当劳	美国	82.9
唐恩都乐	美国	82.6
温迪	美国	81.6

资料来源：Brand Finance，长江证券研究所

以自营餐厅覆盖的国家数量计，公司在国际中餐品牌中排名第一，并且覆盖国家数量遥遥领先。公司分别于 2023 年以及 2024 年上半年进入阿联酋、菲律宾市场，覆盖国家数量达到 13 个，未来公司将以海底捞或者新业态品牌继续扩大自营餐厅网络，择机进入新市场。

表 12：以自营餐厅覆盖国家数量计，国际中餐前五大品牌（2021）

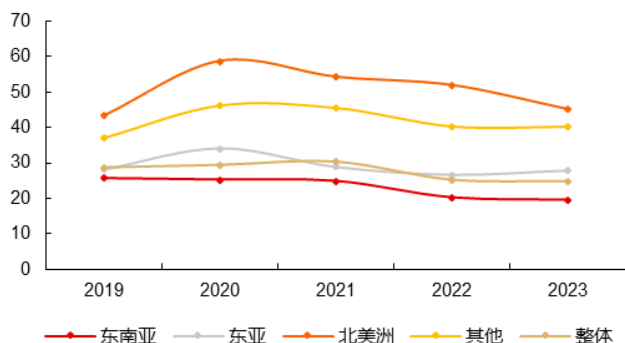
公司	背景	国家数量
特海国际	-	11
A	1983 年在美国成立，公司 A 为一家主要提供西化中式餐饮的连锁快餐店，截至 2021 年，其拥有约 2200 家餐厅	4
E	1999 年在中国成立，公司 E 为蒙古风味连锁火锅店。截至 2021 年，其在全球拥有约 25 家餐厅	2
B	1993 年在美国成立，公司 B 为提供西化中式餐饮的休闲餐饮连锁餐厅，截至 2021 年，其拥有约 320 家餐厅	2
F	2001 年在中国成立，公司 F 为蒙古风味连锁火锅店。截至 2021 年，其在全球拥有约 25 家餐厅	2

资料来源：公司公告，长江证券研究所

成本端有望持续下降，单店模型不断优化

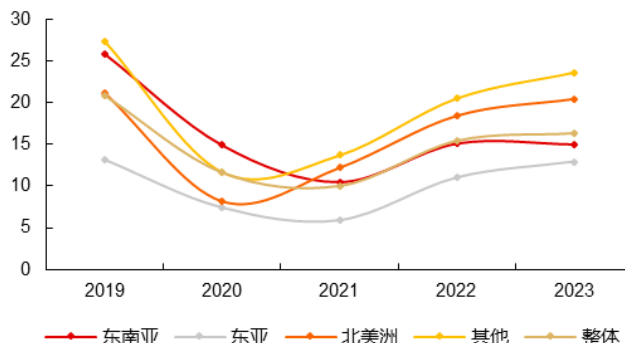
人均消费承压之下，客流量提升带动营收增长，成本端有望持续优化。前述分析可知，2023 年特海国际客流量修复，翻台率增长，尤其东亚、北美洲、其他三个部分翻台率同比分别+0.6/+0.6/+0.7 次/天，带动门店在人均消费下滑背景下，平均每日营业收入同比分别+17.27%/+10.87%/+15.12%，特海国际整体每日营收同比+5.84%。2023 年，特海国际整体翻台率已恢复至 2019 年 85%，北美洲及其他区域仍有进一步恢复空间，未来随着翻台率修复、门店数量持续增加、营收增长摊薄成本以及运营效率进一步提升，公司成本端有望持续优化。

图 27：特海国际分区域人均消费（美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：特海国际分区域单店平均每日收入（千美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

假设各区域 2023 年餐厅层面经营利润率与整体保持一致，计算得出特海国际在东南亚/东亚/北美洲/其他区域门店的投资回收期分别为 2.11/2.63/2.24/2.1 年。从各区域门店平均客流量看，东亚、北美洲、其他区域客流量仍在快速增长，东南亚同比也保持了正增趋势，未来随着客流量增长、年收入提高及成本端占比下降，经营利润率提升，各区域单店模型有望进一步优化，参考海底捞 2023 年国内单店模型，特海国际门店回收期仍有提升空间。

表 13：2023 年特海国际分区域单店模型

	东南亚	东亚	北美洲	其他	整体
年客流量（万人次）	27.25	17.06	16.67	22.22	23.63

日客流量（人次）	769	464	450	587	657
平均年度收入（万美元）	526.4	465.5	745.2	794.4	574.9
人均消费（美元）	19.5	27.8	45.3	40.2	24.8
平均每日收入（千美元）	15	12.9	20.4	23.6	16.3
翻台率	3.5	3.6	3.7	3.8	3.5
餐厅层面经营利润率	9%	9%	9%	9%	9%
年度利润（万美元）	47.38	41.90	67.07	71.50	51.74
开业成本（万美元）	100	110	150	150	110
投资回收期（年）	2.11	2.63	2.24	2.10	2.13

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 14：海底捞在中国 2023 年单店模型

	一线城市	整体
餐桌数量（张）	88	84
单桌顾客数量（人）	4	4
翻台率（次/天）	3.8	3.8
人均消费（元）	105.7	99.1
营业收入（万元）	3088.1	2866.1
餐厅层面利润率	16.00%	15.00%
年度利润（万元）	494.10	429.91
开业成本（万元）	1000	900
投资回收期（年）	2.02	2.09

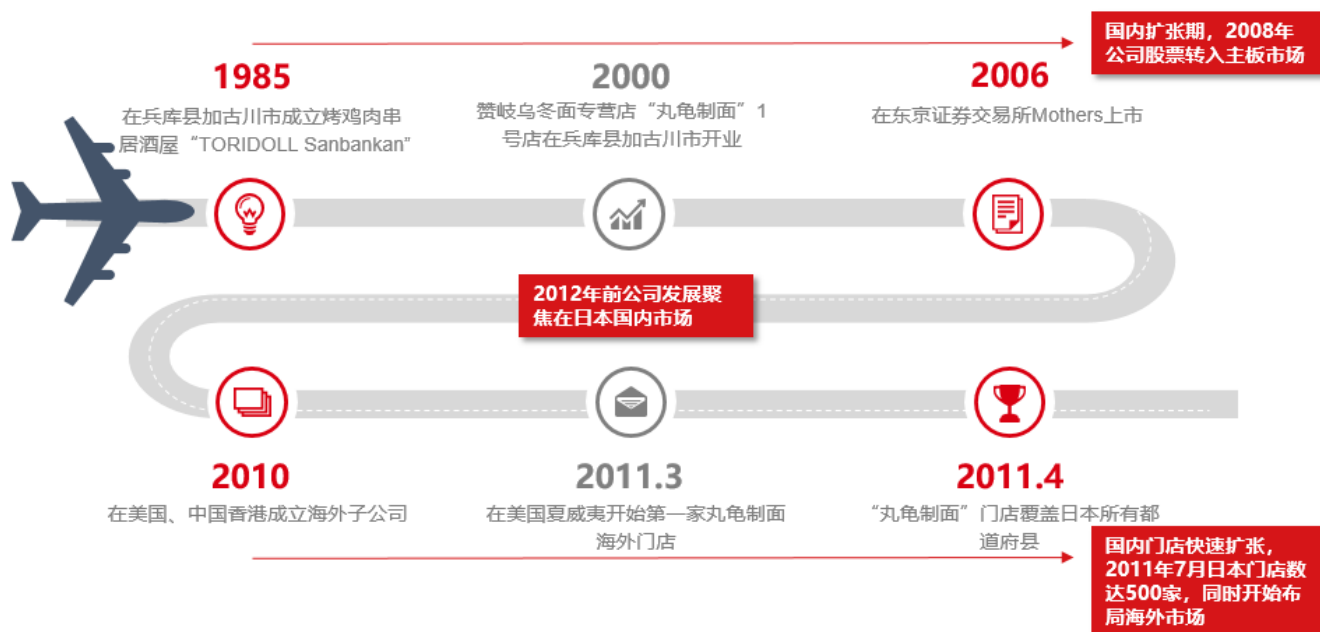
资料来源：公司公告，长江证券研究所

镜鉴东利多，未来开店空间广阔

中餐出海或可借鉴日本。中餐出海多年，但 2023 年才真正成为热潮，而国际上餐饮企业出海有众多先例可循，其中日本国民数量少、国土面积低以及餐饮企业发展成熟更早，导致其出海时间相对更早，另外饮食习惯同样属于东亚文化，因此我国餐饮企业出海的发展或可借鉴日本品牌经验。

日本东利多与海底捞创立、出海时间大致相同。东利多（Toridoll）是一家以乌冬面-“丸龟制面”为主的餐饮企业，主打自助自选模式，即顾客依次路过主食、小菜、饮料区等，完成餐品选取，具备出餐快、可选择性高等优势。东利多创立及出海时间与海底捞大致相同，2000 年其标志性门店“丸龟制面”正式开业，经过在国内不断发展积累，在 2010 年开始筹备海外市场并在 2011 年开出海外第一家门店，此后进入了海外扩张时期。

图 29：东利多早期发展历程



资料来源：东利多官网，长江证券研究所

东利多海外扩张路径与特海国际相似，从饮食习惯接近的亚太地区以及种族多元化的北美开始扩张，不断加密门店并开拓新市场。与海底捞不同的是，东利多在出海初期即快速扩张，四年后海外门店数突破 100 家；而海底捞在出海初期偏谨慎，中国大陆外的门店数量直到 2022 年才突破 100 家，前后一共用了 10 年。另外，东利多在出海后不久开始通过并购等方式尝试不同餐饮形式，而特海国际在 2024 年推出“红石榴计划”探索不同业态，与东利多“丸龟制面”+新业态扩张路径一致。

截至 2024 年 10 月 8 日，东利多共有 1997 家门店，其中 881 家（占比 44%）位于日本以外市场，而这 881 家中又有 574 家（占比 65%）位于亚太地区，截至 2023 年底特海国际门店数量仅占整体海底捞门店 7.84%，亚太地区门店约占特海国际门店数量 75.65%，海外欧美等市场仍有较大拓展空间。

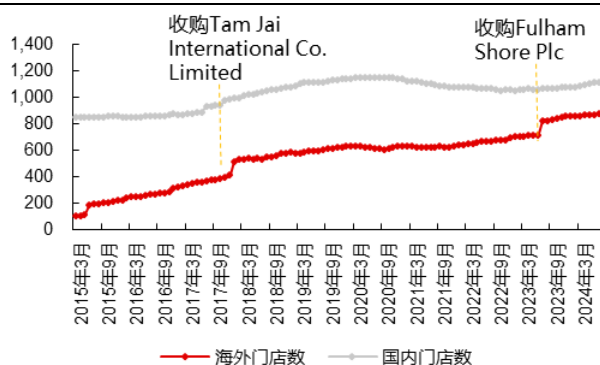
增速方面，2015 年东利多海外门店数量突破百家，共计进入了 6 个国家，从 2015 年 3 月至 2017 年末，东利多门店以约每个月净增长 9 家的速度快速扩张，前三年门店 CAGR 达 72.41%；2018 年起门店增速放缓，2018 年初至 2023 年 6 月，东利多门店数每个月净增长约 3 家。

图 30：日本东利多历年营业收入及首次进入海外各地区时间



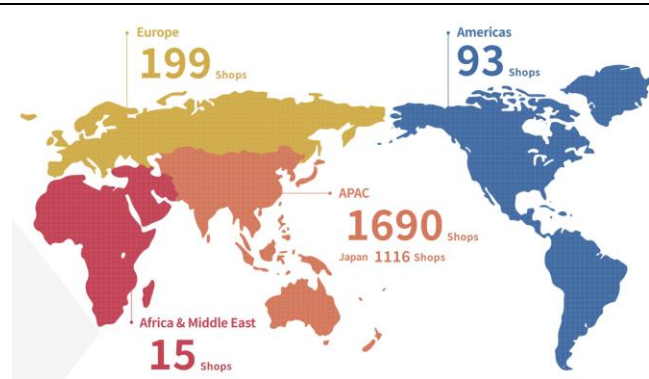
资料来源：Wind，东利多官网，长江证券研究所

图 31：东利多门店数量变化（家）



资料来源：东利多官网，长江证券研究所

图 32：东利多门店分布（截至 2024 年 10 月 8 日）



资料来源：东利多官网，长江证券研究所

相比于乌冬面，特海国际的火锅单店面积更大，客单价更高，因而需要更多员工、更复杂的管理以及更加精准的选址，并且公司在近年采取稳健的“自下而上”开店策略，东利多的开店增速或不适用于特海国际，但其在不同阶段的增速变化以及开店区域分布或可参考。

表 15：东利多与特海国际餐饮业态对比（2024 年 9 月）

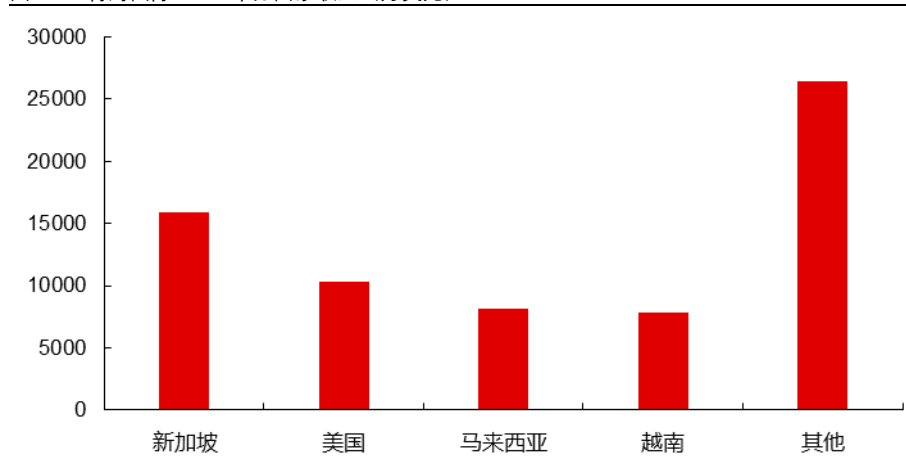
	东利多	特海国际
客单价（中国，元）	55.63	101.68
单店面积（平方米）	约 100	约 800
口碑评分（中国，主品牌）	78.64	91.48
餐饮业态	乌冬面 咖啡 快餐 酒馆 米线 咖喱饭	火锅 快餐 清真火锅
商场店比例（中国，主品牌）	14.29%	86.87%

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

具体看特海国际开店空间，由于东南亚与东亚地区饮食结构、习惯相似，火锅的开店空间或与当地居民数量、人均 GDP 相关，而其他地区火锅则与当地华人数量相关，以此为基准预测特海国际开店空间。

公司最先进入新加坡市场，2012 年后不断在新加坡加密门店，多年来新加坡一直是公司在海外收入最高的国家（2023 年占比达 23.15%）。另外，公司将中央厨房建设在了新加坡，作为公司出海的典型市场，新加坡或可成为公司在东亚及东南亚开店空间预测的参考。**综合考虑总人口、人均 GDP 等指标，我们认为公司在东亚及东南亚稳态门店数量达 305 家。**

图 33：特海国际 2023 年分国家收入（万美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 16：公司东亚及东南亚开店空间预测

国家/地区	总人口 (万人)	人均 GDP (美元)	2023 年门店数量 (家)	平均每家店覆盖人口 (万人)	稳态门店数量 (家)
新加坡	592	84734	20	29.59	30
东南亚	68673	5510	70	981.04	210
东亚（除中国、朝鲜）	17968	33091	17	1056.92	65
东亚与东南亚合计	-	-	-	-	305

资料来源：公司公告，世界银行集团，长江证券研究所

北美洲及其他地区开店空间综合参考当地华人数量、人口总数、人口分布等因素，我们认为公司在北美洲及其他地区稳态门店数量分别为 55、50 家。

综上所述，保守估计公司出海在全球稳态门店数量达 410 家，截至 2024Q2 公司已经开出 122 家门店，未来开店空间为 288 家。参考东利多的不同发展阶段以及公司近期开店节奏，我们预计 2024-2026 年，公司将新开 15/18/20 家新店。

表 17：北美洲及其他地区公司开店空间预测

国家/地区	华人数量 (万人)	人口总数 (亿人)	2023 年门店数量 (家)	平均每家店覆盖华人 (万人)	稳态门店数量 (家)
北美洲	709	3.75	18	39.37	55
其他	740	53.38	10	73.97	50

合计（北美及其他）	-	-	-	-	105
全球（除中国、朝鲜）	-	-	-	-	410

资料来源：公司公告，世界银行集团，华侨华人研究报告（2020），长江证券研究所

表 18：特海国际开店节奏预测（家）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东南亚	55	68	70	76	84	94
东亚	17	17	17	21	26	31
北美洲	16	18	18	21	24	27
其他	6	8	10	12	14	16
合计	94	111	115	130	148	168

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议与盈利预测

在餐饮出海浪潮下，特海国际以其独特的服务形式、优越的品牌力、快速本土化的适应能力成为中餐出海品牌中的弄潮儿。在规模庞大且竞争格局分散的国际餐饮市场中，特海国际具备广阔的发展空间。公司单店模型不断优化，新店快速实现盈亏平衡，我们看好火锅行业在国际市场的发展空间以及公司未来的发展前景，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 8.30、9.76、11.29 亿美元，实现归母净利润 2461.83、5122.54、6765.30 万美元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 19：特海国际盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东南亚						
总客流量（百万）	6.7	16.1	18.8	21.0	23.5	26.4
门店数量（家）	55	68	70	76	84	94
店均客流量（万）	12.2	23.7	26.9	27.7	27.9	28.1
yoy	-12.02%	94.36%	13.43%	3%	1%	0.50%
人均消费（美元）	24.8	20.2	19.5	19.01	18.8	18.7
yoy	-1.59%	-18.55%	-3.47%	-2.50%	-1.20%	-0.30%
年收入（万美元）	16975.3	32555.3	36845.7	39971.4	44085.3	49431.5
东亚						
总客流量（百万）	1.3	2.2	2.9	4.2	5.7	7.0
门店数量（家）	17	17	17	21	26	31
店均客流量（万）	7.6	12.9	17.1	20.1	21.7	22.6
yoy	30.00%	69.23%	31.82%	18%	8%	4%
人均消费（美元）	28.8	26.6	27.8	27.8	27.8	27.8
yoy	-15.29%	-7.64%	4.51%	0	0	0
年收入（万美元）	4062.6	5713.7	7913.4	11751.6	15713.5	19484.7

北美洲

总客流量（百万）	1.3	2.2	3	4.1	5.1	6.0
门店数量（家）	16	18	18	21	24	27
店均客流量（万）	8.1	12.2	16.7	19.7	21.2	22.1
yoy	164.06%	50.43%	36.36%	18%	8%	4%
人均消费（美元）	54.3	52	45.3	43.0	42.2	41.8
yoy	-7.50%	-4.24%	-12.88%	-5.0%	-2%	-1%
年收入（万美元）	7064.2	11337.4	13412.9	17773.5	21498.8	24902.0

其他

总客流量（百万）	0.5	1.2	2	2.6	3.2	3.8
门店数量（家）	6	8	10	12	14	16
店均客流量（万）	8.3	15.0	20.0	22.0	23.1	23.8
yoy	38.89%	80.00%	33.33%	10%	5%	3%
人均消费（美元）	45.6	40.3	40.2	40.0	40.0	40
yoy	-1.51%	-11.62%	-0.25%	-0.50%	0	0
年收入（万美元）	2682.1	4954.8	7944.2	10559.7	12935.7	15227.5

整体门店数量（家）	94	111	115	130	148	168
年收入（万美元）	30784.2	54561.2	66116.2	80056.2	94233.3	109045.8
其他收入（万美元）	453.1	1261.3	2520	2898	3332.7	3832.6
总收入（公司口径， 万美元） ²	31237.3	55822.5	68636.2	82954.2	97566.0	112878.4
其他收入（万美元） ³	1945.8	670.1	669.5	670	670	670

成本占比

原材料及易耗品	36.40%	35.20%	34.20%	34.20%	33.70%	33.50%
员工	45.90%	33.80%	32.90%	34.10%	33.60%	33.40%
租金及相关	2.10%	2.33%	2.50%	2.40%	2.00%	1.80%
水电	3.50%	3.50%	3.80%	3.65%	3.30%	3.25%
折旧及摊销	22.40%	13.10%	11.50%	11.30%	11.00%	10.90%
其他	37.80%	16.73%	10.05%	9.80%	9.50%	9.45%
财务成本	6.10%	2.24%	1.23%	1.21%	1.15%	1.10%
合计	154.20%	106.90%	96.18%	96.66%	94.25%	93.40%

税前利润（万美元）	-14959.20	-3223.00	3310.70	3440.67	6280.04	8119.97
所得税开支	-116.00	-903.30	-785.00	-953.97	-1131.77	-1320.68
实际所得税率	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
pct change	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
期内盈利/亏损	-15075.20	-4126.30	2525.70	2486.70	5148.28	6799.30

² 不包括利息收入、政府补助

³ 指利息收入与政府补助

其他收益（汇兑差 额）	209.70	838.50	462.70	-950.00	503.63	503.63
利润总额	-14865.50	-3287.80	2988.40	1536.70	5651.91	7302.93
归母净利润（万美 元）	-15075.20	-4124.80	2565.30	2461.83	5122.54	6765.30
归母占比（期内盈利 /亏损）	100%	100%	102%	99%	100%	100%
净利率（归母）	-48.26%	-7.39%	3.74%	2.97%	5.25%	5.99%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、公司门店拓展不及预期：新店数量增加是公司成长的重要驱动力，若因位置选择、租金水平、团队人才储备、装修进展等事项导致开店数量不及预期，或将导致公司收入增长不及预期。
- 2、公司同店经营不及预期：公司门店布局在世界各地，若门店由于海外消费人次少而出现同店经营持续不及预期情况，或将导致单店收益迟迟低水平徘徊，拖累公司整体收入业绩表现。
- 3、外汇汇兑风险：公司门店布局在世界各地，由于国际市场汇率波动，可能影响企业的成本和收益。
- 4、行业竞争加剧：由于对海外不同地方商业环境缺乏了解，可能无法及时预测市场竞争格局变化，其他中餐品牌出海可能与公司选择同一地点，导致竞争加剧。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。