

➤ **特海国际是由海底捞海外业务分拆而上市的公司，主要负责海底捞大中华（中国大陆、中国港澳台地区）以外地区的经营。**2012年海底捞于新加坡开设首店，随后接连进驻北美、欧洲、大洋洲等市场，并于2022年将国际业务分拆为特海国际于港交所上市，2024年5月实现纳斯达克的双重主要上市。截至2024年6月30日，特海国际已在全球经营122家门店，覆盖13个国家，东南亚/东亚/北美/其他地区门店占比分别为60.7%/14.8%/16.4%/8.2%。

➤ **经营数据及盈利能力呈上升趋势。**24H1公司实现营收3.71亿美元(yoy+14.5%)，客流量1450万人(yoy+17.89%)。分区域来看，24H1东南亚/东亚/北美/其他地区营收占比分别为54.9%/12.1%/20.7%/12.3%，东南亚为公司最大市场且年度拓店数量最多，北美地区拓店节奏仅次东南亚为第二大市场，东亚地区自23H2以来翻台率显著提升。公司UE模型呈向上趋势，2022-2024H1翻台率分别为3.3/3.5/3.8次/天，每家餐厅平均每日收入1.54/1.63/1.72万美元，同店增长54.0%/8.8%/8.2%，门店经营利润率为4.1%/9.0%/8.7%，门店表现及盈利能力逐步提升。

➤ **全球中餐市场大，火锅出海前景广。**据弗若斯特沙利文数据，2022年中餐国际市场规模3061亿美元，在国际餐饮市场渗透率为9.9%，并预计2022-2027年将以CAGR7.8%的速度继续增长。但国际中餐市场分散，在国际市场上拥有逾10家餐厅和在两个或以上国家运营的中式餐饮品牌餐厅数量分别仅占国际中式餐厅市场的13.1%和不足5.0%，因此国际中餐市场有机遇也充满挑战。火锅品来来看，2022年国际火锅市场总规模达343亿美元，占国际中餐市场的11.2%，特海国际在国内火锅出海品牌中具备门店数量及覆盖范围双重优势。

➤ **公司看点：品牌初具优势+管理体系强+供应链管理能力强+本土化渗透海外。**

1) **品牌初具国际知名度：**海底捞在2024“全球餐饮品牌价值25强”中位列第14名，中餐品牌中位列第一。2) **连住利益，锁住管理：**通过充分授权、师徒制、计件薪酬等方式实现自下而上协同共享，并以三层管理结构、评级制度、绩效机制建立高效管理体系。3) **延续海底捞供应链管理能力强：**火锅底料携手颐海共成长，拥有供应商筛选-采购-仓储-运输等完善的管理链条。4) **本地化渗透当地人群并多措并举提升顾客体验：**通过菜品、餐厅氛围、主题活动等设计尊重当地习俗进一步本土化渗透；先进技术和非到店就餐服务提升运营效率与消费者体验，公司在2023年实现非华裔客人占比约50%。

➤ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年营收分别为8.00亿美元、9.33亿美元、10.72亿美元；归母净利润为0.21亿美元、0.55亿美元、0.73亿美元，对应11月12日收盘价PE分别为52/20/15倍，PS分别为1.4/1.2/1.1倍。中餐出海市场空间广阔，公司刚刚处于盈利能力释放的早期阶段，伴随品牌势能提升及收入端优化业绩有望迎来较大弹性，作为国内餐饮出海稀缺标的，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 拓店不及预期风险；2) 食品安全风险；3) 海外运营风险；4) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；5) 汇兑风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	686	800	933	1,072
增长率 (%)	23.0	16.5	16.7	14.9
归母净利润	26	21	55	73
增长率 (%)	162.2	-16.8	159.5	32.5
EPS	0.04	0.03	0.09	0.11
P/E	43	52	20	15
P/B	4.1	3.2	2.7	2.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测(注: 股价为2024年11月12日收盘价, 汇率1HKD=0.1286USD。)

推荐
首次评级
当前价格:
13.32 港元

分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

目录

1 特海国际 (9658.HK/HDL): 火锅龙头扬帆出海	3
1.1 发展回顾: 海底捞 2012 年迈出国门, 2024 年 H1 全球布局 122 家门店	3
1.2 股权结构: 集中度高, 创始人为公司实际控制人	4
1.3 管理团队经验丰富, 新任 CEO 杨利娟女士曾掌舵海底捞并领导实施“啄木鸟”计划	5
2 经营情况: 经营表现逐步优化, UE 模型趋势向上	7
2.1 2023 年首次实现盈利, 经营修复体现成长	7
2.2 区域经营: 东南亚经营表现较优, 北美与其他地区市场潜力大	10
2.3 UE 模型拆解	12
3 行业分析: 全球中餐市场大, 火锅出海前景广	13
3.1 国际中餐: 中餐国际认可度提升, 但竞争格局分散	13
3.2 火锅出海: 独具优势, 兼具商业与文化价值, 2022 年占国际中餐市场的 11.2%	17
4 公司看点: 品牌初具优势+管理体系强+供应链管理能力有基础+本土化渗透海外	19
4.1 品牌初具国际知名度, 曝光率进一步提升	19
4.2 连住利益, 锁住管理, 运营模式一脉相承	20
4.3 标准化提供营运基石, 海底捞宗旨贯穿供应链管理	23
4.4 本地化以更好渗透当地人群, 技术及多措施助力提升消费体验	24
5 24H1 门店仅 122 家, 仍有较大开店潜力	28
6 盈利预测与投资建议	30
6.1 盈利预测假设	30
6.2 估值分析及投资建议	32
7 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 特海国际 (9658.HK/HDL): 火锅龙头扬帆出海

1.1 发展回顾: 海底捞 2012 年迈出国门, 2024 年 H1 全球布局 122 家门店

特海国际是由海底捞海外业务分拆而上市的公司, 主要负责海底捞大中华 (中国大陆、中国港澳台地区) 以外地区的餐厅经营, 为海外顾客提供“海底捞火锅”就餐体验。2022 年 12 月 30 日公司于港交所挂牌上市; 2024 年 5 月 17 日于美国纳斯达克股票市场实现双重主要上市。

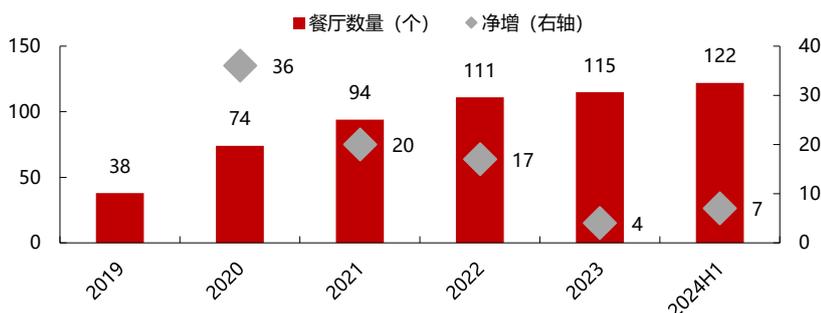
图1: 海底捞品牌发展历程 (2012 年后为特海前身)



资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 民生证券研究院绘制

目前特海门店达 122 家, 布局 13 个国家, 东南亚/东亚/北美/其他门店占比分别为 60.7%/14.8%/16.4%/8.2%。海底捞 1994 年自四川起航, 经十年深耕迅速成长为中国火锅行业的领军者。2012 年, 海底捞迈出国门, 在新加坡开设首家分店, 将地理位置更相近的东南亚市场作为其海外扩张的起点。随后于 2013 年开设洛杉矶首家门店, 进驻北美市场, 2014-2015 年在韩国和日本开业, 进驻东亚市场。自 2018 年海底捞上市港交所后, 公司又接连入驻欧洲、大洋洲等市场, 完善全球门店网络。截至 2024 年 6 月 30 日, 特海国际已在全球经营 122 家门店, 覆盖 13 个国家, 其中 74 家位于东南亚地区, 18 家位于东亚地区, 20 家位于北美地区, 10 家位于其他地区, 东南亚/东亚/北美/其他门店占比分别为 60.7%/14.8%/16.4%/8.2%, 海底捞的全球品牌影响力和市场竞争力不断攀升。

图2: 2019 年-2024H1 公司餐厅门店数量及当期净增

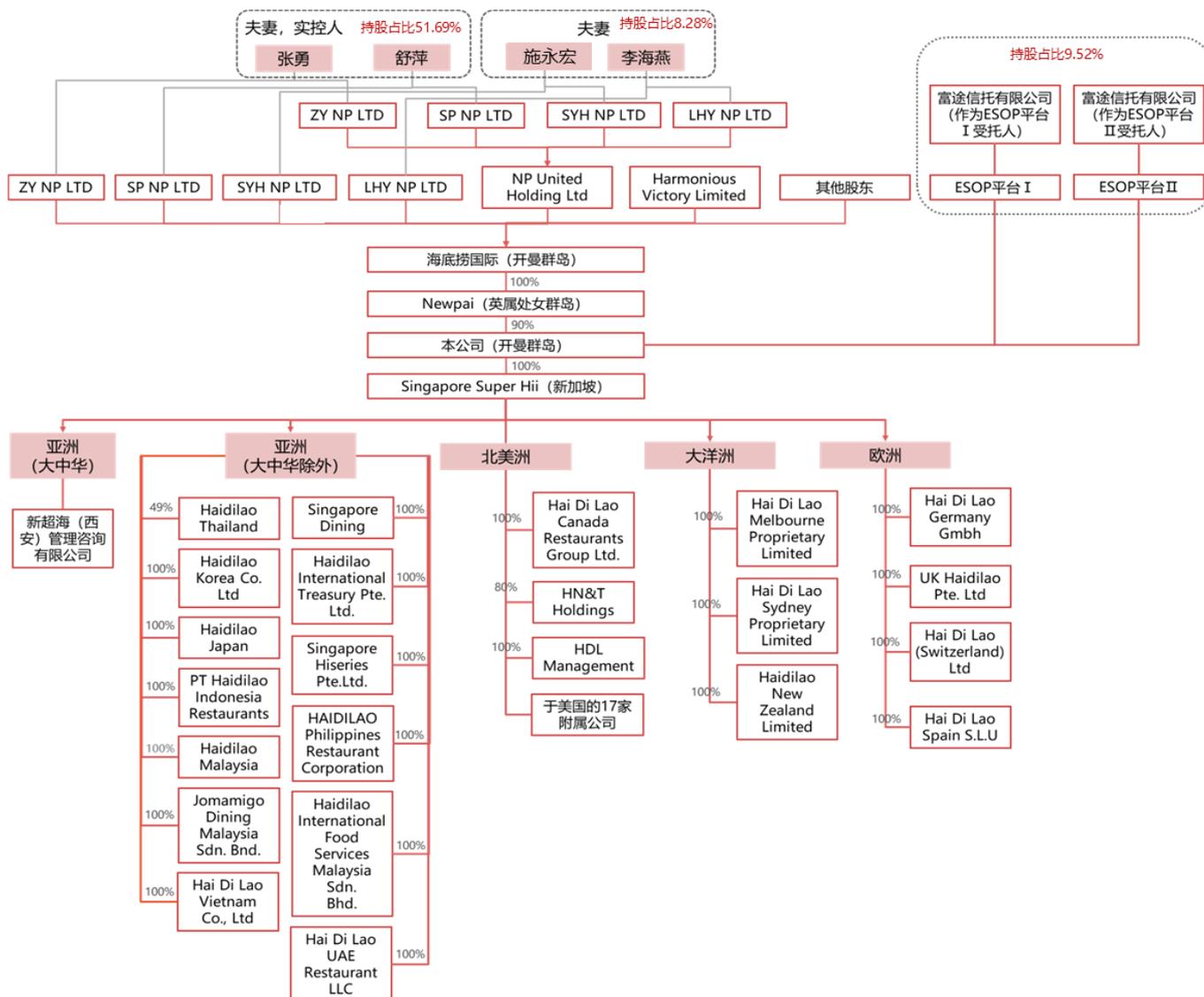


资料来源: 公司财报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

1.2 股权结构：集中度高，创始人为公司实际控制人

股权结构相对集中，创始人为公司实际控制人。公司港股分拆上市后，于纳斯达克再度上市时新发行 2692.7 万股股份，并行使超额配售权再发行 403.9 万股股份，截至 2024H1 公司总股本达 6.5 亿股，其中，创始人张勇、舒萍夫妇持股占比 51.69%，为公司控股股东及实控人；施永宏、李海燕夫妇持股占比 8.28%，雇员激励平台（ESOP 平台）富途信托有限公司股份占比 9.52%。公司全体高管、董事及部分股东已承诺在美股发行日（2024 年 5 月 17 日）后 180 天内，未经承销商书面许可，不会直接或间接出售、质押、转让或以其他方式处置所持股份或其他相关证券。

图3：特海国际公司股权结构（截至 2024.6.30）



资料来源：公司招股说明书，公司半年报，民生证券研究院

1.3 管理团队经验丰富，新任 CEO 杨利娟女士曾掌舵海底捞并领导实施“啄木鸟”计划

董事会核心成员多为内部晋升，现 CEO 杨利娟女士曾掌舵海底捞并领导实施“啄木鸟”计划，经验丰富且专业度高。公司董事会包括三名执行董事、一名非执行董事及三名独立非执行董事：舒萍女士为海底捞的创始人之一并担任特海国际的主席兼非执行董事；CEO 杨利娟女士自 2024 年 7 月 1 日担任特海国际执行董事及首席执行官，杨女士自 1994 年加入海底捞，从基层积累经验，于海底捞任职超过 27 年，曾先后担任海底捞首席运营官、首席执行官等职位，并领导海底捞实施“啄木鸟计划”，成功改善内部管理和运营情况。管理团队年富力强，多数都加入海底捞多年为内部晋升，经验丰富且专业度高。

表1：公司董事会构成

姓名	年龄	职位	背景
舒萍	54	主席兼非执行董事	主要负责主导集团国际化及全球化发展的战略及规则。 舒萍女士餐饮业经验丰富，自 2014 年 11 月起担任四川海底捞的董事，自 2018 年 3 月起担任颐海国际 (1579.HK) 的执行董事，自 2015 年 7 月起担任海底捞国际 (6862.HK) 董事，并于 2018 年 5 月至 2021 年 8 月调任非执行董事。目前在集团的三家附属公司担任董事职务。
杨利娟	45	执行董事及首席执行官	杨利娟女士自 2024 年 7 月 1 日起担任特海国际执行董事及首席执行官，主要负责监督集团发展战略的落实和推进，及餐饮业务的运营和提升。 杨女士在餐饮业深耕多年，于 1997 年 6 月至 2001 年 3 月在四川海底捞担任经理，于 2001 年 4 月被任命为四川海底捞董事，并于 2018 年 1 月调任四川海底捞的非执行董事。杨女士自 2015 年起于海底捞国际先后担任董事、首席运营官、首席执行官等职位，在监督管理及战略发展方面发挥重要作用。杨女士在海底捞任职超过 27 年，是集团多项重要战略的主要推动者之一。
李瑜	39	执行董事	主要负责参与集团的管理及战略发展。 李先生自 2007 年 11 月加入海底捞国际集团，任职超过 16 年，他于自 2021 年 5 月至 2022 年 3 月负责日本、韩国、泰国及中国台湾的海底捞餐厅的运营及管理，自 2022 年 10 月以来，李先生一直协助公司前任执行董事兼首席执行官周兆呈先生监督集团业务的管理及运营。
刘丽	38	执行董事	主要负责参与集团的管理及战略发展。 刘女士在餐饮服务领域拥有超过 11 年的经验，于 2012 年 10 月加入集团附属公司 Singapore Dining，于 2022 年 3 月底至 2023 年 8 月调任集团产品总监，负责统筹产品开发。自 2023 年 8 月起，担任集团的区域经理。
陈康威	51	独立非执行董事	主要负责监督董事会并提供独立判断。 陈先生在公共部门及私营部门各行业经验丰富，在战略、预算、媒体、物业、政府关系和非营利性管理领域具有强专业技能。陈先生投身于新加坡公共部门超过 15 年。
张思乐	56	独立非执行董事	主要负责监督董事会并提供独立判断。 张先生于 2006 年 5 月至 2017 年 7 月在新加坡内阁任职，并担任多个高级职务。张先生还曾在新加坡证券交易所上市的多家上市公司任职，积累了丰富的管理经验。
连宗正	64	独立非执行董事	主要负责监督董事会并提供独立判断。 连先生具有超过 20 年的银行业经验，在中国香港、中国大陆、新加坡和东南亚专门从事企业融资和资本管理；2012 年 2 月至 2024 年 2 月期间，连先生亦担任新加坡海事及港务管理局的独立董事。

资料来源：公司公告，公司招股说明书，民生证券研究院

表2：公司高级管理层构成

姓名	年龄	职位	背景
杨利娟	45	首席执行官	杨利娟女士自 2024 年 7 月 1 日起担任特海国际执行董事及首席执行官，主要负责监督集团发展战略的落实和推进，及餐饮业务的运营和提升。 杨女士在餐饮业深耕多年，于 1997 年 6 月至 2001 年 3 月在四川海底捞担任经理，于 2001 年 4 月被任命为四川海底捞董事，并于 2018 年 1 月调任四川海底捞的非执行董事。杨女士自 2015 年起于海底捞国际先后担任董事、首席运营官、首席执行官等职位，在监督管理及战略发展方面发挥重要作用。杨女士在海底捞任职超过 27 年，是集团多项重要战略的主要推动者之一。
瞿聪	42	财务总监	主要负责监督集团财务及投资管理以及企业管治事宜。 瞿女士于 2018 年 3 月加入海底捞国际，于 2023 年 8 月 29 日获委任为集团财务总监。她曾于 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，在国际资本市场、企业管治、与监管机构沟通及投资者关系方面拥有丰富经验。
江文海	38	产品总监	主要负责统筹集团产品开发。 江先生于 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，并于 2023 年 8 月 29 日获委任为集团的产品总监。
周绍华	38	副总裁兼大区经理	主要负责统筹品牌管理，参与集团的管理及战略发展。 周先生具有超过 13 年餐饮服务领域经验，他于 2010 年 10 月加入海底捞国际，于 2013 年 1 月调往新加坡担任项目经理协助当地业务拓展，2022 年 3 月 25 日获委任集团副总裁兼大区经理。

资料来源：公司公告，公司招股说明书，民生证券研究院

2 经营情况：经营表现逐步优化，UE 模型趋势向上

2.1 2023 年首次实现盈利，经营修复体现成长

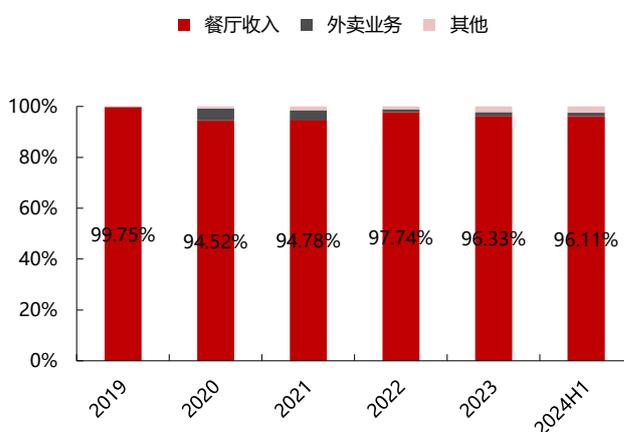
餐厅经营为主要营收来源，门店扩张驱动下营收持续增长。公司营收持续增长，24H1 公司实现 3.71 亿美元收入，yoy+14.5%。餐厅经营长期保持主要收入来源地位，2024 年上半年占比 96.11%，而外卖业务/其他业务占比 1.40%/ 2.49%。历史五年公司营收结构相对稳定，特海在保证餐厅收入高占比的同时积极开发外卖、预包装食品销售等作为补充。

图4：2019 年-2024H1 公司营业收入及增速



资料来源：公司财报，公司招股说明书，民生证券研究院

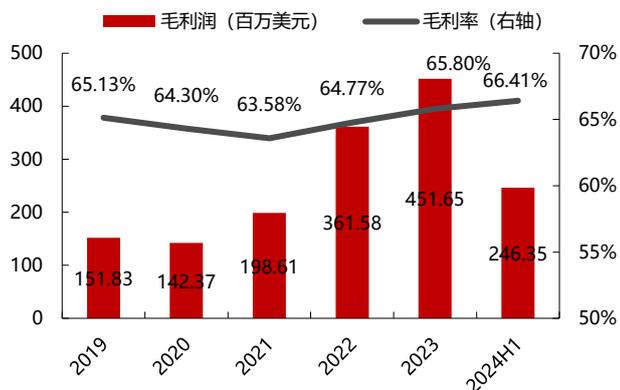
图5：2019 年-2024H1 公司收入结构占比



资料来源：公司财报，公司招股说明书，民生证券研究院

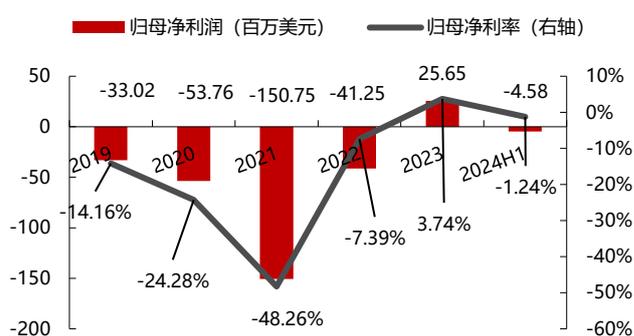
毛利率稳定，净利润 2023 年实现首次盈利。2019-2024H1 年，公司毛利率分别为 65.13%/64.30%/63.58%/64.77%/65.80%/66.41%，总体来看，近五年毛利率保持相对稳定，2021 年以来后有显著提升。公司早期发展相对不成熟，同时由于 2020-2022 年经营环境剧烈扰动，海外居民线下餐饮消费需求被限制，餐厅经营杠杆影响下，公司早期处于亏损状态，2019-2022 年归母净利润分别为-0.33/-0.54/-1.51/-0.41 亿美元。2023 年受益于经营环境改善、客流量增加、公司业务的持续扩张和品牌影响力的增长，公司首次实现盈利，实现归母净利润 0.26 亿美元，归母净利率为 3.74%。2024 年上半年，公司由盈转亏，实现归母净亏损 0.05 亿美元，主要由于 2024 年上半年汇率波动导致未变现汇兑亏损以及截至上半年近 0.03 亿美元的上市开支。

图6: 2019年-2024H1 公司毛利润及毛利率



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图7: 2019年-2024H1 公司归母净利润及归母净利润率



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

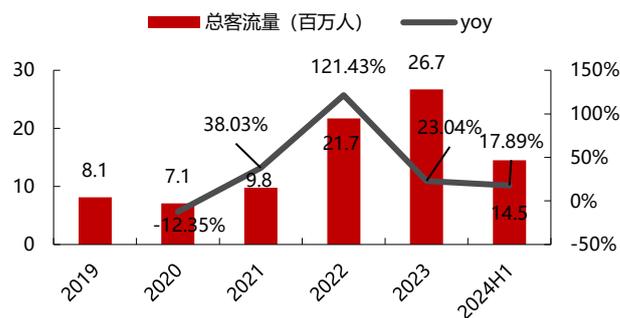
2023 年以来客流回暖迅速、翻台率/餐厅平均每日收入持续向上。受经营环境波动影响, 特海国际的翻台率 2021 年下降至 2.1 次/天, 但随着餐厅规模效应带来品牌势能提升和经营环境改善, 2022 年-2024H1 特海国际餐厅表现逐渐恢复, 翻台率分别回升至每天 3.3/3.5/3.8 次/天, 客流量 yoy+121.43%/+23.04%/+17.89%。2021 年-2024H1 公司整体客单价呈下降趋势, 可能受北美地区客单价下降及东南亚快速拓店后门店占比增加影响 (东南亚客单价相对较低), 但每家餐厅平均每日收入在 2022 年起逐年回升。公司在 2020 年-2022 年同店增长率显著提升, 2022 年达到 54.0%, 2023 年-2024H1 同店增长率逐步放缓, 2024H1 实现同店增长 8.2%。

图8: 2019年-2024H1 公司餐厅翻台率



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图9: 2019年-2024H1 公司总客流量



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图10: 2019年-2024H1 顾客人均消费


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

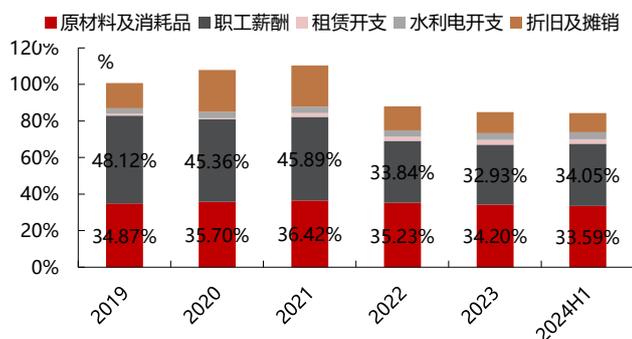
图11: 2019年-2024H1 每家餐厅平均每日收入


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

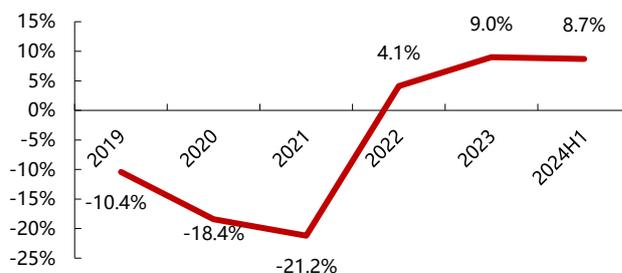
图12: 2019年-2024H1 整体同店销售表现


资料来源: 公司财报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

翻台率复苏带动成本费用率显著优化, UE 模型呈向上趋势。受益于经营恢复及翻台率提升, 人工、折旧&摊销等费用率自 2022 年以来显著优化。原材料及消耗品与职工薪酬的成本开支占比较大, 而近年来公司在供应链体系建设持续发力, 且人力端积极尝试优化举措, 如基于不同国家采用不同的薪酬架构。收入端改善&多举措优化成本带动公司 UE 呈向上趋势, 门店经营利润率由 2019 年的-10.4% 提升至 2024H1 的 8.7%。

图13: 2019年-2024H1 公司成本及费用率


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

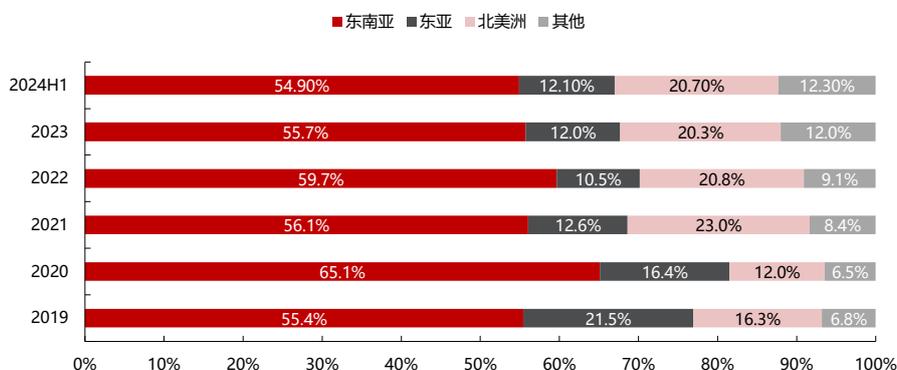
图14: 2019年-2024H1 门店经营利润率


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

2.2 区域经营：东南亚经营表现较优，北美与其他地区市场潜力大

东南亚为主力 24H1 营收占比 55%，北美洲与其他地区（欧洲、澳洲、阿联酋区域）市场潜力大。2019 年-2024H1，东南亚营收占公司整体比例维持在 55% 左右，一方面由于公司于东南亚布局早、门店多，另一方面由于东南亚各国饮食习惯和文化观念与中国本土更为贴近。2019 年-2024H1，北美洲地区营收占比从 16.3% 上升至 20.7%，这主要是因为北美地区拓店节奏加快，且当地消费水平相对较高。

图15：2019-2024H1 公司各地区营业收入占比



资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

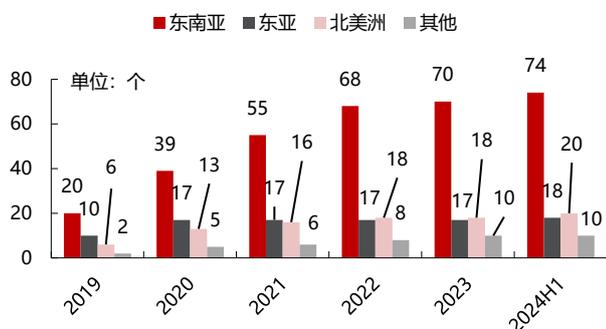
东南亚地区（新加坡、马来西亚、越南、泰国、印尼、菲律宾）门店经营表现较优，市场相对成熟。2024H1，特海国际新开拓菲律宾地区业务，截至目前其东南亚餐厅占全球门店数超过 60%，2019 年翻台率超过 4 次/天，近五年翻台率相对高于平均且 2021 年后稳步回升。2024H1 年，东南亚地区客单价为（19.3 美元），低于东亚（27.8 美元）、北美洲（42.6 美元）及其他地区（42.3 美元），但翻台率较高，再加上东南亚地区管理半径小且华人较多，目前仍是公司发展主力。

北美地区（美国、加拿大）经济发达客单价高，翻台率表现优于平均。2019-2024H1，北美地区门店数分别为 6/13/16/18/18/20 家，是拓店节奏较快的区域。过去五年北美地区客单价为所有区域中的最高，达 42.6 美元，翻台率表现优于整体，平均为 4.1 次/天。

东亚地区（日本、韩国）经营表现提升显著，其他地区（欧洲、澳洲与中东）布局相对较晚但量价均表现较佳。自 2020 年起，东亚地区门店数量持续保持在 17 家，2024 年 H1 增加至 18 家，且翻台率持续回暖达到 4.1 次/天，餐厅平均每日收入表现提升显著 24H1 为 15.7 千美元（yoy+33%）。公司于 2019 年进驻欧洲与澳洲市场，2023 年首次开设阿联酋门店，主要布局于华人聚集地区，虽然特海国际于其他区域（欧洲、澳洲及中东地区）布局门店最少仅有 10 家，但其翻台

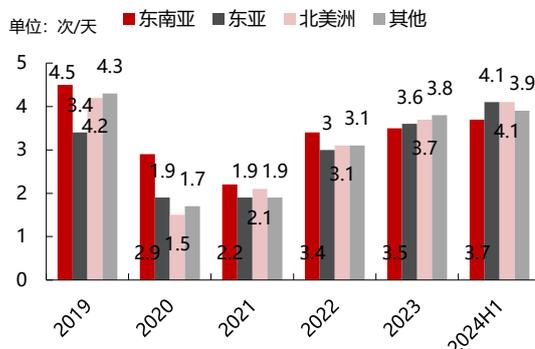
率与客单价表现较佳。

图16: 2019-2024H1 公司各地区门店数量



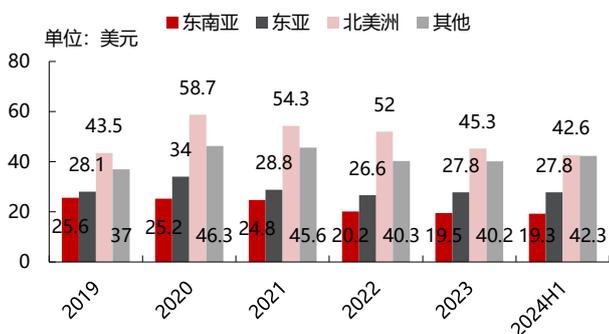
资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图17: 2019-2024H1 公司各地区翻台率



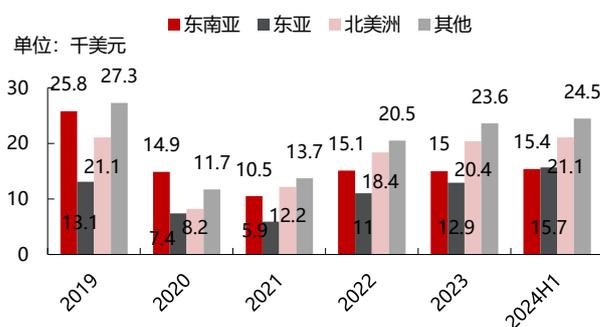
资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图18: 2019-2024H1 公司各地区顾客人均消费



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

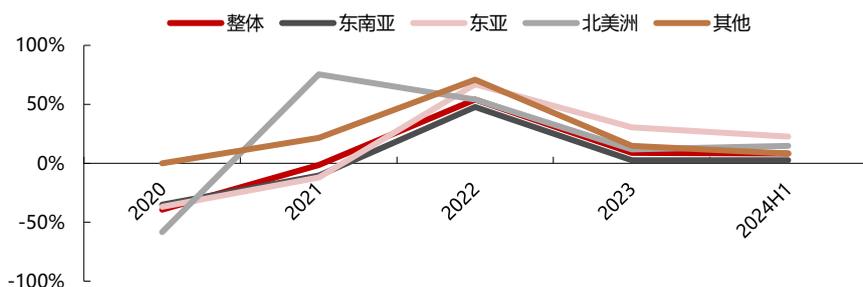
图19: 2019-2024H1 各地区每家门店平均每日收入



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

24H1 同店增长整体达+8.2%，东亚最高达 22.7%。2020 年-2024H1，东南亚地区同店增长率为-35.1%/-10.5%/+47.7%/+2.7%/+2.5%；东亚地区同店增长率为-36.9%/-11.9%/+67.0%/+30.6%/+22.7%；北美地区同店增长率为-58.3%/+75.4%/+53.9%/+11.9%/+14.6%；其他地区同店增长率为+21.5%/+70.9%/+14.7%/+8.2%。2022 年以来各大区均呈恢复态势，24H1 同店继续呈健康增长，东亚地区发展最迅猛，北美地区同样表现不俗。

图20: 2019-2024H1 公司各区域同店增长率



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 民生证券研究院

2.3 UE 模型拆解

据公司招股说明书披露测算, 2023 年公司单店日营业额达到 1.63 万美元 (折合 11.89 万人民币), 原材料及消耗品/人力成本/房租/水电/折摊分别占比 34.2%/32.93%/2.50%/3.80%/11.45%。伴随特海门店扩张及品牌势能提升, 关注营收提升经营杠杆带动的门店经营利润率的改善。

图21: 特海国际单店模型

公司单店模型		备注					
类型							
初始投资 (万美元)	390	亚洲每家餐厅开业前成本为17-40万美元, 资本开支为140-300万美元; 其他国家每家餐厅开业前成本为50-150万美元, 资本开支为250-650万美元; 2023年资本开支为31.2百万美元, 新增8家餐厅 (包括24Q1开设), 每店约为390万美元					
门店面积 (平米)	855	餐厅标准店面面积400-1500平米, 所有餐厅平均用餐区面积为855平米					
单店员工 (人)	107	餐厅员工一般为60-120名; 2023年门店员工 (除去总部人员、大区经理及行政人员) 为12274人, 115家门店, 每家餐厅平均员工数为107人					
桌数 (张)	30-85	单店桌子数量在30-85张					
单张桌子容客 (人)	2-8	单桌容客2-8人					
盈亏平衡期 (月)	6	东南亚、东亚、北美、其他地区首次盈亏平衡分别为4、8、6、6个月					
投资回报期 (月)	24-42	受经营环境波动影响, 餐厅一般在2至3.5年内实现现金收回投资					
年度单店模型	特海国际 (FY2019)	特海国际 (FY2020)	特海国际 (FY2021)	特海国际 (FY2022)	特海国际 (FY2023)	特海国际 (FY2024H1年化)	
货币	USD	USD	USD	USD	USD	USD	
年营业额 (万元)	612	283	315	492	575	584	
日营业额 (万元)	2.08	1.16	1.00	1.54	1.63	1.72	
餐厅平均顾客数 (日)	725	395	330	611	657	699	
客单价 (元)	28.7	29.4	30.3	25.2	24.8	24.6	
员工人数 (人)	107	107	107	107	107	107	
翻台率 (次)	4.1	2.4	2.1	3.3	3.5	3.8	
原材料及消耗品 (万元/年)	213	101	115	173	197	196	
占收入比	34.87%	35.70%	36.42%	35.23%	34.20%	33.59%	
职工薪酬 (万元/年)	294	128	145	166	189	199	
占收入比	48.12%	45.36%	45.89%	33.84%	32.93%	34.05%	
租赁开支 (万元/年)	6	1	7	11	14	14	
占收入比	0.97%	0.48%	2.10%	2.33%	2.50%	2.46%	
水电电开支 (万元/年)	18	10	11	17	22	22	
占收入比	3.01%	3.54%	3.53%	3.54%	3.80%	3.70%	
折旧及摊销 (万元/年)	85	65	71	64	66	61	
占收入比	13.87%	22.95%	22.38%	13.07%	11.45%	10.52%	
其他门店经营成本 (万元/年)	58	29	34	39	35	41	
占收入比	9.55%	10.37%	10.88%	7.89%	6.13%	6.99%	
餐厅经营利润 (万元/年)	-64	-52	-67	20	52	51	
op margin	-10.40%	-18.40%	-21.20%	4.10%	9.00%	8.70%	

资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 民生证券研究院测算

注: 1) 美元汇率按照 2024 年 10 月 29 日汇率 1USD=7.14CNY 换算。

3 行业分析：全球中餐市场大，火锅出海前景广

3.1 国际中餐：中餐国际认可度提升，但竞争格局分散

国际中式餐饮市场规模持续增长，多集中分布在经济发展稳定且华人较多的地区。1) 市场规模：根据弗若斯特沙利文，2022 年国际餐饮服务市场规模达到了 3.07 万亿美元，其预计 2022-2027 年将保持 CAGR5.5% 的速度继续增长，在 2027 年有望达到 4.01 万亿美元。得益于中国文化的流行和国际人群对中国食品接受度的日益提升，国际市场上中国餐饮增长速度有望将超过国际餐饮服务市场的增长速度，弗若斯特沙利文预计中餐国际市场规模有望从 2022 年的 3061 亿美元增长到 2027 年的 4452 亿美元，CAGR 达到为 7.8%，而中餐在国际餐饮的市场份额也预计将从 2019 年的 9.9% 提升 1.2pct 至 2027 年的 11.1%。2) 区域/国家分布：2022 年中式餐饮市场规模 TOP5 的国家分别是美国（占国际中餐份额 17.97%，下同）、日本（3.66%）、新加坡（2.74%）、英国（3.32%）、韩国（1.40%）。而从中国餐饮品牌出海地区来看，多数品牌首店选择东南亚（34.8%，为该地区首店品牌占统计出海品牌比例，下同）、北美（29.5%）、东亚（15.2%）地区作为起点；而国家集中分布在新加坡（18.7%）、美国（17.9%）、日本（11.6%）、澳大利亚（8.9%）及加拿大（8.9%）等国家。

图22：2019-2027E 年国际餐饮市场规模

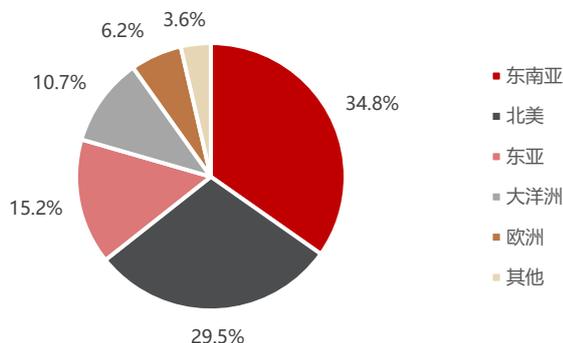


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

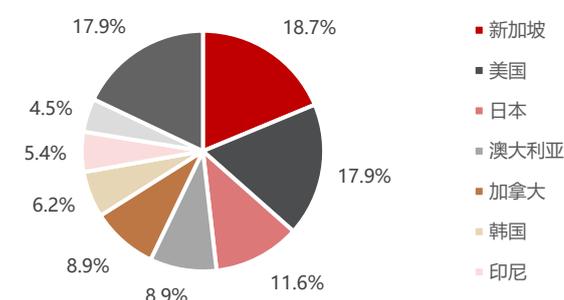
图23：2022 年主要国家中式餐饮市场规模 (按收入计)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

图24：中餐品牌海外首店地区分布情况 (截至 2024.9)


资料来源：红餐产业研究院，民生证券研究院绘制

图25：中餐品牌海外首店国家分布情况 (截至 2024.9)


资料来源：红餐产业研究院，民生证券研究院

中式餐饮品牌拓展国际业务是机遇但也有挑战，品牌竞争格局相对分散。考虑到标准化、规模化及本土化的平衡，中式餐饮在国际餐饮市场上既能保证连锁品质一致又能实现跨文化认同的品牌较少，据弗若斯特沙利文数据，尽管 2022 年国际中式餐饮服务市场约有 70 万家餐厅，但在国际市场上拥有逾 10 家餐厅和在两个或以上国家运营的中式餐饮品牌餐厅数量分别仅占中式餐厅市场的 13.1%和不足 5.0%。按 2021 年收入计算，特海国际是国际市场第三大中式餐饮品牌，也是国际市场上源自中国的最大中式餐饮品牌；按截至 2021 年 12 月 31 日自营餐厅覆盖的国家数目计，特海国际以 11 个国家的覆盖力度稳居海外市场中式餐饮品牌第一。

表3：国际市场前五大中餐品牌 (按 2021 年收入计)

按收入排名	集团	背景	收入 (百万美元)	餐厅数目 (个)
1	公司 A	1983 年于美国成立，为主要提供西化中式餐饮的连锁快餐店	~4,000	~2200
2	公司 B	1993 年于美国成立，为提供西化中式餐饮的休闲餐饮连锁餐厅	~1,000	~320
3	特海国际	2022 年成立，为提供火锅餐饮的休闲餐饮连锁餐厅	312.4	94
4	公司 C	1972 年于中国台湾成立，为提供江浙菜的休闲餐饮连锁餐厅	~150	~120
5	公司 D	2002 年于新加坡成立，为提供海鲜、中菜和粤菜的休闲餐饮连锁餐厅	~130	~90

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

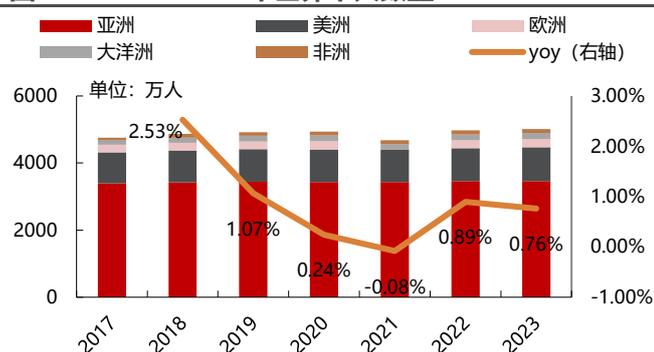
表4：国际市场前五大源自中国的中式餐饮品牌 (按 2021 年收入计)

按收入排名	集团	背景	收入 (百万美元)	餐厅数目 (个)
1	特海国际	2022 年成立，为提供火锅餐饮的休闲餐厅连锁餐厅	312.4	94
2	公司 C	1972 年于中国台湾成立，为提供江浙菜的休闲餐饮连锁餐厅	~150	~120
3	公司 G	2003 年于中国成立，为川味连锁火锅店	~19	~15
4	公司 E	1999 年于中国成立，为蒙古风味连锁火锅店	~17	~35
5	公司 F	2001 年于中国成立，为蒙古风味连锁火锅店	~13	~25

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

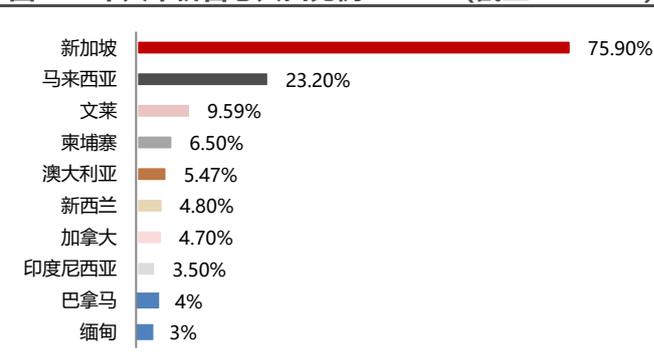
海外华人规模持续增加，为中餐品牌发展提供基础。海外华人是国际市场上中国餐厅的重要客群，也是中产品牌渗透海外市场的基础。根据中国台湾侨委会，2017-2023 年海外华人数量不断增加，2023 年海外华人数量达到 5011 万人，其中亚洲华人最多，美洲、欧洲其次；根据《世界侨情蓝皮书（2023）》，截至 2021 年 12 月，各国家华人华侨总人口占比前五国均超过 5%。我们认为海外华人自幼养成的饮食习惯有望驱动其成为海外中餐消费的主力军，为中餐出海提供市场初步渗透的基础。

图26：2017-2023 年世界华人数量



资料来源：中国台湾侨委会，民生证券研究院

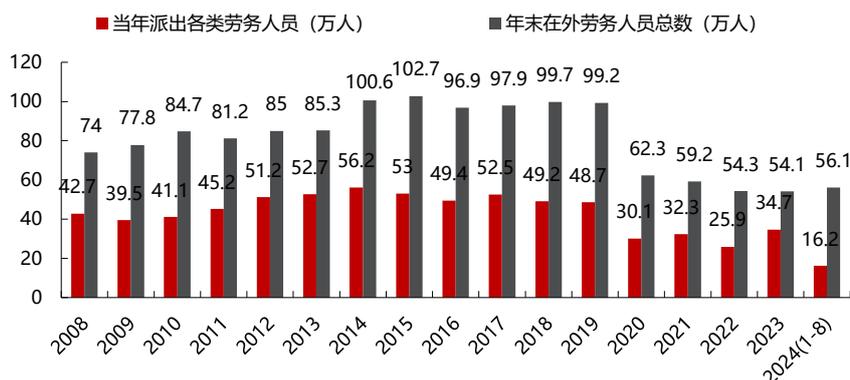
图27：华人华侨占总人口比例 TOP10 (截至 2021.12)



资料来源：《世界侨情蓝皮书 2023》中国华侨华人研究所，民生证券研究院

出境人员的联通为海外中餐发展作出积极贡献。2008-2024 年中国派出劳务人员数量基数庞大，尽管 2020 年派出劳务人员有所缩减，但 2024 年以来派出劳务人员数量逐步回升。2024 年 1-8 月中国已派出劳务人员 16.2 万人，截至 8 月末在外劳务人员总数为 56.1 万人，已恢复至 2019 年的 33.26%/56.55%。根据 CCG《中国留学发展报告蓝皮书（2023-2024）》，2022/23 学年中国仍是美国、英国、澳大利亚、日本等国国际学生第一大来源国，且中国在欧洲及“一带一路”国家留学人数也有所增加，中国留学生人数从 2000 年的 3.9 万人增长至 2022 年的 66.12 万人。中国留学生分布较为集中，2021 年前往美国、英国、澳大利亚、加拿大、韩国留学的中国学生占中国海外留学生总数的 65.96%。出于乡愁情怀与口味偏好，海外务工就学的国民规模增大会持续推动海外中餐品牌餐厅的持续发展。

图28：2008-2024 年中国派出劳务人员数量



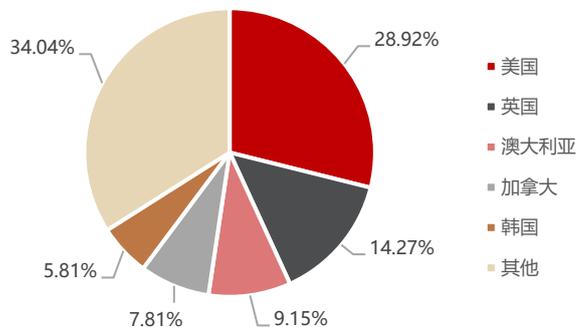
资料来源：商务部，民生证券研究院

图29：2000-2022 年中国每年留学生人数



资料来源：教育部、CCG 全球化智库，民生证券研究院

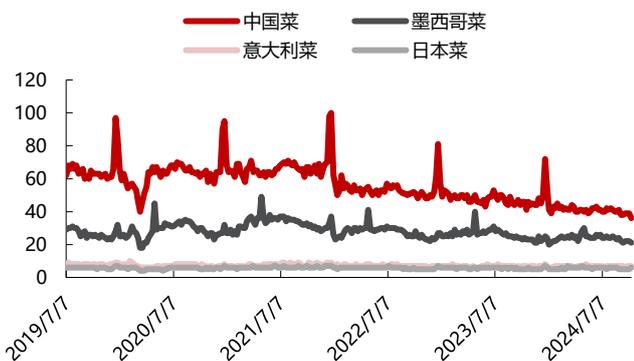
图30：2021 年中国学生留学目的地 TOP5 及占比



资料来源：CCG 全球化智库，UNESCO，民生证券研究院

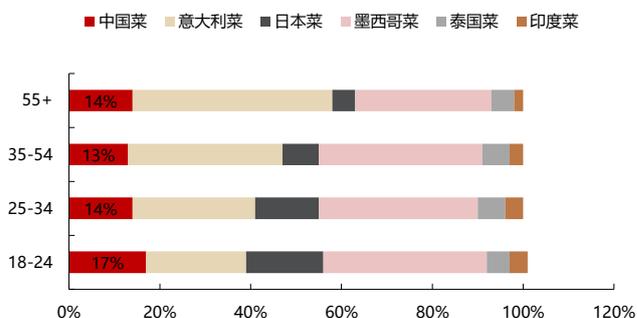
中餐对于非华人的吸引力上升，国际认可度提升有利于拓宽受众，中餐对非华人的渗透将成为中餐品牌长期发展的基础。根据国际餐饮协会的调查，以美国为例，90%的消费者在到店餐饮中，更愿意选择口味及菜品新颖的餐厅，这为中国知名中餐品牌在国际市场提供强大的发展机会。中餐的菜品种类繁多，口味独特，在海外市场越来越受到本地人的青睐，根据 Google Trends 的统计数据，过去五年中，“中国菜”的搜索热度在加拿大、印度尼西亚、巴基斯坦、英国和美国占据了较高的比例；据 Statista 统计，在美国，中国菜在各个年龄段的消费者中都能位列最受欢迎的菜系前三名，且值得注意的是在 18-24 岁的年轻消费者群体中，中餐的认可度相对较高；这些预示着中餐在未来有着巨大的发展潜力。同时，根据 Brand Finance 《2024 年度全球软实力指数报告》，中国首次位居软实力指数第三位，进步幅度位列第一，伴随全球消费者对中国文化的了解更为深入，作为文化载体的中餐将在国际市场上占据更加重要的地位，而中餐对于非华人的渗透更将成为中餐品牌长期发展的基础。

图31：2019-2024 年“中国菜”词频搜索量



资料来源：Google Trends，民生证券研究院

图32：2022 年美国消费者的饮食偏好



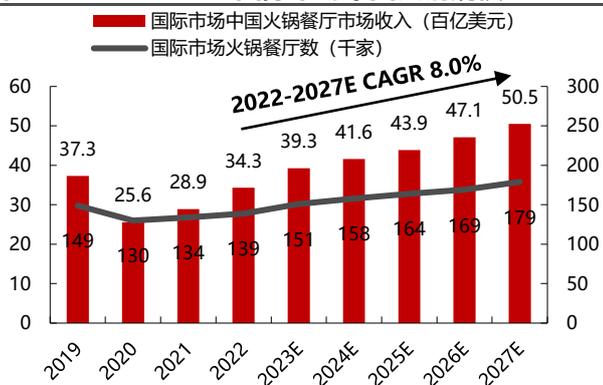
资料来源：Statista，民生证券研究院

3.2 火锅出海：独具优势，兼具商业与文化价值，2022 年占国际中餐市场的 11.2%

火锅是最具代表性的中国菜系之一，且具有标准化高、强社交属性及口味兼容性的特点，极具出海优势。与其他类型中餐相比，火锅操作简易，对于厨师依赖程度低，底料和调料可统一配置，食材选择范围广，更具规模性和标准化，天然适合连锁模式。火锅也是一种共享的聚餐形式，能实现海外“分餐制”习惯。此外，火锅有多种食材和口味选择，可以根据消费者的口味进行个性化调整，易满足海外消费者的不同需求。

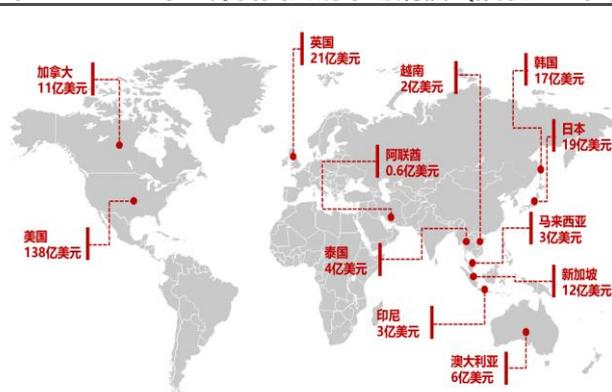
2022 年国际火锅市场规模达 343 亿美元，占国际中餐市场的 11.2%。 1) **市场规模：**据弗若斯特沙利文的数据显示，2022 年海外火锅店数量达到 13.9 万家，市场规模达到 343 亿美元（按餐厅收入口径），占国际中餐市场的 11.2%；其预计到 2027 年，海外火锅店数将达到 17.9 万家，市场规模将增长至 505 亿美元，2022-2027E 市场 CAGR 达 8.0%，高于同期国际中餐市场的 CAGR7.8%。2) **地区分布：**从地区来看，美国的规模最大，为 138 亿美元（占海外火锅市场的 2.73%），其次是英国的 21 亿美元（占比 0.42%）。

图33：2019-2027E 国际市场中国火锅规模



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图34：2022 年世界各国火锅市场规模（按收入口径）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

中国火锅品牌接连出海，特海国际具有规模优势。2003 年，小肥羊率先出海，随后川味火锅品牌陆续布局海外市场，从 2023 年 10 月海外门店数量与覆盖国家数量来看，特海国际已占据双重优势。

表5：中国主要火锅品牌出海概况（截至 2023 年 10 月）

品牌	首次出海年份	海外首店国家	海外门店数量	覆盖国家数量
小肥羊	2003	美国	38	10
刘一手	2010	阿联酋迪拜	54	10
德庄	2011	加拿大	7	5
海底捞	2012	新加坡	115	12
小龙坎	2017	新西兰	31	10
大龙燚	2017	新西兰	20	5
蜀大侠	2018	日本	20	4
凑凑	2022	新加坡	1	1

资料来源：各品牌官网，头豹产业研究院，民生证券研究院

4 公司看点: 品牌初具优势+管理体系强+供应链管理能力有基础+本土化渗透海外

4.1 品牌初具国际知名度, 曝光率进一步提升

“海底捞”凭借招牌就餐体验、服务品质以及严格的食品安全与品控赢得顾客和品牌价值。截至 2024 年上半年, 特海国际在全球已有 122 家门店, 遍布亚洲、北美洲、欧洲和大洋洲, 并将不断开辟新市场。据 Brand Finance, 2024 年“全球餐饮品牌价值 25 强”中海底捞排名第 14 名, 为前五名中唯一的中国企业, 至今已连续六年入围该榜单。自 2019 年起, 海底捞品牌也连续斩获多项当地餐饮认可奖项。特海客流量从 22Q1 的 380 万人次增长至 24Q2 的 720 万人次, 注册会员人数从 2019 年的 80 万人增长至 2023 年的 430 万人。我们认为公司门店扩张及渗透有望进一步巩固品牌优势, 并带来客流的进一步增长

图35: 海底捞位列 2024 年“全球餐饮品牌价值 25 强”榜单第 14 名

2024	2023	Logo	Name	Country	2024	2023	2024	2023
1	1		Starbucks	USA	\$60.669M	\$53.432M	AAA-	AAA
2	2		McDonald's	USA	\$37.993M	\$36.863M	AAA-	AAA-
3	3		KFC	USA	\$14.170M	\$17.662M	AAA-	AAA-
4	5		Subway	USA	\$7.231M	\$7.053M	AA+	AA+
5	6		Taco Bell	USA	\$7.107M	\$7.050M	AAA-	AAA-
6	4		Domino's Pizza	USA	\$6.104M	\$7.352M	AA+	AAA-
7	7		Tim Hortons	Canada	\$5.942M	\$6.087M	AA+	AAA-
8	9		Burger King	USA	\$5.225M	\$5.992M	AA+	AA+
9	10		Pizza Hut	USA	\$5.066M	\$5.883M	AA+	AA+
10	11		Chipotle	USA	\$4.881M	\$5.168M	AA	AA+
11	12		Dunkin' Donuts	USA				
12	8		Wendy's	USA				
13	13		Chick-fil-A	USA				
14	14		Haidilao	China				
15	17		Texas Roadhouse	USA				

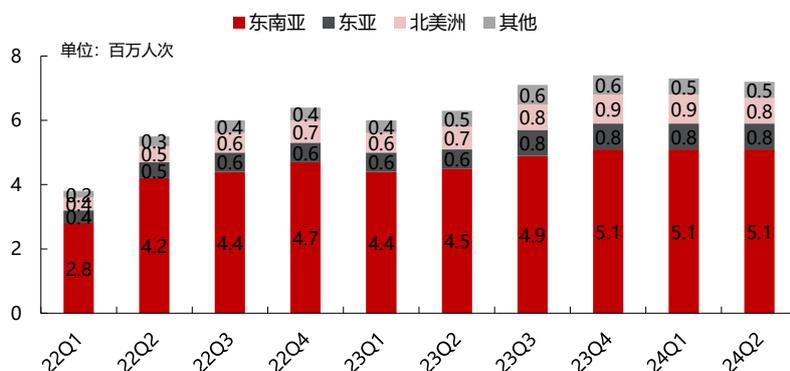
资料来源: Brand Finance, 民生证券研究院

图36: 海底捞品牌在在在国际获得多项奖项

年份	奖项认可	授予机构 (国家/地区)
2019年	亚洲最佳企业雇主	HR Asia (新加坡)
2019年	最时尚火锅餐厅——海底捞	国际餐厅文化中心 (加拿大)
2019年	最佳火锅餐厅	2019年「食客甄选奖」(加拿大)
2020年	最佳服务餐厅	2020年「食客甄选奖」(加拿大)
2021年	赛思科食品安全评估——AAA级	赛思科食品安全 (韩国)
2021年	休斯顿地区最佳火锅	中国食品组织 (美国)
2022年	慈善公司企业	马来西亚中国餐饮业协会 (马来西亚)

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图37: 特海国际分区域客流量



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 民生证券研究院

社交媒体&口碑传播，加速品牌影响力。据招股书，特海主要依靠顾客自发的口碑来吸引新客户，凭借在国际中式餐饮市场的领先地位和海底捞的知名品牌形象，餐厅吸引了众多名流到访，包括电影导演、流行歌手和网红等。在社交媒体上发布的在海底捞用餐帖子也成为公司吸引更多顾客的有效渠道，特海通过公司运营的社交媒体账户（例如 Facebook 和 Instagram）与顾客互动。另外，大区经理会根据当地风土人情发起、设计和实施活动，并在社交媒体及时宣传，例如在日本樱花盛放季节推出营销活动。我们认为，特海优质的服务质量&产品品质是基础，社交媒体&口碑传播则加速品牌势能进一步提升。

4.2 连住利益，锁住管理，运营模式一脉相承

海底捞“连住利益，锁住管理”的理念赋能活力和可持续增长，成熟的管理理念支撑公司建立强大而高效的管理体系，赋予公司标准化运营及适用当地法律法规的能力，从而在国际市场上稳步发展。

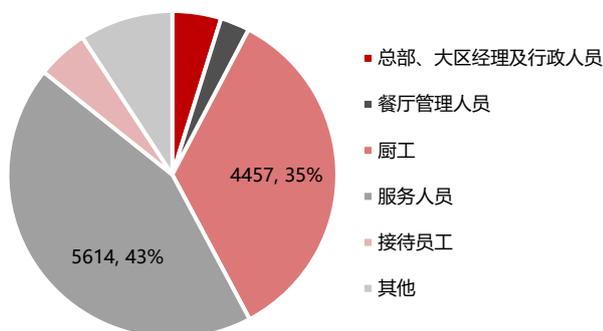
4.2.1 连住利益：自下而上协同共享，赋能员工自我驱动

充分授权赋能员工自我驱动，提升幸福感与成就感。截至 2023 年 12 月 31 日，公司共有员工 12891 名，其中服务人员为 5614 名，占比 43.5%，其次为厨工，占比 34.6%；截至 2024H1，公司员工进一步增加至 12521 名。在餐饮管理中人员管理为主要难点，特海与海底捞一脉相承，重视激发员工主观能动性，给予充分的信任和授权，餐厅员工可以合理酌情给予折扣、赠送菜品甚至免单以及及时解决客户问题。与此同时，特海具有完备的举报计划、检查措施和零容忍原则，防止授权滥用损害公司利益。由此，公司在提升客户体验感的同时增强员工的自律和自我驱动力，从而提升对公司运营的责任意识。

师徒制连结共同利益，支撑可持续增长。特海在所有餐厅实施师徒制，门店经理不仅可以分享本店利润，还可以通过培训第一代和第二代徒弟获得更高比例业绩提成，在此薪酬体系下，门店经理的个人收入与其徒弟、徒孙是否成功直接关联，以此激励门店经理培养能力和品行优异的徒弟，并指导带领其开拓新门店。公司分拆上市时披露（截至 2022 年 6 月 31 日），全部 103 名门店经理均通过师徒制培训和晋升，人才库中有超过 40 名候选门店经理。师徒制连住利益，从而实现可持续、裂变式增长。

计件薪酬促使员工提高工作效率和质量来赚取更佳报酬。公司大部分餐厅实施计件薪酬制度，包括新加坡、加拿大、英国、马来西亚、越南。员工的薪酬与其具体工作量、服务客人数量、清洗餐具数量或送达菜品数量相关，在有小费文化的国家，公司顺应地方文化调整员工薪酬结构，将计件工资制及小费等因素考虑在薪酬体系内。

图38：2023 年公司员工职能构成



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

图39：海底捞师徒制示例



资料来源：特海国际公司招股说明书，海底捞招股书，民生证券研究院绘制

4.2.2 锁住管理：明确管理职能、晋升路径、薪酬绩效

组织架构清晰，实施有效管理。2023 年，特海管理架构由「总部-大区经理-门店经理」转变为「总部-大区经理-区域经理-门店经理」，四层结构划分了更多的权力和责任到区域和国家层级，以更好地适应全球餐厅的经营和管理。**关键餐厅功能由总部控制**，包括食品安全、法律、信息技术、财务及餐厅扩张战略，通过指定企业目标、业务战略及运营标准实现高质量的管理和规模化的增长。**大区经理作为总部与个别餐厅战略目标的桥梁**，主要负责实施营销策略及执行餐厅扩张计划，负责对组别内的餐厅及门店经理进行考核，包括制定关键绩效指标、在组别内进行餐厅绩效评估及审查。**门店经理负责餐厅的日常管理**，负责餐厅员工的考核及晋升、处理投诉和紧急情况、召开员工会议、审查财务及业绩指标。

评级制度用于系统评估餐厅业绩，确保高质量可持续增长。总部和大区经理根据当地市场的条件和特点，为每个餐厅群组设定关键绩效指标，该等关键指标将作为每季度对所有餐厅评级（分为 A、B 和 C 级以下）的依据，目的是系统评估餐厅业绩，并对改善业绩实施问责制。作为对食品质量的承诺，发生食品安全事故的餐厅自动被评为 C 级以下，且被评为 C 级以下的门店经理将不能开设新餐厅，并可能被免职。

表6：公司餐厅评级机制

等级	内容	评估后措施
A 级餐厅	优先选择 A 级餐厅员工为新门店经理候选人；新餐厅开业时，新门店经理的师傅可分享餐厅利润的某一百分比	A 级门店经理可优先选择新餐厅项目
B 级餐厅	餐厅表现令人满意，但仍有改进空间	门店经理可就改善方面向大区经理寻求帮助和建议
C 级餐厅	除综合评估外，发生食品安全事件的餐厅自动评为 C 级	首次获得 C 级的餐厅，其店长被鼓励接受管理培训以改善餐厅绩效；通常有三个月整改期，大区经理帮助改善业绩。
C 级以下餐厅	表现低于公司标准，可能对顾客和品牌造成损害	门店经理将被追究责任，不能开设新餐厅，有可能被免职

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

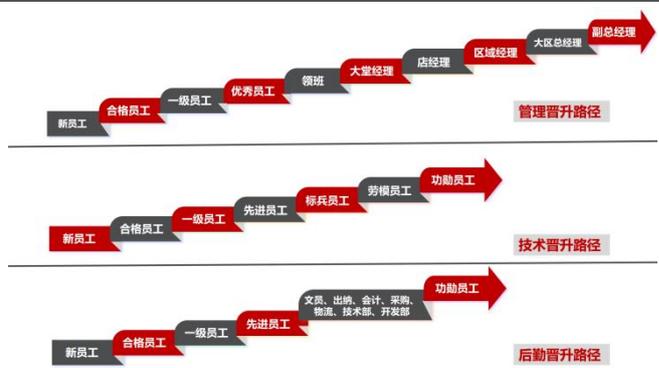
特海对于各级别员工的绩效评估、薪酬、培训及晋升有清晰的标准。大部分餐厅员工均在当地招聘，门店经理为新加入的员工提供入职培训，强调文化和理念、企业价值观及运营标准和程序，每一位新员工加入时即获得师傅培训指导，由门店经理评审提拔，薪酬制度分计件制、时薪制及小费制。门店经理的选拔基于过往绩效和语言能力，所有门店经理均为内部培养且曾在服务员或清洁工等多个非管理职位任职，具备丰富的餐厅工作经验，熟悉餐厅运营细节，薪酬由基本工资+餐厅溢利百分比，溢利百分比与徒弟数量、绩效直接挂钩。大区经理通常从门店经理人才库中提拔，其需要熟悉当地的餐厅运营及市场情况，具备为每个组别制定适配商业策略的能力，薪酬与餐厅绩效（餐厅评级和盈利能力）直接挂钩。沿袭海底捞三条晋升阶梯的独特设置和成功经验，特海国际晋升机制也不以学历和工龄为必要条件，重点在于敏锐的判断力和果断的执行力。

图40：特海国际晋升机制



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

图41：海底捞管理理念三条晋升途径



资料来源：《海底捞你学不会》黄铁鹰，民生证券研究院绘制

表7：公司绩效评估、薪酬机制

级别	考核方式
绩效评估	组别层面 大区经理绩效由总部评估，主要基于组别内餐厅翻台率等关键指标评估绩效
	餐厅层面 重视顾客满意度和体验，对餐厅进行每月评级，每季最终评级(A/B/C/C以下)，标准涵盖餐厅经营中的无形因素采用神秘顾客计划，每季邀请顾客给予反馈，并结合突击检查、点评网站评论等动态指标进行评估
	员工层面 门店经理进行绩效评估及晋升；前台员工结合顾客反馈评估表现
薪酬	大区经理 与餐厅绩效直接挂钩，考虑餐厅评级和盈利能力
	门店经理 基本工资+餐厅溢利百分比，溢利百分比与徒弟数量、绩效直接挂钩 C级及以下门店经理无权分成
	餐厅员工 薪酬制度分计件制、时薪制及小费制 在计件制下，每项工作以具体工作单位明确界定薪酬，如服务顾客数量、交付菜肴数量等 管理人员可由门店经理分配餐厅净利润，最多占餐厅净利润的低个位数占比

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

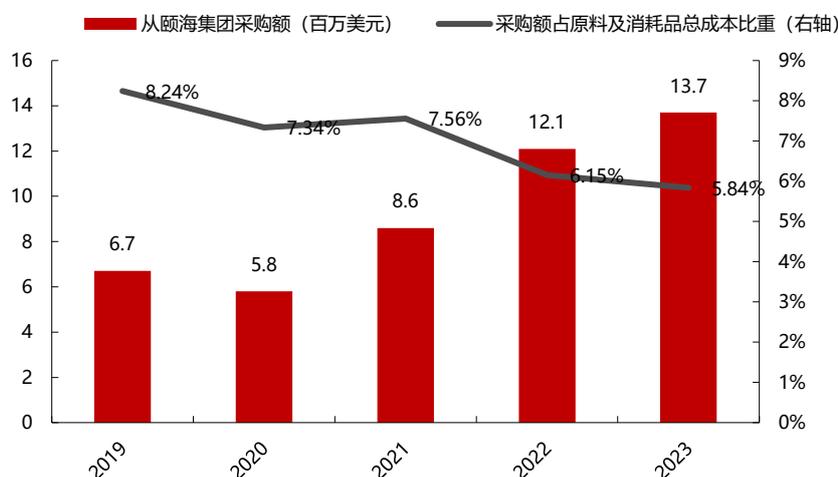
2023年期间特海国际对管理体系进一步优化，以提升全球业务管理水平。组织结构优化包含2个方面：1) 延续“低底薪+高分红”的薪酬结构，激励和引导各层级管理人员更加关注门店的经营效率，实现“连住利益、锁住管理”。2) 强调“客户满意度”和“餐厅经营效率”为关键绩效指标，调动各层级管理人员工作积极性。

4.3 标准化提供营运基石，海底捞宗旨贯穿供应链管理

特海国际精选供应商，便于实现跨国门店的规模扩张与经营。鉴于火锅菜品在海外的特殊性，特海提供稳定高质量食品的能力主要取决于采购能力。采购战略以餐厅顾客数量为根据，主要采购：1) 火锅底料，2) 食材，如肉类、海鲜和蔬菜，以及餐厅易耗品，3) 餐厅运营所需设备和装修服务。特海设立采购团队，负责根据各餐厅需求和供应链管理物色合适的供应商，对于所使用的主要食材和易耗品，公司通常有两个以上的合格供应商，以减少对单一供应商的依赖。

底料采购以颐海集团为主要供应商，携手出海保证招牌纯正。特海国际与颐海集团达成一致，原则上除颐海集团无法在合理时间内满足产品数量及质量要求或双方另有协定，否则特海一般不得就海底捞专用产品聘用第三方供应商。2019年-2023年，特海国际从颐海集团采购额分别为670/580/860/1210/1370万美元，占原材料及消耗品总成本的8.24%/7.34%/7.56%/6.15%/5.84%，百分比的下降主要是因为除招牌底料外，特海向当地第三方供应商采购特色底料，以迎合当地口味更好本土化。截至2024上半年，颐海国际已出海覆盖49个海外国家和地区，海外地区营收占比稳步提升，我们认为，特海与颐海携手出海共成长将有益于特海国际供应链的标准化建设，保证其招牌锅底口味纯正且一致。

图42：2019-2023年特海从颐海采购情况

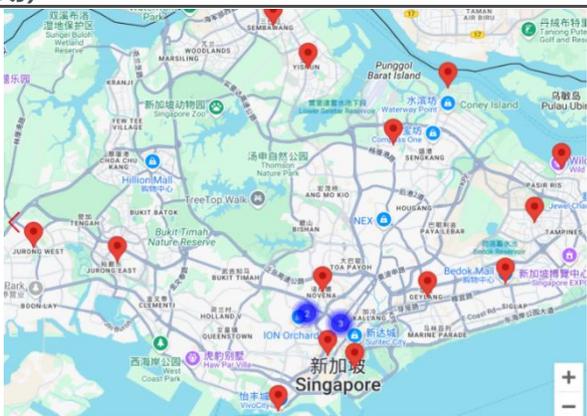


资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

食材和易耗品多渠道采购，较大区域市场设置中央厨房提升运营效率。考虑到市场业务规模差异，特海采用不同的采购渠道，注重优化原料采购流程以确保质量和味道水平，同时降低采购成本并提升长期盈利能力。对于业务规模较大的市场一般采用集中采购制度，特海于2017年1月在新加坡设立一个中央厨房，主要负责制造和加工19家新加坡餐厅使用的食材，包括需要加工和调味的肉类及需要清洗和切割的蔬菜，降低采购成本并提升效率。随着国际市场餐厅数量的提升，占有率较高的其他市场也将开设中央厨房以精简供应链管理实践，高度集中化的中央厨房体系是特海能够建立“店海战术”的底层支撑力，通过食材、口味的统一化来

获取上游极强的议价能力与成本管控能力，也成为其作为火锅龙头的核心差异化优势之一。

图43：海底捞在新加坡的门店（新加坡为规模较大区域市场）



资料来源：海底捞新加坡官网，民生证券研究院

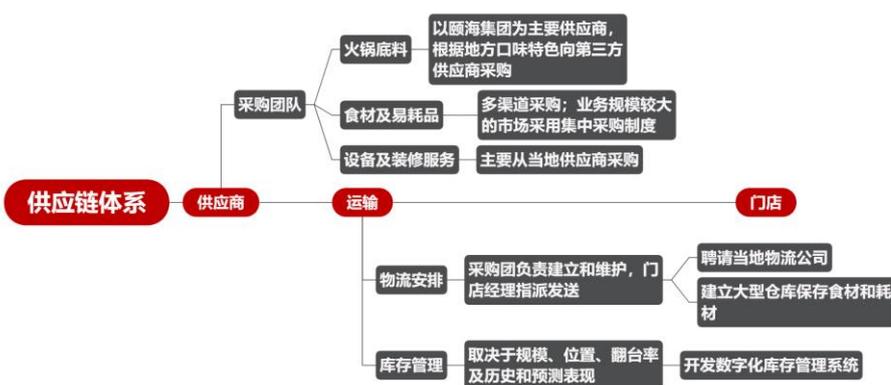
图44：新加坡中央厨房



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

特海重视物流安排与库存管理，完善供应链体系建设。 1) 物流安排方面，采购团队主要负责为每家餐厅建立和维护物流安排，一般聘请当地信誉良好的大型第三方物流公司。目前，特海在日本和泰国建立了两个大型仓库，保质期更长的食材及耗材会直接运送到这些仓库，并根据门店经理的要求配送到每家餐厅。2) 库存管理方面，各餐厅库存水平通常取决于规模、位置、翻台率以及历史和预测表现，数字化库存管理系统的开发有助于实时管理不同国家/地区餐厅的库存水平。

图45：特海国际供应链体系



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

4.4 本地化以更好渗透当地人群，技术及多措施助力提升消费体验

标准化基础之上，特海结合本土实际情况提供创新菜品以更好迎合当地顾客口味，以实现本地人群的渗透。除了核心菜单，公司还会根据地方风俗定制菜单形式，提供本土流行的菜品锅底。例如，公司在日本的餐厅提供传统的日式锅底（如

味噌汤锅底) 以及本地热门食材 (如牛小肠), 并在东南亚的餐厅提供冬阴功锅底, 在英国提供黑胡椒酱、腌菜及橄榄作为蘸料调味料, 在部分国家推出海鲜蒸格、烤盘选项; 此外, 在顾客更习惯于分餐制而不是共享进餐的国家, 公司还提供个人套餐, 包括一种蛋白质食物、一盘新鲜蔬菜以及米饭或面条。公司持续更新菜单, 2023 年上新近 900 次, 2024 年上半年上新 500+ 次, 涵盖锅底、菜品、小吃和饮料等。我们认为, 在标准化运营框架和海底捞核心价值的基础之上, 当地风俗和口味的加入也将为特海在当地渗透发展提供更深更坚实的根基。

图46: 特海国际门店部分本土化菜品



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

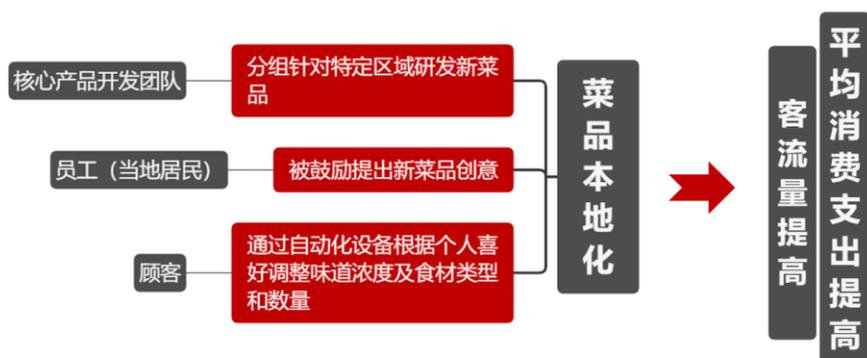
图47: 特海国际英美加 23 年度春夏新品活动



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

内部开发与客户定制结合, 从食材和口味方面提升本地化能力。 1) 特海成立核心产品开发团队, 分组针对特定区域研发潜在新菜品; 2) 鼓励当地员工提出新菜品创意; 3) 开发、安装和升级可定制锅底的自动化设备, 使顾客能够根据个人喜好调整味道浓度以及食材的类型和数量, 以此提供具有吸引力的就餐体验, 并提高顾客的参与度。以上举措将有利于特海在菜品方面的本土化能力提高, 从而提高客流量及每位顾客的平均消费支出。

图48: 特海国际菜品本地化



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

公司餐厅设计主题多样, 为顾客营造温暖、舒适、有趣的用餐氛围。 公司大部分的餐厅均采用浅绿色与黄色的配色方案, 同时根据不同国家/地区的习俗和做法

进行本地化调整, 提供温暖、舒适和有趣的就餐体验。公司在新加坡开设了两家科技感十足的餐厅, 利用建筑照明、影音技术、数字化与自动化设备, 创造全感官的沉浸式就餐体验, 同时有效提高运营效率。

图49: 特海国际门店浅绿及黄色主题



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图50: 特海国际新加坡滨海广场“沉浸式”就餐新体验



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

结合当地特色, 开展多式多样的主题活动, 尊重本地风俗并宣传中华文化。海底捞以其主要标志性服务闻名, 如在等候区配备座位、提供免费水果零食或其他饮料、提供手部护理与美甲、配备发绳与眼镜清洁布等。作为国际性餐饮品牌, 公司鼓励员工在提供服务时考虑当地风土人情, 例如, 组织复活节及万圣节主题活动, 在韩国高考当天为学生免费提供象征好运的年糕, 在印尼餐厅举办 Batik Day 特色活动等。在尊重本地文化的同时, 公司在世界各地积极举办中国文化活动, 以传播中华文化为使命。例如, 在英国的餐厅与当地画廊举办聚会以展示中国传统水墨画, 在韩国、越南及澳大利亚等餐厅举办中秋主题活动等。据公司招股说明书, 得益于本土化的成功推进, 特海国际 2023 年非华裔客人约占客人总数的 50%。

图51: 特海国际圣诞庆祝活动



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图52: 特海国际中秋主题活动



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

应用先进的信息技术助力提升运营效率与顾客体验。1) **自动下单:** 公司餐厅的所有订单均在平板电脑下达, 加快服务进度并使公司能够及时收集及分析消费行为、支出及库存数据, 亦使公司能够追踪历史订单记录并根据会员消费行为向其推荐菜品。2) **自动送餐机器人:** 公司已在餐厅开发并应用了自动送餐机器人设备,

有助于提升营运效率。3) **定制化自动准备系统**：公司采用自动准备底料的技术，并根据个人喜好调整味道，如辣度、含油性、浓度和稠度。顾客也可自调个性化底料，每位顾客的独特选择均会存储在公司的会员系统中，并可以在顾客再次光临时自动下单。我们相信，先进技术的应用可以增强特海国际设施设备、菜品口味及服务的吸引力和竞争力，使其从餐饮业中脱颖而出。

外卖与预包装食品销售为顾客提供更多的灵活性和便利性。1) **外卖服务**：特海拟提供外卖和自提两种选择，同时增加可用于外卖服务的菜品并升级食品随附的配件包（包括一次性餐具和餐布、皮筋和口香糖等），为顾客提供更完整的海底捞就餐体验，激发外卖市场潜力。2) **预包装食品的销售**：计划开发和推出不同种类的预包装食品，并积极拓展此类产品的销售渠道，为顾客创造更多享受海底捞美食的机会，拓宽收入来源。

图53：特海国际本地化措施



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院绘制

提高本地化能力对特海国际的全球扩展至关重要，它能够增强企业与目标市场的文化契合度，提升消费者体验，并成为公司长期发展的支撑。通过调整服务流程、菜单口味及品牌语言以符合当地习俗和文化，公司能更好地满足当地消费者的需求，从而提升品牌认知和忠诚度。同时，本地化还能帮助企业不同的监管环境中顺利运营，避免文化误解，这种灵活性使企业能够在全球市场的竞争中保持优势，并为出海战略的成功提供更多保证。

5 24H1 门店仅 122 家，仍有较大开店潜力

持续拓展门店网络是公司未来发展的主要方式，我们基于以下拓店思路尝试对公司的门店开店潜力进行测算：**1) UE 模型呈向上趋势，已有一定门店规模，但仍有较多人群未覆盖的地区采取加密策略，放大规模效应：**此类区域已有底层基础且成功模型可复制，未来仍将是公司拓店的主力区域，如新加坡、马来西亚、越南、美国等地。**2) 已布局个位数门店的区域尝试进一步拓店：**公司目前开店数量较少的区域（如欧洲，大洋洲等）主要目标人群仍为华人群体为主，未来考虑仍以华人数量作为拓店标准，把握开店速度和节奏，扩大品牌影响力，并本土化渗透当地人群。**3) 在未布局的新兴区域，将考虑当地经济水平及华人数量评估拓张，择机布局。**将华人较多及人均 GDP 达到一定水平的城市作为开店的衡量重要标准之一，如 2024 年上半年开拓菲律宾市场。新国家、新区域进驻成本投入较高且模型适应挑战较大，择机布局将成为潜力挖掘的重点区域。

我们对公司静态开店进行测算（基于目前拓店情况，暂不考虑对当地市场本土化的教育潜力）：

由于各区域消费特征存在差异，我们将公司的门店网络按照国家进行划分，对于华人聚集较多且口味相近的东南亚地区，采用购物中心覆盖率方法进行测算；对于东亚区域及北美洲其他区域，采用店均人口覆盖密度方法/店均华人人均覆盖密度进行测算。在测算之前，我们进行以下核心假设：

(1) 在东南亚区域，新加坡以 20 家门店数领先，且新加坡华人占比较高（69.93%），我们认为新加坡整体饮食消费习惯与国内更为接近。据海底捞年报及《中国购物中心年报报告（2023 年）》，2023 年中国大陆约有门店数量 1351 家，购物中心预计 7100 家，购物中心覆盖率约为 19.03%，因此测算新加坡地区假设购物中心覆盖率按保守/中性/积极为 14%/15%/16%。

(2) 其余东南亚地区虽存在文化相近基础和地理位置便利，但华人占比均低于 15%，考虑到火锅当前受众仍以华人为主，因此我们用华人人均数量对理论开店空间进行进一步修正。据《世界侨情报告（2023）》，截至 2021 年 12 月，东南亚 10 个国家平均华人数量约为 374 万，新加坡华人数量约为 414 万，因此给予饮食修正系数（东南亚 10 国华人平均数量/新加坡华人数量）0.90 进行调整，调整后覆盖率保守/中性/积极为 12.6%/13.5%/14.4%。东南亚各国远期门店数量=各国购物中心数*新加坡假设购物中心覆盖率*饮食修正系数。

(3) 东亚区域，考虑到日本、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。根据海底捞年报及 IMF 数据，当前中国大陆开店密度约为 104 万人/家。假设东亚区域远期店均覆盖人口密度保守/中性/积极为 350/300/250 万人/家，即每 350/300/250 万人可开设 1 家海底捞。东亚区域远期门店数量=总人口数/远期店均覆盖人口密度。

(4) 北美及其他区域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进行测算，远期店均覆盖华人密度保守/中性/积极为 12/10/8 (万人/家)，即每 12/10/8 万华人可开设 1 家海底捞。北美区域及其他区域远期门店数量=华人总人口/远期店均覆盖华人密度。

(5) 对于未涉足的国家，目前公司仍有进驻的可能性，例如今年新进入的菲律宾市场，由于欧美市场表现良好且欧洲国家众多，公司也有望进一步拓店。我们评估各区域的人均 GDP、人口总数及华人占比，基于以上两种区域测算方法，将东南亚的菲律宾、柬埔寨、老挝、缅甸、文莱以及大洋洲的新西兰、欧洲区域华人较为聚集的部分国家(爱尔兰、法国、意大利、西班牙、瑞典、德国、匈牙利、希腊、比利时)纳入预测范围。

图54：特海国际东南亚地区门店数量预测

国家	截至23年底门店数(家)	总人口数(万)	华人人口数(万)	华人占比	购物中心数量	饮食习惯修正系数	开店空间		
							保守(14%覆盖率)	中性(15%覆盖率)	乐观(16%覆盖率)
新加坡	20	592	414	69.93%	155	1.00	22	23	25
马来西亚	15	3306	735	22.23%	259	0.90	33	35	37
越南	17	10030	50	0.50%	185	0.90	23	25	27
泰国	10	7018	900	12.82%	263	0.90	33	36	38
印度尼西亚	8	27870	1081	3.88%	500	0.90	63	68	72
菲律宾	-	11191	200	1.79%	242	0.90	31	33	35
柬埔寨	-	1701	100	5.88%	31	0.90	4	4	4
老挝	-	758	7	0.92%	6	0.90	1	1	1
缅甸	-	5421	250	4.61%	21	0.90	3	3	3
文莱	-	45	4	9.11%	22	0.90	3	3	3
合计	70						215	231	246

资料来源：公司招股说明书，国际货币基金组织，世界银行，Tripadvisor，民生证券研究所测算

图55：特海国际东亚地区门店数量预测

国家	截至23年底门店数(家)	总人口数(万)	华人数量(万)	华人占比	店均覆盖总人口(万人/家)	开店空间		
						保守(350万人/家)	中性(300万人/家)	乐观(250万人/家)
日本	10	12448	77	0.62%	1245	36	41	50
韩国	7	5171	86	1.66%	739	15	17	21
合计	17					50	59	70

资料来源：公司招股说明书，国际货币基金组织，世界银行，世界侨情蓝皮书，民生证券研究所测算

图56：特海国际北美及其他地区门店数量预测

国家	截至23年底门店数(家)	总人口数(万)	华人数量(万)	华人占比	店均覆盖华人人口(万人/家)	开店空间		
						保守(12万华人/家)	中性(10万华人/家)	乐观(8万华人/家)
美国	13	33514	427	1.27%	33	36	43	53
加拿大	5	3997	170	4.25%	34	14	17	21
澳大利亚	6	2697	139	5.15%	23	12	14	17
英国	3	6812	70	1.03%	23	6	7	9
阿联酋	1	1068	22	2.06%	22	2	2	3
新西兰	-	524	25	4.73%	-	2	2	3
欧洲部分国家	-	30488	153	0.50%	-	2	15	19
合计	28					73	101	126

资料来源：公司招股说明书，国际货币基金组织，世界银行，世界侨情蓝皮书，民生证券研究所测算

在保守/中性/积极假设下，公司远期门店数可达 339/390/442 家，较目前的 122 家(截至 2024H1) 尚有 178%/220%/262% 的增长空间。目前公司单店模型呈优化态势，伴随着门店数量增加带来的品牌势能提升，及本土化的经营方式对海外火锅市场教育，长期有望突破静态开店假设并进驻其他潜在区域，全球开业空间广阔。

图57：特海国际分地区门店数量预测

地区	现有门店数 (家)	近期门店数 (家)			待开门店数 (家)			增长空间 (%)		
		悲观	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
东南亚	74	215	231	246	141	157	172	191%	211%	232%
东亚	18	50	59	70	32	41	52	180%	226%	292%
北美洲	20	50	60	75	30	40	55	149%	199%	273%
其他	10	23	41	51	13	31	41	134%	309%	411%
合计	122	339	390	442	217	268	320	178%	220%	262%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院测算

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设

- 1) 开店：我们假设公司 2024-2026 年分别净增门店 12/13/17 家，分市场看，东南亚分别净增 6/5/6 家，东亚分别净增 3/3/4 家，北美分别净增 2/2/4，其他分别净增 1/3/3 家。2024-2026 年末公司门店数量分别达 127/140/157 家。
- 2) 翻台率：伴随公司持续拓店带来品牌知名度提升，同时新门店逐渐爬坡成熟，我们预计整体翻台率呈现稳中有升趋势，预计 2024-2026 年，东南亚翻台率分别为 3.75/3.80/4.10 次/天，东亚翻台率分别为 4.15/4.20/4.20 次/天，北美地区翻台率为 4.10/4.10/4.10 次/天，其他地区翻台率为 3.90/3.90/4.00 次/天。
- 3) 客单价：尽管公司披露客单价受汇率波动影响，我们假设客单价跟随 CPI 变化呈现稳中有升趋势，预计 2024-2026 年东南亚客单价分别为 20.2/20.6/21.2 美元，东亚客单价分别为 28.4/28.6/29.2 美元，北美洲客单价分别为 43.1/46.7/48.1 美元，其他地区客单价分别为 42.9/43.8/45.1 美元。
- 4) 毛利率：公司 2023 年/24Q1/24Q2 年毛利率分别为 65.8%/66.5%/66.3%，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 66.4%/66.0%/66.0%，整体呈稳定趋势。
- 5) 其他成本费用：2024-2026 年我们假设合计职工薪酬费用率为 33.8%/33.6%/33.5%，假设整体租赁开支占营收比为 2.5%/2.5%/2.4%，假设水电开支占营收比例分别为 3.7%/3.7%/3.7%；折旧及摊销占收入比分别为 10.2%/10.1%/10.0%。

表1：特海国际核心经营数据假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店数量 (家)	94	111	115	127	140	157
东南亚	55	68	70	76	81	87
东亚	17	17	17	20	23	27
北美洲	16	18	18	20	22	26
其他	6	8	10	11	14	17
翻台率 (次/天)						
东南亚	2.20	3.4	3.5	3.75	3.8	4.1
东亚	1.90	3	3.6	4.15	4.2	4.2
北美洲	2.10	3.1	3.7	4.1	4.1	4.1
其他	1.90	3.1	3.8	3.9	3.9	4
客单价 (美元)						
东南亚	24.80	20.2	19.5	20.2	20.6	21.2
东亚	28.80	26.6	27.8	28.4	28.6	29.2
北美洲	54.30	52.0	45.3	43.1	46.7	48.1
其他	45.60	40.3	40.2	42.9	43.8	45.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表2：特海国际收入及主要成本费用假设

单位：百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	312	558	686	800	933	1,072
yoy	41.1%	78.7%	23.0%	16.5%	16.7%	14.9%
餐厅收入	296	546	661	768	897	1,030
外卖收入	12	7	10	11	13	15
其他	5	6	15	20	22	27
成本端						
原材料及消耗品	114	197	235	269	317	365
毛利率	63.6%	64.8%	65.8%	66.4%	66.0%	66.0%
职工薪酬	143	189	226	270	314	359
占收入比	45.9%	33.8%	32.9%	33.8%	33.6%	33.5%
租赁开支	7	13	17	20	23	26
占收入比	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%
水利电开支	11	20	26	30	35	40
占收入比	3.5%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
折旧及摊销	70	73	79	82	94	107
占收入比	22.4%	13.1%	11.4%	10.2%	10.1%	10.0%
净利润(含少数股东损益)	-151	-41	25	22	56	74
净利率	-48.3%	-7.4%	3.7%	2.7%	6.0%	6.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

6.2 估值分析及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 8.00 亿美元、9.33 亿美元、10.72 亿美元；归母净利润为 0.21 亿美元、0.55 亿美元、0.73 亿美元，EPS 分别为 0.03 美元、0.09 美元、0.11 美元，对应 11 月 12 日收盘价 PE 分别为 52/20/15 倍，PS 分别为 1.4/1.2/1.1 倍。

我们选取港股上市餐饮公司百胜中国、海底捞、九毛九、海伦司作为可比公司进行比较，目前公司 PS 估值低于可比公司平均值。鉴于 2024H1 公司上市费用& 汇兑损益对利润造成负面影响可能导致 2024 年标准会计准则下 PE 异常，参考 2025 年 PE 略高于可比公司平均水平，我们认为公司海外开店空间广，保守估计下仍有 178%开店空间（详见报告章节 5 测算）可以给予适当估值溢价。中餐出海市场空间广阔，公司刚刚处于盈利能力释放的早期阶段，伴随品牌势能提升及收入端优化业绩有望迎来较大弹性，作为国内餐饮出海稀缺标的，首次覆盖给予“推荐”评级。

表3：可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (港币)	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9987.HK	百胜中国	378.00	2.17	2.37	2.57	22	21	19
6862.HK	海底捞	16.16	0.83	0.82	0.90	18	18	17
9922.HK	九毛九	3.64	0.31	0.14	0.22	11	24	15
9869.HK	海伦司	2.69	0.14	0.12	0.16	18	21	16
平均值						17	21	17
9658.HK	特海国际	13.3	0.04	0.03	0.09	43	52	20

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：百胜中国取民生证券研究院预测，其他可比公司数据采用 Wind 一致预期；取 2024 年 11 月 12 日收盘价；百胜中国/特海国际 EPS 为美元，其他公司 EPS 为人民币。

表4：可比公司 PS 估值对比

股票代码	公司简称	总市值 (百万港币)	销售收入 (百万元/百万美元)			PS		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9987.HK	百胜中国	143,858	10,978	11,482	12,280	1.7	1.6	1.5
6862.HK	海底捞	90,076	41,453	45,733	48,563	2.0	1.8	1.7
9922.HK	九毛九	5,134	5,986	6,448	7,287	0.8	0.7	0.7
9869.HK	海伦司	3,404	1,209	916	1,104	2.6	3.4	2.8
平均值						1.8	1.9	1.7
9658.HK	特海国际	8,649	686	800	933	1.6	1.4	1.2

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：百胜中国取民生证券研究院预测，其他可比公司数据采用 Wind 一致预期；取 2024 年 11 月 12 日收盘价；百胜中国/特海国际收入为美元，其他公司收入为人民币。

7 风险提示

1) 拓店不及预期风险。在向更广泛的市场扩张过程中，如果门店表现低于预期，或者海外市场拓店空间低于预期，将对公司营收及利润产生较大负面影响。

2) 食品安全风险。食品安全问题及负面新闻，对公司品牌、客流将产生严重负面影响。

3) 海外运营风险。公司在海外多国运营，面对不同文化背景及消费习惯，已有运营模式可能不符合海外市场营商环境，存在一定不确定。

4) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险。原材料价格的大幅上涨将挤压企业的利润空间。

5) 汇兑风险：由于公司报表以美元计价，而公司在海外多国运营（含东南亚及东亚等），汇率波动可能导致货币换算影响营收及利润绝对值，同时公司申报货币以外项目重估可能对净利润造成负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产合计	219	308	376	455
现金及现金等价物	153	227	282	347
应收账款及票据	18	17	20	23
存货	30	36	42	48
其他	18	28	32	37
非流动资产合计	358	371	385	407
固定资产	169	184	202	224
商誉及无形资产	168	164	161	160
其他	21	23	23	23
资产合计	577	679	761	862
流动负债合计	129	159	185	212
短期借贷	1	1	1	1
应付账款及票据	34	43	50	58
其他	93	115	134	154
非流动负债合计	176	167	167	167
长期借贷	0	0	0	0
其他	176	167	167	167
负债合计	305	326	352	379
普通股股本	0	31	31	31
储备	270	320	375	447
归属母公司股东权益	270	351	406	478
少数股东权益	2	2	3	4
股东权益合计	272	354	409	483
负债和股东权益合计	577	679	761	862

现金流量表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	114	143	160	183
净利润	26	21	55	73
少数股东权益	0	0	1	1
折旧摊销	79	78	81	85
营运资金变动及其他	10	43	22	23
投资活动现金流	-12	-119	-95	-107
资本支出	-33	-90	-95	-107
其他投资	21	-29	0	0
筹资活动现金流	-44	51	-10	-10
借款增加	-44	0	0	0
普通股增加	0	61	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-9	-10	-10
现金净增加额	59	75	54	65

利润表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	686	800	933	1,072
其他收入	2	7	7	7
营业成本	/	/	/	/
营业开支	640	745	856	970
管理费用	/	/	/	/
研发费用	/	/	/	/
财务费用	7	8	7	7
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-9	-18	0	0
除税前利润	33	35	77	102
所得税	8	14	21	28
净利润	25	22	56	74
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	26	21	55	73
EBIT	40	43	84	109
EBITDA	118	121	165	194
EPS (元)	0.04	0.03	0.09	0.11

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力(%)				
营业收入	22.95	16.51	16.72	14.87
归属母公司净利润	162.19	-16.85	159.55	32.50
盈利能力(%)				
营业利润率	6.75	6.82	8.30	9.54
净利率	3.74	2.67	5.93	6.84
ROE	9.50	6.07	13.65	15.34
ROIC	11.09	7.47	15.00	16.45
偿债能力				
资产负债率(%)	52.83	47.95	46.27	44.02
净负债比率(%)	-55.88	-64.11	-68.70	-71.69
流动比率	1.70	1.94	2.03	2.14
速动比率	1.45	1.69	1.78	1.89
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.27	1.30	1.32
应收账款周转率	49.20	45.03	50.42	50.05
应付账款周转率	/	/	/	/
每股指标 (美元)				
每股收益	0.04	0.03	0.09	0.11
每股经营现金流	0.18	0.22	0.25	0.28
每股净资产	0.42	0.54	0.62	0.74
估值比率				
P/E	43	52	20	15
P/B	4.1	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	8.22	8.01	5.88	5.01

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测 (注: “/” 指因模型披露口径与公司披露口径差异导致的数据不可比。)

插图目录

图 1: 海底捞品牌发展历程 (2012 年后为特海前身)	3
图 2: 2019 年-2024H1 公司餐厅门店数量及当期净增	3
图 3: 特海国际公司股权结构 (截至 2024.6.30)	4
图 4: 2019 年-2024H1 公司营业收入及增速	7
图 5: 2019 年-2024H1 公司收入结构占比	7
图 6: 2019 年-2024H1 公司毛利润及毛利率	8
图 7: 2019 年-2024H1 公司归母净利润及归母净利率	8
图 8: 2019 年-2024H1 公司餐厅翻台率	8
图 9: 2019 年-2024H1 公司总客流量	8
图 10: 2019 年-2024H1 顾客人均消费	9
图 11: 2019 年-2024H1 每家餐厅平均每日收入	9
图 12: 2019 年-2024H1 整体同店销售表现	9
图 13: 2019 年-2024H1 公司成本及费用率	9
图 14: 2019 年-2024H1 门店经营利润率	9
图 15: 2019-2024H1 公司各地区营业收入占比	10
图 16: 2019-2024H1 公司各地区门店数量	11
图 17: 2019-2024H1 公司各地区翻台率	11
图 18: 2019-2024H1 公司各地区顾客人均消费	11
图 19: 2019-2024H1 各地区每家门店平均每日收入	11
图 20: 2019-2024H1 公司各区域同店增长率	11
图 21: 特海国际单店模型	12
图 22: 2019-2027E 年国际餐饮市场规模	13
图 23: 2022 年主要国家中式餐饮市场规模 (按收入计)	13
图 24: 中餐品牌海外首店地区分布情况 (截至 2024.9)	14
图 25: 中餐品牌海外首店国家分布情况 (截至 2024.9)	14
图 26: 2017-2023 年世界华人数量	15
图 27: 华人华侨占总人口比例 TOP10 (截至 2021.12)	15
图 28: 2008-2024 年中国派出劳务人员数量	15
图 29: 2000-2022 年中国每年留学生人数	16
图 30: 2021 年中国学生留学目的地 TOP5 及占比	16
图 31: 2019-2024 年“中国菜”词频搜索量	16
图 32: 2022 年美国消费者的饮食偏好	16
图 33: 2019-2027E 国际市场中国火锅规模	17
图 34: 2022 年世界各国火锅市场规模 (按收入口径)	17
图 35: 海底捞位列 2024 年“全球餐饮品牌价值 25 强”榜单第 14 名	19
图 36: 海底捞品牌在在在国际获得多项奖项	19
图 37: 特海国际分区域客流量	19
图 38: 2023 年公司员工职能构成	21
图 39: 海底捞师徒制示例	21
图 40: 特海国际晋升机制	22
图 41: 海底捞管理理念三条晋升途径	22
图 42: 2019-2023 年特海从颐海采购情况	23
图 43: 海底捞在新加坡的门店 (新加坡为规模较大区域市场)	24
图 44: 新加坡中央厨房	24
图 45: 特海国际供应链体系	24
图 46: 特海国际门店部分本土化菜品	25
图 47: 特海国际英美加 23 年度春夏新品活动	25
图 48: 特海国际菜品本地化	25
图 49: 特海国际门店浅绿及黄色主题	26
图 50: 特海国际新加坡滨海广场“沉浸式”就餐新体验	26
图 51: 特海国际圣诞庆祝活动	26
图 52: 特海国际中秋主题活动	26
图 53: 特海国际本地化措施	27
图 54: 特海国际东南亚地区门店数量预测	29

图 55: 特海国际东亚地区门店数量预测	29
图 56: 特海国际北美及其他地区门店数量预测	29
图 57: 特海国际分地区门店数量预测	30

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司董事会构成	5
表 2: 公司高级管理层构成	6
表 3: 国际市场前五大中餐品牌 (按 2021 年收入计)	14
表 4: 国际市场前五大源自中国的中式餐饮品牌 (按 2021 年收入计)	14
表 5: 中国主要火锅品牌出海概况 (截至 2023 年 10 月)	18
表 6: 公司餐厅评级机制	21
表 7: 公司绩效评估、薪酬机制	22
表 1: 特海国际核心经营数据假设	31
表 2: 特海国际收入及主要成本费用假设	31
表 3: 可比公司 PE 估值对比	32
表 4: 可比公司 PS 估值对比	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026