

一路向前的餐饮巨头

——海底捞 (6862.HK) 投资价值分析报告

海外公司深度

◆火锅行业：市场规模大且格局分散，龙头扩张空间可观：

根据国家统计局数据，截止2018年中国餐饮行业市场规模已经突破4万亿；其中火锅作为最受欢迎规模最大的品类，市场规模已超4,300亿。当下火锅行业格局仍较分散，Top5的公司2017年市占率之和仅为5.5%，头部公司在原料采购、冷链运输、租金议价等方面的优势随着规模扩大不断累积，优质企业在未来有较大的市场份额提升空间。

◆海底捞：五大亮点解决行业“三高一低”痛点，铸就自身护城河：

餐饮行业的进入门槛较低，但要克服行业“三高一低”（高房租、高人力成本、高食材成本、低毛利）的痛点成长为大型连锁餐饮集团，难度却很大。海底捞成功解决了这些问题，建立了自己的竞争壁垒：扁平化结构下运营管理能力高效；通过设立专业化公司，推进了产业链的标准化；将员工利益和企业绑定，提供给消费者高品质的服务，使品牌拥有强议价能力。

◆空间测算：海底捞有2717家的开店空间

海底捞当前正处于高速拓店阶段，未来仍有巨大的开店空间。我们以海底捞最早发家且经营情况较好的郑州（截止2019年4月开店25家）作为范本进行内地门店空间测算，范围涉及地级市及以上城市，测算出海底捞的开店空间为2717家。

◆展望未来：提前布局，未来可期

海底捞的强大之处在于始终做到了提前布局，自身完善的系统将会支撑海底捞逐步发展成为一个餐饮平台企业，孵化出更多新品、更多业态。通过收购冒菜品牌优鼎优，海底捞正在尝试布局进入快餐领域。相较正餐，快餐每平米可以创造更多收入，和火锅相似，同样为非常好的餐饮细分领域。

◆盈利预测、估值与评级：

海底捞是全球最大（按营收规模）的火锅和中式餐饮品牌，当前正处于门店快速扩张阶段。我们预测2019-2021年分别净增加270/235/235家门店，未来三年收入分别为298.83/432.60/557.49亿元，净利分别为28.16/40.07/51.50亿元。我们认为对于现阶段高增长的海底捞而言，使用相对估值法较为合理，我们采用PEG法进行估值，按照1.5倍PEG/2019年53倍PE计算，公司目标价为34.3港元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示：1) 开店速度不及预期；2) 行业竞争高于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,637.17	16,969.10	29,883.40	43,260.40	55,863.79
营业收入增长率	36%	60%	76%	45%	29%
净利润(百万元)	1027.85	1646.16	2815.59	4007.08	5149.95
净利润增长率	40%	60%	71%	42%	29%
EPS(人民币)	0.21	0.33	0.56	0.80	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	110%	34%	28%	30%	29%
P/E	111	72	42	30	23

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,数据截止2019年5月17日,1HKD=0.87CNY

买入(首次)

当前价/目标价：27.25/34.30 港元

分析师

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)
021-52523689
chenyt@ebcn.com

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebcn.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：53

总市值(亿港元)：144.43

一年最低/最高(港元)：15.88/31.45

近3月换手率：0.09%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.3	37.9	-
绝对	-11.5	36.5	-

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

海底捞是全球最大的火锅和中式餐饮品牌。截至 2018 年底，共有 466 家门店，其中内地门店 430 家，距离我们测算的整体市场空间 **2717 家** 还有很大距离。海底捞当前正处于高速拓店阶段，盈利增速主要由新门店的拓张情况决定。我们预测 2019-2021 年分别新增 270/235/235 家门店，未来三年收入分别为 298.83/432.60/557.49 亿元。

另一重要变量同店增速（SSSG），我们认为依然有望维持较好水平：当前海底捞的整体密度依然较低，良好的翻台率水平有望保持；另一方面包括啤酒、乳酸菌在内的新品推出对客单价有一定帮助，我们预测 2019-2021 年 SSSG 分别为 6.0%/6.0%/5.9%。

从单店模型来看，海底捞的成本结构相对稳定：原材料成本和员工成本合计约占 70%。通过搭建完善的采购、供应链（蜀海）流程，原材料的成本能较好控制；此外，虽然海底捞支付的员工薪酬处于行业领先水平，但计件工资制度以及店长分成模式确保工资支出和营收高度相关，占比稳定。我们预计 2019 年和 2020 年营业利润率将达到 12.9% 和 12.7%。

我们区别于市场的观点

相较市场，我们对海底捞未来的开店空间进行了更加细致的测算。具体空间测算结果：

2717 家=一线城市 349 家+二线城市 810 家+三线及以下城市 1558 家

我们以海底捞最早发家且经营情况较好的郑州（截至 2018 年底开店 25 家）作为范本进行内地门店空间测算，范围涉及地级市及以上城市，测算出海底捞在境内有 **2717 家的空间**。

股价上涨的催化因素

1) 门店可以继续顺利地实现高速扩张；2) 公司搭建的餐饮平台使包括颐海、蜀海在内的核心成员彼此协助，未来具有强大潜能。

估值和目标价格

对于高速拓店的海底捞，类比 1992-1995 年境内高速拓店的星巴克，我们采用相对估值法。我们预测 2019-2021 年分别新增 270/235/235 家门店，未来三年收入分别为 298.83/432.60/557.49 亿元，净利分别为 28.16/40.07/51.50 亿元。我们认为对于现阶段高增长的海底捞而言，使用相对估值法较为合理，我们采用 PEG 法进行估值，按照 1.5 倍 PEG/2019 年 53 倍 PE 计算（2019-2021 年预测净利 CAGR 为 35.2%），公司目标价为 34.3 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 火锅——有潜力孕育餐饮巨头的细分餐饮品类	6
2、 克服行业“三高一低”痛点，构筑强大壁垒	8
2.1、 亮点一：扁平化结构下高效的运营管理能力	8
2.2、 亮点二：通过成立专业化公司推进产业链标准化	9
2.3、 亮点三：将员工利益和企业绑定，有效降低员工流失率	11
2.4、 亮点四：高水平服务造就独特护城河，品牌价值提升自身议价能力	11
2.5、 亮点五：充足的资本金可支持企业的高速扩张	12
3、 未来增长之路——门店扩张是当前增长的核心驱动力	13
3.1、 单店运营效率高，新品类有助提升同店销售	14
3.2、 未来开店空间巨大，高速拓展可持续	16
3.3、 开店模式的探讨	19
4、 提前布局未来可期	22
4.1、 以收购优鼎优为契机，进军快餐领域	22
4.2、 科技布局：更卫生、更多元化的选择	24
4.3、 会员服务	25
5、 盈利预测	26
5.1、 盈利预测	26
5.2、 估值方法讨论	27
6、 投资风险	29

图表目录

图 1：中国餐饮市场收入 2018 年已突破 4 万亿元大关.....	6
图 2：餐饮市场拆分情况（2017 年）.....	6
图 3：美国餐饮市场收入 2017 年和中国市场整体量级相似.....	6
图 4：2017 年火锅餐饮品牌数量占比情况，其中拥有门店超 100 家的品牌占比仅有 0.35%.....	6
表 1：龙头公司海底捞 2017 年的市场份额仅有 2.2%.....	7
表 2：2018 年火锅餐饮集团前七家公司情况一览.....	7
表 3：可比公司情况一览.....	8
图 5：海底捞的组织架构.....	9
表 4：相关关联企业及和海底捞的关系.....	9
图 6：颐海国际（1579.HK）关联方和第三方对于收入的贡献情况.....	10
图 7：蜀海供应链部分合作公司.....	10
图 8：蜀韵东方部分合作公司.....	10
图 9：店长薪酬有 A、B 两种选择方案.....	11
图 10：海底捞特色服务.....	12
图 11：主要餐饮连锁品牌租金占收入比重情况.....	12
表 5：募集资金可开设门店数.....	13
图 12：海底捞主要业务对整体营收（百万元）的贡献情况.....	13
图 13：海底捞餐厅营收中新开店销售额的贡献逐渐增加.....	13
图 14：海底捞营收增速中新开店对增速的贡献呈显著扩张态势.....	13
表 6：内地主要连锁餐饮品牌 SSSG 一览.....	14
表 7：呷哺呷哺 v.s.海底捞翻台率情况.....	14
图 15：海底捞同店销售（百万元）情况.....	14
图 16：海底捞同店翻台率（次/天）.....	14
表 8：海底捞精酿啤酒：.....	15
表 9：六大上市啤酒公司啤酒毛利率（%）：.....	15
表 10：市占率前五大啤酒企业对比.....	15
图 17：海底捞计划新拓门店分布省份情况.....	16
表 11：按照城市等级给予折算系数.....	17
表 12：按照当前海底捞开店情况给予折算系数.....	17
表 13：一线城市测算示例.....	18
图 18：截至 2018 年末必胜客在中国内地已有 2240 家门店.....	18
图 19：独立运营餐厅依然是餐饮市场的主导.....	19
图 20：自营连锁餐厅的营收增速最快.....	19
图 21：海底捞分区域门店数量（家）.....	19
图 22：呷哺呷哺分区域开店数量（家）一览.....	19
图 23：海底捞门店覆盖区域.....	20

图 24：呷哺呷哺门店覆盖区域	20
表 14：肯德基、必胜客以及星巴克的门店扩展模式	20
表 15：自营 v.s.加盟模式对比	21
图 25：星巴克公司自营 v.s.特许经营网点数	21
图 26：海底捞新门店扩展模式	22
图 27：2013-2017 年限额以上连锁餐饮企业营业收入及变动情况	22
图 28：中式快餐细分品类门店数量占比	22
表 16：2015-2017 年正餐、快餐每平米营收	23
表 17：快餐 vs 正餐的特点	23
图 29：优鼎优股权结构图	23
表 18：优鼎优投资公司情况一览	23
表 19：优鼎优主要财务指标	24
图 30：海底捞智慧餐厅推进历程	24
表 20：海底捞智慧餐厅推广城市分布及数量	25
图 31：海底捞 APP 会员服务一览	25
图 32：会员积分兑换明细	25
表 21：海底捞单店（已经过爬坡期的成熟门店）模型一览	26
表 22：关键营业收入数据预测	27
表 23：星巴克拓店不同阶段主要财务数据	27
图 33：星巴克上市以来 PE 估值情况	28
表 24：可比公司估值及盈利情况	28

1、火锅——有潜力孕育餐饮巨头的细分餐饮品类

中国餐饮行业历史悠久、空间巨大，根据国家统计局数据，2018 年餐饮市场收入已突破 4 万亿大关。然而中餐行业高度分散且竞争异常激烈，尚未能出现跨国餐饮巨头。

好餐厅对厨师依赖度高，但“工业化”的连锁企业却需要餐厅企业做到标准化、可复制。并非所有餐饮领域都能满足工业化的标准：对厨师依赖度低、模式易复制，并能做到高度标准化。相较而言，火锅、快餐（例如烧烤、冒菜、面馆）细分领域较容易做到这一点。火锅品半自助的烹饪方式对于厨师依赖度极低，顾客完成了“煮”的大部分工作。另一方面，火锅又为顾客保留了一定的个性化空间——提供多种锅底、自选调味料搭配的选择。

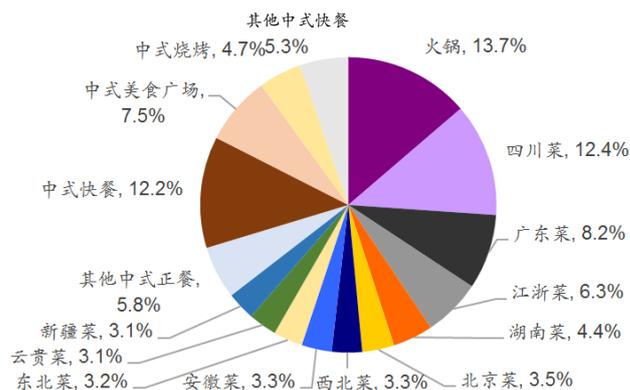
同时，火锅是最受欢迎的餐饮品类之一，在中式餐饮细分领域中占据了最大的市场份额。“热腾腾”的气氛贴合国人的餐饮社交文化，营造一个热闹的社交环境。因此我们认为，可以做到“工业化”且受欢迎程度高的火锅行业中孕育着出现餐饮巨头公司的机会。

图 1：中国餐饮市场收入 2018 年已突破 4 万亿元大关



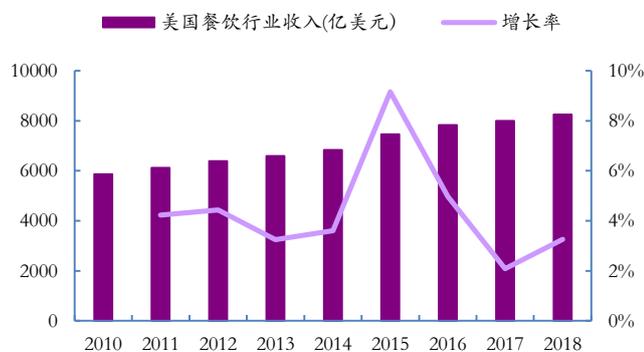
资料来源：WIND，国家统计局

图 2：餐饮市场拆分情况（2017 年）



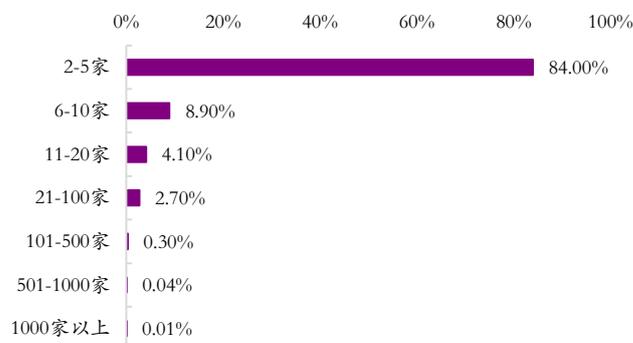
资料来源：弗诺斯特沙利文，公司招股说明书

图 3：美国餐饮市场收入 2017 年和中国市场整体量级相似



资料来源：Bloomberg，Bureau of Economic Analysis

图 4：2017 年火锅餐饮品牌数量占比情况，其中拥有门店超 100 家的品牌占比仅有 0.35%



资料来源：辰智餐饮大数据

火锅行业的格局和整体餐饮行业相似，当前依然较为分散。龙头公司海底捞2017年市场份额为2.2%，TOP5公司市占率合计仅为5.5%。具备工业化可复制性的火锅行业，头部公司在原料采购、冷链运输、租金议价等方面的优势随着规模扩大不断累积，优质企业在未来有较大的市场份额提升空间。

表 1：龙头公司海底捞 2017 年的市场份额仅有 2.2%

		2015 年 营业收入	2016 年 营业收入	2017 年 营业收入	16-17 年 增长率	2017 市场 份额%	2017 餐 厅总数	2017 年每间 餐厅年度 收入	2017 年翻台 率	2017 年 年度客 流量	2017 年 每位顾客平 均消费
		十亿人民币	十亿人民币	十亿人民 币				百万人民币		百万人	人民币
1	海底捞	5.5	7.2	9.7	34.4%	2.2%	254	38.2	5.0	102.6	94.6
2	公司 C	3.2	3.3	3.9	18.2%	0.9%	~440	~9	~3	~70	~60
3	公司 E	2.4	2.8	3.6	28.6%	0.8%	~760	~5	~4	~74	~50
4	公司 F	3.0	3.0	3.4	13.3%	0.8%	~550	~6	~3	~41	~80
5	公司 G	2.6	2.6	3.3	26.9%	0.8%	~560	~6	~2	~37	~90

资料来源：海底捞招股说明书

中国饭店业协会公布的火锅前七强企业多为川式火锅。排名前两位的海底捞和呷哺呷哺均为港股上市公司，这两家采用自营模式，其他火锅企业则接受加盟。海底捞、湊湊（呷哺呷哺旗下品牌）定位人均 80-200 元的中端火锅市场，呷哺呷哺则定位低端市场（80 元以下）。

表 2：2018 年火锅餐饮集团前七家公司情况一览

公司	品牌	代码	门店数量	风格	店面积	是否有海外布局
四川海底捞餐饮股份有限公司	海底捞	6862.HK	466	四川，分享式	600-1500	是
呷哺呷哺餐饮管理有限公司	呷哺呷哺	0520.HK	886	台湾，单人式	300-600	否
	湊湊		48	台湾，分享式	600-1000	否
成都小龙坎餐饮管理有限公司	小龙坎		800 余家	四川，分享式	300-800	是
北京黄记煌餐饮管理有限责任公司	黄记煌		600 余家	焖锅，分享式	200-400	是
重庆德庄实业（集团）有限公司	德庄		900 余家	四川，分享式	350-1000	是
内蒙古小尾羊餐饮连锁有限公司	小尾羊	839808.OC	188	内蒙古，分享式	300 以上	是
重庆刘一手餐饮管理有限公司	刘一手		500 余家	四川，分享式	350 以上	是

资料来源：中国饭店业协会、公司官网、大众点评

2、克服行业“三高一低”痛点，构筑强大壁垒

餐饮行业的进入门槛较低，但要克服行业“三高一低”（高房租、人力成本、食材成本、低毛利）的痛点成长为大型连锁餐饮集团，难度却很大。大型餐饮连锁集团需要：1、具有强大的餐厅运营管理能力；2、对于原材料以及供应链可以进行有效把控；3、人员储备充足且流失率较低；4、充足资本金可供持续扩张。

海底捞成功地解决了以上问题，建立了自己强大的竞争壁垒，在中国和全球中式餐饮市场中均占据了第一的市场份额。和居于火锅行业第二把交椅的呷哺呷哺、内地西式餐饮份额最大的 YUM China 相比，海底捞在 ROE、营收和净利上亦显示了突出优势。

表 3：可比公司情况一览

代码	名称	货币	市值 (亿元)	营收 (百万元)		净利 (百万元)		ROE
				2018A	2018A	2018A	2018A	
6862 HK Equity	海底捞	HKD	1444.3	16,969.10	59.5%	1,646.16	60.2%	33.89%
520 HK Equity	呷哺呷哺	HKD	131.6	4,734.08	29.2%	462.48	10.1%	21.88%
YUMC US Equity	YUM China	USD	156.7	8,415.00	8.3%	708.00	77.9%	21.07%

资料来源：Bloomberg，数据截止 2019 年 5 月 17 日

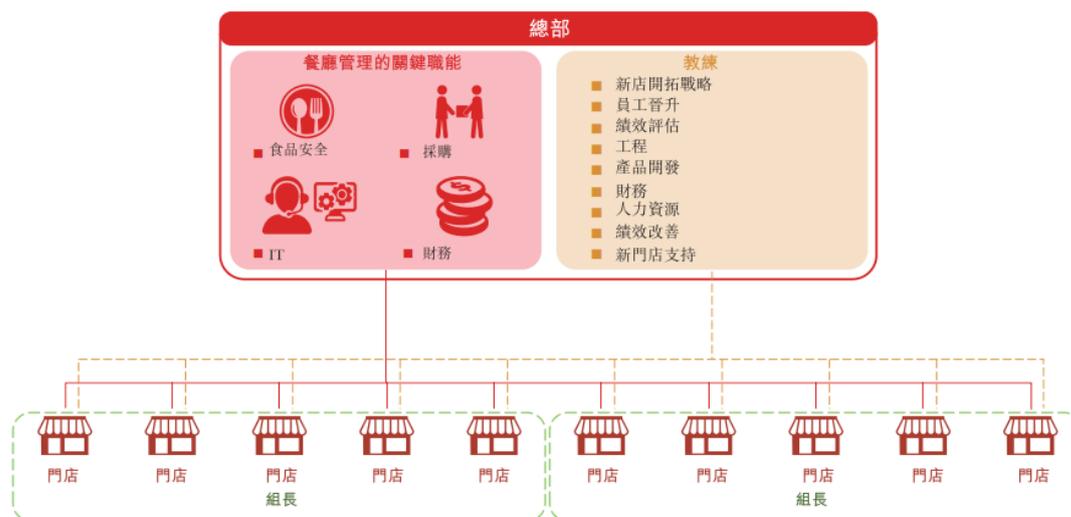
2.1、亮点一：扁平化结构下高效的运营管理能力

海底捞采取了扁平化的管理模式，最接近消费者的门店享有较大自主权，总部职责在于对核心资源以及重点环节的把控。这样的分工，既激发了门店的积极性，让门店可以更好地服务顾客，又明确了总部的责任，清晰的体系下有效提高了整体运营能力。

这一管理模式是海底捞在不断成长过程中摸索出的。此前海底捞采取的是大区小区制度，随着门店的扩张，大区和小区的经理越来越多，层级过多组织庞大灵活性极度受限。2016 年中公司进行了精简，变成了扁平化的总部、教练、抱团小组以及餐厅四个部分。

- 总部：协调公司整体资源，把控质量有关的重点环节：食品安全、供应商、餐厅扩张战略等。
- 教练：共 12 名，将总部和餐厅进行连接。对餐厅进行日常工作的监督，同时为餐厅提供改善以及新开门店等方面的支持。
- 抱团小组：通常包括 5-18 家临近餐厅。这些餐厅通常为师徒关系，彼此利益绑定；抱团小组将制定长期计划，这也是公司长期策略的基础。
- 餐厅：日常运营权交由店长，店长负责员工的考核以及晋升，培养徒弟。店长的薪酬与餐厅的业绩相挂钩。

图 5：海底捞的组织架构



资料来源：招股说明书

2.2、亮点二：通过成立专业化公司推进产业链标准化

餐饮公司内部可以分成前台餐厅和后台部门。餐厅是核心，其余是围绕餐厅存在的后台成本部门。后台部门长期以来的痛点是难以合理量化自身价值，后台定价失效可能会影响整体的运营效率。

海底捞将后台成本部门拆分出来，前台门店仅是后台公司的合作方之一，公司同时向市场其他餐饮企业提供服务。这样既可以使后台公司为自身找到合理定价，又可以保证其在市场化的环境中不断提升自身综合能力。

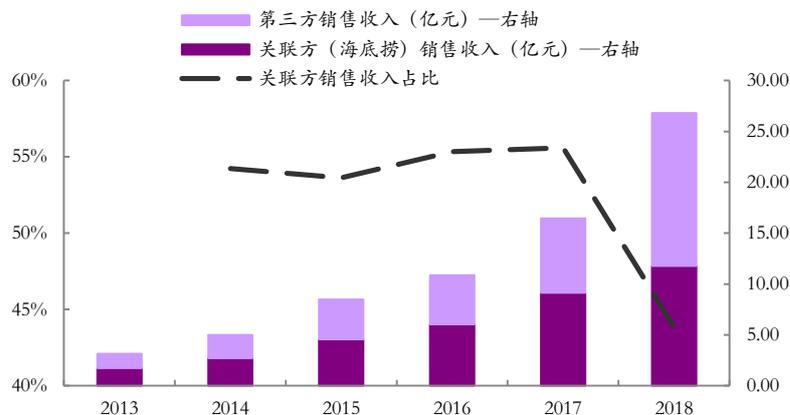
这些独立的专业化公司帮助海底捞把控住了经营的核心环节，高效且极具市场竞争力的后台公司搭建出完善的餐饮平台，有效保证了前台餐厅的运营以及整体的综合实力。这些后台公司涉及了：底料提供（颐海国际）、仓储物流（蜀海）、门店施工（蜀韵东方）以及人力咨询（微海咨询），实现了对食品安全和人才的有效控制。其中颐海国际（1579.HK）同为港股上市公司，颐海对海底捞的定价遵循与第三方销售相同净利率的原则。

表 4：相关关联企业及和海底捞的关系

关联企业	
颐海国际	向颐海国际采购定制火锅底料和其他产品（包括自热小火锅）
蜀海	向蜀海采购加工食材和仓储物流服务
蜀韵东方	向蜀韵东方购买餐厅室内装修及翻新工程管理及相关服务，包括但不限于选择并监督设计及施工分包商 公司为张硕轶全资拥有，张硕轶是海底捞的关联人士
微海咨询	向微海咨询购买人力资源管理及咨询服务，包括但不限于员工招聘及培训
扎鲁特旗海底捞	向扎鲁特旗海底捞采购羊肉产品

资料来源：招股说明书

图 6：颐海国际（1579.HK）关联方和第三方对于收入的贡献情况



资料来源：Bloomberg

图 7：蜀海供应链部分合作公司



资料来源：公司官网

图 8：蜀韵东方部分合作公司

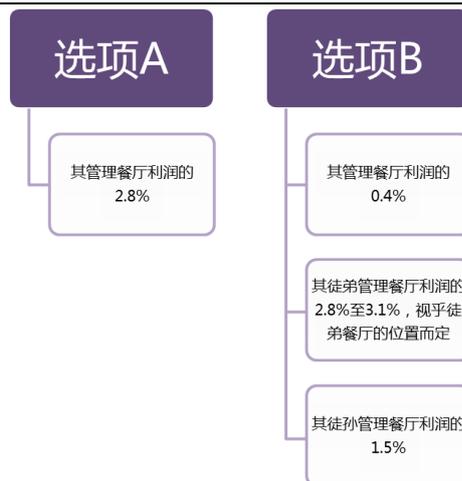


资料来源：公司官网

2.3、亮点三：将员工利益和企业绑定，有效降低员工流失率

海底捞提供给员工高于同业的薪资水平，同时将员工收入和餐厅营收紧密绑定：普通员工实行“计件工资”（和具体工作量挂钩，包括服务客户数量、清洗餐具数量以及送达菜品数量）；店长薪酬和餐厅利润挂钩，实现了员工利益和企业紧密绑定。店长薪酬有 A/B 两套方案供选择，方案设计旨在鼓励店长培养更多徒弟以拓展门店。

图 9：店长薪酬有 A、B 两种选择方案



资料来源：招股说明书

2.4、亮点四：高水平服务造就独特护城河，品牌价值提升自身议价能力

在逾二十年的经营过程中，海底捞已经成为了“极致服务体验和就餐体验”的代名词，服务是海底捞其区别于其他火锅企业最重要的特征，也逐渐成为品牌的独特护城河。

海底捞的特色服务涵盖从排队到离店的每个环节：排队时的免费美甲、免费皮鞋擦拭清理、免费照片打印、按摩椅放松、小食提供（爆米花等小食因广受欢迎，现已在官方天猫店出售）；就餐时针对单人食客“一人食不孤单”的玩偶安排、特色扯面、弹弹面筋制作（食客自创混搭吃法，在抖音火了之后，被海底捞纳入正式菜单）等。

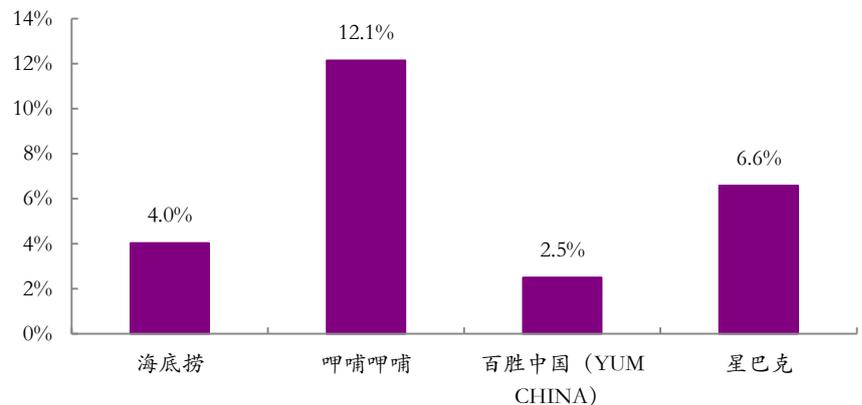
图 10: 海底捞特色服务



资料来源: 海底捞官网

一流的服务品质巩固了海底捞的品牌优势, 也帮助海底捞增强了自身的议价能力, 海底捞的租金远低于同类型的呷哺呷哺, 和百胜中国以及星巴克的水平相当。海底捞签租一般为 5-15 年的长期租约, 绝大部分租约为固定金额并提供选择性续约条款, 同时包括至少 3 个月的免租期以便装修。

图 11: 主要餐饮连锁品牌租金占收入比重情况



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 2018 年报数据

2.5、亮点五: 充足的资本金可支持企业的高速扩张

海底捞的 IPO 发售价为 17.8HKD, 扣除相关费用之后募集的净资金额约为 7269.4 百万港元。海底捞计划将 6 成用于门店的扩张, 资金额约为 4,358 百万港币。开设一家门店大约需要 800-1000 万元人民币, 以下为测算募集资金可支持的门店开店数。通过 IPO 募集到的资金可以为公司未来的扩张战略提供保障。

表 5：募集资金可开设门店数

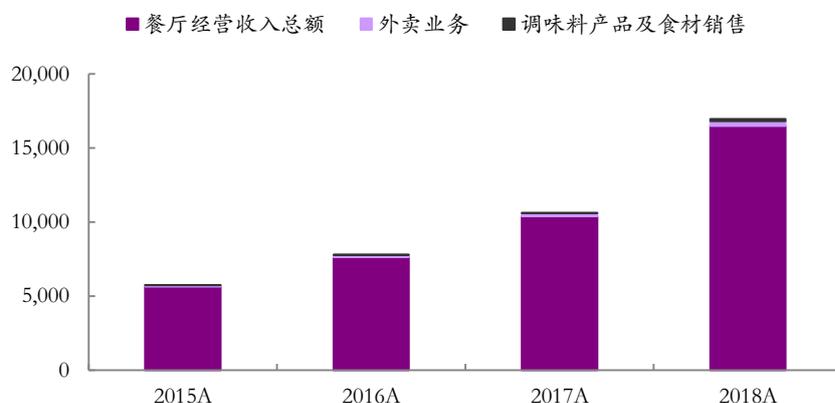
	开店成本(万元人民币)	可以开设门店数测算
测算 1	800	474
测算 2	900	421
测算 3	1000	379

资料来源：招股说明书，光大证券研究所测算，1HKD=0.87CNY

3、未来增长之路——门店扩张是当前增长的核心驱动力

海底捞的主营收入由餐厅经营、外卖业务和销售调味品及食材产品三个部分组中。其中，餐厅经营贡献了收入的 97% 以上。

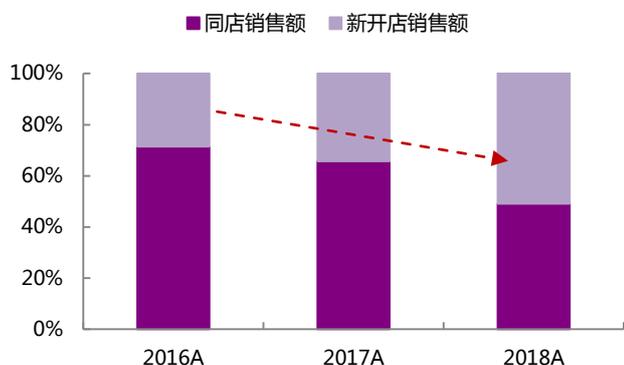
图 12：海底捞主要业务对整体营收（百万元）的贡献情况



资料来源：Bloomberg

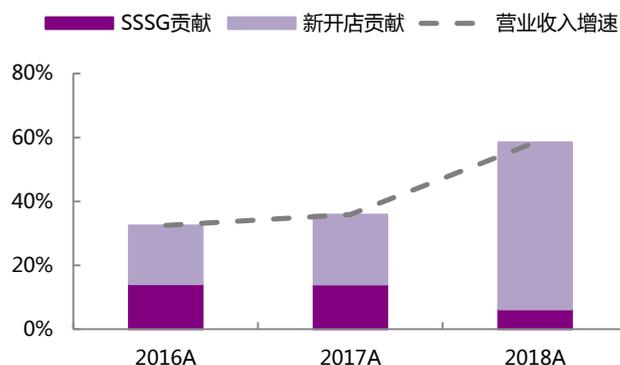
餐厅营收部分，收入增长主要由：1、剔除了新开店影响的同店销售增速 (SSSG) 和 2、门店数量增长情况决定。对于当前正处于高速扩张阶段的海底捞而言，门店拓展是整体收入增长的主要驱动力。

图 13：海底捞餐厅营收中新开店销售额的贡献逐渐增加



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 14：海底捞营收增速中新开店对增速的贡献呈显著扩张态势



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

3.1、单店运营效率高，新品类有助提升同店销售

从同店销售增速来看，海底捞的 SSSG 和同类连锁餐饮品牌相比具有较强优势。

由于台数相对稳定，因此翻台率和平均客单价是影响同店销售增速最为重要的因素。

- 客单价的上涨（剔除新品的影响）整体较温和，与 CPI 增速基本一致。
- 翻台率方面，2016-2017 年由于海底捞延长了部分门店的运营时间至 22H(全天剔除 2H 的清扫时间)，翻台率大幅提升贡献了双位数的 SSSG 增长，2018 年由于翻台率提升红利消退，SSSG 回归至个位增速合理水平。

未来随着门店的进一步加密，翻台率可能下降，但是新品如啤酒、乳酸菌的推出可以增加 ASP，从而部分弥补翻台率下降对 SSSG 带来的影响。

同店销售额=平均客单价* 同店翻台率* 同店台数

同店销售增速≈平均客单价增速*翻台率

表 6：内地主要连锁餐饮品牌 SSSG 一览

	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
星巴克中国	5%	3%	3%	6%	5%	3%	1%	8%	1%	3%	-1%	1%	3%
KFC	12%	3%	-1%	4%	1%	4%	7%	7%	5%	0%	1%	3%	5%
必胜客	-12%	-10%	-4%	6%	3%	0%	0%	1%	-5%	-4%	-5%	-4%	1%
呷哺呷哺			3.0%			9.3%				2.1%			
海底捞		14.0%				14.1%				6.2%			

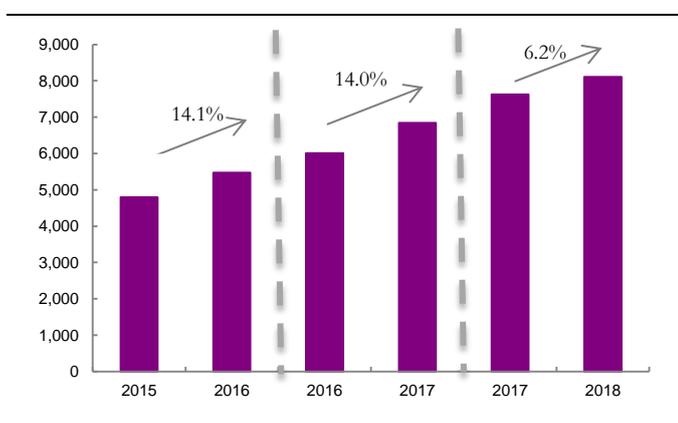
资料来源：Bloomberg，公司公告

表 7：呷哺呷哺 v.s.海底捞翻台率情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
呷哺呷哺	4.4	4.4	4.2	3.8	3.4	3.4	3.3	2.8
海底捞					4.0	4.5	5.0	5.0

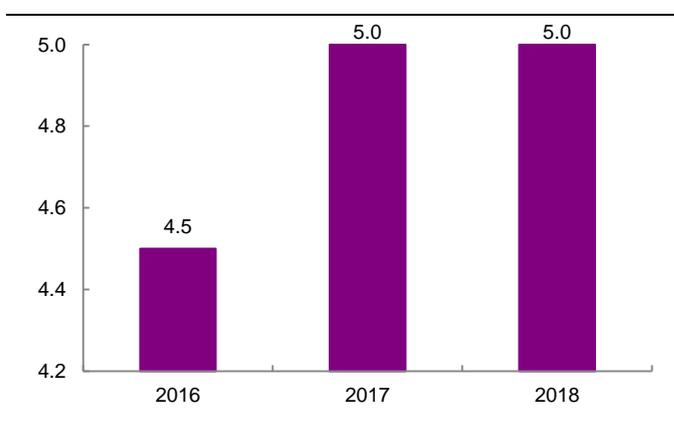
资料来源：公司公告，海底捞翻台率为整体（含境外）翻台情况。

图 15：海底捞同店销售（百万元）情况



资料来源：Bloomberg

图 16：海底捞同店翻台率（次/天）



资料来源：Bloomberg

海底捞于2017年8月首次推出自主品牌精酿啤酒（当前不再提供），随后分别于2018年上半年和11月推出经典大麦、德式小麦啤酒。此外海底捞还推出了两款乳酸菌饮品（原味和草莓味）。

仍在供应的两款啤酒均售价9.9元/500ml，属于中端啤酒（低端<7元/500ml，中端7-14元/500ml，高端>14元/500ml），可比产品包括华润旗下雪花纯生、百威纯生等。由于海底捞的酒水仅作为会员福利，供给海底捞门店，并非通过商超等渠道销售，因而和其他啤酒供应商相比，少了广告宣传费以及渠道费。2019年啤酒会在更多的门店推广，销量预计会好于2018年，同时海底捞还会在其他新品如葡萄酒、奶茶方面进行探索。

表 8：海底捞精酿啤酒：

啤酒种类	容量	价格（元）	原麦汁浓度	酒精浓度
经典大麦	500mL	9.9	13° P	≥5.0%vol
德式小麦	500mL	9.9	13° P	≥5.0%vol

资料来源：海底捞 APP

表 9：六大上市啤酒公司啤酒毛利率（%）：

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	31.07	33.71	33.73	35.14
青岛啤酒	43.26	43.69	42.26	40.36	40.10	38.36	37.80	41.60	40.64	37.70
燕京啤酒	40.44	42.16	41.40	39.38	40.35	41.30	40.21	40.90	38.00	-
重庆啤酒	46.82	44.45	44.10	43.40	45.49	44.62	37.36	39.04	38.86	39.58
珠江啤酒	41.40	40.80	42.95	42.82	41.57	40.19	41.02	39.88	37.99	38.99
惠泉啤酒	32.40	34.06	33.55	23.05	32.04	33.77	34.25	33.52	18.85	-
Average	40.86	41.03	40.85	37.80	39.91	39.65	36.95	38.11	34.68	37.85

资料来源：各公司年报

表 10：市占率前五大啤酒企业对比

	百威啤酒	嘉士伯	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒
中端 (7-14 元)	百威纯生 (8.14)、雪津麦之初 (11.02)、南昌 8 度 (8.08)	1664 白啤 (11.58)、乐堡 (8.78)、绿佳嘉士伯奥古特 (7.51)、嘉士伯醇滑 (7.42)、嘉士伯醇滑 (10.04)	乐 1903 精酿 (11.45)、黑啤雪花 SuperX (7.17)、皮尔森 (13.33)、皮尔森 (11.82)	雪花匠心营造 (12)、纯生 (7.25)、雪花纯生匠心营造 (8.75)	原浆白啤 (11.58)、燕京无醇低度 (8.14)、黑啤 (7.08)、帝道 (8)
基地市场	福建 (旗下雪津啤酒)、黑龙江 (旗下哈啤)	重庆 (控股重啤)、青海、云南、宁夏、新疆	陕西、山东	四川、辽宁、天津、安徽、贵州	北京、广西 (控股漓泉啤酒)、内蒙古 (控股雪鹿啤酒)

资料来源：各公司公告，天猫，京东商城，光大证券研究所整理

注：1) 燕京啤酒产品结构为 2017 年年报数据；2) 中端产品价格均为产品整箱价格换算成 500ml 单价

3.2、未来开店空间巨大，高速拓展可持续

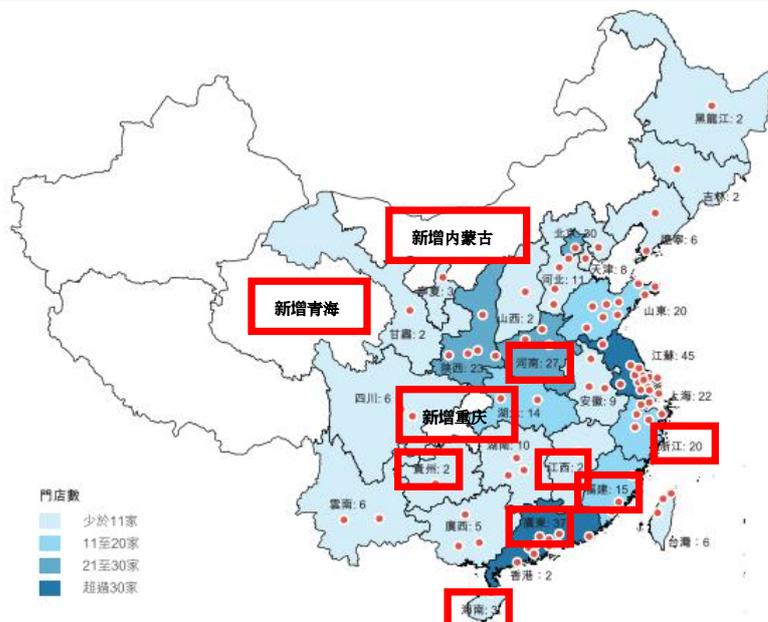
海底捞当前正处于高速拓店阶段，截至 2018 年底国内外合计开店 466 家（内地开店合计 430 家），未来仍有巨大的开店空间。此外，经过多年积累和布局，公司已具备实力确保扩店的顺利进行。

我们以海底捞最早发家且经营情况较好的郑州（截至 2018 年末开店 25 家）作为范本进行内地门店空间测算，范围涉及地级市及以上城市，测算出海底捞有 2717 家的空间。

2717 家=一线城市 349 家+二线城市 810 家+三线及以下城市 1558 家

海底捞发布的 2019 年计划拓店城市中，共有一线城市 4 个、二线城市 33 个（直辖市及省会城市，另加青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州及无锡）、三线及以下城市 75 个。2019 年海底捞计划新进入内蒙古、重庆和青海，若进展顺利，海底捞将铺遍除新疆和西藏外的国内所有省级行政区。

图 17：海底捞计划新拓门店分布省份情况



资料来源：海底捞官网

3.2.1、开店空间测算

海底捞海外门店当前仍在开店探索阶段，国内市场开店已较为成熟，以下测算范围为中国境内。我们以海底捞最早涉足且经营情况较好的郑州（截止 2019 年 4 月开店 25 家）作为范本进行内地门店空间测算，范围涉及地级市及以上城市。郑州是海底捞最为重视的地区之一，本地火锅业态竞争激烈市场较为成熟。

初步区域测算店数=（区域人均 GDP/郑州 GDP*0.4+区域面积/郑州面积*0.3+区域常住人口/郑州常住人口*0.3）*25 家

因为部分人口密度较低区域测算结果偏高，因此对人口密度小于 0.04 万人/平方公里的区域进行进一步折算，系数为 0.6。

1、按照城市等级给予折算系数：

考虑到不同等级的城市由于经济发展水平、人口集中度的差异，可容纳潜在餐厅数量有所差别。

具体来看，北上广深四地给予 2.0 的折算系数；直辖市省会城市和包括青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州、无锡在内的 7 个城市给予 1.6 的折算系数（和海底捞二线城市的定义一致）；北上广辐射省和海底捞涉足较早的河南省给予 0.8 的折算系数；其他城市（除内蒙古、青海、西藏、新疆省会外）给予 0.6 的折算系数；内蒙古、青海、西藏和新疆四省由于海底捞尚未进入且就当前情况看连锁餐饮集团拓展较困难，因此给予 0 的折算系数。

表 11：按照城市等级给予折算系数

折算系数	区域
2.0	北上广深
1.6	直辖市省会城市+青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州、无锡
0.8	北上广辐射省（江苏、浙江、河北、广东）+河南
0.6	其他城市（除内蒙古、青海、西藏、新疆省会外）
0	内蒙古、青海、西藏、新疆省会外城市

资料来源：光大证券研究所整理，注：测算范围仅包括内地城市

2、按照当前海底捞开店情况分区域给予折算系数。

海底捞当前已有布局且开店较多的省市未来进一步加密或者下沉开店相对较为容易。此外当前开店较快的区域当地相较而言更容易接受海底捞的口味。因此按照当前开店情况给予折算系数，具体情况如下表。

表 12：按照当前海底捞开店情况给予折算系数

折算系数（欢迎度系数）	当前区域开店情况
0.9	>30
0.8	20-30
0.7	11-20
0.6	1-10
0.4	0

资料来源：光大证券研究所整理，开店情况截至 2018 年末

3、测算结果示例——以北上广深四个一线为例

- 首先，根据常住人口、GDP 和面积三个变量进行初步调整，得出四个城市开店空间为 62、57、35 和 41 家门店（四个城市不需要进行密度调整）；
- 其次，进行系数调整：欢迎度系数为 0.9，地区系数为 2，密度折算系数为 1，得到最终结果，四地开店空间分布为 111、102、63 和 73 家。

表 13：一线城市测算示例

地区	2017 年常住人口 (万人)	2018 年 GDP (亿元)	面积 (平方公里)	初步测算	欢迎度系数	地区系数	密度折算	结果
1 郑州——测算基准	988.10	10,143.32	7446	25	1	1	1	25
2 北京	2154.20	30320.00	16412	62	0.9	2	1	111
3 上海	2423.78	32679.87	6340	57	0.9	2	1	102
4 深圳	1,252.83	24,221.98	1997	35	0.9	2	1	63
5 广州	1,449.84	22,859.35	7434	41	0.9	2	1	73

资料来源：WIND，光大证券研究所测算

4、测算结果

依照上述测算方法，对 4 个一线城市、35 个二线城市和 296 个三线及以下城市进行测算，得到合计 2717 家开店空间的测算结果：

2717 家=一线城市 349 家+二线城市 810 家+三线及以下城市 1558 家

当前海底捞所开店的三线城市主要还是以一线城市辐射区域为主，但我们认为三线及以下城市未来有巨大的开店空间：1) 海底捞当前的网络已基本铺遍国内，利于其在区域内的进一步下沉；2) 海底捞作为全国火锅龙头的品牌，对于三线及以下城市的居民有很强吸引力，网红产品（因抖音走红的抖抖面筋球）的推出进一步增加了对海底捞的追捧；3) 从当前已开出的门店情况看，海底捞在当地非常受欢迎，在当地火锅的竞争力强于选择更多的一、二线城市。

3.2.2、开店选址相似的必胜客

旗下包括肯德基、必胜客等品牌在内的 YUM China 是内地最为成熟的连锁餐饮品牌之一。必胜客和海底捞均是颇具口碑的连锁品牌，餐厅选址上也较为相似，门店多开在商圈。必胜客的开店情况可以给海底捞提供一定参考，截至 2018 年底必胜客已开设 2240 家门店，随着特许经营的开放，特许经营门店的比例不断增加，整体看未来仍有较大空间。

图 18：截至 2018 年末必胜客在中国内地已有 2240 家门店



资料来源：Bloomberg，注门店数量包括整合前的必胜客欢乐餐厅和外卖餐厅。

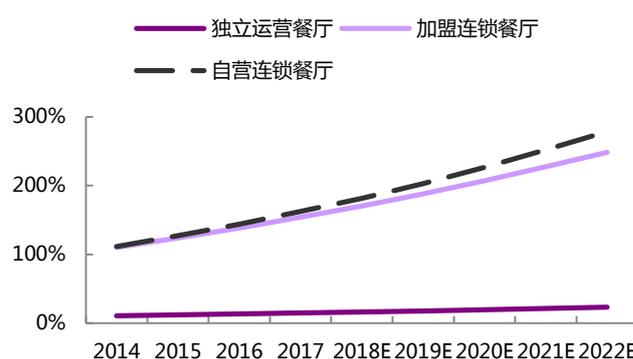
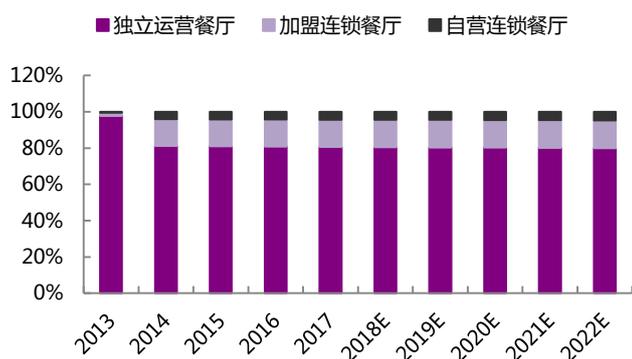
3.3、开店模式的探讨

海底捞自营连锁的开店模式可以有效保证店铺的标准化水平。自下而上的店长提案制，类似“加盟商”的角色让店长的利益和公司利益绑定；又保持了对于餐厅管理关键环节的管控，可以确保单店的品质。

根据弗若斯特沙利文的统计，整体来看，自营连锁餐厅模式的营收增速最快，2013-2017 复合增速为 12.9%，2017-2022 年有望达到 11.4%，均高于加盟模式和独立运营模式。自营连锁餐厅品牌拥有更强大的资本支持、更高的品牌认知度和声誉，以及更佳的食物安全控制，并提供优质实物以及服务。

图 19：独立运营餐厅依然是餐饮市场的主导

图 20：自营连锁餐厅的营收增速最快



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书

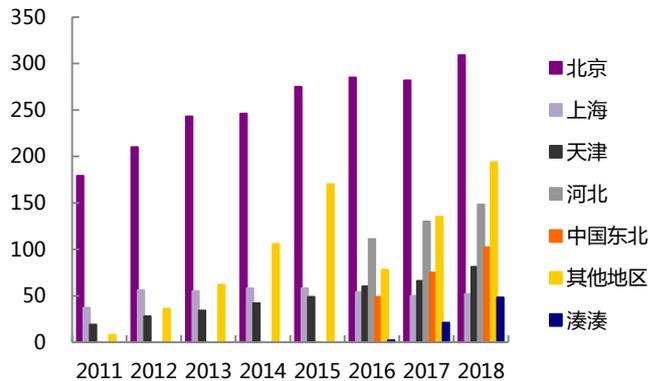
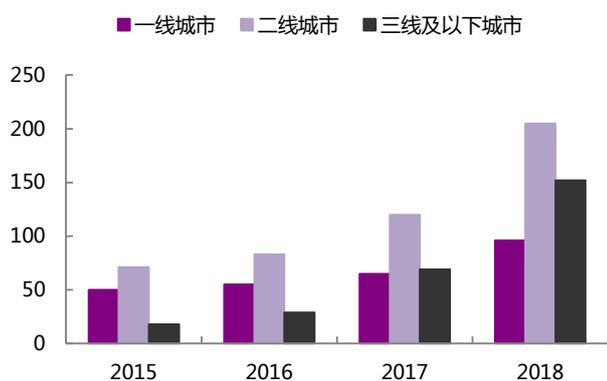
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书

从火锅龙头的新开店扩展方式看，海底捞和呷哺呷哺均采用自营模式，其他营收领先的火锅品牌如刘一手、德庄和朝天门则是采取加盟模式。

当前海底捞开设的门店中，一、二、三线的比例大概是 1:2:1.1。而呷哺呷哺的门店则主要集中在京津冀地区，其中仅北京的门店数占到了 38%。从覆盖区域上看，海底捞比呷哺呷哺更广。

图 21：海底捞分区域门店数量（家）

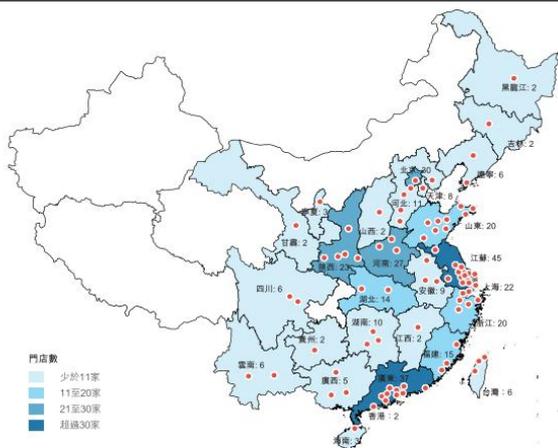
图 22：呷哺呷哺分区域开店数量（家）一览



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

图 23：海底捞门店覆盖区域



资料来源：招股说明书，截止 2018H1

图 24：呷哺呷哺门店覆盖区域



资料来源：公司年报，2018 年报数据

对比海外连锁品牌在内地门店拓展方式，当前以产品为主的肯德基、必胜客依然采用加盟模式，而强调服务和社交属性的星巴克则将大陆所有门店收归自营。

表 14：肯德基、必胜客以及星巴克的门店扩展模式

肯德基	必胜客	星巴克
扩展模式	此前放开，当前仅招募西藏等偏远地域加盟商和策略性渠道加盟商	全面开放加盟
供应商	统一采购和配送	控制上游咖啡豆的采购及烘焙
培训	初创期管理组借调服务&新员工训练支持餐厅操作及纸板管理培训；持续的营运训练和管理培训	-
新产品	新产品开发和食品安全控制	-
加盟费	加盟初始费 USD 51152 开新店投资：约 RMB300 万元/店 经营期间按营业额的一定比例缴纳费用（特许经营持续费、系统支持服务费、广告基金）	进入中国市场初期，星巴克实行合资代理模式：北京美大咖啡有限公司（北京、天津），台湾统一集团（江浙沪），香港美心公司（港澳、广东、海南等）

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

相比自营模式，加盟模式下门店的拓展速度更快，但如果品牌控制力不够则可能出现总部对加盟商的控制力偏弱，影响店铺的标准化水平（例如半岛咖啡）。另一方面，自营模式下的灵活度不如加盟模式，主要是由于机构庞大之后，对于开店等决策的过程可能变得冗长，且各成员店自主权较小，积极性受限。

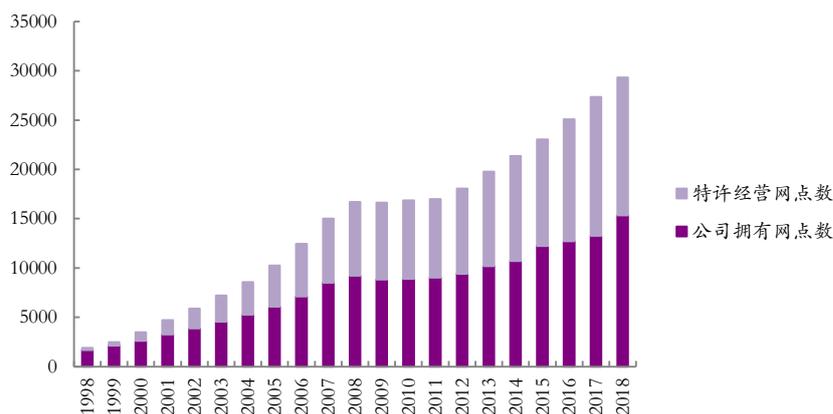
表 15: 自营 v.s. 加盟模式对比

	自营	加盟
成本	较高 (运营成本、人力成本等均高于加盟模式)	较少
管理效率	较高 (统一调配资金、设备、人员等资源, 总部的指令可以较快地下达到分支机构, 以实现资源的优化配置)	加盟制下对于加盟商的控制相对较弱
标准化	更容易保持品牌形象的一致性	受制于总部对于加盟商的控制力情况
规模扩展速度	由于前期投入较大, 自营企业布局需要花费更长的周期	加盟制下更容易达到规模经营的效果
扩展风险	风险体现在资金的占用量较大 (容易出现资金链问题); 拓展速度较慢, 可能会错过市场机会。	风险集中在总部对于加盟商的管理能力上。
灵活度	自营制下灵活度受困于机构庞大后决策过程的冗长, 且各成员店自主权小, 积极性受限。	加盟网络布局的灵活度相对更高

资料来源: 光大证券研究所整理

整体而言, 自营和加盟模式各有利弊。回顾星巴克的门店拓展过程, 自营和加盟在不同阶段发挥着不同作用。本土扩张阶段 (1992-1995 年), 星巴克门店以自营为主, 辅以少部分的机场特许经营店。1996 年开始的全球扩张阶段, 为了更好融入当地市场, 星巴克开始采取特许经营与合资的模式, 这成功帮助星巴克实现了全球布局。

图 25: 星巴克公司自营 v.s. 特许经营网点数



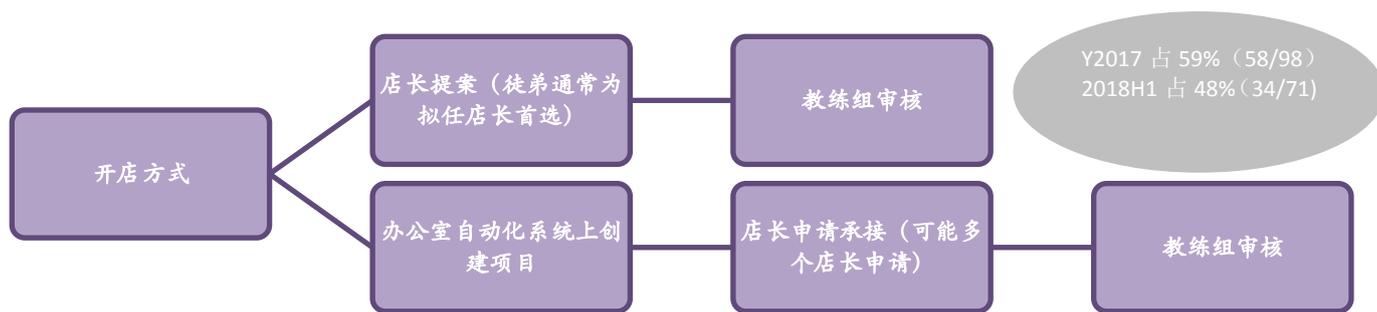
资料来源: Bloomberg, 细分数据从 1998 年开始可取, 时间截点为财报季末

对以服务为自身显著特色海底捞来说, 大陆地区的直营模式更能确保门店的服务质量。为了解决机构庞大后的决策冗长, 海底捞门店层级进行过一次调整, 将之前的大区小区模式转变为当前的总部-门店扁平化管理模式。

当前扩展门店的方式主要有两种, 现有店长提案和公司创建项目店长承接, 比例大致各为一半, 两种方式下拟任的新店长均为内部培养产生。

这种模式结合了传统的加盟与自营的优点, 保证了“收权”和“放权”的平衡。既让店长有足够的自由度和灵活性, 类似“加盟商”的角色让店长的利益和公司利益绑定; 直营模式又能保证单店的品质。

图 26：海底捞新门店扩展模式



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

4、提前布局未来可期

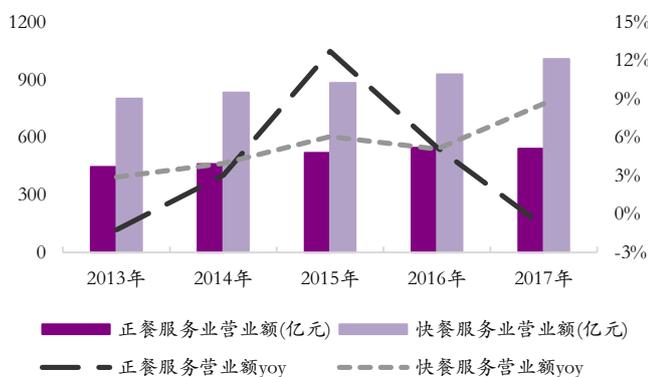
海底捞的强大之处在于始终做到了提前布局，完善的供应链、底料、装修、人力资源系统将会使海底捞逐渐发展成为一个餐饮平台企业，并有望孵化出更多新品、更多业态。

4.1、以收购优鼎优为契机，进军快餐领域

4月26日海底捞宣布以2.04亿元全资收购优鼎优，海底捞正在进军包括快餐在内的其他餐饮业态。快餐和火锅都有高度标准化的特点，近年来快餐受益于线上外卖渠道的快速发展，中式快餐发展迅速。当前快餐行业的竞争已经进入白热化阶段，未来专业化、品牌连锁化将成为一个趋势。

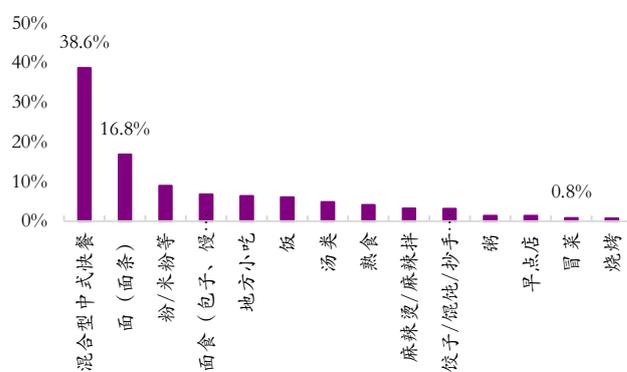
根据中国饭店业协会的统计，相较于正餐，快餐每平米可以创造更多收入：2017年快餐业态平均每平米营收2.51万元，是正餐的2.5倍。具体从门店数量看快餐受欢迎的品类，混合型中式快餐占比最高，为38.6%，其次为面馆占比16.8%。

图 27：2013-2017 年限额以上连锁餐饮企业营业收入及变动情况



资料来源：国家统计局

图 28：中式快餐细分品类门店数量占比



资料来源：辰智餐饮大数据

表 16: 2015-2017 年正餐、快餐每平米营收

细分市场	2015 年	2016 年	2017 年
正餐	0.93 万元	1.08 万元	1.02 万元
快餐	1.65 万元	1.71 万元	2.51 万元

资料来源: 中国饭店协会

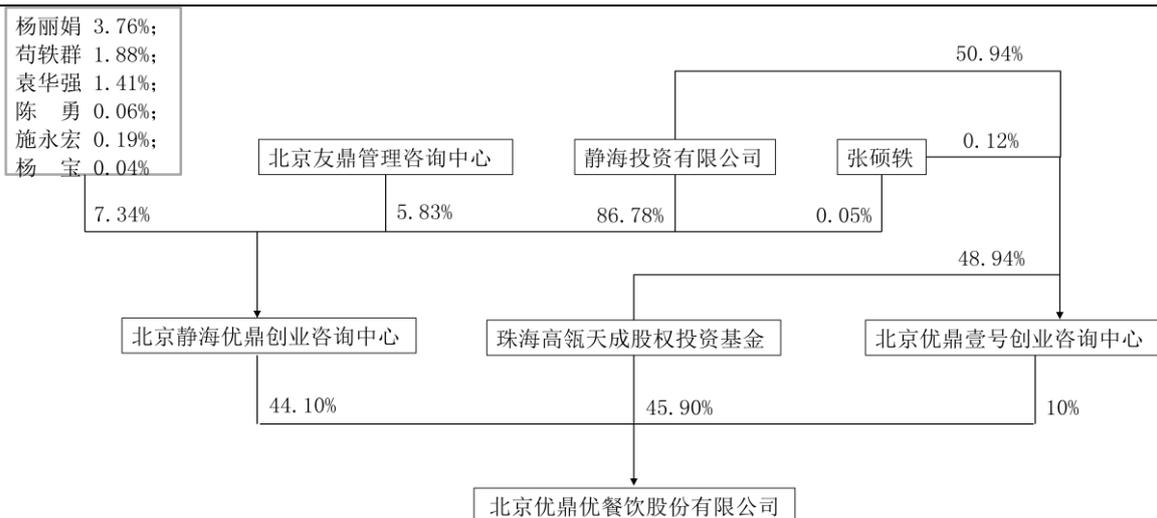
表 17: 快餐 vs 正餐的特点

	正餐	快餐
单店规模	较大	较小
岗位职责	正餐厅岗位职务大多是专一设置	快餐员工岗位职责范围较广
服务方式	注重提升顾客的服务体验	以顾客自助式的服务方式为主
等候时间	注重菜品的品质, 一般等候时间较长	多为标准化菜品, 等候时间短
菜品更新	菜品更新迭代速度较慢	菜品更新迭代速度较快

资料来源: 光大证券研究所整理

优鼎优此前曾在新三板挂牌 (2017 年 4 月 18 日上市, 2019 年 1 月 29 日退市)。优鼎优主营冒菜, 同时通过投资参与了包括小龙虾、云南菜、快餐 (麻辣烫、肉饼) 在内的其他餐饮形态。

图 29: 优鼎优股权结构图



资料来源: 海底捞 2019 年 3 月 26 日公司公告

表 18: 优鼎优投资公司情况一览

投资公司	持股占比	品牌	主营产品	主营地区
北京海盗虾餐饮管理有限公司	25.00%	海盗虾	米饭快餐	北京
天津许小树餐饮管理有限公司	20.00%	许小树	麻辣烫快餐	北京、天津
北京甲乙饼餐饮管理有限公司	17.65%	甲乙饼	饼、粉、粥等小吃	北京
上海渊古餐饮管理有限公司	25%			
注册品牌		江上渔舍	鱼、冒菜	北京、南京、武汉

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 19：优鼎优主要财务指标

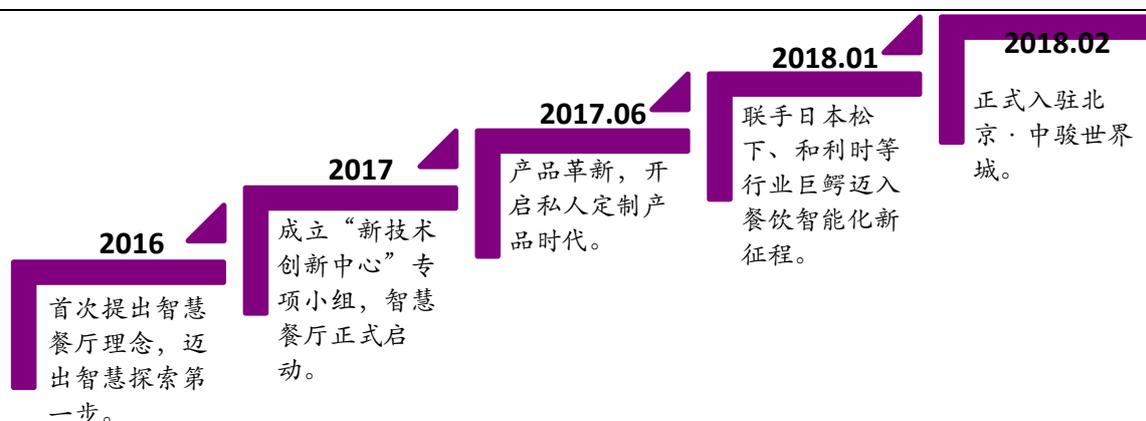
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
营业总收入 (万元)	1,606.39	6,718.46	9,915.72	10,896.58	4,470.48
同比(%)		318%	48%	10%	
净利润 (万元)	-305.47	-358.06	-306.41	22.47	-524.59
同比(%)		-17.21	14.43	107.33	

资料来源：WIND

4.2、科技布局：更卫生、更多元化的选择

海底捞于 2016 年首次提出智慧餐厅的理念，2018 年 2 月第一家智慧餐厅在北京·中骏世界城开始营业。智慧餐厅通过智能化、自动化来解放后厨，使员工更好地服务顾客。同时通过配锅机打造“千人千味”，为客户提供更多个性化的选择。

图 30：海底捞智慧餐厅推进历程



资料来源：海底捞官网

智慧厨房主要涉及几个方面：

- 声光电体验：360 度全屋环绕式立体大屏，3 块穹顶屏幕、6 大主题场景，为顾客打造“沉浸式”火锅新体验。
- 智能厨房：0~4℃全封闭“太空舱”内机械臂自动上菜；在每个餐盘内都植入芯片，实时监控菜品保质期，食材安全更有保证。
- 私人定制：自动配锅机，定制专属口味锅底。
- 传菜机器人：追踪桌号，送菜到桌。

海底捞希望推广 1 家全球旗舰店（对标星巴克，后厨自动化+全新声光电）、若干城市旗舰店（每个城市 1 家，后厨自动化+全区域声光电）和一般智慧餐厅（城市旗舰店周边门店，部分后厨自动化+局部声光电）。

表 20: 海底捞智慧餐厅推广城市分布及数量

NO	区域	区域合计	城市	旗舰店	新店	老店改造	合计
1	选址中	1	全球	1	0	0	1
2	京津冀	20	北京	0	9	10	19
			天津	1	0	0	1
			上海	1	5		6
			苏州	1			1
3	长三角	10	杭州	1			1
			无锡	1			1
			常熟	1			1
4	珠三角	10	深圳	1	7		8
			广州	1			1
			东莞	1			1
合计		41		10	21	10	41

资料来源: 公司官网

4.3、会员服务

25 年的积淀下海底捞积累了一批忠实会员，2018 年海底捞上线了“海底捞超级 APP”：在移动端为客户提供包括排号、预订、外卖、积分兑换、社区互动在内的体验，截至 2018 年底，已有超过 3,600 万注册会员。

海底捞对于会员高度关注，超级 APP 的启用和不断改善有望在未来帮助海底捞不断增加会员的粘性，进一步强化品牌影响力。

图 31: 海底捞 APP 会员服务一览



资料来源: 海底捞超级 APP

图 32: 会员积分兑换明细



资料来源: 海底捞超级 APP

注: 会员每消费 1 元, 可以获得 1 捞币。

5、盈利预测

5.1、盈利预测

我们认为 2019-2020 年海底捞门店将处于高速扩张阶段，截止 5 月 12 日，2019 年境内净开门店约 58 家，大概率高于去年同期水平（2018H1 新开店 62 家）。

从单店模型来看，海底捞的成本结构相对稳定：原材料成本和员工成本占约 70%。通过搭建完善的采购、供应链（蜀海）流程，原材料的成本能较好控制；员工薪水方面，虽然海底捞支付的员工薪酬处于行业领先水平，但计件工资制度以及店长分成模式确保工资支出和营收高度相关，占比保持稳定。

表 21：海底捞单店（已经过爬坡期的成熟门店）模型一览

单店利润表（万元人民币）	
收入	5000
原材料成本	1950
占收入%	39%
毛利率	60%
人工成本	1400
占收入%	28%
租金	200
占收入%	4%
水电开支	150
占收入%	3%
折旧和摊销	200
占收入%	4%
其他	100
占收入%	2%
营业利润	1000
营业利润率	20%
净利润	750
净利率	15%

资料来源：光大证券研究所整理，注：不同门店收入情况有所差异，模型以 5000 万元年收入为例说明费用结构情况

第一年新开业的门店（火锅具有季节性，开店通常集中在下半年）可以在第二年开始贡献利润，我们预测 2019-2021 年分别新增 270/235/235 家门店，预计同店销售增速分别为 6%/6%/5.9%。

相较于同业，海底捞新门店的爬坡期较短，可以更快地趋于成熟并贡献利润。海底捞新门店通常在 1-3 个月内首次达到盈亏平衡，6-13 个月可以实现现金投资回报。主要中餐品牌通常需要 3-6 个月首次达到盈亏平衡，15-20 个月实现现金投资回报。我们认为海底捞可以继续保持其高效的成本控制能力。我们预计 2019-2021 年营业利润率将达到 12.9%/12.7%/12.7%。

根据假设，我们预测 19-21 年的营业收入分别为 298.83/432.60/557.49 亿元，净利润分别为 28.16/40.07/51.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.80/1.03 元。

表 22: 关键营业收入数据预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
餐厅经营收入总额 (百万元)	10,388	16,491	29,262	42,495	54,727
yoy	36.0%	58.8%	77.4%	45.2%	28.8%
外卖业务 (百万元)	219	324	421	505	656
yoy	50%	48%	30%	20%	30%
调味料产品及食材销售 (百万元)	30	154	201	261	365
yoy	17%	409%	30%	30%	40%
收入总额	10,637	16,969	29,883	43,260	55,749
yoy	36.2%	59.5%	76.1%	44.8%	28.9%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

5.2、估值方法讨论

海底捞当前正处于高速拓店期, 类似星巴克 1992-1995 年本土高速拓店时。我们认为对于现阶段高增长的海底捞而言, 使用相对估值法较为合理, 我们采用 PEG 法进行估值, 按照 1.5 倍 PEG/2019 年 53 倍 PE 计算(2019-2021 年预测净利 CAGR 为 35.2%), 公司目标价为 34.3 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

- **PEG 估值法:** 行业平均 PEG (2019 年预测 PE/2019-2021 年预测净利 CAGR) 为 2.79, 可比行业公司包括美股上市的麦当劳、星巴克、百胜中国等, 以及港股上市的大家乐、呷哺呷哺和味千拉面。
- **市盈率估值法:** 海底捞是火锅和中式餐饮的龙头公司, 当前正处于高速扩店阶段, 类比 1992-1995 年在本土快速拓店段的星巴克, 当时市场给予了公司一定估值溢价。因此我们认为给予公司 2019 年 53 倍的 PE 是恰当的。

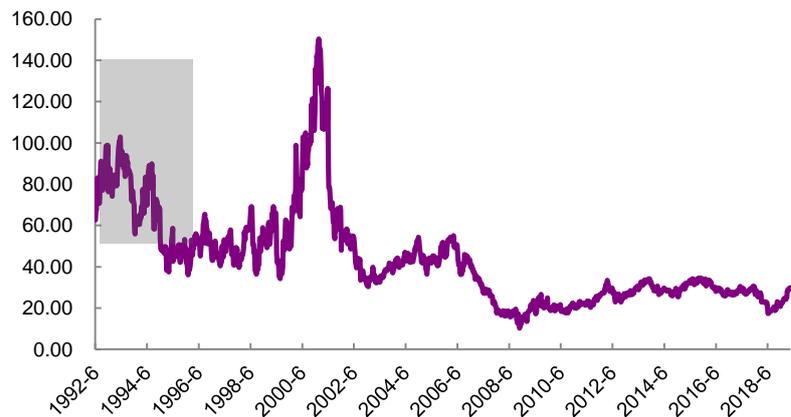
在星巴克扩张的不同阶段, 市场给予的估值水平也有所差异。1992-1995 年星巴克在本土高速拓店, 从 1992 年末的 165 家门店高速扩张到 1995 年末的 677 家门店, 开店增速 CAGR 达到 60%, 这一时期市场给予星巴克平均 70 倍的 PE 水平, 这一时期也是星巴克自身估值的高峰时期 (2000 年的高估值受到科网泡沫的影响)。

表 23: 星巴克拓店不同阶段主要财务数据

	PE Average	PE Max	PE Min	区间期初 店数	区间期末 店数	开店增速 CAGR	净利增速 CAGR	收入增速 CAGR
1992-1995 本土高速拓店期	70	103	37	165	677	60%	68%	67%
1996-2000 开启全球布局	58	136	34	1102	3817	36%	23%	32%
2001-2008 全球布局高速扩张	45	150	10	5104	16875	19%	-2%	20%
2009-2018 成熟阶段	26	35	13	16706	29865	7%	20%	11%

资料来源: Bloomberg

图 33: 星巴克上市以来 PE 估值情况



资料来源: Bloomberg, 2000 年的高估值受到科网泡沫影响, 并不能反映其实际合理情况。

表 24: 可比公司估值及盈利情况

公司名称	代码	市值 (亿元)	财报 货币	PE				EPS				2019E-2021E	
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	净利增速 CAGR	PEG
美股													
麦当劳	MCD US Equity	1,521.2	USD	25.8	23.8	24.8	22.9	6.43	7.61	8.05	8.71	5%	5.03
星巴克	SBUX US Equity	955.8	USD	25.9	21.3	28.5	25.6	1.99	3.27	2.76	3.08	6%	4.62
百胜餐饮 集团	YUM US Equity	310.0	USD	19.3	28.5	26.5	24.0	3.86	4.80	3.82	4.24	7%	3.72
百胜中国	YUMC US Equity	156.7	USD	28.3	21.9	23.9	21.4	1.03	1.84	1.73	1.93	10%	2.31
契普多墨 西哥餐厅	CMG US Equity	198.4	USD	46.1	47.7	54.9	42.7	6.19	6.35	13.05	16.78	21%	2.56
棒约翰	PZZA US Equity	15.2	USD	21.0	32.0	41.7	28.3	2.86	0.05	1.15	1.69	-	-
Average				27.7	29.2	33.4	27.5					10%	3.65
港股													
大家乐	341 HK Equity	114.8	HKD	29.3	24.8	22.0	20.0	0.87	0.79	0.89	0.98	10%	2.18
呷哺呷哺	520 HK Equity	131.6	CNY	33.3	25.0	20.7	16.8	0.39	0.43	0.53	0.65	22%	0.93
味千拉面	538 HK Equity	42.6	CNY	-	3.8	16.5	16.4	-0.45	0.50	0.21	0.21	16%	1.01
Average				31.3	17.9	19.7	17.7					16%	1.37
海底捞	6862 HK Equity	1444.3	CNY	111	72	42	30	0.16	0.21	0.33	0.56	35.2%	1.20

资料来源: Bloomberg, 海底捞数据为光大证券预测, 数据截止 2019 年 5 月 17 日。PEG 为 19 年预测 PE/未来三年净利增速 CAGR。

6、投资风险

开店速度不及预期。对于处在高速增长阶段的海底捞而言，开店速度是最核心的影响变量。如果开店速度不及预期，则会对整体业绩产生较大影响

行业竞争高于预期。餐饮行业历来竞争激烈，不排除海底捞可能遇到强有力竞争者，从而影响其同店销售增速情况

储备店长人才库面临压力。随着海底捞的迅速扩店，对于人才的需求也在增加。由于海底捞的店长人选基本都是从内部晋升，未来甄选合适人选的压力将进一步增加。

食品安全问题。随着海底捞规模的不断扩大，确保餐厅整体体验以及食品质量安全将更加困难。

原材料价格的上涨。海底捞使用的原材料，如牛羊肉价格如出现大幅上涨将给成本端带来较大的压力。

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,637	16,969	29,883	43,260	55,864
其他收入	91	104	93	93	93
原材料及易耗品成本	(4,313)	(6,935)	(12,252)	(17,737)	(22,904)
员工成本	(3,120)	(5,016)	(8,935)	(12,935)	(16,703)
物业租金总额	(415)	(685)	(1,225)	(1,817)	(2,346)
水电开支	(349)	(595)	(1,076)	(1,557)	(2,011)
折旧和摊销	(360)	(689)	(1,285)	(1,860)	(2,402)
差旅及相关开支	(120)	(159)	(239)	(346)	(447)
上市开支	0	(86)	0	0	0
其他开支	(445)	(661)	(1,106)	(1,601)	(2,067)
营业利润	1,607	2,248	3,859	5,501	7,076
除税前溢利	1,625	2,262	3,875	5,517	7,093
所得税开支	(431)	(613)	(1,050)	(1,495)	(1,922)
净利润	1,194	1,649	2,825	4,022	5,171
少数股东权益	166	3	11	16	21
归母净利润	1,028	1,646	2,816	4,007	5,150

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,736	11,945	15,645	21,010	26,991
非流动资产	2,274	6,209	8,234	10,308	12,454
物业、厂房及设备	2,085	4,000	5,897	7,778	9,642
无形资产	11	52	64	82	103
租赁按金	121	233	349	524	786
流动资产	1,462	5,736	7,411	10,702	14,537
存货	95	457	519	894	930
货物及其他应收款项及预付款	498	845	1,517	2,120	2,767
银行结余及现金	282	4,119	5,061	7,373	10,524
负债总额	2,645	3,315	4,189	5,547	6,378
流动负债	169	729	857	1,440	1,526
贸易应付款项	511	906	1,601	2,318	2,994
合约负债	27	9	14	22	34
非流动负债	13	2	2	2	2
权益总额	1,091	8,630	11,456	15,464	20,613
本公司拥有人应占权益	1,089	8,625	11,441	15,448	20,598
非控股权益	2	5	16	16	16

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1400	2517	4030	5889	7276
净利润	1625	2262	3875	5517	7093
折旧及摊销	360	689	1109	1588	2143
存货增加	(45)	(362)	(61)	(375)	(36)
贸易及其他应收款项及预付款	(251)	(336)	(143)	(56)	(131)
租赁按金增加	(52)	(112)	(645)	(722)	(778)
贸易应付款项增加	49	561	128	582	87
其他应付款项增加	151	256	695	717	675
合约负债增加	35	69	45	51	57
应付股息增加	0	128	0	0	0
已付所得税	(468)	(583)	(1005)	(1444)	(1865)
投资活动产生现金流	(1565)	(3867)	(3044)	(3521)	(4069)
购买物业、厂房及设备	(1243)	(2512)	(3014)	(3478)	(4013)
购买无形资产	(0)	(51)	(30)	(43)	(56)
融资活动现金流	105	5339	-20	-31	-31
现金及现金等价物增加(减少)	(60)	3861	966	2336	3175
年初现金及现金等价物	407	282	4119	5061	7373
净现金流	282	4119	5061	7373	10524

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼