

特海国际 (09658.HK)

海底捞海外上市平台，领跑中餐出海 增持 (首次)

2025 年 10 月 09 日

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万美元)	688.33	778.31	839.32	1,001.19	1,138.36
同比(%)	22.19	13.07	7.84	19.28	13.70
归母净利润 (百万美元)	25.65	21.80	49.45	56.36	74.44
同比(%)	162.19	(15.02)	126.83	13.98	32.07
EPS-最新摊薄 (美元/股)	0.04	0.03	0.08	0.09	0.11
P/E (现价&最新摊薄)	47.02	55.33	24.39	21.40	16.21

投资要点

- **公司是海底捞海外上市平台：**特海国际是海底捞集团旗下专注海外市场的餐饮上市公司，2012 年在新加坡开设第一家门店，领跑中餐出海。2024 年实现营收 7.8 亿美元，yoy+13.4%，实现归母净利润 2180 万美元；2025H1 实现归母净利润 2835 万美元，同比扭亏。2024 年末在营门店 122 家，东南亚/东亚/北美/其他地区门店分别为 73/19/20/10 家。公司坚持海底捞品牌定位，直营稳步扩张，以东南亚为主要市场，逐步覆盖全球市场，2024 年东南亚门店数占比 59.8%。公司凭借“核心菜品”+“本地化产品”，满足海外市场多元化需求。
- **中餐出海正当时：**2024 年上市正餐品牌同店增速仅海底捞为正，出海成为头部企业的第二增长曲线。海外火锅市场潜力巨大，预计规模达到 300 亿美元，海外逾 6000 万华人华侨群体支持中国餐饮品牌产业化，同时本地消费者将助力品牌扩张。海外传统中式餐饮行业集中度低，规模不及西化中式餐饮品牌，火锅作为标准化程度较高的中式品类，有望复制西化中式餐饮品牌成功路径。而特海国际是最大的源自中国的中式餐饮品牌，在社媒工具的加持下，有望进一步渗透海外市场。
- **火锅第一品牌，海外逐渐破圈：**1) 海底捞是火锅第一品牌，具备品牌势能、成熟的国际化运营体系与供应链体系；2) 门店模型不断优化，平均回报周期不断缩短，经测算 2024 年门店平均回报周期缩短至 5.1 年；3) 本地化与流量化并行，品牌出圈明星引领效应带动同店爬升；4) 具有完善的评估、晋升及薪酬体系，保证整体产品及服务品质。
- **盈利预测与投资评级：**特海国际作为海底捞的海外上市平台，正在不断完善全球化门店布局，加速中餐出海。预计未来 2025-2027 年海外门店数分别达到 129/140/149 家。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4945/5636/7444 万美元（按美元：人民币=7.13 换算人民币为 3.5/4.0/5.3 亿元），3 年复合增速为 50.6%，**对应当前 2025-2027 年 PE 分别为 24/21/16X。基于可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17/15/14 倍，考虑到特海国际背靠海底捞强大中后台能力，中式餐饮出海市场潜力较大，首次覆盖予以“增持”评级。**
- **风险提示：**食品安全、原材料及其他成本费用上涨、门店模型优化不及预期等。

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石琦瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	14.28
一年最低/最高价	12.46/24.10
市净率(倍)	3.20
港股流通市值(百万港元)	9,286.27

基础数据

每股净资产(美元)	0.57
资产负债率(%)	46.63
总股本(百万股)	650.30
流通股本(百万股)	650.30

相关研究

内容目录

1. 公司概况：海底捞海外上市平台，领跑中餐出海	4
1.1. 发展历程：全球直营 126 店领跑中餐出海	4
1.2. 业务模式：坚持海底捞品牌定位，直营稳步扩张	5
1.3. 股权结构稳定，承袭海底捞核心管理经验及能力	7
2. 行业概览：中餐出海正当时	8
2.1. 出海背景与动因：出海成为头部企业第二增长曲线	8
2.2. 国际中式餐饮规模与集中度有望持续提升	10
2.3. “中式”社媒支持中国品牌出海正当时	11
3. 核心竞争力：火锅第一品牌，海底捞海外逐渐破圈	13
3.1. 海底捞是火锅第一品牌	13
3.2. 海底捞海外逐步破圈，翻台有望进一步提升	15
3.3. 高管持股+完整晋升激励体系保证海底捞品牌力稳定	16
4. 财务分析：规模扩张与结构优化并行，盈利能力逐步优化	18
5. 盈利预测及投资建议	19
5.1. 盈利预测	19
5.2. 投资评级	20
6. 风险提示	21

图表目录

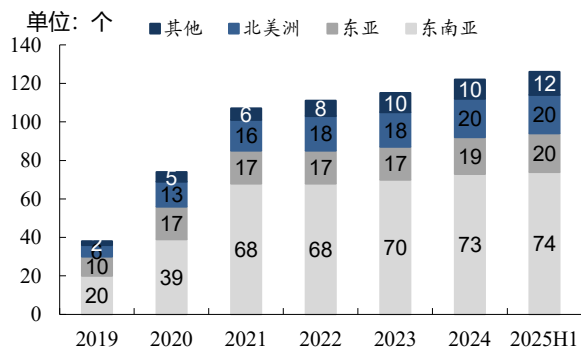
图 1: 特海国际门店分布 (截至 2025 年 6 月)	4
图 2: 海底捞餐厅的典型门店设计	4
图 3: 海底捞品牌出海发展历程	5
图 4: 2019-2025H1 公司营业收入 (单位: 百万美元)	5
图 5: 净利润及净利率情况 (单位: 百万美元)	5
图 6: 特海国际餐厅收入区域分布 (单位: 亿美元)	6
图 7: 特海国际门店分布占比	6
图 8: 特海国际门店部分本土化菜品	6
图 9: 美国餐厅万圣节活动及印尼餐厅春节活动	6
图 10: 分地区翻台率逐渐提升 (单位: 次/天)	7
图 11: 分地区单店日均收入逐步提升 (单位: 千美元)	7
图 12: 公司港股上市前 (2022 年) 股权结构	7
图 13: 海底捞历年门店数及同店增长情况	9
图 14: 2024 年上市正餐品牌同店增速	9
图 15: 餐饮企业出海所需资源	12
图 16: 连锁餐饮 CR10 逐年提升 (单位: %)	13
图 17: 海底捞获 2025 年 Brand Finance 评选最强餐厅品牌第一	14
图 18: 海底捞在东南亚推出咖喱味锅底	15
图 19: 海底捞在日本樱花季推出节日菜品	15
图 20: 海底捞节日新品海报	15
图 21: 海底捞圣诞新品	15
图 22: 东亚、北美市场同店销售额及同比增速	16
图 23: 韩娱明星海底捞合照	16
图 24: 2021-2025H1 营收及增速	18
图 25: 2021-2024 毛利额及毛利率	18
图 26: 2021-2025H1 费用率测算 (单位: %)	18
图 27: 2021-2024 归母净利率及调整汇兑换算差额后的净利率 (单位: %)	19
表 1: 特海国际高管名单 (2024 年报)	8
表 2: 全球华人华侨共计约 6000 余万人次 (2022 年)	9
表 3: 国际中式餐饮市场及火锅市场规模 (2021 年)	10
表 4: 国际市场中的五大中式餐饮品牌 (按 2021 年收入计)	11
表 5: 五大源自中国的餐厅品牌 (按 2021 年收入计)	11
表 6: Tiktok 在多个国家及地区广告覆盖人数 (单位: 万人) 超过第一大社交平台 Instagram (2024 年 1 月)	12
表 7: 海底捞海外单店模型	14
表 8: 高管持股情况 (2024 年)	16
表 9: 评估、激励和培训机制	17
表 10: 特海国际门店核心假设	19
表 11: 预测毛利率及净利润	20
表 12: 可比公司市值 (截至 2025 年 9 月 27 日) 及估值	21

1. 公司概况：海底捞海外上市平台，领跑中餐出海

1.1. 发展历程：全球直营 126 店领跑中餐出海

海底捞海外上市平台，全球直营 122 店领跑中餐出海。特海国际是海底捞集团旗下专注海外市场的餐饮上市公司，总部位于新加坡。2012 年，海底捞在新加坡开设首家海外门店，随后加速全球化布局，根据弗若斯特沙利文报告，按 2021 年收入计，特海国际为国际市场上源自中国的最大中式餐饮品牌。公司于 2022 年 7 月在港交所主板分拆上市，主要负责海底捞集团海外餐厅经营业务，通过直营模式在全球范围内提供标准化服务与本土化产品。至 2024 年，已在全球 14 个国家开设 122 家直营餐厅，覆盖新加坡、马来西亚、越南、日韩、欧美及中东等市场，当年实现营收 7.8 亿美元，同比增长 13.4%。2025H1 门店数达 126 家。

图1：特海国际门店分布（截至 2025 年 6 月）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：海底捞餐厅的典型门店设计



数据来源：招股书、东吴证券研究所

海底捞品牌出海分为三个发展阶段：

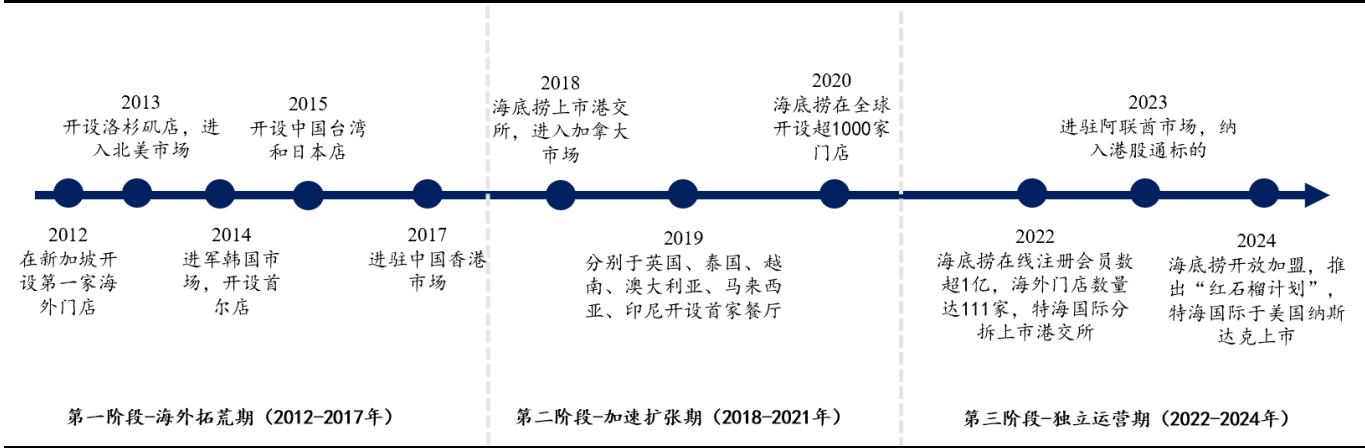
第一阶段（2012-2017 年）：立足亚洲辐射北美，奠定出海根基。2012 年以新加坡克拉码头首店打开国际市场后，2013 年进驻北美洛杉矶开设首店，2014 年进入韩国首尔市场，2015 年同步开拓中国台湾及日本市场，2017 年完成中国香港布局。此阶段以东亚、北美为重点，形成覆盖新加坡、美国、韩国、中国台湾、日本、中国香港的门店基础网络。

第二阶段（2018-2021 年）：海底捞主品牌上市助推规模跃升，欧澳东南亚全面开花。2018 年海底捞港股上市后加速全球化，2018 年进入加拿大市场，2019 年一年内于英国、泰国、越南、澳大利亚、马来西亚、印度尼西亚六国开设首店。至 2020 年，海底捞全球门店破千家，海外业务覆盖四大洲 11 国。2021 年持续深化既有市场布局，为分拆奠定规模基础。

第三阶段（2022-2024 年）：分拆海外业务至港股上市，持续优化运营及资本运作。2022 年特海国际从海底捞分拆至港交所上市，同年海外门店达 111 家。2023 年纳入港

股通。2024 年启动战略转型，海底捞集团宣布开放加盟，并推行“红石榴计划”进行内部人才选拔，同时，于 2024 年 5 月 17 日于美国纳斯达克上市，为进一步扩大海外版图做准备。

图3：海底捞品牌出海发展历程

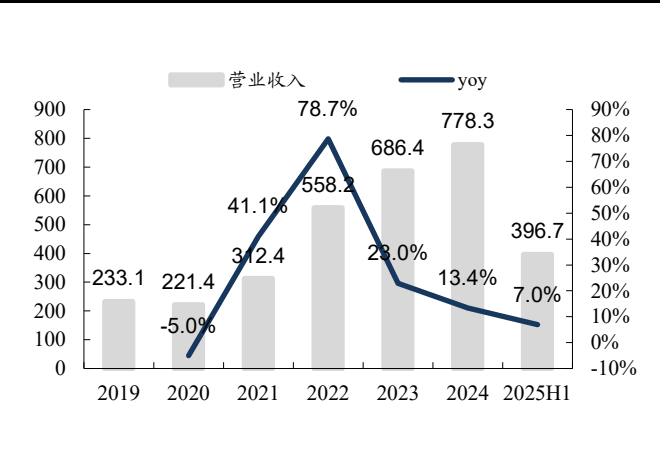


数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

1.2. 业务模式：坚持海底捞品牌定位，直营稳步扩张

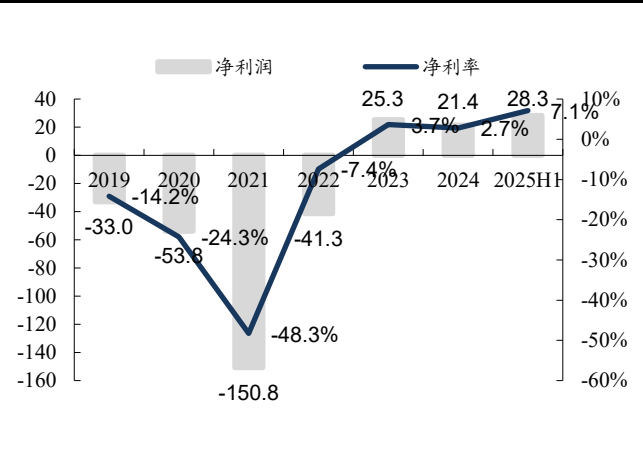
直营稳步扩张，2023 年公司扭亏为盈。特海国际主要负责海底捞大中华地区（中国大陆及港澳台地区）以外的海外餐厅经营、外卖业务以及销售调味品及食材。按业务类型来看，公司收入的主要来源为餐厅直营，收入占比稳定在 95%以上。2021-2024 年，分别实现总营收 3.1/5.6/6.9/7.8 亿美元，其中餐厅经营业务实现营收分别为 3.0/5.5/6.6/7.5 亿美元。随海外门店恢复及爬坡，公司 2022 年亏损额大幅收窄至约 4130 万美元，并于 2023 年扭亏为盈，实现净利润 2525.7 万美元，随后 2024 年仍保持稳定盈利 2139.9 万美元。

图4：2019-2025H1 公司营业收入（单位：百万美元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：净利润及净利率情况（单位：百万美元）

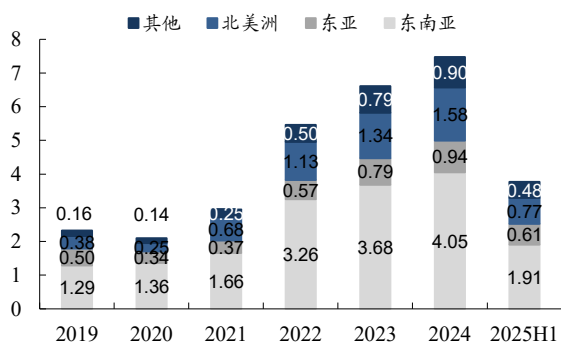


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

全球化布局，东南亚门店为主要市场。2024 年特海国际拥有门店数量 122 家，其中东南亚 73 家，为第一大市场。东南亚地区 2019-2024 年餐厅数量分别为

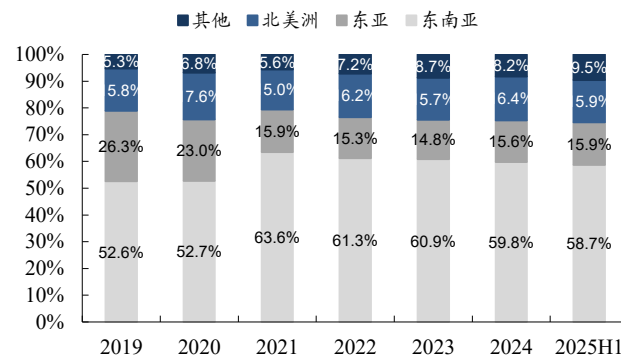
20/39/68/66/70/73 家，2024 年占门店总数的 59.8%。东南亚人口基数大，华人华侨多，对中式餐饮接受度高，饮食习惯与国内接近，对火锅接受程度较高。2024 年，公司在东南亚/东亚/北美洲/其他地区的餐厅收入分别占整体餐厅经营收入的 54.3%/12.6%/21.2%/12.0%，同比增速分别为 10.0%/18.7%/17.9%/13.1%。

图6：特海国际餐厅收入区域分布（单位：亿美元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图7：特海国际门店分布占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

核心菜单+本地化产品，匹配海外市场多元化需求。海底捞的火锅菜单由锅底、酱汁蘸料以及在锅底烹饪的食材组成，包含海底捞招牌菜或经典菜和本地化或季节性菜品。门店提供四大招牌锅底（清油麻辣锅底、番茄锅底、菌汤锅底和三鲜锅底）以及招牌“捞派”菜（包括经典川式火锅配菜，如毛肚、虾滑和捞面）。此外，餐厅配有包含 20 多种小料及配菜的蘸料调味台。除了核心菜单，门店会提供本地化锅底及食材，例如在日本门店提供味噌汤锅底和牛小肠菜品，在东南亚提供冬阴功汤锅底；并根据不同国家饮食差异提供不同的蘸料，如英国的黑胡椒酱、腌菜和橄榄。

图8：特海国际门店部分本土化菜品



数据来源：招股书、东吴证券研究所

图9：美国餐厅万圣节活动及印尼餐厅春节活动

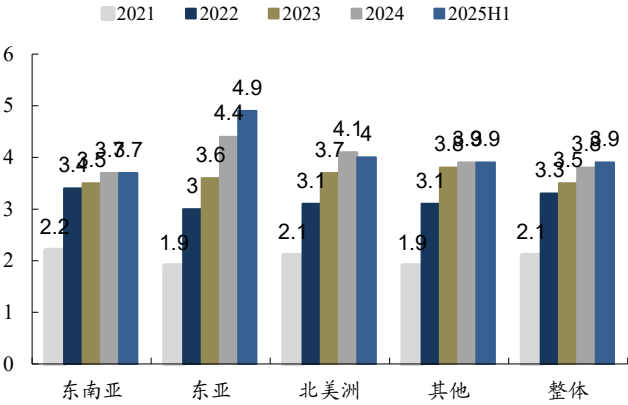


数据来源：招股书、东吴证券研究所

差异化服务提升客户粘性，翻台持续提升。海外餐厅仍提供中国海底捞的标志性服务，如在等候区配备座位，提供免费水果小吃，为长发顾客提供发绳，以及为戴眼镜的顾客提供清洁布，部分餐厅还提供美甲服务。此外，门店会定期举办中国文化活

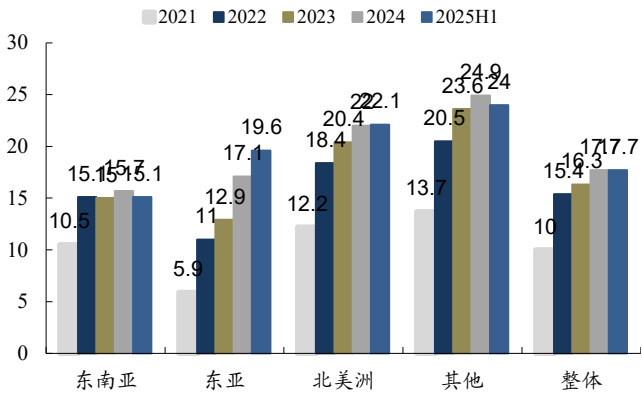
动，贯彻品牌传播中华文化的理念。作为国际化餐饮品牌，门店也充分考虑各地习俗，举办各式本地化活动，如在美国门店组织复活节和万圣节活动，在韩国门店为高考学生免费提供年糕等。经过数年深耕，海外餐厅翻台率整体提升至 3.8 次/天，单店日均收入逐年提升。

图10：分地区翻台率逐渐提升（单位：次/天）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图11：分地区单店日均收入逐步提升（单位：千美元）

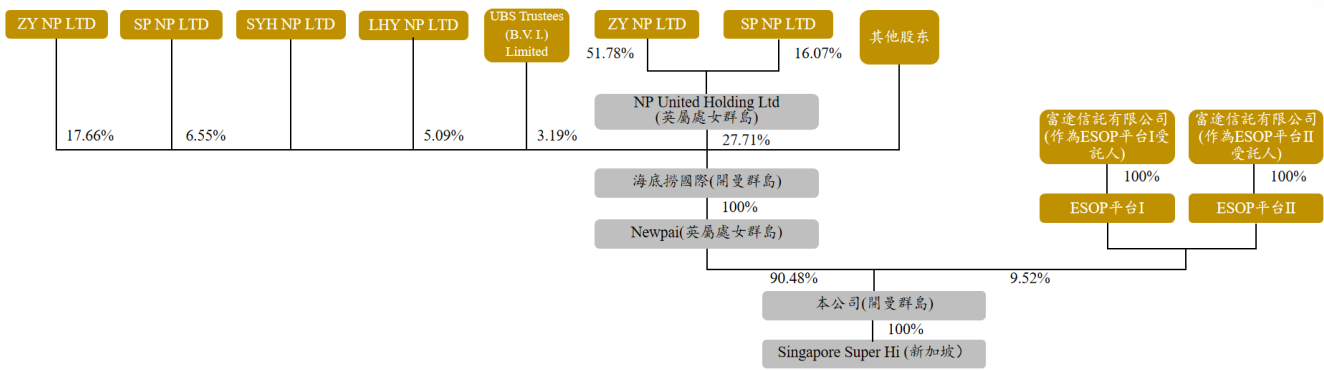


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定，承袭海底捞核心管理经验及能力

股权结构稳定，公司上市分拆后原股东持有 90%的股份。原海底捞股东张勇和舒萍夫妇按比例分派特海国际约 90%的股份，仍为公司的主要股东和实际控制人。雇员激励平台富途信托有限公司持有约 10%的股份。ESOP 作为公司执行股份和奖励计划的平台，致力于优化员工激励机制。上市后，特海国际将保留集团的经营管理能力，吸引更多的投资者。截至 2024 年报，实控人张勇和舒萍夫妇持有已发行股本总数的 51.92%，公司股权结构稳定。

图12：公司港股上市前（2022 年）股权结构



数据来源：招股书，东吴证券研究所

管理团队承袭海底捞核心管理团队经验及能力。2023 年 12 月，舒萍女士获委任为公司董事会主席及非执行董事。作为海底捞品牌创始人之一，舒萍女士将进一步贯彻集团内部的“用双手改变命运”的企业核心价值观，继续引领集团的国际化及全球化进程。2024 年 7 月，杨丽娟女士获委任为公司执行董事及首席执行官，带领就按进一步提升管理能力和经营水平，更好的扩大国际市场和顾客基础，并更加深入的开拓新市场和赛道。

表1：特海国际高管名单（2024 年报）

姓名	年龄	职务	任职履历
舒萍	55	董事会主席兼非执行董事	于 2023 年 12 月获委任为董事会主席兼非执行董事。主要负责主导本集团国际化及全球化发展的战略级规划。在海底捞就按的颐海、海底捞国际均担任董事。
杨丽娟	46	执行董事兼首席执行官	于 2024 年 7 月获委任为执行董事及首席执行官。主要负责统筹就按管理和战略发展、拥有超过 27 年的海底捞餐厅运营和统筹管理经验。
李瑜	39	执行董事	于 2023 年 3 月获委任为执行董事。主要负责本间发展战略的落实和推进，以及本集团餐厅业务的落实和推进。在餐饮行业有超过 17 年经验。
刘丽	38	执行董事兼产品总监	在餐饮服务领域有近 12 年的经验；于 2022 年 3 月晋升为海外产品总监负责统筹产品开发。
瞿聪	42	首席财务官	于 2023 年 8 月获委任为首席财务官。于 2018 年加入海底捞国际担任董事会秘书。
周绍华	38	副总裁兼大区经理	负责统筹品牌管理，参与本集团的管理及战略发展。具有超过 14 年餐饮服务领域经验。

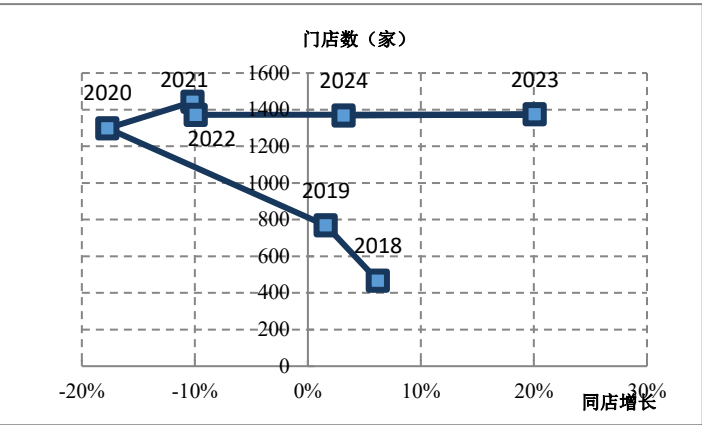
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 行业概览：中餐出海正当时

2.1. 出海背景与动因：出海成为头部企业第二增长曲线

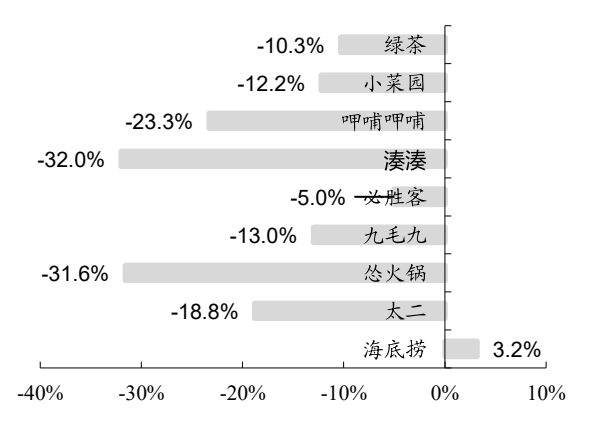
国内市场竞争加剧，出海成为头部企业第二增长曲线。海底捞作为国内火锅龙头，门店数量经历了快速增长后趋于稳定，但同店在 2019 年后持续下滑，尽管 2023 年有所复苏，但仍未恢复至疫情前水平。除海底捞外，上市正餐品牌 2024 年普遍面临同店增速负增长困境，多数双位数下滑，仅海底捞以 3.2%实现正增长。随着需求承压，行业供给随商业地产主动调高餐饮占比而持续上行，即便是品类领头品牌也需要主动下调菜单标价以维持用户粘性，同店下滑是餐饮行业普遍现象。

图13：海底捞历年门店数及同店增长情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图14：2024 年上市正餐品牌同店增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：采用同店情况披露中的当年同店销售额/前一年可比同店数据计算得出

海外逾 6000 万华人华侨群体支持中国餐饮品牌初始产业化，本土消费者进一步助力品牌扩张。据世界华商组织联盟统计，2022 年全球共计华侨 5000 多万人，另有约 1200 万非永居身份但以留学、劳务、商务、旅游等目的常驻华人，共计逾 6500 万人，有望成为中国餐饮品牌在当地产业化起步的种子用户。如海底捞 2022 年拆分海外业务“特海国际”在港交所主板单独上市，特海国际 2022-2024 年同店增速分别为 50.5%/8.7%/7.0%，直营单店平均销售额从 2021 年的 267 万美元提升至 2024 年的 575 万美元，从最开始以华人华侨为主要消费群体，服务细节及产品供应逐步适应本地文化，获得本土消费者青睐，在海外处于品牌势能提升阶段。

表2：全球华人华侨共计约 6000 余万人次（2022 年）

名次	国家	人数（万人）	占全球华侨比率
1	印尼 Indonesia	978.4	18%
2	泰国 Thailand	836.1	16%
3	马来西亚 Malaysia	746.4	14%
4	美国 America	557.6	10%
5	新加坡 Singapore	451.3	8%
6	加拿大 Canada	195.0	4%
7	菲律宾 Philippine	167.6	3%
8	缅甸 Myanmar	165.6	3%
9	澳大利亚 Australia	141.5	3%
10	秘鲁 Peru	137.1	3%
11	越南 Vietnam	110.9	2%
12	柬埔寨 Cambodia	108.5	2%
13	日本 Japan	103.0	2%
合计		4699.0	88%

其他国家	624.2	12%
全球华侨统计	5323.2	100%
另：海外华人（留学、劳务、商务、旅游等非永居身份）约	1200.0	
总计华人华侨	6523.2	

数据来源：世界华商组织联盟、东吴证券研究所

国际火锅市场预计规模 300 亿美元。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球火锅市场规模超过 200 亿美元，其中美国以 120 亿美元成为最大单体市场，日韩分别以 16 亿美元规模位居亚洲前列，新加坡、马来西亚等东南亚华人聚集区需求稳定。尽管阿联酋、澳大利亚等市场中式餐饮规模可观，但火锅品类渗透率仍较低，火锅口味本土化改良存在巨大空间。海底捞是较早出海的连锁餐饮企业之一，2012 年便在新加坡开出首家海外餐厅，目前的海外版图已扩展到东南亚、北美、其他地区（澳大利亚、英国及阿联酋），其中东南亚为海外主要经营阵地。

表3：国际中式餐饮市场及火锅市场规模（2021 年）

地区	中式餐饮市场（亿美元）	火锅市场（亿美元）
英国	61	18
阿联酋	4	0.4
泰国	26	4
印度尼西亚	23	2
越南	18	2
马来西亚	24	3
新加坡	76	11
韩国	39	16
日本	106	16
澳大利亚	25	6
加拿大	32	9
美国	481	120
加总	915	207.4

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

2.2. 国际中式餐饮规模与集中度有望持续提升

国际中式餐饮市场非常分散，且西化中餐品牌规模化较为领先。目前海外中式餐饮行业集中度较低，区域性单体餐厅占据主导，但以 Panda Express（美国）为代表的西化中餐连锁品牌已通过标准化运营实现快速扩张。这类品牌普遍采用“中餐形式+本地口味改良”模式，如 Panda Express 于 2021 年营收超 30 亿美元，门店数超 2200 家，其成功印证了简化菜单、融合口味在国际市场的可行性。相比之下，传统中餐品牌出海仍面临供应链、人才和文化认知等瓶颈。火锅作为标准化程度较高的中式品类，有望复制西化中餐的规模化路径，既保持火锅的社交餐饮特色，又针对不同市场调整辣度、汤底和配菜组合，实现全球拓展。

表4: 国际市场中的五大中式餐饮品牌 (按 2021 年收入计)

排名	集团	于 2021 年的收入 (百万美元)	截至 2021 年 12 月 31 日的餐厅数目
1	熊猫快餐	~4000	~2200
2	Pei Wei Asian Diner	~1000	~320
3	特海国际	~312.4	94
4	鼎泰丰	~150	~120
5	无招牌海鲜	~130	~90

数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

特海国际是最大的源自中国的中式餐饮品牌。根据弗若斯特沙利文数据显示, 特海国际的收入规模远超其他源自中国的中式餐饮品牌, 较排名第二的公司鼎泰丰高出超过一倍。这一市场地位主要得益于其背靠海底捞集团的品牌势能、成熟的国际化运营体系以及火锅品类的高标准化特性。相较于正餐品牌, 特海国际通过标准化的供应链管理和本土化产品创新 (如针对不同市场研发特色汤底), 成功实现了跨区域快速扩张。当前国际中式餐饮市场仍呈现高度分散特征, 截止 2021 年, 特海国际作为头部品牌的市场占有率仅约 1.5%, 在 200 亿美元的全球火锅市场中具有巨大增长潜力。未来通过持续优化本土化运营和战略性并购, 公司有望进一步扩大市场份额, 巩固其作为中式餐饮国际化标杆的领导地位。

表5: 五大源自中国的餐厅品牌 (按 2021 年收入计)

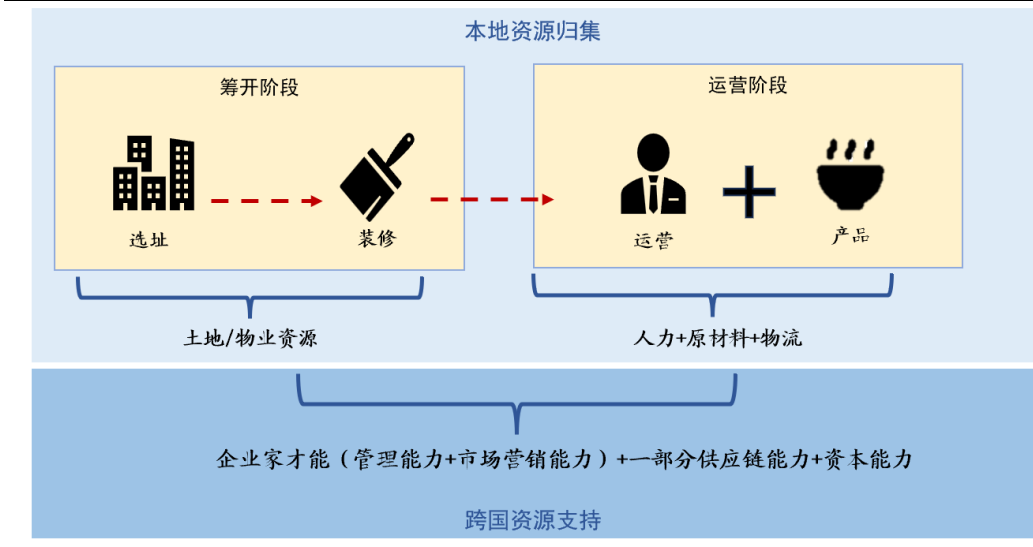
排名	集团	于 2021 年的收入 (百万美元)	截至 2021 年 12 月 31 日的餐厅数目
1	特海国际	312.4	94
2	鼎泰丰	~150	~120
3	香天下火锅	~19	~15
4	小肥羊	~17	~35
5	小尾羊	~13	~25

数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

2.3. “中式”社媒支持中国品牌出海正当时

餐饮企业需要综合企业家才能、供应链能力及资本禀赋以进行海外扩张。在餐饮企业的开办资源要素中, 土地/物业资源、人力、部分原材料及物流需要本地化归集, 跨国餐饮企业通常输出的是其一部分供应链能力、资本能力、管理能力、市场营销能力。如海底捞分拆特海国际上市融资以进行海外扩张; 对于锅底和料包等已工业化原料用原有供应链进行供应, 同时对新鲜菜肉进行本地化采购; 输出国内经验丰富的管理人才因地制宜优化门店模型; 对于已跑通的营销模式在海外积极尝试复制。

图15：餐饮企业出海所需资源



数据来源：东吴证券研究所绘制

Tiktok 助力中国文化及品牌输出。经过多年的发展，诞生于中国的短视频形式社交平台 Tiktok（抖音海外版）在全球范围内沉淀了广泛的用户基础。据 Meltwater 统计，Tiktok 在前 20 大国家/地区的广告覆盖人数量级与第一大社交平台 Instagram 基本匹配，其中在印度尼西亚、墨西哥、菲律宾、泰国、埃及、伊拉克、哥伦比亚等国家覆盖率超过 Ins。短视频形式在跨文化沟通中有着超越语言的感染力，而数十亿级别人数覆盖的社媒平台则在展示中国文化、推广中国品牌时赋予区别以往的效率乘数。Tiktok 在海外的的发展打破了语言障碍和话语权壁垒，近年中国品牌如“Labubu”在泰国、“蜜雪冰城”在印度尼西亚出圈的案例均体现了 Tiktok 对中国品牌在海外市场传播的助推作用。

表6：Tiktok 在多个国家及地区广告覆盖人数（单位：万人）超过第一大社交平台 Instagram（2024 年 1 月）

Instagram			Tiktok		相比 Instagram 覆盖率
	国家	覆盖人数		国家	覆盖人数
1	印度	36290	1	美国	14802
2	美国	16965	2	印度尼西亚	12683
3	巴西	13460	3	巴西	9859
4	印度尼西亚	10090	4	墨西哥	7415
5	土耳其	5710	5	越南	6772
6	日本	5545	6	俄罗斯	5859
7	墨西哥	4485	7	巴基斯坦	5438
8	英国	3310	8	菲律宾	4909
9	德国	3035	9	泰国	4438
10	阿根廷	2786	10	土耳其	3773
11	意大利	2700	11	孟加拉国	3736
12	法国	2590	12	沙特阿拉伯	3510
13	西班牙	2395	13	埃及	3294

14	韩国	2340	14	伊拉克	3195	175%
15	菲律宾	2135	15	马来西亚	2868	-
16	哥伦比亚	2005	16	哥伦比亚	2731	136%
17	加拿大	1925	17	日本	2605	47%
18	泰国	1875	18	法国	2542	98%
19	伊拉克	1825	19	尼日利亚	2384	-
20	埃及	1815	20	德国	2356	78%

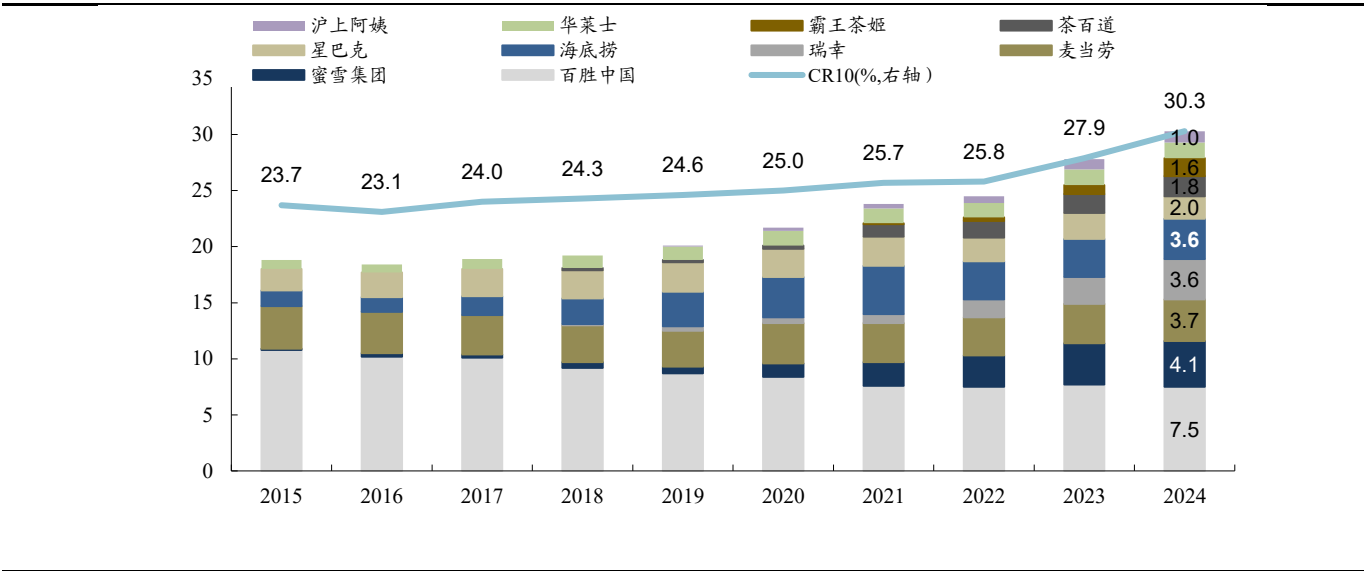
数据来源：Meltwater、东吴证券研究所
注：Tiktok 相比 Instagram 覆盖率高于 100% 的标记蓝色底。

3. 核心竞争力：火锅第一品牌，海底捞海外逐渐破圈

3.1. 海底捞是火锅第一品牌

海底捞是中国前十大规模餐饮公司中仅有的正餐品牌。自 2015 年来连锁餐饮行业 CR10 份额呈现逐年增加态势，从 2015 年的 23.7% 逐步上升至 2024 年的 30.3%，市场集中度持续提高。其中，快餐和茶饮因具备较高的标准化程度，在规模前十的企业中占据主导地位。海底捞凭借出色的服务和运营能力，及火锅赛道的高标准化特性，成为了前十大规模的餐饮正餐公司中唯一正餐品牌。

图16：连锁餐饮 CR10 逐年提升（单位：%）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

海底捞连续两年获评最强餐饮品牌第一位。海底捞在英国品牌金融咨询公司的国际品牌评价体系中连续第二年获得最强餐厅品牌第一。在 Brand Finance 的品牌评价体系中，包含产品选择范围、产品健康度、好的位置、口味佳、品牌可及性、顾客体验、创新性、装修舒适度等 22 个维度的评价体系。海底捞以 94.1 的品牌评分在 2025 年继续位列第一。

图17：海底捞获 2025 年 Brand Finance 评选最强餐厅品牌第一

排名	品牌名	营业品类	品牌评分
1	海底捞	中式火锅	94.1
2	Greggs	平价烘焙	92.3
3	Olive Garden	意大利餐	91.3
4	麦当劳	西式快餐	90.5
5	瑞幸咖啡	咖啡茶饮	89.7
6	Chick-fil-A	美式炸鸡	89.4
7	KFC	西式快餐	88.9
8	Wendy's	快餐汉堡	86.7
9	Jollibee	西式快餐	83.9
10	Texas Roadhouse	美式牛排	83.5

数据来源：Brand Finance、东吴证券研究所

随海外市场门店模型优化，海底捞门店回本周期逐渐缩短。据招股书披露，海底捞在亚洲每家餐厅资本开支介于 140-300 万美元，中位数 240 万美元；其他国家的资本开支介于 250-650 万美元，中位数 450 万美元。其他国家的每家餐厅开业前成本在 50-150 万美元。考虑 2024 年公司在亚洲开店 92 家，其他国家 30 家，我们按店数加权单店投入估算在 317.7 万美元。按 2023/2024 年平均单店营收 579.3/619.8 万美元，餐厅层面单店经营利润 52.4/62.7 万美元计算，由于同店收入的提升带来效益优化，门店平均回本周期从 2023 年的 6.1 年缩为 2024 年的 5.1 年。

表7：海底捞海外单店模型

单店模型(单位：万美元)	2023	2024	2024 年各项占营收比例
单店投入（包含所有开业前费用的中位数）	317.7	317.7	
单店营收	579.3	619.8	
原材料成本	(197.1)	(202.8)	-32.7%
员工成本	(187.5)	(203.5)	-32.8%
租金及相关开支	(14.3)	(15.7)	-2.5%
水电开支	(21.5)	(21.8)	-3.5%
折旧摊销	(61.5)	(61.2)	-9.9%
交通差旅	(4.4)	(4.4)	-0.7%
其他开支	(44.9)	(49.6)	-8.0%
其他收益净额调整	4.3	2.0	0.3%
餐厅层面经营利润	52.4	62.7	10.1%
餐厅层面利润口径回本周期(年)	6.1	5.1	
总部财务口径净利润	22.3	17.9	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注 1：括号表示负值，除回本周期外，其他单店数据单位均为万美元。

注 2：各项数据均由报表披露财务数据/当年年末门店数计算得到，考虑新店需要时间爬坡，实际成熟门店利润率更高。

3.2. 海底捞海外逐步破圈，翻台有望进一步提升

海外食品及菜单不断进行本地化。特海作为在国际市场运营的企业，本地化一直是重要运营策略之一，经常根据不同地区、不同文化背景、不同宗教信仰的多元顾客群体对餐点和菜单进行推陈出新。公司尊重各国消费者的餐饮文化及口味偏好，深入研究各市场顾客的饮食偏好及口味，依照《Super Hi 选品流程》，按本土化、创新化、产品市场竞争力、产品质量等原则选品并进行产品本土化研发评估，推出多种在地化产品，致力于推出深受当地消费者喜爱的产品。公司口味多变的美味健康餐品满足了不同客人的需要，受到当地消费者广泛好评。截至 2024 年年底，特海上新锅底、小吃甜品、酒水饮料类等各款产品共超过 1000 次，如在东南亚推出咖喱味锅底，在东亚推出樱花季节节日菜品等。

图18：海底捞在东南亚推出咖喱味锅底



数据来源：海纳营销公众号、东吴证券研究所

图19：海底捞在日本樱花季推出节日菜品



数据来源：海纳营销公众号、东吴证券研究所

针对当地文化背景进行客户服务和营销活动。特海结合地区流行趋势，策划创意活动，例如在新加坡开办海底捞友谊手链串珠工坊；在英国及越南于欧洲杯期间进行夜宵营销；北美海底捞与王者荣耀举办“海底捞王者汇活动”等。此外，公司还与顾客一同庆祝当地文化中的节日，如在圣诞节推出“圣诞套餐+圣诞新品+圣诞周边”的模式进行节日营销，打造富有节日气氛的愉快就餐体验。

图20：海底捞节日新品海报



图21：海底捞圣诞新品

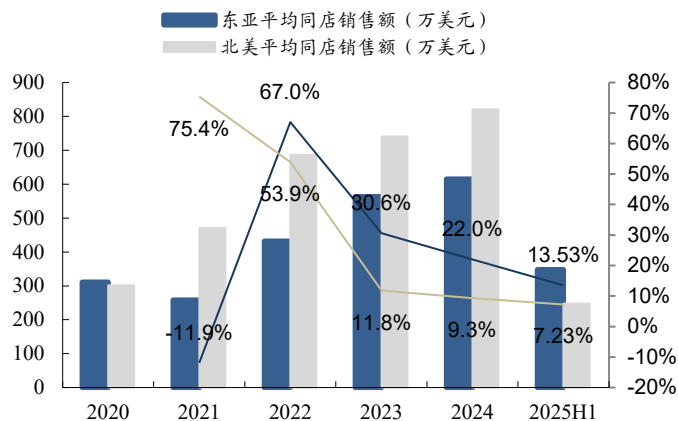


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

东亚、北美等市场破圈，本地居民转化有望进一步推高同店效益。我们认为，除了华人群体外，吸引本地化客群对于海底捞的海外扩张尤为关键。海底捞有大众影响力的韩流明星高频就餐消费，使得其在东亚和北美市场成功破圈，东亚和北美的同店销售额呈现高于大盘的增速，在 2024 年分别呈现 22.0%和 9.3%的同店销售额增长。明星的引领效应有望吸引更多本地居民成为其顾客，进一步优化其同店效益。

图22：东亚、北美市场同店销售额及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：平均同店销售额为当年当地同店销售总额/同店数量，当年同店增速为计算为相同门店当年相比上一年的销售额增速，二者数据不可相互换算

图23：韩娱明星海底捞合照



数据来源：新浪新闻，东吴证券研究所

3.3. 高管持股+完整晋升激励体系保证海底捞品牌力稳定

高管持股充分绑定利益。截止 2024 年，董事长舒萍通过全权信托创立人及配偶权益持有股份，占比达 51.92%，对公司决策和战略规划中具有重要影响力，确保公司发展方向与股东利益高度一致。此外，高管杨利娟、李瑜和刘丽等高管也有相应持股，占比分别为 2.73%、0.006%和 0.48%，共享公司成长带来的红利，更加注重公司的长期稳定发展。利益绑定有助于激发高管团队的积极性和创造力，实现股东和公司利益的最大化。

表8：高管持股情况（2024 年）

姓名	权益性质	股份数目	占已发行股本总数百分比
张勇和舒萍	全权信托创立人	337667125(L)	51.92%
	受控法团权益		
	信托受益人		
	配偶权益		
杨利娟	实益拥有人	17757122(L)	2.73%
李瑜	实益拥有人	39750(L)	0.006%
刘丽	实益拥有人	3096650(L)	0.48%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

完善的评估及薪酬体系保证整体产品及服务品质。特海从组织级别、餐厅级别及餐厅员工等多个层面进行绩效评估。总部依据关键绩效指标，特别是集团餐厅的营业额周转率和评估结果，对高级区域经理的表现进行评估审查。对于餐厅级别的评估，公司根据顾客满意度和体验制定标准，每月公布各餐厅的评分，激励餐厅经理提升表现。此外，公司还设有季度性神秘客评审项目，评估餐厅表现。餐厅员工的薪酬与工作量成正比，同时提供计件工资、小时工资和小费制度。餐厅经理的薪酬与餐厅利润挂钩，激励他们提升顾客满意度和服务质量。公司还注重培训机制，为餐厅经理和员工提供晋升和培训机会，确保员工具备必要的技能和知识，从而为顾客提供优质的产品和服务。通过全面的评估和薪酬体系，公司能够确保各环节高效运作，保障整体产品和服务的高品质。

表9：评估、激励和培训机制

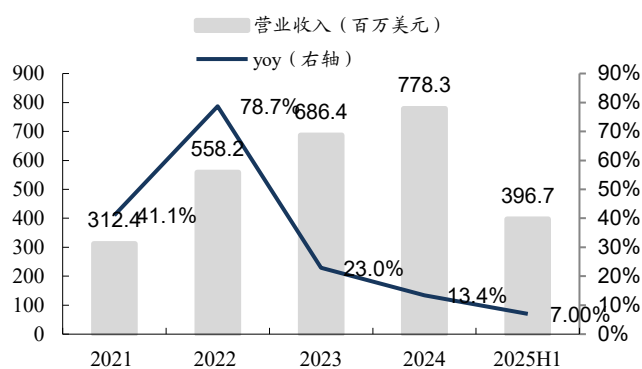
机制	细分项目	具体内容
绩效评估	组织级别	总部根据某些关键绩效指标:各集团餐厅的营业额周转率和评估结果，对高级区域经理的表现进行评估和审查。
	餐厅级别	总部制定了一套基于顾客满意度和体验的标准，用于评估每个餐厅的表现。评级分别为 A、B、C 以及低于 C。评估报告通常涵盖以下方面：(i)服务质量；(ii)服务员的态度；(iii)食物的质量；(iv)餐厅的环境。
	餐厅员工	餐厅经理负责员工绩效考核和晋升，与客人直接接触的员工，如服务员等，根据服务质量和顾客反馈进行考核。
激励机制	高级区域经理	高级区域经理的薪酬直接与其负责的餐厅的业绩挂钩，同时考虑每个餐厅的评级和盈利能力。
	餐馆经理	餐厅经理的薪酬主要由基本工资和餐厅利润的额外百分比组成，并直接与他们指导下的餐厅表现挂钩。
	餐厅员工	餐厅员工的薪酬和福利待遇与每位员工的工作量成正比，主要分为计件工资制、小时工资制以及小费制度。表现突出的员工每月可能会获得一小部分餐厅净利润。
培训机制	餐厅经理	人才库资格认证：导师推荐优秀学员加入人才库并接受餐厅管理和公司内部政策等培训。内部培训：鼓励在餐厅运营中掌握所有主要技能的员工参加总部提供的涉及企业文化和餐厅管理等以英、中文/当地语言进行的高级培训。晋升餐厅经理：候选人需完成内部培训并通过各项测试才能成为餐厅经理。
	餐厅员工	对于新开设的市场，餐厅经理会为新员工提供入职培训。此外，在餐厅内还设立了学徒计划。每位新员工加入时都会被分配一位导师，导师会为新员工提供为期一周的入职培训，并在其职业生涯中定期提供指导和支持。餐厅员工由餐厅经理进行评估和晋升，优秀员工大约四年后可以晋升为餐厅经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析：规模扩张与结构优化并行，盈利能力逐步优化

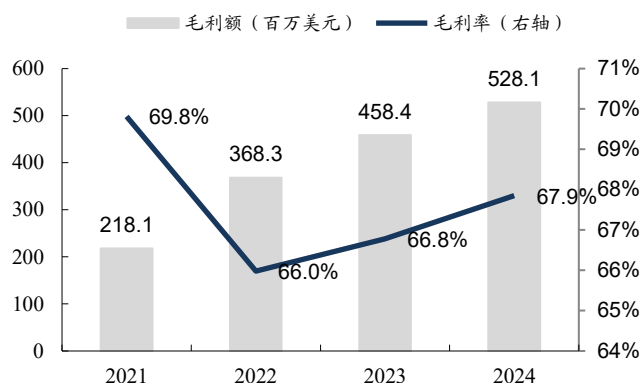
营收随门店网络扩张稳步增长，盈利能力持续改善。随着海外门店的恢复与爬坡，特海国际 2021-2024 年营收实现从 3.1 亿美元至 7.8 亿美元的稳健增长，年复合增长率为 36%。企业的毛利额由 2021 年的 2.2 亿美元稳步增长至 2024 年的 5.3 亿美元，毛利率在 2022 年短暂承压后逐步回升，至 2024 年毛利率修复至 67.9%，盈利能力逐步优化，呈现稳中向好。

图24：2021-2025H1 营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

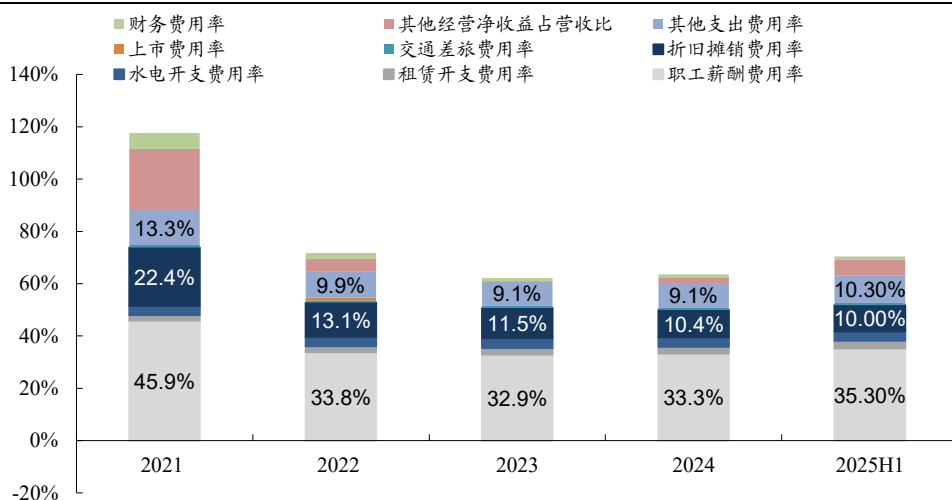
图25：2021-2024 毛利额及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用结构持续优化，规模效应显现。随着公司门店在海外不断扩张，规模效应显现，费用结构显著改善。2021-2024 年，职工薪酬费用率由 45.9% 下降至 33.3%，累计降低 12.6 个百分点；折旧摊销费用率由 22.4% 降至 10.4%，包含外包、仓储费用的其他支出费用率也逐步摊薄，由 2021 年的 13.3% 降低至 2024 年的 9.1%，减少 4.2 个百分点。

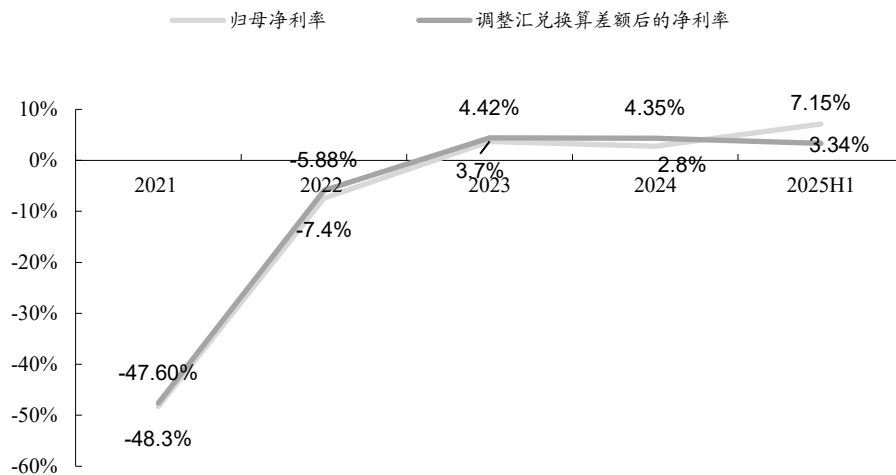
图26：2021-2025H1 费用率测算（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

净利率持续修复，因美元升值汇兑折算对利润呈现负影响。2021至2024年，特海国际归母净利率呈现转正提升趋势，整体盈利能力持续修复，2021-2024年归母净利率分别为-47.6%/-7.4%/3.7%/2.8%。由于美元2021-2023年持续升值，公司账面汇兑折算差额对净利率呈现不同程度的负向影响，2022-2024年调整汇兑折算差额后的净利率分别为-5.9%/4.4%/4.4%，过去三年汇兑折算差额对净利率负面影响从0.7-1.6个百分点不等。

图27：2021-2024 归母净利率及调整汇兑折算差额后的净利率（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

门店方面：基于当前宏观经济背景与特海国际未来战略。我们预测公司未来2025-2027年门店数分别达到129/140/149家，净开店7/10/9家。其中东南亚地区门店数量2025-2027年分别达到74/79/81家，占半数以上，单店收入分别为560/610/631万美元；东亚门店数2025-2027分别为22/24/26家，单店收入分别为537/601/673万美元；北美门店数2025-2027年分别为22/25/29家，单店收入分别为790/873/940万美元；其他地区门店数2025-2027分别为11/12/13家，单店收入分别为893/943/95万美元。预计未来2025-2027总体营收达到8.410/11.4亿美元，年化复合增速为13.5%。

表10：特海国际门店核心假设

门店拆分	2024	2025E	2026E	2027E
东南亚门店数	73	74	79	81
东南亚单店收入 (万美元)	555.4	559.5	609.7	630.8
yoy	5.5%	0.7%	9.0%	3.5%

东亚门店数	19	22	24	26
东亚单店收入（万美元）	494.2	537.0	600.7	666.1
yoy	6.2%	8.7%	11.9%	10.9%
北美门店数	20	22	25	29
北美单店收入（万美元）	790.7	789.6	872.8	939.9
yoy	6.1%	-0.1%	10.5%	7.7%
其他地区门店数	10	11	12	13
其他地区单店收入（万美元）	898.4	892.8	942.6	994.6
yoy	13.1%	-0.6%	5.6%	5.5%
总计门店数	122	129	140	149
总计营收（百万美元）	778.30	839.32	1001.19	1138.36

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

毛利率与净利率方面：假设未来毛利率在 66%-67%之间保持稳定；考虑因同店爬升带来费用率下降，预测 2025-2027 年归母净利率为 5.9%/5.6%/6.5%。对应归母净利润分别为 4945/5636/7444 万美元，3 年复合增速为 50.6%。

表11：预测毛利率及净利润

指标	2024	2025E	2026E	2027E
总计营收（百万美元）	778.30	839.32	1001.19	1138.36
yoy	13.4%	7.8%	19.3%	13.7%
毛利率（%）	66.9	66.5	66.9	66.8
归母净利率（%）	2.8	5.9	5.6	6.5
归母净利润（百万美元）	21.80	49.45	56.36	74.44
Yoy（%）	-15.0	126.8	14.0	32.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

5.2. 投资评级

考虑火锅作为正餐中标准化程度最高的品类，我们选取港股海底捞、百胜中国、九毛九、达势股份等较高标准化程度的正餐、快餐标的作为可比公司。

特海国际作为海底捞的海外上市平台，正在不断完善全球化门店布局，加速中餐出海。预计未来 2025-2027 年海外门店数分别达到 129/140/149 家。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4945/5636/7444 万美元（按美元：人民币=7.13 换算人民币为 3.5/4.0/5.3 亿元），3 年复合增速为 50.6%，对应当前 2025-2027 年 PE 分别为 24/21/16X。基于可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17/15/14 倍，考虑到特海国际背靠海底捞强大中后台能力，中式餐饮出海市场潜力较大，首次覆盖予以“增持”评级。

表12：可比公司市值（截至 2025 年 9 月 27 日）及估值

股票代 码	简称	总市值 (亿元人 民币)	归母净利润（人民币）				PE				投资 评级
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
6862.HK	海底捞	657	47.1	42.3	47.1	51.1	14	16	14	13	买入
9987.HK	百胜中国	1,121	65.5	66.7	72.2	77.7	17	17	16	14	未评 级
9922.HK	九毛九	26	0.6	1.4	3.0	3.6	46	18	9	7	买入
1405.HK	达势股份	101	0.6	1.5	2.5	3.1	183	67	40	33	买入
可比公司加权平均 PE 倍数							25	17	15	14	
9658.HK	特海国际	86	1.6	3.5	4.0	5.3	55	24	21	16	增持

数据来源：Wind.东吴证券研究所

注：已有评级公司的盈利预测由东吴证券研究所预测给出，其他为 wind 一致预期，货币单位为人民币，港元：人民币
汇率=0.92，美元：人民币=7.13（2025 年 9 月 28 日）。

6. 风险提示

- （1）食品安全风险。如果产品出现食品安全问题，公司品牌形象和销售将会受到影响。
- （2）原材料及其他成本费用上涨风险。门店所用食材的成本及其他相关成本费用因市场供需关系波动，可能会导致利润率及经营业绩下滑。
- （3）门店模型优化不及预期。若公司费用管控受限，可能无法维持及持续提升现有门店的盈利能力。

特海国际三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	323.23	419.45	531.77	654.18	营业总收入	778.31	839.32	1,001.19	1,138.36
现金及现金等价物	254.72	344.74	444.01	555.33	营业成本	257.70	280.89	331.45	377.86
应收账款及票据	14.95	16.32	19.47	22.13	销售费用	388.80	429.23	497.42	554.10
存货	31.52	34.33	39.59	44.08	管理费用	79.60	86.75	96.71	107.84
其他流动资产	22.04	24.06	28.70	32.63	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	361.20	329.85	301.07	276.37	其他费用	-	-	-	-
固定资产	151.90	136.82	124.76	115.11	经营利润	67.15	42.45	75.61	98.56
商誉及无形资产	185.79	167.21	150.49	135.44	利息收入	-	-	-	-
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	8.54	1.07	1.57	2.07
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(25.37)	30.00	5.00	5.00
其他非流动资产	23.51	25.82	25.82	25.82	利润总额	33.24	71.39	79.04	101.49
资产总计	684.43	749.30	832.83	930.55	所得税	11.84	22.84	23.71	28.42
流动负债	128.57	138.98	165.09	187.64	净利润	21.40	48.54	55.33	73.07
短期借款	1.33	1.33	1.33	1.33	少数股东损益	(0.40)	(0.91)	(1.03)	(1.37)
应付账款及票据	30.71	33.55	39.59	45.13	归属母公司净利润	21.80	49.45	56.36	74.44
其他	96.53	104.10	124.17	141.18	EBIT	41.78	72.45	80.61	103.56
非流动负债	194.20	198.04	198.04	198.04	EBITDA	122.75	123.11	126.39	145.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	194.20	198.04	198.04	198.04					
负债合计	322.76	337.01	363.13	385.68					
股本	650.30	650.30	650.30	650.30	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1.63	0.73	(0.31)	(1.67)	每股收益(元)	0.03	0.08	0.09	0.11
归属母公司股东权益	360.03	411.57	470.01	546.54	每股净资产(元)	0.55	0.63	0.72	0.84
负债和股东权益	684.43	749.30	832.83	930.55	发行在外股份(百万股)	650.30	650.30	650.30	650.30
					ROIC(%)	8.46	12.69	12.76	14.66
					ROE(%)	6.06	12.02	11.99	13.62
					毛利率(%)	66.89	66.53	66.89	66.81
					销售净利率(%)	2.80	5.89	5.63	6.54
					资产负债率(%)	47.16	44.98	43.60	41.45
					收入增长率(%)	13.07	7.84	19.28	13.70
					净利润增长率(%)	(15.02)	126.83	13.98	32.07
					P/E	55.33	24.39	21.40	16.21
					P/B	3.35	2.93	2.57	2.21
					EV/EBITDA	12.92	7.01	6.04	4.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,港币:美元汇率为2025年9月28日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。报表以Wind标准化报表(GSD)口径展示,为“-”的数据系由于该项原始披露数据并入其他科目不显示。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>