

海底捞 (06862)

证券研究报告

2020 年 05 月 12 日

六问六答：寻找火锅龙头的第二成长曲线

为什么餐饮赛道优选火锅？ 火锅赛道市场空间广阔，天花板高。2018 年，中国餐饮业突破四万亿市场规模，火锅因口味丰富、消费场景多、复购性强等特点，深受消费者喜爱，占据最大市场份额，2017 年为 13.7%。火锅派系众多，川渝火锅因麻辣口味具有成瘾性而更受欢迎。火锅易实现标准化，可复制性强。火锅对厨师的依赖性低提升标准化程度，人员流失率在各类餐饮业态中偏低，有助于实现门店扩张，且供应链管理对其至关重要。

海底捞在发展路径上如何领先同行？ 火锅竞争激烈格局分散，海底捞品牌保持领先地位。2018 年中国火锅市场 CR5 为 7.2%，海底捞以 3.4% 的市占率排名第一，且其品牌排名始终在火锅类前十大，2019 年排名第一。海底捞抢占先机，已经形成门店网络的全球布局。海底捞门店布局时间早、扩张速度快、经营质量高，全部采取直营模式，打造了优质门店网络，总门店数由 2015 年的 146 家增加至 2019 年的 768 家，CAGR 为 51.4%。

海底捞门店的天花板在哪里？ 国内继续推动门店加密和下沉，海外进一步发力开拓市场。海底捞一线和二线城市翻台率仍维持高位，门店有继续加密的空间；三线及以下城市施力尚浅，下沉潜力强劲。我们选取商圈作为测算开店天花板的标准，乐观估计下，海底捞门店可覆盖全国城市各大商圈，门店天花板接近 4,000 家；保守估计下，海底捞门店发展与现有成熟城市发展现状持平，门店天花板约 2,000 家。

海底捞门店高效率经营带来哪些财务表现？ 门店经营效率保持在较高水平，高经营效率叠加门店持续扩张，营业收入保持强劲增长。整体客单价持续提升，翻台率相对稳定，仍维持在高位。同店规模和结构调整影响销售增长率，三线及以下城市同店翻台率有所提升。新店高效经营表现亮眼，快速实现收支平衡。成本结构上，海底捞重视优质服务拉高人力成本，品牌自带流量享受低租金成本。受上市融资和 IFRS 16 号准则影响，近两年海底捞 ROE 有所下降，但仍处于行业领先地位。

海底捞内部管理有何独特之处？ 全员目标统一，秉承“服务至上、顾客至上”的理念。海底捞以持续提升顾客就餐体验为长期发展举措，不断提升用餐环境，提供增值服务，打造智慧餐厅，丰富菜品品类。“连住利益，锁住管理”，优质服务来自于内部管理体系。员工层面，人性化和激励到位的人力资源体系，增强员工凝聚力。店长层面，薪酬制度设立激励门店扩张，总部柔性考核把控风险。关联公司全产业链布局，保证供应的高品质和稳定性。海底捞股权结构集中稳定，关联公司的实控人一致，全面布局餐饮产业链，保证供应的高品质和稳定性，为门店扩张提供供应链方面的支撑。

海底捞的第二成长曲线在何处？ 管理体系+新业态，有望碰撞出新火花。海底捞以内部管理体系为基础，逐渐布局餐饮新业态，体内孵化和体外收购均为探索之道。智能数字化服务与人性化服务相辅相成。智能化创新提升客户就餐体验，新技术改变成本结构，是公司长期战略目标。

火锅龙头海底捞，占据优质餐饮赛道，依靠独特的内部管理模式，实现高经营效率下的快速扩张，门店还未达到天花板。我们认为未来应该关注海底捞的第二成长曲线，管理体系与餐饮新业态有望碰撞出新火花，探索智能化和新技术是长期战略目标。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 19.04 亿元/ 49.03 亿元/ 61.74 亿元；对应 PE 分别为 87 X/ 34 X/ 27 XPE（按照 1 港元=0.9153 人民币换算）。业绩高速增长帮助公司消化高估值。且作为火锅乃至餐饮行业的龙头公司，海底捞能够享受龙头溢价。我们给予 2021 年 42-44 倍 PE，对应公司价值在 2,059-2,157 亿元（人民币），折合每股股价约为 42.5-44.5 元（港币），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 食品安全风险；门店扩张不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；疫情情况恶化风险。

投资评级

行业 非必需性消费/旅游及
休闲设施

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 33.95 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 5,300.00
港股总市值(百万港元) 179,935.00
每股净资产(港元) 1.99
资产负债率(%) 48.45
一年内最高/最低(港元) 39.00/25.40

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 为什么餐饮赛道优选火锅？	6
1.1. 火锅赛道市场空间广阔，天花板高	6
1.1.1. 火锅占据餐饮市场最大份额，川渝火锅更受欢迎	6
1.1.2. 口味丰富+消费场景多+复购性强，火锅深受消费者喜爱	7
1.2. 火锅易实现标准化，可复制性强	8
1.2.1. 火锅对厨师的依赖性低	8
1.2.2. 火锅的人员流失率相对较低	9
1.2.3. 供应链管理对火锅门店扩张至关重要	9
2. 海底捞在发展路径上如何领先同行？	11
2.1. 火锅竞争激烈格局分散，海底捞品牌保持领先地位	11
2.2. 海底捞抢占先机，已形成门店网络的全球布局	12
2.2.1. 海底捞高歌猛进，门店扩张历经四大阶段	12
2.2.2. 海底捞的门店网络遍布全国，且不断延伸至世界各地	13
2.2.3. 布局时间早+扩张速度快+经营质量高，海底捞打造优质门店网络	14
3. 海底捞门店的天花板在哪里？	16
3.1. 加密一二线城市的门店，持续推进三线及以下城市的下沉	16
3.2. 根据城市商圈数量估算海底捞门店天花板	17
4. 海底捞门店高效率经营带来哪些财务表现？	18
4.1. 门店经营效率保持在较高水平	18
4.1.1. 整体客单价持续提升，翻台率相对稳定	18
4.1.2. 同店销售额仍保持增长，翻台率维持在高位	18
4.1.3. 新店高效经营，快速实现收支平衡	19
4.1.4. 高经营效率+门店持续扩张=营业收入快速增长	19
4.2. 重视优质服务拉高人力成本，品牌自带流量享受低租金成本	20
4.2.1. 原料成本：关联公司保证食材品质，成本波动受物价和开店等影响	20
4.2.2. 人力成本：高人工成本换取优质服务，成为铸造核心竞争优势的基础	21
4.2.3. 租金成本：品牌自带流量提高谈判力，高翻台率进一步降低租金成本	22
4.3. 盈利能力相对稳定，ROE 水平高于同行	22
5. 海底捞内部管理有何独特之处？	24
5.1. 全员目标统一，秉承“服务至上、顾客至上”的理念	24
5.2. “连住利益，锁住管理”，优质服务来自于内部管理体系	25
5.2.1. 员工层面：人性化和激励到位的人力资源体系，增强员工凝聚力	26
5.2.2. 店长层面：薪酬制度设立激励门店扩张，总部柔性考核把控风险	27
5.3. 关联公司全产业链布局，保证供应的高品质和稳定性	29
6. 海底捞的第二成长曲线在何处？	33
6.1. 管理体系+新业态，有望碰撞出新火花	33
6.1.1. 体内孵化：以十八余面馆为例	33
6.1.2. 体外收购：整合优鼎优、汉舍等业务	34

6.2. 智能数字化服务与人性化服务相辅相成	35
6.2.1. 智慧餐厅：科技提升顾客体验	36
6.2.2. SaaS 系统：开创餐饮生态链平台	37
6.2.3. 会员 APP：深度绑定海底捞会员	38
7. 盈利预测及投资建议	40
8. 风险提示	41

图表目录

图 1：餐饮行业规模	6
图 2：火锅市场规模快速增长	6
图 3：火锅在中式餐饮市场中所占份额最高（2017 年）	6
图 4：不同菜品味道受欢迎程度	7
图 5：2018 年川渝火锅在火锅市场份额达 64%	7
图 6：火锅是亲友聚会的受欢迎选择	8
图 7：火锅品牌纷纷推出外卖产品	8
图 8：2018 年餐饮各业态效益指标	8
图 9：不同员工流失率水平的餐饮企业数量占比	9
图 10：火锅的员工流失率相对较低	9
图 11：2018 年火锅行业竞争格局分散，CR5 为 7.2%	11
图 12：海底捞门店扩张和布局快速有序	12
图 13：海底捞门店数量自 2017 年以来保持高速增长	13
图 14：三线城市门店数量复合增速最快	13
图 15：二线城市门店数量占比最高	13
图 16：海底捞门店的地域分布图	14
图 17：主要火锅品牌的国内扩张路径	14
图 18：主要火锅品牌的海外扩张路径	15
图 19：30 城夜经济文化演出中用户数同比增速（2019 年）	17
图 20：30 城夜经济文化演出中票房数同比增速（2019 年）	17
图 21：海底捞客单价持续提升	18
图 22：海底捞翻台率仍维持高位	18
图 23：2019 年同店销售增长率放缓	19
图 24：2019 年三线及以下城市同店翻台率提升	19
图 25：营业收入保持强劲增长势头	19
图 26：2019 年餐厅收入增速高达 55%	19
图 27：一线和三线及以下城市收入增速最快	20
图 28：二线城市收入占比最高	20
图 29：海底捞三大成本结构与一般餐企存在显著差异（2018 年）	20
图 30：原材料及易耗品成本收入占比有所提升	21
图 31：火锅主要食材消费物价指数	21
图 32：海底捞食材供应额关联交易细分	21

图 33: 海底捞占主要关联供应商收入比例	21
图 34: 员工成本占比略有提升	22
图 35: 2018 年海底捞人均年薪和人均创收均高于同行企业	22
图 36: 租金成本占比相对稳定	22
图 37: 海底捞坪效领先行业平均水平	22
图 38: 归母净利润高速增长, 净利率水平相对稳定	23
图 39: ROE 有所下降	23
图 40: 服务营销的全流程	24
图 41: 四川特色的国粹变脸表演	24
图 42: 为女性顾客准备的免费美甲和手护	24
图 43: 部分门店设有儿童游乐园, 并有专人陪护	25
图 44: 等座期间为顾客准备各种零食、水果、游戏	25
图 45: 海底捞翻台率维持在较高水平	25
图 46: 海底捞服务顾客数保持快速增长	25
图 47: 服务利润链示意图	26
图 48: 海底捞储备店长培养机制	26
图 49: 海底捞的人工成本占比高于呷哺呷哺	27
图 50: 海底捞的人均年薪和人均创收高于呷哺呷哺	27
图 51: 海底捞店长薪酬制度	28
图 52: 海底捞的组织架构下, 门店会形成“抱团组织”	28
图 53: 海底捞及其关联公司的火锅产业链布局	29
图 54: 海底捞的实际控制人为张勇和舒萍夫妇	31
图 55: 海底捞关联方的控股股东情况	31
图 56: 十八余门店	33
图 57: 十八余菜单	33
图 58: 十八余极简的装修风格	33
图 59: 十八余自助结账方式	33
图 60: U 鼎冒菜门店展示	34
图 61: U 鼎冒菜依托海底捞的实力	34
图 62: 汉舍中国菜餐厅环境	35
图 63: 汉舍中国菜招牌果木烤鸭	35
图 64: Hao Noodle 餐厅环境	35
图 65: Hao Noodle 招牌菜	35
图 66: 自动出菜机	36
图 67: 传菜机器人	36
图 68: 自动配锅机	37
图 69: 就餐区立体投影	37
图 70: 红火台股权结构图	37
图 71: 红火台打造生态链平台	38
图 72: 红火台合作多家大型餐企	38
图 73: 海底捞 SaaS 系统三大运营体系	38

图 74: 海底捞收购上海基瓦过程	39
图 75: 海底捞 APP 的功能介绍	39
图 76: 海底捞 APP 社区版块和电子商城版块	39
表 1: 火锅市场中的不同派系与其特点	7
表 2: 2019 年前五大火锅品牌对比	11
表 3: 2015 年-2019 年中国十大火锅品牌排名	12
表 4: 商圈与人均 GDP 和总人口间存在稳定关系	16
表 5: 乐观估计海底捞门店天花板接近 4,000 家	17
表 6: 保守估计海底捞门店天花板超过 2,700 家	17
表 7: 海底捞 ROE 分解 (杜邦分析法)	23
表 8: 海底捞 ROE 高于其他餐饮同行	23
表 9: 店长薪酬选择 B 随着徒弟和徒孙开店的增多呈现倍数增长	28
表 10: 海底捞通过关联公司打通供应链 (单位: 百万元)	29
表 11: 海底捞关联方主要业务	30
表 12: 海底捞关联公司交易金额及前五大供应商采购占比 (单位: 百万元)	30
表 13: 优鼎优投资情况	34
表 14: 智慧餐厅中使用的新技术	36
表 15: 海底捞收入成本费用预测表	40
表 16: 海底捞财务数据和估值表	40
表 17: 可比餐饮公司估值	41
表 18: 可比餐饮公司复合增速及 PEG	41

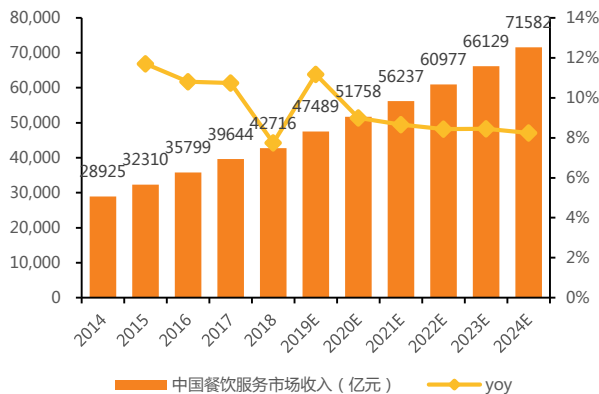
1. 为什么餐饮赛道优选火锅？

1.1. 火锅赛道市场空间广阔，天花板高

1.1.1. 火锅占据餐饮市场最大份额，川渝火锅更受欢迎

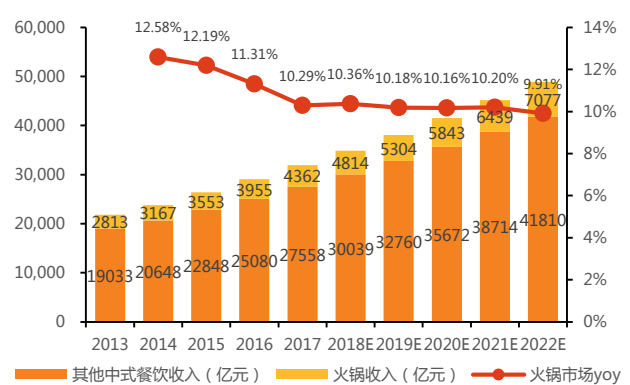
中国餐饮行业突破四万亿市场规模，其中火锅占据最大份额。随着经济增长、人均可支配收入增加、城市化进程加速，我国餐饮业于 2018 年正式跨入 4 万亿规模时代。根据弗若斯特沙利文数据统计，2018 年中国餐饮服务市场收入达 4.27 万亿元，2014-2018 年 CAGR 达 10.24%，预计 2024 年将达到 7.16 万亿元。中国餐饮菜品类型丰富，细分赛道极多，按照菜式可以分为十多个类别。中式餐饮仍是中国餐饮市场最大的组成部分，2017 年市场份额达 80.5%，且中式餐饮又可进一步细分为中式正餐厅（如火锅、四川菜、粤菜）以及中式快餐厅及其他（如中式烧烤、街头食品）。火锅是最具代表性的中式菜品之一，广受消费者的喜爱，按 2017 年收入规模计算，火锅占据 13.7% 的市场份额，是中式餐饮市场最大的细分赛道。火锅行业规模大增速快，根据弗若斯特沙利文数据统计，火锅市场总收入由 2013 年的 2,813 亿元增加至 2017 年的 4,362 亿元，2013-2017 年 CAGR 达 11.6%，预计火锅市场规模增长保持 10.2% 的复合增速，2022 年火锅市场总收入将达到 7,077 亿元。

图 1：餐饮行业规模



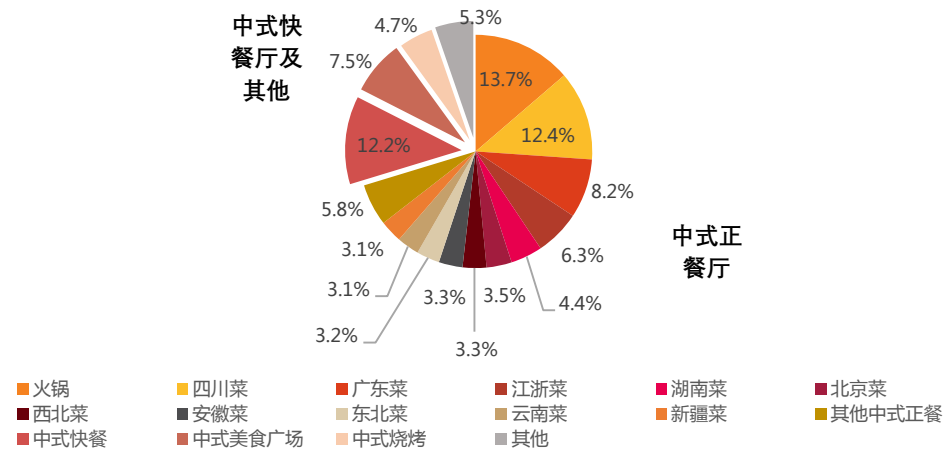
资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

图 2：火锅市场规模快速增长



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

图 3：火锅在中式餐饮市场中所占份额最高（2017 年）



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

火锅派系众多，川渝火锅因麻辣口味由 2013 年的约 406,000 家味具有成瘾性而更受欢迎。火锅种类繁多，按照地域和口味的差异性，可划分为川渝、北方和粤系三大类：川渝火锅以麻辣火锅为代表，是中国最主流的火锅派系；北方火锅以北京、内蒙的清汤涮肉火锅为

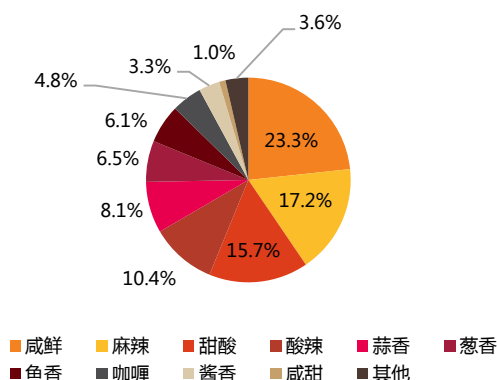
代表；粤系火锅以猪肚鸡、小火锅等为代表。此外，云贵地区的酸汤火锅、菌类火锅，以及新兴的海鲜火锅、豆捞火锅等派系均在火锅市场中占据一席之地。根据中国烹饪协会的统计数据，2017 年最受消费者欢迎的菜品味道依次是咸鲜、麻辣、酸甜，分别达到了 23.3%、17.2%、15.7%。辣味能够让人产生轻微痛感，大脑受到痛觉刺激时会释放内啡肽来减少刺激，而内啡肽有一定成瘾性。因此辣味食品成瘾性强，麻辣口味逐渐成为跨越地域的主流饮食文化。而川渝火锅以麻、辣、鲜、香著称，厚味重油令人回味无穷。川渝火锅涵盖的消费群体广泛，且人均消费次数在众多火锅派系中遥遥领先，2018 年川渝火锅在全国火锅市场中所占份额高达 64%。

表 1：火锅市场中的不同派系与其特点

火锅派系	特点	代表
川渝火锅	麻辣鲜香	四川火锅、重庆火锅、鱼火锅、串串香
北派火锅	涮锅为主	老北京火锅、东北火锅、西北羊肉火锅、羊蝎子火锅、羊汤火锅
粤系火锅	清单鲜美	海鲜火锅、潮汕牛肉火锅、粥底火锅、豆捞火锅、猪肚鸡火锅
台式火锅	引入台湾特色美食	小火锅、涮涮锅
云贵火锅	口味偏酸	菌菇火锅、腊排骨火锅、黑山羊火锅、滇味火锅、酸汤鱼火锅
其他火锅		韩式火锅、日式火锅、一品锅、椰子鸡

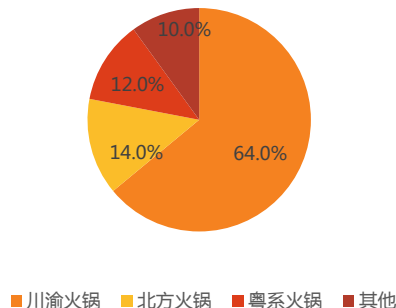
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 4：不同菜品味道受欢迎程度



资料来源：央视网《消费主张》，中国烹饪协会，天风证券研究所

图 5：2018 年川渝火锅在火锅市场份额达 64%



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

1.1.2. 口味丰富+消费场景多+复购性强，火锅深受消费者喜爱

火锅的口味丰富，迎合消费者的不同偏好。火锅就餐方式颇具特色，消费者可根据个人的喜好和口味自由选择食材、搭配锅底、调配蘸料。火锅能够同时满足大部分人所需求的口味，且火锅能够长时间保持菜品处于适合的温度，因此被大众广泛接受和喜爱。例如，消费者可以通过搭配辣锅和番茄锅等不同锅底，同时享用麻辣口味和酸甜口味，且可通过调制葱蒜、耗油、麻酱等不同蘸料享用咸鲜、蒜香、葱香等口味。

火锅的应用场景多，满足不同消费需求。①**不限制就餐人数**：火锅的就餐人数跨度较大，既可以 1 人食用，亦可以满足 10 人甚至以上的群体就餐需求。②**营业时间较长**：火锅几乎可以做到全天候营业，既适合在午餐和晚餐时间作为正餐食用，亦可作为夜宵聚会的场所，甚至在下午也可开放营业。③**消费场景众多**：无论是亲友聚会还是休闲商务就餐，火锅均是优质选择。火锅温暖热烈的氛围使其成为朋友聚餐和家庭聚会等场合的首选。而近年来大量火锅店在装修风格、休闲设施和服务等方面不断改善，消费场景向商务聚餐、休闲需求等方面延伸。④**火锅外卖延伸消费场景**：火锅外卖对于火锅品牌延长消费场景有重

要意义。海底捞、呷哺呷哺、小龙坎等火锅品牌均已推出外卖产品。

火锅具有一定成瘾性，提高消费者的复购率。火锅的成瘾性增强顾客粘性，提高火锅的复购率。根据弗若斯特沙利文的问卷调查，63.8%曾在海底捞就餐过的受访者至少每月光顾一次海底捞，而 98.2%曾在海底捞就餐过的受访者表示愿意再次光顾。

图 6：火锅是亲友聚会的受欢迎选择



资料来源：东方资讯，天风证券研究所

图 7：火锅品牌纷纷推出外卖产品



资料来源：大众点评，天风证券研究所

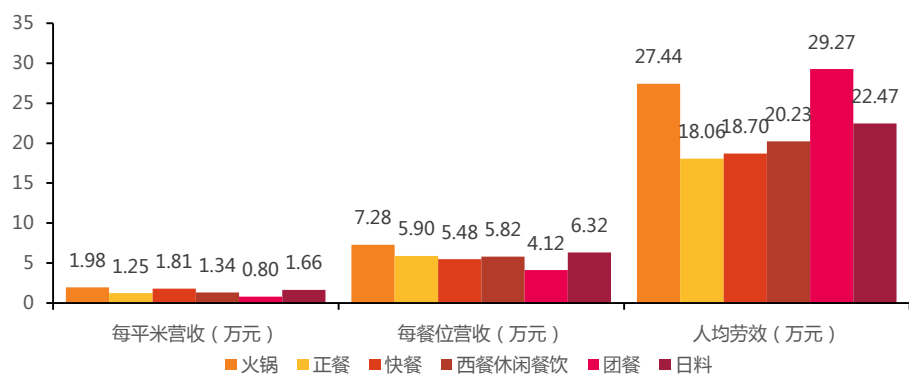
1.2. 火锅易实现标准化，可复制性强

制约餐饮企业门店扩张的重要因素是产品和服务的标准化难题：①对厨师的依赖性强。中式餐饮的味道大多由厨师的水平所决定，餐饮门店的声誉往往依赖于金牌厨师，厨师的手艺难以标准化和复制，使得分店一般难以复制菜品的美誉度，限制餐饮企业的门店扩张。②难以留住服务人员。餐饮行业员工工资较低，职业前景一般，导致人员流失率高。而较高的流失率使得餐饮门店服务的一致性难以保障。③需要上游供应链保障。如果餐饮企业缺乏高效的上游供应体系，异地扩张可能导致食材品质难以保障和成本的大幅提升。

1.2.1. 火锅对厨师的依赖性低

火锅对后厨的低依赖性增强其可复制性，并有助于提升盈利能力。火锅为半自助式就餐形式将传统中餐的后厨烹饪过程移至前厅，后厨一般仅需向客户提供标准化的新鲜食材和锅底，不需要专业厨师进行烹饪，顾客就是厨师，服务员则是帮厨。这提高了火锅的标准化程度，降低了对于专业厨师的依赖程度，且有助于节省后厨的占地面积，从而有助于减少后厨人数提升人均劳效，提高前厅面积占比创造更多收入。据中国饭店协会统计，2018 年火锅每平米营业收入、每餐位营业收入、人均劳效在餐饮行业各细分赛道中均处于领先地位，远超过其它品类，分别为 1.98 万元、7.28 万元、27.44 万元。

图 8：2018 年餐饮各业态效益指标

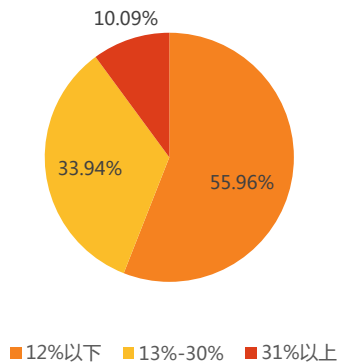


资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

1.2.2. 火锅的人员流失率相对较低

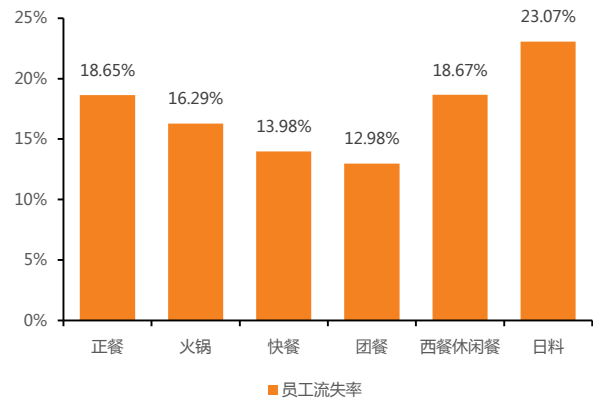
火锅的人员流失率在各类餐饮业态中偏低。餐饮行业的员工流失率普遍偏高，据中国饭店协会统计，2018 年调研企业中员工流失率的最大值为 62%，最小值为 0，中值为 10%，均值为 16%。一般大型餐饮企业的员工流失率总体上控制在较为合理的范围，有 55.96% 的企业员工流失率在 12% 以下，人员流失率在 13%-30% 的企业占比 33.94%，流失率在 31% 以上的企业占比为 10.09%。而在不同餐饮业态中，火锅的流失率相对偏低。据中国饭店协会统计，2018 年火锅的员工流失率为 16.29%，低于正餐、西餐休闲餐、日料。

图 9：不同员工流失率水平的餐饮企业数量占比



资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

图 10：火锅的员工流失率相对较低



资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

1.2.3. 供应链管理对火锅门店扩张至关重要

火锅门店的扩张依赖于高效的供应链。提升供应链效率有助于餐饮门店的扩张，而餐饮上游供应链不仅仅包含食材及耗材的供应，还涉及仓储物流体系、门店的装修翻新、人员的管理培训、门店订单支付系统的设置等多个方面。①**原材料的供应及仓储物流系统**：火锅的品质和味道由火锅底料和蘸料的质量、食材的新鲜度决定，门店的形象由统一的餐具、服装等决定，因此向可靠的供应商采购新鲜优质的原材料（食材、底料、蘸料等）及耗材（碗筷、员工服装等），实现高效的仓储和物流配送，搭建严格的品质控制系统，是保证原材料供应的统一性、品质的可供性、到店的及时性，是门店扩张的关键。②**门店的装修和翻新**：餐饮的装修风格影响消费者的就餐环境，且需要贴合品牌的形象。且门店的装修费用属于餐饮企业重要的前期资本开支，影响门店后续的投资回收周期和公司的盈利性。相对统一的装修风格和稳定的装修改造费用，有助于品牌形象的一致性和门店扩张计划的制定。③**人员的管理培训**。员工的高流失率使得人力资源管理对于餐饮企业而言十分重要。有效的员工管理培训有助于餐饮企业加快员工上岗时间、提高门店服务水平、降低员工流失率。④**各类管理系统的配置**。餐饮门店的高效运营需要后台系统的支持，包括排队系统、点菜系统、支付系统、会员管理系统、进销存系统、财务系统等，系统化和数字化管理有助于餐饮企业更加科学和精细化的管理餐厅，推动门店的标准化运营。

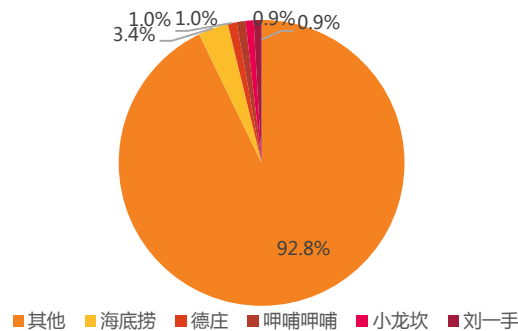
火锅龙头积极进行供应链管理。部分火锅龙头公司通过向上游延伸实现高效的供应链管理，以期更有效地保证食材供应、控制原材料质量、一定程度上降低成本。①**在原材料采购方面**，“规模化采集+上游延伸布局”成为产业趋势。海底捞集团依靠关联公司扎鲁特旗供应羊肉；呷哺呷哺合作建立蔬菜基地；小尾羊打造羊肉全产业链，在内蒙古建立肉羊养殖基地；小龙坎建立“漫味龙厨”底料生产公司。②**在物流仓储方面**，部分餐饮企业打造上游配送体系。海底捞依靠关联公司蜀海供应链进行配送；呷哺呷哺通过建立三级配送体系打造标准化供应链，设置了“全国总仓-区域分仓-运转中心”三级配送体系。巴奴毛肚火锅建立了 3 个集加工、仓储、物流配送为一体的现代化中央厨房（河南 2 家、无锡 1 家），以流水线实现标准化作业完成半成品加工，全程冷链运输配送至各门店，且能够面向其他餐饮企业开放。

2. 海底捞在发展路径上如何领先同行？

2.1. 火锅竞争激烈格局分散，海底捞品牌保持领先地位

火锅行业竞争激烈、集中度较低，海底捞市占率排名第一。中国火锅餐厅数量众多，由 2013 年的约 406,000 家增加至 2017 年的约 601,000 家，根据弗若斯特沙利文的预测，2022 年将增加至 896,000 家。2017 年、2018 年中国火锅市场的 CR5 分别为 5.5%、7.2%，行业集中度有所提升，其中，海底捞以 2.2%、3.4% 的市占率排名第一。2019 年前五大火锅品牌分别为海底捞、呷哺呷哺、香天下、重庆德庄和刘一手。①从口味上看，川渝火锅以地道的麻辣口味广受消费者喜爱，在前五名中占据四席。②从开店模式上看，龙头企业均重视门店的扩张，且海底捞和呷哺呷哺只开直营店，不开放加盟。③从菜品上看，牛肉和毛肚是火锅中深受人们喜爱的美食。④从产品延伸上看，随着大型商超的普及和火锅品牌的迅速扩张，火锅底料、调味料、自热火锅等各种标准化的食品成为火锅品牌零售终端的重要产品。

图 11：2018 年火锅行业竞争格局分散，CR5 为 7.2%



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

表 2：2019 年前五大火锅品牌对比

品牌	种类	门店数量	开店模式	特色菜品	新零售
海底捞	川式火锅	768	直营	捞派捞面、火锅牛排、麻辣滑牛肉	海底捞自热小火锅、海底捞火锅底料、海底捞火锅蘸料
呷哺呷哺	台式小火锅	1022	直营	手切鲜牛肉、南美大虾、虾滑	呷哺呷哺火锅底料、呷哺呷哺酱料
香天下	川式小火锅	700+	直营+加盟	鸭肠、毛肚、酥肉、虾滑、苕皮	香天下手提火锅
重庆德庄	重庆火锅	900+	直营+加盟	德庄汤、德庄酒、德庄毛肚	定制调味品、定制火锅底料、挑二两重庆小面调料
刘一手	重庆火锅	600+	直营+加盟	虾滑、招牌毛肚、霸王牛肉	刘一手火锅底料

资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

前十大火锅品牌变动频繁，忽视内部管理、缺乏文化根基、没有品牌势能，将导致火锅企业逐渐走衰。根据中国饭店协会 2015-2019 年十大火锅品牌统计，过去五年内前十大火锅品牌变动频繁。火锅较高程度的标准化，亦造成各大火锅门店容易出现严重同质化的现象。从火锅品牌排名的变化可发现，不少品牌逐渐走衰甚至是昙花一现，究其原因，可能包括如下三点：①快速扩张忽视内部管理。部分火锅品牌仅重视门店快速扩张，且采取相对松散的加盟模式，容易因缺乏高效管理而导致品质下降，叠加山寨店众多，极易发生食品安全问题。②缺失企业文化的根基和品牌的影响力。创新商业模式、塑造品牌势能是餐饮企业提升核心竞争力的关键，缺乏核心壁垒的餐饮公司容易在竞争者不断涌现的环境中错失发展良机，逐渐被市场抛弃。

海底捞始终在榜，并在 2018 年和 2019 年位居第一。海底捞品牌保持长久生命力和竞争力的主要原因包括以下几点：①海底捞坚持以直营方式来扩张门店，确保了菜品质量与服务稳定性和一致性，为海底捞成为行业的标杆打下了坚实的基础。②海底捞通过建立起

完善的员工培训和管理体系，给顾客提供优质服务。注重服务是顺应时代发展的产物，极好地满足了消费者的休闲需求，成为海底捞的一大招牌。③品牌势能带来更好的议价能力，造就海底捞独特的成本结构，亦成为公司的一大壁垒。海底捞良好的品牌效应使其对物业地方的议价能力较强，而其他品牌很难复制它的成功。

表 3：2015 年-2019 年中国十大火锅品牌排名

排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	海底捞	重庆朝天门	小肥羊	海底捞	海底捞
2	小尾羊	重庆德庄	海底捞	呷哺呷哺	呷哺呷哺
3	黄记煌	东来顺	黄记煌	小龙坎	香天下
4	重庆德庄	海底捞	皇城老妈	黄记煌	重庆德庄
5	澳门豆捞	南门涮肉	巴将军	重庆德庄	刘一手
6	刘一手	年记餐饮品质涮坊	重庆德庄	小尾羊	小龙坎
7	呷哺呷哺	彤德莱	呷哺呷哺	刘一手	黄记煌
8	重庆朝天门小肥羊	呷哺呷哺	刘一手	香天下	小尾羊
9	小肥羊	新辣道	小尾羊	鲁西肥牛火锅	蜀大侠
10	奇火哥	重庆小天鹅	辉哥火锅	巴奴毛肚火锅	重庆朝天门

资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

2.2. 海底捞抢占先机，已形成门店网络的全球布局

2.2.1. 海底捞高歌猛进，门店扩张历经四大阶段

按照门店的扩张步伐可将海底捞的发展分为四大阶段。①早期创业（1994-1998 年）：海底捞第一家门店于 1994 年在四川简阳市成立。②省外拓展（1999-2011 年）：1999 年，海底捞在西安市开设第一家直营店。在 1999 年到 2011 年期间，海底捞火锅店迅速扩张至上海、并建立火锅外卖业务，成立蜀海供应链。在该阶段公司获得驰名商标等知名社会评价，逐步形成良好的品牌。③海外扩张（2012-2017 年）：2012 年，海底捞首次扩张至海外，在新加坡开出首家门店。随后，海底捞加快海外布局，门店覆盖日本、韩国、美国等市场。④上市后扩张（2018 年至今）：2018 年 5 月 17 日，海底捞向港交所递交招股书申报稿。截至递交招股书，海底捞在全球共 363 家门店。上市后公司资金充裕快速扩张，截至 2019 年底，海底捞在全球共有 768 家门店。

图 12：海底捞门店扩张和布局快速有序

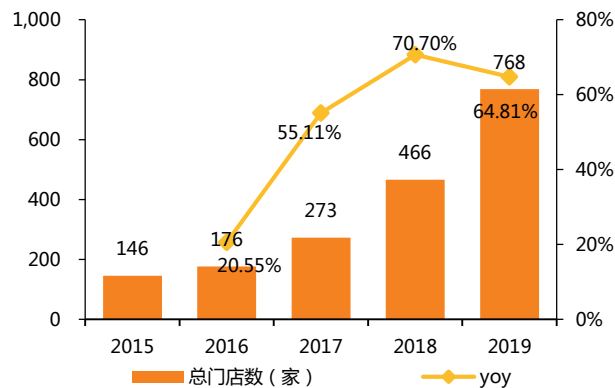


资料来源：海底捞招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 海底捞的门店网络遍布全国，且不断延伸至世界各地

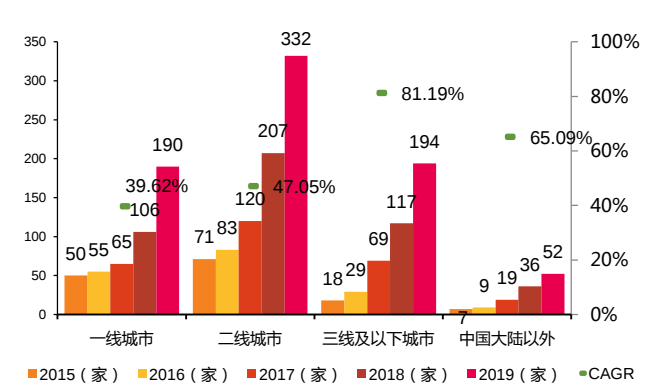
海底捞门店保持快速增长。海底捞总门店数（含国内和国外）由 2015 年的 146 家增加至 2019 年的 768 家，CAGR 为 51.4%。其中，2019 年新开业 308 家，因租约到期和其他商业原因关闭门店 6 家，净开业数为 302 家，门店增速 64.81%，维持高位。从各线城市来看，2015 至 2019 年，一线城市门店数量从 50 家增加至 190 家，二线城市门店数量从 71 家增长至 332 家，三线城市门店数量从 18 家增长至 194 家。

图 13：海底捞门店数量自 2017 年以来保持高速增长



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

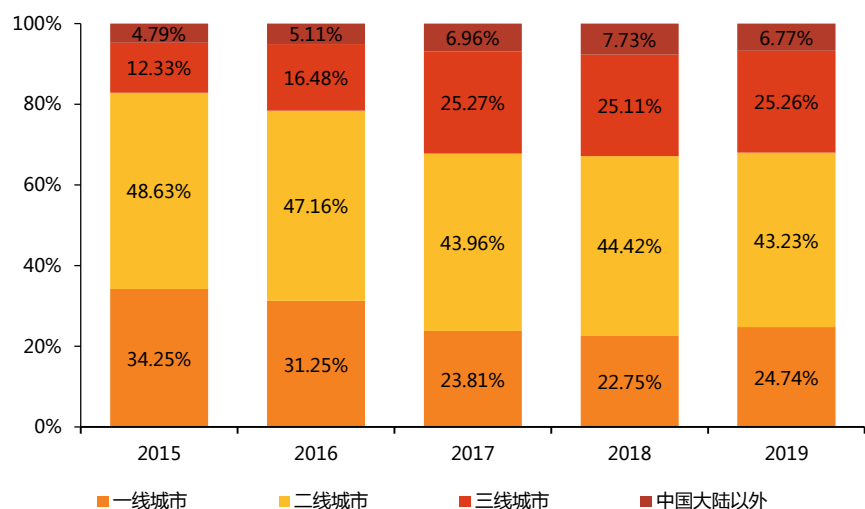
图 14：三线城市门店数量复合增速最快



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

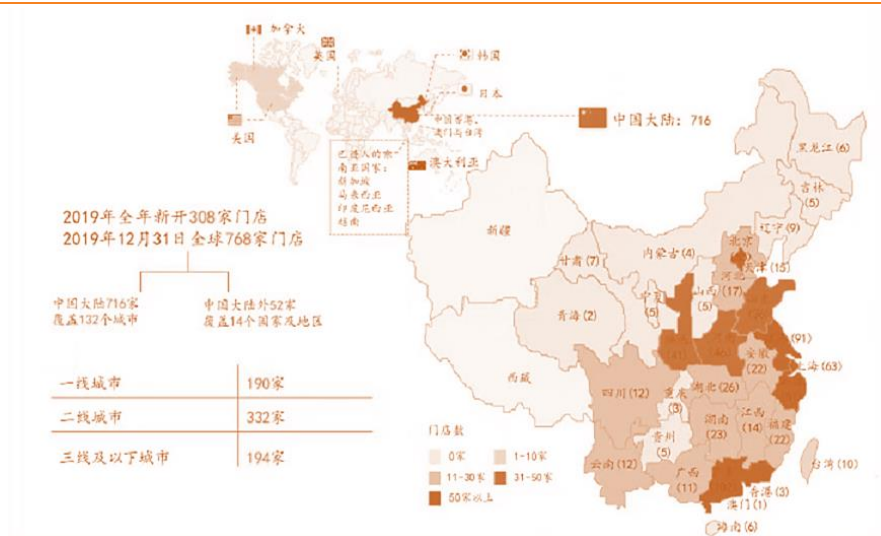
海底捞门店主要分布在中国大陆，且不断加密一二线城市布局，并向三线及以下城市下沉。海底捞餐厅在中国大陆的数量占比高达 93.23%，截止 2019 年，768 家门店中 716 家位于中国大陆，覆盖全国 132 个城市。52 家门店位于中国大陆外，覆盖 14 个国家及地区，其中亚洲、北美洲、欧洲、大洋洲门店数量分别为 44 家、6 家、1 家、1 家。随着海底捞不断加密一线二线城市门店，并向三线及以下城市下沉，2019 年一线、二线、三线及以下城市门店数量分别为 190 家、332 家、194 家，门店数量超过 50 家以上的省份和直辖市分别为广东、北京、上海、浙江、江苏。

图 15：二线城市门店数量占比最高



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 16: 海底捞门店的地域分布图

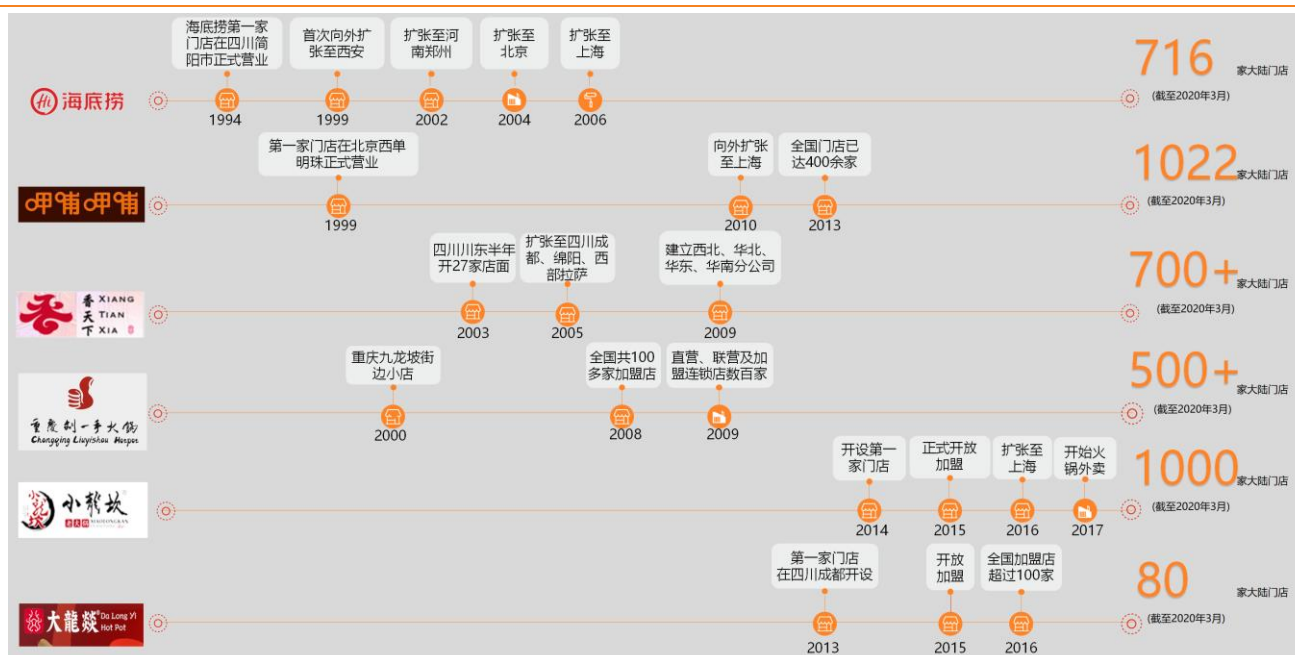


资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

2.2.3. 布局时间早+扩张速度快+经营质量高，海底捞打造优质门店网络

国内：海底捞门店扩张时间早，全国布局占领先机。①**扩张时间较早。**相比其他前十大火锅品牌的发展路径，海底捞起步和扩张时间较早，在全国具有先发优势，在消费者心中较早树立品牌和口碑。海底捞品牌早在 1994 年就于四川简阳创立，1999 年开始向省外扩张至陕西西安，2002 年扩张至河南郑州，2004 年扩张至北京，2006 年扩张至上海。中国十大火锅品牌里，呷哺呷哺创立于 1999 年，2010 年扩张至上海；香天下 2003 年成立于四川省内布局，2006 年开始向外扩张；刘一手成立于 2000 年；小龙坎与大龙燚品牌分别成立于 2014 年和 2013 年，且于 2015 年开放加盟。②**全国范围布局。**海底捞在全国布局的打法为“由自西南向华北，随后转至东南”，占领一二线城市，后期再加密一二线城市，向三线及以下城市下沉。其他火锅品牌的扩张路径大体类似：呷哺呷哺自北京至上海，由北至南布局；香天下自川东发家，随后也扩张向西部、华北、华东及华南。海底捞较早进入一线城市，在 2004 年和 2006 年分别进入北京和上海；而呷哺呷哺和小龙坎分别于 2010 年和 2016 年进入上海。③**发展速度较快。**海底捞自 1994 年成立以来扩张速度不断增长，2015 年末中国大陆餐厅数目为 139 家，2018 年增长至 430 家，2019 年迅速扩张至 716 家，同比增长率高达 127%。

图 17：主要火锅品牌的国内扩张路径

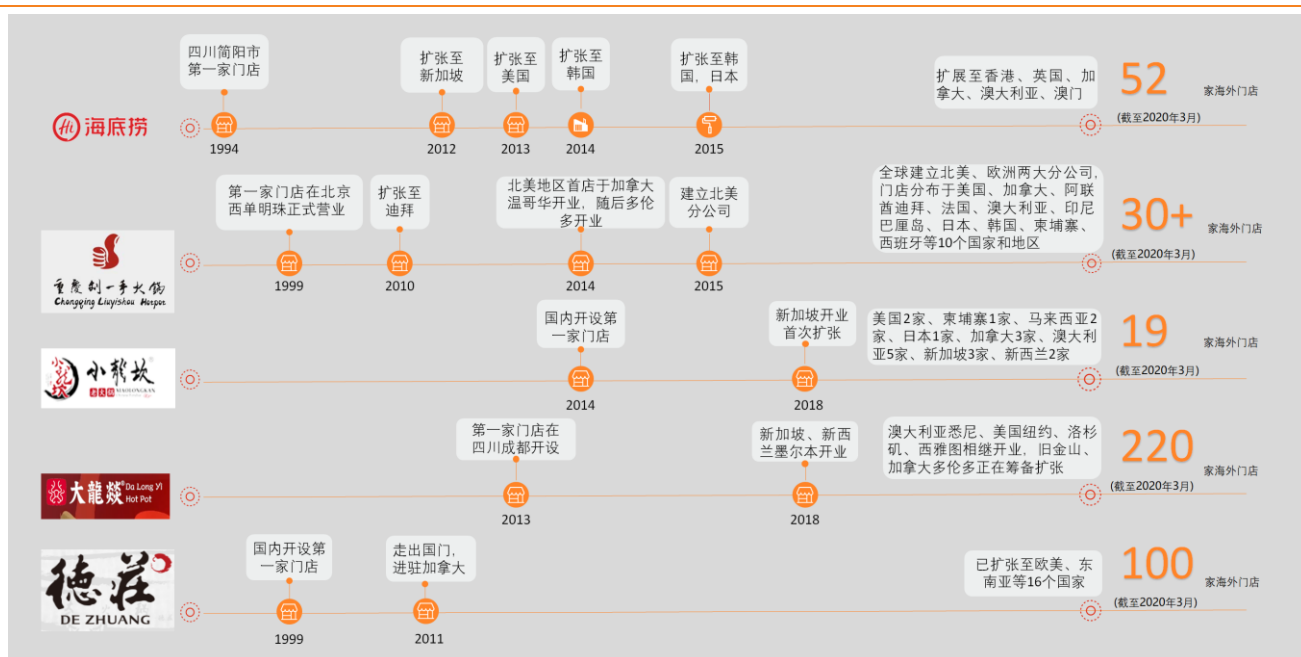


资料来源：各公司官网，天风证券研究所

海外：海底捞较早走出国门，门店扩张向全球进军。①海底捞的国际拓展相对较早。海底捞门店在 2012 年出海；香天下 2016 年开始布局海外；小龙坎和大龙燚直至 2018 年才拥有第一家海外门店；刘一手与重庆德庄火锅分别于 2010 年及 2011 年首次进行国际拓展，比海底捞进行国际拓展的时间稍早 1-2 年。②火锅门店的海外第一站偏好新加坡及北美等华人聚居地。客流与文化是影响火锅品牌海外选址的重要因素。海底捞 2012 年首次扩张海外建址新加坡，2013 年进军美国。截止 2019 年 12 月 31 日，海底捞已在中国大陆以外地区经营 52 家门店。海底捞选址大多为客流量大、华人较多且文化包容度高的区域，有助于打开海外市场。各大火锅品牌的海外选址亦秉承相似原则。2011 年，重庆德庄火锅走出国门前往加拿大。2014 年，刘一手布局加拿大，而后前往美国与澳大利亚。2016 年，香天下在美国与加拿大开设门店，随后进驻澳大利亚。2018 年，小龙坎和大龙燚的第一家海外门店选址新加坡。

海底捞门店坚持直营，服务质量高。海底捞门店皆采取直营模式经营管理，其他火锅头部品牌如小龙坎、大龙燚、香天下、刘一手等，大部分采取自营、控股和加盟相结合的模式。例如，重庆德庄火锅在国内拥有自营、控股、特许加盟店 900 余家，其中有 600 余家都为加盟店。加盟模式相对于直营模式来说，前期投入成本相对较低，成为大部分火锅品牌进行全国扩张的主要途径。但海底捞坚持采取直营模式，保证门店运营管理的统一、服务质量的一致性，具有较大的后发优势。

图 18：主要火锅品牌的海外扩张路径



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3. 海底捞门店的天花板在哪里？

国内继续推动门店加密和下沉，海外进一步发力开拓市场。①国内：海底捞计划战略性拓展新店，集中精力在翻台率较高或等位时间较长的现有餐厅周边商业区增加新店，将顾客引流至附近新店并改善顾客体验。②海外：进一步拓展餐厅覆盖面，重视拥有大型华人社区的地区，继续开发新加坡、韩国、日本及美国等现有市场及具有增长潜力的新市场，如英国、加拿大、澳洲及马来西亚等。同时，新开设的餐厅也将通过菜品研发和定制化锅底，推出复合当地人口口味偏好的菜单，实现本土化。

选取商圈作为测算开店天花板的标准。影响海底捞的门店选址因素中涉及城市经济发展水平、人口密度、产生客流量的活动中心场所等。我们选取人均 GDP、商圈数及常住人口等指标可用于测算海底捞的门店发展空间。据中国房协《购物中心等级评价标准》，经营面积 5 万平方米及以上的购物中心可定义为中等规模及超大规模购物中心，具有较为成熟的发展条件。我们选取全国具有同等定义的购物中心作为商圈。通过商圈系数的检验发现，商圈数量与人口和人均国内生产总值之间存在稳定的相关关系。以一线城市为例，城市商圈数量与人均 GDP 和总人口数的乘积之间存在强相关关系，相关系数为 90.76%。而针对二线城市和三线及以下城市，相同方式测算得到的相关系数分别为 92.14%和 83.43%。因此，我们最终选取商圈（经营面积≥5 万平方米的购物中心）数量作为估测指标，测算海底捞可开门店天花板。

表 4：商圈与人均 GDP 和总人口间存在稳定关系

一线城市	商圈数量	人均 GDP (万元/年)	总人口 (万人)	系数
北京	119	16.40	2154	2.97
上海	172	15.73	2428	2.22
广州	86	15.64	1531	2.78
深圳	99	20.35	1344	2.76
平均系数				2.68

注：系数=人均 GDP*总人口/商圈数量

资料来源：赢商大数据，wind，天风证券研究所

3.1. 加密一二线城市的门店，持续推进三线及以下城市的下沉

一线和二线城市翻台率仍维持高位，门店有继续加密的空间。①一线城市：截至 2020 年 4 月，海底捞在北上广深 4 座一线城市共布局 188 家门店，一线城市商圈数合计为 476 个，海底捞门店渗透率（门店数/商圈数）为 39.50%。以北京为例，海底捞自 2004 年进军北京市场，目前门店数量与商圈数量呈 1:2 关系。2019 年，海底捞在一线城市的翻台率为 4.7 次/天，翻台率仍处于高位，一线城市门店有继续加密的空间。②二线城市：截至 2020 年 4 月，海底捞在 34 座二线城市共布局 334 家门店，二线城市共有 1,431 个商圈，平均每个城市拥有 42 个商圈，海底捞门店的渗透率为 23.34%。2019 年，海底捞在二线城市的翻台率为 4.9 次/天，门店加密动力更强。

三线及以下城市施力尚浅，下沉潜力强劲。三线及以下城市经济发展水平虽不及一二线城市，但对于海底捞而言下沉张力大，主要有以下三个原因。①三线及以下城市基数大。以海底捞年报对三线及以下城市的划分标准，结合《2019 年城市商业魅力排行榜》可统计出全国三线城市共 299 个，占比高达 79.3%。据赢商大数据测算，全国三线及以下城市商圈数共有 2,021 个，即平均每个城市拥有 7 个商圈。而截至 2020 年 4 月，海底捞在三线及以下城市共开设门店仅 186 家。②三线城市夜经济发展态势佳。海底捞许多餐厅在深夜仍然营业，夜经济发达的城市对海底捞而言具有一定的吸引力。根据大麦网发布的全国 30 城文化演出经济活力榜单显示，2019 年 1-9 月，三线城市唐山夜经济活力发展最快，南通、汕头、湖州等 8 个三线城市上榜，二三线城市夜经济活力旺盛。③“小镇青年”带动三四线城市消费。小镇青年将成为今后 10 年消费市场的主力军，预计到 2030 年，三四线城市居民消费达 45 万亿元人民，成为海底捞等餐企向三四线城市下沉的拉力。

图 19: 30 城夜经济文化演出中用户数同比增速 (2019 年)



资料来源：大麦网，北京商报，天风证券研究所

图 20: 30 城夜经济文化演出中票房数同比增速 (2019 年)



资料来源：大麦网，北京商报，天风证券研究所

3.2. 根据城市商圈数量估算海底捞门店天花板

乐观估计：海底捞门店可覆盖全国城市各大商圈，门店天花板接近 4,000 家。在乐观估计下，我们假设海底捞门店渗透率为 1，即海底捞门店数和商圈数的比例为 1（每一个商圈开一家门店）。一线城市预计可开店 476 家，二线城市可开 1,430 家，三线及以下城市可开 2,021 家，各线城市预估市场空间分别占比 12.12%/ 36.41%/ 51.46%；合计海底捞门店天花板为 3,927 家，剩余发展空间 3,219 家。

表 5：乐观估计海底捞门店天花板接近 4,000 家

城市级别	商圈数量	门店数量	预估市场空间	剩余发展空间
一线城市	476	188	476	288
占比	12.12%	26.55%	12.12%	8.95%
二线城市	1,431	334	1,430	1,096
占比	36.44%	47.18%	36.41%	34.05%
三线及以下城市	2,020	186	2,021	1,835
占比	51.44%	26.27%	51.46%	57.01%
总计	3,927	708	3,927	3,219

资料来源：赢商大数据，天风证券研究所

保守估计：海底捞门店发展与现有成熟城市发展现状持平，门店天花板约 2,000 家。海底捞自 2002 年进入河南郑州至今已 18 年，截至 2020 年 4 月郑州门店数 32 家，商圈数 40 个，门店渗透率为 80%。以此作为全国门店天花板与商圈的渗透率测算，一线城市预计可开店 333 家，二线城市可开 1,002 家，三线及以下城市可开 1,414 家；合计海底捞门店天花板为 2,749 家，剩余发展空间 2,041 家。

表 6：保守估计海底捞门店天花板超过 2,700 家

城市级别	商圈数量	门店数量	预估市场空间	剩余发展空间
一线城市	476	188	333	145
占比	12.12%	26.55%	12.12%	7.11%
二线城市	1,431	334	1,002	668
占比	36.44%	47.18%	36.44%	32.72%
三线及以下城市	2,020	186	1,414	1,228
占比	51.44%	26.27%	51.44%	60.17%
总计	3,927	708	2,749	2,041

资料来源：赢商大数据，天风证券研究所

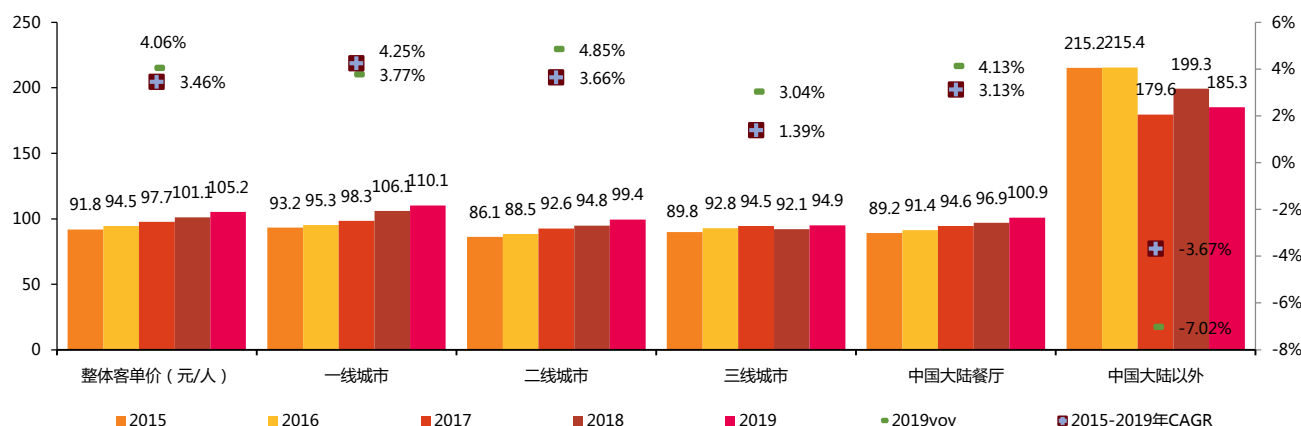
4. 海底捞门店高效率经营带来哪些财务表现？

4.1. 门店经营效率保持在较高水平

4.1.1. 整体客单价持续提升，翻台率相对稳定

海底捞整体客单价持续提升，一二线城市增幅更大，中国大陆以外餐厅客单价略有下降。整体客单价由 2018 年的 101.1 元/人增长 4.06% 至 2019 年的 105.2 元/人。一线城市和二线城市客单价持续提升。2019 年一线、二线、三线及以下城市人均消费水平分别为 110.1 元/人、99.4 元/人、94.9 元/人，同比增速分别为 3.77%、4.85%、3.04%，2015-2019 年 CAGR 分别为 4.25%、3.66%、1.39%。中国大陆以外餐厅客单价有所下降，但仍维持高位，从 2015 年的 215.2 元/人降至 2019 年 185.3 元/人，CAGR 为 -3.67%。

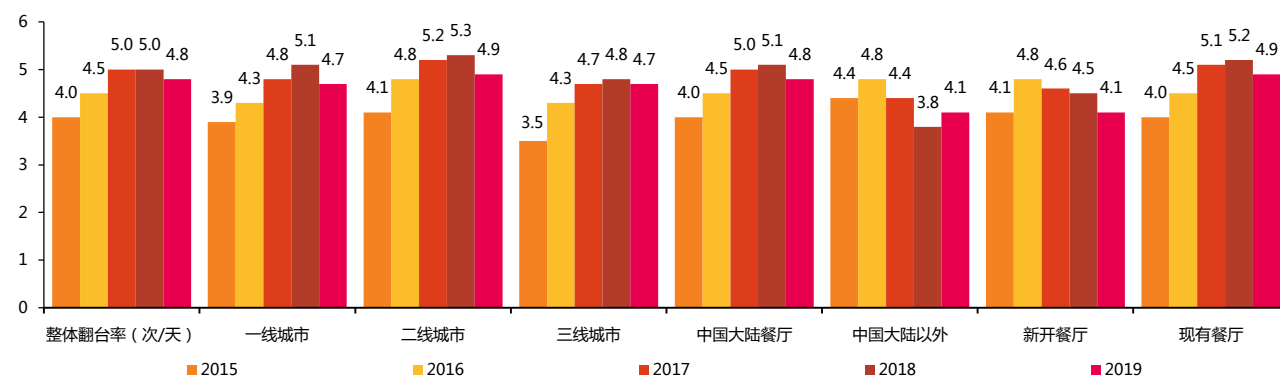
图 21：海底捞客单价持续提升



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

翻台率相对稳定，仍维持在高位。2019 年整体翻台率为 4.8 次/天，其中新开餐厅翻台率为 4.1 次/天，同比下降 8.89%，现有餐厅翻台率 4.9 次/天，同比下降 5.77%。2019 年，海外餐厅翻台率有所提升，各线城市翻台率略有下滑，其中一线、二线、三线及以下城市翻台率分别为 4.7 次/天、4.9 次/天、4.7 次/天，中国大陆以外餐厅翻台率为 4.1 次/天。

图 22：海底捞翻台率仍维持高位



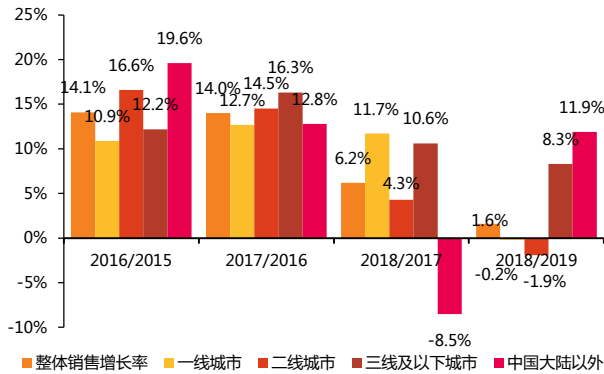
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

4.1.2. 同店销售额仍保持增长，翻台率维持在高位

同店规模和结构调整影响销售增长率，三线及以下城市同店翻台率有所提升。2019 年同

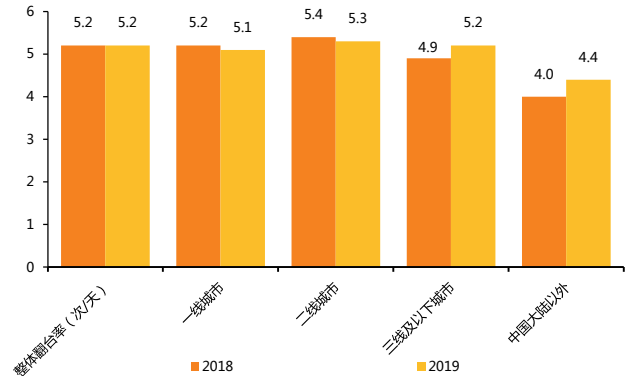
店数量达 233 家（至比较期间开始前已经开始运营且营业超过 300 天的餐厅）。其中，二线城市同店数量最多，达 110 家，占比为 47.21%。2019 年整体同店销售增长率为 1.6%，增速下滑主要是由于同店的规模和构成比例发生变化，新的同店会拉低整体门店的表现。其中，一线、二线、三线及以下城市同店销售增长率分别为 -0.2%、-1.9%、8.3%。2019 年同店平均翻台率总体表现良好，二线城市翻台率最高为 5.3 次/天，优于一线城市 5.1 次/天和三线及以下城市的 5.2 次/天，中国大陆以外城市的翻台率为 4.4 次/天。

图 23：2019 年同店销售增长率放缓



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 24：2019 年三线及以下城市同店翻台率提升



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

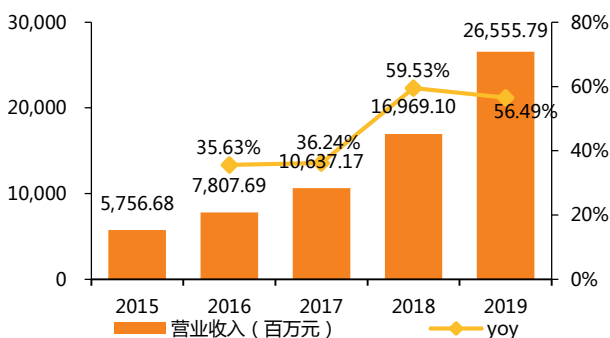
4.1.3. 新店高效经营，快速实现收支平衡

新店表现亮眼，快速实现收支平衡。海底捞门店一般在开店后 1-3 个月内实现盈亏平衡，2015 年到 2016 年投资的大部分餐厅能够在 6-13 个月实现现金投资回报。根据沙利文报告，主要中餐品牌通常在约 3-6 个月及 15-20 个月内首次达成盈亏平衡及现金投资回报。海底捞相对其他中餐品牌的投资回收周期更短。2017 年、2018 年上半年新开设餐厅的 98 家、71 家中，分别有 84 家和 65 家在开业 1-3 个月内实现月度收支平衡。新开餐厅 2018 年翻台率在 2018 年达到 4.5 次/天，2019 年达 4.1 次/天，处于较高水平。

4.1.4. 高经营效率+门店持续扩张=营业收入快速增长

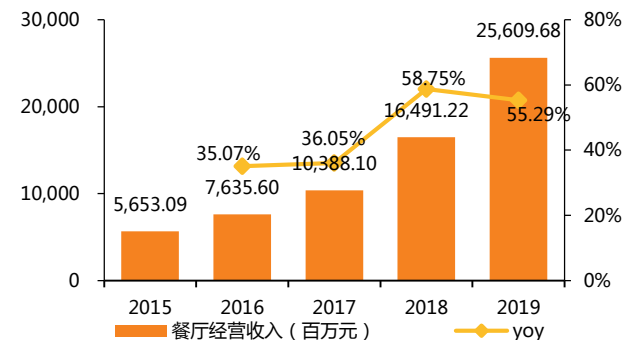
高经营效率叠加门店持续扩张，营业收入保持强劲增长。2019 年海底捞实现营收 265.56 亿元，同比增长 56.49%。其中餐厅经营是主要收入来源。2019 年餐厅经营、外卖业务、调味品及食材销售、其他产品收入分别为 256.10 亿元/4.49 亿元/4.94 亿元/0.03 亿元，同比增长 55.29%/ 38.62%/ 220.45%/ （不可比），占比分别为 96.44%/ 1.69%/ 1.86%/ 0.01%。

图 25：营业收入保持强劲增长势头



资料来源：Wind，天风证券研究所

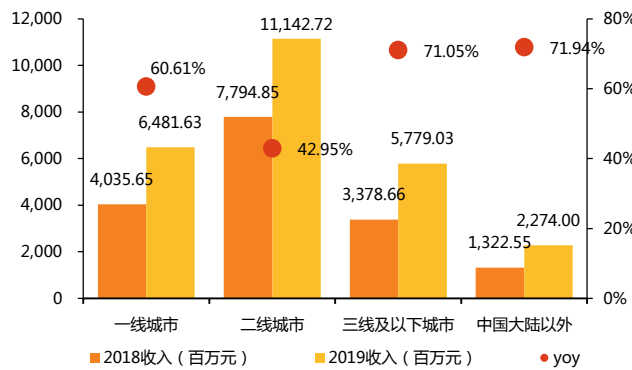
图 26：2019 年餐厅收入增速高达 55%



资料来源：Wind，天风证券研究所

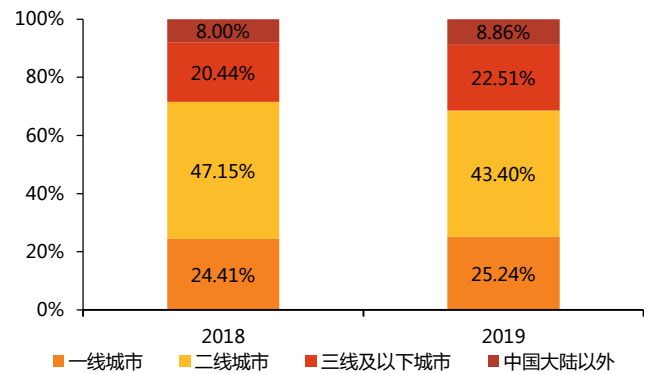
三线及以下城市和中国大陆以外地区收入增速较快，二线城市收入占比最高。2019 年一线、二线、三线及以下城市、中国大陆以外收入分别为 64.82 亿元/ 111.43 亿元/ 57.79 亿元/ 22.74 亿元，同比增长 60.61%/ 42.95%/ 71.05%/ 71.94%，占餐厅营收比例分别为 25.24%/ 43.40%/ 22.51%/ 8.86%。

图 27：一线和三线及以下城市收入增速最快



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：二线城市收入占比最高

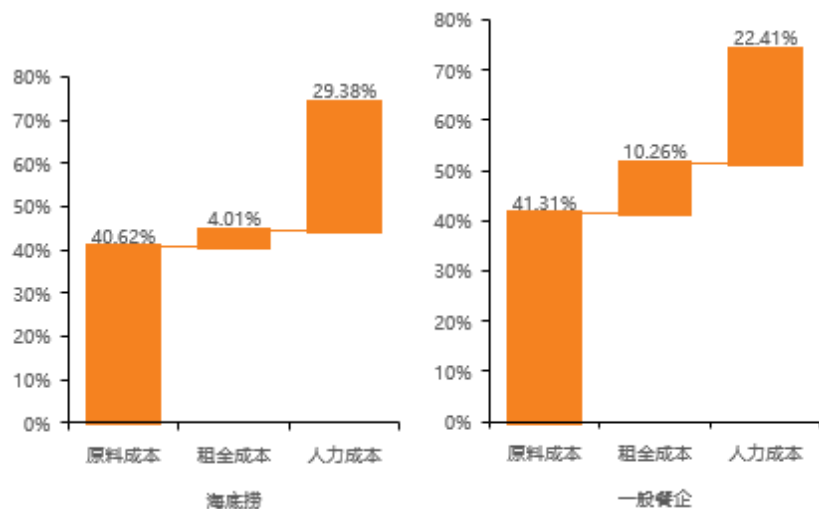


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 重视优质服务拉高人力成本，品牌自带流量享受低租金成本

海底捞的成本结构与一般餐饮企业存在限制的差异。原料成本、租金成本、人力成本是餐饮企业三大重要成本。2018 年，海底捞原料、租金、人力成本占比分别为 40.62%、4.01%、29.38%，合计为 74.01%。而根据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》对全国范围内近两百家典型餐企进行调研的结果显示，2018 年餐企原材料进货成本占营业额比例均值为 41.31%，房租及物业成本占比均值为 10.26%，人力成本占比为 22.41%。可见，海底捞在租金成本和人力成本结构上，与一般餐饮企业有较大差异。

图 29：海底捞三大成本结构与一般餐企存在显著差异（2018 年）



资料来源：海底捞年报，中国饭店协会，天风证券研究所

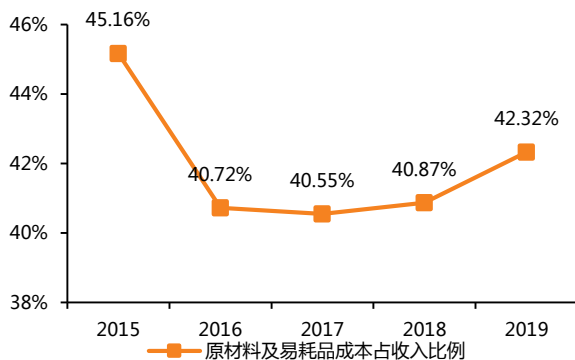
4.2.1. 原料成本：关联公司保证食材品质，成本波动受物价和开店等影响

海底捞原料成本占比相对稳定，波动性主要受采购单价和业务扩张的影响。海底捞原材料及易耗品成本占收入比例由 2018 年的 40.87% 增长至 2019 年的 42.32%，同比提升 1.45pct。一方面，近年来随着物价水平上升，原材料成本不断上涨。尤其 2019 年受非洲猪瘟影响，

猪肉价格涨幅较大，影响整体食材价格。2019 年 6 月份 CPI 同比增长为 2.7%，而 2019 年 12 月份 CPI 同比增长为 4.5%。2019 年下半年整体食品价格的上涨给海底捞原材料成本造成了巨大的压力。另一方面，门店快速扩张，新店开业促销等活动，对原料成本有所影响。

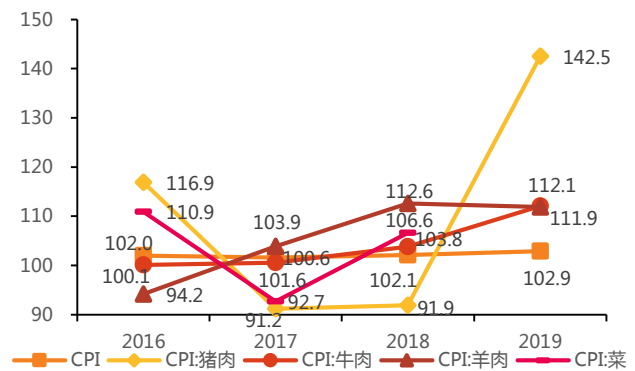
关联公司交易保证海底捞食材品质和供应的及时性和稳定性。海底捞的关联方中涉及原材料采购的主要包括蜀海集团、颐海集团、扎鲁特旗海底捞、蜀韵东方，覆盖食材、汤底、调味料等方面，能够保证原材料质量的稳定性和供应的及时性。至 2019 年年底，海底捞前三大供应商分别为蜀海集团、颐海集团、蜀韵东方，其中蜀海集团相关采购占比为 12.8%，前五大供应商合计采购占比达 29.9%。海底捞上市前，关联交易在海底捞的食材采购中占比较高，2017 年高达 90.24%。海底捞亦是其关联供应商的主要服务对象，2015-2017 年及 2018H1，海底捞采购额在其主要关联方的销售总收入中占比均超过 50%。上市后公司严格控制关联交易占比，关联方食材采购占比逐渐降低，2019 年为 34.15%。

图 30：原材料及易耗品成本收入占比有所提升



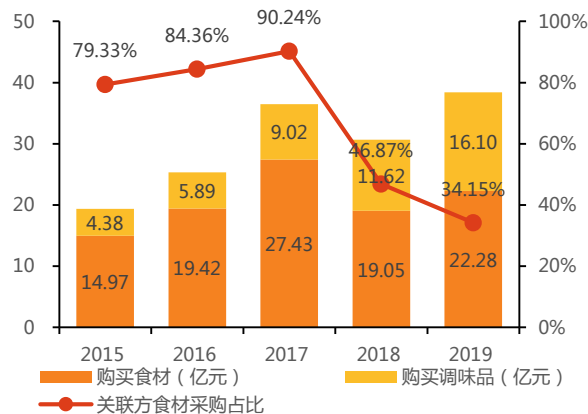
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：火锅主要食材消费物价指数



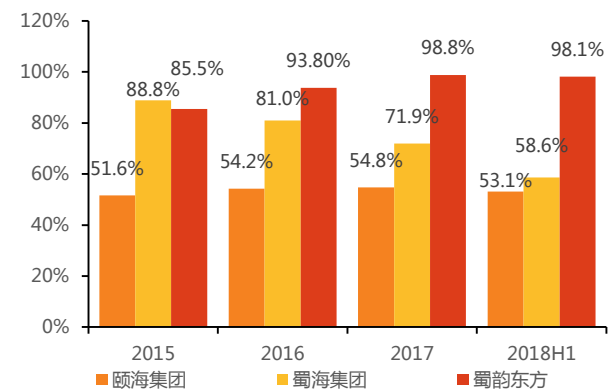
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：海底捞食材供应额关联交易细分



资料来源：海底捞招股说明书，海底捞年报，天风证券研究所

图 33：海底捞占主要关联供应商收入比例



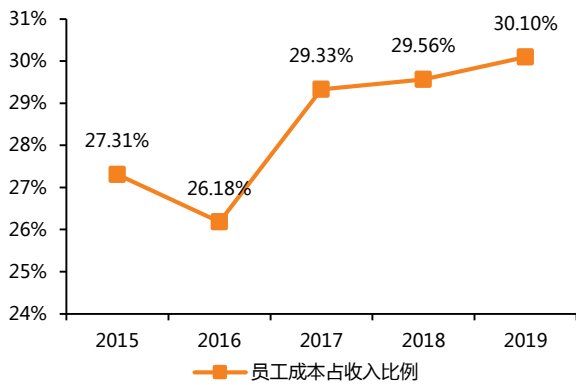
资料来源：海底捞招股说明书，海底捞年报，天风证券研究所

4.2.2. 人力成本：高人工成本换取优质服务，成为铸造核心竞争优势的基础

海底捞人工成本高于行业均值，且近年来不断提升。2018 年海底捞人工成本占比为 29.56%，较行业均值 22.41%高出 7.15pct，且 2019 年人工成本占比持续提升 0.54pct 至 30.10%。

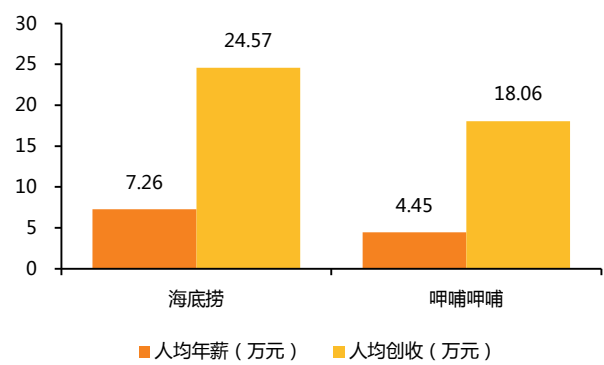
高人工成本有助于打造“好服务”，为餐厅创造高收入回报。海底捞的优质服务依赖于餐厅一线员工。海底捞重视员工的培训发展、福利保障和激励机制，加之公司高速的门店拓展，人工成本远高于行业均值。而高员工成本也创造了高回报，2018 年海底捞人均年薪和人均创收分别为 7.27 万元和 24.57 万元，高于同行业餐饮企业水平。

图 34：员工成本占比略有提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2018 年海底捞人均年薪和人均创收均高于同行企业



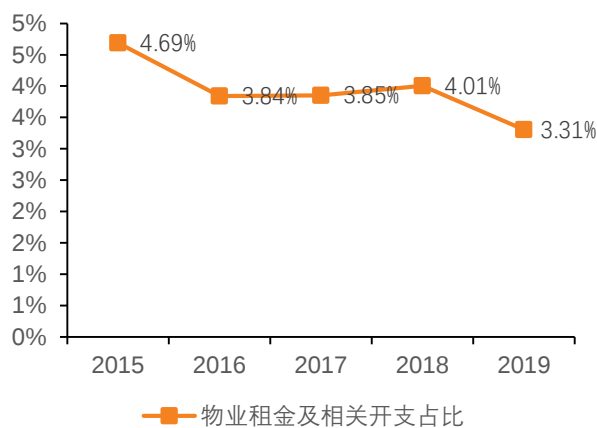
资料来源：海底捞年报，呷哺呷哺年报，天风证券研究所

4.2.3. 租金成本：品牌自带流量提高谈判力，高翻台率进一步降低租金成本

海底捞租金成本远低于同行。2019 年海底捞的租金成本占营业收入比例为 3.31%（据 IFRS 16 会计准测，采用使用权资产折旧加租金及其他经营费用合计值计算租金成本）。近年来海底捞租金成本占比相对稳定，2018 年为 4.01%，较行业均值 10.26%低 6.25pct。

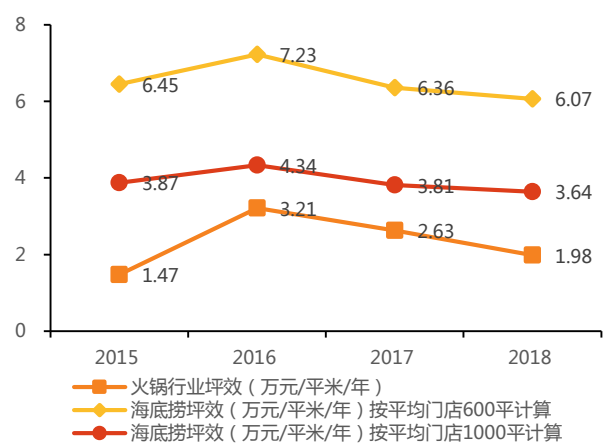
海底捞的低租金源自于品牌影响力、高翻台率、选址自由度高等多重因素。①**品牌自带流量：**强势的品牌影响力使得海底捞无需依靠商场或者地段引流，反而为商圈带来人气，且海底捞门店面积较大（平均门店面积在 600-1000 平方米），更容易获取租金优惠。②**翻台率高：**海底捞客流充足、消费场景多、营业时间长，造就较高的翻台率，有助于提升门店坪效，降低租金成本占比。③**选址自由度高：**海底捞门店选址标准为产生客流量的活动中心场所，包括写字楼、购物中心、学校和住宅区等，相对灵活自由度高，且写字楼和社区的租金成本相对购物中心更低。根据中指院 2019 中国商业地产租金指数研究报告显示，百货商场店租金为 27.2 元/平方米·天，而中国写字楼租金指数显示，2019 年四季度全国重点城市主要商圈写字楼租金整体平均租金为 4.9 元/平米·天。

图 36：租金成本占比相对稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：海底捞坪效领先行业平均水平



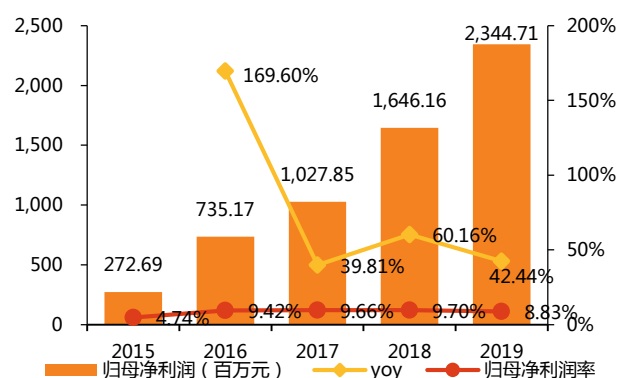
资料来源：海底捞招股书，中国饭店业协会，天风证券研究所

4.3. 盈利能力相对稳定，ROE 水平高于同行

净利润仍保持高速增长，净利润率受 IFRS 16 号准则影响略有下滑。2019 年公司实现归母净利润 23.45 亿元，同比增长 42.44%，增速较 2018 年略有下降，但仍维持在 40%以上的较高水平。2019 年归母净利润率为 8.83%，较 2018 年下降 0.87pct，剔除 IFRS 16 租赁准则影响，净利润增加 1.5 亿元，净利率水平提升 0.56pct。

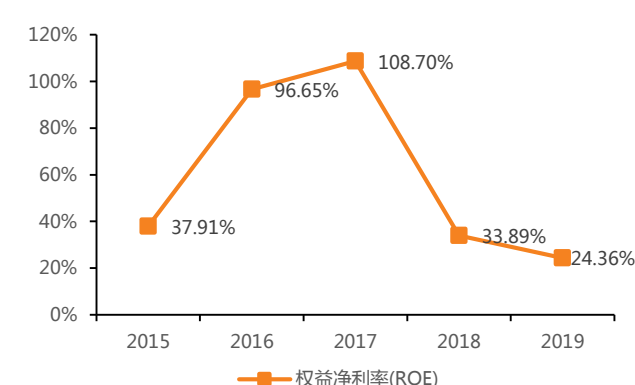
受上市融资和 IFRS 16 号准则影响,近两年海底捞 ROE 有所下降,但仍处于行业领先地位。海底捞 2018 年上市融资后,股东权益和总资产大幅提升,使得资产周转率和权益乘数的下降幅度较大,拉低 2018 年的 ROE 水平。2019 年海底捞 ROE 水平较 2018 年仍有所下降,主要是收到 IFRS 16 号准则影响,新增使用权资产和租赁负债会计科目增大了总资产规模,同时 IFRS 16 号准则计提利息费用导致利润总额/息税前利润的比例下滑。海底捞的 ROE 水平领先于同行企业。2019 年,海底捞 ROE 水平为 24.36%,同期呷哺呷哺和味干(中国) ROE 水平分别为 12.48%和 4.77%,低于海底捞 ROE 水平。

图 38: 归母净利润高速增长,净利率水平相对稳定



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: ROE 有所下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 7: 海底捞 ROE 分解 (杜邦分析法)

	2015	2016	2017	2018	2019
权益净利率(ROE)	37.91%	96.65%	108.70%	33.89%	24.36%
同比增长率		58.74pct	12.05pct	-74.81pct	-9.53pct
因素分解:					
销售净利率	7.11%	12.50%	11.21%	9.70%	8.82%
考虑税负因素 (净利润/利润总额)	73.32%	72.68%	73.50%	72.90%	72.28%
考虑利息负担 (利润总额/息税前利润)	99.43%	99.40%	99.47%	98.64%	93.20%
经营利润率 (息税前利润/营业总收入)	9.76%	17.30%	15.33%	13.49%	13.09%
资产周转率 (次)		3.04	3.29	2.17	1.64
权益乘数	3.35	3.39	3.43	1.61	1.69
归属母公司股东的净利润占比	66.40%	75.16%	86.06%	99.84%	99.90%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 8: 海底捞 ROE 高于其他餐饮同行

证券代码	证券简称	2015	2016	2017	2018	2019
6862.HK	海底捞		96.65%	108.70%	33.89%	24.36%
9922.HK	九毛九			39.90%	36.35%	101.37%
1181.HK	唐宫中国	11.78%	22.46%	26.05%	22.43%	19.84%
0047.HK	合兴集团	15.15%	26.19%	28.91%	18.59%	18.61%
0520.HK	呷哺呷哺	19.12%	23.02%	22.70%	21.88%	12.48%
6811.HK	太兴集团			34.25%	108.19%	11.53%
2108.HK	K2 F&B		19.87%	15.80%	10.92%	10.11%
0573.HK	稻香控股	9.60%	10.07%	5.10%	6.82%	7.64%
0538.HK	味干(中国)	6.82%	21.17%	-16.01%	18.48%	4.77%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

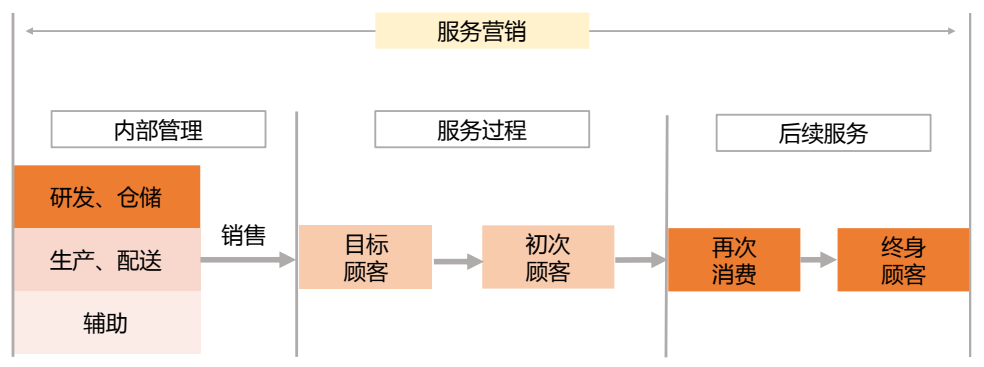
注: 2019 年九毛九 ROE 水平远高于海底捞主要系 2019 年公司上市融资的影响

5. 海底捞内部管理有何独特之处？

5.1. 全员目标统一，秉承“服务至上、顾客至上”的理念

餐饮企业的“服务意识”越来越强，且注重全程服务。餐饮业属于服务型行业，餐厅的服务质量日益成为决定消费者满意度和忠诚度的重要因素，因此各餐饮企业均致力于制定合适的服务营销策略，以期留住客户。餐饮企业想要在服务中营销中取胜，就需要做好全程服务工作。企业的每个部门、每个岗位、每位员工都要做好相应的工作，包括采购、仓储、厨师烹饪、传菜员上菜、服务人员点菜等等，环环相扣提升整体服务水平，在每一处细节中影响消费者对服务的感知。

图 40：服务营销的全流程



资料来源：《海底捞服务营销策略优化研究》代英东·天风证券研究所

海底捞以持续提升顾客就餐体验为长期发展举措。海底捞坚持以客户为导向，专注于“顾客满意度”，不断精进服务能力，进一步为会员顾客提供增值服务和极致用餐体验，具体包括多个方面：①**用餐环境**：海底捞为顾客打造优美、舒适且周全的用餐环境，给顾客留下良好的第一印象。员工定期打扫清洁，保证就餐区的环境整洁。②**增值服务**：海底捞设置候餐区，为顾客提供免费擦鞋服务，美甲服务、免费的报刊杂志、免费 WiFi、免费小吃等，部分门店有针对儿童设计的小型游乐园，有助于消除顾客在等候时产生的焦虑情绪。③**智慧餐厅体验**：海底捞不断推广智能产品应用，营造智慧餐厅体验。2019 年，海底捞新开 3 家新技术餐厅（含首家海外新技术餐厅），小范围试用和推广机械臂自动上菜房及中央厨房直接供应菜品。同时，海底捞已于多家门店应用智慧配锅机，提供个性化口味火锅锅底服务，传菜机器人部署超过 1,000 台，并在全球超过 500 家餐厅部署后厨清洗设备。④**丰富产品**：海底捞不断开发和推出菜品，多种新菜品和啤酒等产品得到了顾客的认可。

图 41：四川特色的国粹变脸表演



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

图 42：为女性顾客准备的免费美甲和手护



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

图 43：部分门店设有儿童游乐园，并有专人陪护



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

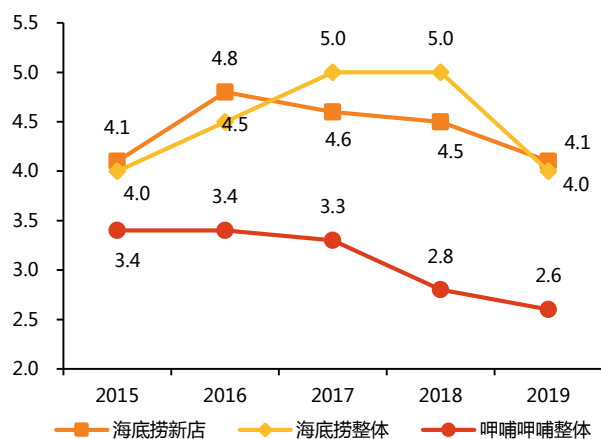
图 44：等座期间为顾客准备各种零食、水果、游戏



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

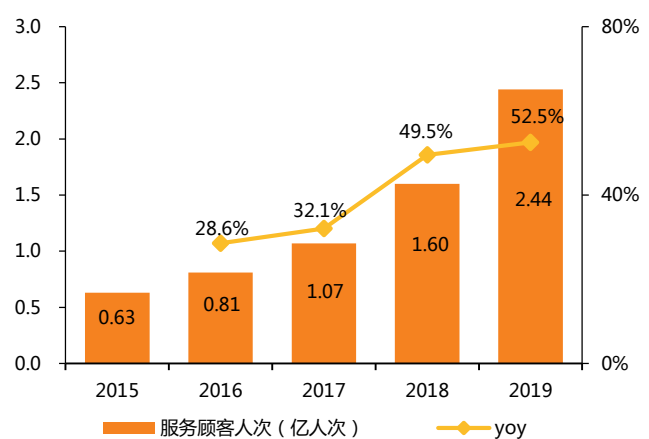
海底捞翻台率维持在较高水平，服务顾客数量保持快速增长。近年来海底捞翻台率维持在较高水平，高翻台率与其高效且精致用心的服务密不可分，超出顾客预期的服务让海底捞每年服务的顾客数量快速增长。2015-2019 年，海底捞的整体翻台率均保持在 4 以上，海底捞的服务顾客数从 2015 年的 0.63 亿人次增加至 2019 年的 2.44 亿人次，CAGR 高达 40.3%。截止 2019 年 12 月底，海底捞会员数量已经超过 5,473 万人。

图 45：海底捞翻台率维持在较高水平



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 46：海底捞服务顾客数保持快速增长



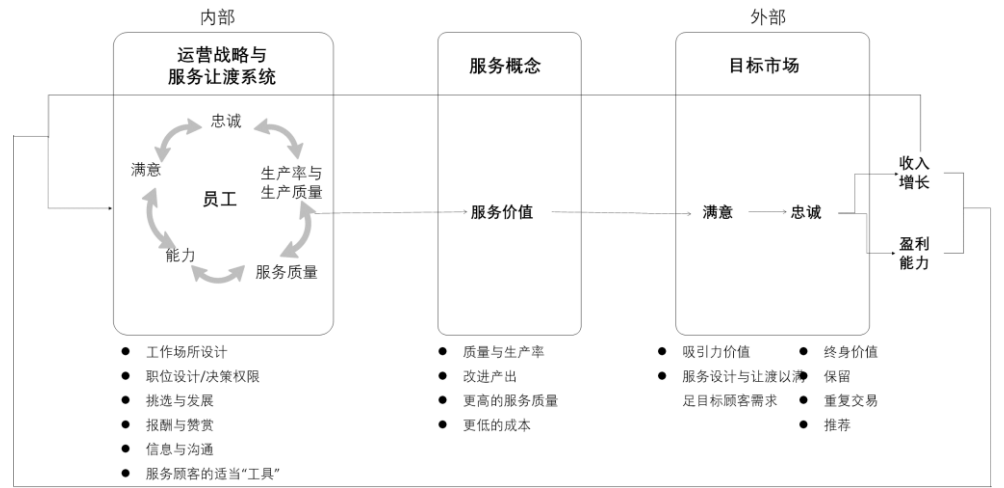
资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.2. “连住利益，锁住管理”，优质服务来自于内部管理体系

根据“服务利润链理论”，客户的满意度最终由员工的满意度决定。作者黄林在《海底捞的顾客体验与服务利润链》一文中提到，利润、顾客、员工、企业四者之间的关系由若干链环组成，服务利润链是将“盈利能力、客户忠诚度、员工满意度和忠诚度”与生产力之间联系起来的纽带，形成一条循环作用的闭合链。其中，利润由客户忠诚度决定，忠诚的客户（老客户）给企业带来超常的利润空间；客户忠诚度是靠客户满意度取得的，企业提供的服务价值（服务内容和过程）决定了客户满意度；企业内部员工的满意度和忠诚度决定了服务价值。因此，客户的满意度最终是由员工的满意度决定的。

海底捞的优质服务与其独特的管理制度和企业文化紧密相连。在“连住利益，锁住管理”的管理理念下，海底捞采用自下而上的发展战略，员工与公司的利益高度统一，充分激发员工工作积极性，且由总部控制系统性风险。海底捞的内部管理制度，支撑其“优质服务”的规模化扩张，铸造其品牌优势和核心竞争壁垒。

图 47：服务利润链示意图

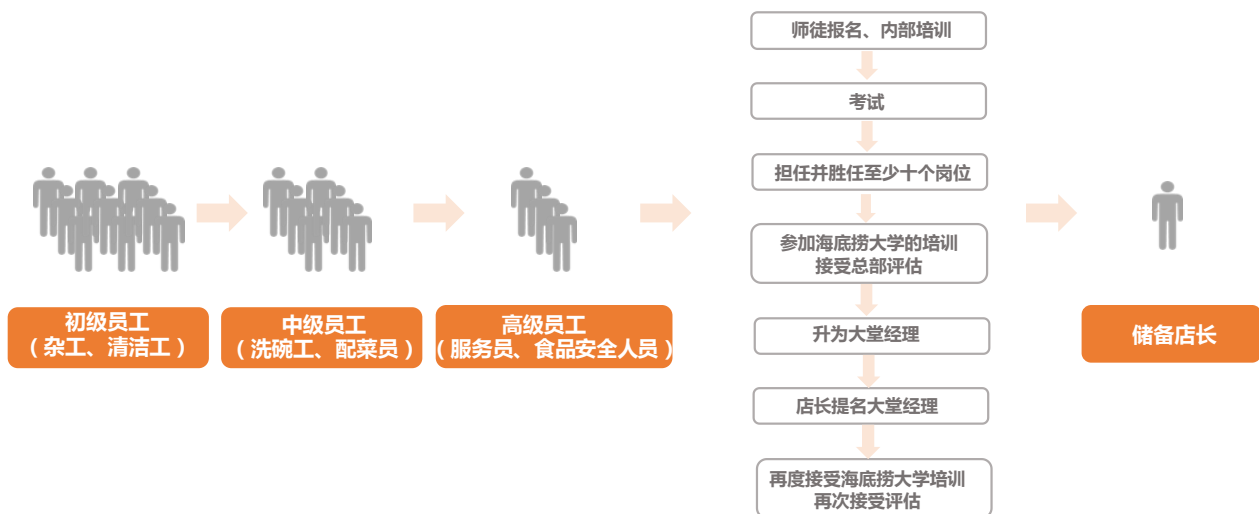


资料来源：《海底捞的顾客体验与服务利润链》黄林·天风证券研究所

5.2.1. 员工层面：人性化和激励到位的人力资源体系，增强员工凝聚力

从招聘培训到选拔晋升，海底捞为员工打开阶梯式的人才晋升通道。能够为员工带来成长和未来发展企业，更能留住人才，更能提升员工的归属感和忠诚度。①“推荐制”与“内部选拔制”相结合的招聘选拔制度。作者赵春琳、范英杰在《海底捞人力资源内部控制管理模式探析》中提到，海底捞以“用双手改变命运”为核心价值观，对普通员工的招聘采用推荐制，对中高层员工实行内部选拔制，除财务总监和工程总监外的其余管理层人员均来自基层的选拔晋升，任何一位员工均有可能通过“进入人才库-大堂经理-店长”的阶梯式晋升过程成为店面经理。②“海底捞大学”、“师徒制”、“轮岗制”，为员工全面赋能。海底捞于 2010 年创建海底捞大学，针对门店不同岗位人员开设不同的专项培训班和不同类别的课程，通过线上线下培训平台的延伸，为员工赋能。作者赵春琳、范英杰在《海底捞人力资源内部控制管理模式探析》中提到，新员工在正式上岗之前的试用期内实行导师制，经理将为每位新员工分配一位经验丰富对的师傅。在经理的许可下，员工可以在海底捞的工作组内相对自由的调换岗位，保证员工对于多个职位的胜任能力，进一步了解各个部门的工作要求和流程细节。

图 48：海底捞储备店长培养机制

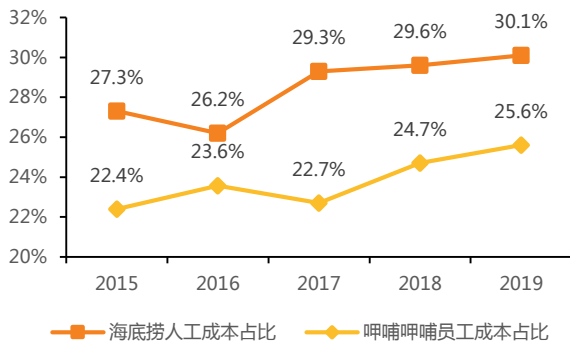


资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

优渥的薪酬福利制度增强员工的粘性。①薪酬制度和薪酬水平。作者赵春琳、范英杰在《海

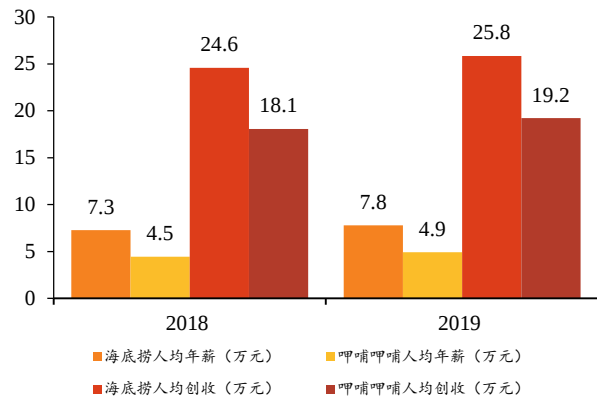
海底捞人力资源内部控制管理模式探析》中提到，海底捞的薪酬制度涉及多个维度，员工总工资=基本工资+级别工资+奖金+工龄工资+分红+加班工资+父母补贴+话费-员工基金。每一项工资的背后对应着公司对于员工多方面的激励，鼓励员工多劳多得，让个人薪酬与劳动数量和质量挂钩。从薪资水平上，海底捞员工的收入基本处于同类企业中的领先地位，整体高出平均水平 10%左右。2015-2019 年，海底捞人工成本占营业收入比例分别为 27.3%、26.2%、29.3%、29.6%、30.1%，而呷哺呷哺的人工成本占比在 25%左右。截至 2019 年底，海底捞共有 102,793 名员工，人均年薪约为 7.8 万元，远高于呷哺呷哺的 4.9 万元。海底捞人均创收约为 25.8 万元，亦高于呷哺呷哺的 19.2 万元。②福利制度。作者宋子晔、张雪冰在《“海底捞”经营模式对餐饮业服务营销的启示》中提到，海底捞员工享有远超过同类企业的福利待遇，除了员工保险、员工集体公寓、免费集体食堂、家政服务基础福利待遇外；优秀员工父母可以公费探亲，子女也会享有三天陪同假期；除了节日礼品外，员工每年享有 12 天带薪休假，公司提供往返车票。根据海底捞招股说明书中沙利文调查，员工参与者中有 90.1%认同此企业文化。根据 2019 年年报，海底捞制定亲子陪伴计划，员工提供亲子福利补贴，包括亲子住房补贴、亲子教育补贴、亲子保育补贴等，减轻员工经济负担，并帮助工龄满 5 年的员工将 0 至 13 周岁的孩子接到工作地生活、上学。报告期内，海底捞实现了 653 个家庭、880 个孩子的亲子陪伴计划。

图 49：海底捞的人工成本占比高于呷哺呷哺



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 50：海底捞的人均年薪和人均创收高于呷哺呷哺



资料来源：公司年报，天风证券研究所

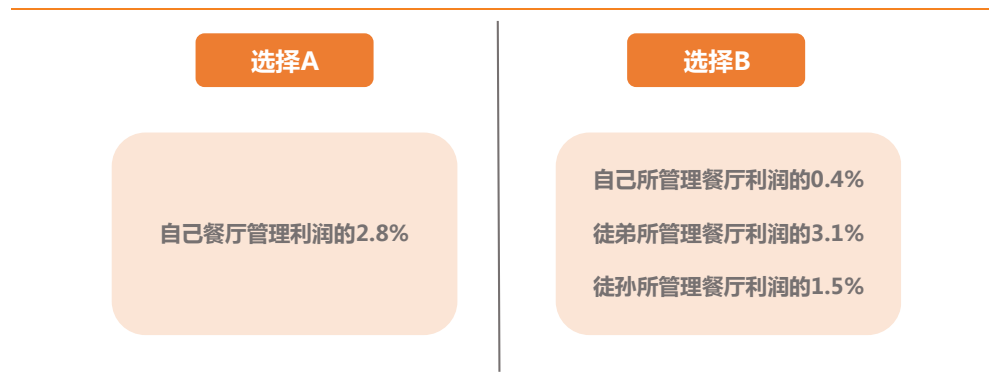
“授权+信任”调动员工积极性，“监察+考核”防止权力的滥用。①授权制度。海底捞的授权制度充分体现“家”文化和对于员工的信任。海底捞各层级员工均被授予了一定权限。各分店店长的审批权达到了 100 万，足够解决经营管理过程中出现的绝大部分问题。作者赵春琳、范英杰在《海底捞人力资源内部控制管理模式探析》中提到，一线员工有权为顾客赠送果盘、打折、换菜甚至买单，一方面能够提升顾客消费满意度，另一方面让员工可以感受到自己被信任，进而全身心地为顾客服务。②监察制度。作者黄铁鹰在《海底捞你学不会》一书中写到，为了监督和管理员工不滥用权力，海底捞有举报人保密和奖励举报人的制度，有助于员工之间彼此监督，增强责任意识。此外，海底捞具备成熟的监查流程制度，如某店对不上单的情况超出正常范围，则必有员工吃单，相关管理人员可对所有员工进行排查，基本可以查清违规情况。③考核制度。海底捞对于员工的考核采用五色卡考核模式，由店长执行。五色卡分别考核服务、出品、卫生、安全、设备等项目。

5.2.2. 店长层面：薪酬制度设立激励门店扩张，总部柔性考核把控风险

激励上：店长薪酬与培养“徒弟”相关，促进门店裂变式扩张。在“师徒制”的基础上，店长的薪酬可以在两个方案中选择。方案 A 为其管理餐厅利润的 2.8%；方案 B 为其管理餐厅利润的 0.4%+其徒弟管理餐厅利润的 3.1%+其徒弟管理餐厅利润的 1.5%。我们假设：①每家海底捞餐厅的年利润相同，选取 100 为基数。②每位店长徒弟人数相同。若选择方案 A，店长的提成仅与自己门店利润相关。若选择方案 B，店长拿到的提成则与自己培养出的徒弟人数紧密挂钩。若店长不培养徒弟和徒孙，则选择方案 A 的薪酬更高。若每位店

长至少培养 1 名徒弟，最多培养 5 名徒弟，那么随着徒弟和徒孙数量的增加，选择方案 B 的薪酬分别能达到方案 A 薪酬的 1.79 倍、4.5 倍、8.29 倍、13.14 倍、19.07 倍。

图 51：海底捞店长薪酬制度



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

表 9：店长薪酬选择 B 随着徒弟和徒孙开店的增多呈现倍数增长

假设：每位店长徒弟人数	假设：每位徒弟培养的徒弟人数	徒孙人数	选方案 A 的薪酬	选方案 B 的薪酬	B 薪酬相较 A 的倍数
0	0	0	2.8	0.4	0.14
1	1	1	2.8	5.0	1.79
2	2	4	2.8	12.6	4.50
3	3	9	2.8	23.2	8.29
4	4	16	2.8	36.8	13.14
5	5	25	2.8	53.4	19.07

资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

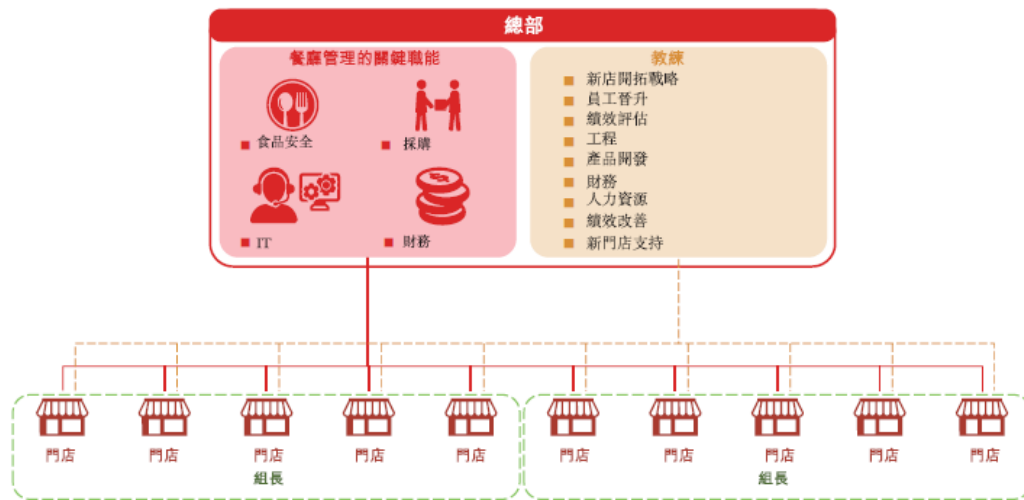
管理上：自下而上的扁平化管理体系，抱团小组提升门店管理能力，教练及教练团队为餐厅提供支持，总部把控关键环节。

①**抱团小组**：公司运用“抱团小组”加强门店间的联系，提高管理效率。海底捞要求地域相近的门店形成“抱团小组”，一般包括 5-18 家门店（通常以存在师徒关系的门店为主）。“抱团小组”共享信息和资源，共同解决区域问题，从而提升整体管理效率和透明度，实现区域由下而上的支持职能。

②**教练**：海底捞的教练组为餐厅提供指引及支持，教练为曾担任店长或拥有丰富的餐厅工作经验，能够为门店提供新店开拓战略、员工发展晋升等多方面的支持。

③**总部**：公司总部有效的管控餐厅的关键环节，包括食品安全、供应商选择及管理、法律、资讯科技、财务及餐厅扩张战略等，而日常运营中赋予店长重大的自主权。

图 52：海底捞的组织架构下，门店会形成“抱团组织”



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

考核上：总部评估+神秘嘉宾评分，考核结果与店长评级挂钩。公司总部对于门店考核采用柔性考核制度，以顾客满意度、员工努力程度、食品安全等作为 KPI 指标，由总部制定评估标准，教团组执行和实施绩效评估。此外，海底捞采用神秘嘉宾对门店进行评分。每个季度公司会委派至少 15 位神秘嘉宾到每间餐厅就餐，并对就餐体检评级，评级维度包括服务质量、服务员的敬业程度、食物质量、餐厅环境等，最终提供 A、B、C 三类整体评级。总部结合教练组、神秘嘉宾评级及其他标准，对于每间餐厅做出最终评级，与各店长的评级挂钩。店面评级分为 A（表彰）、B（保持）、C（辅导）三级，评级结果与店长及员工的未来发展息息相关，门店评级为 A 级才获得开设新店的机会。

表 10：海底捞通过关联公司打通供应链（单位：百万元）

餐厅	评级标准	餐厅店长及员工的发展	新餐厅项目选择权
A 级	餐厅的最高评级	优先选择 A 级餐厅员工作为新店长候选人；新店长的师傅可以分享改新餐厅的利润分成	店长可优先选择新餐厅项目，徒弟在成为新店长方面有优先权
B 级	餐厅表现令人满意	店长可能会就做出改善向总部教练寻求帮助和提升建议	店长选择权在 A 级之后
	表现存在问题的餐厅；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，鼓励店长接受为期六个月的管理培训以改善餐厅绩效	
C 级		过去一年内曾被评为 C 级，再次获得 C 级评级，且店长已接受过教练辅导，则可能会被革除店长职位	店长不能开设新餐厅
		过去一年最少一次被评为 C 级，店长可能会被各处经理职位	

资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

5.3. 关联公司全产业链布局，保证供应的高品质和稳定性

海底捞关联公司全产业链布局，为门店扩张提供供应链方面的支撑。2011 年海底捞充分运用阿米巴经营模式，将集团原有的火锅产业链条上各项业务拆分，单独成立公司，定位于为大型连锁餐饮企业提供专业化服务的供应商，包括扎鲁特旗、蜀海集团、颐海集团、蜀韵东方、微海咨询、红火台、讯飞至悦等，实现从食材供应、仓储物流、底料加工、装修设计、人力资源招聘和培训、信息化管理、智能餐饮系统开发的一体化供应链体系。2015-2019 年，海底捞的前五大供应商中关联公司数量分别为 4 家、5 家、5 家、4 家、3 家，2019 年前三大供应商为蜀海集团、颐海集团、蜀韵东方。蜀海集团的采购额占相关采购额的 12.8%，来自前五大供应商的采购额为 5182.4 百万元，占采购总额的 29.9%。

图 53：海底捞及其关联公司的火锅产业链布局



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

表 11：海底捞关联方主要业务

关联方	成立时间	前身	主要业务
扎鲁特旗	2013 年 1 月	海底捞的全资附属公司	为海底捞提供羊肉产品，主要业务是畜禽屠宰及肉制品加工
蜀海供应链管理有限责任公司	2011 年 6 月	海底捞供应链部门	提供食材采购、加工、存储和配送等服务，主要业务为以冷链配送和中央厨房相结合的食材 B2B 模式，目前已在全国建立了 17 个冷链中心，拥有 1000 多辆不同车型的冷藏车和常温车，配送范围覆盖国内上百座城市
颐海国际控股有限公司	2006 年	海底捞的第一条火锅底料和蘸料生产线	2016 年从海底捞集团拆分出来在港交所主板独立上市，逐渐发展成为国内最大的中高端火锅底料、调味料生产商
蜀韵东方装饰工程有限公司	2007 年	海底捞公司工程部门	负责门店设计、装修及后期维修、翻新工程等业务，同时对外承接相关业务
北京微海管理咨询有限公司	2015 年	海底捞人力资源部招聘中心、员工培训中心	为海底捞提供员工招聘和培训、门店经营和管理、财务投资和企业运营等多个领域的咨询服务，并对外承接服务行业的相关咨询业务
红火台餐饮云服务有限公司	2016 年	海底捞联合用友集团成立	整合利用产业互联网与行业大数据等资源，打造餐饮行业生态链第一平台，提供餐饮 SaaS 系统和运营服务方案，同时为众多连锁餐饮公司提供生态链、集约化、智能管控等一体化服务。
讯飞至悦	2017 年 8 月	海底捞联合用讯飞智元成立	为海底捞智能餐饮服务开发定制系统，安装有关硬件和软件，提供相关技术支持

资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

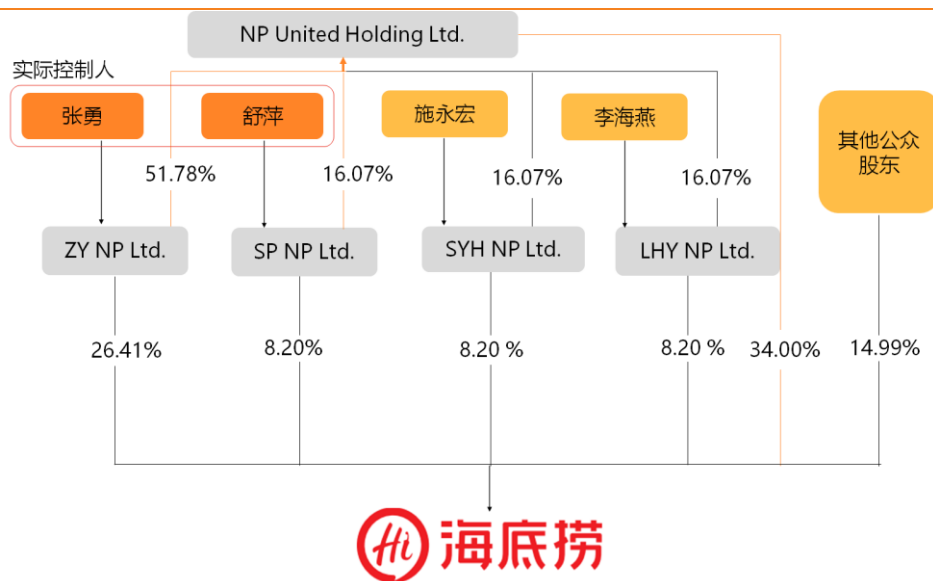
表 12：海底捞关联公司交易金额及前五大供应商采购占比（单位：百万元）

关联公司	采购货物/服务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
颐海集团	海底捞定制产品、即食火锅	437.71	589.21	901.73	1,162.74	1,625.24
蜀海集团	食材供应、仓储、物流服务	1,439.51	1,847.28	2,604.81	1,859.67	2,222.23
扎鲁特旗海底捞	羊肉制品供应	7.07	60.50	70.99	101.18	158.65
蜀韵东方	提供装修材料及门店装修翻新服务	11.43	32.61	1,290.21	737.57	651.94
微海咨询	提供人力资源管理及咨询服务	0.98	22.92	35.97	59.86	110.64
红火台	提供餐饮信息化云技术开发服务、相关维修、测试服务			18.00	15.92	9.30
讯飞至悦	提供智能餐饮定制系统开发、有关硬件和软件的安装、相关技术支持				9.28	8.91
前五大供应商采购金额占比		63.3%	68.2%	81.7%	38.4%	29.9%

资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

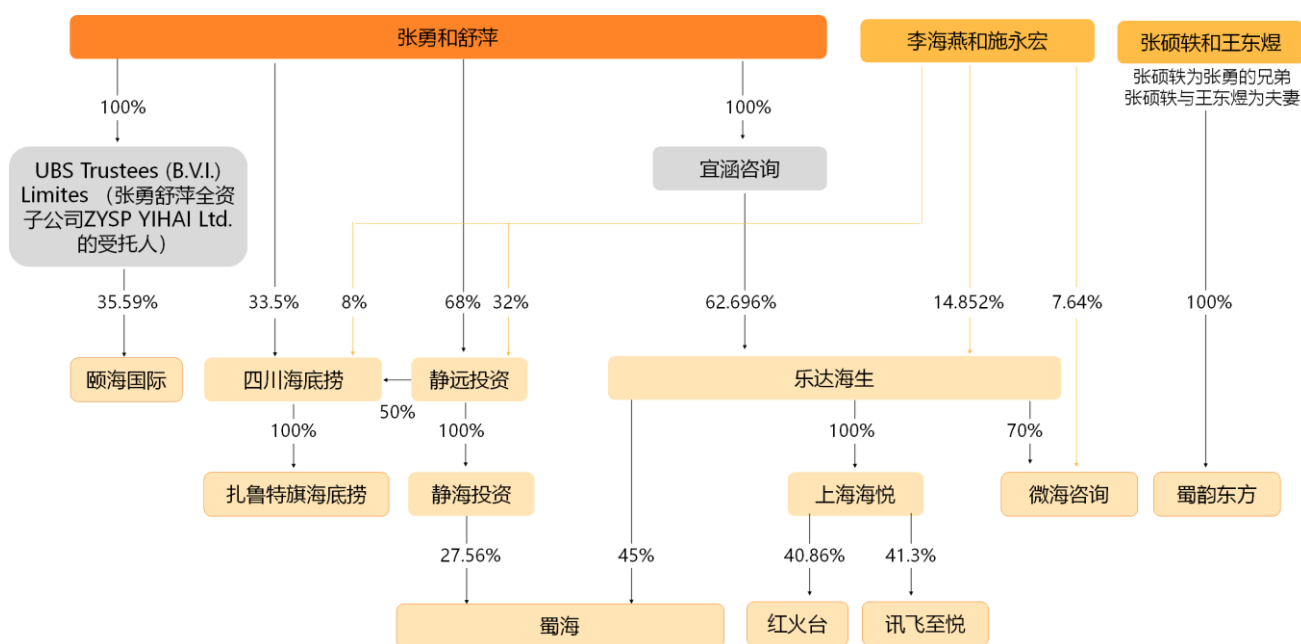
海底捞股权结构集中稳定，因实控人一致构成关联关系。海底捞创始人及实际控制人张勇和舒萍夫妇，通过直接和间接控股方式控股为 68.6%。张勇为公司首席执行官，拥有绝对的话语权，可以实施强力有效的管理。此外，创始人施永宏和李海燕夫妇控股 16.39%。海底捞与颐海集团、蜀海集团、扎鲁特旗海底捞、蜀韵东方、微海咨询、红火台、讯飞至悦等企业构成关联关系，主要由于实控人一致。张勇和舒萍夫妇持有颐海国际 35.59%股份，通过四川海底捞和静远投资持有扎鲁特旗海底捞 67.5%股份，通过静远投资和乐达海生持有蜀海 46.95%股份，通过上海海悦持有红火台 25.62%股份、讯飞至悦 25.89%股份，通过乐达海生持有微海咨询 43.89%股份。施永宏和李海燕夫妇在扎鲁特旗、蜀海、红火台、讯飞至悦、微海咨询也持有一定股份。张勇的兄弟张硕铁和王东煜夫妇持有蜀韵东方 100%股份。

图 54：海底捞的实际控制人为张勇和舒萍夫妇



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 55：海底捞关联方的控股股东情况



资料来源：海底捞招股说明书，公司年报，天风证券研究所

6. 海底捞的第二成长曲线在何处？

6.1. 管理体系+新业态，有望碰撞出新火花

海底捞以内部管理体系为基础，逐渐布局餐饮新业态，体内孵化和体外收购均为探索之道。海底捞独特的内部管理系统是火锅龙头成功经营的关键，未来随着火锅餐厅布局的充分，餐饮多元化发展或将进一步推动公司成长。海底捞的管理模式与其他传统餐饮业态的结合有望碰撞出火花，其人力资源体系、品牌优势与全供应链布局，以及海底捞在多年发展中所积累的经验教训，可以为新业态的发展壮大提供有效支撑。

①**人力资源体系**：将海底捞相对成熟人力资源制度移植至新业态中，有望激发员工积极性、提升忠诚度、减少流失率。

②**品牌优势**：海底捞“以人为本”的服务理念所积累的品牌优势，有望延伸至新业态中。

③**全供应链布局**：上游供应链在各类餐饮业态中至关重要，海底捞通过关联方所搭建的供应链体系有助于帮助新业态实现强有力的供应管控。

6.1.1. 体内孵化：以十八余面馆为例

海底捞成立全资孙公司十八余进军快餐业，产品线简单、性价比极高。海底捞旗下的全资子公司新派(上海)餐饮管理有限公司，于2019年9月29日成立北京十八余餐饮管理有限公司（100%持股）。2019年11月，第一家“十八余”门店在北京朝阳区酒仙桥开设。

①**产品线简单**：十八余产品SKU较少，产品涵盖面条、早餐、茶饮、甜品。

②**性价比高**：十八余面馆的口号“9.9元在京城吃碗讲究面”，一碗面价格约10-20元，客单价为20元，主打极致性价比，低于北京整体的面馆消费。

③**外卖、外带、堂食结合**：门店呈现一个“山”字型，分为三个窗口。左边窗口为外卖、外带专用，主要销售外卖和早餐；中间是堂食的入口，堂食的菜品以面为主；右边的窗口用于奶茶销售。

图 56：十八余门店



资料来源：十八余微信公众号，天风证券研究所

图 57：十八余菜单



资料来源：十八余微信公众号，天风证券研究所

图 58：十八余极简的装修风格



资料来源：十八余微信公众号，天风证券研究所

图 59：十八余自助结账方式



资料来源：十八余微信公众号，天风证券研究所

十八余打造极致快餐模型，海底捞供应链助力实现成本控制。①**动线简单，高度标准化产品，有助于打造高翻台率**。门店采用一字型的动线设计，顾客依次按照“自取餐盘、自选小菜饮品、选择面条浇头、自助结账”四个步骤来点餐。店内的面条是成品面，其他菜品

和饮料也多是成品，极大节省出菜时间，顾客从进店到自助结账大概仅需一分钟。②**全自助模式减少人工成本**。十八余采用自助结账方式，不需要员工介入；取消店员收餐服务，用“自助回收餐具”等标语引导顾客将餐盘放到回收处。全自助模式让 80 平方米的门店仅需 5 名员工，极大降低人工成本。③**极简装修风格减少资本投入**。十八余装修风格简洁，墙面、地面几乎没有做任何的设计，进一步压缩了开店成本。④**海底捞供应链为十八余提供有力的支撑**。十八余的食材依靠海底捞的供应链系统，既控制食材成本，又保证食材安全与品质一致性。

6.1.2. 体外收购：整合优鼎优、汉舍等业务

海底捞所收购业态存在显著差异性，彰显其对多元化的探索。海底捞除体内孵化新业态以外，同时采用体外收购的方式，进行多品牌尝试，包括 U 鼎冒菜、汉舍中国菜、Hao Noodle 等。①**新业态与火锅的关联度**。优鼎优的冒菜与火锅有一定的关联度，而汉舍业务的中国菜及面馆等与火锅业态有明显的差异。②**目标客群的差异**。U 鼎冒菜客单价较低，目标客群为 20-35 岁的年轻人。而汉舍中国菜和 Hao Noodle 客单价较高，以具有一定消费水平的家庭客或商务宴请为主。③**品牌各具特点**。优鼎优品牌发展缓慢。“汉舍中国菜”是一个稳定运营超过 10 年的成熟品牌，曾经是上海的“网红”餐厅。Hao Noodle 在海外的表现较稳定，米其林推荐的加持让品牌在海外具有影响力。

优鼎优：2019 年 3 月 26 日，海底捞的全资子公司 Hai Di Lao Holdings Pte. Ltd. 以 2.04 亿人民币收购北京优鼎优餐饮股份有限公司 100% 股权。优鼎优主要以“U 鼎”品牌经营快餐店，提供冒菜(用辛辣浓汤煮食的四川风味的混合菜式)。优鼎优于 2017 年 4 月新三板上市，2019 年 1 月退市。优鼎优亦投资数家从事快餐业务的初创企业，包括小龙虾、云南菜、快餐（麻辣烫、肉饼）等其他业态。优鼎优被海底捞收购时业务发展缓慢。但长期来看，海底捞收购优鼎优股权有利于业务的横向扩张，海底捞先进的供应链管理、物流体系、信息系统、服务理念、管理模式，都将成为 U 鼎的发展助力。两者互为补充，产生协同效应增强市场地位和竞争力。

U 鼎冒菜目前已有 44 家门店，分别位于北京、武汉、天津、南京等地区，客单价在 30-50 元左右，目标客群为 20-35 岁的年轻人。装修风格时尚，简单传统的快餐式桌椅，前台点餐的设计，突显 U 鼎的快餐性质。

图 60：U 鼎冒菜门店展示



资料来源：U 鼎冒菜微信公众号，天风证券研究所

图 61：U 鼎冒菜依托海底捞的实力



资料来源：U 鼎冒菜微信公众号，天风证券研究所

表 13：优鼎优投资情况

	投资公司	持股占比	品牌	主营产品	主营地区
对外投资	北京海盜虾餐饮管理有限公司	25%	海岛虾饭	米饭快餐	北京
	天津许小树餐饮管理有限公司	20%	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%	彩泥云南菜	云南菜	上海
注册品牌			江上渔舍	鱼、冒菜	北京、南京、武汉

资料来源：优鼎优公司公告，天风证券研究所

汉舍：2019 年 11 月 5 日，海底捞与上海缘澍餐饮管理公司、Hao Noodle & Tea LLC.、及上海好萃餐饮管理公司的所有现有股东签订谅解备忘录，海底捞同意自行或通过其附属公司以股权转让或出资方式购买汉舍业务及汉舍资产的公司的控股权益。其中，上海缘澍 2008 年成立，在北京、上海及杭州，以汉舍中国菜品牌经营九家中餐厅；Hao Noodle I & II 分别于 2014 年和 2017 年在美国注册成立，各自在纽约以 Hao Noodle 品牌经营一家面馆；上海好萃成立于 2018 年，以 Hao Noodle 品牌在上海经营一家面馆。

①**汉舍中国菜：**2008 年在上海开设第一家店，目前在北京、上海及杭州共经营九家门店，其中上海 889 店被评为米其林必比登推荐餐厅。大众点评显示客单价在 150-180 元，主打菜是招牌果木烤鸭，还提供粤菜、上海菜、川菜等多个菜系产品，属于“融合菜”餐厅。装修典雅精致，植被丰富，具有设计感。

图 62：汉舍中国菜餐厅环境



资料来源：汉舍微信公众号，天风证券研究所

图 63：汉舍中国菜招牌果木烤鸭



资料来源：汉舍微信公众号，天风证券研究所

②**Hao Noodle：**2016 年首店开业于纽约，《纽约时报》、《野兽日报》等评为纽约最佳新餐厅，入选了米其林必比登推荐。2018 年 12 月 30 日，Hao Noodle 进入上海后，做了更为轻量的单店模型：sku 更少、以面为主、门店更小。上海店面积约 200 平方米，43 个餐位，客单价 70 元左右。提供 8 种面条，单价从 18 元到 88 元不等，消费层级偏中高端。

图 64：Hao Noodle 餐厅环境



资料来源：大众点评，天风证券研究所

图 65：Hao Noodle 招牌菜



资料来源：大众点评，天风证券研究所

6.2. 智能数字化服务与人性化服务相辅相成

智能化创新提升客户就餐体验。海底捞致力于为顾客提供极致用餐体验，用超预期的优质服务，在同质化竞争严重的火锅行业里脱颖而出，打造了独特的品牌优势。海底捞在加强“人性服务”的同时，重视技术创新，不断推广智能产品应用，营造智慧餐厅体验，提升客户满意度和就餐效率，提高客户粘性，具体包括：自动下单、应用程序、智能厨房、定制化口味、自助电话热线、人工智能、二维码排队、虚拟现实及沉浸式就餐等。

新技术改变成本结构，是公司长期战略目标。智能数字化技术成为进一步提升服务品质和节约员工成本的重要辅助。作为餐饮行业龙头企业，海底捞具有试水科技赋能的资本实力，引领并推进传统餐饮行业的数字化进程。智慧餐厅、SaaS 系统、会员 APP 是海底捞持续投入研发的三大数字化服务系统。未来科技或将为海底捞带来第二次成长曲线，更好地加固竞争壁垒，形成规模化效应后带动餐饮行业的模式升级。

6.2.1. 智慧餐厅：科技提升顾客体验

打造智慧餐厅，小范围试用和推广新技术。2018 年 10 月 28 日，海底捞历时三年打造的全球首家智慧火锅餐厅在北京中骏世界城正式营业。2019 年，海底捞新开 3 家新技术餐厅（含首家海外新技术餐厅），小范围试用和推广机械臂自动上菜及中央厨房直接供应菜品。同时，海底捞已于多家门店应用智慧配锅机，提供个性化口味火锅锅底服务，传菜机器人部署超过 1,000 台，并在全球超过 500 家餐厅部署后厨清洗设备。智慧火锅餐厅的开业体现出海底捞在制造业与服务业跨界结合上的勇敢尝试，也是顺应餐饮行业消费升级环境下的革新，为顾客提供更优质的产品和全面升级的就餐体验。餐厅的智能化体现在以下五大方面。

表 14：智慧餐厅中使用的新技术

类别	涵盖过程	设施
前厅互动	等位、用餐、上菜	影院和游戏等候区、传菜机器人、声光电沉浸式用餐环境
后厨管理	生产、储存、出菜、盘点	IKMS 综合厨房管理系统、自动传菜机、自动清洗设备、机械臂
个性化	配锅	自动配锅机、云端专属锅底档案

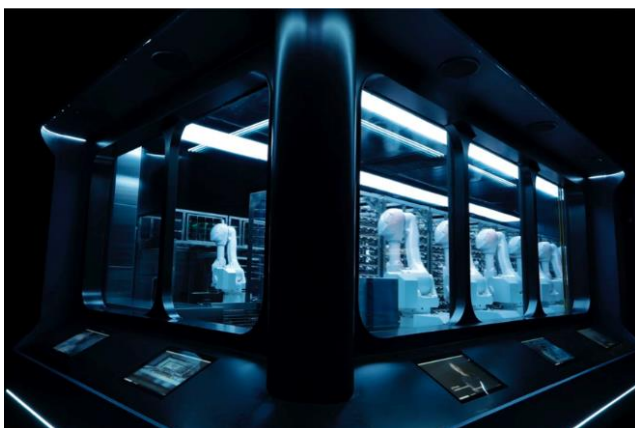
资料来源：海底捞年报，天风证券研究所

①**智能大脑：人工智能打造智慧厨房。**海底捞智慧餐厅使用全新自主研发的 IKMS 系统（Intelligent Kitchen Management System）实现厨房的综合管理，通过收集、分析厨房各环节数据，实时监控厨房的运行状态、生产状况、库存状况、保质期状况等。

②**智能出菜：科技革新助力提升食品安全标准。**所有菜品直达门店后进入与前台点餐系统连通的自动出菜机，机械臂从菜品仓库中开始配菜，并通过传送带把菜品送至传菜口，再由传菜机器人将菜品送至相应的餐桌。自动出菜机、机械臂、传菜机器人不但实现上菜流程效率的提升，节约员工成本，也将菜品锁定在控温控鲜的密闭空间中，定时进行臭氧杀菌，实现后厨自动化和食品安全升级。

③**智能餐后清理：节省人力，提升效率。**不仅出菜的过程进行了革新，餐后还有收拣餐后垃圾的机器人将垃圾从餐桌带到后厨、后厨的自动洗碗机具有清洗和烘干功能，提高了餐具卫生标准，节省了人力。

图 66：自动出菜机



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

图 67：传菜机器人



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

④**智能定制：私人订制配锅机，打造专属锅底。**海底捞智慧餐厅推出“私人订制锅底”计划以满足消费者个性化定制、私人专享的需求，让顾客吃到自己喜欢的专属火锅锅底。由海底捞自主研发的自动配锅机，颠覆了人工配锅的传统模式。在提高员工效率的同时，通过对原料、辅料、鲜料高达 0.5 克的精准化配置，成功实现顾客口味真正的私人定制。

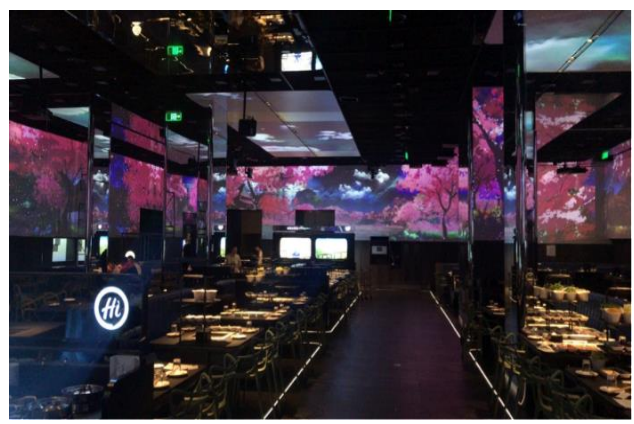
⑤**智慧体验：声光电沉浸式就餐。**智慧餐厅拥有可同时容纳 80 人的等位区，宽 13 米高 3 米的影院级巨幕投影屏为等位顾客带来视听享受。等位区将推出大屏互动游戏，连接顾客智能手机终端，使等位充满乐趣。餐厅 2200 平方米，93 张餐桌，以灰黑色和蓝色调为主，餐厅四周和天花板上用投影方式呈现出不同的主题，营造出一种科技感。360 度环绕立体投影、六大主题场景切换，为顾客带来“沉浸式”火锅就餐新体验。

图 68：自动配锅机



资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

图 69：就餐区立体投影

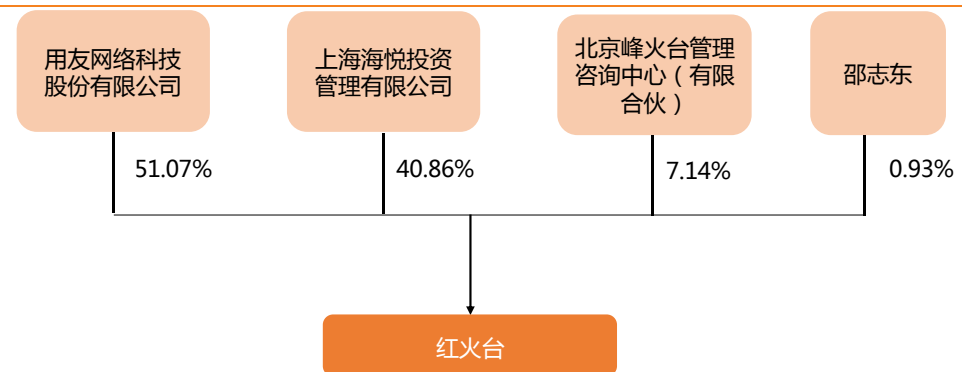


资料来源：海底捞官网，天风证券研究所

6.2.2. SaaS 系统：开创餐饮生态链平台

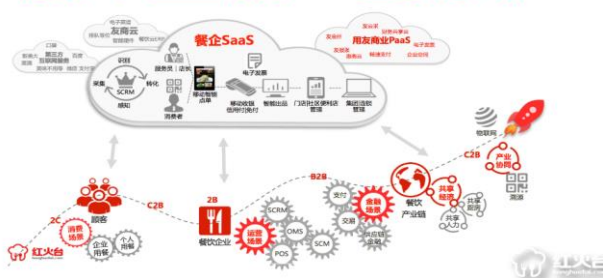
海底捞 SaaS 系统由关联方红火台打造。红火台餐饮云服务有限公司成立于 2016 年，由用友集团与海底捞集团共同发起设立的，能够串联起餐饮企业运营、消费、金融场景，实现对餐饮生态链的综合管理。红火台中上海海悦持股 40.86%（乐达海生全资附属公司，乐达海生控股股东为张勇和舒萍及其孩子），是海底捞的关联方。红火台与国内很多知名餐企合作，覆盖各个细分餐饮品类，拥有丰富的运营数据和运营管理经验。

图 70：红火台股权结构图



资料来源：企查查，天风证券研究所

图 71：红火台打造生态链平台



资料来源：红火台官网，天风证券研究所

图 72：红火台合作多家大型餐企



资料来源：红火台官网，天风证券研究所

海底捞 SaaS 系统构建前中后端三大体系，核心价值在于提升顾客满意度和公司运营效率。围绕海底捞应用需求，红火台以用友餐饮云服务平台为基础，在菜品食材、消费者、行业及交易等大数据支撑下搭建门店运营、连锁运营、会员运营等服务内容，用标准化手段提供个性化服务；运用大数据优化并改变成本结构，提高整体运营效率。海底捞 SaaS 系统包括了前端智能会员、中端智能门店和后端企业综合三大运营服务体系。①**智能会员体系：**收集前端餐饮大数据，开展个性化营销，提高了对会员群体的服务效率。②**智能门店体系：**对门店日销售量和翻台率的精准测算，提高了门店备货、进货的精准度和库存周转率，并通过对店长及员工业绩的大数据跟踪分析，为企业提供科学的绩效考核依据。③**企业综合运营服务体系：**将连锁门店数据与后端集团供应链数据相结合，实现了集团产业生态链的协同发展，提高了集团整体管理运营效率。

图 73：海底捞 SaaS 系统三大运营体系



资料来源：《海底捞：布局火锅全产业链》宋佳，天风证券研究所

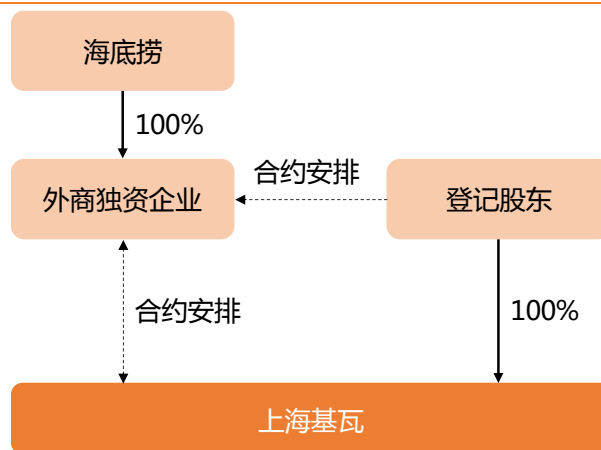
6.2.3. 会员 APP：深度绑定海底捞会员

海底捞收购上海基瓦，进一步打造海底捞 APP。2018 年，阿里云为海底捞建立起 3,000 万会员的智能服务系统，不仅让排号、订位、点餐等基础功能更流畅，还创新性地集成了社区、短视频分享、智能语音交互等功能和新技术，在功能性的基础上，为用户提供游戏、社交、娱乐等增值服务，此外，还有智能客服 24 小时随时在线。2019 年 11 月 1 日，公司与梁杨兵先生签订收购协议，以零代价购买上海基瓦 100% 股权。上海基瓦主要从事运营海底捞应用程序（海底捞会员的社交媒体平台）。此次收购有助于海底捞获取网络文化经

营许可证及增值电信业务经营许可证。

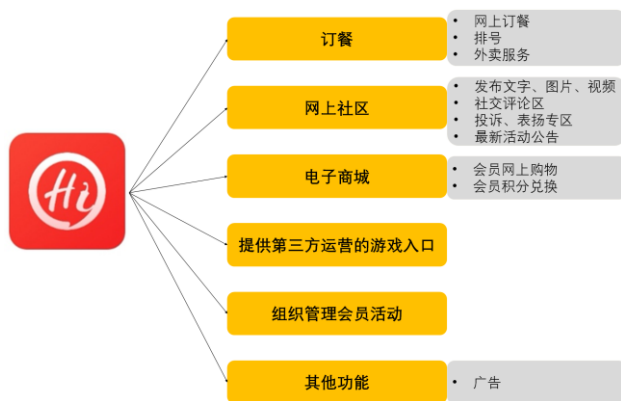
海底捞会员 APP 包含六大功能，有助于提高顾客粘性。海底捞应用程序的功能主要包括订餐、网上社区、电子商城、提供第三方运营的线上游戏的入口、组织及管理会员活动及其他功能（广告等）。会员 APP 能够对高消费能力和高消费频次的会员群体进行深度绑定，便于发展会员经济，针对高端会员推出高端特色化服务，强化品牌优势，并进一步提升服务的附加值。2019 年海底捞 APP 会员数量增长 498 万，优化后“会员超级 APP”提供线上游戏、线上交流、线上产品试用、积分兑换、定制化产品等多种服务。通过会员 APP，海底捞可以根据用户不同的消费行为，对消费群体进行打标签和画像，更精准地把握顾客的需求，提升消费体验。

图 74：海底捞收购上海基瓦过程



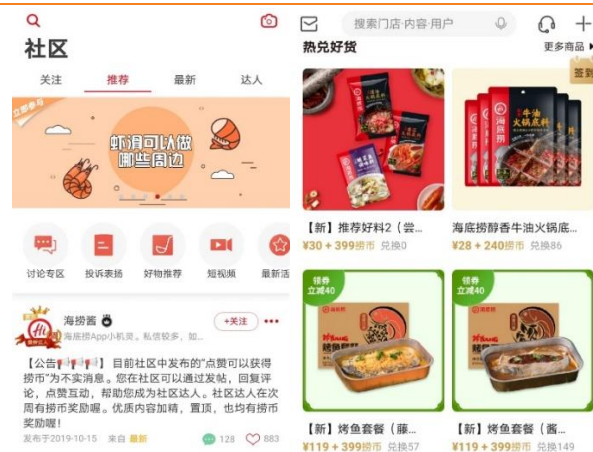
资料来源：海底捞年报，天风证券研究所

图 75：海底捞 APP 的功能介绍



资料来源：海底捞 APP，天风证券研究所

图 76：海底捞 APP 社区版块和电子商城版块



资料来源：海底捞 APP，天风证券研究所

7. 盈利预测及投资建议

收入假设：2020 年受到疫情影响，公司门店全面停业 46 天，影响公司营业收入。预计 2020-2022 年开店节奏为 300 家/ 280 家/ 280 家，营业收入为 306.19 亿元/ 539.49 亿元/ 679.16 亿元，同比增速为 15%/ 76%/ 26%。

成本费用假设：2020 年受疫情影响，食材成本占比、人工成本占比、租金成本占比均有所上升，2021-2022 年稳定。预计 2020-2022 年毛利率分别为 57%/ 59%/ 59%；人工成本率分别为 31%/ 30%/ 30%；租金成本率分别为 2%/ 1%/ 1%。而折旧摊销率和能源费用率相对稳定，2020-2022 年折旧摊销率分别为 5%/ 5%/ 5%；能源费用率分别为 4%/ 4%/ 4%。

表 15：海底捞收入成本费用预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	16,969	26,556	30,619	53,949	67,916
yoy	60%	56%	15%	76%	26%
毛利率	59%	58%	57%	59%	59%
人工成本率	29%	30%	31%	30%	30%
租金成本率	4%	1%	2%	1%	1%
折旧摊销费用率	4%	5%	5%	5%	5%
能源费用率	3%	3%	4%	4%	4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

火锅龙头海底捞，占据优质餐饮赛道，可复制性强、天花板高、消费群体广。公司依靠独特的内部管理模式，实现高经营效率下的门店快速扩张。**海底捞门店还未达到天花板**，未来将继续加密一二线城市，持续推进三线及以下城市下沉。海底捞独特的内部管理和激励机制，能够解决餐饮企业最核心的“人”的问题，为一致性且高质量的服务提供保障。海底捞的关联企业覆盖餐饮全产业链，有助于公司控制成本、分散风险、快速扩张。**我们认为未来应该关注海底捞的第二成长曲线。**海底捞管理体系与餐饮新业态有望碰撞出新火花。海底捞探索智能化创新提升客户就餐体验，坚持新技术改变成本结构提升公司效率，是公司的长期战略目标。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 19.04 亿元/ 49.03 亿元/ 61.74 亿元；对应 PE 分别为 87 X/ 34 X/ 27 XPE（按照 1 港元= 0.9153 人民币换算）。我们选取可比餐饮企业九毛九、呷哺呷哺、广州酒家，由于餐企所处赛道不同，导致公司的成长性差异较大，从而影响公司估值，因此我们选取 PEG 估值法。以消除疫情影响后的 2021 年作为对比基础，可比公司 PE 区间为 15-42 X，PEG 区间为 0.57-3.37 X。如果我们给予 2021 年 1 倍 PEG（PEG=1 代表股价相对合理），对应 PE 为 44 倍。我们认为海底捞门店仍将保持高速扩张之势，业绩高速增长帮助公司消化高估值；且海底捞作为火锅乃至餐饮行业的龙头公司，能够享受龙头溢价，因此可参考可比公司 2021 年估值上限为 42 倍。结合 PEG=1 对应 PE 倍数和可比公司上限估值水平，我们给定 2021 年估值范围为 42-44 倍，公司价值在 2,059-2,157 亿元（人民币），折合每股股价约为 42.5-44.5 元（港币），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：海底捞财务数据和估值表

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,969.10	26,555.79	30,619.35	53,948.98	67,915.73
增长率(%)	59.53%	56.49%	15.30%	76.19%	25.89%
EBITDA(百万元)	2,946.18	5,015.67	4,530.16	10,073.97	12,529.94
净利润(百万元)	1646.16	2344.71	1903.51	4903.25	6174.36
增长率(%)	60.16%	42.44%	-18.82%	157.59%	25.92%
EPS(元/股)	0.31	0.44	0.36	0.93	1.16
市盈率(P/E)	100.05	70.24	86.52	33.59	26.67

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 17：可比餐饮公司估值

股票代码	股票简称	市值 百万 CNY	股价 05-11	EPS				PE			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
9922.HK	九毛九	14,955	11.84	0.12	0.08	0.26	0.42	90	135	42	26
0520.HK	呷哺呷哺	7,929	8.03	0.27	0.15	0.49	0.58	27	49	15	13
603043.SH	广州酒家	11,999	29.70	0.95	1.04	1.38	1.64	31	29	22	18
平均值				0.45	0.42	0.71	0.88	50	71	26	19
6862.HK	海底捞	164,284	33.95	0.44	0.36	0.93	1.16	70	87	34	27

注：九毛九 EPS 预测来自于天风证券，其他来自 Wind 一致预测，单位为 CNY；港股股价单位为 HKD，A 股股价单位为 CNY；汇率按照 1 港元=0.90943 人民币换算。

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 18：可比餐饮公司复合增速及 PEG

股票代码	股票简称	CAGR		PEG	
		18-21	19-22	2021E	2022E
9922.HK	九毛九	73%	52%	0.57	0.50
0520.HK	呷哺呷哺	4%	29%	3.37	0.44
603043.SH	广州酒家	13%	20%	1.62	0.91
平均值		30%	34%	1.85	0.61
6862.HK	海底捞	44%	38%	0.76	0.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

8. 风险提示

食品安全风险：食品安全问题会引发消费者对品牌的负面认知，且餐企将受到监管机构的处罚，对公司已经积累的口碑和竞争优势是沉重的打击。

门店扩张不达预期的风险：门店拓展涉及物色适宜的选址、获得政府的许可和审批、招募培训合适的员工等，存在无法按时开设新门店导致扩张不达预期的风险。

原材料价格上涨的风险：原材料价格上涨会挤压餐饮企业的毛利率，影响公司的盈利能力。

疫情情况恶化风险：疫情冲击下餐饮门店停止营业，餐企失去主要收入来源，陷入难以持续经营的困境。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com