

6862.HK 海底捞

建议：申购

中式餐饮执牛耳者

2018年9月12日

招股数据

报告日期	2018.09.12
招股价(港元)	14.8-17.8
总股本(亿股)	53
发行后市值(亿港元)	784.4-943.4
每股净资产(元)	1.40-1.64
PB (IPO后)	9.23-9.48
数据来源：招股说明书	

相关报告

投资要点

- **全球领先的中式餐饮企业：**海底捞主打火锅品类，品牌深入人心，并形成了一种独特的文化，是就餐体验和服务体验的代言词。按 2017 年收入计算，海底捞在中国和全球的中式餐饮市场中均排名第一，年服务顾客数超过 1 亿人次，是当之无愧的行业龙头。截至 2018 年 9 月 3 日，公司餐厅数量为 363 家，其中中国内地 332 家。公司业绩高速增长，2015-2017 年营收从 57.57 亿元增至 106.37 亿元，复合年增长率为 35.9%，2018H1 营收 73.55 亿元，同比+54.3%；净利润从 4.11 亿元增至 11.94 亿元，复合年增长率高达 70.5%，2018H1 净利润 6.46 亿元，同比+52.2%。同时，公司“连住利益，锁住管理”的管理模式有效减少了员工流失率，构筑了核心壁垒，助力公司加快异地扩张和提升品牌形象。
- **建议投资者“申购”：**截至 2017 年 12 月 31 日，公司营业收入 106.37 亿元，归属净利润 10.28 亿元。按发售价格分别为 14.8、17.8 和中位数 16.3 港元及 2018 年 9 月 11 日 CNYHKD 汇率计算，总市值将分别为 784.4、943.4 和 863.9 亿港元，对应 2017 年 PE 分别为 67、80 和 73 倍。类比上市公司呷哺呷哺、颐海国际 2017 年静态 PE 分别为 23、62 倍。如果按照 2018 年 55% 的净利润增长，对应 PE 为 43-51 倍，公司估值处于同业较高水平，但考虑到公司的龙头地位、持续高速的业绩增长、独特且专业的管理和无可比拟的就餐体验，估值处于合理区间，因此建议投资者“申购”。

海外消费研究

分析师：张忆东
兴业证券经济与金融研究院副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人：李明
limingyijy@xyzq.com.cn
SFC: AXK332
SAC: S0190118070111

公司名称	海底捞
股票代码	6862.HK
招股截止时间	2018.9.17
上市日期	2018.9.26
发行股数(亿股)	4.2453
--香港发售数(亿股)	0.38208
--国际配售数(亿股)	3.86322
发行后总股本(亿股)	53
发行价范围(港元/每股)	14.80-17.80
发行后市值(亿港元)	784.4-943.4
联席保荐人	招银国际、高盛
联席账簿管理人	招银国际、高盛、中金公司、花旗、大华继显
会计师	德勤会计师事务所

风险提示：1) 食品安全风险；2) 消费者口味变化；3) 餐饮行业激烈竞争；4) 店铺拓展不及预期；5) 原材料价格波动；6) 集团声誉受损。



报告正文

1、公司简介

1.1、公司发展历程

公司创始人张勇 1994 年在四川省以个人积蓄出资方式开设首家“海底捞”品牌火锅餐厅，后于 2015 年 7 月 14 日在开曼群岛正式注册成立“海底捞”公司。经过不断的发展，海底捞现已成为全球领先，快速增长的中式餐饮品牌，业务范围以餐厅服务为主，兼具外卖业务以及调味料产品及食材销售。海底捞自 2014 年在新加坡开设首家海外分店开始，便持续进行海外市场开拓，截止 2017 年，海底捞集团已在中国内地，香港，台湾及国际上的韩国，日本，新加坡和美国运营 320 家连锁餐厅。根据沙利文公司报告，按 2017 年收入计算，海底捞在中国和全球的中式餐饮市场中均排名第一，年服务顾客数超过 1 万人次。

图 1、公司的发展历程

1994 年	四川省内开设首家火锅餐厅
1999 年	餐厅网络外拓陕西省西安市
2002 年	餐厅网络外拓河南省郑州市
2004 年	餐厅网络拓展至北京
2006 年	餐厅网络拓展至上海
2007 年	获中国质量认证中心 HACCP 质量管理体系认证
2008 年	获中国烹饪协会授予“中国名火锅”称号
2010 年	推出中国首家自营火锅外送服务
2011 年	获国家工商行政管理总局认定中国驰名商标
2012 年	在新加坡开设首家海外分店
2013 年	在美国开设首家分店
2014 年	在韩国开设首家分店
2014 年	开设第 100 家火锅连锁分店
2015 年	日本和台湾开设首家分店
2017 年	年客流量创纪录，达到约 106.6 百万
↓ 2018 年	开设第 300 家火锅餐厅

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司管理层及股权架构

公司董事会由八名董事组成，包括四名执行董事，一名非执行董事及三名独立董事。四名执行董事为张勇先生，施永定先生，邵志东先生，佟晓峰先生；非执行董事为舒萍女士；三名独立非执行董事为 Chua Sin Bin 先生，Hee Theng Fong 先生，齐大庆先生。

张勇先生，47 岁，作为公司的创始人之一，拥有 20 多年的餐厅管理经验。1994 年至 2001 年间，曾任四川海底捞总经理；2001 年至 2009 年，调任四川海底捞执行董事兼总经理，并于 2006 年其任颐海非执行董事。自 2009 年 7 月其，张勇先生一直任四川海底捞董事兼执行董事长，并于 2018 年 1 月委任非执行董事。

舒萍女士，48 岁，为公司创始人之一。舒女士于 2015 年完成长江商学院，伦敦商学院，哥伦比亚商学院，日本一桥大学国际企业战略研究院等共同举办的高级管理人员硕士课程。后于 2015 年 7 月委任为董事，并于 2018 年 5 月调任非执行董事。

施永宏先生，48 岁，于 2015 年 7 月委任为董事，后于 2018 年月调任执行董事。施先生自 2017 年 11 月起任颐海公司董事长。施先生作为公司的创始人之一，于 1988 年在中国四川空分技工学校完成机械课程，并拥有 20 年餐厅管理经验，主要负责参与并监督集团的管理及战略发展工作。

邵志东先生，42 岁，于 2018 年 11 月 17 日委任为董事，其后于 2018 年 5 月 2 日调任执行董事，亦于 2014 年 7 月 9 日调任为公司创新中心总监。邵先生于 2000 年 7 月自山西大学取得计算机技术硕士学位，并于 2012 年 7 月自北京师范大学取得政府经济管理（人力资源管理）博士学位，拥有近 20 年信息技术经验。

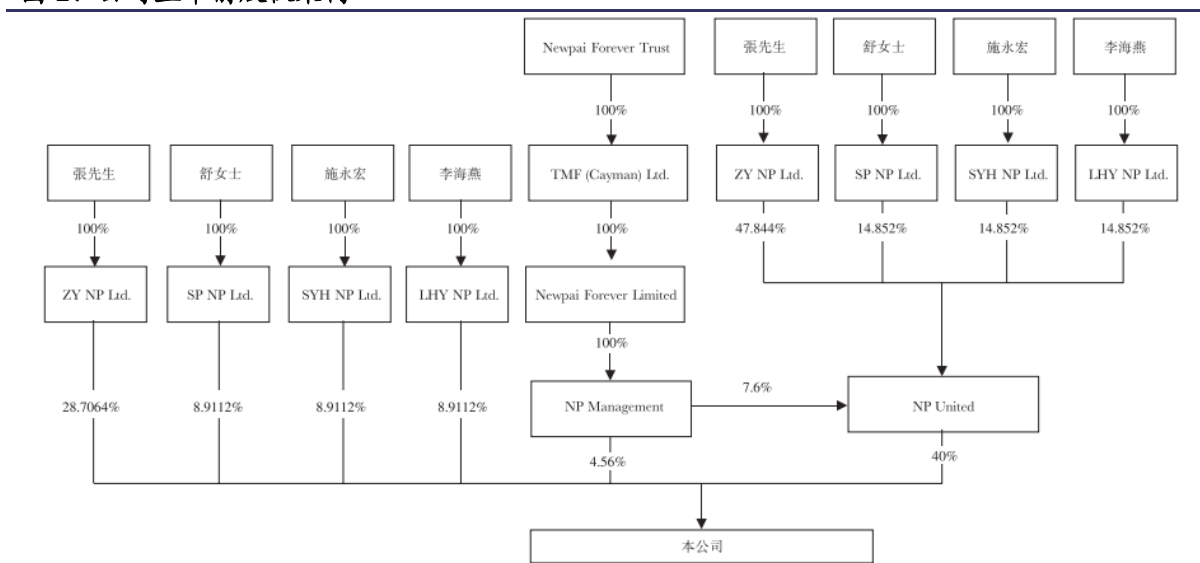
佟晓峰先生，44 岁，于 2018 年 1 月 17 日委任为董事，其后于 2018 年 5 月 2 日调任执行董事，其亦于 2017 年 7 月 13 日委任为公司财务总监，主要负责集团的财务及投资管理及监督。佟先生于 2006 年 7 月取得北京理工大学工商管理硕士学位，拥有丰富的财务会计知识及相关经验。

Chua Sin Bin 先生，70 岁，于 2018 年 5 月 2 日委任为公司独立非执行董事，负责向董事会提供独立意见及判断，其于食品安全，食品科技，产业及人畜共患病等领域拥有全面的经验。

Hee Theng Fong 先生，63 岁，于 2018 年 5 月 2 日委任为公司独立非执行董事。许先生于 1979 年 5 月于新加坡国立大学取得法学学士学位，以及于 2004 年 10 月取得中国苏州大学中国法律专业文凭。许先生作为国际仲裁员和新加坡律师，拥有近 30 年行业相关经验。

齐大庆先生，54 岁，于 2018 年 5 月 2 日委任为公司独立非执行董事，齐先生于 2002 年 7 月加入长江商学院任高级管理人员，曾担任多家香港上市公司的独立非执行董事。

图 2、公司上市前股权架构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

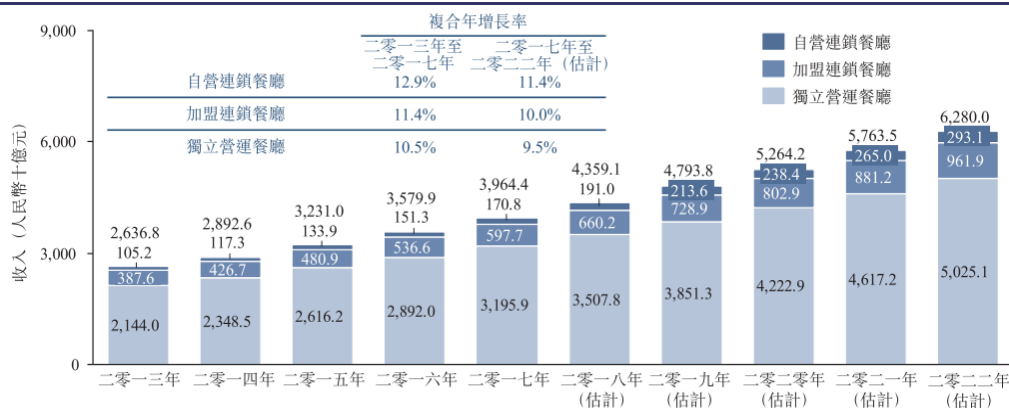
2、中国餐饮行业概况

2.1、中式餐饮主导，自营连锁店日益流行

根据弗若斯特沙利文公司的调查报告，受益于中国城镇化率的提高以及中国人口的消费升级带动，中国餐饮服务市场近年来快速增长，总收入由 2013 年的 26,368 亿元增长至 2017 年的 39,644 亿元，此期间的年复合增长率为 10.7%。预期 2017 年至 2022 年中国餐饮服务市场继续以复合年增长率 9.6% 保持稳步快速增长，2022 年总收入将达到人民币 62,800 亿元。

中国餐饮服务市场历来分散，并由独立运营餐厅主导，2017 年连锁运营餐厅收入仅占中国餐饮服务市场销售的 4.3%。但是，自营连锁餐厅依赖于强大的资本平台，更高的品牌认知度及更可靠的食品安全控制，预期其 2017 年至 2022 年间将以 11.4% 的复合年增长率超越独立的运营餐厅及加盟连锁餐厅的增长。

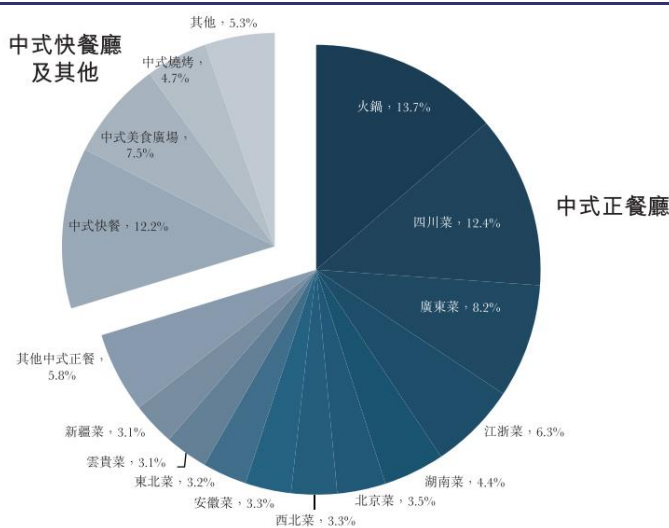
图 3、国内自营连锁餐厅规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

中式餐饮行业市场主要由三部分组成，即中式餐饮，西式餐饮及其他餐饮。中式餐饮又可进一步分为中式正餐厅（如火锅，四川菜及粤菜）以及中式快餐餐厅及其他（如中式烧烤及街头食品）。据弗若斯特沙利文调查数据显示，2017 年中式餐饮市场份额为 80.5%，总收入 31,920 亿元，预期 2017 年至 2022 年复合年增长率将达到 8.9%，2022 年总收入将达到人民币 48,887 亿元。而在所有中式菜品中，火锅又占据了最大的市场份额，按 2017 年收入计，其市场份额为 13.7%。

图 4、中式餐饮市场各菜式市场份额（按 2017 年收入计算）



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

另外，中式餐饮的普及程度在全球范围内呈现快速的扩张和增长，这主要是由于中国文化的影 响加大以及中式食品在全球的接受度提高所致。全球中式餐饮市场的总收入由 2012 年的 35,361 亿元增加至 2017 年的 50,221 亿元，在此期间的复合年增长率为 9.2%；预计 2022 年将达到人民币 74,803 亿元。中式餐饮近年在东亚，东南亚以及华人人口较多的国家地区的市场份额较大，由于火锅的口味可根据当地喜好进行随时调整，火锅餐厅未来将继续在全球范围内日益普及。

图 5、全球中式餐饮市场规模（按 2017 年收入计算）

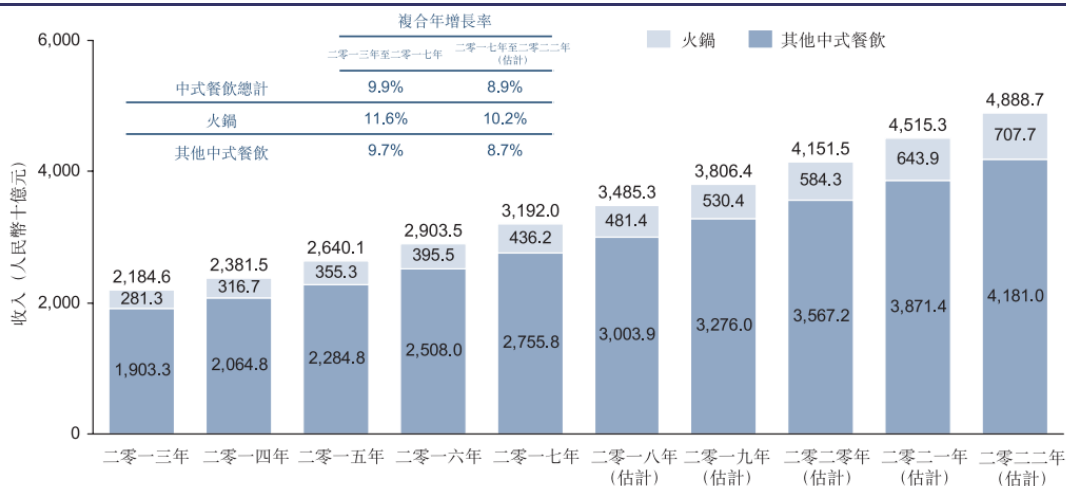


资料来源：国家统计局，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、快速增长的中国川式火锅市场

在中式餐饮中，火锅主要分为川式，粤式，蒙氏三种，其中川式火锅占中国火锅餐饮市场的 64.2%，是最受欢迎的火锅品种。总体而言，火锅餐饮市场的总收入由 2013 年的 2,813 亿元增加至 2017 年的 4,362 亿元，在此期间的复合年增长率为 11.6%。预期未来火锅餐饮市场 2017 年至 2022 年将持续按 10.2% 的复合年增长率增长，2022 年总收入将达 7,077 亿元。

图 6、中式火锅餐厅历年收入情况

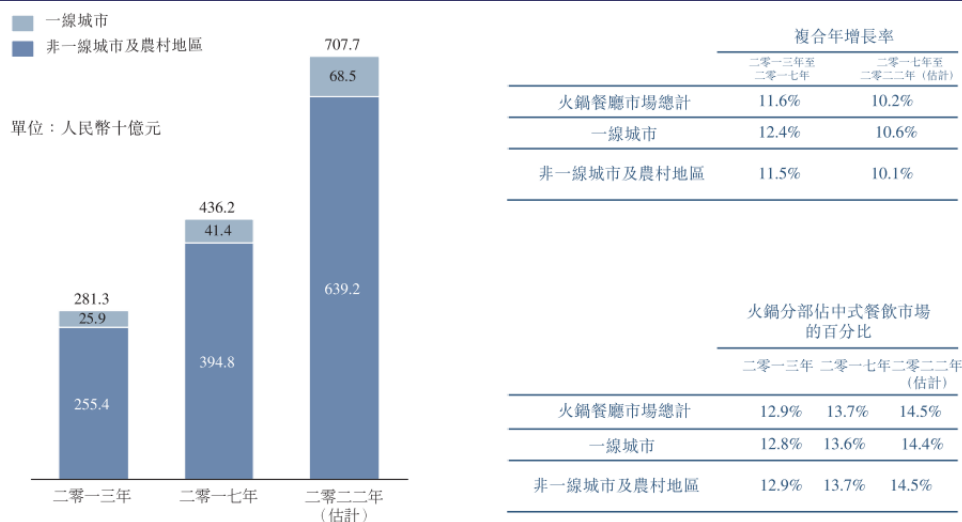


资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

就火锅店铺数量方面，受益于大众口味受欢迎度较高及其可扩张性和独特业务模式，中国火锅餐厅的数目由 2013 年的约 406,000 家增加至 2017 年的约 601,000 家，预期 2022 年将增加至 896,000 家。分地区来看，一线城市随着人口的持续流入和生活节奏加快，人们外出用餐需求不断增加，尤其偏好提供优质食品且分为

好的餐厅，这将带动一线城市火锅餐厅市场的快速拓展发展。尽管非一线城市及农村地区的火锅餐厅数量增长相对较慢，于 2013 年至 2017 年间的复合增长率为 11.5%，但随着城镇化速度的加快以及消费水平提升，该区域火锅餐厅数量将继续增加。此外，非一线城市及农村地区的市场规模已且预期将继续占中国整体火锅市场约 90%，因而存在较大的增长空间。

图 7、中国火锅餐厅区域市场情况



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、原材料成本提升，连锁餐厅进入门槛逐步提高

原材料作为火锅餐厅的主要成本项目，占其平均总成本约 55%。2011 年至 2017 年间，以 2010 年为基期的消费物价指数由 2011 年的 111.8 上升至 2016 年的 135.4；2017 年食品整体消费物价指数较 2016 年下跌 1.4%，主要是由于 2017 年猪肉及蔬菜价格下降所致。羊肉作为火锅餐厅重要食材之一，其价格 2015 年及 2016 年大幅下降，主要由于爆发疫病及进口数量的日益增加，随后牧羊人调整存栏数以应对损失导致肉羊数量减少。随着羊肉供不应求，其价格 2017 年触底回升。此外，牛肉，蔬菜，鱼类等原材料均出现不同程度的价格上涨。

图 8、食品消费物价指数（主要包括火锅食材）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

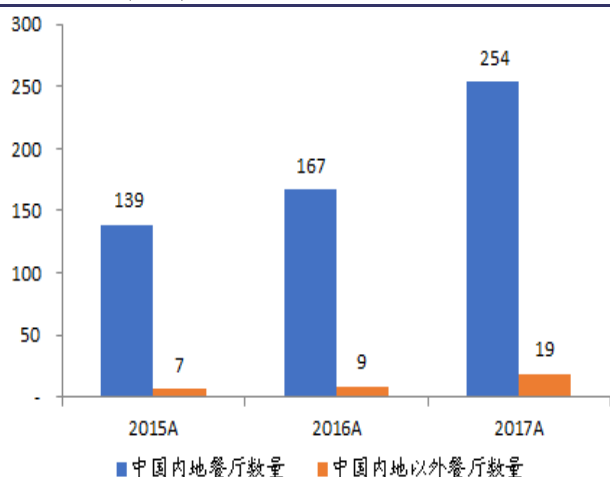
虽然在经营及管理单一餐厅方面可能没有重大的进入门槛，但成为在多处开设餐厅的大型连锁餐饮集团仍存在重大的进入门槛。这主要受制于管理能力的提升，供应链管理能力，初始设立资本支出较高，以及不断增加的劳动力成本及高员工流失率等因素影响。就管理能力方面，大型连锁餐厅通常有大量的餐厅工作人员，设有繁杂的监管和内部政策，然而由于餐饮服务行业劳动密集的特点，很难保证员工遵守一系列的法规政策，特别是食品安全有关的详细且严格的规定。供应链管理方面，火锅的质量及口味很大程度上去决定于食材的新鲜度及质量。对于大型连锁餐饮集团而言，能够以优惠的价格从可靠的供应商处采购新鲜优质的食材，并管理旗下所有餐厅食材的库存和物流至关重要。初始设立资本支出方面，经营大型连锁餐饮集团需要大额初始投资来支付租金，装修费用，设备成本及员工成本等，一般的进入很难具备足够的资本准备。

3、海底捞主要业务介绍

3.1、餐厅业务

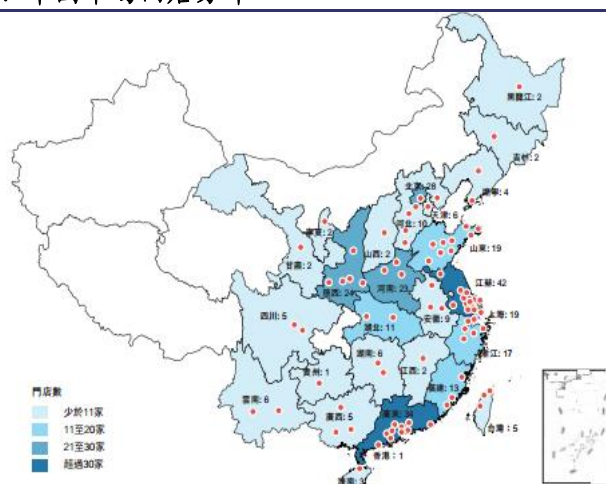
海底捞自 1994 年在四川简阳开设第一家餐厅以来，现已覆盖到中国 26 个省，涵盖中国内地所有一线城市及绝大多数二线城市，且公司现拥有及管理的所有餐厅均为租赁。2015 年，2016 年及 2017 年末，海底捞分别拥有并经营 146, 176, 273 家餐厅，其中 139, 167, 254 及 296 家餐厅位于中国内地。翻台率分别达到每天 4 次，4.5 次及 5 次。在全球及中国的餐饮市场份额分别为 0.2% 和 2.2% 在前五大经营者中按收入排名均为第一。从年客流量数据来看，海底捞 2017 年约有 1.03 亿人次，每位顾客平均消费 94.6 元。

图 9、公司中国餐厅门店数量



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、中国市场门店分布



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、外卖业务

海底捞自 2010 年开始提供外卖服务，由于火锅外卖服务对于食材的新鲜度，品质控制以及标准化操作相对有更高的要求，海底捞是国内首家推出自营火锅外卖服务的火锅店品牌。截止 2017 年，已在中国超过 40 个城市经营外卖业务。海底捞外卖服务通过外卖热线，微信公众号，海底捞 APP，第三方网上餐饮外卖平台渠道为店面周围的顾客提供外卖服务，配送均由海底捞自家员工于 30 到 40 分钟内完成。顾客亦可选择带有锅和电炉以及非一次性的餐具，配送人员将由就餐后取回。财务数据显示，海底捞于 2015 年至 2017 年间的外卖业务收入分别为 74.1 百万元，146.1 百万元，218.8 百万元。受益于外卖平台 APP 的应用程度提高以及年轻人就餐偏好的带动，中国外卖市场近年快速增长。并且由于资本投资及固定成本较低，外卖服务利用率比一般传统餐厅更高。根据沙利文数据，我国外卖市场产生的总收入由 2013 年的人民币 465 亿元增至 2017 年的人民币 2091 亿元，复合年增长率高达 45.6%，占 2017 年中国整体餐饮服务市场的 5.3%。预期 2022 年外卖市场产生的总收入将达人民币 4770 亿元，复合增长率为 17.9%

3.3、调味料及食材销售

海底捞不仅对其门店餐厅销售零售调味料产品及食材，也想顾客对外销售，使顾客能够在家中烹调自己的海底捞火锅。公司 2015 年，2016 年，2017 年间，该部分业务收入分别为 29.5 百万元，26 百万元，30.3 百万元人民币。分别占总收入的比重为 0.5%，0.3%，0.3%。

4、海底捞竞争优势分析

4.1、师徒制——有效的员工管理方式

海底捞奉行“连住利益，锁住管理”的管理理念，推行自下而上的裂变式关系管理。其强调“用双手改变命运”的员工价值观，为员工设置公平清晰的晋升通道，通过初级，中级及高级员工的锻炼路径，将由机会进入储备店长人才库；同时实行“计件工资”制度，将薪酬与劳动数量和质量直接挂钩，有效调动员工的积极性并减少了员工流失率。

另一方面，师徒制的实行有效绑定了店长和员工的关系。店长不仅可以对自身店铺有业绩提成，还能在其徒弟的门店中享有一定比例的业绩提成，这样可以促进店长有动力培养出更多的能力品行合格的储备店长。店长在需要严格执行总部操作手册的规定下可自主考核本店员工，在顾客个性化服务及菜品折扣方面拥有一定自主权。截止 2017 年底，海底捞候选人才库中已有累计超过 200 名储备店长，有超过 227 分来自现有店长的开店申请。

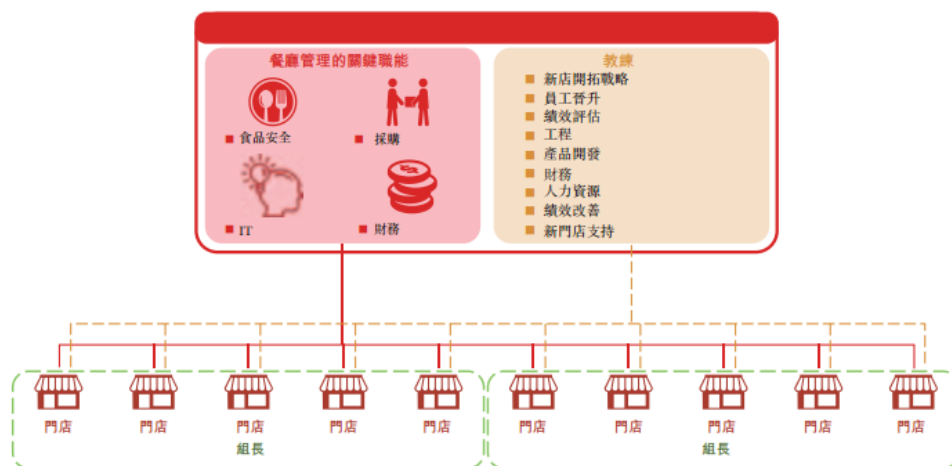
4.2、抱团小组——门店之间紧密结合

海底捞将相近的 5 至 18 家门店形成一个抱团组织，并由其中最有力的店长担任组长。抱团组织内门店因分布在同一地区，共享信息，资源，具有共同解决当地问题的能力，有效实现了一定程度的自我管理，提高管理的透明度和效率。截止 2017 年底，海底捞已正式成立 37 个抱团组织，涵盖超过 300 家门店。此外，以店长彼等选择的教练为餐厅提供指引和支持，多数教练都曾担任过店长或拥有丰富的餐厅管理经验，其提供的支持服务包括：新店开拓战略，员工发展及今生，绩效评估，装修工程，产品开发，服务提升，人力资源。

在总部层面，其为各门店提供核心资源和可选服务，标准化有效管控关键环节，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；以“顾客满意度”和“员工努力程度”作为 KPI 指标进行门店考核及系统性风险管理。门店的考核结果分为 A,B,C 三个等级，分别代表优秀，良好，不合格；一旦评为 C 级，门店多有员工扣薪外店长也不能于下季度开设新店。同时，总店有效控制门店管理的黑犀牛环节，包括拓展策略，食品安全，信息技术及供应链管理等。

由此海底捞形成了总部，教练，抱团小组及餐厅四部分的扁平化组织架构，餐厅直接向高级管理层汇报，从而能够立即有效执行公司目标。

图 11、公司抱团小组结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、独立的供应商关系管理子公司

随着餐厅门店的往外拓展，海底捞其后成立了专门的供应商关系管理公司，如颐海集团，蜀海集团，微海咨询等。其可在食材加工，仓储物流，门店施工及人力咨询等方面提供专业化建议和市场合作。使得总部可以更专注与黑犀牛业务，提升经营效率，实现规模化增长。海底捞通常就长期的食材供应商订立标准的一年期框架协议，其主要条款包括质量，定价，交货时间，优惠条款，付款方式等约定要求。此外，海底捞通常为每类主要食材维持平局两名合格供应商以避免对单一供应商的依赖，且平均与主要供应商有超过 5 年的业务关系，其 2017 年度的主要供应商情况如下图。

表 1、与供应商订立的框架协议条款

质量	食材需满足详细规格要求，并出具检验报告或大三房发出的质量证书
定价	价格波动低的食材规定采购价，波动高的食材根据采购时的市价确立
交货时间表	视采购的食材种类而定
验收	送至指定的仓库交货后八小时内检验
最优惠条款	要求供应商提供不高于向任何其他顾客提供的价格和条款
付款	货物交付验收后 15 日内全额付款

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2017 年主要供应商采购情况

供应商	采购货品/服务	购买金额 (百万元)	占总购买金额 百分比
蜀海	食材	2603.3	43.20%
蜀海东方	装修材料及翻新服务	1290.2	21.40%
颐海全资附属子公司	火锅底料	895.5	14.80%
四川海底捞全资附属公司	羊肉	71	1.20%
四川海底捞	食材	68.6	1.10%
合计		4928.6	81.70%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、细致周到的顾客服务体验

海底捞强调员工为每位顾客提供周到，贴心及个性化的服务，以此 KPI 的考核指标激励员工提供令顾客倍感温馨甚至征程关注的服务。例如，海底捞在就餐等位区提供免费的桌游及小食，贴心的美甲和擦鞋服务；合理酌情的折扣，麦菲菜品服务。根据沙利文的调查，在海底捞就餐的参与者中约有 99.3% 满意而归，有 98.2% 会再次惠顾。

同时，海底捞率先在餐厅内加入自主蘸料调味台以及平板电脑自助下单，并推出特色菜品捞面，以此提供轻松活跃的就餐氛围。日后，海底捞有望通过使用投影映射和数字传感器等技术提供沉浸式就餐体验，以及高科技的自动化设备实现顾客个性化汤底选择。

就食材质量方面，海底捞已与 50 家符合指控要求的供应商简历稳定业务关系，涉及采购至食品加工，库存和物流等多个方面。并且，海底捞每日会根据 60 项指控清单对食品安全卫生进行检查指引，并在厨房实行全天的视频监控，对违规人员实施清晰的问责制度。

图 12、顾客服务场景图



一個人的飯局不代表寂寞



「回家吃飯咯」



為幼兒顧客提供嬰兒床服務



冬至快樂園 — 一起來包餃子！

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5、信息技术投入

海底捞近年不都拿加大业务智能化方面的投资目前正与阿里云合作开发人工智能平台以更高效完成餐厅选址。另外，高科技智能厨房的研发应用，包括具有准备食材和洗涤功能的自动化设备将有效减少等候时间。智能化存货及供应管理系统，可根据每家餐厅的历史用量自主下单及补充存货并根据对翻台率规律和消费趋势的深入分析调整订货量。此外，为了增加厨房透明度，海底捞逐步在开放式的厨房中安装视频监控系统，使顾客可以通过平板电脑在就餐时视察厨房的活动。

5、财务数据

公司的营业收入由 2015 年的人民币 5,756 百万元增至 2017 年的人民币 10,637 百万元，复合年增长率达 35.9%。其中外卖业务自 2015 年首推出后，受到消费者欢迎，使得 2016 年的该部分收入同比增长达 97%，在总收入中占比也逐步提升。调味料产品及食材销售业务 2016 年度收入增长有所下滑，餐厅业务近三年维持稳定增长。餐厅整体翻台率由 2015 年的每天 4.0 次平稳增加至 2017 年每天 5.0 次，其中 2017 年新开业的 98 家餐厅能够实现每天 4.6 次的整体翻台率。

图 13、2015 年-2017 年收入情况

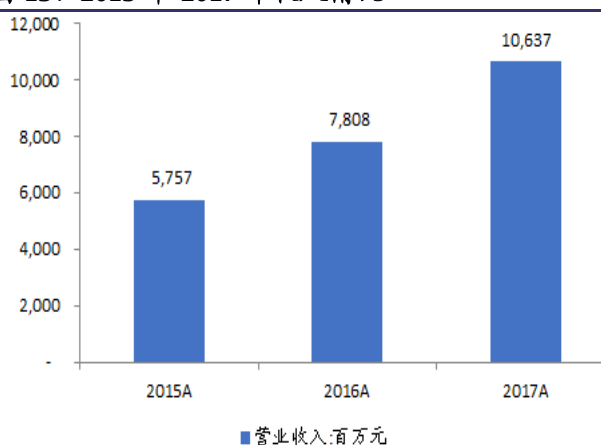
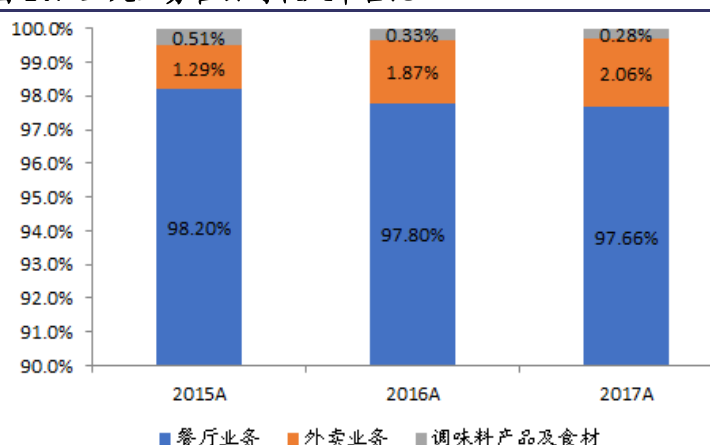


图 14、三大业务在公司收入中占比



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司各业务收入及同比增速（百万人民币）

品牌	2015A	2016A	2017A
餐厅业务	5,653	7,636	10,388
YoY		35%	36%
外卖业务	74	146	219
YoY		97%	50%
调味料产品及食材销售	30	26	30
YoY		-12%	17%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

海底捞 2015 年至 2017 年净利润分别为 411 百万元, 978 百万元, 1,194 百万元, 复合年增长率为 70.5%。近年来, 海底捞积极高效进行店面的选址及扩张, 有效提升服务质量, 并严格进行库存以及成本的管控, 使得收益质量稳步提升, 2017 年净利润较 2016 年同比增长 18%。截至 2017 年 12 月 31 日, 公司的毛利率和净利率分别为 52% 和 11%, 毛利率较上年持平, 净利率较 2016 年下降 2%。净利率水平下降的主要系门店扩张过程中销售费用和管理费用的上升所致。

图 15、2015 年至 2017 年公司年度净利润

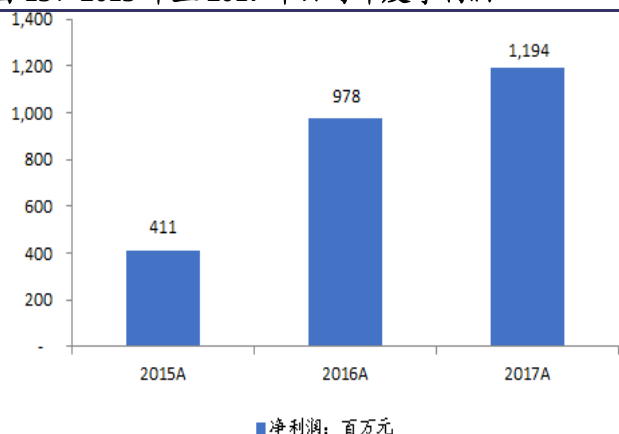
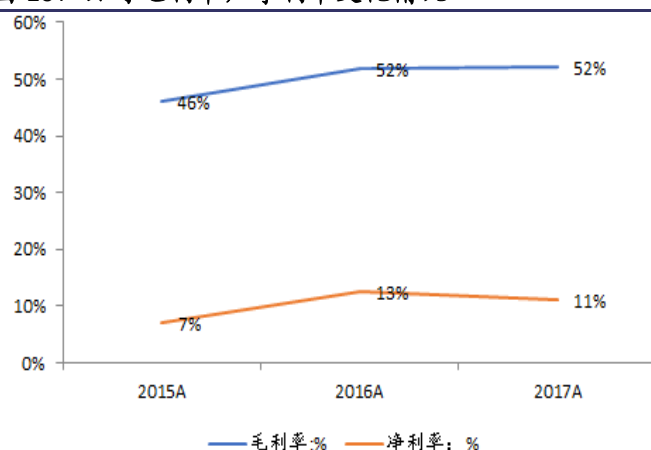


图 16、公司毛利率, 净利率变化情况

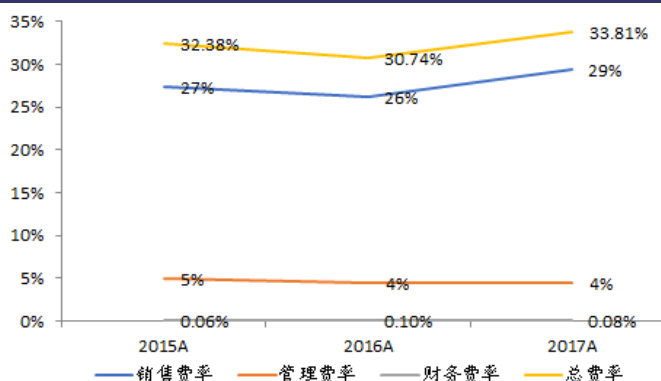


资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

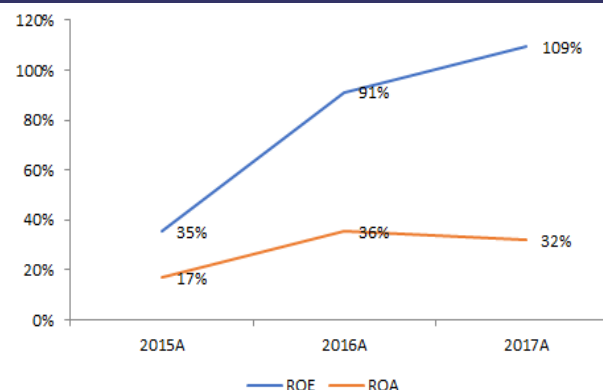
公司 2017 年相较 2016 年, 总体费用率由 30.74% 上升至 33.81%, 主要系店面扩张下员工成本增加导致的销售费用上升所致。管理费用率与 2017 年与 2016 年持平, 财务费用率保持低位。ROA 2015 年至 2017 年分别为 17%, 36%, 32%, 2017 年相较 2016 年下降 4%, 主要由于扩大经营后资产规模的增加所致。ROE 2016 年较 2015 年大幅上升 56%, 达到 91%, 2017 年达到 109%, 主要系 2016 年所有者权益调整后的下滑所致。

图 17、公司费用率一览



资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、ROE 与 ROA



资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

6、公司未来经营策略

- 1) 继续战略性扩展餐厅网络:**公司计划于 2018 年开设 180 至 220 家新餐厅,包括已签署租约但未开业的 84 家及于最后实际可行日期已开业的 50 家。国内方面,在已布局的北京,上海,西安及其他一二线城市继续提高餐厅密度;进一步提升三线及以下城市的餐厅覆盖度。海外方面,主要聚焦新加坡,韩国,日本及美国等地拥有大型华人社区的地区,并逐步依据海外顾客口味实现本土化。
- 2) 持续提升海底捞的就餐体验:**进一步加强定制菜单和服务以及新科技技术应用,以实现个性化就餐体验。例如,开发可调配个性化锅底的自动化设备,根据不同地区口味偏好研发新的菜品,使用投影设备和数字传感器为顾客提供沉浸式的就餐体验。
- 3) 促进同店销售增长及拓展收入来源:**计划在等候区安装自动售货机,适时推出早餐及下午茶菜品,以及海底捞啤酒,以增加不同时段的翻台率。预计在 2018 年下半年推出移动应用程序,借助 13.9 百万注册会员而产生的数据以及每年 1 亿次客流量向顾客提供多维度的线上和线下体验。
- 4) 策略性的寻求收购优质资源:**计划寻求有较好声誉,标准化程度较高,管理较好,并有供应链可用的优质餐饮企业实现收购,以增强公司的市场地位和竞争力。

7、行业内公司对比

目前港股上市的经营范围主要在大陆的餐饮公司有呷哺呷哺(0520.HK)、大家乐(0341.HK)、翠华(1314.HK)。

呷哺呷哺(0520.HK):源自台湾,1998 年在北京创立,其新颖的吧台式就餐形式和传统火锅的完美结合,开创了时尚吧台小火锅的新业态。现已在国内直营开店 400 余家,遍布 20 多个主要城市。从 2009 年起,呷哺呷哺一直位列“中国餐饮百强企业”。

大家乐(0341.HK):集团为全球最具规模之上市中式连锁餐饮集团,主要从事经营连锁式快餐餐饮业务、快餐厅、机构饮食业务及特式餐厅,以及食品制造及分销业务。在稳握香港市场领导地位之同时,集团在过去数十年积极在中国市场推行策略性行动计划。

翠华(1314.HK):公司是一家连锁茶餐厅东主及营办商,主攻中高端茶餐厅市场。在香港的超卓成绩基础上,公司在二零零九年开始进军内地市场,由从前的冰室

发展至现时连锁式餐厅，乃至积极发展其他经营模式，拓展业务至不同范畴，建立翠华集团宏大餐饮团队。

3 家已上市公司与海底捞主要营运数据对比如下：

表 4、主要经营范围在大陆的餐饮公司经营情况

股票代码	公司名称	上市时间	收入（亿元）			净利润（亿元）			ROE(%)		
			2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A
0520.HK	呷哺呷哺	2014/12/17	24.3	27.66	36.84	2.63	3.68	4.2	19.12	23.02	22.7
0341.HK	大家乐	1986/07/16	58.26	63.05	70.09	4.65	4.32	4.47	15.86	14.37	14.34
1314.HK	翠华	2012/11/26	14.43	15.72	16.44	1.25	0.6	0.8	13.22	5.97	7.77
6862.HK	海底捞	2018/09/26	57.44	78.25	106.59	2.73	7.35	10.28	N/A	96.65	108.7

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

8、募集资金用途说明

募集资金用途：

- 约 60% 资金用于为 2018 年至 2020 年的部分补充计划提供资金。
- 约 20% 用于开发及实施新技术，包括提升客户体验的技术项目及视频安全有关项目。
- 约 50% 将部分用于偿还：1) 来自招商银行股份有限公司香港分行的贷款融资，该贷款的年利率为伦敦银行拆借利率（Libor）加 2.55 厘，期限由提取之日起计为期一年；2) 花旗银行（中国）有限公司北京分行的信贷融资，该贷款融资为期一年。
- 约 5% 将作为公司的营运资金及一般企业用途。

若最终募集资金高于或低于本文件所述指示性的中位数水平，公司将按比例调整上述净额的分配。

9、风险提示

1) 食品安全风险；2) 消费者口味变化；3) 餐饮行业激烈竞争；4) 店铺拓展不及预期；5) 原材料价格波动；6) 集团声誉受损。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。